First State Stewart
首域盈信

首域盈信亞洲
亞太區股票
2019年5月客戶投資通訊

首域盈信亞洲－亞太區股票

「飛向宇宙...超越無限！」動畫《反斗奇兵》主角巴斯光年 (Buzz Lightyear)

儘管全球各地金融界人士似乎相信現時的發展非常嚴峻，彷彿是世界末日或天要塌下一樣，但事實上，今天大部份人的生活都比過去更好，已發展國家的情況尤其如此。我們這個時代的繁榮再次肩負在全球各國央行聰明的技術專家身上。

各地市場和資產普遍均上升。一切尚佳，究竟焦慮何在？為甚麼人們都在談論日本化、殭屍經濟和獨角獸？[1] 就如異端變成正統一樣，現代貨幣理論(MMT)會否成為新的量寬[2]？對我們來說，經濟政策似乎較過去十年經歷瘋狂的轉變。令人尊敬的學術界亦不能過於落後。

「有些想法如此糊塗，以至只有聰明絕頂的人才會相信。」英國著名小說家佐治 • 奧威爾 (George Orwell)

佐治 • 奧威爾寫的是政治題材，但倘若在今天，他毫無疑問應會對經濟學界的理論感到震驚。MMT看似激進，但其實只是一系列危險想法的最新演進版本。以偽科學的理論作包裝，MMT徹底顛覆了我們大部份人在學校認識的經濟學理論，包括穩健的貨幣管理、通脹、央行獨立性、赤字、資本流動甚至市場等概念。

目前，聯儲局只可透過銀行體系，以負債形式支持擴大金融資產，但MMT的支持者認為應改變有關法則，使其可直接用以支付美國政府的開支。若然如此，最終可能會演變成第四輪甚至更多輪的量寬[3]。

在這種經濟狀況下，還可以寄望您的投資經理如何操作？眾所周知，人們對全球宏觀經濟分析和「由上而下」的觀點非常敏感。我們稱之為投資主題的「利好因素和利淡因素」。從投資組合的角度來看，MMT及其變種的理論意味著甚麼？這會否對我們的投資方式和目標產生任何影響？

答案可說是會，也可說不會。全球利率下挫，最起碼會導致原本25倍的市盈率[4]變成新的15倍。簡單來說，正是眾所周知的自由資本可廣泛侵蝕回報；因此，我們認為「由下而上」評估公司時，整體質素以至財政狀況變得越趨重要。

過去一年的情況正是如此，較優質的公司普遍造好，為投資組合的回報帶來支持。總括來說，我們的投資配置並無作出重大改變，只是適度增持若干早前表現疲弱的科技股和中國公司。

近期市場波動清楚表明，市場體系充滿矛盾和不穩定性，加上債台高築，即使市場信心再度崩解亦不出為奇。總括而言，我們仍然更為注重資本保值多於取得資本增長。

投資組合影響

「準備作戰時，我經常發現那些計劃毫無用處，但擬定計劃還是必不可少。」美國總統兼陸軍上將德懷特 • 艾森豪威爾 (Dwight D. Eisenhower)

就像艾森豪威爾總統對戰爭的反思一樣，但從平凡簡單的層面來說，我們對宏觀經濟的討論看似完全無關痛癢，但這些觀點有時卻為了解個別公司估值提供實用框架。洞悉大局對實施和執行有重大助益。投資往往涉及「由上而下」的綜合思維，同時結合分析個別公司的「由下而上」投資。

今天似乎很容易提出世界已發生不可逆轉的變化，而我們正步向災難性時代的觀點。從經濟角度來看，即使最終沒有出現通脹，通縮（缺乏增長及回報下降）的負面影響似乎同樣會削弱回報。另一方面，真正和更緊迫的危機往往是陷入無所作為，從而錯失機會。

市場在大部份時間均處於平靜狀態。借鑑歷史，例如1970年代的英國或世界大部份地區，當時的經濟環境顯著更糟，但依然能夠投資創富。金錢世界是沒有道德觀念的。市場只是一種能有效地就未來回報作出預先反應的機制。縱然我們痛惜所看好的一切，但市況機會是可供我們利用多於迷戀。

「若一件事不能歷久不衰，總有一天將會結束。」美國經濟學家赫伯特 • 斯坦 (Herbert Stein)

現在，許多已發展國家似乎陷入一片混沌 – 缺乏增長、缺乏自信，以及連續出現政治和經濟危機，難免引發全球資金轉向流入新興市場，尤其是流向中國，在MSCI指數的推動下，中國似乎已成為市場日益追捧並孤注一擲的目標。中國的經濟將持續增長，如此下去，應可發展成全球第二大超級強國。

事實也許如此。即使這只意味著外國投資者對這個偏遠和一知半解的市場的熱情再次湧現，但同時表明資金正持續流向這個地區。此外，考慮到新興市場的長期增長前景和大量利好因素，投資於新興市場的理據似乎具說服力且易於理解。因此，預期區內消費和財富在未來十年更趨接近全球常

