

基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場股票

2024 年 10 月

新興市場的優質金融企業

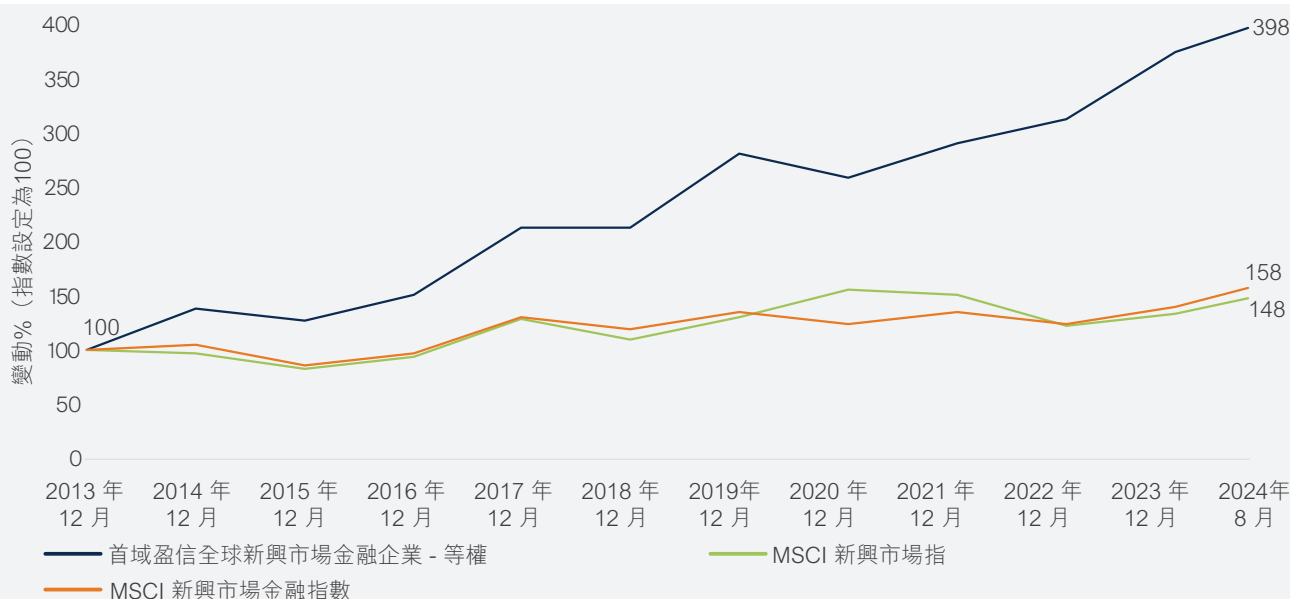
我們相信，創造財富的最佳方式就是長期持有優質企業，這一簡單的信念正正是我們投資理念的基礎。作為專注優質增長投資者，我們特別留意擁有出色管理團隊、有吸引力的增長機遇、可持續業務模式及強大競爭優勢的公司，這些特徵均有助企業維持理想的財務表現，我們將符合這些條件的公司稱為「結構性增長企業」。這類公司通常是發展中地區的頂尖消費品、金融或服務企業，當地眾多貨品及服務的滲透率偏低，創造出有利的長期需求環境。此外，不少發展中國家的經濟監管程度較低，形成進入市場的門檻，因此競爭相對溫和。在此情況下，具有品牌、分銷或規模優勢的龍頭公司通常會取得高於平均的銷售增長。憑藉強大的定價能力，他們亦能穩定獲得高額利潤同時吸引自由現金流，進而為資產擁有人帶來不俗的回報。

在各類企業中，優質金融公司最為符合我們對質素的要求。多年來，該類企業都是我們團隊的投資對象，並且是全球新興市場（GEM）策略的重要一環，在投資組合中的比例達到 28%。¹ 我們主要將優質金融企業界定為普通銀行，即普

