First State Stewart
首域盈信

首域盈信亞洲一亞太區股票

亞洲投資通訊

2017年1月

- 首域亞洲創新基金投資於亞洲（不包括澳洲、新西蘭和日本）證券。
- 首域亞洲增長基金投資於亞太區（不包括日本）證券。
- 首域亞洲創新基金及首域亞洲增長基金投資於新興市場股票涉及的風險，可能高於投資於已發展市場的風險，包括價格急劇波動、流動性風險及貨幣風險。 投資者有可能損失所有的投資。
- 閣下不應單憑本文件作出投資決定。除非推介本基金的中介機構認為該投資適合您，並已詳細解釋它如何符合您的投資目標，否則閣下不應作出相關投資決定。

我們在六個多月前撰寫上期通訊；然而，要趕上期間的事態發展並不容易。當然，市場的反應亦是影響因素，但近期卻乏善足陳。

反觀現實世界裡，李斯特城奪得英國超級足球聯賽冠軍、英國公投支持脫歐，以及特朗普當選為美國總統這些三串一投注1英鎊派彩450萬英鎊的事件，正好提示我們在市場之中並非孤身一人。

「有時候，數十載都是風平浪靜；有時候，幾個星期猶如經歷了數十載的光景。」

— 列寧（Vladimir Ilyich Lenin）

列寧這番話切中要點；這些事件足以集結一股改革力量。特朗普當選似乎象徵新自由主義、市場基要主義（market fundamentalism）和現時所有的確定因素將會告一段落，情況就如列根及戴卓爾軸心同盟在1980年代初期對市場社會主義造成的影響，其結果至為深遠。

儘管外間怨聲四起（大市其後急升，略為排解這些不滿情緒），但現有系統其實未能有效運作。眾所週知，量化寬鬆並非長久之計。我們現在再有機會摒棄懷疑，而更重要的是重新尋找信念。

然而，最令人意想不到的是，「可悲的一群」（也就是民眾）竟然花了這麼漫長的時間才推翻現狀。不論最終結局如何，我們日後將會記取一個教訓：切勿胡亂許願。

本期通訊將提供我們的最新觀點，並將分析下列課題：

- 過去六個月的回顧
- 亞太投資組合配置
- 已變現和未變現的投資失誤
- 展望及結語
- 附錄

表現回顧

從近期的情況看來，似乎骨牌跌得越速，舊有確定因素崩潰得越快，集體亢奮的情緒便越高漲。縱使我們難以理解箇中原因，但這正好用作牛市心理學入門的極佳例子。值得慶幸的是動物精神終於展現，而歷來最遜色的牛市就此成功轉型。可是，這種市況通常以砰然巨響結束，而不會輕聲啜泣消亡；各位乘客請緊握扶手。

舊經濟正統教派的大祭司和主張「別無選擇」（TINA）的專家正在大舉撤退。意想不到的是其實「另有選擇」，這自然形成創造牛市的因素。事實上，「特朗普經濟學」可能是有史以來最利好的因素。經濟修正主義現正全面復興，那些曾經揚言前景一片「暗淡」的人士改變初衷，轉為預測未來一片「繁榮」。起初誰能預料事態會如此發展？

肯定不是我們，這從我們近期的表現可見一斑。我們對如此遜色的表現深感惋惜，但同時並不感到意外。我們一直指出，在較暢旺的市場條件下，我們的表現較弱。另一方面，我們認為更大的驚喜在於近年的絕對收益規模。儘管處於低增長環境，但我們繼續錄得複合回報。

熟悉我們的讀者應該知道，我們並非全天候型投資者。我們深明無法時刻取勝的道理；這甚至不是一個有意識的目標。與此同時，我們知道這個觀點在理論上和事後較容易理解，當客戶的投資回報直接受到重大影響時，則會被渾然忘卻。

雖然我們對投資失利直認不諱，但部份客戶難免對此表達關注，這亦屬人之常情。我們經常反思可否在這些環境下取得更佳的表現，答案是不容否定的：可以。正如我們過往指出，以及哲學家齊克果（Kierkegaard）對人生百態（和基金管理）的至理名言：「若要理解人生，必須回顧；但要體驗人生，只能前瞻。」

資金並無大轉移

全就此而言，讀者不應對我們一方面欣然接納世事會徹底改變，但同時繼續奉行既有投資策略感到意外。有鑑於此，我們的資金並無大轉移或作由上而下的行業重新配置；近期的事件再次印證「世事無人知曉」。

我們亦不禁疑問，何必為了迴避短期的尷尬不安，因而放棄長期以來行之有效的策略？事實上，我們有相當充份的理據避免過度聚焦於短期表現：在令人耳暈目眩的環境下，投資者最終只會徒勞無功，情況就如高速行車，但雙眼定睛於倒後鏡，結果將會車毀人亡。投資表現是投資程序的結果。

我們仍然專注物色擁有優秀管理團隊和業務的公司。當發現符合要求的公司後，我們希望能夠盡量長期持有。在當前增長乏力和利率偏低的環境下，這個投資策略言之有理。

當然，在上個月之前，「優質投資者」隨處可見，這令我們感到關注。這個情況與1960年代至1970年代在美國出現的「亮麗50股」（nifty-fifty）相似；當時的投資者投資於「質素最佳」的公司，結果敗羽而歸。

估值不容忽視

當所有人的行動一致時，其結局通常慘不忍睹。被動型投資策略進一步加劇羊群效應，特別是那些強調優秀品牌（時常被視為「質素」的同義詞）的策略。我們一直重視估值，特別是在動力明顯側重於一個方向時。有鑑於此，我們在過去六個月堅持抵禦熾熱亢奮的市場氣氛，這導致近期的投資組合週轉率（約25%）高於預期，但公司或股票週轉率其實明顯較低。

事後回顧，這種重新配置總有不足之處，至少在短期而言。不過，假以時日，我們將會發現近期全面追捧週期股的情況，只是投資者受羊群心態影響而作出的集體愚行。雖然目前仍言之過早，但短期市況多變難測，特別是當政治和經濟板塊有如現時般出現變化。

宏觀因素再次主導

作為「由下而上」的投資者，我們顯然不會根據宏觀環境的預測進行投資，但我們亦不會輕視客戶投資組合所承擔的「由上而下」風險。我們深入思考當前環境，分析考察企業所遭遇的週期轉變，以及支持或妨礙其業務發展的因素。

我們從沒有感到自滿自大，只是坦然承認未來是無法預測，正如近期事態發展再次證明。但最令人氣餒的是，我們為一個註定失敗告終的使命投放了大量時間和分析，所有努力付諸流水。此事讓我們記起著名作家王爾德（Oscar Wilde）有關獵狐的經典佳句：「那些可惡至令人難以形容的，去追逐那些不可吃下肚的。」

身處這個充滿「意料之內的意外」（可能成為最受歡迎的矛盾修辭法之一）的世界，我們寧願把時間和精力用於較平凡的事物，例如嘗試物色管理團隊和業務一直能駕馭不同週期波動及政府政策轉變的公司；這已是一項相當艱巨的任務。

如果一家公司能夠持續締造優於資金成本的股本回報率，並能在經濟的變遷興衰下建立卓越往績，這應該足以證明其業務的整體質素，以及管理層的思維和行為。我們認為這些才是建立長期複合財務價值的首要量化和質化基石。

