

## 客戶通訊

# 東南亞市場 - 危機、改革及韌性

2026 年 5 月

「差的企業將被危機淘汰，好的企業能熬過危機，而一流的企業則能通過危機提升實力而變得更強。」

(Bad companies are destroyed by crises. Good companies survive them. Great companies are improved by them.)

—— 英特爾 (Intel) 前行政總裁  
Andy Grove

東南亞歷年來經歷無數危機，而近月又再迎來新的挑戰。

於 2025 年，美國實施對等關稅安排，帶來重大的貿易不確定性。作為出口型經濟體，美國的決定無疑為東南亞地區造成困擾。面對挑戰，東南亞國家協會（東協）表現堅挺，政策制定者迅速行動，與特朗普政府達成雙邊貿易協議，同時商界亦提前安排出貨，並重組供應鏈。<sup>1</sup>

來到今年，東協面對的考驗更加嚴峻。美國與以色列對伊朗採取軍事行動，不單刺激油氣價格攀升，更為高度依賴進口能源的國家帶來供應干擾。有見及此，多國政府推出政策以降低燃料消耗，而且延長部分現有補貼政策。<sup>2</sup>

雖然危機暴露了經濟的脆弱之處，但同時亦往往成為改革的催化劑，並突顯具備韌性的領域。宏觀壓力時期通常會擴大實力較強與較弱企業之間的差距，往往有助優質公司鞏固其競爭優勢；亦能促使投資者及管理團隊更加重視企業管治及基本面情況。

## 表現回顧

東南亞的市場發展正好印證了上述觀點，去年的經營環境艱難，有利於資產負債表穩健及資本配置嚴謹的企業。

在不明朗時期，個別公司展現業務韌性，以新加坡為總部的**虎豹企業**便是一個好例子。過去 12 個月，虎豹企業為東協策略主要的回報貢獻。該公司是我們投資組合的長期配置之

一，於新加坡持業務涵蓋醫療保健、銀行、房地產及休閒資產，是一間擁有可預測及經常性收益的穩健企業。

虎豹企業的股價上升，源於公司旗下的產品需求穩健，包括在亞洲擁有百年歷史的著名「虎標」止痛膏品牌。該公司亦受惠於新加坡整體市場的增長，其投資組合包括大華銀行及房地產開發商 UOL Group 的策略性持股，回報均見改善。於 2025 年 5 月，公司還派發特別股息，有助進一步支撐市場情緒。

另一間表現好轉的綜合企業集團是**怡和洋行 (Jardine Matheson)**，其總部設於香港，在東南亞擁有廣泛業務。近年怡和洋行重新定位，聚焦於業務的專業化管理。該公司亦逐步退出非核心業務，以提升投入資本回報率，並在合適情況下向股東回饋現金。在新任行政總裁潘林峯的領導下，公司改革步伐顯著加快。潘林峯曾經任職於私募股權集團大盟投資集團，更是怡和的首位外聘的「大班」，這已是企業文化轉變的重要訊號。

過去 12 個月，我們持有的怡和洋行及其多間附屬公司成為了表現最好的企業，反映上述正面變化。當中，**DFI 零售集團**的管理層持續提高營運效率及改善資本配置，推動這間泛亞零售企業股價上升。另外，怡和的東南亞控股公司**怡和合發 (Jardine Cycle & Carriage)** 同樣表現理想，主要歸功於其持有印尼綜合企業集團 **Astra International** 的策略性持股，而 Astra 的汽車及金融業務帶來了強勁現金流及穩定增長。

## 拖累表現的企業

截至 3 月底的過去 12 個月，東協策略的絕對回報不俗，但輕微落後於指數，主因是我們對消費類企業的敞口相對較高。鑑於該區持續呈現「K 型」經濟復甦格局，令低收入家庭的消費水平受壓，不少消費類企業亦因而面對挑戰。

我們投資表現的最大負面因素，來自以消費市場為主的 **Philippine Seven**，其為菲律賓 7-Eleven 連鎖便利店網絡的獨家特許營運商。以往，菲律賓離岸博彩營運商於城市的