通的金融中介機構，他們大多經營穩健的存款業務或特殊的小眾貸款業務。該類企業需要身處金融服務較不普及的市場，以便在經濟週期內賺取較高的利潤及回報。一般來說，這些銀行的防守能力高於業界平均水平，而且往往與消費品公司受惠於相同的推動因素，例如人口結構、城市化進程及生產力改善等，這些趨勢都有助維持強勁的服務需求。

雖然銀行經營槓桿業務，固有風險高於非槓桿型公司，但過去 20 年的往績顯示，我們相信所持有的多間金融企業已經成功減輕了常見的營運風險 - 例如未能順應利率週期，或為追求貸款過度增長而違反信貸標準。在整個經濟週期中，我們持有的銀行表現遙遙領先傳統的新興市場及發達市場同儕，更勝過新興市場的一般企業。

事實上，即使 2014 年至 2016 年多個新興市場發展大幅放緩、2020 年至 2022 年爆發新冠肺炎疫情，但自 2014 年初起，假設將股息用作再投資，我們持股的每股賬面總值平均增長仍達到 14%（以美元計），平均資產回報率為 2.6%。² 在這段期間，我們持股的長期股價回報同樣亮麗。以等權重基準計算，我們所投資的金融企業整體增長率達到 298%，高於 MSCI 新興市場指數的 48% 及 MSCI 新興市場金融指數的 58%。



資料來源：首域盈信資產管理、MSCI。2013 年 12 月 31 日的指數設定為 100，截至 2024 年 8 月 31 日

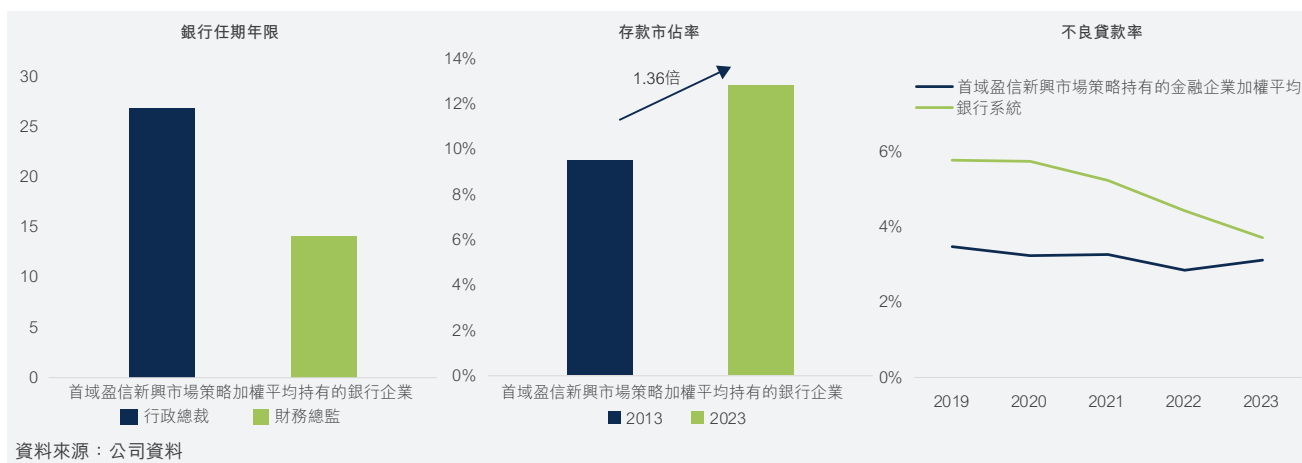
¹ 除非另行註明，否則本文所使用的投資組合數據為截至 2024 年 8 月 31 日的資料

² 資料來源：本文使用的財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。除非另行註明，否則為截至 2024 年 8 月 31 日的資料