「門外漢只能建造方舟，但專家卻可興建鐵達尼。」

佚名（Anonymous）

累積表現 (%)

	成立以來	5年	3年	1年	年初至今	6個月	3個月
首域亞洲機遇基金	274.0	41.7	13.3	1.1	1.1	-3.4	-5.8
MSCI綜合亞洲（日本除外）指數	160.6	28.4	1.3	5.8	5.8	3.4	-6.2
首域亞洲增長基金	277.3	31.1	9.2	-1.1	-1.1	-3.9	-6.4
MSCI綜合亞洲（日本除外）指數	180.8	28.4	1.3	5.8	5.8	3.4	-6.2

資料來源：理柏，截至2016年12月31日。
首域亞洲機遇基金類別（美元－累積）；成立日期：2002年10月18日。指標：MSCI綜合亞洲（日本除外）指數。
首域亞洲增長基金類別（美元－累積）；成立日期：1999年8月5日。指標：MSCI綜合亞洲（日本除外）指數。

我們並非認為其他策略會註定失敗；眾所週知，投資致勝之道不計其數。有些投資者擅長宏觀分析，能夠洞悉市場氣氛和熱忱的變動，但我們有自知之明，因此不會嘗試。其他策略有如潮流般轉眼興衰，而我們致力維持堅定踏實的步伐。

英國經濟學家凱恩斯（Keynes）指出，市場回復理智之前，投資者可能早已破產，曾經飽受其害的人士應該深明這個真理。值得慶幸的是，我們的行為不受同類的財務責任所主導，而這有助提升我們的長期決策質素。

相反，我們與本公司基金客戶的財務利益一致，我們亦致力締造優秀的三年期以上表現。我們相信此舉能讓我們不受短期雜訊的影響，聚焦於真正重要的因素。

事實上，隨著市場的序列相關性下降，投資者紛紛追捧「價值股」而非「增長股」時，我們希望把握理想的機會以較低價格吸納那些我們熟悉已久的公司；這樣能為未來的卓越表現奠定穩健的基礎。

就此而言，我們一直認為缺乏增長便通常無法創造價值；因為我們經常提醒自己「太陽底下無新事」的道理。正如撰寫《格蘭特利率觀察家》（Grant's Interest Rate Observer）的美國作家格蘭特（James Grant）一針見血地指出：「科學和工程透過累積成果而達致進步，但金融方面的成果是週期性的。」同樣，外界最近對專家的價值亦作出合理的反應。

這個情況不難理解。隨著特朗普入主白宮，我們堅信原本可以預測的因素將變得更難以預測。畢竟，美國總統大選或「英國脫歐」這類勝敗機會各半的賭局，出現預測正確但結果輸掉的情況並不常見。一如預期，市場對特朗普當選感到震驚，但其後升至新高。

回顧歷史，我們懷疑這類世界末日預言家作出正確預測的機會率，他們的悲觀預言將隨著一輪猛烈的非理性亢奮稍縱即逝。這些情況可能持續一段時間，而我們期間將維持合理的絕對回報，但全球市場隨時陷入困境。不論世事如何，我們已經作出合理的配置。面對當前環境，根據事態發展來下注似乎言之成理。

亞太投資組合配置

不同的時代會孕育出不同的產物，但1970年代並非利好股票，高通脹和高利率亦然；加上大國之間的意見日益分歧，前景似乎不甚樂觀。此外，由於估值普遍高昂，而且難以取得增長，令情況更趨複雜。固然，投資組合可能受惠於美國經濟恢復增長，並可能會在市場普遍看漲美國的環境下被推高，但以上兩種情況均不見得可以持續。

正因如此，從「增長到價值」轉向週期性股會面對不少障礙。短期而言，市場可能認為合理，但長遠來說將難以維持熾熱情緒。我們的投資組合以三至五年期作為配置基礎，並認為亞洲的債務負擔高企，以及目前中國正在進行的經濟轉型相當棘手（充其量推延？），意味著我們應該繼續側重於保本。

我們維持整體審慎佈局，亞太投資組合在過去六至九個月的投資配置大致維持不變。週轉率下降，我們的十大持倉的集中度可能增加，因為我們持續在普遍較低的價格增持現有主要持倉。我們試圖加倍增持優質持倉。正如我們在上期通訊所說，我們將繼續積極吸納出口股及以美元為收益的股票。換言之，我們對台灣和科技公司的投資比重較高。

顧名思義，以美元為收益的股票幾乎可說是亞洲較具競爭力的公司之一。這類公司普遍專注於回報，並可能較了解股東的角色，以及一般可提供若干形式並具競爭力的緩衝作用。我們認為當地貨幣疲軟的情況可能持續，而中國正出現大量資金外流。台灣積體電路製造公司（台積公司）、TCS、Dr Reddy's、Giant、Mediatek和LG Chemicals等出口商均為亞洲頂級的公司，並以為爭取全球客戶為目標。

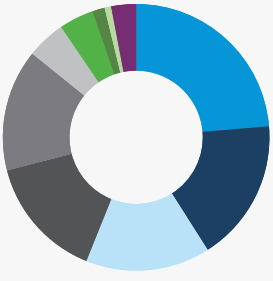
總括而言，我們繼續傾向看好全球具競爭力的公司，以及北亞地區多於東南亞地區；印度仍然是我們所持的最大單一國家，而對於一些較為依賴當地市場的東盟國家，我們則維持較少投資。特朗普的世界觀促使市場關注貿易、科技，尤其是台灣的風險將會增加。我們正努力預測在甚麼情況下出現這些風險，以及對我們的亞洲投資組合可能帶來哪些影響。

問題是除了主要由內需推動經濟的菲律賓和印度之外，所有亞洲國家均須依賴與美國進行貿易，加上個別國家伴隨的宏觀和政治風險所帶來的負擔，而且大多屬於次等及競爭力較弱的國家，並須依賴當地市場的優勢，換言之，我們認為當地公司將難以成為避難所。

綜觀亞洲地區，宏觀和國家風險似乎頗高、債務水平處於見頂高位、體制失效、政治改革僵化、財政預算及經常賬赤字頻繁，以及規模相對較小的股票和債券市場的外資擁有權水平高企。相反，部份市場評論員認為隨著亞洲區內經濟增長，以及外部脆弱性下降，亞洲各國之間的貿易已有所增加。我們認為這並不反映全部真相，因為不少貿易流量最終轉口至西方國家的終端客戶。

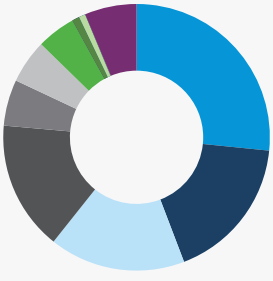
國家配置

首域亞洲機遇基金 (所有股)



- 印度 23.7% (9.6%*)
- 香港 17.3% (13.0%*)
- 台灣 15.1% (14.0%*)
- 澳洲 14.9% (0.0%*)
- 新加坡 14.8% (5.3%*)
- 南韓 4.7% (18.4%*)
- 中國 4.2% (28.3%*)
- 泰國 1.5% (2.6%*)
- 印尼 0.8% (3.1%*)
- 其他 0.0% (5.7%*)
- 流動資金 3.0% (0.0%*)

首域亞洲增長基金 (領先)