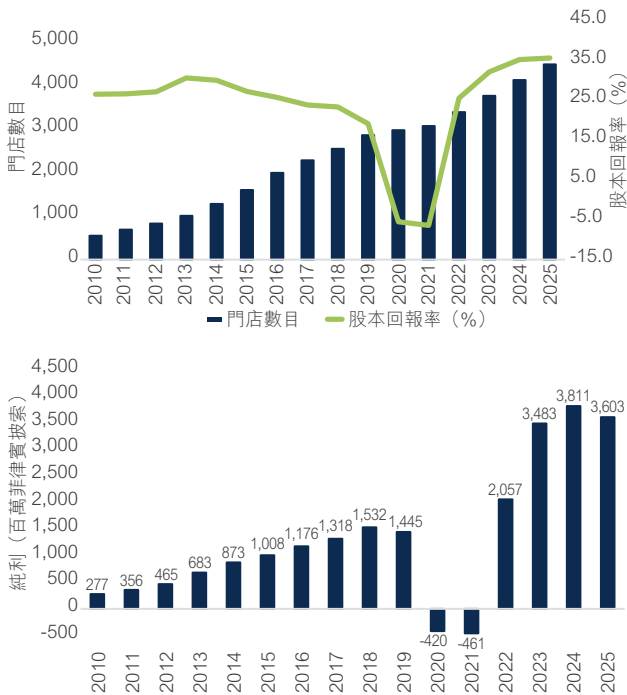
<sup>1</sup> 年內，東協的總出口及外來直接投資同告上升。請參閱 [“Navigating the storm: Southeast Asia and the global trade shocks”](#), Lowy Institute (2025 年 12 月)。

<sup>2</sup> [《Oil-poor Asian countries push 4-day weeks and car pooling》](#), 金融時報 (2026 年 3 月)。

中心地區聘用大量員工，不過隨著政府打擊該類企業，馬尼拉大都會區的 7-Eleven 門店客流量下降，對該公司構成影響。

儘管如此，Philippine Seven 過往曾經成功克服困難 - 特別是新冠疫情封城期間，而卓越的往績為我們帶來信心。在疫情封城期間，該公司的管理層果斷地採取行動，為加盟商提供支援及控制成本。考慮到菲律賓的便利店滲透率依然遠低於印尼及泰國等其他亞洲市場，我們相信該公司未來的增長跑道仍然理想。近期 Philippine Seven 的營運數據向好，持續在滲透率較低的島嶼開設投資回報期具吸引力的新店，而且同店銷售在經歷波動後亦再度重拾增長。最近該公司亦獲主要股東 - 統一超商增持股份，使我們對未來前景抱有信心。

圖 1. Philippine Seven：2010 年至 2025 年的門店數目及股本回報率（頂部）以及純利



資料來源：公司資料及 FactSet（截至 2025 年 12 月）。

另一間拖累投資表現的公司是 FPT，其為越南的資訊科技服務及科技綜合企業集團。在關稅相關的不確定的影響下，全球客戶（尤其是美國客戶）暫停投資於資訊科技及數碼轉型項目，驅使 FPT 於去年下調了收益預測。

就像全球其他資訊科技服務企業一樣，FPT 亦被外界對人工智或顛覆現況的憂慮所困擾。然而，該公司的管理層認為，人工智能將提供公平競爭的機會，有助他們與印度等地的主要對手爭奪新合約。縱然市場存在憂慮，我們相信 FPT 維持著強大的業務優勢，故此亦趁股價疲軟時增持股份。值得一提的是，對全球企業而言，日本市場一向較難打入，而當地企業的資訊科技服務投資相對不足，因此我們非常看好該公司經營日本資訊科技外判市場的穩健地位及悠久歷史。

## 「價值提升」浪潮帶來機遇

在東協國家中，新加坡或許是最能體現透過加快改革釋放股東價值的例證。新加坡能夠持續吸引外國投資，部分有賴其積極推動現代化及完善市場結構。於 2025 年 2 月，作為央行的新加坡金融管理局推出了股票市場發展計劃，目標是加強市場流動性及擴大投資者參與。當局亦提出相關的「價值釋放」計劃，旨在鼓勵本地企業改善資本配置及加強投資者溝通，以實現長遠的股東價值。

