

基金經理問答

亞太區股票

2024 年 4 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。

為回應近日客戶的提問，我們與首域盈信的管理合夥人劉國傑展開討論，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。

當消費者情緒疲弱時，優質的增長型股票能否跑贏大市？

我們仍然相信優質企業都會成為最好的長線投資。這種看法曾經成為主流，直到兩至三年前的零利率時期。當時很多投資者以過高的價格買入該類公司，特別是亞洲地區的消費類企業。

隨著優質增長型企業的估值攀升，加上利率開始伴隨商品價格及油價上漲，商品股表現日漸領先，優質企業落後市場。兩類股票表現分歧或回歸平均值，是股市週期的常見現象，過去數年持續發生。

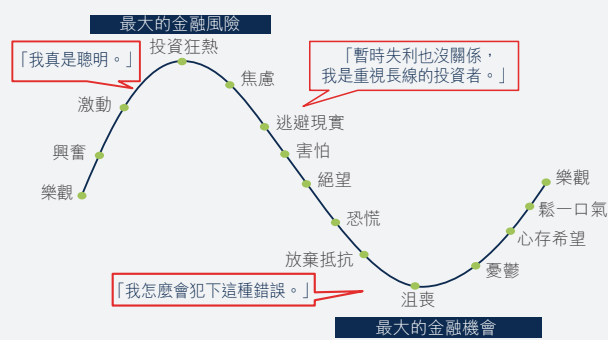
不過，在投資世界中，當投資期越長，企業人才、業務及財務狀況越為重要；相反經濟週期、利率及國內生產總值增長的影響越少。在市場因素或負面情緒影響下，優質增長型企業的短期表現可能偶爾落後，但即使如此，作為長線投資者，我們堅持為投資組合物色高質素的公司。

你對中國增長放緩有何看法？

多年來，我深入研究中國及其他市場，發現所有市場、國家及經濟都會呈現週期性規律。中國的房地產泡沫爆破，而且地緣政治及監管法規造成負面情緒，令中國處於困難的週期。一般來說，經濟繁榮象徵著週期到頂，而經濟低迷代表週期見底。

我們處於市場週期的甚麼階段？

嚴守紀律的重要性



我們專注投資於優質企業，不會嘗試捕捉週期變化。舉例來說，我們絕大部分投資對象均擁有淨現金結餘、往績良好的業務模式、現金流產生能力及理想的已動用資本回報率，有助應付相對低迷的經濟週期。當估值變得極低或足夠吸引時，我們將會像去年一樣增持投資。

我們還會觀察企業應對經濟艱難時期的方式，例如留意企業會否向股東退還更多資金。我認為，經濟週期的谷底往往要到事後才見分曉。相比起捕捉見底的時機，觀察企業管理層的態度及行動更加重要。

你認為中國與印度有何分別？

我認為印度是一個特別的市場。首先，不少印度企業的上市歷史悠久，例如 HDFC Bank 及 Godrej Consumer。我們是這些企業的長期股東，對他們的管理質素相當滿意。

印度企業普遍擁有多項吸引我們的特質。一般而言，中國企業較重視增長，印度企業則更專注追求回報。然而，印度企業的估值持續上升，可能觸發股價整固。

此外，中國及印度企業還有另一項不同之處。以 Godrej Consumer 為例，該公司的年收入約為 15 億美元，而中國消費類企業蒙牛的年收入約達 150 億美元，相當於前者的 10 倍。

中國市場的問題是企業規模龐大，往後增長將會放緩。考慮到企業的估值不高，市場價格有否反映增長偏低實在值得商榷。另一方面，印度的投資吸引力在於企業的基數較低，意味著增長潛力較大，不過當地公司的市盈率亦較高。

你對 HDFC 的近期的波動有何看法？

我們曾經提到，我們看好擁有強大管理層的優質企業，HDFC Bank 是其中一個例子。多年來，我們都是該行的股東。在前任行政總裁 Puri 先生的領導下，該行成為印度首屈一指的私營銀行，最近 10 至 15 年建立了驕人的往績。

股票價格長遠傾向跟隨盈利發展

HDFC 銀行股價與預測每股盈利比較（以印度盧比計）



資料來源：Factset、首域盈信資產管理，截至 2024 年 3 月
投資涉及風險。過去表現並不代表未來的表現

我們相信 HDFC Bank 有望延續增長，惟其已不再是小型銀行，未來增長將較以往遜色。我們有信心，該行的每股盈利增長率仍可維持於 10% 至 15%，但過去 20 年的增長率卻超過 20%。換言之，該行的增長或會放慢。

另一項值得留意的短期因素，是最近 HDFC Bank 與母公司 HDFC Corp 整合業務，而 HDFC Corp 以批發融資形式經營按揭貸款，因此該行需要減少資產負債表的槓桿水平。然而，目前印度的流動資金緊拙，HDFC Bank 將須爭取存款，才能降低資產負債表的槓桿水平，我認為市場將會留意有關因素如何影響增長。

話雖如此，我們相信買入優質企業的最佳時機，就是在公司估值下降及面對困難的時候，就像現時的 HDFC Bank 一樣。對於投資期介乎 3 至 5 年或以上的人士來說，該行應是吸引的投資選擇。

