

摘要

- 經過幾年充滿挑戰的環境後，投資者對新興市場股票的投資意欲有所增強。考慮到新興市場的企業盈利前景強勁，估值具有吸引力，加上環球投資者可能增持，我們相信新興市場股市的升勢有望持續。
- 我們認為主動型投資經理可以利用市場低效，發掘未受關注的新興市場股票的投資機會，從而為投資者爭取潛在回報。
- 我們的新興市場股票策略受惠於霸菱研究團隊的強大實力、嚴謹的投資流程，以及對基本因素分析的堅持。

新興市場股票 展露新曙光

新興市場股票的投資理據

繼之前5年跑輸已發展市場近50%後（以美元計值），新興市場股票在2016年錄得反彈，升勢更延續至2017年。每位投資者都想問：新興市場股市的升勢能否持續？抑或這只不過又是曇花一現？在霸菱，我們認為新興市場股市的表現是受到企業盈利前景支持，因此，我們對此持樂觀態度。

我們只要觀察2011年至2015年間新興市場股市的表現（圖表二），就知道盈利週期在很大程度上左右著股市回報。在此期間，盈利預期在每年年初見頂，隨後因為企業公佈的業績未能達到分析師的預測，盈利預期持續穩步下滑。這嚴重拖累了新興市場股票的表現，新興市場股市在5年內下跌超過30%（以美元計值）。只有到2016年及2017年，情況方才有所改變。

圖表一：MSCI新興市場指數回報相對MSCI世界指數（以美元計值）



資料來源：霸菱、FACTSET、MSCI。截至2017年9月29日。

那麼，新興市場企業盈利在此期間受到了甚麼影響？目前的情況又是否發生了改變？在2011年至2015年間，新興市場企業受到利潤率下降及銷售增長放緩的雙重打擊。利潤率下降是因為實際工資增長超出了生產力增長的步伐；而銷售表現則是受到名義國內生產總值增長疲軟的負面影響。因此，在2011年至2015年5年期間，新興市場企業盈利未能取得增長（圖表三），亦難怪MSCI新興市場指數亦欲振乏力。

然而，這兩項不利因素皆已開始扭轉，新興市場企業盈利週期已經止跌回升。由於企業此前投資於節省勞動力的設備，並重新關注成本管理，生產力增長的步伐超越實際工資增長，從而推動企業利潤率開始上升。與此同時，由於新興市場的實際國內生產總值增長加速，以及多個國家的通脹升溫，銷售表現開始有所改善。因此，市場預期2017年及2018年企業盈利可突破此前五年的格局，呈現穩步上升的趨勢。

因此，企業盈利在2016年錄得正增長，屬2011年以來首次，而盈利增長更是在2017年顯著加速¹。同樣令人鼓舞的是，盈利復甦的範圍持續擴大，據目前預計，MSCI新興市場指數的全部11個主要行業均會在今明兩年取得盈利增長。

我們相信企業利潤率的復甦在很大程度上是非週期性的，因此，有望在2018年之後繼續支持企業利潤表現。此外，MSCI新興市場指數約70%的成份股現時由資訊科技股、金融股、消費品股及醫療保健股組成²。這些行業的滲透率均仍然較低，並將繼續受惠於新興市場中產階層人數的持續增加，因此，其表現有望受到長遠增長的支持。

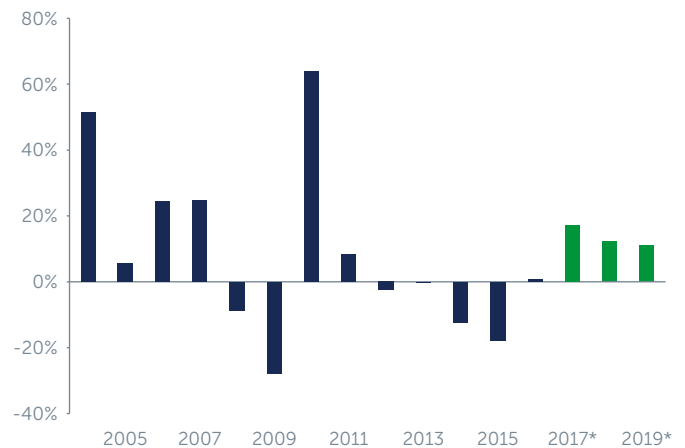
「我們相信企業利潤率的復甦在很大程度上是非週期性的，因此，有望在2018年之後繼續支持企業利潤表現。」

圖表二：MSCI新興市場價格指數



資料來源：霸菱、FACTSET、MSCI。截至2017年9月29日。

圖表三：每股盈利增長－MSCI新興市場指數



*前瞻性估計

資料來源：霸菱、FACTSET、MSCI。截至2017年9月29日。

1. 資料來源：霸菱、FACTSET、MSCI。截至2017年9月。
2. 資料來源：MSCI新興市場指數。截至2017年9月。

環球投資者對新興市場股票的投資比重仍然偏低

資金在近幾個月持續流入新興市場，顯示盈利週期的上升亦引起了部份投資者的關注。然而，目前只有550億美元的資金流回歸了新興市場，相比之下，在過去數年的贖回金額則高達1550億美元³。