1 見附錄
2 量化寬鬆
3 尚未出台的新一輪量化寬鬆
4 市盈率（Price-to-Earnings Ratio）

規值，似乎並非不切實際之想。事實上，我們認為理應如此，故我們預期仍可錄得吸引的絕對回報。

脫鈎發展？

然而，我們絕不相信經濟或市場脫鈎發展的看法。全球市場應會跟隨美國的發展，尤其是美元匯率及流動性的影響在新興市場往往會被放大，因而令採取「由下而上」策略的亞洲基金經理的定位出現矛盾。今天，憧憬全球市場回歸平均值，以及利率和利潤率處於歷來正常化水平，反而成為空想。

眾所周知，大部份分析都包含趨勢延伸推算法。近期發生的事情往往會影響我們的投資心態，但不得否認的是市場轉捩點只有在事後才會清晰。然而，就在短短六個月之前，市場出現崩盤，雖然隨即迅速復甦，但經濟指標及企業盈利仍持續疲弱。市場估值是基於兩者急劇反彈。我們現正靜待市場作出順勢發展，否則情況可能會再度惡化。

與此同時，由於近期因市場驅動的聯儲局恐慌情緒和政策逆轉，投資者普遍認為即使市場出現任何拋售，亦將可透過干預措施迅速收復失地。一如既往，賭注越來越高。政治影響不斷增加，亦促使當局進一步放寬政策。正如美國作家馬雅•安傑洛(Maya Angelou)所說，我們「*期望出現最好的情景，同時作出最壞的打算，若發生兩者之間的任何狀況便不會感到驚訝。*」

投資組合活動

在2018年後期刊發的上期通訊中，我們強調亞洲投資組合的投資活動較往常頻密，並更著重絕對質素多於一切。我們沽清若干表現疲弱的持倉，事後看來實屬明智之舉，有助支持投資組合的絕對和相對回報。

一如所料，我們在過去六個月仍持續致力實現上述目標；特別是集中於所有市值基金多於各項龍頭基金。然而，市場於期內大幅急劇波動。單在短短一季，中國已由熊市轉向進入牛市，即使按照新興市場的標準來看，情況亦值得注視。

我們較早前在高位減持若干中國持倉，包括美的集團、中國蒙牛乳業和上海國際機場，這些股份其後暴跌，但隨即反彈回升至接近早前的高位。MSCI中國指數重整成份比重的雜音亦帶來幫助。由於大致來說（雖然程度輕微），我們同樣利用市場波動的機會新增若干持倉，故並無造成不良影響。

估值吸引？

市場拋售意味著許多公司的估值將變得更具吸引力（縱然股價其後反彈回升）。我們留意這些公司已有一段長時間，認為可提升淨利潤，但這些公司過去的價格卻大多處於高昂水平。我們新購入相對少量的大立光電、ASM Pacific Technology、瑞聲科技、統一企業中國和長江實業集團的持倉。

我們增持少量印度Godrej Consumer Products的持倉，該公司正面對增長困境，而且市盈率處於非常高水平；此外，我們再度購入日本Ryohin Keikaku（無印良品）的股份，並新增大金工業的持倉。對於無印良品和大金來說，中國是推動整體增長的最大動力。另一方面，我們大幅減持立邦油漆的持倉，其50%的利潤均來自日本境外。立邦是中國[5]最大的油漆公司。

與此同時，我們減持若干防守力較強的持倉，例如香港中華煤氣、怡和集團、HDFC Corporation、HDFC Bank和Newcrest。我們先後悉數沽清中國高鑫零售和上海國際機場的持倉。我們沽清韓國Hanon Systems和LG Household & Health Care的持倉，並出售澳洲Ramsay Healthcare的持倉。

印度方面，經過進一步考慮並在上期通訊的投資失誤一節大篇幅分析之後，我們最終出售Vodafone Idea。雖然這項持倉不算顯著，但造成的損失卻屬永久性質，實在令人遺憾。其後，該公司宣佈一項可造成重大攤薄的供股計劃，拖累股價急挫。

就所有市值基金而言，我們沽清斯里蘭卡的John Keells和Hatton Bank、菲律賓的Cemex，以及紛美包裝和中國的無錫小天鵝。當中只有無錫小天鵝於其後表現造好，主要是受到母公司美的集團的收購要約所帶動。基於估值因素，我們沽售印度的中檔資訊科技服務公司Mphasis及HDFC Life Insurance。

我們購入的持倉

我們新購入的三項持倉（大立光電、ASM Pacific和瑞聲科技）均具有一個共同主題 – 科技，特別是智能手機。我們對這類公司一直感到糾結，但考慮到過去六個月的股價波動或許可以理解。這三家公司都是製造商，只是因為市場對智能手機、增長及特別是蘋果手機遊戲業務興趣濃厚，因而被評為真正的科技公司。

今天，智能手機業所面對的問題可說人盡皆知，由市場飽和以至缺乏創新。然而，憑藉這些公司在製造業務方面的優勢，現時的估值顯得更為合適。我們認為智能手機週期終有一天會再次上行。畢竟，市場即將進入令所有人雀躍不已的5G網絡世界。這種熱情肯定會推動巨大的產品升級週期。基於類似的原因，我們看好另一項較大持倉 – 聯發科技。