我們持有的金融企業有其甚麼特點？首先，他們的管理團隊都是經驗豐富的銀行家，並於不同的經濟週期中審慎行事。具體來說，我們會積極發掘重視風險及長線策略的逆週期管理團隊。這些團隊必須願意為長遠發展而作出讓步，甚至放棄短期利潤。在這方面，我們會留意企業的關鍵績效指標是否將資產質素放在首位，而且放債業務是否狀況良好，而非犧牲長線回報以換取貸款增長。在評估企業的過程中，我們的主要準則包括管理層的經驗及報酬獎勵架構。正如圖表所示，在我們持有的金融企業中，行政總裁的平均任期長達 26 年，令人感到安心。³ 儘管這些企業經歷過不同的經濟週

期及市場環境後，也不保證日後將能一帆風順，惟考慮到企業的長期經營往績，我們對未來發展保持樂觀。

一間銀行能否維持較高的回報率，取決於往來及儲蓄賬戶所主導的存款業務是否具備實力，原因是這類業務的融資成本通常最低。我們所投資的銀行均擁有強大的存款業務，而這在兩方面發揮著重要作用。首先，這能令銀行的整體業務更穩定及更易預測。第二，由於融資成本較低，銀行能夠更嚴格地挑選客戶種類及批出貸款，以減低經濟週期內的風險（詳情見存款市佔率及不良貸款圖表）。尤其是當銀行面對高息環境時，融資成本的優勢將更加明顯。

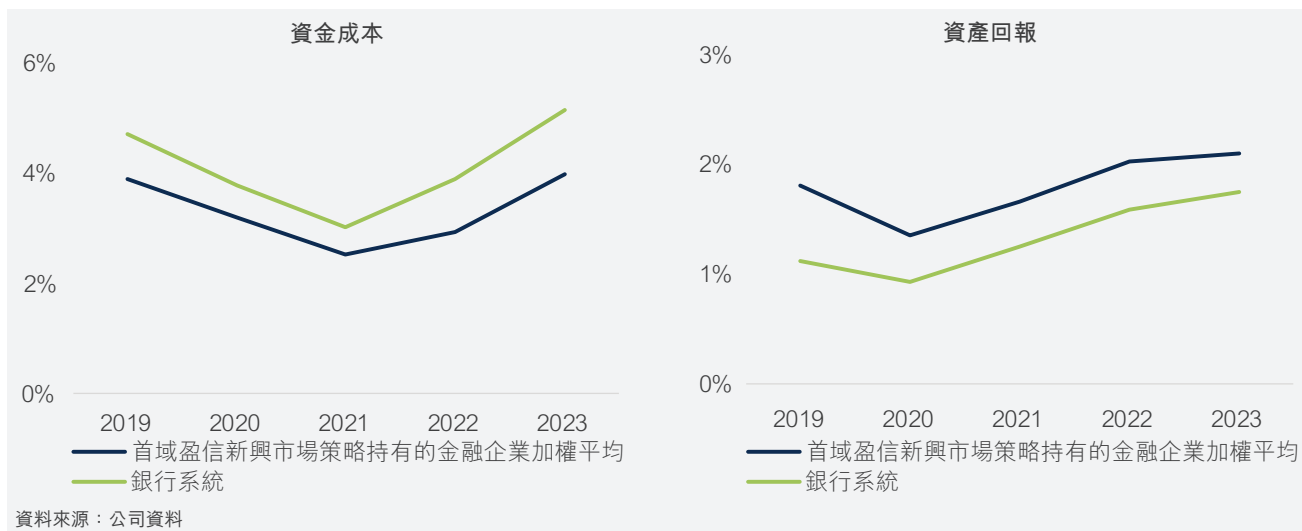


假如銀行委任經驗豐富、具有逆週期思維及深得客戶信任的管理者掌舵，另一項隱藏優勢就是會在市場受壓期間成為避險選擇。換言之，他們將可在最佳時機接收低成本存款及資金流入，有助提高市佔率及賺取利潤。鑑於新興市場的大多數銀行系統都不時遇到衝擊，優質銀行佔利潤池比例持續上升，也是意料中事。

