FSSA Investment Managers
首域盈信



基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場股票

2026 年 2 月

防守 vs. 進攻：投資取向的取捨

今時今日，世界比過去幾十年顯得更加充滿不確定性。這並非單純的主觀感受，而是真實反映了全球秩序正在發生的轉變。冷戰結束後的年代，全球基本上呈現以美國主導的單極體系，並以規則為本的框架運作。這為全球帶來長時間的「和平紅利」，同時促進了全球貿易及資金流動穩定發展及持續深化。然而，越來越多人發現，這個時代已經趨近落幕。

全球朝著多極化方向發展，本身未必是壞事，但歷史表明這種格局通常更容易引發衝突。隨着權力愈來愈分散，要維持以規則為本的秩序便愈發困難，各方亦更有誘因挑戰其底線。19 世紀末的國際形勢正好提供了一個雖不完美，但仍具參考價值的對照例子。當時正值各大勢力爭相崛起，策略性競爭加劇，衝突危機頻頻出現，而創新及貿易蓬勃依然發展。此非斷言歷史一定會重演 - 事實上歷史鮮有重複 - 重點是要說明多極化格局往往引發高程度的摩擦。

這種轉變對投資者而言具有兩大重要意義。

首先，一直支撐全球資本市場的可靠性溢價可能正開始被削弱。過去數十年來，美國憑藉多項獨特優勢，包括深厚開放的資本市場、強大的制度體系，以及其在全球安全架構上的關鍵角色，鞏固了其作為「最理想及安全」資金避風港的形象。依靠其超然地位，持續吸引資金流入，即使美國在承擔巨額的外部及財政赤字的情況，亦未受到市場的即時負面反應。

然而，若外界對美國制度可預測性的信心有所削弱，即使只是稍有下降，美國的風險溢價亦會隨之上升，而資金分散配置至美國以外便更為合理。有關調整未必發生在朝夕之間，但縱使是以循序漸進的方式發生，對投資者依然會產生深遠影響。尤其是現時新興市場經濟體佔全球本地生產總值（GDP）超過一半，較 25 年前幾乎翻倍，但其全球股票指數中的權重卻僅佔約 10%。[1] 倘若美國與新興市場之間的制度及政策差距收窄，例如美國的可預測性下降，而部分新興市場卻持續改善，就算投資者只是小幅調整資金配置，也可能產生重大影響。

其次，美國「例外論」的政治經濟基礎似乎較以往顯得脆弱。當一個社會的制度允許資本獲取過度收益，同時掏空中產階級，其政治穩定性往往難以長期維持。那些熟悉 20 世紀中期阿根廷及巴西歷史的人對此應該不會陌生。社會不平等加劇、監管體系受到掣肘及政策搖擺不定，這不僅是社會層面需要關注的問題，更會構成實質的投資風險。在此背景下，政府往往會作出更多干預，或推出更多民粹化政策，以致施政結果更難預料。至於將這種現象歸咎於個別政治人物，還是更深層次的結構性因素，實屬次要。關鍵在於：政策環境正朝着可預測性持續下降的方向發展，而這種局面通常不利企業維持較高估值水平。

在此環境下，我們常被問及有關國防股的問：為何我們沒有持有任何國防類股票？畢竟，隨着地緣政治風險升溫，國防相關企業的確更明顯受惠。但我們的答案很簡單，那就是國防企業向來都在我們的剔除名單上。長期以來，我們早已明確界定某些不會投資的範疇，包括生產本身具結構性危害產品的行業（例如煙草）、其商業模式依賴使用者成癮或帶來社會傷害的業務（例如賭博），以及對外影響過大及難以準確定價的業務。

上述標準的共通點並非道德表態，而是出於我們的審慎考量。作為長線投資者，我們著重的是企業的「經營許可」，及其與持份者的利益是否保持一致。從長期持股的角度來看，若企業與主要持份者（包括員工、供應商、客戶或整體社會）的利益無法維持一致，企業或許將要承受持續的經營許可風險及難以預測的監管後果，甚至削弱原本充分的投資理據。過往經驗亦顯示，當某類持份者的利益持續受損，少數股東往往也難以獨善其身。

雖然國防行業屬於另一類型，不過我們應用了相同的風險評估框架看待它。我們並不反對將武器用作正當防衛，但問題在於何謂防衛、何謂侵略，實在難以明確區分。在代理戰爭盛行、軍民兩用技術普及、以及在最終使用者不透明的環境下，國防產品的最終用途本存在高度不確定性。同一套系統既可守護平民安全，但在另一情況下卻可能激發衝突升級。另外，有別於其他眾多行業，國防產業的主要客戶大多是各國政府。換句話說，道德標準最終是取決於政治，而非企業

