

## 基金經理季度回顧

# 首域盈信全球新興市場股票

### 現在是否放棄新興市場的適當時機？

2023 年，新興市場的表現缺乏驚喜。中國市場連續第三年錄得負回報，拖累該類資產的成績。此外，2023 年亦是新興市場綜合表現再次不及發達市場的一年，尤其跑輸美國市場。這十年來，新興市場已經是第六次表現落後。<sup>1</sup> 短期的相對表現往往受到市場噪音，多於基本面所推動。雖然我們一般不會因短期表現而感到沮喪，但過去十年，兩類市場之間的表現差距絕對值得探討，並驅使我們思考結構性因素有否變化。

新興市場資產明顯面對多項重大問題，包括中國經濟放緩、地緣政治風險加劇，以及土耳其、南非和秘魯等主要市場陷入政策癱瘓，不過我們也需要考慮其他因素。從基本面角度來看，我們認為難以一邊看好全球市場，一邊對新興市場保持悲觀。環球經濟日益由新興市場所主導，我們相信這項趨勢將於未來數年持續加快發展。

多年來，新興市場佔全球人口的大多數，現時亦佔全球經濟的主要部分。然而，新興市場對全球經濟及增長的重要性未有充分反映於資本市場上。以近十年為例，新興市場佔全球生產總值的比例從 56% 上升至 59%，<sup>2</sup> 但佔全球股市比例反而從 12% 下跌至 11%。<sup>3</sup>

與此同時，除了印度以外，大部分新興市場的「巴菲特指標」偏低，與發達市場形成強烈對比，尤其是低於美國及日本，而該項指標反映有關國家股市市值與國內生產總值的比率。過往十年，美國資本主義盛行，對股市回報構成極大的利好因素。目前，美國佔全球生產總值比例只有 15%，佔全球股市比例卻高達 44%。<sup>4</sup> 不過，我們認為，不同國家之間的巴菲特指標差距必定存在著限制。

更重要的是，假如我們考慮次要因素，便會發現新興市場的最佳長線機遇從來未有充分反映於指數上。多年來，國有企業佔指數的比例極高，意味著不少指數成份股持續損害著投資者的收益。縱然如此，我們也不認為完全忽視新興市場是合理的做法，原因是新興市場擁有 3,000 多間上市企業，市值超過 10 億美元，可為長線投資者提供他們夢寐以求的獵食場地。

眾所週知，我們格外專注地買入具備防守特質，例如是產生較高回報及經常性現金流的優質企業。我們亦不時在發展中國家的消費品、金融或服務行業中，發掘到符合條件的龍頭公司。在這些國家中，不少商品及服務的滲透率較低，支持長遠需求，而且大部分國家仍為高度非正規化，令進入市場的門檻大幅提高。這往往形成良好的競爭環境，允許多間主要企業發揮品牌、分銷或規模優勢，從而賺取可觀的利潤率、回報，從而造就強勢的自由現金流。除此以外，我們的持股企業傾向採用以現金為主的商業模式，他們通常會預先向客戶收取現金費用，再隔一段時間才向供應商付款，該項營運資金優勢可以充當企業的資金來源，促進回報增加。

參考往績，上述方針使我們投資組合持股的營運表現大幅拋離整體市場。過去五年，首域盈信全球新興市場核心投資組合企業的整體收益增長率每年上升 14%，高於 MSCI 新興市場指數的 7%（兩者均以美元計）。由於我們持有的企業利潤率較高，加上採用輕資產經營模式，該類企業的經營利潤年均複合增長率達到 16%（以美元計），遠超 MSCI 新興市場指數的 9%，原因可能是多隻主要指數成份股的利潤率較低及資本密集度較高。

大家可能質疑，以往的經營表現能否準確預測未來表現；但我們相信，投資組合持股企業的需求前景穩定，為該類公司

<sup>1</sup> 資料來源：Factset、MSCI。以曆年表現為基準

<sup>2</sup> 資料來源：國際貨幣基金組織、世界經濟展望資料庫（2023 年 10 月）。按購買力平價計算的全球生產總值佔比（佔全球百分比）（2014 年及 2023 年數據）。<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/October>

<sup>3</sup> 資料來源：證券業與金融市場協會（SIFMA）研究（2023 年 7 月）。2023 年資本市場資料（2013 年及 2022 年數據）。<https://www.sifma.org/resources/research/fact-book/>

<sup>4</sup> 資料來源：世界交易所聯會，股市市值（截至 2023 年 11 月）。<https://focus.world-exchanges.org/issue/january-2024/market-statistics>；國際貨幣基金組織，世界經濟展望資料庫（2023 年 10 月）。按購買力平價計算的現價國內生產總值。（2023 年數據）。<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/October>

領先整體市場增添利好因素。聯合國預測，於 2020 年至 2040 年，發展中地區的勞動年齡人口將增加約 8 億人。<sup>5</sup> 此外，發展中地區的城市人口料會上升 15 億，<sup>6</sup> 單是此項增長已經超過目前發達市場城市的全部人口。人口結構、城市化及更多女性進入職場的趨勢將形成長期推動因素，持續創造出不斷發展的龐大利潤池，為我們的持股企業帶來優勢，尤其是專門於發展中市場供應基礎商品及服務的公司。