- 印度 26.6% (9.6%*)
- 台灣 17.6% (14.0%*)
- 新加坡 16.5% (5.3%*)
- 香港 15.7% (13.0%*)
- 澳洲 5.6% (0.0%*)
- 南韓 5.3% (18.4%*)
- 中國 4.7% (28.3%*)
- 菲律賓 0.9% (1.6%*)
- 泰國 0.8% (2.6%*)
- 其他 0.0% (7.2%*)
- 流動資金 6.3% (0.0%*)

資料來源: 首域投資，截至2016年12月31日。 *指標: MSCI 亞洲(日本除外)。

無論如何，若出口疲弱，當地消費一般將會放緩，故由內需進一步刺激經濟的空間不大。基於上述因素，我們普遍認為由特朗普驅動的任何貿易衝突，勢將對這些國家以至當地公司造成較大的風險。整體來說，這些公司通常亦傾向以較高的估值交易，這是基於市場普遍認為將可取得較高的長期增長，因為中產階層不斷擴大及持續增加消費，但這個事實已被市場廣泛消化。

菲律賓

菲律賓的發展值得注視，因為當地經濟以至股票市場均由當地消費主導。此外，債務水平一般顯著低於亞洲其他地區，而且同樣由一位新的強勢領導人主政，許多市場評論員對未來前景略感樂觀。然而，根據過往的觀察，真正的問題是當資金撤離亞洲時，菲律賓往往無法抵擋逆向資金外流。傳統上，菲律賓經濟的特點盛衰交替表現落後於其他市場，而最終未見起色。

事實上，作為一個被普遍認為相對較小和流動性不足的股票市場，而且外資擁有率龐大，其遭降級的風險似乎甚高。在某程度上，這些情況已經發生，相關增長明顯放緩。估值亦處於高水平，但總統杜特爾特卻未有就此深思熟慮。我們認為基於相關體制存在弱點，當菲律賓的管治出現問題時，往往一發不可收拾。馬可斯的遺體獲准安葬在國家英雄墓園並非令人鼓舞的消息。

然而，我們仍然持有若干菲律賓公司，其中尤其看好現時由第七代繼承人經營的Ayala集團及SM集團公司。雖然我們近期調減對Ayala的投資比重，但最近卻增持Ayala集團旗下的Manila Water及DMCI。我們最近亦購入Universal Robina，這是多年來首次買入該公司，因為受到增長下跌及若干外國收購憂慮所影響，該公司的評級已降至較合理的水平。

保護主義

就保護主義升溫和貿易前景不穩的問題，我們認為基於全球新領導人的性格，雙邊談判料將升級。以貿易板塊劃分，世界版圖似乎越來越分散，環球貿易流量亦已相當疲弱。中國就此作出應對，例如提出著名的「一帶一路」計劃。

雖然我們預期（並希望）政治務實主義可能推延中國被冠以「貨幣操控者」的污名，但我們認為最終將會對一系列產品實施關稅。我們認為這是為政治消費多於一切而設計的措施，除了行之有效的產品外，估計較基本的產品將首當其衝成為實施關稅的目標。台灣與中國之間的雙邊關係亦可能備受拖累，有跡象顯示中國在稅收等問題上的言論已趨於嚴厲。

有關中國製造的紡織品、鞋履和汽車等的關稅問題無疑將會成為美國的熱門政治議題，但從經濟角度來看，這似乎是象徵性動作多於真實行為。隨著中國的價值曲線走高，製造業已逐步撤離中國（遷往越南等地）。然而，有關風險仍然存在，我們對一些在香港上市但以中國為基地的製造公司的前景抱懷疑態度。紡織公司尤為脆弱。

若對科技業採取更廣泛的行動，將會造成更嚴重的影響和損害，沒有一方得以倖免，但基於美國企業的全球領先地位，相信將不會支持推行這些措施。雖然已有部份輕微的投資撤離中國，例如蘋果公司和富士康轉為在美國增加設施，但科技業仍然是中國的一大主要僱主，同時亦是非常重要的投資者。我們認為中美兩國均無法承擔破壞這種共生關係的後果。

不可思議的印度

正如旅遊標語展示，「不可思議的印度」最近成為一個相當貼切的描述。印度好像唯恐美國大選的震憾力不足，在之前一天突然決定推行一項重大的經濟實驗措施：大額鈔票改革，即廢除舊版鈔票，並以新鈔取代。對於大部份國家來說，這是極不尋常的舉動，因此一般只會在戰後（例如在歐洲），或津巴布韋等經濟受困的地區出現。

這個決定對印度造成巨大的影響，因為印度很大程度上屬於現金經濟，一夜之間有86%的鈔票作廢，並須於銀行強制兌換新鈔。據總理莫迪的說法，此舉的目的打擊國內猖獗的黑錢交易（通常以現金進行），以及遏制貪腐問題。市場普遍認為印度至少三分之一的商業活動涉嫌黑色經濟活動。

然而，這種以新鈔取代舊鈔的舉措（銀行體系需要收回100%的舊鈔），意味著制度一直存有漏洞，甚或（坦白地說更有可能）成為把黑錢洗白的新方法。此舉對經濟活動料將造成重大負面影響，但可能只屬短期及過渡性質。例如手機銷量即時下挫50%。

我們認為長期的影響大體上應較為正面，但效用也許未如最初建議般顯著。總括而言，我們已大幅調低對印度當地公司的投資（可能過早），主要是基於估值理由。然而，出口公司到目前為止並未如預期般受惠。

儘管如此，我們認為市盈率普遍仍處於高水平，但在經濟增長可能放緩的情況下顯得較為脆弱。此外，聲望甚高的央行行長請辭，加上受到多項宏觀不明朗因素影響，意味著貨幣進一步貶值的機會多於升值。

長遠而言，我們認為隨著民眾的銀行存款比率急增，有利支持私人銀行業顯著造好。過去，印度約三分之二的人口不會把現金存入銀行，有關比率將大幅下降。在短期內，銀行業對積累大量未動用存款或會感到苦惱，但從長期角度來看，數碼銀行業務增長應可使一些大型銀行受益。

我們適度增持HDFC Bank的持倉，而Kotak Mahindra仍然佔亞洲投資組合內眾多地區投資的顯著比重。就長遠經濟發展及未來十多年的境況而言，大額鈔票改革應有利財政課徵及推行商品和服務稅。這些結構性改革應有助規範印度搖搖欲墜的經濟，最終將可推動經濟增長及銀行業的發展。

雖然面對衝擊因素，我們對印度的前景仍然感到非常樂觀。正如我們經常所說，印度擁有最多由專業人士管理的家族企業。根據我們的經驗，這種組合往往可締造佳績。專注於長期的策略，配合財富世代承傳的觀點，加上有效的業務執行，成為強勁的組合。例如Godrej和Mahindra集團等公司。我們的投資組合廣泛持有該類公司。

資訊科技服務公司

綜觀印度其他方面，資訊科技服務公司的評級在過去六個月有所下降。我們伺機增持這些公司。行業增長明顯放緩，而西方國家的銀行、金融和保險業（BFI）的業務尤其受壓。

就資訊科技服務業而言，BFI是業內的最大客戶，而其增長率大幅放緩，由雙位數字降至中較高的單位數字。此外，在某程度上，舊有的「實體商店」套戥模式（利用相對低技術和廉價的印度工程師）逐步變得不可持續。