[1] 資料來源：國際貨幣基金組織，按購買力平價計算的本地生產總值（各國佔比）（https://www.imf.org/external/datamapper/PPPSH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD?year=2026 - 數據擷取於 2026 年 2 月 2 日）及 MSCI 所有國家世界指數（截至 2025 年 12 月 31 日）。

本身可以掌控的。考慮到灰色地帶的問題，我們難以有足夠信心去評估企業的管理及問責情況。若無法清晰掌握產品的最終用途，或確定企業與持份者的利益一致，我們寧願選擇對國防企業保持觀望態度，不作參與。

近期的相對表現

回顧近期投資組合的表現，我們認為有必要作出簡短說明。雖然我們一向我們一般不會著眼於短期表現數據，但自 2025 年中以來，投資組合的相對成績明顯落後，確實需要解釋。從近期表現來看，該策略於 2025 年下半年錄得 7% 升幅（以美元計），全年增長達到 24%（以美元計）。在正常情況下，我們會視之為相當理想的成績。然而，同期的市場回報異常強勁，下半年及全年升幅分別為 16% 及 34%，[2] 有關增長主要來與我們投資方針並不一致的多個基準板塊。當中，表現最突出者包括科技硬件及半導體供應鏈的部分行業（受人工智能資本開支增加所推動）、中國的價值型股票（尤其是國有企業，包括能源相關公司）、南韓的週期股（不包括記憶體行業，我們的持倉主要是 SK 海力士（SK Hynix）及三星電子），以及新興市場的整個材料板塊。

綜合而言，我們的投資表現與市場存在差距，主要源於上述板塊的共同作用，下文將說明我們的投資佈局及未有部署的板塊。我們先從資訊科技硬件行業開始，儘管我們認為該行業的資本開支週期強勁，並繼續持有台積電與 SK 海力士（詳見先前刊發的客戶通訊《人工智能：極端年代》），我們卻對大部分科技硬件企業是否適合長期投資保持審慎。根據我們的經驗，這類企業通常是結構性的「價格接受者」，而非「價格制定者」。他們身處競爭激烈及資本密集的行業，長遠難以維持持續的競爭優勢。當行業盈利大幅超出正常水平時，企業傾向迅速擴充產能，新的競爭者亦紛紛進場，最終壓縮利潤及回報。除了少數門檻較高的領域，例如晶圓代工及記憶體半導體行業外，大多數硬件企業皆難以長期維持價值增長。

基於類似的結構性因素，我們認為中國的價值型股票、南韓週期股（記憶體公司除外），以及新興市場的大部分材料股，均不太適合長期投資者。該類企業經常存在結構性問題，而且無法根治。首先，中國的價值型股票主要由國有企業主導，與少數股東的利益一致性較弱，其資本配置決定也經常以政策目標驅動，而非投資回報。其次，南韓週期股本身極易受到週期性因素所影響，盈利可能大幅波動，缺乏持續複利增長的基礎。有別於 SK 海力士及三星電子等記憶體企業，南韓大多數產業都是資本密集型行業，但缺乏可持續的競爭優勢。這些企業的固定成本偏高、定價能力有限，加上可以迅速調整產能，在經濟週期內往往對回報構成壓力，不利於創造持續的超額回報。最後，類似的結構性挑戰同樣困擾著新興市場的整個材料板塊。不少相關企業本身是國有背景，或身處法治制度未如理想的地區。因此，政策「一紙定江山」政的風險，成為了拖累長期股東回報的重要因素。

在某些時候，我們的投資方針可能不受市場青睞。舉例來說，假如市場升勢是由流動性支撐，受益於強勁資金流帶動的週期股及深度價值股應會表現突出，反觀重視企業質素及基本面的投資方針則會表現落後。然而，面對充滿不確定性的市況，我們也未有改變投資方式。事實上，當前環境更加體現了我們堅守核心投資原則的重要性。我們選擇專注買入擁有持久競爭優勢、經常性現金流、穩健的資產負債表、卓越管理團隊，而且擁有者與股東利益一致的企業。我們以長線投資為目標，縱然相對回報偶爾出現落差在所難免，不過在經歷多個不同的市場週期後，我們體會到遵守嚴格的投資流程，並專注於價值創造的基本面，最終必能帶來豐厚回報，只是這個過程中難免會有起伏！