此外，分析環球股票基金對新興市場的持倉比重，亦顯示投資者對該資產類別所持的投資比重仍然顯著偏低。隨著新興市場的企業盈利復甦增強，增持壓力將會繼續加大。

估值顯示該資產類別仍然具有吸引力

儘管新興市場股市在過去18個月表現強勁，但投資者毋須因估值問題而卻步，因為相較MSCI世界指數，MSCI新興市場指數的相對估值仍然具有吸引力。尤其是新興市場的市賬率只是略高於2002年的水平，而緊隨2002年之後就是新興市場5年的牛市，跑贏MSCI世界指數（圖表四）。

絕對估值亦有類似情況。新興市場經週期性調整的市盈率（CAPE）亦正在從過往可持續為投資者帶來正回報的水平中回升（該指標利用滾動5年平均盈利，以抹平盈利高峰或低谷造成的扭曲）（圖表五）。

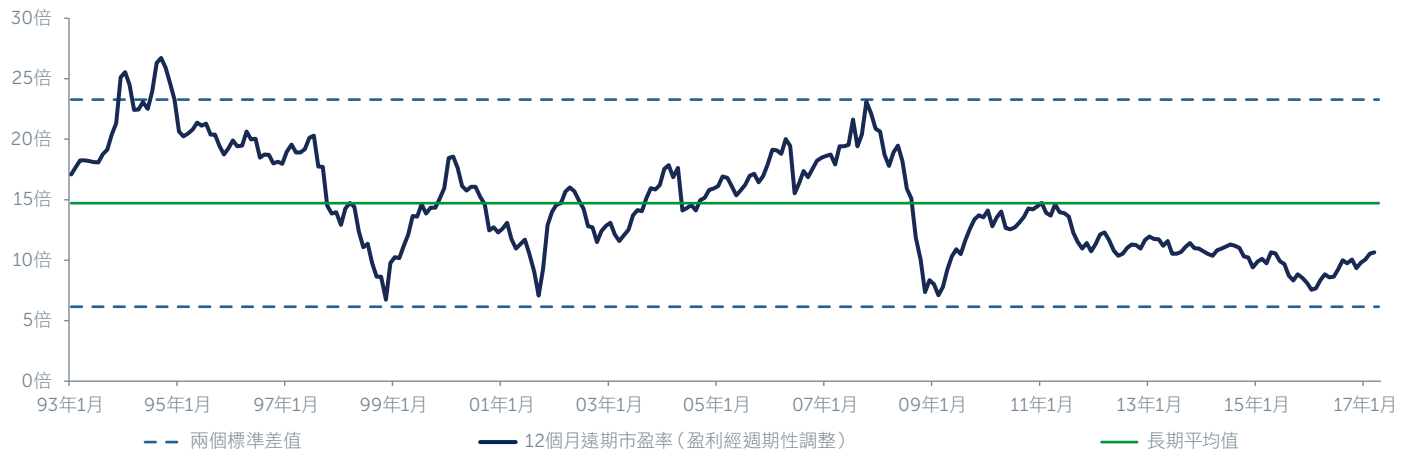
「新興市場包括眾多不同的公司，但其賣方分析師研究覆蓋範圍卻遠小於已發展市場。」

圖表四：市賬率－MSCI新興市場指數相對MSCI世界指數



資料來源：霸菱、FACTSET、MSCI。截至2017年8月31日。

圖表五：經週期性調整後的市盈率－按目前的股價除以5年平均每股盈利水平計算



資料來源：MSCI、IBES、THOMSON REUTERS DATASTREAM、滙豐。截至2017年3月。

3. 資料來源：EPFR Global、MSCI、Datastream、瑞銀。截至2017年8月。

對新興市場投資進行主動型管理的理據

我們相信主動型管理可提供利用市場低效的良好機會，長遠而言，有望取得跑贏基準指數的絕對及經風險調整後回報。

新興市場包括眾多不同的公司，但其賣方分析師研究覆蓋範圍卻遠小於已發展市場。這難免導致盈利預測的準確度較低，資產因而錯誤定價。此外，賣方預測很少超過兩年，因此難以捕捉企業的長遠增長潛力。主動型管理可以利用這個資訊鴻溝，運用大量內部研究資源，提供嚴謹及一致的分析。

此外，鑑於新興市場股票在指數中所佔比重低於10%⁴，新興市場其他未受關注的領域有望物色到眾多投資機會，這是洞悉未受關注增長機會的肥沃土壤，亦可從中把握有別於指數回報的股票表現。

我們的投資方式

在霸菱，我們是主動型投資經理。我們相信市場經常對股本證券錯誤定價，尤其是在新興市場。為了利用市場低效帶來的投資良機，我們運用嚴謹及一致的投資流程，致力把握這些機會，為客戶帶來優越的經風險調整後長線回報。

