



# BARINGS

股票

## 新興市場股票： 演變與轉型

霸菱視野



**Michael Levy**

新興市場股票投資團隊聯席總監



**William Palmer**

新興市場股票投資團隊聯席總監

科技創新、消費者信心增加以及對環境、社會及管治 (ESG) 的日益關注正在重塑新興市場股市的長遠增長機會。

新興市場於過去十年經歷翻天覆地的巨變。在傳統意義上，新興市場經濟體系都被視為以低成本製造業及商品生產等「傳統經濟」行業為主導，然而，許多新興市場經濟體系已經從「第一產業」及「第二產業」轉型至「第三產業」或「服務業」<sup>1</sup>。這種演變已在構成可投資的新興市場股票範疇上得以體現，新經濟行業（包括非必需消費品、資訊科技、通訊服務及醫療保健）目前佔新興市場基準指數約55%，所佔權重幾乎是10年前的兩倍。與此同時，能源、物料、工業及公用事業等傳統經濟行業的規模減少近半，目前佔指數約19%<sup>2</sup>。這種變化發生之範圍廣泛，由中國、印度、南非至巴西等。

儘管我們繼續在傳統行業的部份公司中物色到價值，我們認為新興市場前景的廣泛轉變、消費模式的變化及對可持續發展的日益關注，為受惠於這些趨勢及 / 或推動這方面變革的新興市場企業帶來具有吸引力的長遠投資機會。

## 於新興市場中快速增長的行業令人矚目

儘管環球市場都在向新經濟轉型，但新興市場企業在許多快速增長而又高度集中的行業中均處於領先位置。

### 新興市場的電動車電池行業增長領先環球市場

電動車電池行業就是箇中例子。在環球推動綠色投資的環境下，電動車電池行業一直是主要受惠行業之一，這在很大程度上歸功於政府推出對清潔能源的補貼措施，從而有助於縮小電動車與傳統內燃機車輛之間的價格差距。這反過來亦增加了需求（預計到2025年將增長5.4倍<sup>3</sup>），並因此而提高產量、提升效率以及降低生產成本。隨著此等趨勢繼續發揮作用，預計電動車與傳統汽車之間的價格差距將進一步收窄，到2025年更將會十分接近<sup>4</sup>。

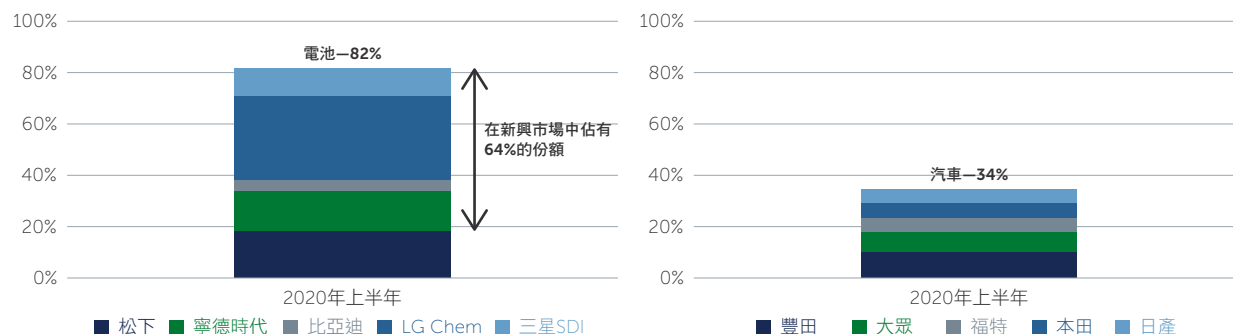
考慮到對其傳統業務的衝擊日益增加，環球汽車公司正加大對新電動車設計方面的投資力度，這應會帶動市場推出更多的新車型。加上預計價格差距將會縮小，有望在未來十年推動電動車的銷量及市場滲透率進一步上升。我們認為這有利於主要的電動車電池生產商，當中許多生產商已經與環球主要的汽車公司簽訂長期供應合同<sup>5</sup>。

