

基金經理季度回顧

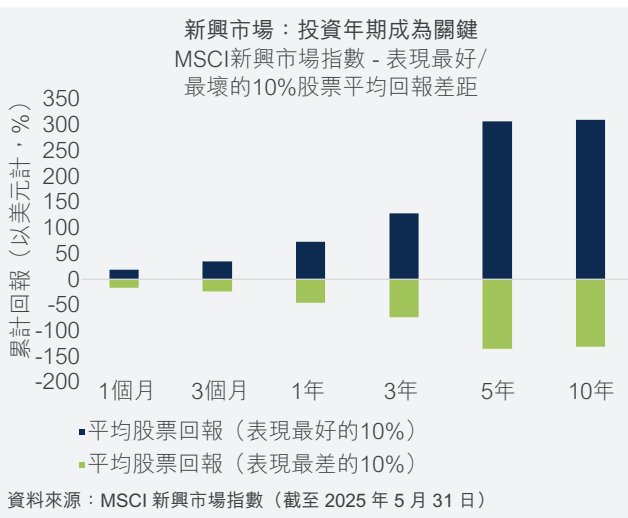
首域盈信全球新興市場股票

2025 年 6 月

時間是投資者最大的競爭優勢

在《戰爭與和平》一書中，托爾斯泰探討了「忍耐」及「掙扎」的本質，他不只反思戰場上的搏鬥，還有人生中的種種挑戰。這部史詩巨著創作於 150 多年前，以深入的心理描寫、宏大的哲學思考及細膩的寫實風格著稱，至今仍是公認的超越時代之作。托爾斯泰以拿破崙戰爭為背景，但他最關心的並非戰場上的英勇故事，而是默默主導結局的元素：耐性及時間。就像人生一樣，在投資世界中，要成為常勝將軍，絕非一朝一夕之功。矛盾的是，在程式交易盛行及執著於每週數據的時代，「時間」卻成為了最難得的奢侈品。

這數十年來，投資者的平均持股年期從 1960 年代的八年以上縮短至現時的不足六個月。¹不過，這種轉變伴隨的代價，就是投資者較以往更難創造大幅領先整體市場的回報，原因很簡單：當投資的時間縮短時，表現最好與最壞的公司回報差距也會收窄。換言之，如果投資於市場的時間較短，我們便只能追蹤指數，而不能超越指數。



當市場一直向好時，投資者也許會對上述情況感到滿意。然而，市場不會只漲不跌，而且頻頻換股不單增加交易成本及

費用，更可能妨礙投資者買入最好的企業，使他們錯過創造未來價值的重要機會，繼而產生更大的問題。不少投資者只集中留意未來一季或一年的前景，他們經常忽視頻繁交易的影響，但企業的長期現金流才是真正的回報推動力。

正因如此，我們的投資理念專注於發掘優質企業。該類公司能在遠超市場預期的時間內帶來可觀的回報，以便我們在較長的持股期內發揮投資優勢。當持有的是高質素企業，時間便不再是一項風險，而是寶貴的資產。

我們希望能夠永久持有投資，而實際週轉率數據正好反映了我們通常的持股年期。過去三年，我們的全球新興市場股票投資組合的平均週轉率為 23%，企業週轉率則更低，只有 17%，意味著我們的平均持股期介乎四至五年。話雖如此，最近數季的投資組合週轉率溫和上升，更於第一季末增加至約 30%，背後源於我們刻意將資金重新分配至更吸引的長線機遇。投資組合出現變化，象徵著投資組合內的企業對資金的健康競爭，並非我們的投資理念有變。我們依然專心買入可以持續提高回報的優質公司，而當有我們認為風險回報更好的機會出現時，我們亦願意沽出穩健的投資。在此原則下，我們買入近日股價疲弱的 NuBank 及攜程，並沽出 Despegar、Commercial International Bank 及百勝中國。