這三家公司的財政狀況穩健，派息率可觀，而且往績良好。瑞聲科技可能是業務最集中（或風險最高）的公司，其業務幾乎全集中於智能手機的聲學和觸控反饋技術上（但至少同時適用於蘋果公司和Android手機）。該公司的股價已下跌75%至新低水平，但我們預期公司仍具盈利能力，現時的市盈率預測大幅下調，估計2019財年的市盈率約16倍。

與瑞聲科技相比，在台灣上市的大立光電更欠透明度，其前景非常隱秘。該公司專門生產高端光學鏡頭。眾所周知，蘋果公司（過去佔大立光電50%的銷售額）一向重視保密，但正如ASM過去對我們所說，他們只可預測一季的銷售額，而這是基於客戶的預購訂單計算。正因如此，具有這些特點的公司很難成為我們的主要或最大持倉。

5G技術和智能手機帶動行業復甦？

大立光電的前景似乎與瑞聲科技一樣模糊，但卻具備更強大的長期利好因素，而且更易於理解。預期市場即將出現由5G技術引發的產品升級週期，而相機質素（雙鏡頭、三鏡頭等）已成為區分智能手機型號差異的因素。此外，影像（以及對鏡頭的需求）似乎亦將成為各種未來長期趨勢的核心。機器視覺(Machine vision)的日益普及，適用於機械人，以至監控和自動駕駛等範疇，成為我們與數據世界之間的主要接口。大立光電是業內的龍頭企業之一，但其股價已大幅反彈（年初至今上升50%），遠期市盈率（2019財年為21倍）現已不再顯得那麼吸引。

在這三家公司中，ASM Pacific是唯一由專業經理而非企業家和所有人管理的公司，這可說好壞參半。這家公司亦是最制度化，而且客戶廣泛多元化（儘管可能處於同一週期）。若把ASM稱為半導體封裝設備製造界的台積公司便可能過譽，因為業內存有許多競爭對手，但該公司為眾多行業提供多元化的業務，也是表面貼裝技術(SMT)設備的領先製造商（一種可把零件高速焊接連在電路板上的設備）。

與其他兩家公司一樣，ASM近期的經濟表現主要由智能手機主導，可能佔其銷售額高達40%。該公司的股價同樣大幅下跌，現時的遠期市盈率估計為17倍。隨著市場日趨轉向數據和芯片內容密集，這些公司應可造好，而工業應用和汽車行業等領域亦可成為新的增長途徑。

在另一個完全不同的行業，我們基於相同的理據新增菲律賓Universal Robina Corporation(URC)的持倉。我們注視該公司已有多年；這是菲律賓最大的食品及飲料企業。回顧過去，在1997年亞洲金融危機期間，我們對該公司的管治一直感到糾結，並因未能看到該公司即將出現的轉變而卻步。在過去十年，該公司的收益和利潤錄得三倍增長，股價亦飆升。我們一直注視發展，但沒有持倉。

成功亦帶來更多挑戰和競爭。該公司同時面對若干業務市場（越南）陷入困境；拙劣的收購（新西蘭）和世代人才承繼等問題。因此，公司利潤及評級都在去年大幅下降。這通常足以引起我們的興趣，但控權家族決定聘用外部專業人士擔任行政總裁職務，促使我們更有目標地採取行動。

該公司委任一名前寶潔(Procter & Gamble)專業管理人員接管業務，並獲得家族的支持和具高度自主權以重整業務，情況令人非常鼓舞。正如我們之前所述，這是我們最喜歡的組合之一：把一家管理不善或缺乏生氣但基本因素穩健的家族企業交由專業人員管理，結果往往可帶來非常正面的回報。

由專業人士處理積壓問題

西方許多跨國公司早已經歷這類問題，並已一一解決。正如我們在上期通訊中詳細談論，我們對最大持倉之一牛奶公司持類似的觀點。對產品系列、庫存量單位[6]、供應鏈、分銷、物流、產能和品牌進行全面改進，都是常見的問題。正如新任行政總裁觀察所得，整體情況「與1998年的寶潔相近」。儘管股價反彈回升，但利潤率下降三分之一，可見仍有上行的空間（但顯然並不容易）。

長江實業集團是另一個我們所熟悉的企業。在長實集團分拆為兩家上市公司之前，我們早已直接持有該公司。我們繼續持有長江和記實業，這是集團旗下的公用事業部份；而我們較早前已於2015年出售長江實業集團的持股。當時的股價可說沒有任何進展，但現在似乎已成為原長實集團的真正繼承者。李氏家族趁低增持股份，集團業務亦變得更加多元化。

經常性收益約佔盈利的一半，該集團的市盈率明顯低於10倍，而市賬率則為0.6倍。派息率超過3%，負債水平偏低，加上憑藉450億美元的資產負債表，可見集團仍有龐大的擴展空間。雖然地產業務的盈利將會波動，集團近期亦增加香港市場的投資，但集團的長期業績仍令人感到安心。它應該更容易駕馭任何一般的逆轉。與此同時，我們亦增持長江和記實業的持倉。