業務數碼化令情況更趨複雜，而成本問題、為這些工程師取得美國工作簽證的便利性和保護主義不斷升溫，意味著未

來所面對的阻力肯定比以往更多。上述情況毋用置疑將會發生，但最優質的公司似乎具有靈活性，以迎合新的市場發展。這些公司的業務本身正進行數碼化，所提供的服務的複雜性和密集度亦持續提升，以把握日益數碼化的世界不斷增長的機會。

我們的相對基本看法是，數碼和資訊科技業的密集度在未來十年可望增加，而最優質的公司將可把握有關增長機會提供服務。這也是我們持續看好台積公司的另一個原因，因為其晶片最終將會被廣泛應用於不同的設備。

我們最不看好資訊科技業的多個領域，SMAC顯然是其中之一。SMAC是由Cognizant創造的縮略語，指社交（Social）、流動（Mobile）、分析（Analytics）及雲端（Cloud）。所有資訊科技服務公司都有明確的計劃，期望把握這些未來的結構性行業動力因素獲利。另外，當然還有可以讓您任意發揮想像力的物聯網（IoT）。

我們在過去六個月增持TCS和Tech Mahindra，TCS受到Tata Sons的管治爭議所拖累，表現進一步受損。我們亦增持Infosys的投資，但幅度較輕微，預期該公司的市盈率將下降至只有14倍。我們認為這是區內表現較佳的公司之一，而有關估值比率可說相當吸引。

對於資訊科技服務業以至大部份亞洲市場來說，特朗普效應猶如一把雙面刃。一方面，要取得工作簽證仍然困難，外判商肯定會惹來負面評論；但另一方面，BFI業一直以來所承受的壓力可能開始放緩。也許這將會成為未來的若干支持動力。美國銀行的股價向來強勁，若放寬法規限制，預期銀行將再度增加開支。

Tata集團糾紛

相比過去數年，我們現時對Tata集團的持倉已大幅減少。撇除TCS不談，我們在上期通訊曾表示對該公司管理層近期為業務增值的表現感到憂慮。我們過去持有Tata Power、Tata Chemicals及Tata Global Beverages。我們明白Ratan Tata與Cyrus Mistry鬥爭造成的後遺症，但認為不值得同情。我們對集團能否維持穩定感到憂慮，與事件反映集團急需改革的情況形成對比。

如前所討論，雖然我們偏好長期家族股東，但對信託基金股東匿名及橫跨多個世代的性質更感矛盾。我們認為家族股東可能是對業務不甚有利的持有人。抗拒改變、過度家長式管治、取態保守甚或完全不干預的作風均可能窒礙業務有秩序地發展，相關例子俯拾皆是。Tata Sons的66%股權由Tata慈善基金持有。

信託基金通常存在過多不同和互相衝突的目標，Tata Sons正是如此。這實在令人惋惜，因為該公司顯然具備優秀條件。我們僅透過持有TCS顯著投資於Tata Sons，前者已獨立營運多年。

TCS座落於現代化商業大樓，接待處正中央擺放著該公司參與設計的Ducati摩托車，盡顯集團氣派；反觀Tata Group位於Bombay House的總部，迎接您的是J Tata半身像和流浪狗。我們相信負面影響應屬短暫。我們為多個投資組合購入另一家資訊科技承辦商Wipro，該公司的新管理團隊曾效力TCS，預期市盈率為13倍。

其他投資方面，我們增持印度非專利藥物公司，特別是Dr Reddy's和Lupin。如我們早前所述，印度藥物公司近期受壓。這是一個隱含諷刺的讚美：有關企業的美國市場份額日增，因而加深美國監管機構的關注，事實上屬利好現象。美國食品及藥物管理局已展開調查，而且一如所料作出多方面的提問，包括數據完整性、藥物質素以至包裝。

藥物公司正努力解決合規事宜，我們認為這是業務增長必經的痛苦階段。誠然，企業最初可以做得更好，但通常都需要經歷顛簸，才造就更佳的合規文化。隨著美國民眾年紀漸長，而且日益富裕，除了非專利藥物外，當地健康護理業似乎沒有其他出路。特朗普顯然並非容易應付的對手，但他應不會如奧巴馬或希拉莉般大力規管藥業，因此我們認為藥業面對的挑戰或會略為減退。

中長期而言，我們認為廣泛行業（及多家點名的印度企業）抬價和謀取暴利的行為應有利於非專利藥物公司。我們已在Dr Reddy's進行股份回購及家族買入活動期間增持該股，同時重新購入Lupin。我們過去曾持有Lupin。這些企業的市盈率處於20以下的低至中幅度雙位數字，股本回報率則20%以下的高幅度雙位數字或以上；我們相信兩者在未來五至十年應可繼續錄得雙位數字的增長率。

就部份亞洲投資組合而言，我們已新增Cipla的倉盤，該公司的歷史悠久（於1935年成立），是印度首家非專利藥物公司之一。我們已追蹤Cipla多年，但直至近期管理層作出利好變動才購入該股。新的領導層來自Dr Reddy's，應有助拓展國際業務；該公司的40%業務源自印度當地市場，預期市盈率仍處於約20倍的吸引水平。

中國的微妙平衡

反觀中國的增長主題仍然匱乏，我們難以覓得新的投資概念，趁低吸納的機會亦不多。中國經濟似乎相對處於微妙的平衡。現時，內地每單位經濟增長（國內生產總值增長5-6%）便需要多達三倍的債務（15-20%貨幣/ 信貸增長）。信貸在2016年急增有助推動經濟，但亦帶來副作用，包括使房價進一步上漲及資金外流（基於人民幣轉弱）。

顯而易見，這個推動經濟的方法最終將無以為繼，但目前的債務水平可能持續攀升。更可惜的是，改革進程似乎完全受制於政治因素。現時，國家主席習近平為共產黨的「核心」，他將繼續落實必須的打貪措施。然而，要在收緊政治監管的同時，透過開放經濟把增長推至下一個階段，兩者基本上不可兼得。當需要作出取捨的時候，政治往往凌駕一切。這個情況令人憂慮，但並不意外。

事實上，中國的資產和負債都離不開中央政府的干預，而且程度日增。國有企業的壞賬進行證券化後，一般售予國有資產管理公司，後者透過發債集資，繼而將債券售予國家控制的銀行。整個運作就如龐氏騙局，可以一直延續至您無法想像的期限（政府則不斷印鈔），而且明顯較理想中的時間更漫長。銀行應不會破產，但股票投資者的權益會被顯著攤薄，猶如美國花旗銀行和AIG事件。

最終這個週期會告一段落，令市場一片狼藉。現時，政府機關試圖以高風險的手段遏抑四處流竄的資金。然而，監管機構每打擊一個熱錢流入的領域，例如過往遏抑貸款、財富管理產品、城鎮銀行、賭場、高報進口發票及銀聯卡活動，另一個走資途徑便會崛起，最近期的例子是併購活動和保險公司。這顯然無法持續。

隨著市場信心逆轉，人民幣匯率首當其衝，中國金融體系無法達致三為一體的缺點眾所周知。換句話說，貨幣匯價受

控、貨幣政策獨立及開放資本賬三者不能兼備。有見及此，政府機關致力打擊資金外流以控制人民幣匯率和貨幣政策。當局最不願採取的行動是收緊政策和加息。

在這環境下，企業前景不容樂觀，並預料目前環境可能維持一段時間。儘管我們在蒙牛乳業股價走高時減持倉盤，但繼續持有該公司，而新的管理層變動不甚令人鼓舞。如上期通訊所述，蒙牛乳業擁有10億美元財富管理產品。一如中國宏觀經濟狀況，在未發生事端之前，這些產品絕無問題。