NuBank 是一個數碼為先的金融服務平台，於巴西、墨西哥及哥倫比亞經營大量業務，當地市場的傳統銀行服務費用較高、滲透率不足，而且效率較低。憑藉低成本的架構、簡易直接的產品設計及客戶的高度參與，NuBank 形成強大的單位經濟效益，因此近年的客戶群迅速擴大。自 2013 年創立起至 2024 年底，該公司的客戶群增長至 1.14 億人，現在已是巴西第二大的信用卡發行機構，交易金額佔市場的 13%。我們相信，拉丁美洲的金融服務日益普及，持續為 NuBank 帶來結構性利好因素。隨著數以百萬計人正從現金交易過渡至數碼銀行，該公司將有巨大的增長空間。這數年來，我們與 NuBank 多次開會，並展開全面研究工作。我們對該公司業務評價甚高，但仍堅守投資紀律，靜待更好的入市時機，以取得較大的安全邊際保障。而於今年年初，適當的時機終於出現。在這個例子中，NuBank 正好說明了我們對投資的要求：我們會預先做好功課，耐心等待投資機會來臨，再把握時機入市。

¹ 資料來源：紐交所 (截至 2020 年 6 月)

除了 NuBank 外，我們亦將攜程納入投資組合。我們傾向投資於低滲透率市場上的領先本地平台，該公司剛好符合我們的喜好。透過攜程品牌，他們經營中國首屈一指的網上旅行代理。在持續多年的巨大定價壓力消退後，目前市場競爭變得更加理性，有利攜程的發展前景。行業整合改善了國內旅遊市場的經濟效益，並有助鞏固攜程的優勢。攜程的國際平台還在起步階段，不過已在亞洲建立強大的業務實力，更受惠於中國外遊旅客的長期復甦，我們認為市場低估了該項結構性趨勢。我們關注攜程已有多多年，惟一直保持觀望態度，原因是他們的競爭情況令人憂慮，而且企業管治水平受到質疑，幸好攜程在這兩方面的表現均開始改善。當前的競爭格局已趨穩定，而攜程的企業管治尚有提升空間，但過往幾年，我們直接與公司的高級管理層交流，以討論資訊披露、董事會的組成，以及激勵與利益一致性等多項問題。我們看到攜程已經取得實質進展，令我們相信公司的發展方向正確。考慮到公司的長遠潛力，我們趁著年初市場拋售的機會，以吸引的估值買入股票。

為了籌集投資新企業的資金，我們沽出回報潛力下降，或宏觀風險變得難以承擔的數間公司。第一個例子是拉丁美洲網上旅遊代理 Despegar，我們在疫情期間一直持有相關股份。當時，旅遊活動幾乎全面停頓，區內的整體宏觀及政治前景亦不明朗。面對重重挑戰，Despegar 採用輕資本模式及嚴格的成本控制，加上管理團隊能夠以審慎及清晰的策略渡過危機，為投資者帶來信心，故此我們安心持有股份，甚至加碼增持。之後，旅遊需求好轉，其市佔率變得集中，Despegar 逐漸恢復盈利能力。直至最近，投資組合持有的另一間企業 Prosus 戰略收購 Despegar 後，我們便沽出 Despegar。不過，Despegar 為我們帶來理想的財務回報，並且印證了我們的長期投資方針能夠應付高度不確定的時期，我們對這個結果感到相當欣喜。

與此相反，在今年較早前，我們選擇沽出埃及企業 Commercial International Bank。我們的決定並非出於公司本身的情況，該行仍然資金充足、採取審慎的管理方式、擁有良好的管治水平，而且稱霸本地市場。然而，整體宏觀經濟環境惡化，以致我們相信價格未能充分反映投資風險。貨幣壓力持續、外部收支平衡越發脆弱及政策透明度有限，妨礙我們準確地評估下行空間。在此情況下，即使企業的基本面穩健，也難以成為適合的投資對象。我們認為，這次撤資正好提醒我們：在新興市場中，嚴守宏觀風險紀律及堅持由下而上的分析同樣重要，當市場前景不明朗時，最明智的選擇或許是退場避險。

