FSSA Investment Managers
首域盈信



逆流而上
在市場升市時，為何專注於質素依然是我們的核心

2026 年 2 月

市場追捧主題投資之際，優質、具持久力企業往往備受冷落 - 但這些公司長期卻最能實現累計價值增長。

市場總有些時候，單是保持耐心本身就已是逆向而行的舉動。當市場資金氾濫、投資者聚焦單一主題，而基準指數單靠一小撮熱門股推升時，那些投資於穩健增值、少有受追捧的優質企業的投資者，便有如置身遊艇中，在馬力極大的快艇所掀起的尾浪中搖晃而載浮載沉。

去年，專注優質股的投資者正正有着這種感受。2025 年，MSCI 新興市場優質指數的回報為 14%，遠低於 MSCI 新興市場指數的 34%，這是自 2012 年優質指數推出以來兩個指數的年度表現出現最大的差距。此外，在 MSCI 主要亞洲指數與優質指數之間，亦同樣出現類似（但相對較不明顯）的表現分歧。[1]

儘管首域盈信對優質企業的定義較 MSCI 更為全面，除考慮往績的量化數據外，亦涵蓋管理層能力、可持續發展因素及策略定位；惟上述表現差異的趨勢仍具參考價值。在此市況下，我們多項側重於優質企業的策略落後於大市基準，亦就不足為奇。

我們一直以長線投資為本，且不受指數所限制，亦不會以短期表現指標作出決策。但我們認為此刻正是合適時機讓我們闡述對市場動向的看法，現有投資部署的理據，以及投資方針背後核心原則為何較以往更為適切。

人工智能熱潮

在分析當前市況時，人工智能的影響是無可迴避的話題。市場對數據中心及其他人工智能相關基礎設施的大規模資本開支（capex）的興奮情緒，帶動整個價值鏈的企業股價上揚，從模型開發商、零件供應商，以至開採高壓電纜及電池原材料的礦業公司均受惠於此。

首域盈信對人工智能的發展持中性態度，投資組合中不乏受惠於數據中心資本開支增加的頂尖科技企業。隨著人工智能進一步融入日常生活，該等公司應可維持長期蓬勃發展。例如，先進人工智能晶片的晶圓代工廠龍頭**台積電**，以及南韓記憶體晶片製造商**三星（Samsung）**及 **SK 海力士（SK Hynix）**皆擁有領先同儕的技術、龐大的營運規模及極高的入行門檻，因此他們的競爭優勢難以被動搖。

我們的分析顯示，在技術變革的浪潮中，那些能善用新技術改進流程、分銷模式及產品的企業，往往都能成為最大贏家。我們的投資組合持有多家企業，正正是以此方式運用人工智能提高業務水平，當中的最佳例子為中國互聯網巨頭**騰訊**，其透過相關技術提升廣告投放的精準度，並增加用戶參與度，藉此擴闊深厚的競爭護城河。

在人工智能資本投資方面，騰訊一直保持相對審慎，與所謂的超大規模全球企業形成強烈對比 - 後者的單一資本開支超越整個行業的年度投資。我們對這類巨額投資能否維持現時的資本回報感到懷疑；相反我們相信，如果企業採取更具針對性的人工智能應用方式，應更有效地可借助技術進步，推動增長及回報表現。長遠而言，我們預期市場終將分辨出能正確善用人工智能的企業，並為其業務帶來可觀獎賞。

因此，我們避開了那些近期增長主要只是依賴超大規模企業開支，而非源於自身基礎實力的企業。雖然這讓我們的相對表現受到影響，但我們認為保持審慎才是合理之舉。在新興市場中，不少企業均被視為人工智能發展的受惠者，特別是欠缺持久競爭優勢的小型零件供應商。該類企業的估值反映市場憧憬資本開支將會無限期增長，然而問這股熱潮能否持久卻不明確。

歷史不會重演，但會驚人地相似

不過，新興市場的表現走勢並非單靠科技發展驅動，其他重要因素也同樣值得關注。其中一項是，近期的新興市場升浪偏向週期性較強的行業，而這些行業與首域盈信的投資方針並不相符。

舉例來說，2025 年表現最佳的指數成份股包括中國國有企業，涉及工業、金融及原材料等行業，他們的企業管治標準參差不一，其資本配置大多由政策主導，而非以股東價值為依歸。另一類增長明顯的企業則是南韓的工業週期股，這類公司的固定成本偏高，且一般缺乏可持續的競爭優勢。

[1] 於 2025 年，MSCI 所有國家亞洲（日本除外）優質指數報升 21%，而 MSCI 所有國家亞洲（日本除外）指數的升幅為 32%。所有指數回報以美元計，已扣除稅項。

我們對這類企業獲得市場追捧的形勢抱持審慎態度。在週期性行業中，企業的管理團隊往往難以預見數季之後的回報前景，卻在市場氣氛良好時較易作出過度投資或進行併購活動，這些做法往往會嚴重損害長期股東回報。

在此市況下，投資者要從質素較差的週期性企業中賺取回報並非不可能，但他們必須具備極高的操作靈活性，而要成功往往更多是取決於運氣。環球金融危機前夕，我們亦見證過類似的情況，房地產及商品板塊備受熱捧，其後在 2020 年至 2021 年期間，互聯網及軟件即服務企業也成為了市場的寵兒。可是當市場環境逆轉，一度備受追捧的企業估值迅速崩塌，升勢有多快，跌勢就有多急，最終令股東蒙受損失。

害怕錯失機會與嚴守基本面法則

近日，亞洲及其他新興市場的絕大部分的回報，集中於少數板塊。充分考慮上述因素後，我們對相關企業維持有限配置。話雖如此，在目前的環境下，市場流動性驅動的投機行為可能推高了某些企業的股價，部分投資經理或會害怕錯失機遇，於是偏離自己的投資理念，追漲買入該類企業。

