

基金經理問答

回應近期投資者對 中國市場的顧慮

2023年9月



劉國傑
管理合夥人

劉國傑於2002年加盟首域盈信資產管理，他是首域盈信多項策略的基金經理，包括首域盈信大中華增長策略及首域盈信亞洲股本優點策略等。

鑑於近日有客戶對中國市場及我們本年至今的表現遇上挑戰感到興趣，我們特別與首源投資的管理合夥人劉國傑進行對話（於2023年8月23日），他同時是首域盈信亞洲股本優點及首域盈信中國增長策略的首席基金經理。

你認為碧桂園違約的影響會否蔓延至其他行業，進而造成系統性風險呢？你在這次事件中看到哪些風險和機遇呢？

我們認為市場未有特別關注碧桂園的情況，反而更留意房地產行業違約增加的趨勢，過去兩年的中國恒大、融創中國及世茂集團便是例子。由於房地產是中國經濟的主要引擎，我們預料行業持續疲弱將產生負面影響。有關情況將波及其他領域，例如銀行、建築、家電及建築材料行業，並且影響個人財富及消費需求。然而，我們不認為行業的問題會像2008年的雷曼兄弟一樣引發骨牌效應，最終產生系統性風險。

我們的看法建基於多個原因。首先，中國的絕大多數銀行均是由政府所擁有。除非政府有意令某間公司破產，否則只要銀行選擇為企業的債務延期，企業便可避過倒閉的命運。相比之下，在雷曼兄弟破產時，市場都在猜測下一間結業的公司。結果，他們的預測成為自我應驗的預言，使得銀行不願向企業貸款，釀成全球金融危機。我們認為，目前的中國不太可能出現上述情況，因為政府擁有及控制了大部分的銀行。

第二個理由是中國的外債水平極低。於1997年，亞洲金融危機先於持有大量外債的泰國爆發，再擴散至其他多個國家。中國的大部分債務均以人民幣計值，因此危機蔓延至全球的可能性較低。再者，超過一半擁有巨額美元債務的私營房地產商早就已經違約。

以往，違約事件極為罕見，並產生道德風險及企業過分借款的問題，故此我們相信中國政府或多或少希望看到企業違約。現時，當局專注追求優質增長，放棄依賴房地產發展及借款的舊有模式。我們估計市場將需一段時間以作調整及應對。

現時我們傾向買入優質資產及審慎行事的方針，有助我們保障資本。在我們眼中，碧桂園、中國恒大及世茂集團太過進取，以致我們從未投資於該等公司。我們持有的少量房地產股主要包括華潤置地及中海宏洋，兩間公司的表現均相對穩定。預料市場將會持續整合，有利於我們的持股。相比起華潤置地，碧桂園及中國恒大的規模較大，當他們缺乏資金及退出市場時，華潤置地應有更多機會以較低價格收購土地及項目。

內需被視為是中國經濟增長的重要推動力，但我們留意到失業率高企及消費者信心轉差。你有否改變於消費行業的主要持股呢？你有否在人口結構變化中發掘到新的機遇呢？

我們從多間企業中得知，整體增長放緩，消費需求同樣降溫。不過，我們認為消費升級的長期趨勢維持不變，並繼續為我們的投資組合提供主要的結構性增長動力。我們的最大持倉未有變化，當中包括中國蒙牛乳業、安踏體育、華潤啤酒及美的集團，而且我們對其依然抱有信心。該等公司具備我們所追求的優質企業特質，包括理想的財務狀況、較同業穩定的增長、現金產生能力及高檔產品組合。

當大部分投資者看淡中國市場時，也許正是增持的時機，而我們亦不斷買入主要持股企業。我們相信，企業的股價長遠會隨盈利增長。舉例來說，安踏體育宣佈上半年利潤急升，按年增幅超過 30%，其後股價有所上漲。該公司成功建立出色的品牌，更持續提高市佔率，可謂往績良好。另一方面，於今年上半年，華潤啤酒的銷量及售價增加了約 4% 至 5%。該公司的高檔產品加快發展，喜力啤酒的銷量暴升約 60%。

上述企業均是行業整合及高檔化的受惠者。我們希望投資組合的企業能夠長期維持盈利增長。

於第三季，新增貸款減少，信貸增長轉差。你認為中國企業的增長及盈利前景會否受到拖累呢？這又會否影響中國的研發開支及邁向價值鏈上游的進展呢？

我們認為，信貸增長疲弱是反映經濟低迷的同步指標，而非經濟推動因素或領先指標。當市場信心轉差時，我們不會購置房產，而是會償還現有的按揭。考慮到大型發展商違約，銀行也較不願意貸款予企業。過去五年，企業需要借入更多款項，才能推動國內生產總值增長。有關現象顯示，以信貸推動經濟的作用有限，可能引起了政府的憂慮。

與此同時，投資者留意到中國政府可以或願意採取的措施存在限制，故此他們也感到擔心。經濟體系的槓桿比率偏高，不少企業出現問題。在此環境下，中國可能會逐步減少槓桿，令貸款增長維持於較低水平，使得企業的短期盈利增長受到影響。