另一方面，我們沽出百勝中國則是完全不同的決定。百勝中國依然是一間管理完善的公司，其執行能力較強、經營模式穩健，更在競爭激烈的市場中長期維持自由現金流增長，成功延續出色的營運表現。不過，我們開始看到百勝中國的增長步伐放緩，而且店舖基礎變得成熟及成本壓力上升，對利潤率構成壓力。同時，百勝中國的股價表現不俗，估值已經多少反映市場的樂觀情緒。基於上述原因，我們認為公司的風險回報吸引力有所下降，並選擇將資金重新分配至長期回報潛力更佳的新概念上。此項決定符合我們的方針：當優質企業持續健康地增長時，我們應當長期持有投資，而當前景出現變化時，就算企業的執行能力維持穩健，我們也要準備好沽貨離場。

總括而言，上述投資組合的決策體現了我們投資流程的基本原則。我們的團隊一直思考如何保持投資組合的活力，避免過份保守。重視質素的投資者很容易會眷戀過去的市場贏家，變得安於現狀。我們發現，堅守估值紀律，並預先物色其他估值較低的優質企業選擇是關鍵的一環，這也是我們作出以上調整的原因。儘管投資組合的週轉率暫時上升，預期未來數季的數字將會回落。事實上，在 2025 年第一季的高峰過後，我們已經看到該項比率有所下降。

關稅與「解放日」

近月的熱門議題之一，是關稅再次成為焦點，而最受矚目的莫過於白宮在 4 月初公佈所謂的「解放日」措施。縱然有關消息吸引了廣泛關注，無論是當時還是現在，我們均估計該等措施主要是用作談判工具，以鼓勵更多製造商回流美國。另外，這些政策亦可能是旨在增加美國政府的收入，以應對日益緊縮的公共財政狀況。然而，當局的措施顯然不會動搖經濟，尤其是考慮到美國即將於 2026 年舉行中期選舉。

目前一切仍未塵埃落定，我們難以作出定論，但按照現時情況，我們大致認為，以墨西哥為首的拉丁美洲國家將是較佔優勢的新興市場。由於美墨加協定繼續生效，墨西哥免受對等關稅的影響。自年初以來，更多證據顯示墨西哥的近岸外包活動增加，其中以汽車及電子產品行業最為明顯，同時外商直接投資流入維持強勁。鑑於美墨之間的貿易連繫，美國經濟放緩仍是潛在的不利因素，惟近期數據顯示，需求較預期穩定。整體而言，當前環境應繼續為該區帶來相對優勢。

除此以外，中國經濟亦較傳媒報道的更為穩健。中國對美國的直接出口佔國內生產總值比例持續下降，而且較易受到衝擊及利潤率偏低的多個行業早就轉移至東南亞。重要的是，中國政府可能已預期貿易摩擦將會升級，至今未有在國內推出大規模的刺激措施，可見政策制定者將有空間進一步促進消費，預料對我們以國內為主的持股有利。

印度對美國的出口有限，該國的增長也主要依賴內需推動，極少受到貿易緊張局勢所影響。不過，資訊科技服務行業卻是值得留意。人工智能顛覆行業及全球科技開支減少，均為該板塊帶來持續的結構性壓力。我們的投資組合並無持有印度的資訊科技服務商。

印度與墨西哥之旅的得著

提到印度整體市場，我們曾於第一季前往該國考察兩週，並與多間公司及企業的管理團隊見面，可謂收穫豐富。每次到訪印度，我們都能感受到當地是一個真正講究選股的市場。在一眾新興市場中，印度的優質企業集中度最高，這些公司均擁有進取的管理團隊，佔據行業領導地位。無論是迎來高檔化趨勢的消費品企業、把握經濟正規化發展的保險商，或是專注於普惠金融的非銀行金融公司，大家都對長期前景充滿信心，這股樂觀情緒往往是源於企業出色的執行能力。

不過，在印度企業的出眾表現背後，宏觀的情況卻比較複雜。印度市場增長驚人，可惜並非所有企業同樣受惠。此外，印度的人均國內生產總值長期增長依賴多項結構性因素支撐，而這些因素還在不斷變化。我們認為，印度需要推行更清晰的產業策略，擺脫單靠服務帶動增長的模式，並創造大量具生產力的職位，才能達致全面實際的經濟發展。