在市場反彈期間，我們密切觀察估值水平。我們相信，目前的持倉仍能帶來吸引的長期增長機遇。根據我們的分析，中期而言，投資組合企業的加權平均盈利可望錄得約中至高雙位數的複合年均增長率。有關數字在歷史上一直高於整體市場，我們亦預期未來幾年將延續類似趨勢。在此增長背景下，以股價與自由現金流比率計，投資組合的整體估值為 17.8 倍，低於大市的 22.1 倍。鑑於增長前景理想，我們認為投資組合的估值[3] 吸引及合理，並對絕對及相對回報感到樂觀。

新的投資：Sea Limited

最後，我們建立了 Sea Limited 的倉盤，其為一間東南亞互聯網集團，主要業務包括電商（蝦皮購物）、數碼金融服務（SeaMoney/Monee）及網上遊戲（Garena）。該集團的營運集中於東南亞，同時亦正逐步擴大巴西市場。

早在多年前，我們便開始留意 Sea Limited。於 2018 年，我們首次與該公司開會，並於 2020 年初展開更實質的研究。不過，當時尚有太多不確定因素，故此我們未有作出投資。時至今日，我們認為 Sea Limited 較以往更具結構性吸引力。該公司的遊戲行業繼續產生可觀的盈利及大量現金，即便市場漸趨成熟，該項業務依然是重要的盈利引擎。相比之下，我們對 Sea Limited 電商及金融科技業務的看法變化最大。過去，我們曾認為該公司要在第三方市場平台建立可持續優勢頗具難度，加上核心市場的負擔能力問題將限制業務滲透。然而，我們持有的另一間拉丁美洲網上市場平台 MercadoLibre 卻證明，這些挑戰都是可以克服的；而蝦皮購物亦同樣成功執行業務策略。在印尼及越南等關鍵市場，蝦皮購物的規模優勢已經開始形成自我強化效應。憑藉較高的訂單密度，蝦皮購物能夠提升物流效率、降低送貨成本及提升用戶黏性，從而有效鞏固領先地位。

同樣地，我們本來也不肯定 Sea Limited 金融科技業務的潛力，幸好 MercadoLibre 再次提供了有用的參考。電商企業掌握大量商戶及消費者數據，而且非必需消費活動往往自然地帶來信貸需求，因此該類業務明顯是構建金融科技生態系統的理想基礎。如果 Sea Limited 跟隨 MercadoLibre 的發展軌跡，金融科技業務最終有機會超越電商業務，成為主要的利潤來源。

過去數年，我們與 Sea Limited 的管理團隊多次見面。我們認為，該公司的領導層具備長遠目光，他們共事多年並專注建立可持續發展的業務王國。在新冠疫情爆發後，該公司一

[2] 首域盈信全球新興市場核心綜合基金與 MSCI 新興市場指數的比較（截至 2025 年 12 月 31 日）。

[3] 本文的所有企業數據來自年度報告或其他投資者報告。企業及投資組合的財務指標與估值來自 FactSet 及彭博。截至 2026 年 2 月 2 日或另行註明。

度遇上挑戰，但對其成長似乎起了關鍵性的塑造作用。Sea Limited 的創辦人李小冬及高級管理團隊不單熬過了艱難的調整期，更作出放棄獎賞安排的痛苦決定。在面對重重壓力時，他們亦與員工保持良好溝通。最終，Sea Limited 的實力有所提升，管理紀律變得更加嚴謹紀律，策略也變得更為積極主動。如今，該公司對長期價值創造更為重視，強調將資金再投資於物流及客戶體驗上，而不單單追求短期盈利。

在我們購入股份時，Sea Ltd 的自由現金流率為 5%。儘管價格不算便宜，但考慮到企業質素提升，我們仍然認為公司估值日益顯現吸引力。預期 Sea Ltd 將可持續帶來現金流增長，促進長遠的價值創造。展望未來，我們期待長線持有這間公司。

一如以往，我們希望感謝您一直的支持。

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。本資料所載資料僅供參考，並不構成投資意見及／或建議，且不應作為任何投資決定的基礎。本資料所述部分基金未獲授權在若干司法管轄區向公眾人士要約／發售。

投資價值及收益可跌亦可升，閣下也許未能取回投資本金。過往表現未必可作日後業績的標準。投資者欲知有關詳情，請參閱基金銷售文件，包括風險因素。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。本資料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。

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。

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。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。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（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