以印度為例，現時當地家庭債務佔國內生產總值的 15%，<sup>7</sup> 金融體系普遍仍被效率欠佳的大型國有銀行所控制，惟國有銀行的市佔率正逐年流失至較靈活的私營銀行，使我們買入 ICICI Bank 及 HDFC Bank 兩間印度私營金融企業的長期投資理據更加充分。第二個例子是中國，國內高檔啤酒的現有市場佔有率不足 10%，低於大部分發達市場的 30% 至 40%，為我們持有的兩大中國啤酒廠龍頭，即青島啤酒及喜力 (Heineken) 的聯屬公司華潤啤酒創造了強勁的需求。同樣地，過去 15 年，南非的宏觀經濟陷入困境，但我們持有的 Capitec 每股賬面值增長達 18% (以美元計)，並從控制著超過 75% 市場的四大銀行手上持續搶走市佔率。另一個例子是墨西哥企業 Alsea，該公司已當地最大的快餐店營運商，店鋪數目多達 2,500 間，正規市場佔有率約達 15%。然而，墨西哥的正規食肆市場佔整體餐飲行業的比例依然只有 30%，遠低於全球其他多個市場，可見 Alsea 尚有大量增長機會。

上述全部公司均受惠於新興市場的長期增長趨勢，形成一眾企業的核心投資理據。不過，更重要的是，這些公司建立了強大的品牌、轉換成本、網絡及規模競爭優勢，以便賺取可觀的利潤及回報，同時於理性良好的環境中進行競爭。我們相信，有關業務模式的持續優勢及實力構成了長期投資於新興市場的戰略理由。

## 新興市場是否無法迎合新經濟發展呢？

最後，我們相信新興市場企業將於未來數十年逐漸主導「新經濟」發展。儘管中國嚴格監管社交媒體，不利該國參與當前全球的人工智能競賽，國內首屈一指的互聯網企業卻擁有領先國際的數據庫，有助訓練大型語言模型。騰訊、阿里巴巴及抖音已大舉投資該領域的發展，我們將密切留意這些公司的商業應用計劃。

即使是在人工智能領域外，我們也相信新興市場的前景極為樂觀。歷年來，新興市場企業一直主導多個重要行業，包括半導體生產行業 (如台積電)。近年，該類公司亦於綠色能源行業中建立領導地位，例如太陽能板行業的隆基綠能、電池行業的寧德時代及 LG 集團，以及電動車行業的比亞迪，而比亞迪更稱霸現時全球最大汽車出口國的中國。由於新興市場的多個行業均擁有完善的生態系統，我們認為機械人及潔淨能源領域將出現類似的趨勢。另一個例子來自紐西蘭一間主要醫療設備企業。早前我們曾與該公司的高級管理層見面，他們認為，中國企業有望發揮規模優勢及日益成熟的研發能力，成為全球醫療設備龍頭指日可待。最近，該公司還於中國廣州成立了研發中心，並指當地能夠提供其他地區所缺乏的本地人才及強大生態系統。

話雖如此，新興市場也存在著問題。就像我們於本文開首所述，新興市場需要克服多項挑戰。不過，總括而言，如果要回答我們一開始的提問 - 結構性因素有否變化？我們會認為，我們的持股企業依然具備充分的戰略投資理據。踏入 2024 年，我們繼續維持樂觀。鑑於多個新興市場，特別是中國出現全面的拋售潮，我們持股企業的估值相當吸引。按照我們的估計，2024 年投資組合大部分企業的預測自由現金流增長率介乎 10% 至約 15%，我們相信能夠引起投資者的興趣。然而，由下而上的基本面好消息會否反映於 2024 年或往後的股價表現中，則是未知之數。

<sup>5</sup> 資料來源：聯合國經濟和社會事務部人口司 (2024 年)。數據平台，透過網站取得的自訂數據。按年齡及性別劃分的人口 - 廣泛年齡組別 (15 歲至 64 歲) (2023 年及 2040 年預測)。聯合國：紐約。<https://population.un.org/DataPortal/>

<sup>6</sup> 資料來源：聯合國人類住區規劃署 (聯合國人居署) (2022 年)。2022 年世界城市報告：展望城市未來，第 9 頁，表 1.2：城鎮人口及城市化水平 (2015 年至 2050 年)。聯合國：肯尼亞內羅畢。<https://unhabitat.org/wcr/>

<sup>7</sup> 資料來源：司爾亞司數據。<https://www.ceicdata.com/en/indicator/india/household-debt-of-nominal-gdp>

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。截至 2024 年 1 月 12 日或另行註明。

#### 免責聲明

本資料所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內，首源、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本資料內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

本文對具體證券的提述僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為首域盈信資產管理基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。

首源投資，首域盈信資產管理，盈信投資，Realindex Investments 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源投資（註冊編號 53236800B），首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C），盈信投資（註冊編號 53310114W），Realindex Investments（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商業部門。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG 及其附屬公司對本資料包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。