

如何投資於新興市場股票：主動型管理、深耕當地、長期持倉

在本文中，新興及前趨市場股票投資團隊聯席總監WILLIAM PALMER及MICHAEL LEVY分享了投資於新興市場股票的方式，以及該資產類別要如何應對加息及保護主義升溫等短期不利因素。



WILLIAM PALMER
新興及前趨市場股票投資團隊聯席總監



MICHAEL LEVY
新興及前趨市場股票投資團隊聯席總監

「長遠而言，由於新興市場作出更明智的經濟決策，我們認為市場波動性將會持續下降。」

甚麼是捕捉新興市場投資機會的最佳方式：主動型還是被動型投資？

WILLIAM：我們堅信主動型投資是最佳方式，因為新興市場本身的效率偏低，相對於已發展市場股票，新興市場的分析師覆蓋率尤其較低，而且零售投資者參與度較高。由於新興市場的財富管理行業尚未發展到西方國家的程度，因此，投資者往往直接投資於股票，而非互惠基金。中國市場便是其中最好的例子，零售投資者佔股票市場的每日成交額高達90%。每當有利好或利淡消息傳出時，市場經常會反應過度，從而導致市場低效，而透過專注於基本因素及「由下而上」的投資流程投資者便可把握當中的投資機會。

MICHAEL：被動型投資將投資者的投資決策與特定基準指數掛鉤。我們認為主要基準指數（MSCI新興市場指數）並不能真正反映新興市場的投資機會，我們經常在基準指數以外物色到可獲取超額回報的投資良機。另外，近年來另一個發展為《金融工具市場指導II》(MiFID II)所帶來的監管變化。由於新興市場股票的分析師覆蓋率減少，賣方公司對新興市場的研究顯著下降，令主動型投資經理可以於中長線利用市場低效把握良機。

霸菱的投資流程與其他新興市場投資經理有何區別？

WILLIAM：作為「由下而上」的投資經理，我們專注於企業的基本因素研究，但亦致力透過股本成本掌握宏觀風險，從而區分每個國家或地區的風險環境。因此，我們能夠評估投資組合內每家企業所面臨的整體風險。這有助於我們在投資新興市場時全面考慮各種風險，包括貨幣風險，這可能在很大程度上決定了我們最終為客戶帶來的投資回報。例如，在土耳其等高通脹國家，將當地貨幣計值的回報兌換成以美元計值的回報時，貨幣貶值可能會侵蝕了很大部份的回報，因此，我們在作出投資前，對預期回報的要求會更高，藉以彌補所承受的較高風險。

MICHAEL：土耳其是通脹方面一個很好的例子，但我們亦會透過股票風險溢價，致力避免政治、社會及司法風險。例如，我們對新興市場股票的標準股票風險溢價為5%，但為反映政治風險及制裁風險，俄羅斯目前的股票風險溢價為8%。我們確保在風險較高的國家所預設的回報率已反映在我們的股本成本計算中。

WILLIAM：我們亦將環境、社會及企業管治(ESG)分析全面納入投資流程中，以確保企業的ESG評分會自動計算在其股本成本或預設回報率內，令ESG評分較佳的企業可獲得認可，反之亦然。我們認為這對我們的投資流程帶來了很大的幫助。

MICHAEL：我們的專有ESG框架評估每家公司的九項因素，評分範圍從「典範」到「欠佳」。我們是較早採用ESG評分的投資者，並已將其納入投資流程已超過三年。

WILLIAM：我們亦採用各種專有投資組合構建工具，以確保我們股票的具體風險充分反映在投資組合整體風險中，這與我們「由下而上」的投資方式一致。此外，我們亦希望盡量降低及分散難以預料的宏觀風險，因為一旦管理失當，便可能會嚴重削減投資回報。

MICHAEL：同時亦要指出的是，作為環球股票平台的一份子，我們的新興市場團隊與已發展市場團隊之間維持緊密的溝通，並共同分享知識，這十分有利於我們對所研究的企業形成不同的見解。

我們亦考慮到企業於未來五年的前景，但許多投資者則關注較短期的盈利預測，市場嚴重低效可為主動型投資經理帶來投資機會。我們鼓勵投資專業人士從戰略性角度思考不同企業：這家企業在未來五年的增長前景如何？其增長前景是否未獲市場廣泛關注？增長背後的動力是甚麼？

要找到這些企業的ESG資料，難度有多大？

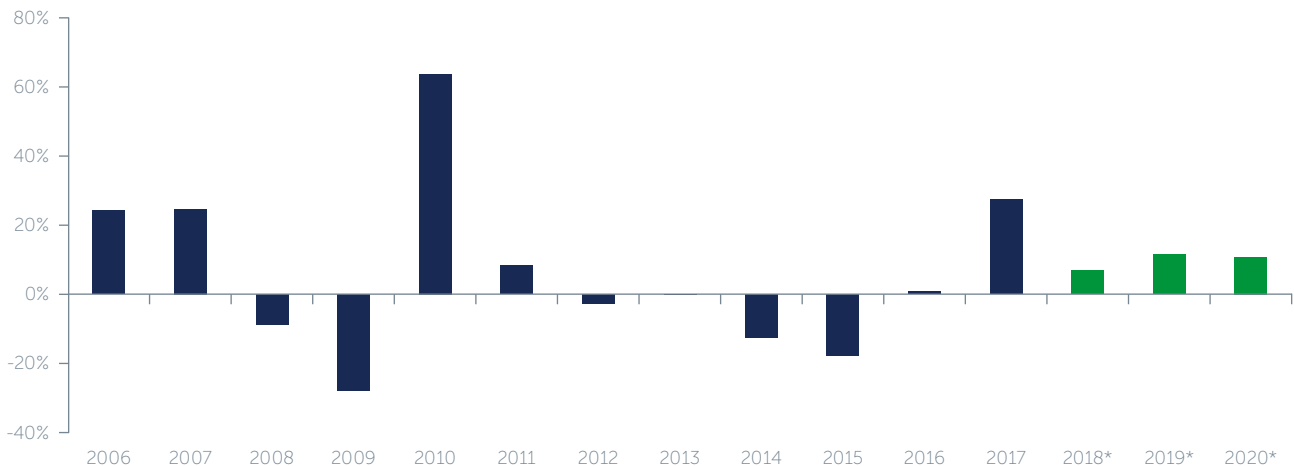
WILLIAM：我們會善用內部及外部資源，但很大程度上以我們的分析師的觀察為準。於去年，我們便與接近2,000家新興市場企業進行交流，這是蒐集所需資料及評估企業的ESG評分的主要方式，更重要的是，這促使我們識別企業的ESG是否有改善或惡化的跡象。