中國方面，我們購入統一企業中國（雖然該公司在香港上市）。在過去超過十年以來，我們一直持有在台灣上市的母公司統一企業。統一企業中國於2007年上市，表現一直中規中矩，其相關中國麵食和飲料業務面對極大挑戰。該公司的業務佔母公司盈利不足20%。

市場競爭激烈，該公司一直與台資競爭對手康師傅爭奪市場佔有率，意味著多年來的資本開支和市場推廣活動，導致利潤微薄，缺乏現金流和低回報；但容我輕聲說一句，資本開支已見頂，現金流開始增加，甚至市場激烈的競爭亦可能有所退減。

兩家公司最近均宣佈100%派息，雖然飲料市場的前景仍然殘酷（受競爭和時尚趨勢所影響），但我們認為從三至五年期角度來看，情況應有所改善。業內公司最終應可由迷戀市場份額轉為著重盈利質素。該集團現時的遠期市盈率約為21倍。中期而言，我們認為應可錄得中至高單位數增長，而派息率為4%，情況令人滿意。

印度和日本

若干投資組合已廣泛持有印度上市的Godrej Consumer，但最近該公司的盈利減少約30%，表現令人失望。話雖如此，遠期市盈率仍有約40倍。因此，我們只新增少量持倉。該公司在印尼和非洲等海外地區的業務欠佳，但現在似乎開始出現逆轉。有關印度家用驅蟲劑業務的問題似乎只屬短暫性質，管理層正專注於並致力推動業務回復增長。與今天的URC一樣，Godrej Consumer在多年前已採用專業管理，成為企業管理由家族化轉向專業化的另一典範。

正如上文所述，大金的經濟表現主要由中國（約佔盈利的40%），以及房地產和投資週期所主導。鑑於我們對其債務及非常高水平的投資開支感到憂慮，因此該公司也許不會成為主要持倉。該公司的吸引力在於擁有強勁和長期佳績、全球業務定位，以及致力開拓中國和印度等國家的本土市場業務。

該公司在中國和印度的主要業務均在主板上市（在日本可說相當新穎），而集團的預期市盈率為20倍。由於該公司明顯屬於週期股（這從過去的盈利紀錄可見一斑），我們維持相對少量的持倉，因為我們並不擅長持有週期股。要把握由經濟因素驅動的時機趁低吸納（或實際上伺機沽售）持倉往往非常困難。大金的公司質素應比其他大部份持倉更易預測。

總結所有市值基金在過去12個月的所有投資活動，可見持倉數目大幅減少，尤其是市值較小的持股。有關行動利好投資組合的表現，因這些公司普遍受損，當中以菲律賓、斯里蘭卡、巴基斯坦和越南的公司表現更差。隨著市場投資意欲全面轉向北亞地區，流動性成為重要的因素。

我們購入兩家屬於印尼普通股指數公司的股票。一家是由Astra International控權的Astra Otoparts，我們已透過新加坡上市的Jardine Cycle & Carriage間接持有，而另一家則是空氣過濾器製造商Selamat Sempurna。雖然Astra Otoparts缺乏流動性，但其價格似乎

並不合理。這是印尼領先的汽車零部件和服務公司(Astra擁有超過50%的市場佔有率),但市值僅為5.5億美元,而該集團的市盈率為11倍,市賬率為0.7倍。

Selamat Sempurna較昂貴,但市盈率同樣吸引,2019財年的市盈率為盈利的13倍,其市值不算龐大,僅為6億美元,但財政狀況穩健,而且長期往績良好。該公司與美國的Donaldson有很強的聯繫,無論貿易戰結果如何,預期均可望受益,但該公司經常持美元長倉,並以出口業務為主。

我們沽售的持倉

在上期通訊中,我們說明對上海國際機場的龐大資本開支計劃的憂慮,並趁其股價大幅反彈而開始削減投資比重。其後,該公司的股價就如同坐過山車般遭拋售後再度反彈。

現時的股價已幾乎重返我們最初作出上述言論時的水平。白色家電及冷氣機製造商美的集團的情況亦大同小異,與中國的整體情況一樣。上海國際機場的價格似乎已全面反映我們對其盈利的憂慮,2019財年的市盈率為23倍,而美的集團的遠期市盈率僅為盈利的15倍。我們完全沽清上海國際機場,並減持美的集團的持倉。

我們當時已表明傾向進一步趁低吸納。然而,隨著市場對A股的熱情普遍升溫,支持該公司的股價其後反彈,但其資本開支的可持續性,以及家電行業的庫存供應過剩等問題仍然值得關注。

最後,我們沽清高鑫零售,因其中一名台灣主要股東把股份售予阿里巴巴。隨著亞馬遜收購Wholefood Markets,阿里巴巴亦試驗收購新一代的零售業務。高鑫零售仍然由法國私營集團股東歐尚(Auchan)擁有;但即使集團關注的重點不再集中於盈利,我們也不會感到驚訝。該集團的股價其後大幅下跌,現時的預期市盈率為22倍。

韓國仍舉步維艱

我們一直致力在韓國締造強勁和可持續的回報。婉轉地說,企業管治以至監管制度仍好壞參半,而整個市場的估值已偏高。增長頗為有限。體制改革看似必需,但借鑑歷史,有關改革往往會被相互勾結的韓國財閥與執政黨所扼殺。估計短期內情況似乎不會有所改變。