1. 第一產業主要是獲取原材料，而第二產業則主要是將這些原材料製成產品。第三產業是指支持生產及分銷流程的商業服務。
2. 資料來源：霸菱及Factset。截至2020年9月30日。
3. 資料來源：滙豐銀行。截至2020年9月30日。
4. 資料來源：滙豐銀行。截至2020年9月30日。
5. 資料來源：麥肯錫。截至2020年。



從投資的角度來看，電動車電池市場高度集中於五大生產商，佔該市場的82%，而其中四家生產商的總部均位於新興市場，並佔有64%的市場份額（圖一）。

圖一：五大電動車電池生產商相對於五大汽車生產商所佔的環球市場份額



資料來源：滙豐銀行及歐洲汽車製造商協會(ECEA)。截至2020年9月30日。

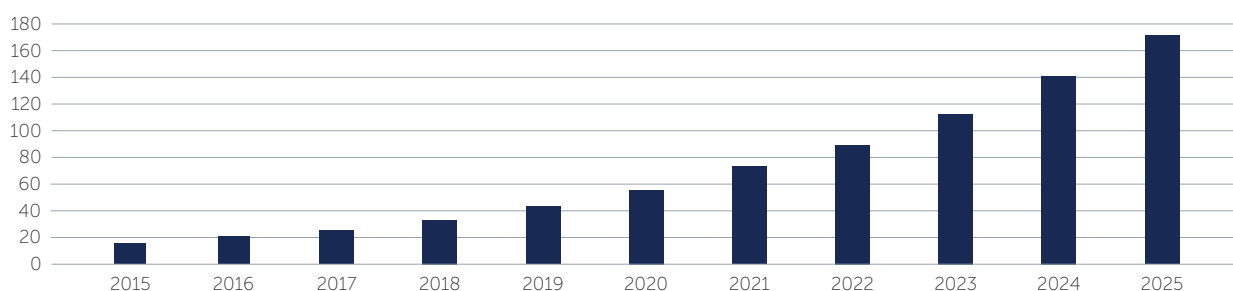
### 新興市場於記憶體及晶圓代工行業佔據領先地位

記憶體儲存及晶圓代工是新興市場在新經濟行業佔有主導地位的又一例證，新興市場日後有望受惠於此領域的長遠增長趨勢。在過去20年，部份由於不斷增加的技术障礙，記憶體儲存行業歷經穩定的產業整合，令主要生產商的數量從24家減少至3家。其中，最大的兩家均為新興市場公司，佔該市場的71%<sup>6</sup>。與此同時，該行業正經歷強勁的增長，過去十年的複合年增率達到28%，部份是由於智能手機滲透率不斷提升，加上每台設備的記憶容量亦不斷增加所致<sup>7</sup>。

晶圓代工行業生產控制電子設備並使其能夠執行各種功能的微處理器，這個行業亦曾經歷巨大的演變。十年前，總部位於矽谷的Intel為該市場的領袖，遠遠領先於台灣積體電路製造公司(台積電)及三星等公司。如今，市場格局已經截然不同，目前台積電及三星在技術發展方面均走在前端。事實上，Intel有史以來首次正考慮將生產外包予台積電。

儘管電動車及晶圓代工行業均已發展得十分成熟，但鑑於強勁的需求帶動，有望為其長遠增長提供支持，故此我們認為這些行業的前景仍然良好。例如，政府、公司及個人每年產生的數據不斷上升，從而推動對記憶體、儲存以及分析及處理數據的高級微處理器的需求（圖二）。與此同時，雲端數據中心的資本開支繼續強勁增長，而日後推出具備人工智能功能的服務器亦可能會帶來更強勁的需求。