在霸菱，我們了解所投資的公司，因為多年會唔令我們了解這些公司的策略，以及當中的變化。有時正面的變化會推動股價上漲，有時負面的變化顯然會帶來風險。因此，我們需要對其ESG及更廣泛的企業管治進行徹底評估。

新興市場的波動性仍然被認為遠高於已發展市場。這個看法是否正確，並對投資者意味著什麼？

WILLIAM：按其定義而言，新興市場的成熟程度低於已發展市場，因此，大家會認為其波動性略高。如我們前面所提到，零售投資者在新興市場的參與度較高，亦略為加大了市場波動性。但長遠而言，由於新興市場作出更明智的經濟決策，並重視結構性經濟改革，為經濟週期的可持續性及更低波動性奠定了穩固的基礎，我們認為市場波動性將會持續下降。這理論上會導致企業盈利週期的波動性降低，從而令股價波幅下降。此外，無論包括中國與否，整體新興市場均擁有經常賬盈餘，對可能造成市場波動的外國資金流入的依賴程度降低。

新興市場股票的企業盈利預計持續增長至2020年



*前瞻性估計

附註：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。

資料來源：FACTSET，截至2018年9月30日。

MICHAEL：多個新興市場國家近年來的經常賬狀況大幅改善，大部份新興股票市場的波動性仍相對獨立，例如今年的土耳其及阿根廷。波動期往往較短，對於我們主動型投資經理而言，可以趁此機會審視投資模型，並考慮我們具投資信念的個別企業，並相應地調整投資組合持倉。

WILLIAM：作為主動型投資經理，我們無懼市場波動，因為這可帶來投資機會，作為長線投資者，我們會放眼於市場消息之外。透過股本成本反映所有風險，有助於我們在波動的市況下，識別估值被低估的企業。我們不會再次猜測市場將會發生什麼，而是堅持我們的投資流程。如果我們相信一家企業的基本因素具有吸引力，而其估值跌至被低估的水平，我們會增持該股，根據過往經驗，這種做法長遠而言可以帶來較吸引的回報。

MICHAEL：無論市場波幅程度如何，堅守我們的投資流程絕對是關鍵。多年的經驗證明，我們的投資流程是穩健而又可重複的，只要我們堅持投資流程，便有望為客戶帶來良好的回報。

美國債券孳息率正在上升。這對新興市場是否會產生重大負面影響？

WILLIAM：不一定。關鍵在於洞悉美國加息的動力。如果加息是增長所致，那實際上是有利於新興市場。如果加息是由於通脹意外升溫所致，我們不能否認短期內不會特別利好於新興市場股票。根據我們一直的觀察結果，加息的動力在很大程度上是由於貨幣政策正常化所致，並反映美國經濟的穩健增長。最重要的是調整的步伐要循序漸進。

保護主義升溫將如何影響新興市場？

WILLIAM：保護主義升溫的風險在短期內導致不明朗因素增加，因此，投資者要求更高的股票風險溢價。這是我們目前為止看到的反應，亦屬合理和正常的現象。長遠而言，我們必須評估近期的保護主義措施是暫時性還是長期實施的。這可能導致近期環球貿易增長放緩，但很可能在中期內恢復正常化水平。作為「由下而上」的投資者，我們將會繼續專注於確保我們所持有的企業均不會受到保護主義威脅的重大影響。



資料來源：霸菱，截至2018年9月30日。

MICHAEL：只要我們回到企業盈利的層面，我們就能夠不受市場消息左右，但我們亦必須了解相關風險。

您認為新興市場在未來數年有哪些主要投資主題？增長機會何在？

WILLIAM：新興市場中產階層顯然是至關重要的，但投資者亦必須更深入理解，並了解人口統計狀況的變化，以洞悉該階層未來消費的模式。我們認為金融服務業等領域享有巨大的機會，尤其是退休金、人壽保險及較成熟的金融儲蓄產品，為保險及銀行業帶來機會。此外，我們亦在私人醫療保健、私人教育及科技行業（包括硬件、軟件、社交媒體及電子商務）等領域物色到投資機會。

MICHAEL：我們亦不會忽視傳統行業的投資機會，例如，資源行業有一些管理完善的公司，即使是基於保守的資源價格假設，但其產生的現金流仍十分充裕。

WILLIAM：作為「由下而上」的投資經理，我們不想只聚焦於個別層面，反而，我們希望縱觀整個投資領域，洞悉最具吸引力的投資機會，構建穩健而又多元化的投資組合。

霸菱是一家環球金融服務公司，資產管理規模逾3,060億美元*，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。作為美國萬通旗下的成員公司，霸菱開展強大的環球業務，
擁有超過1,800位專業人士，辦事處遍佈16個國家。

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。

了解更多詳情，請瀏覽BARINGS.COM

*截至2018年6月30日。