在過去六個月,我們沽清Hanon的持倉,因為該公司於期內表現異常優秀,尤其是其50%的業務集中於現代汽車(Hyundai)和整體汽車業。該集團是最大的汽車HVAC(供暖、通風和空氣調節)系統製造商,並有意進軍電動汽車市場,因而為股價帶來強大支持。該集團的控股公司為韓國最大私人股份公司Hahn & Co,成為展現協同力量的典範。

Hanon非常積極提高回報,因為我們共同投資於相同的股票工具,而在韓國,洩漏也是一種常見的系統結構問題。除了面對汽車業的挑戰之外,該集團其後作價12億美元(向在美國上市的Magna International)收購一家從事控制儀器的美資公司。由於這次收購是以債務融資方式作出,導致資產負債表的負債水平增加至95%。雖然Magna的遠期市盈率為8倍,而Hanon的2019財年市盈率為19倍,但仍錄得令人意外的優秀表現。

我們在上期通訊中詳述韓國Hanssem的問題,房地產市場疲軟,以及擴大上海業務均削弱盈利。該公司的淨現金資產負債表和家族持有25%股權無疑提高我們的信心,促使我們增加持股。此外,該公司持有25%的回購(但未註銷)股份,作為庫存股份。然而,由於韓國欠透明度,因此在情況未如理想時難以顯著增加持倉。Hanssem的情況正是如此,並使我們質疑原來的質素評估。

透明度不足和監管疲弱

自從我們在上期通訊討論該公司以來,其股價已錄得超過一倍增長,這固然令我們舒一口氣,但當中運氣的成份多於判斷。相關業務似乎已經停止惡化,上海的虧損亦已放緩,但股價反彈似乎受這家韓國企業操控所影響。市場充斥各種揣測,認為企業的家族將會出售公司。

我們最初購入該公司時,有建議指公司會撤銷其庫存股。事實證明可能如此,市場觀察家指出可能會有買家以低於4億美元的價格入主這家韓國最大的室內設計、裝飾和家具公司。這極有可能屬於內幕交易。我們已持續趁高減少持倉。

最後,我們減持澳洲Ramsay Healthcare的持倉,直至完全沽清。Ramsay是澳洲最大的私營連鎖醫院集團,但在過去數年積極透過收購以擴展業務至英國、法國,以至後期的北歐地區。槓桿水平高達130%,一直令我們感到憂慮,此外,該公司聲譽良好的行政總裁Chris Rex在2017年中突然離任(至少對我們而言)亦令人不安。

自此,隨著私人保險客戶減少投保開支(就保費而言),導致需求轉弱,行業面對的阻力似乎加劇。各地保險公司及政府亦加強監管。該公司現時的遠期市盈率為盈利的22倍,我們把握公司股價最近反彈的機會悉數沽清所有持倉。隨後,該公司的行政總裁及財務總監同時減少個人持倉亦引起我們的注意。

投資組合配置

雖然我們的投資組合新增(八項)和沽售(六項)股票持倉,但整體配置大致維持不變。即使目前面對印度大選相關的宏觀消息,但印度繼續佔投資組合的最大比重。主要持倉仍包括資訊科技服務公司(TCS、Tech Mahindra和美國上市公司高知特)及私人銀行(HDFC、Kotak Mahindra和Axis)。

中國與印度之間的差異值得我們深思。中國「由上而下」管理經濟的方式受到推崇,但就印度而言,把中國的情況反過來說也言之成理。一般而言,您買入印度並非因為當地政府,而是看準了企業管治水平。

諷刺的是中國似乎恰好相反。因此,相對於中國,我們這些「由下而上」的投資者持有較多的印度公司投資,而且印度所佔比重一般較高,或者並不完全使人意外。最近,我們嘗試以一些數字解釋有關論點。

如果您在中國和印度的主要股票範疇中篩選出市值超過1億美元,而且已動用資本回報率為10%及每股平均盈利在過去五年增長逾10%的公司,便會發現符合資格的印度公司是中國的一倍(印度:723;中國:285)。然而,若按佔整體上市公司的比例而言,兩者的差距則顯著收窄(印度:

6 庫存量單位(SKU)– 或可供出售的個別項目

12%；中國：9%），印度擁有5,820家上市公司，中國則有3,052家[7]。

或者您認為這個比較對中國不公平，因為這並無包括回報普遍較高，而且至少擁有另外1,000多家公司（包括所有香港H股）的離岸市場。然而，香港中華煤氣或維他奶是否屬於中國公司？我們愈來愈認同這個說法，這亦是我們覺得沒必要跟隨指數的另一個原因。

中印兩國的資本主義比較

孟買證券交易所在1875年成立，是亞洲區內歷史最悠久的交易所，而中國股市（上海和深圳）只於30年前（即1990年）重開。在印度，資本主義－所有權、管理權及外部少數股東權利分立的思想，已經確立並發展超過150年。