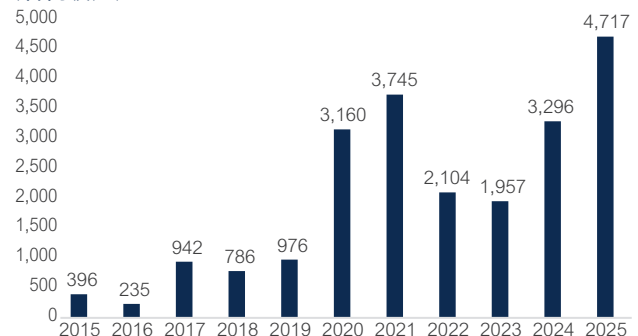
新加坡的銀行一直帶領著上述「以股東為本」的趨勢，當中包括我們東協策略的核心持股華僑銀行。近年利率上升及回歸正常水平，推動該行的淨息差及股本回報率提升。同時，該行的財富管理業務增長亦帶來了更多費用收入。華僑銀行亦開始增加直接向股東退還的資金：於 2025 年初，該行宣佈價值 25 億坡元（19 億美元）的資本回饋計劃，將於兩年內透過派發特別股息及股份回購的方式實行。

另一家受惠於市場改革的新加坡公司是奕豐集團。我們曾經持有該公司，並於去年夏天股價偏弱時重新建立倉位。奕豐集團是新加坡、香港及馬來西亞的領先投資平台，在新加坡本土的獨立理財顧問市場佔據主導地位，市佔率達 60%。憑藉債券、單位信託及交易所買賣基金等多元化產品，以及優質的服務水平，該平台成功吸引理財顧問。由於獨立理財顧問必須透過持牌營運商管理客戶財富，而且更換平台的流程過於繁瑣，因此平台的客戶黏性亦通常較高。

於疫情期間，奕豐集團的淨資金流入激增，推高公司估值，因此我們於 2022 年出售原本持有的股份。另外，我們曾對該公司收購英國小型數碼貸款商 BFC Bank（現稱 iFAST Global Bank）的決定有所保留。不過，其後奕豐集團的英國業務轉虧為盈，加上管理層在各項業務上持續展現出色的執行能力，我們亦重新審視其投資價值。

奕豐集團的海外業務擁有增長空間，特別是在香港、馬來西亞及英國；同時亦可進一步鞏固新加坡的核心業務。新加坡整體的互惠基金資產總規模約達 2,000 億坡元，奕豐集團僅佔其中約 6%，意味著長遠市佔率仍有提升的空間。該集團擁有多元的產品組合及強大的本地業務根基，假如新加坡金管局持續展開的改革能實現預期效果，將成為促進資本市場活動的催化劑，集團應可從中受惠。

圖 2. 奕豐集團：2015 年至 2025 年的平台淨資金流入（百萬坡元）



資料來源：奕豐集團（2026 年 2 月）。

雖然新加坡的改革進展走在最前，但亦並非唯一受惠於股東價值提升措施的東南亞市場。我們觀察到，泰國的金融企業亦初步呈現類似趨勢。

在艱難的宏觀經濟環境下，信貸成本高企，政策利率偏低，以及貸款增長乏力均構成重大問題。儘管如此，**開泰銀行 (Kasikornbank)** 透過派發股息及回購股份，持續將資本返還股東。該行管理層已確認將維持 50% 至 60% 的派息比率。去年，該行亦宣佈計劃回購 2% 股份，並承諾提高資本回報的力度。

在近期的一次會面中，我們向行政總裁 Kattiya Indaravijaya 了解她想為該行留下甚麼影響，她的回答令我們印象深刻。她表示，自己是在新冠疫情期間上任，目標是確保下一屆的高級管理團隊能夠繼承一間更可持續發展的企業。她也提到希望過去十年的開泰銀行投資者能獲得合理的回報。

我們非常欣賞該行兼顧長線發展及股東回報的做法，這亦反映即使東協部分國家的經濟表現較差，股東價值仍然是市場討論的重要一環。上述分析同樣適用於印尼及菲律賓，兩國均是 2025 年表現最差的市場，亦同樣是 2026 年最受宏觀經濟不利因素衝擊的國家。近期我們到訪兩國後，進一步印證了我們原有的看法：在市場情緒低迷及負面消息背後，企業的經營行為開始迎來變化。