雖然有跡象表明印度正在取得進展，包括經濟正規化程度提升、數碼基建有所改善，以及個別行業展現出強勁的資本開支意向，但當地亦面對著不利因素。在我們與企業的會議中，我們注意到印度製造商在擴大規模及成本競爭上的挑戰，就連受惠於全球供應鏈變化的行業也不能倖免。以紡織業為例，孟加拉的生產持續受阻，理論上有助印度公司提高市佔率。問題是，印度紡織企業的生產成本較高，故此他們難以充分把握發展機會。這就帶出了一個更大的問題：若然在低增值的紡織業中，成本壓力會限制競爭力，那麼印度企業要向製造產業鏈的上游移動，將會遇到甚麼障礙呢？

在評估未來發展時，我們會密切監察數項指標，包括監管是否清晰一致、對外國（包括中國）的專家及資金是否開放，以及經濟發展機會能否惠及更廣泛的群體，或是只集中於少數財團手上。印度在這些領域上取得進展，象徵著邁向更優質及可持續增長模式的重要一步。

儘管如此，不少印度的頂尖企業未有坐等政策落實，反而自行適應新趨勢及推動進步。其中，部分企業更成為了區內同業的典範。每次前往印度考察時，我們都會採用由下而上的角度深入觀察市場，而這趟行程令我們對印度充滿信心。我們繼續將該國視為投資組合的核心市場，我們相信只要耐心堅持以企業為主導的投資策略，未來將可繼續捕捉到優質機遇。然而，近年印度企業的估值大幅上升，即使對市場感到樂觀，我們作出投資部署時依然嚴守紀律。印度的眾多企業維持著良好的質素，惟市場對個別領域的預期過高，亦意味犯錯的空間極為有限，因此我們加倍嚴格地挑選新的投資對象。不過，在本次考察之旅中，我們確實發掘到數個新的投資概念，並將其納入觀察名單。

於 3 月，我們也展開了墨西哥之旅，該國是我們最愛到訪的新興市場國家之一。在這次行程中，墨西哥城最令我們印象深刻，原因不單是這座城市充滿活力、規模龐大，更是因為當地擁有精彩的傳統文化。全球只有極少地方擁有像墨西哥城一樣多元豐富的歷史，該區曾經建立了多個燦爛輝煌的古文明，包括特奧蒂瓦坎文明及數個世紀後的阿茲特克文明，一直延續至現在充滿強烈對比，同時展現堅毅特質的墨西哥。

這種對比正是我們洞悉投資機遇的關鍵。墨西哥是一個兩極分化的國家，該國的南部仍以非正規經濟為主、發展程度偏低、深受管治不善及黑幫勢力所困擾。但以蒙特雷及墨西哥城等工業重鎮為中心的另一部分卻截然不同，代表著新興市場最成功的經濟體。墨西哥鄰近美國，並擁有具競爭力的勞工基礎及持續發展的製造業生態系統，近岸外包趨勢及區內供應鏈變化為該國帶來獨特優勢。換句話說，整體國內生產總值增長不能有效反映墨西哥的機會組合。我們真正要留意的是正規經濟情況，原因是最優質的企業能夠保持領先整體經濟的增長。

在我們與企業開會期間，上述觀點多次得到印證。我們投資組合持有的 Regional、Walmex、Alsea 及 Qualitas 均表現出色、增長穩定、管治良好，而且資本紀律持續提高。

在這些企業中，Regional 的成績格外理想。我們到訪了該行位於蒙特雷的總部，並對會面成果感到滿意。這間銀行與本地客戶建立深入關係，結合嚴格的信貸監控，從而在中小企貸款領域闖出名堂。Regional 採用認真審慎的方針，專注於他們熟悉的行業，包括製造業、房地產、農業及旅遊業。該行的 Heybanco 數碼服務現正逐步擴大規模，而且不