相反，有關思想在中國仍處於萌芽階段。作為「由下而上」的投資者，我們認為更易在印度物色投資機會，這亦不足為奇。雖然如此，隨著中國持續發展，內地明顯展現增長潛力和正面的變化。我們認為管治問題仍是一大挑戰。正如我們去年底所表明的觀點一樣，債務水平（尤其是不少A股公司持有人抵押股份）構成重大阻力。

現有持倉方面，投資組合較往常作出較多增持和減持活動，因為市場普遍波動帶來投資機會，特別是我們繼續增持美國上市資訊科技服務公司高知特，該公司的新行政總裁上任，而且目前預期市盈率為17倍。股價自年初以來已見回升，但估值仍顯得吸引。

友邦保險上任不久的新行政總裁同樣使我們大為安心，他的管治是以營運及員工為本。友邦保險是另一個例子，顯示中國目前正推動集團50%的經濟效益。不過，該公司（中國唯一一家由外資全資擁有的保險公司）擁有於三個省份經營的許可牌照，該等省份僅佔中國國內生產總值的四分之一。該公司近期獲得另外兩個地區的營運牌照，預期市場將於2021年進一步開放。目前，友邦保險的股價相等於內涵價值，估值相當於一年新業務價值的12倍。考慮到該公司質素，這個估值似乎仍頗為合理。

增加現有持倉

我們增持Techtronic Industries、華僑銀行、牛奶公司、台積電及President Chain Stores，並已在上一篇通訊中作出討論。此外，我們主要因估值考慮而作出減持，其中最顯著減持的公司或許是Comfort-Delgro、Newcrest和立邦塗料(Nippon Paint)，這值得我們更詳細討論。雖然Comfort-Delgro股價大幅回升，但核心計程車業務因電召應用程式而受到永久性影響。

Comfort-Delgro作出回應，指將會更積極拓展新加坡（已佔公司一半的盈利）以外的市場，大幅增加英國和澳洲的併購活動。這看來是明智之舉，但亦提高風險水平，並蠶食自由現金流，而最初引起我們注意的是其可產生8%的自由現金流。也許較難理解的是Comfort-Delgro決定設立總值1.5億美元的基金，用作投資於科技創投企業。該公司股份已獲估值重估，預期市盈率由13倍升至18倍，因此我們縮減有關持倉。

立邦塗料在中國的貿易業務顯著受挫，情況並不使人意外，但股價已見回升，2019財年市盈率目前為34倍。我們過往的估值是以25倍的市盈率為基礎，故目前估值看來稍微過高，因此大幅減持這項持倉。立邦塗料的行政總裁表示最近面對其記憶以來最差的貿易環境。該公司在日本進行併購活動，並把另一半資金注資於亞洲業務（及整體印尼業務），可能為我們帶來另一個機遇。

黃金？

最後是我們長期最大的持倉之一Newcrest。該公司的執行能力一直非常出色，生產、現金流和利潤亦創下紀錄。自四年前出現供股危機後，現任行政總裁Sandeep Biswas已整頓資產負債表，目前現金流入錄得25億美元，槓桿水平亦降至13%。Newcrest已兌現承諾，並於目前營運好轉後制訂增長計劃。

集團近期以8.07億美元收購一家加拿大銅／金礦場，並對現有資產制訂計劃，明確反映其轉型趨勢：由持有兩項一級資產轉為未來三至五年可控制和經營五項資產的公司。這個情況已經發生，並將需要龐大的資本開支，無可避免地顯著增加營運風險。

最近，我們被一名客戶批評透過對Newcrest的投資間接表達宏觀觀點。這個批評也稱得上合理。我們作出辯解，指投資是源於公司行政總裁，但公司的表現卻取決於金價。直至最近黃金仍面對不少非議，我們認為定價風險偏向金價上行。這個說法現時不太正確，儘管加息可能性不大，但由明智的經營者營運可派息的金礦看來仍是相當理想的投資。不過，我們已減持有關持倉，其日後持倉規模將視乎「由下而上」的選股能否提供其他較佳的投資選擇。

投資失誤

正如上文所述，我們沽售Vodafone Idea亦有利表現，幸而在過去六個月並無其他類似這家公司資本急速虧損的例子，但事後看來，我們過早沽售韓國公司LG Household & Health Care(LGH&H)。我們看好Amore Pacific的觀點仍未證實正確（至少可說如此）。另外，我們於高位沽售Ryohin Keikaku後，再次（即使股價已顯著回落）買入這家公司似乎更受到質疑。

我們賣出單車製造商捷安特，看來亦是投資失誤，因為該公司股價在過去數月大幅回升。我們認為自由資本和共享單車將永遠顛覆這個行業的經濟環境。這或者正確，但中國信貸緊縮已迅速導致許多這類初創企業倒閉，因此捷安特的銷售量正開始回升。我之前到歐洲旅遊時發現電動單車變得隨處可見，相信可為該公司提供另一個增長機會。

過往，我們持有大量LGH&H和Amore投資，這兩家公司曾一度合共佔投資組合超過5%的比重。我們因估值上升而顯著減持有關倉盤。其後，基於中國與韓國的地緣政治衝突，中國禁止旅行團到韓國旅遊，導致上述整個行業的估值大幅下調。