我們的持股之一高鑫零售近日揚升。我們於上期通訊指出我們如何大幅增加持倉，但只見其股價受累於電子商貿面對挑戰、增長放緩及擴張計劃過於進取而下跌。我們認為儘管跌勢合理反映實際情況，但中國可容納至少一家全國連鎖超市營運商。現時，該公司的市值為85億美元，從投資機會來看仍屬合理。股份的預期市盈率獲重新調整至24倍，但我們繼續持有。

韓國及若干機遇

韓國是另一個近日值得注視的市場。韓國以投資困難而聞名，但當地往往可迎難而上，變得更為強大。從近日總統朴槿惠和財閥受政治醜聞所困可見一斑。韓國經濟急需改革，但制度和法規卻未達水準。某程度上，當地是一個受制於19世紀政治/ 制度結構的21世紀國家。可惜的是，大部份亞洲國家的情況大致相若。

就此來看，韓國與日本頗為相似。這並不令人感到意外，當地的制度根據日本的模式制定，資本配置主要由國家控制，著重出口實力而非回報。財閥以國家利益為先，而非為股東締造回報。不少企業過度專注於產品，股東的地位普遍被視為略高於投機者。自近期傳出連串醜聞後，國家與企業之間過度緊密的關係再度表露無遺。

我們不會期望當地推行廣泛改革，但至少在一段時間內，情況會輕微改善。某程度上，不少韓國企業是全球最令人深刻和甚具競爭力的公司。它們製造美輪美奐的產品，例如汽車和電視機，但無論價格如何，您都不會希望投資於這些製造商。因此，投資挑戰是物色致力提供優質產品，同時符合股東利益及較著重回報的企業。

我們心目中有若干選擇，包括個別LG集團成員，AmorePacific Group和Naver。我們已持有多家LG企業多年，近日增持LG Chemical。該公司的市賬率為1.2倍，股價因收購關連集團公司LG Life Sciences的計劃未能令人信服而受挫。事實上，該公司的條件顯著優於環球競爭對手，而且普遍以股東利益為優先考慮。

另一方面，我們近日亦增持LG Household & Health（LGH&H），早前該股因中國旅客的免稅化妝品銷售強勁而造好（習近平夫人亦是其產品的追隨者），促使我們作出減持。

美軍在南韓部署「戰區高空防衛系統」（THAAD），中國對此表示反對，並限制中國旅行團到訪韓國，決定遏制韓流文化，例如產品、韓星、電影和電視劇。受累於到訪旅客減少及銷售增長自然下滑，AmorePacific和LGH&H其後遭大幅拋售。我們曾顯著投資於這兩家企業。對我們來說，兩者目前的估值較為合理。

AmorePacific的預期市盈率為23倍，而LGH&H則為約20倍。LGH&H約三分之一的利潤來自家庭用品，其餘為化妝品。兩家企業過去的估值倍數一直顯著偏高，看來難以持續。

我們繼續持有三星電子，但對集團進行廣泛重組感到不安。李氏家族能夠在無需支付任何款項下重整資產，藉以增加控制權，反映韓國在保障少數股東方面的監管仍然不足。

新加坡及部份新增倉盤

新加坡方面，我們增持若干現有倉盤，特別是怡和集團成員。我們近日在越南與怡和會面，該公司在當地市場持續擴張，其大部份業務在越南已相當活躍，發展至今達20年。

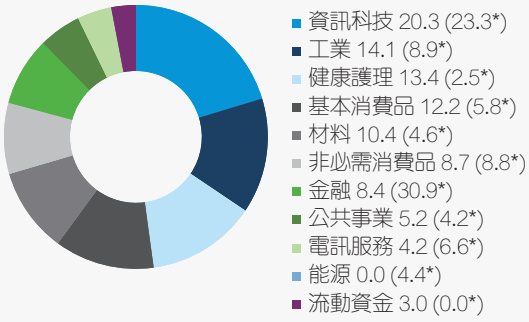
集團至今最大的業務為Truong Hai Auto（Thaco），由Jardine Cycle & Carriage於2008年以7,700萬美元購入30%原有股權。時至今天，該公司每年締造3億美元利潤，是越南最大的私人企業，保守估計怡和持有的股權現時價值接近20億美元。怡和是專業管理公司的模範，企業仍然由Keswick家族控制。

我們在過去六個月增持Jardine Cycle & Carriage (JC&C)、怡和洋行及牛奶國際。雖然JC&C的大部份價值仍然來自印尼Astra集團，但其他業務（特別是越南）現時佔利潤的25%，並持續增長。越南累計佔怡和洋行的集團利潤約5%。JC&C及怡和洋行的預期市盈率均約為14倍，而怡和洋行的市賬率約為1。我們認為估值相對吸引。

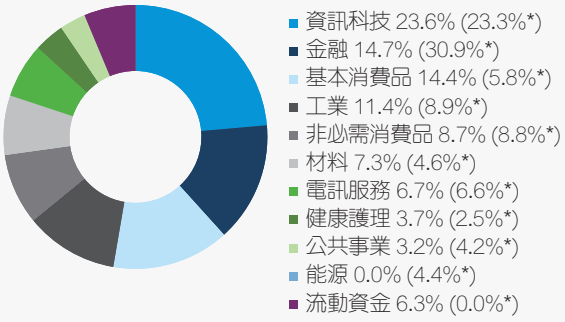
牛奶國際現正透過Guardian Pharmacy拓展越南市場，業務持續改善。屈臣氏（由長江和記實業持有）自數年前退出越南市場後，越南是該公司未有涉足的少數亞洲國家。牛奶國

行業分配

首域亞洲機遇基金 (所有股)



首域亞洲增長基金 (領先)



資料來源: 首域投資，截至2016年12月31日。 *指標: MSCI 亞洲(日本除外)。

際行政總裁根據產品而非地區業務重組公司，並就集團的物流和資訊科技基建作出早該進行的投資。近日的業績反映該公司開始扭虧為盈，利潤再度回升。股份的預期市盈率為20倍，似乎顯得合理。

另一方面，我們普遍增持部份最優質的現有倉盤，特別是購入長江和記實業、聯發科技及利標品牌。長江和記實業近日表現受壓，其歐洲及英國業務尤其令人憂慮。英國佔該公司利潤約35%。長遠來看，該公司持有多項具競爭力的全球業務，我們認為12倍市盈率及賬面估值極為吸引。或許值得注意的是，該公司在十多年來首次回購股份，董事亦已作出增持。

就此而言，我們對近期有內部人員買入利標品牌感到鼓舞。利標品牌於2014年底從利豐分拆後急跌，歸因於持有母公司股份的投資者拋售持倉。隨著股價下跌逾半，估值降至只有5至6倍市盈率。我們其後逐步趁低吸納，近日再進一步增持倉盤。該公司最新公佈的業績和15%的營業額增長令人鼓舞，行政總裁Bruce Rockowitz收購總值1,000萬美元的股份亦然。目前的預期市盈率為9倍，估值仍具吸引力。