斷賺取盈利。由此可見，他們絕非不惜一切追求增長的銀行，而是管理完善、穩步提高價值及重視風險的公司。

我們持有的 Walmex 亦持續帶來驚喜，我們認為其管理層成功落實明確的策略，以鞏固價格優勢及進軍利潤率更高的其他服務領域。預期 Walmex 的毛利率將溫和上升，但基於電商、金融服務（Cashi）、電訊（Bait）及廣告（Connect）投資增加，經營利潤率料將維持不變。該類新業務早已帶動客戶的購買頻率及單次交易平均金額大幅提升（特別是以現金交易的客戶），為公司增添長遠的增長渠道。Walmex 計劃於 2028 年前開設 1,500 間雜貨店，並將自家品牌滲透率從 16% 提升至約 25%，預料也能拓展潛在市場規模。我們特別欣賞 Walmex 的管理層嚴守營運紀律、積極消除價格差異，而且審慎規劃生態圈發展。該公司的定價看似不低，惟考慮到長線的再投資機遇及盈利增長潛力，我們相信估值處於吸引水平。

另一間企業 Qualitas 也維持著良好的質素，我們認為其承保業務實力雄厚、市佔率領先同業，而且投資專業水平不斷提升。我們曾與該公司的新任投資總監見面，他以嚴謹態度及長線方針管理資產負債狀況，令我們大感放心。另外，他亦專心制定正式的投資框架、完善風險監控措施及追求更持久的回報。這些措施未必能夠引起廣泛報導，長遠卻可顯著提升業務韌性。在經歷強勁的成長後，Qualitas 的保費增長或會趨於平穩。然而，汽車融資趨勢持續，加上正規保險日益普及，我們相信公司的保費收入應會延續健康增長。Qualitas 的核心業務維持穩健，特別是考慮資本回報後，估值持續處於合理水平。

從政局分析，企業的投資情緒較預期樂觀。至今為止，新當選的墨西哥總統辛鮑姆較上屆的洛佩斯更為務實，初步跡象顯示她更積極與企業展開交流。雖然司法改革引起的憂慮未見消除，特別是在受規管的行業，不過整體市場氣氛傾向審慎樂觀，並無恐慌情緒。

總括來說，墨西哥有一半地區面臨著結構性挑戰，但我們將投資重心放在另一半地區，並持續發掘出管理完善的公司。這些企業的增長速度領先國內經濟，而且以吸引的估值回饋資本，創造由下而上的投資良機。

展望

整體上，新興市場的情況一片向好，有利絕對及相對回報。現時新興市場的企業估值吸引、貨幣匯率不高，而且在經歷平淡的數年後，未來增長前景有所好轉，有別於美國可能在往後幾年陷入低迷，以致美元受到拖累，並驅使全球投資者尋求替代選擇。此外，我們認為中國及美國或能達成貿易協議，部分投資者也許會重新審視中國「不宜投資」的說法，有望再次喚起他們對新興市場的興趣。畢竟，中國仍然是全球最大的新興市場。

按照由下而上的角度來看，未來兩年，預期投資組合的整體盈利及自由現金流每年增長率約達 14%。目前，我們的自由現金流率為 6%，低於長期平均估值，而且並無反映任何重估假設，因此我們看好往後的回報潛力。我們認為，投資組合的估值吸引、基本面持續改善，加上企業的實力不俗，足以為可觀的長期回報奠定穩固基礎。

一如以往，我們希望感謝您的支持。如果您對我們的策略、投資方針或個別持股有任何疑問，歡迎與我們進一步討論。

免責聲明

有關資料來自首源投資 認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源投資 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，首源投資、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。本資料只擬分發予相關司法管轄區所定義的專業 / 機構投資者，不擬向公眾人士分發。本資料所載資料僅供參考，並不構成投資意見及 / 或建議，且不應作為任何投資決定的基礎。本資料所述部分基金未獲授權在若干司法管轄區向公眾人士要約 / 發售。

投資價值及收益可跌亦可升，閣下也許未能取回投資本金。過往表現未必可作日後業績的標準。投資者欲知有關詳情，請參閱基金銷售文件，包括風險因素。

本資料對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本資料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。

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。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。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，RQI Investors 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），RQI Investors（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。

在法律允許的範圍內，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。

© First Sentier Investors Group