韓國化妝品業

免稅銷售量急挫，導致上述兩隻股票下跌。LGH&H是一家綜合企業，涵蓋飲料及家庭產品業務。我們一直認為Amore是以質素為本的公司，並強調長遠的品牌價值，定期限制減價促銷活動。Amore旗下的雪花秀是亞洲最強勁的化妝品品牌之一。

另一方面，LGH&H擁有化妝品品牌History of Whoo，據說這是中國國家主席習近平夫人最喜愛的品牌。這必定有助LGH&H繼續表現出色（2019財年市盈率為29倍），但Amore則表現落後。與此同時，我們增持Amore持倉，該公司目前的利潤率是歷史水平的一半，而且估值頗

低，最近的市銷率已跌至兩倍。即使保守假設，該公司似乎仍可展現合理升幅。有關持倉仍相對較小。

Ryohin Keikaku在中國取得成功，當地市場目前佔公司利潤約40%。在市盈率達30倍的水平下，我們沽售有關持倉，但只是基於短期問題，其後於市盈率跌至20倍時重新買入這家公司。此外，我們細閱公司最新的年報後對集團絕對質素的觀點減弱，因此減少有關持倉。

該公司的財務規劃和控制並未達到應有的水平，在中國急遽擴展實體店亦攤薄同店銷售增長。零售環境總是面對挑戰，而Ryohin Keikaku業務亦涉及流行時尚元素，意味當市道轉差時可能難以作出增持，然後還有互聯網的威脅。Ryohin Keikaku最近的業績使人失望，股價下跌。我們對這家公司的投資偏小，但目前的信心水平並未使我們安心增持，若現時增持，日後很可能會被視為錯誤決定。

展望及總結

撰寫《*華氏451度*》(*Fahrenheit 451*)的科幻小說大師雷•布萊伯利(Ray Bradbury)談到其著作時說：「*我並不是要預測未來，而是要防患於未然。*」我們希望目前出現的各種預示厄運的跡象能夠以同樣的方式證明，如果能夠繼續顛覆陳舊過時的經濟學，我們或許甚至可以避免金融災難的發生。

幸而我們並非預測未來的先知；我們一直欣賞美國職業棒球員尤吉•貝拉(Yogi Berra)的名言：「*作出預測一點也不容易，特別是關於未來的預測。*」就區內投資而言，佔經濟主導地位的中國仍然是焦點，它猶如一頭擁有龐大經濟規模的大象。只要是您關注的國家，您總能找到支持任何觀點的數據或小道消息；美國也是如此。

中國在近期的強勁反彈潮中大幅回升，但對內地市場的憂慮亦經常浮現。我們仍然苦於無法找到數量足夠，並且有信心在市況逆轉時買入的公司。在這種低迷的市場環境增加現有持倉的機會不多，因為正當投資者開始感受到低潮帶來的第二輪影響之際，當局便注入大量信貸，令增持機會稍縱即逝。

十大持倉的估值

正如我們在上期通訊的總結所說，我們仍然滿意投資組合的配置，不管市場和經濟週期如何。令人感到意外的是，我們十大持倉（約佔投資組合的40%）的現時平均市盈率（2019財政年度為20倍）與十年平均值相若；市賬率（4.2倍）則相當於十年平均值。反觀MSCI亞太區（日本除外）指數的市盈率為13倍，較十年平均市盈率（12倍）只有10%的溢價，其現時市賬率為1.5倍，相當於平均水平。

鑑於我們著重公司的質素和財政實力，從我們的長期往績看來，這些估值數據非常理想，亦略有驚喜。如果當局持續「印鈔」，我們相信將可取得不俗的回報；即使政策回復正常，我們仍可望保障資本，並進一步提升相對表現。

> 「質素就是在沒有監督的情況下，仍然踏實做到最好。」
> – 亨利•福特(Henry Ford)

一如預期，增長股仍處於溢價水平，但任何類型的股票都應能帶來投資良機，讓我們把防守股的資本重新投資，以增強整體絕對回報。正如「汽車大亨」亨特•福利所言，致勝關鍵在於確保我們所投資的公司無懼深入的分析檢查，可以抵禦更嚴峻的環境。雖然難免會出現意料之外的情況，但我們對投資組合的絕對質素甚有信心。

香口美食和精彩故事總是充滿引人入勝的魅力。投資者可能不禁聽取巴斯光年的好朋友胡迪警長(Woody)的忠告「*舉手投降*」，跟隨大市升降，特別是在當前估值普遍偏高和增長乏力的市況下；我們對這些警號有所警惕。不過，我們擁有30年的經驗和投資亞洲區的長期往績，不會輕易落荒而逃或棄股投降。

與此同時，正如奧威爾堅信普羅大眾的智慧，我們認為大部份新奇的宏觀經濟概念將後勁不繼。這次或許真的不同，但就像巴斯光年後來發現，我們並非身處另一個宇宙：圍繞我們的仍是原來的世界，甚至是相同（只是略為延長）的週期。