## 印尼：實地觀察所得

從政治層面來看，印尼的現況難免令人失望。這個國家規模龐大，亦擁有真正世界級的企業，然而政策決策失當及爭議頻現，再次威脅到該國的長期投資價值。

於 2025 年，印尼政府為國會議員提供高領住屋津貼等問題，引發社會動盪。另一方面，通脹加劇，米價於 8 月創下歷史新高，加上失業率高企，使生活成本壓力增加，也是不滿情緒升溫的原因。<sup>3</sup>

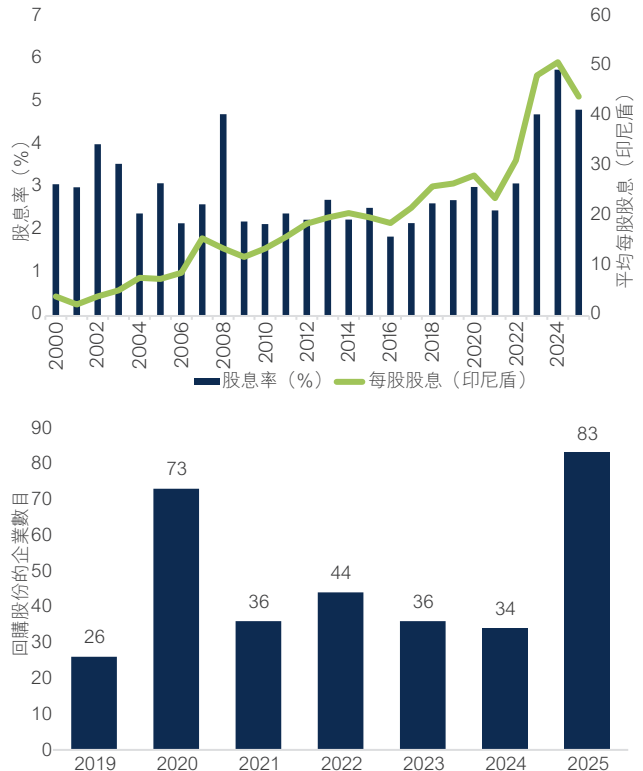
去年 9 月我們到訪雅加達時，抗議活動已大致平息，惟後續影響依然清晰可見，例如當地市郊被燒毀的加油站。不過，比實體設施受損更令我們關注的，是當時的營商氣氛。幾乎我們接觸的每一家公司都提「環境艱難」一詞形容當下的處境。我們走訪印尼已經超過十年，但鮮少聽到管理團隊的語氣如此悲觀。

印尼明顯面對迫切的壓力，中產階級收縮及「K 型」經濟復甦嚴重拖累消費，不單重創消費必需品企業，更暴露弱勢銀行的問題。政府的管治失誤及政策訊號混亂，令經濟壓力雪上加霜。最終 MSCI 在今年年初發出警告，提醒印尼市場的透明度不足及自由流通量的問題，可能導致該國面臨降級。

市場隨即出現負面反應，我們認為這個結果亦屬合理。然而，MSCI 的介入也發揮了必要的警示作用。在此之後，當局推出多項應對措施，包括在 6 月的期限前與監管機構積極溝通，顯示他們意識到事關重大。在我們的基準情景預測中，政策制定者將保障外國投資者的權益，避免走向資源民族主義及其他破壞性的行動。印尼承受不起重蹈覆轍 - 過往錯誤曾打擊投資信心及削弱資本市場的錯誤。

然而就目前來看，在政治層面的噪音及市場的全面拋售潮下，反而造就了多年未見的理想估值環境。現時股息水平偏高，股份回購亦有上升趨勢（見圖 3）。同時，當地多間優秀企業的股價已反映了極為悲觀的前景預測。