圖二：數據增長（澤位元組，ZB）

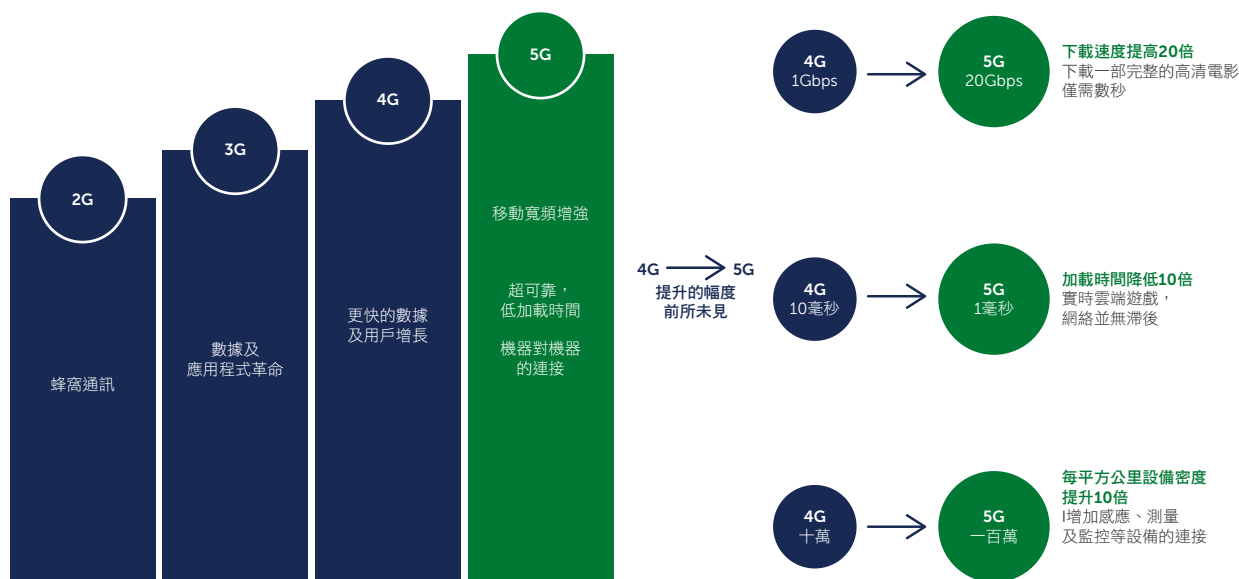


資料來源：霸菱及Intel。截至2020年。

6. 資料來源：霸菱及摩根士丹利。截至2020年。  
7. 資料來源：霸菱、摩根士丹利及Intel。截至2020年。

最後，隨著5G技術於全球持續發展，將產生更多的數據。雖然移動技術由2G發展至4G帶來了巨大的裨益，然而，從4G發展至5G更是顯著的躍進，預計將使下載速度提高20倍，而加載時間降低10倍以消除網絡滯後。移動設備、自動駕駛汽車、家庭及工業物聯網、網絡以及數據中心之間的互聯互通亦將呈指數式增長。產生的數據將會越來越多，意味着所有設備的微處理器都需要更新換代。我們相信這種更新將會需要一段時間，為記憶體及晶圓代工行業提供長期需求，而新興市場公司在這兩個行業中佔有相當的比例。

圖三：5G：規模數據一覽



資料來源：霸菱及Intel。截至2020年。Gbps為數據傳輸速度每秒吉比特。

## 新興市場企業把握不斷轉變的消費模式

新興市場消費模式已經發生重大變化，並代表著一種結構性轉變，很可能會塑造未來數年新興市場股市的投資機會。縱觀整個新興市場，國內生產總值繼續快速增長，突顯新興市場經濟體系強勁的消費需求。城市化進程持續推進，在很大程度上為消費增長前景提供支持，這是由於新興市場人口為尋求更好的工作及生活水平而遷往城市，令經濟生產力得以提升，消費能力亦隨之提高。此外，新興市場中產階層正不斷擴大，即表示消費者正從購買基本用品轉向擁有可自由支配的消費能力。

