

## 駕馭不斷演變的新興市場股市



**Steven Gray**, 特許財務分析師  
環球新興市場股票  
基金經理  
新加坡瀚亞投資



**Samuel Bentley**  
客戶基金經理  
新加坡瀚亞投資

**在不斷演變的新興市場，嚴謹的投資流程和理念有助識別根深蒂固的投資者取向，從而為投資者帶來助益。在後疫情時期，市場將會面對更多衝擊，但同時亦展現投資機遇，因此著重穩健的估值分析和行之有效的方法，配合豐富的經驗，將會是繼續經得起時間考驗的投資策略。**

在過去20年，MSCI新興市場指數的國家/地區、行業及股票成份經歷重大變動，這反映經濟週期、社會政治事件、政府改革政策、行業趨勢及眾多其他因素的影響。此外，這亦受資產管理業特有的技術性因素所左右，包括指數成份規則、主題投資興起和交易所買賣基金 (ETF) 日趨普及等因素。最近，市場日漸聚焦於環境、社會及管治 (ESG) 投資，與此同時，投資者越來越關注性別平等、碳足跡和良好企業公民等社會議題。由於新興市場的許多變動源頭重疊或並行，本文只專注分析部份大型國家和行業在過去20年的發展趨勢。

### 新興市場不斷演變

國家方面 (圖1)，雖然多年來，許多國家獲納入和被剔除 (偶爾獲重新納入) MSCI新興市場指數，但有一些重大變動值得我們留意。其一是在20年前，中國只佔MSCI新興市場指數的5%。隨著中國錄得驚人

的經濟增長，加上逐步向外國投資者開放內地金融市場，現時中國佔該指數的比重已超過35%。中國的指數比重持續上升，使部份主要市場的比重下降。例如在2002年，南韓是最大權重的新興市場，約佔指數20%；現時，其比重只接近10%。同樣，在2002年，南非的指數比重幾乎接近15%，現時卻少於5%。

然而，並非所有變動都是單向的。巴西便是指數比重 (及經濟) 起伏的最佳例子。在商品超級週期帶動下，巴西的指數比重由2000年少於10%升至2009年的17%，曾一度成為第二大指數成份國。面對2007年全球金融危機衝擊，其升幅戛然而止，現時只佔MSCI新興市場指數5%。

在過去多年，新興市場的行業成份亦顯著有變 (圖2)。雖然調整納入MSCI指數的準則可能使大局未明，但若干趨勢仍清晰可見。現時，金融業是最大權重的行業，佔MSCI新興市場指數24%，2000年僅佔17%。

這反映銀行業對經濟舉足輕重，使其穩佔指數比重。此外，這也是由於隨著時間推移，相對其他行業，較多金融企業獲納入指數。

其他行業的走勢則較為反覆。現時，大部份市場討論都與科技業相關，似乎反映科技業在新興市場和已

發展市場的重要性只會與日俱增。有關評論顯然忘記了在2000年，資訊科技是最大權重的行業，佔指數19%，其後科網股泡沫爆破，使其比重急跌至只有10%。然而，資訊科技業的比重自此逐步回升，現已成為第二大權重行業，佔指數約16%。誠然，即使資訊科技業的比重回升，但也可能低估了「科技」業現時的真正規模，因為指數成份股定義出現變動，使多間人所共知的「科技」巨企轉而歸類於其他行業。舉例來說，阿里巴巴由資訊科技業轉為非必需消費品業，帶動後者的指數比重升至接近15%。然而，原則仍然不變，即部份行業或國家的比重由多項因素帶動，包括當時備受市場追捧的程度，而這些因素並不一定反映其真正的相關價值。

也許，資訊科技業的最佳反面例子是MSCI新興市場指數涵蓋的商品業。在商品超級週期帶動下，物料和能源業由21世紀初合佔指數22%，升至2007年高峰時的超過30%。其後兩者的比重急跌，現時合共佔指數略高於10%。正如過去多個週期，在商品週期見底時，市場充斥著供應過剩和需求前景未明的憂慮，密切關注現時油價走勢的投資者應不會對此感到陌生。