圖 3. 印尼：股息（上）及股份回購規模增加



資料來源：Mandiri Securities。LQ45 指數的股息數據；IDX 綜合指數的回購數據（2025 年 12 月）。

以中亞銀行 (Bank Central Asia, BCA) 為例，該行表現持續跑贏同業，淨息差保持穩定，資產質素理想，領先國營對手及規模較小的銀行。過去五年，中亞銀行的客戶群倍增。在會面中，領導團隊表示對未來增長機遇充滿信心，特別看好中小企業板塊。他們亦興奮地提到，人工智能有望提升熱線中心及中台職能的生產力及效率。

為了深入掌握 **Astra International** 旗下各項業務的情況，我們亦會見 Astra 的多家附屬公司、競爭對手及客戶。（我們對 Astra 的敞口來自我們持有的股份，以及對怡和合發的投資。）透過約見相關企業，我們能夠評估怡和集團的正面變革如何影響不同業務，包括頂尖的電單車企業 **Astra Honda Motor**、零售融資公司 **Federal International Finance Group FIF**、汽車融資企業 **Astra Credit Companies (ACC)**；以及 **United Tractors (UT)**。

在約見企業後，進一步鞏固了我們的觀點。我們認為，Astra 集結了一系列具備防守性及現金產生能力的業務，並由能力出眾及目標更趨一致的管理團隊掌舵。Astra Honda Motor 繼續穩坐市場龍頭寶座，就算整體行業銷量持平，其市佔率卻有所增長。至於融資市場方面，FIF 及 ACC 均採用審慎的信貸審核方針，而且擁有龐大的客戶數據庫（包括重複借貸者的資料），因此持續帶來理想的股本回報率及資產回報率。

Astra 及其他企業展現嚴謹紀律，與印尼政壇的動盪形成鮮明對比，而正是這種差異吸引了長線投資者的興趣。雖然市場尚未願意承認這一點，但我們的實地觀察發現，即使對整個體系的信心依然脆弱，但個別印尼企業正採用明智有效的方式應對壓力。

<sup>3</sup> [《High rice prices jolt Indonesia's consumers despite good crop, hefty stocks》](#)，路透社（2025 年 9 月）。

## 菲律賓：市場情緒疲弱，基本面改善

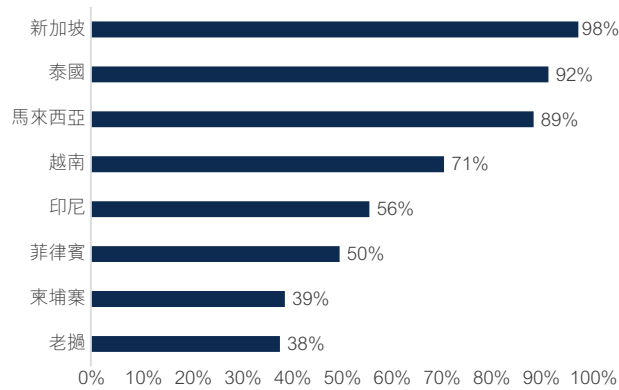
菲律賓與印尼的情況相似，在 2025 年亦爆發社會動盪，起因主要與涉及數十億元防洪工程合約的貪污案有關。在醜聞曝光後，政府減少公共開支，以至國內生產總值增長放緩。

不過，我們於去年 10 月約見當地的持股企業，交流頗具建設性。除了 Philippine Seven 外，我們亦拜訪與 **Bank of the Philippine Islands (BPI)**。在行政總裁 TG Limcaoco 的領導下，該行表現不斷改善。自他於 2021 年接任後，BPI 成功擴大其消費及中小企業務。現時，收益較高的零售貸款佔該行整體貸款組合約 30%，高於疫情前的 24%。此外，BPI 擁有 1,700 萬名客戶組成的龐大基礎，足以支持業務擴張。

由於消費貸款增長速度領先其他業務，我們向 BPI 查詢有關貸款質素的問題，他們的回應使我們相信管理層在此方面採取了審慎穩妥的做法。BPI 超過 80% 的新貸款是發放予現有客戶，意味著該行可以利用手上的數據評估及管理風險。我們看好 BPI 的長期前景：憑藉早年的技術投資，該行較對手更具競爭優勢，加上菲律賓的金融服務滲透率仍然偏低（見圖 4），有助為長期增長創造空間。