於首域盈信，我們堅持以質素為核心的投資方針。我們相信，這是為客戶帶來長期資本增長的最佳方式。我們認為，高質素的公司需具備穩健的企業管治、具有吸引力的業務特質，包括長期結構性增長機遇及競爭優勢、健康的財務狀況，例如強勁的自由現金流及較低槓桿水平，而且在可持續發展議題上維持出色的往績記錄。

這類企業即使在最狂熱的牛市被忽視，但卻能創造超越市場預期的持久回報。因此，我們積極把握機會，尋求以合理的價格買入，並長期持有相關股票。

當市況極為暢旺或被動態主導時，我們的投資表現可能暫時落後，但一旦市場泡沫破裂，我們通常能夠迅速收復失地。過往數據顯示，在市況「正常」（定義為一年滾動回報介乎 -15% 至 +15%）及熊市（跌幅超過 15%）中，我們的投資組合表現往往表現較佳，而在市場急升中（一年滾動回報高於 15%）的表現則相對遜色。原因很簡單，我們持倉能保護資本；而當市場的亢奮情緒消退後，投資者必須重新正視盈利及現金流數據這些不可迴避的現實因素，屆時這類公司將能再次獲得市場青睞。雖然投資難以預測，但我們相信以上的市場規律將再度重現。

投資新機遇

當然我們不是並不是只是等待市況逆轉。保持耐性不等於消極被動。我們不斷走訪各個主要經濟體，與企業的管理團隊深入交流，驗證我們的投資觀點，同時探索我們所持有企業所處的整體生態系統。我們近期就到訪過南韓、菲律賓、台灣及印度，並多次前往中國內地考察。

這些行程為首域盈信的旗下策略發掘出大量新的投資機遇，為未來發展注入充足動力。隨着優質企業的估值溢價收窄，我們偏好投資公司估值變得相對更加吸引，尤其是在人工智能投資熱潮下被市場忽視的領域。

以中國為例，受樓市下行的連鎖效應，消費品企業經歷了一段長時間的需求疲弱期。不過，國內家庭儲蓄依然處於高位 - 達人民幣 160 萬億元（22 萬億美元），超過國內生產總值（GDP）的 100%[2]，加上政府致力提振消費，我們認為消費品企業有望迎來反彈。酒店營運商**華住集團**便是一個好例子，近年該公司的多項主要營運指標有所改善，且受惠於旅遊活動增加、城市化進程及消費者喜好升級，集團將有理想的長期增長空間。

印度方面，過去兩年市場估值偏高，導致我們難以尋獲由下而上的投資機會。幸好，當地企業的盈利表現有所改善，部分公司的估值變得更加吸引。以我們曾經投資過的 **Kotak Mahindra Bank（KMB）**為例，在觀察到該行的正面變化跡象後，我們決定將這間公司再次納入首域盈信的多個策略。KMB 的新任行政總裁 Ashok Vaswani 銳意擴展營運規模，並更重視零售銀行發展及數碼轉型。隨著印度的金融儲蓄服務正規化趨勢日盛，預計利好 KMB 的保險、互惠基金及資產管理業務。

與此同時，其他地區的企業管治水平亦不斷提升，以**怡和洋行（Jardine Matheson）**為例。這家植根香港，歷史可追溯至 1832 年的集團，現時業務遍佈整個亞洲。過去數年來，怡和洋行調整企業定位，專注強化各項業務的專業管理，同時陸續退出非核心業務，以提升投入資本回報，並適時以現金回饋股東。考慮到上述正面因素，最近我們的地區策略亦增持了怡和洋行的股份。

另外，在暫時未獲投資者關注的東南亞市場中，我們也發現了不少投資機遇，當中包括總部位於新加坡的互聯網集團 **Sea Limited**。該公司的業務涵蓋電子商務、數碼金融服務及線上遊戲，其領導層極為重視長遠價值的創造。

堅守投資方針

上文提到的近期投資部署，反映了出一個的重點：當市場升勢主要是依賴與人工智能發展相關的週期性低價股所帶動時，亞洲及廣泛的新興市場仍能提供大量長期增長潛力的機遇。

當前我們面對的挑戰並不在於發掘高潛力的企業，或是現有持股的基本面出現問題，而是指數本身的結構及其推動因素。個別企業的增長穩定、前景明朗，市場卻未有重視。雖然這種現象有損我們的相對表現，但也讓我們能夠把握新機會，以增持高度看好的持股。我們相信，企業持續創造穩定的盈利及自由現金流增長，未來將能帶來最可靠的回報。

有見及此，我們堅拒隨波逐流，反而繼續專注於數十年來能不斷為客戶帶來增值資本的企業特質。這些公司擁有盡心盡責的管理層、穩健的資產負債表，並能在不同週期維持盈利增長。在流動性推動市場上行期間，具備以上優勢的企業往往不受投資者關注。不過，在焦點回歸基本面時，這些企業的價值便會真正顯現。畢竟，當潮水退卻、風向逆轉時，只有最優質的企業才是最堅固的船，能走得最穩最遠。

[2] 中金點睛 / 萬得信息（2025 年 12 月）。

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。有關資料來自首源集團認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源集團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，首源集團、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 首源集團的觀點，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。未經首源集團預先同意，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。本資料對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。

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。

首源集團、首源投資、首域盈信資產管理、信衛資產管理、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源集團（註冊編號 53507290B）、首源投資（註冊編號 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）、信衛資產管理（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）的商業名稱。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源集團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。首源集團在不同司法管轄區內有多間公司。

在法律允許的範圍內，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。

© First Sentier Group