隨著收益放緩，企業大概會削減研發開支。不過，我們卻看好增加研發投資的企業，例如能夠發展內窺鏡及麻醉機等新業務的深圳邁瑞生物。相比起擁有最先進的技術，更重要的往往是持續改善現有的產品或流程，因此我們持有的多間企業正在推動工業升級。以匯川技術為例，該公司的研發開支曾佔銷售的超過 12%。儘管當前的研發佔比已減少到 9% 至 10%，但仍處於較高水平，有助公司逐漸向價值鏈上游

移動。另一個例子是真空泵浦製造商上海漢鐘。該公司最初以冷氣機業務為主，後來進軍至太陽能及半導體市場。

我們還偏好投資於具備海外擴展能力的企業，例如深圳邁瑞生物、海天國際及美的集團，原因是該項能力反映公司於價值鏈中往上移動。我們相信，在國內經濟低迷時，優質企業能在其他市場上取得增長。在日本，該類企業的例子包括迅銷集團（Uniqlo）、豐田、索尼及任天堂。

日本的遭遇與中國的未來情況有著相似之處，例如兩國均面對人口老化及經濟放緩的問題。然而，兩國的其中一項差異，在於現時發展國際市場的難度高於 30 年前。目前，地緣政治不利因素較以往造成更大影響，例如美國便阻止了華為的全球擴張計劃。話雖如此，中國正值勞工短缺，即使存在地緣政治問題，企業也要將生產移到海外。

2023 年至今，中國增長及亞洲股本優點策略的跌幅均超過市場。你能分享今年投資組合較不穩定的原因嗎？我們採取了哪些措施減低風險呢？你有否發現值得期待的新機遇呢？

FSSA 一直是始終是非著眼於基準的長期投資者，而是專注於絕對回報。考慮到我們的長期視野，我們認為年初至今的時間太短，並無法得出結論。我們相信企業及其績效表現應該以至少 3 - 5 年（甚至更長時間）進行評估。

因此我們表現落後於年初至今的指數之主因是我們未有買入個別企業。市場的拋售潮主要是因外國投資者所致，當投資者廣泛持有的股票大幅下跌之際，受到美國制裁的中國移動及中海油表現較佳，可惜我們並未持有該等公司。此外，今年市場對國有企業的改革樂觀，市賬率較低及估值較平的國有企業獲得青睞。

我們認為我們的投資組合所持有的股票質素較高，惟估值也較高。舉例來說，本年至今，招商銀行下跌較質素較差的國有銀行，例如農業銀行及中銀為多。在地區策略表現方面，人工智能成為今年的主要投資主題。然而，我們未有像部分同業一樣，持有大量軟件或人工智能相關公司。

我們相信，當前的投資氣氛相當疲弱。不少企業剛公佈了業績，不過就算他們的成績不錯，股價一樣下跌。另一項風險是政府的支持措施欠明朗。縱使醫療保健行業的反貪行動長遠能夠產生正面作用，在短期內卻會對經濟增長造成負面影響。

為了減低風險，我們嘗試挑選優質企業，而該類公司擁有穩健的財務狀況及競爭護城河，並長期持有合適的企業。我們認為在投資表現受壓時，最重要的並非重建整個投資組合，而是要保持信心。我們相信市場氣氛是不斷循環的，但企業盈利才是股價的結構性推動力。有見及此，在近日的悲觀情緒下，我們持續增持各類主要持股。

參考：

1. 有關最近中國違約事件的背景：(Background on recent China defaults)
<https://www.theguardian.com/world/2023/aug/18/china-property-crisis-deepens-as-developer-country-garden-at-risk-of-default-evergrande>
https://www.bondsupermart.com/bsm/article-detail/shimao-group-s-usd-bond-was-finally-defaulted-RCMS_257381
<https://asia.nikkei.com/Business/Markets/China-debt-crunch/Developer-Sunac-China-admits-default-on-750m-bond>
https://www.washingtonpost.com/business/why-china-evergrande-defaulted-and-what-happens-next-for-bondholders/2022/12/12/0211ad6e-7a08-11ed-bb97-f47d47466b9a_story.html
2. 大多的中國債券均以人民幣計價：(Most Chinese bonds are denominated in RMB)
<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/217180/chinas-bond-market-a-quick-primer.aspx>
(截至 2021 年 11 月 29 日)
3. 中國房地產美元債違約率已升至 50% 以上：(Default rate of Chinese real estate USD bonds has risen to over 50%)
https://www.bondsupermart.com/bsm/article-detail/a-list-of-30-key-chinese-developers-latest-development-ongoing-update-RCMS_255744
(截至 2023 年 7 月 28 日)
4. 安踏體育上半年業績及股價反應：(Anta first half results and share price reaction)
<https://www.yicaglobal.com/news/antas-shares-jump-as-sportswear-giants-first-half-profit-gains-40>
5. 中國經濟槓桿率較高：(China's economy is highly leveraged)
<https://www.wsj.com/world/fueled-by-long-credit-binge-chinas-economy-faces-drag-from-debt-purge-e4621859>
6. 過去反腐對中國經濟的影響：(Effects of anticorruption crackdown on China's economy in the past)
<https://www.bbc.com/news/blogs-china-blog-26864134>

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 2023 年 8 月 23 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。

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（香港）有限公司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。