在馬尼拉考察期間，我們亦到訪 BPI 母集團 **Ayala Corp** 的辦公室。與 2023 年上次見面時相比，我們欣喜看到該公司的經營思維出現顯著變化。Ayala Corp 與怡和洋行 (Jardine Matheson) 非常相似，其管理團隊對資本配置採取更審慎態度，並願意退出回報欠佳的業務。縱然他們未有對附屬公司事事過問，但卻對相關企業的行政總裁提出了更多問題，同時更嚴謹地審視整個集團的資本回報表現。

圖 4. 個別東協國家擁有銀行賬戶的成年人百分比



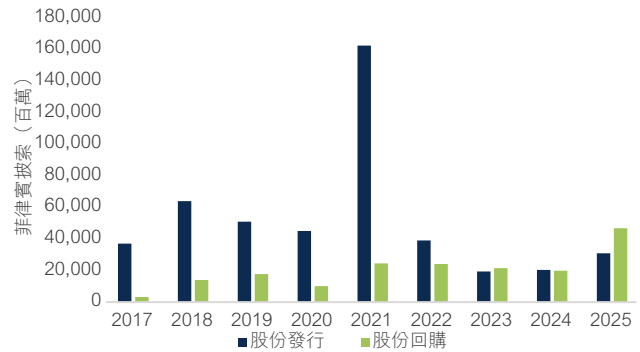
資料來源：世界銀行的全球普惠金融指數資料庫、首域盈信，基準為 2024 年的數據。

企業要取得進展無疑需要時間，尤其是考慮到 Ayala Land 面臨嚴峻的房地產週期。話雖如此，目前的發展方向令人鼓

舞。BPI 繼續是我們投資的核心，其領導團隊亦在醫療保健及電動車相關業務中發現增長機遇。集團實施內部改革，而且估值不俗，2025 年市盈率為 6 倍，市賬率為 0.6 倍，股本回報率為 12%<sup>4</sup>，我們亦在這次到訪後建立持倉。

幸運的是，在我們拜訪的多家企業中，我們亦看到類似 Ayala 更重視股東回報的取向。Ayala Land 並非唯一啟動股份回購計劃的企業，整個市場的公司均傾向於回饋資本而非集資，這與 2021 年的新股上市熱潮形成鮮明對比（見圖 5）。例如，SM Investments 便於 2025 年宣佈進行首次股份回購。儘管這些轉變不能消除菲律賓的短期風險，特別是在能源價格高企及全球環境更不明朗的問題下，但在投資者情緒未見起色之際，這象徵著部分市場領域正在默默適應更艱難的環境，亦為由下而上的選股策略篩選出投資機遇。

圖 5. 股份發行與股份回購比較



資料來源：Regis、彭博（2026 年 4 月）。

## 總結及展望

過去一年，我們對東南亞市場，尤其是近期走訪雅加達及馬尼拉考察最深刻的印象是，投資者缺乏興趣與企業層面出現正面變化之間的落差不斷擴大，這些變化包括企業更加重視股東回報。我們持有的大部分企業的韌性亦較股價所反映的更強，而當前環境亦正孕育新的機遇。

我們並未低估中東衝突餘波對東協經濟體的挑戰，不過這些國家以往曾經歷多次高通脹時期，我們的選股方針已將該項因素納入考慮。我們預期持有的企業料將保持穩健，並可在未來數月進一步提升競爭實力。

長遠而言，東協的經濟增長將由結構性因素推動，包括金融深化及有利的人口結構。我們依然相信，東協市場兼具吸引的入市價格、優質的商業模式及良好的增長前景，為我們由下而上的投資方針提供理想的基礎。

一如以往，感謝您一直的支持。

<sup>4</sup> FactSet（截至 2025 年 12 月）。

資料來源：本文的所有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 2025 年 12 月 31 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。有關資料來自首源集團認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源集團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，首源集團、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。

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，並不一定是首源集團的觀點，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。未經首源集團預先同意，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，並未經香港證監會審閱。首源集團、首源投資、首域盈信資產管理、信衛資產管理、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。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。首源集團（註冊編號 53507290B）、首源投資（註冊編號 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）、信衛資產管理（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）的商業名稱。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源集團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。首源集團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。