有見及此，我們將逐一根據各家公司的情況，繼續投資於增長股，並聚焦於資本保障和絕對回報。若能嚴守落實以上策略的紀律，我們的長期回報（不論是絕對回報或相對回報）應能取得不俗的複合增長，而這項策略適用於任何回報領域或投資範疇。

一如既往，我們歡迎客戶作出回應，亦樂意解答您的提問。謝謝各位！

7 資料來源：Kotak Mahindra，截至2017年底。我們相信這些數字不會有實質性變化。

附錄

經濟學與現代貨幣理論(MMT)

從本質來說，MMT否定貨幣的重要性，認為那純粹是由現代國家隨意決定。在某程度上，這是「法定貨幣」概念帶來的必然結果，符合當中的邏輯思維。「貨幣代表對有形商品的索取權」的觀點並非新鮮事物；最初透過以物易物的形式進行，然後以黃金作為簡單的交換途徑。

「自以為不受意識形態影響的俗人，通常囿於某些過氣經濟學家的思想。」
– 凱恩斯(John Maynard Keynes)

至於法定貨幣，既然某些事物只需少許便能帶來裨益，何妨多多益善？因此，現代經濟學鍾情於以下概念：政府可以「印鈔」而不會引發通脹，利率將永遠偏低，亦互會造成債務問題。根據支持者的說法：至今一切良好，日本表現不俗。

這其實是從經濟角度出發的魔幻現實主義(magic realism)。政府能夠隨心所欲地印鈔，隨意從電腦編碼中提取現金。與此同時，隨著資金注入銀行體系，央行的資產負債表膨脹，政府票據（債券）被列為資產，而逐漸增加的現金和銀行儲備則列為負債。貨幣價格下跌，資產價格普遍上升，形成看似無盡的良性螺旋式升勢。

我們不難理解為何這會成為解決國際流動性和資本危機的應急方法，就如全球在十年前經歷的危機。然而，這個對策已經變成習慣，全球現在似乎以此作為應對任何經濟困境的標準反應。另外，這類行動不再引發全球不滿（猶記得香港金融管理局於1997年直接干預本港股市，環球批評之聲不絕於耳），現時反而被視為標準的操作程序。

財富轉移

那麼，我們為何如此嚴肅認真？在這個賣弄聰明的現代社會，我們看來終於發現了金融煉金術。不過，除非出於政治陰謀的原因，這類干預行動必定無法持續。回顧過去十年，大量財富由勞動人口轉移至資本市場，從窮人轉至富人手上；結果催生了政治極端主義、民粹主義、民憤急升，公共事務問題惡化；借鑑歷史，這些情況曾經形成引發革命的條件。

「已有的事，後必再有；已行的事，後必再行。日光之下並無新事。」
–《傳道書》1:9

在民主社會中，政府始終會對民怨高企作出回應，畢竟其他國家的人民未必像日本人那般沉實平靜；這亦並非可取。我們也知道當過剩情況出現逆轉時，解除過程鮮有緩進，也可能無法控制。我們認為這是導致現今市況無法預測、反覆波動，對投資者來說甚至頗為凶險的原因。

基本而言（這是舊式的實體經濟），事實證明印鈔和債台高築不利實質回報。這個環境將有系統地削弱資本主義的結構本質和實用性。在過去數百年，資本主義是建立財富世代和推動人類進步的動力，如果其基礎和可靠性受到長期損害，將帶來不堪設想的後果。

殭屍企業

利率一直被用來反映風險；隨著週期起跌，創造性破壞有助維持經濟體系的誠信和動力。一旦破壞了重要的價格訊號，便會造成所有資產錯誤定價的情況。顛覆市場力量和不當的資本配置，將導致增長及回報全面下降。毫無疑問，經濟表現乏力，效益欠佳的殭屍企業仍然如常運作，回報普遍跟隨資本成本下跌，降至偏低水平。

與此同時，企業一如預期並無以投資來作出應對，而是通過併購和回購來刺激低迷的回報，結果反而增加債務。這些併購活動提升了企業集中度、削弱競爭，並透過犧牲廣大民眾的利益來支持企業利潤。回購股份支持及促成股票期權激勵計劃；資本和勞工之間的差距加劇，政治分歧亦被誇大。

一直以來行之有效的商界護城河也備受蠶食。新來的競爭對手可以獲得數以來億美元的貸款，向任何業界翹楚提出挑戰。結果，強人殞落，我們生活在一個迅速衰敗的時代。錯誤的投資如雨後春筍般出現，現今的商業計劃獲得巨額資金的支持，即將投入競賽。獨角獸俯拾即是，在免息資金和市場憧憬所形成的浪潮中飆升（真的嗎？）。當債務（及再融資）充裕時，這些勢頭能否持續並不重要。

雖然如此，部份意見認為整體社會仍然有所得益，正如2000年過度投資於光纖通訊業。然而，只要略懂經濟史就可知道，當政府置市場於不顧或決定貨幣價格及資源配置時，我們都會落得一貧如洗的結局。社會主義過往從未真正奏效，但未來的世代似乎躍躍欲試；背後原因不難理解。

重要聲明

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。

本文件對具體證券的提述（如有）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基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，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。

澳洲聯邦銀行（「銀行」）及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。本銀行及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對本行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。