新加坡方面，新加坡電訊仍然是重大持倉之一，集團剛開始錄得增長。公司利潤約75%源自當地以外市場，其中澳洲Optus和印尼Telkomsel帶來最大的價值。該股份的預期市盈率為15倍及股息收益率略低於5%，因此相對仍具吸引力。市場對第四家新競爭對手投入市場似乎過度憂慮，因為公司僅7%的純利來自新加坡流動通訊業務。

事後看來，我們可能過早減持新加坡銀行股，雖然我們仍然對信貸週期感到憂慮，而不認為情況已好轉。我們維持顯著投資於OCBC及其上市附屬保險公司Great Eastern Holdings。我們為多個地區投資組合沽售及減持DBS Group，認為其汲取部份油氣債權人過往的教訓後，信貸程序（以及對不良貸款的確認）或已改善。

已變現和未變現的投資失誤

綜觀亞太區組合的表現歸因，利豐和Idea均顯著拖累表現。現在看來兩者確實是投資失誤。事後回顧，我們的主要失誤是過度持有一家企業，而其股價在我們買入後才下跌近半。然而，我們不會藉辭推搪，基於我們的投資程序，持倉不時出現類似情況實屬意料之內。

我們會進行激烈的投資討論，而且內部研究報告不時會持相反的建議（事實上經常發生，我們亦鼓勵這種做法）。我們不懈發問，但偶爾會出錯。不言而喻，我們的認知技巧和能力水平與短期表現此消彼長。

事後說明，我們堅拒遵守傳統智慧之時，往往能為客戶締造最佳表現及為投資組合取得最大價值。換言之，我們不受短期市場雜音影響，不論是好是壞，反而基於長期機會進行投資。我們採取類似逆市投資的策略，但另一方面，我們明白學海無涯，而且環境持續轉變。

追求與別不同可能是自負的表現，但我們希望及認為獲分析支持的目的與抱持危機感不可或缺。我們時刻質疑投資預測是否完全錯誤，但相信優質投資才是致勝之道。從往績可見，這個取向在大市備受重挫時，一直保存我們的聲譽。

凱因斯的名言為此兩難局面提供頗為恰當的總結：「處世之道在於，與其打破常規取得成功，不如跟大眾一同一敗塗地。」這確實比較容易做到，但難免將自己局限於平凡的表現。我們已多次重申，基於投資風格及一、兩項表現異常的倉盤，我們的投資在升市時會表現落後，但在艱難市況下能提供較佳保障，而且一直以此為目標。

利豐

我們一直誤解利豐躋身電子商貿供應鏈的能力。雖然其發展步伐不足以抵銷傳統核心客戶的流失（包括Kohl's和Macy's），但集團正致力應對。此外，中國供給側改革（勞工和貨幣）使成本上升的宏觀因素，以及美國需求方缺乏通脹和定價能力，均遏抑集團營業額和利潤率，導致利豐近日備受衝擊。

我們應該對上述風險更為警剔，因為不少人認為集團業務基本上已陷入困境。目前，我們還須觀望特朗普上任後的政策，以及利豐作為一家全球化企業的處境。然而，我們仍有理由對其前景抱持希望。撇除現時盈利能力遜色不談，集團目前股價似乎頗為吸引，市盈率為12倍，股息率達7%，配合雙位數字的現金流收益，有助彌補所承受的部份風險。

此外，中國生產成本正逐步下降，而西方市場通脹可能重臨，為利豐帶來所需的利好因素。徵收關稅亦可能令其前景進一步改善。由於中國生產成本上升，利豐近年已步向多元化採購模式；隨著全球開放度減少和日趨複雜，我們在某程度上認為集團可望顯著受惠，至少相對其競爭對手而言。另一方面，美國消費業可能回升，因此我們憧憬集團有望在電子商貿渠道再取佳績。

最後，我們有信心主理家族將盡一切努力重振公司業務。集團家族於近年回購大量股份。此外，有跡象顯示公司就營運成本實施更進取的策略，並致力取締其舊有業務模式。我們並無進一步增持，但對現有持倉感到安心。

Idea Cellular

Idea Cellular是另一家我們持有的受困印度企業。Reliance Jio投資250億美元以進軍當地電訊市場，其後更提供免費電訊服務，對市場造成衝擊屬意料中事。Idea股價亦因此蒸發一半。

事後看來，這家新晉企業的資金充裕和網絡關係強勁（有評論說印度總理猶如其市務總監），我們應該對其潛在影響更為警剔。相反，我們一直非常看好Idea管理層的質素，並認為他們會作出應對策略。

印度電訊業的累計企業價值約為500億美元，遠低於中國的3,000億美元。以國內生產總值計，中國經濟規模約是印度的五倍。因此，若你敢於追尋投資夢想，印度或許仍然存在龐大機遇。若你相信印度將能發揮大部份經濟潛力，當地人均國內生產總值亦可望增加五至六倍。

今天，Idea的資產和電訊發射塔總值大約相當於其目前企業價值。該公司佔印度市場份額約22%，擁有1.8億名客戶，每年的息、稅、折舊及攤銷前利潤仍維持於20億美元。我們現時並未就公司的營運業務、所有未來利潤和現金流而取得收益。部份人認為，若Reliance Jio持續提供免費服務，Idea將完全失去價值，但Reliance Jio將因而承擔沉重負債，加上其為建立謹守財政紀律的佳績，故延續免費服務的可能性不大。

就股價而言，正如Idea行政總裁指出，從商業角度來說，沒有任何事情比你的競爭對手提供免費服務更加不幸。雖然目前仍言之過早，但Reliance Jio很大可能使數據服務日趨普及和開放，而非僅限於語音通話，令各方受惠。雖然電訊企業

從不只著眼於價格，日後所有電訊公司都可能調高收費。

電訊服務、付款和客戶體驗均為重要環節。Idea於上述範疇表現出色，在近年持續擴大市場份額。另外，當Reliance Jio開始收取費用時，可能會在經營零售客戶業務方面遇到困難。傳聞該公司與Vodafone合併和配售新股，亦會為Idea帶來進一步的障礙。市場應會對上述兩個情況作出正面反應。

部份出售項目

年內，我們減持友邦（AIA）、Newcrest、CSL、Brambles及Godrej Consumer的倉盤。我們繼續透過亞洲投資組合持有上述公司，但認為有關估值普遍領先市場。隨著大量資金流入中國保險產品，我們對友邦的憂慮升溫。一旦行業活動過度熾熱，中國當局將會加以遏抑，這是一個合理的假設，而事實亦是如此。雖然友邦的估值仍然偏高，但無疑是一家非常優質的企業。

CSL業務表現亮麗，但在整合其以吸引價格向諾華（Novartis）收購的全新疫苗業務時出現延後的情況。在易名為Seqirus後，集團相信有關業務可望於2020年或之前為集團收益帶來20%貢獻。另一方面，集團的核心血液產品業務持續以高幅度單位數字增長，而研發部門亦正研究其他重要療法。集團股價錄得跌幅，目前市盈率處於略高於20倍的相對吸引水平。

Brambles亦維持增長，主要因其環球托盤業務受惠於美國經濟復甦。隨著任期相對較長（七年）的行政總裁Tom Gorman宣佈退休，我們於部份投資組合減持該公司倉盤。Tom Gorman的執行往績亮麗，但由於財務總監早前已表明將提早退休，結束其短暫任期，故我們認為藉估值相對偏高而沽售部份持倉以獲利屬審慎之舉。Brambles目前的預期市盈率為20倍。