上文不應被視為商品價格上升或科技業突然逆轉的預測。我們並不擬作出任何該等預測，只是純粹觀察新興市場曾經出現的轉變。

### 有些因素恒久不變

新興市場將在未來持續經歷變化，但投資者取向很可能保持不變。人類情緒和投資者行為偏差將繼續帶來股票錯誤定價的機會，謹守紀律的價值型投資者可善用這些機會獲利。

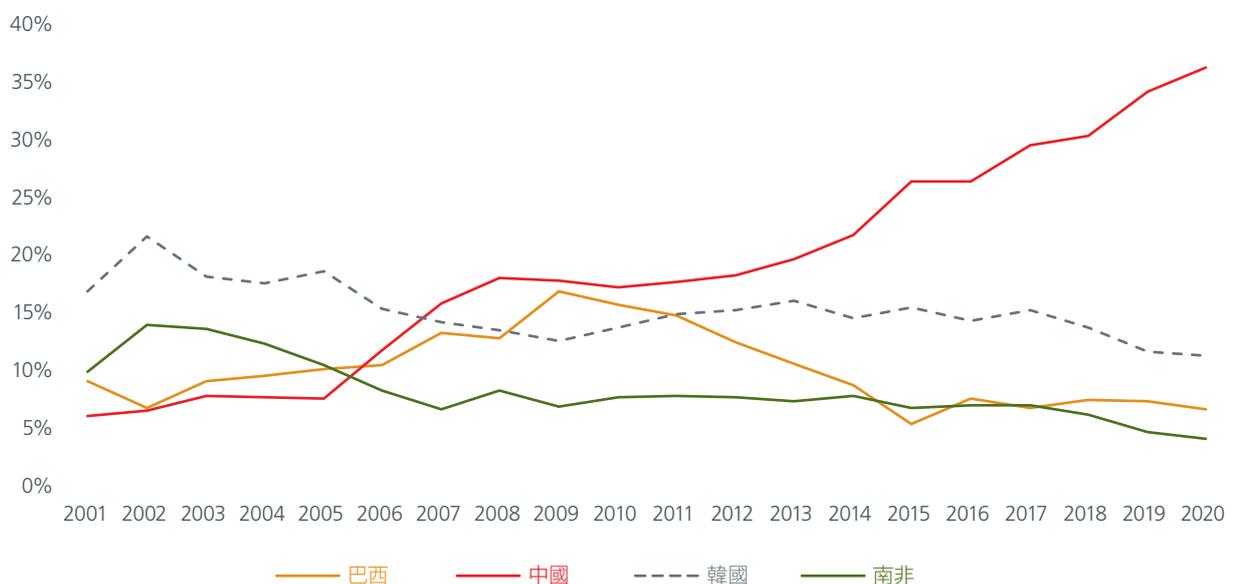
戰鬥或逃跑 (fight or flight) 是最原始的人類行為偏差，時刻存在於股市。在避險情緒升溫期間，投資者往往會蜂擁至受追捧和具防守性的優質股。在這些時期，投資者受到情緒影響，一般會為穩定性和安全性支付過高代價，以求安心，也會在幾乎不理會估值的情況下遠離週期股。這通常會為備受忽略的股票提供強大理由，在週期轉向時展現出色表現。

短期主義或近期偏見是另一項常見偏差。投資者傾向注視公司的近期佳績，並將這出色表現推斷為長遠甚至永久的趨勢，然後為此付出高昂的相關代價。然而，歷史不斷提醒我們，即使增長放緩的確實原因並不總是顯而易見，只有極少數公司可在一段長時間錄得高於平均的增長。另一方面，市場通常很快便會拋售表現令人失望的公司。

### 嚴守紀律必不可少

我們認為投資者需要嚴謹的投資理念和策略，以駕

圖1：MSCI新興市場指數的個別國家比重 (%) — 2001年至2020年



資料來源：瀚亞投資、MSCI，截至2020年2月28日。

馭新興市場不斷演變的市況，從而發掘市場的行為偏差和把握結構性超額回報的機遇。

這涉及集中研究絕對和相對估值訊號吸引的股票，有關指標包括市盈率、市帳率和股息率。

在股價表現層面評估這些指標，可助投資者發掘過去評價高，但因價格事件而導致估值大幅回落的股票。這項紀律原則亦有助投資者迴避誘惑，以免過度關注備受追捧且最熱門和有「新鮮感」，但估值非常昂貴的股票。

我們深明股票研究並無單一方法，因為每項股票研究都可能需要一些獨特的觀點。不過，利用倍數方法的標準估值模型可助防範潛意識的影響，從而實現預期的估值目標。利用貼現現金流量、剩餘收益分析、股息折現模型的倍數方法，以及早前提述的倍數估值方法，亦可緩減個別方法的固有潛在偏差，這些偏差偶爾會偏好個別類型的股票。

雖然各種模型和方法可為投資者提供估值指引，但了解公司在現金流、負債水平和ESG等方面的潛在風險亦同樣重要。在這些情況下，我們發現並無其他方法可替代經驗積累或親身參與，包括諮詢專家意見和與管理層會談。