基於上述因素，我們相信優質銀行能在經濟週期中產生吸引的經調整長期回報，故此是最佳的投資選擇之一。近期我們的投資策略亦買入了來自墨西哥銀行 Regional。

Regional 是墨西哥的第十大銀行，貸款及存款市場佔有率約為 2%。該行是 Banregio 及 Hey Banco 的控股公司，前

者是主要面向中小企的全方位服務銀行，後者則是專攻個人及小型企業的電子銀行。於 1994 年，Jaime A. 及 Manuel G. Rivero Santos 兄弟在新利昂州蒙特雷市創辦 Regional。Rivero 家族是蒙特雷市的銀行世家之一，曾在 19 世紀末參與創辦 Banorte 前身的 Banco Mercantil de Monterrey。於 1993 年，Rivero 家族向蒙特雷市的一群投資者集資 5,600 萬美元，並在之後一年開展銀行業務。雖然現時 Regional 並無控股股東，但自成立起一直由 Rivero 家族所領導。目前，Rivero 家族透過信託持有該行的 30% 股權，蒙特雷市的其他家族則持有 26%，其餘 44% 股權由公眾持有。



³ 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。截至 2024 年 8 月 31 日或另行註明

Regional 專注於墨西哥經濟發展最蓬勃的地區之中小企放貸業務，未有涉足缺乏監管及銀行服務滲透率偏低的州份。例如，新利昂州及其首府蒙特雷市均以工業集中高而知名，並且是墨西哥最發達的地區。去年，新利昂州的人口佔墨西哥全國的 5%，佔國內生產總值的比例卻高達 9%。作為新利昂州的市場龍頭，Regional 的市佔率達到 25%，區內的貸款總額佔比則為 40%。

Regional 的管理團隊從事銀行業多年，自成立以來，該行一直奉行重視經驗的基本原則。Regional 以行業經驗超過 20 年的專才為目標，積極向大型機構挖角，吸引有意跳槽至小型公司以提高決策權的人才。儘管 Regional 規模不大，但自 2011 年上市後，該行維持著良好的長期成績。過去 10 年，Regional 的不良貸款平均比率為 1.5%，達到業界最佳水平，足證資產質素。另外，自首次公開發售起，該行的賬面值增長達到 17%，期間未有進行股權集資活動。究其原因，主要在於該行的企業文化重視風險，加上中小企業務實力雄厚，因此未來發展值得期待。

Regional 採取審慎的經營方針，並以其「建立長期的業務關係，提高客戶忠誠度，維持穩定的信貸質素及盈利增長」的宗旨為傲。於 1994 年至 1995 年的龍舌蘭酒金融危機中，該行是少數毋需籌集資金的銀行。而在 2008 年至 2009 年的環球金融危機中，他們更獲監管機構列為國內流動性最高的三間銀行之一。在最近的新冠肺炎疫情期間，該行的季度不良貸款比率均處於 1.8% 以下。除此以外，從往績可見，Regional 持續產生盈利，近 30 年來未曾錄得虧損。

從結構性因素分析，墨西哥的經濟規模、金融服務滲透不足及銀行業的整合情況，使得該國成為新興國家中最具吸引力的銀行市場。在拉丁美洲，墨西哥是僅次於巴西的第二大經濟體，人均國內生產總值只落後於智利。再者，以債務與國內生產總值滲透率計，墨西哥的數據與人均財富水平較低的非洲及東南亞發展中國家之水平相約。墨西哥的信貸滲透度較低，源於就業市場缺乏規管（當地的超過一半勞動人口未有參與社會保障計劃），而且不少墨西哥人一直都不太信任銀行。

好消息是，上述情況正在逐漸改變。過去 20 年，墨西哥的私人債務與國內生產總值比率從 25% 上升至 40%，⁴ 惟仍遠低於絕大部分新興市場。商業、按揭及消費者銀行服務的滲透率不高，而 Regional 主攻的中小企貸款業務滲透率則更低。墨西哥央行估計，中小企貸款佔國內生產總值比例不足 2%。在當地的 800 萬間中小型企業中，只有約 50 萬間向銀行借款，反映當中存在不少的增長空間。