展望及結語

如果我們真的重返一個在政治上（甚或經濟上）更似1970年代的世界，絕非好事。部份市場評論員認為即使特朗普入主白宮，情況也不會有大分別，全球繼續處於通縮和低利率的環境，因為其他更強大的力量（例如人口結構）自然會發揮效用。固然，這個看法也不無可能，但根據我們對特朗普的觀察及分析其言行後，認為機會似乎不太。

現時的經濟週期已持續一段長時間，儘管在2008年全球金融危機時曾中斷，但有許多跡象顯示經濟在自身矛盾的壓力下早已開始崩潰。政治發展只是讓我們認清事實。全球領袖要獲得選民支持當選或連任，估計將會試圖採取不同的取態，而事實亦正是如此。特朗普及其混合型政策帶來一些新的發展，但其中也不乏許多熟悉的影子。列寧對政治也頗有見地。

「謊言重複千遍會變成事實。」

列寧

可悲的是，我們不認為這些政策，以及由政治取代經濟成為主導因素將足以激發市場對維持高估值抱有信心。與此同時，市場似乎甚或有可能會出現由早前寬鬆貨幣政策所造成的最後一場瘋狂升市。也許，甚至是表現落後的新興市場也可趕上最近的資金大輪轉，但這個期望可能過高。

若西方國家的經濟最終未能如假設般持續回復增長，而且未能對亞洲市場造成溢出效應，又或者全球鐵腕人物的立場最終軟化（機會似乎甚高），那麼一切將會重返正軌。週期性股、銀行股和其他股份將會再次遭拋售。我們將可免卻此麻煩。這種狂熱活動的收場通常令人遺憾多於值得慶祝。

很多時候，我們會把投資組合比喻為一個種滿草本植物的花園，有些是一年四季都生長茂盛的植物。在建構投資組合時，我們仍偏愛採取這種草木園藝風格。有一點可以肯定，我們認為即將來臨的將會是冬季而不是春天。

即使我們預測錯了，結果也不會太壞。畢竟，誰不享受春天，充其量只是錯失贏取花卉大獎的榮譽。相反，如果冬季真的到臨，我們培育的多年生耐寒植物將會一枝獨秀。

政治有時會被描述為「可能的藝術」。特朗普的「交易藝術」風格將對不少現有假設造成挑戰。政治和經濟週期是永恆不息。即使引發跌市，但市場體系料將仍有空間靈活作出調整，至少西方國家如此。

汲取過往的經驗，儘管經濟學是一門容易令人感到挫折的學科，但仍有一些定律可循，這意味著世界最終可能會重返正軌。展望未來，並倒置列寧的說法，未來十年風平浪靜反而可能是一件好事。畢竟，市場存有太多令人興奮的元素。

十大持股

首域亞洲機遇基金 (所有股)

	基金比重 (%)	指數比重* (%)
CK Hutchison Holdings	6.0	0.9
Taiwan Semiconductor (TSMC)	5.7	4.2
Haw Par Corporation	4.8	0.0
Newcrest Mining	4.6	0.0
Infosys	3.9	0.8
Tata Consultancy	3.8	0.5
Singapore Telecommunications	3.8	0.6
Hong Kong & China Gas	3.6	0.4
Dr. Reddy's Laboratories	3.4	0.2
Dairy Farm International	3.3	0.0

首域亞洲增長基金 (領先)

	基金比重 (%)	指數比重* (%)
CK Hutchison Holdings	6.3	0.9
Taiwan Semiconductor (TSMC)	6.2	4.2
Newcrest Mining	5.5	0.0
Infosys	4.7	0.8
Tata Consultancy	4.2	0.5
Dr. Reddy's Laboratories	4.0	0.2
Dairy Farm International	3.8	0.0
Hong Kong & China Gas	3.5	0.4
HDFC Bank	3.4	0.0
Oversea-Chinese Banking	3.3	0.6

資料來源: 首域投資，截至2016年12月31日。 *指標: MSCI 亞洲(日本除外)。

附錄：革命來臨？

在上期通訊中，我們的結論是市況將每下愈況。事後看來，我們的分析正確，但結論有誤。基金經理的觀點到此為止；我們一直指出自己的無知。寬宏大量的讀者或許認為目前仍難以下判斷，但市場通常視之等同於失誤。似乎並無異議的是全球仍陷於一片混亂；經濟活動停滯乏力，貿易減少，各地債務持續增加。

根據我們持續觀察所得，雖然普羅大眾知道其權利被剝削，而至今可以預期的反應僅限於對政治和經濟精英的合理憤怒。真正令人意想不到的是自此以後，這些感受成功地迅速轉化為實質的政治結果。

然而，吸收這種潛在張力（及其最終消亡）正是西方政治制度的明顯特徵 ，這是相當漂亮的一件事。在任何情況下，誰人能說現時的情況令人滿意？量化寬鬆並不奏效。一群「密謀」的非民選央行官員以5,000年來最低的利率脅持全球，導致增長停滯、系統嚴重扭曲，亦使民眾對政治累積龐大的不滿情緒。

縱使特朗普當選並不代表民眾從今開始相信政府和官員，認為他們有助於解決問題，但此事反映當外界普遍認為現況已經失效時，便會渴求實質的另類選擇。正因如此，一個過時的實況電視主持確實較希拉莉更擅於擺弄這些情緒；這個情況非常合理，亦在意料之內。

事後看來，近期多個國家由公投決定政策反映一個簡單的事實：政治官員不僅失去對個人領導能力的信心，亦失去民眾的廣泛支持。歷史潮流逆轉，領袖亦已更替。歐洲仍然蒙在鼓裡，但顯然即將讓步投降。對於以大都會媒體領航、怨聲四起的自由主義者，透過選票來改變體制當然較其他方法可取；特朗普只是2008年金融崩潰後姍姍來遲的政治後果。

反市場基要主義

正如1980年代初美國總統列根和英國首相戴卓爾夫人對抗社會主義滲入生活的各個層面一樣，「特朗普主義」（Trumpism）似乎標誌著對市場基要主義作出類似的反應。至少在過去數年，這種市場絕對主義的受歡迎程度顯然已超越原來的水平。正如美國著名作家馬克 • 吐溫（Mark Twain）所說：「凡事過猶則不及。」此言非虛。

今天，影響政治和經濟文化廣泛改變的先決條件已經到位。嚴格來說，我們難以相信這些改變將會對資本主義帶來正面的影響，例如可能會令勞工佔美國國民收入歷來最低水平的趨勢逆轉；但另一方面，這應可對社會帶來更廣泛的裨益，甚或使資本主義更能持續發展。

美國政治哲學家邁克爾 • 桑德爾（Michael Sandel）近年來一直強調這些觀點。他認為我們現今生活在市場社會中，太多事物皆由經濟力量仲裁，市場經濟學彷彿已變成真理。大體上，至少特朗普似乎反對部份觀點，並支持以往不少的對立看法。特朗普「讓美國再次偉大」（簡稱MAGA）的主張與現任總統奧巴馬的自由主義全球化和包容性政治立場迥然不同。這個主張未必奏效，但可說是一項新的發展，而且勢將實現。

正如列根所說，英語中最令人恐懼的一句話是：「我是政府人員，我來提供協助」。市場現時的反應，無疑是對不受約束的經濟自由主義，以及那些理論上全能和並非民選的央行官員與金融家提出反抗。