你如何投資於人工智能領域？

我們一般採用較簡單的方式投資，不會嘗試預測尖端技術的發展。我們投資台積電多年，該公司生產由 Nvidia、AMD 及聯發科技等開發的最先進晶片，是人工智能供應鏈的重要部分，故此我們視台積電為擁有業務實力及領先技術競爭優勢的優質企業。

人工智能的潛力引發了激烈的討論。近期我看到有報道指，人工智能可以為銀行節省開支、利用更智能的技術協助開發藥物，並可為用戶進行大量分析，以幫助管理資金。

我相信人工智能需要擴展到更多日常應用上。我們看好聯發科技及三星等企業，原因是人工智能要持續發展，必須開發出為企業帶來利潤增長的更多應用方式，例如使用人工智能的智能電話或汽車。人工智能將可加強人與人之間的連繫，並結合消費場景，獲得更廣泛的應用。

人工智能亦可用作提升整體生產力。我們已投資於基恩斯及研華等自動化企業。在人工智能面世前，5G 技術令通訊變得更簡單。相比起 3G 及 4G，5G 技術亦可更輕易地控制機械人。面對全球勞工短缺，人工智能有望成為自動化的另一個催化劑。

在地區投資組合方面，你對日本股票有何看法？

我們投資日本市場已經超過 10 至 15 年。由於日本經濟長期欠佳，當地市場值得留意。任何企業能夠在長達三十年的衰退或通縮期間屹立不倒，其管理能力及資產負債狀況必然不差。

日本的另一個有趣之處，是不少小眾企業只專心經營極少數的產品。例如，頂尖的氣動元件商速 SMC 便專門供應單一類產品。同樣地，我們於日本最早期的投資對象之一貝親 (Pigeon)，也是一間只專注生產嬰兒奶瓶及相關產品的公司。

我們對日本企業重視細節的精神及文化深感興趣。自動化領域是我們投資的主要範疇之一。過去數年，基恩斯都是我們亞洲股本優點策略的最大持倉。該公司於自動化光學感應器領域具備雄厚實力，而且往績及財務表現出眾。

此外，我們亦欣賞日本企業的創意思維。例如，我在小時候經常玩任天堂的仔寶兄弟遊戲，而日本企業擁有一些經典角色的知識產權，例如 Hello Kitty 及卡普空 (Capcom) 的街頭霸王，形成日本市場的特色。

在我眼中，日本企業能為地區投資組合發揮補充作用。如果投資者看好中國的自動化發展，他們可能發現主要的自動化公司實際上是日本企業，而且更能受惠於自動化趨勢。同樣道理，在尋找硬件行業的龍頭時，台灣的台積電可能脫穎而出。如果你想發掘頂尖的內容或知識產權供應商，不妨考慮日本的任天堂。我們則買入了索尼集團（Sony Group），其擁有索尼音樂（Sony Music）及多款 Sony PlayStation 遊戲，並且是互補式金屬氧化物半導體（CMOS）影像感應器的市場霸主。

為何首域盈信能在資產管理機構中獨樹一幟？

我們擁有完善的團隊文化，堅信自身的投資理念。不少基金經理都宣稱他們買入優質企業，而且是長線投資者，但我們卻是真正的坐言起行。舉例來說，我們投資組合的每年週轉率通常處於 15% 至 20% 的極低水平。除此以外，我也會花大量時間研究不同企業。因此，我們積極發掘及長期持有優質公司，構成我們的獨特優勢。

最後一點，是我們相信長期股東背負著若干責任，故此我們會主動與投資對象溝通。在這次會議前，我剛好在向一間投資組合企業寫信，以討論企業議合議題，可見我們不會單純地將責任轉嫁他人。

為何客戶應該堅持投資於首域盈信的亞洲及中國策略？

去年的相對表現令人失望。我們投資組合長期持有的多間優質企業從高位回落，反而個別商品股表現不俗，例如在美國制裁名單上的中海油及中石油。

上述並非能成為藉口，不過我們仍需要結合實際情況考慮。長期來看，我們相信投資表現仍然穩健。更重要的是，我們的投資理念及投資組合維持不變。我們堅定相信現有的投資流程、繼續支持的企業及管理團隊。我們希望客戶與我們理念一致，對企業的長遠前景抱持信心。

亞洲市場在許多領域依舊擁有成長空間

我們投資於長期增長的企業

我們持有	例子
1. 在行業佔領導地位的消費類公司	
2. 醫療保健支出上升趨勢中的受惠者	
3. 「數碼化時代」的受惠者	
4. 在全球具競爭力的出口商	
5. 市佔持續增長的保守型銀行	

避開	例子
1. 對社會構成直接損害的行業	烟草、博彩、武器生產商
2. 定價能力低的低質公司	傳統能源企業、日本的銀行、中國四大銀行
3. 受制裁的公司	中國移動、中海油、中國石油

本文件如提述個別證券，只為作說明用途，不應視為買入或賣出該證券的建議

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，RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商业名稱。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）的商业部門。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。