縱然 Regional 只是墨西哥銀行業中的小型公司，但該行專注經營利潤較高的中小企貸款業務，而且奉行審慎的風險文

化，因此形成不錯的增長潛力。在我們入市時，以 2024 年的估計盈利水平計，Regional 的市盈率為 6 倍，市賬率為 1.2 倍。考慮到該行的穩健往績及未來發展前景，我們相信此項投資能夠締造理想的長遠價值。

由於墨西哥總統洛佩斯嘗試於 10 月卸任前推動充滿爭議的「改革」，當地市場現正經歷波動。然而，我們相信墨西哥鄰近美國，近岸生產機遇帶來的長期利好因素不會消失。墨西哥將能繼續推動經濟正規發展，有利企業向不斷壯大的中產階級及小型企業提供消費者及金融服務。我們仍看好投資組合的墨西哥持股，並於過去數月把握機會增持股票。

展望

投資新興市場充滿挑戰，不過如果對新興市場失去信心，我們相信環球市況亦難以保持樂觀。環球經濟日益由新興市場增長所主導，我們預期這項趨勢將於未來數年加速發展。在首域盈信全球新興市場核心基金策略中，我們專注於管理團隊往績良好及具備結構性競爭優勢的企業，以把握新興市場投資範疇的長期持續趨勢。舉例來說，在印度經濟正規化發展的過程中、南非的金融服務普及程度增加、以及巴西有更多中小企使用企業資源規劃（ERP）系統，這些均為我們帶來吸引的長期增長機遇。鑑於大市指數一般未能充分反映該類企業的機遇，但我們相信我們由下而上主動型的投資方針則能針對這方面並找出值得投資的公司。

儘管中國市場仍然充滿爭議，但隨著過去三年的企業評級急降，使我們更加看好當地的投資。我們繼續專注買入管治架構完善、以具韌性的中產階級為目標，而且並非國家擁有的優質銀行、房地產及保險企業。自我們的投資策略成立以來，印度市場一直扮演重要的角色，當地的優質企業相當集中，管理團隊能力出眾，形成無數長線增長機遇。話雖如此，近年印度市場累積了可觀的升幅，市值與國內生產總值比率約達 140%。對於以內需主導的經濟體而言，這個比率並不算低。我們依然看好印度持股的長期潛力，但在最近的股市升浪中，我們趁機減少了部分持倉。

我們的投資組合繼續提供吸引的增長機遇，而我們的分析顯示，中期來看，有關企業的加權平均盈利年均複合增長率可達 16%。目前，投資組合的自由現金流率為 6%，市盈率為 21 倍。考慮到增長前景，整體估值處於合理及理想水平。我們有信心，投資組合將能產生吸引的長期絕對回報，並且跑贏大市。

我們在本期通訊分析了本策略投資者可能感興趣的主題。歡迎各位就本策略、我們的投資方式或營運提出查詢或意見，我們樂意聆聽閣下的意見。

感謝您的支持。

⁴ 資料來源：國際貨幣基金組織，資料截至 2022 年。https://www.imf.org/external/datamapper/PVD_LS@GDD/MEX?zoom=MEX&highlight=MEX

免責聲明

本文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，而且在發表本文時為準確的資料，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。於法律允許的範圍內，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文而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文所述意見為發件人在發表時的觀點，未必為首源的觀點。有關觀點可能隨時間而變化。本文並非銷售文件，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文的內容，及 / 或本文所載的任何事宜為行事基礎。未經首源預先同意，不得複製或傳閱本文的全部或部分資料。本文件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（如有）僅供說明用途，不應視為建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，本文件由首源投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。於新加坡，本文則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。本廣告或本文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、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 為首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源投資（註冊編號為 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號為 53314080C）、盈信投資（註冊編號為 53310114W）、RQI Investors（註冊編號為 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號為 53447928J）為首源投資（新加坡）的業務部門。

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 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或資料概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本文件所述任何投資或公司的表現或資本償還。本文中提及的任何投資並不是 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入及投入資本損失的風險。