新興市場消費增長顯著，而且本質上肯定是結構性的；從投資的角度而言，特別具有吸引力的是新興市場有許多消費品公司均走在這些發展趨勢的前端。在許多情況下，這些公司以創新及差異化的商業模式營運，能很好地迎合新興市場消費者獨特而又時常變化的品味。例如我們在新興市場中看到的主要趨勢之一便是最近數年智能手機的引入和普及，我們預計滲透率將會繼續加速增長，將由目前的約45%提高至2025年的80%<sup>8</sup>。同時值得注意的是新興市場消費者的參與度似乎遠高於已發展市場消費者，每日花費在移動設備上的時間超過全球平均水平的三小時；在印尼及泰國，每日的使用時間更長達四小時<sup>8</sup>。

8. 資料來源：皮尤研究中心：智能手機的擁有量於全球迅速增長，但增長並不均衡。截至2019年。

我們認為這一環境有望為新興市場帶來大量的投資機會。例如電子商務一直是消費模式轉變的最大受惠者之一。在過去數年，甚至隨著新型冠狀病毒疫情爆發，新興市場的在線零售銷售額佔購物總額的百分比出現顯著增長。中國目前正帶領著這場變革，滲透率接近20%。雖然這引發關於中國增長主題是否已經結束的一些疑問，我們卻認為市場一直在低估中國電子商務市場的增長潛力，預計日後滲透率仍會進一步提高。縱觀其他新興市場的滲透率都較低，即表示企業隨著消費者日益趨於線上購物而獲得重大機會。

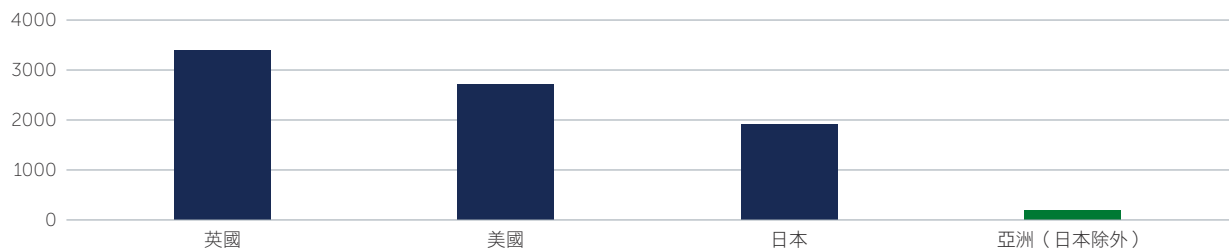
在線提供商品及服務的範圍亦顯著擴大，目前涵蓋眾多不同行業。例如在線雜貨店的滲透率仍然較低，但在不斷增長。在這方面，中國亦處於領先位置；鑑於該市場的現有食品零售商與新進入者（其中大多數為電子商務平台）之間持續競爭，我們預計滲透率將會進一步提高。網絡遊戲行業提供進一步的潛在機會，並且已成為整個新興市場的主要娛樂方式。該行業收入已經超過1,620億美元，而相比之下，傳統的媒體消費形式（如唱片及影院）相形見绌；中國及亞太區佔該行業收入總額約50%<sup>9</sup>。我們認為特別值得留意的是，推動該行業發展的大量知識產權及人才都集中在新興市場國家。機會並且是廣泛存在。例如東歐擁有蓬勃發展的遊戲產業，目前正在開發一些最為成功的遊戲，而這些遊戲在已發展及新興市場均有發售。

## 傳統產業被迫適應

隨著技術進步及消費者需求轉變，傳統行業的企業面臨著適應的壓力，而這本身就有可能帶來更多的投資機會。例如製造及生產行業在某些領域正面臨重大衝擊，尤其是自動化領域的衝擊尤甚。儘管這為採用傳統商業模式的公司帶來挑戰，但亦為某些能夠更好地適應及利用自動化來提升營運效率的公司帶來機會。