令人感到雙重諷刺的是，免除政府官員控制利率本屬好意，有利理當獨立的央行作出決策，但最終卻扭曲全球整體經濟，而且遠比任何一群狹隘的政府官員可能造成的程度更大。有人說過，革命最終總是會吃掉自己的兒女，也許就是這個道理。

特朗普總統

如果要以兩本書扼要總結過去30多年的自由主義正統理論，相信非《世界是平的》（The World is Flat）及《歷史的終結》（The End of History）莫屬。特朗普似乎有意把個人塑造成反建制的代表。他可說是一個反傳統人士，但無人真正了解他的具體立場或信念。他曾經加入民主黨，現在卻是共和黨人。

特朗普具有多重身份，並非任何政黨的「產物」。他是一個民粹主義者，但最重要的身份卻是貪婪的商人。他是列根時代的舊式保守派，直言無諱親商、反監管、反大政府和支持低稅制；但另一方面，他也是個擅於煽動民眾的反動分子；一個鐵腕人物，主張反全球化、反貿易、對市場抱懷疑態度並有意支持對企業事務作出直接的政治干預。

看來由政府而非市場重拾資源調配主導地位的機會最大，這不但是基於特朗普毫不掩飾的自我主義和推文風格作出的推測，從近期特朗普推文提到的例子亦可見一斑，包括開利公司、Lockheed Martin及波音公司，而他現時只是候任總統。

特朗普的言行充滿著矛盾：哪些純粹是政治動作？哪些才是實際經濟行動？哪些是冠冕堂皇的門面說話？哪些才是真心話？目前，他幾乎對所有人許下諾言，但相信他不會真的推行只偏重惠及富人的減稅措施，以推翻舊經濟秩序。與此同時，特朗普的不少高級顧問和內閣人選均為前高盛要員和美軍人員。

也許這只是較正面的政治動作，但近期的行動卻比其空泛的選舉工程來得更有說服力。政策制定料將趨於政治化而非金融化；講求人治而非由市場主導。他似乎信奉保護主義和積極主動的工業政策，這些政策在美國多年來一直廣泛採取不干預措施的情況下已蕩然無存。美國已宣佈退出跨太平洋夥伴關係協議（TPP）。

經濟方面，他似乎信奉凱恩斯主義的財政刺激和基建工程力量，多於過時的貨幣主義量化寬鬆措施。從他對聯儲局主席耶倫的批評中可見，他認為政府應重新掌權，象徵舊經濟秩序將告結束，而央行亦將由獨立於政府轉為受其控制。

這可說是相當復古的想法。他的言論包含很多懷舊和保守的論調，似乎有意在過往歷史中尋找政策路向。特朗普的世界沉溺於美國昔日的繁華盛世，其移民政策不其然令人想起過往那些不甚文明和老舊的時光。

特朗普經濟學...

然而，這對新興市場，尤其是亞洲帶來甚麼影響？顯然不是佳音，因為新興市場可說是全球化及冷戰結束後對立局面瓦解的最大受益者。新興市場自1990年代初開始一直蓬勃發展並非巧合，而是由世界趨於平坦和開放所促成。

短期而言，有關影響可能較為輕微。首先，特朗普的財政刺激政策應可帶動美國經濟回復增長。這明顯對亞洲以至全球市場有利。此外，現時出現一個新的「演繹方式」：市場樂見這個趨勢，特別是量化寬鬆措施仍然持續。

不少人相信我們應稍安無躁。候任總統與現任總統總是有所區別。基於這個看法，我們認為舉例說美國摒棄對台灣作出武力威脅，充其量只是一種典型的「交易藝術」手法，以圖轉移談判立場，有利其在未來與中國進行談判。當他入主白宮之後，特朗普的取態理應有所改變，行事方面更像一位總統。雖然機會似乎不大，但誰可逆料？以下的考慮因素讓我們三思。

首先，要重振美國中西部的工業或製造業經濟雖然可行，但任務似乎相當艱巨。有些人卻認為這並不可能，也不可取，並指人口結構、自動化、科技及機械人只是部份的主要結構性原因。此外，從較實際的角度看，由於美國正面對約3%的龐大財赤，緩衝空間不大，債券市場難免須承受更大的衝擊，而利率將進一步揚升。

美國經濟的產能使用率已處於相對偏高的水平，失業率只有4%。無疑，就業不足問題仍然嚴重，酒吧職位空缺雖然有所增長，工業職位空缺卻相應減少，在通脹重新開始升溫之前，職位空缺增長料將不會大幅上升。同樣，這顯然會對利率造成影響，而眾所週知，全球各地的債務已達前所未有的水平。

短期來說，通脹和利率似乎已經見底，暫時也許不會迅速上升，但確然存在此風險。美元亦因而受到影響，料將繼續保持強勢。由於美國公司業務最為全球化，強美元不利美國商界，並將進一步削弱中美洲的競爭地位。

...及政治

考慮到上述所有因素的複雜性，以及未來經濟任務的規模，有一點我們可以肯定和敢打賭的是，政治言論將會出現劇變，由列根時代的「邪惡帝國」變成特朗普口中的「紅色中國」。

事實上，這個變化正在發生，而這種新的強硬政治似乎將會與經濟刺激措施同步進行。眾所週知，中國同樣是由一個鐵腕人物主政（俄羅斯更不用多說）。估計不用多久便會出現某種形式的改變，可能是貿易方面、一個中國、貨幣操控、南海問題或任何其他令人注目的議題。

亞洲將須承擔上述所有阻力。美元料將轉強（已經發生），導致資本加速流向西方國家，以及當地貨幣轉弱。通脹升溫及利率上升將帶來額外負擔，因為亞洲的負債現正處於史無前例的水平。就中國而言，債務佔國內生產總值比率介乎250%-300%，而債務償還已成為一個慣常問題。所有這些因素將進一步壓制增長，而這正是我們考察的所有公司面對的難題。

無論如何，在民眾不滿和政策不良方面，亞洲與西方國家同樣面對不少問題。雖然這種不滿情緒難以透過選票方式表達，但整個地區的執政政府以至管治模式似乎廣泛後退。在這種環境下，市場難以平靜。從韓國至菲律賓、泰國、香港、台灣及馬來西亞，情況似乎相當複雜，估計經濟轉型亦不足以令前景轉佳。

總括而言，世界似乎將會進入一個更龐大的政治鬥爭時期。民族主義在全球各地崛起，而政府官員料將奮力迎合我們的基本本能。領導人勇於承擔的情況將會逆轉，當經濟政策失敗時，我們可以合理地斷定領導人將會歸咎於他人（通常為其他海外國家）。承擔的相反是對抗和遏制。我們曾經歷這個局面，至今記憶猶新。1970年代便是這樣。

免責聲明

投資涉及風險。過往表現並非日後表現的指引。詳情請參閱有關基金銷售文件，包括風險因素。本文件資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域並無就有關資料的中肯、準確或完整作出明確或隱含的聲明或保證。首域、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文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本文件並不構成投資建議，亦不應採用作為任何投資決策的基礎，以及當作為建議任何投資。未得首域事先同意，不得修改及/ 或複製本文件所載全部或部份資料。

此文件乃由首域投資（香港）有限公司編製，並未經香港證監會審閱。首域投資及首域盈信亞洲是首域投資（香港）有限公司的商業名稱。