最重要的是，我們認為投資者應聚焦於企業的可持續收益，而非猜度其短期盈利。公司價格往往會因市場過度關注近期盈利而變得便宜。不過，若投資者能夠看透眼前憂慮和恐慌，應可在盈利回復正常時受惠於其上升潛力。

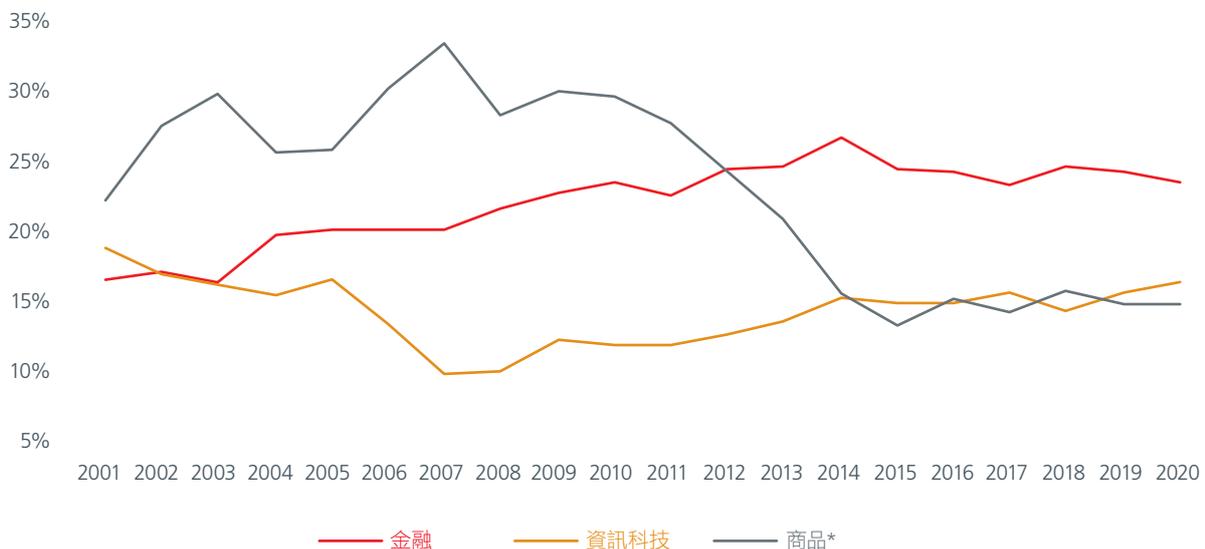
### 經得起時間考驗

對新興市場來說，變化絕非新事。在後疫情時期，供應鏈衝擊、商品價格動態和新興市場政策官員近日推行寬鬆措施，將帶來長遠影響和進一步的變化。與此同時，這些錯位會為長線投資者提供機遇。在前景不明朗的時期，聚焦於持久的事物似乎較為合理。

由於投資者取向不會改變，嚴謹的投資流程和理念有助識別根深蒂固的取向，從而為投資者帶來助益。多年來，我們一直堅地不移地聚焦於估值和公司的可持續盈利趨勢。我們認為這個策略配合團隊多元化和深入的經驗，有助我們駕馭未來變化和經歷時間的考驗。

**本文摘錄自「新興市場的持久投資策略 (An enduring investment approach for Emerging Markets)」。如欲索取文章，請與您的當地瀚亞投資銷售主任聯絡。**

圖2：MSCI新興市場指數的個別行業比重 (%) — 2001年至2020年



資料來源：瀚亞投資、MSCI，截至2020年2月28日。\*商品反映整體MSCI能源和物料業。

---

## 免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文件由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞投資香港」)編制，僅供數據參考。未經事先書面同意，不得翻印、刊發、傳閱、复制或分派本文件全部或部份予其它任何人士。本文件並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。投資者未獨立核實本文件內容前，不應採取行動。本文件所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文件所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文件資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表任何瀚亞投資香港或瀚亞投資基金將來或有可能達致的表現。投資的價值及其收益，可跌亦可升。投資涉及風險，投資者或無法取回最初投資之金額。瀚亞投資香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞投資香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 沒有任何關係。本文件由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。

瀚亞投資  
eastspring  
investments

英國保誠集團成員 

---

曼谷 | 芝加哥 | 胡志明市 | 香港 | 雅加達 | 吉隆坡 | 倫敦 | 盧森堡 | 盧森堡 | 首爾 | 上海 | 新加坡 | 台北 | 東京