保險業是最典型的例子。消費者越來越傾向於購買汽車及房屋等高價值資產，並且一併購買保障這些資產的保險產品。缺乏公共醫療保健方面的保障亦推動市場對健康及人壽保險產品的需求。從目前的滲透率來看，新興市場的人均保費處於較低水平（圖四）。我們認為適應這一需求的保險公司將有望從中受惠，特別是那些利用人工智能蒐集及分析數據、為風險定價以及對消費者進行交叉銷售的保險公司。

圖四：保險：人均保費（美元）



資料來源：友邦保險。截至2020年。

新興市場國家的家庭財富穩步增長亦令生活方式出現轉變，特別是對健康及養生方面的關注有所增加。於過去數年，在中國舉辦的馬拉松及跑步比賽的場數迅速飆升。隨即，我們看到市場對休閒產品以及運動服和設備的需求亦在加速增長，從而為國內生產及國際品牌產品帶來一系列投資機會。然而，這一趨勢非中國所獨有；並同樣在許多其他新興市場國家亦有出現。

9. 資料來源：Newzoo及高盛。截至2020年。



## ESG日益受到關注

論及影響新興市場股市長遠投資機會的趨勢，環境、社會及管治(ESG)因素亦是最廣受關注的因素之一。新興市場的ESG標準及新興市場企業的ESG評級必然低於已發展市場及其企業。這表明隨著時間推移，新興市場股票投資者有很大的潛在機會受惠於ESG的改善。同時值得留意的是，許多新興市場企業已經在提高其ESG標準，從2019年獲得較低的ESG評分到2020年獲得較高的評分便可見一斑。這一變化是受到多項因素所推動，由政府強制執行ESG實踐至行業或證券交易所制定監管規定等。

我們有理由相信這一勢頭將會加速發展，特別是考慮到從投資的角度來看，一家公司的ESG憑據可能會影響其吸引力。與ESG標準趨於惡化的公司相比，那些積極努力提高其ESG評分的公司往往被視為風險較低。與此同時，較高的ESG標準有助於提高可持續性，同時亦有利於公司的估值，而表現出ESG標準不斷改善的公司往往具有更高的溢價。

此外，我們以投資者的身份，積極與公司就ESG問題進行互動至關重要。最終，我們認為從披露及行為方面促進ESG標準提升是推動正面成果的一個關鍵因素，這不僅對資產所有人有利，社會及環境亦同時受惠。

## 重要啟示

新興市場正經歷翻天覆地的轉變及發展，重塑整個新興市場股市的長遠投資機會。縱觀當今市場，我們認為那些受惠於新興市場正在發生長遠轉型或在當中起到推動作用的企業存在投資機遇，特別是那些擁有靈活商業模式的企業，以及那些特許經營業務有所改善、增長機會及其他競爭優勢目前尚未被識別的企業。作為專注於基本因素，並採取「由下而上」選股方式的投資經理，我們認為管理層實力雄厚、資產負債表穩健，以及ESG動態及政策良好的企業尤其具有投資價值。此外，我們亦致力透過股本成本計算掌握宏觀風險，並確保一家企業的ESG評分會自動影響其股本成本。儘管短期記憶體在風險及不確定性，無論是疫情大流行、政治還是經濟增長，短期內的風險及不明朗因素於可見未來很可能會繼續帶來負面消息，但新興市場股市的長遠增長機會仍然頗具吸引力。

霸菱為一家管理逾3,450億美元\*資產的環球投資管理公司，致力尋找不同的投資機遇，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場構建長線投資組合。作為美國萬通的子公司，霸菱的投資專才常駐北美、歐洲及亞太區，旨在為其客戶、社區及員工提供服務，並竭力實踐可持續發展及負責任的投資。

#### 重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及/或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

\*截至2020年12月31日

21-1526046