我們的投資方式建基於「以合理價格增長」(GARP)的投資理念，以及堅持基本因素分析及「由下而上」的公司研究。我們有別於競爭對手的重要之處在於專注長線分析。市場通常善於消化短線（一至兩年）增長預期，但不善於消化長線增長。這為我們帶來了投資良機，因為我們相信長線盈利增長是推動股市表現的主要動力。

專注於具體公司的研究

為物色公司，我們運用結構性的基本因素研究，以及嚴謹的投資流程，該流程結合了增長、上升空間／估值及質素三大原則。我們預測未來5年的盈利增長，看好有清晰界定的業務特許經營權、管理層實力雄厚及資產負債表穩健及持續改善的企業。我們認為這些企業提供了較高的透明度及盈利穩定性，因而質素相對較高。我們相信長遠而言，這能夠降低投資組合的波動性，並能夠更準確地預測長線盈利增長。

為投資機會進行估值

我們利用專有的5年期盈利預測對企業進行長線估值，並計入合適的股本成本及退出市盈率。我們重要的獨到之處在於，這個股本成本計算納入了宏觀因素（經濟前景及政治風險）以及具體公司因素（包括環境、社會及管治(ESG)）。如欲了解我們估值流程的更多詳情，請參閱我們的白皮書《釐定股本成本》（‘Determining the Cost of Equity’）。

專業知識及豐富經驗

我們的研究團隊包括

31 位投資專業人士
常駐
倫敦、香港及台灣

團隊成員均為
新興市場專家
來自
20 個不同國家
平均具有
13 年投資經驗

我們結合對具體公司的認識，輔以外部數據及研究，自行進行專有的ESG評估。ESG因素既會影響到我們對公司的評分，亦會影響到股本成本（從而影響到公司價值），因此，從中能夠反映出一家企業ESG實踐所涉及的具體風險及內在吸引力。

我們運用貫徹一致及透明的方式，為不同地區及行業的企業進行估值。透過我們的估值方式，我們能夠釐定不同市場的股本成本（或用於為企業估值的折讓率），從而能夠直接比較不同市場上同一行業的企業。

高度信念投資

我們僅專注於為客戶物色具有吸引力的投資機會。箇中關鍵在於深入了解潛在投資以及企業的營商環境。如果我們不看好一家公司，就不會進行投資。據此，我們構建高度信念持倉策略，令我們的最佳投資理念能夠對客戶投資組合產生最大影響。我們的環球新興市場投資組合通常持有40至60家公司。

無論是在當今利好的復甦環境下還是長遠而言，我們相信我們所投資的公司以及構建的投資組合將會繼續帶來具有吸引力的經風險調整後回報。

William Palmer 新興市場股票團隊聯席主管

William在2016年獲委任為新興及前趨市場股票團隊聯席主管，除此之外，還負責監督亞洲區（日本除外）投資團隊。William亦是多個環球新興市場委託投資的聯席投資經理，包括霸菱的旗艦基金霸菱全球新興市場基金(Global Emerging Markets Fund)。在2011年10月加入霸菱之前，他曾任職於KBC Asset Management（常駐都柏林），擔任亞洲區（日本除外）股票團隊的高級資產經理／主管。任職於KBC Asset Management期間，他亦擔任專注於亞洲區（日本除外）股票的資產經理，以及負責愛爾蘭及亞洲企業股票研究的股票分析師。William持有利默瑞克大學(University Of Limerick)頒發的商學榮譽學位，主修經濟學及金融學。

Michael Levy 新興市場股票團隊聯席主管

Michael在2016年獲委任為新興及前趨市場股票團隊聯席主管，負責監督前趨市場、拉丁美洲及新興歐洲團隊。Michael是Frontier Markets Fund的首席經理，亦是多個環球新興市場委託投資的聯席投資經理，包括霸菱的旗艦基金霸菱全球新興市場基金(Global Emerging Markets Fund)。在此之前，他是新興歐洲、中東與非洲市場(EMEA)及環球前趨市場股票團隊的投資經理。他在2012年7月加入霸菱，此前曾受聘於聯博(AllianceBernstein) 17年，其間擔任多個股票投資組合管理及研究職務。他在加入霸菱之前最近的職責是擔任新興市場及國際股票投資組合的投資組合經理。Michael的職業生涯始於1992年，當時他加入Grant Thornton Chartered Accountants，擔任實習合夥人。他獲曼徹斯特大學頒發經濟學及社會研究榮譽文學士學位。

霸菱是一家環球金融服務公司，資產管理規模逾2,990億美元*，致力滿足客戶持續演變的投資及資金需求。我們利用在傳統及另類投資資產類別的獨特專業知識，與客戶建立長期的合作關係，提供創新的投資方案及優質服務。作為美國萬通金融集團旗下的成員公司，霸菱開展強大的環球業務，擁有超過650位投資專業人士，辦事處遍佈16個國家。

了解更多詳情，請瀏覽 BARINGS.COM

重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及 / 或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

*截至2017年9月30日