



BARINGS

股票

新兴市场股票： 演变与转型

霸菱视野



Michael Levy

新兴市场股票投资团队联席总监



William Palmer

新兴市场股票投资团队联席总监

科技创新、消费者信心增加以及对环境、社会及企业管治(ESG)的日渐关注正在重塑新兴市场股市的长远增长机会。

新兴市场于过去十年经历翻天覆地的巨变。在传统意义上，新兴市场经济体系都被视为以低成本制造业及商品生产等「传统经济」行业为主导，然而，许多新兴市场经济体系已经从「第一产业」及「第二产业」**转型**至「第三产业」或「服务业」¹。这种演变已在构成可投资的新兴市场股票范畴上得以体现，新经济行业（包括非必需消费品、资讯科技、通讯服务及医疗保健）目前占新兴市场基准指数约55%，所占权重几乎是10年前的两倍。与此同时，能源、物料、工业及公用事业等传统经济行业的规模减少近半，目前占指数约19%²。这种变化发生的范围较为广泛，包括中国、印度、南非、巴西等。

随着我们继续在传统行业的一部分公司中发现投资价值，我们认为新兴市场前景的广泛转变、消费模式的变化及对可持续发展的日渐关注，更为受益于这些趋势及/或推动这方面变革的新兴市场企业带来具有吸引力的长远投资机会。

于新兴市场中快速增长的行业令人瞩目

全球市场都在向新经济转型，而新兴市场企业在许多快速增长而又高度集中的行业中均处于领先地位。

新兴市场的电动车电池行业增长领先全球市场

电动车电池行业就是一个例子。在全球推动绿色投资的环境下，电动车电池行业一直是主要受益行业之一，这在很大程度上归功于政府推出对清洁能源的补贴措施，有助于缩小电动车与传统内燃机车之间的价格差距。这亦增加了对电动车电池的需求（预计到2025年将增长5.4倍³），并因此促使电动车电池企业提高产量、提升效率以及降低生产成本。随着这种趋势继续发挥作用，预计电动车与传统汽车之间的价格差距将进一步收窄，到2025年将会更加接近⁴。

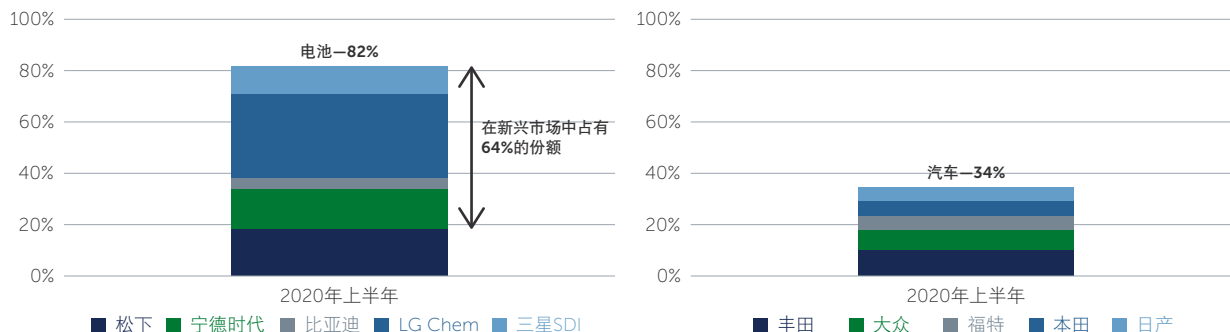
考虑到对其传统业务的冲击日渐增加，全球汽车公司正加大对新电动车设计方面的投资力度，这应会带动市场推出更多的新车型。加上预计价格差距将会缩小，在未来十年有望推动电动车的销量及市场渗透率进一步上升。我们认为这有利于主要的电动车电池生产商，当中许多生产商已经与全球主要的汽车公司签订长期供应合同⁵。

1. 第一产业主要是获取原材料，而第二产业则主要是将这些原材料制成产品。第三产业是指支持生产及分销流程的商业服务。
2. 资料来源：霸菱及Factset。截至2020年9月30日。
3. 资料来源：汇丰银行。截至2020年9月30日。
4. 资料来源：汇丰银行。截至2020年9月30日。
5. 资料来源：麦肯锡。截至2020年。



从投资的角度来看，电动车电池市场高度集中于五大生产商，占该市场的82%，而其中四家生产商的总部均位于新兴市场，并占有64%的市场份额（图一）。

图一：五大电动车电池生产商相对于五大汽车生产商所占的全球市场份额



资料来源：汇丰银行及欧洲汽车制造商协会(ECEA)。截至2020年9月30日。

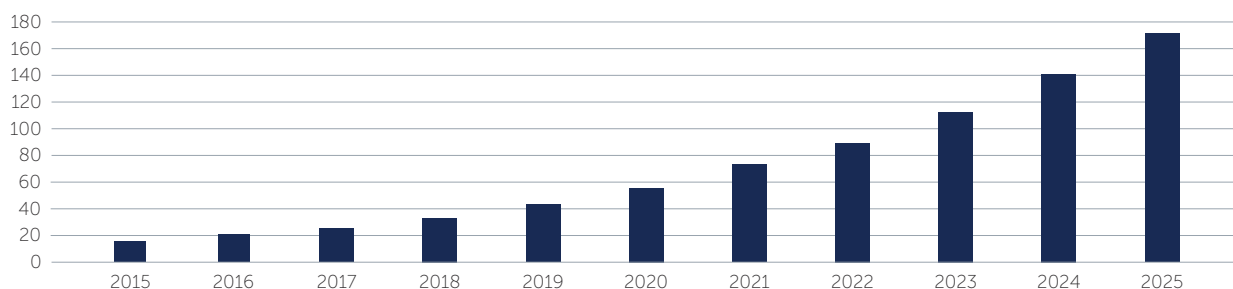
新兴市场在内存及晶圆代工行业占据领先地位

内存储存及晶圆代工是新兴市场在新经济行业占有主导地位的又一例证，新兴市场日后有望受益于此领域的长远增长趋势。在过去20年，由于不断增加的技术障碍，内存储存行业历经稳定的产业整合，导致主要生产商的数量从24家减少至3家。其中，最大的两家均为新兴市场公司，占该市场的71%⁶。与此同时，该行业正经历强劲的增长，过去十年的复合年增长率达到28%，一方面是由于智能手机渗透率不断提升，另一方面每台设备的记忆容量也在不断增加⁷。

晶圆代工行业生产控制电子设备并使其能够执行各种功能的微处理器，这个行业亦曾经历巨大的演变。十年前，总部位于矽谷的Intel为该市场的领袖，远远领先于台湾集成电路制造公司(台积电)及三星等公司。如今，市场格局已经截然不同，目前台积电及三星在技术发展方面均走在前端。事实上，Intel正有史以来首次考虑将生产外包给台积电。

尽管电动车及晶圆代工行业均已发展得十分成熟，但鉴于强劲的市场需求，有望为其长远增长提供支持，故此我们认为这些行业的前景仍然良好。例如，政府、公司及个人每年产生的数据不断上升，从而推动对内存、储存以及分析及处理数据的高级微处理器的需求（图二）。与此同时，云端数据中心的资本开支继续强劲增长，而日后推出的具备人工智能功能的服务器亦可能会带来更强劲的需求。

图二：数据增长（泽位节，ZB）

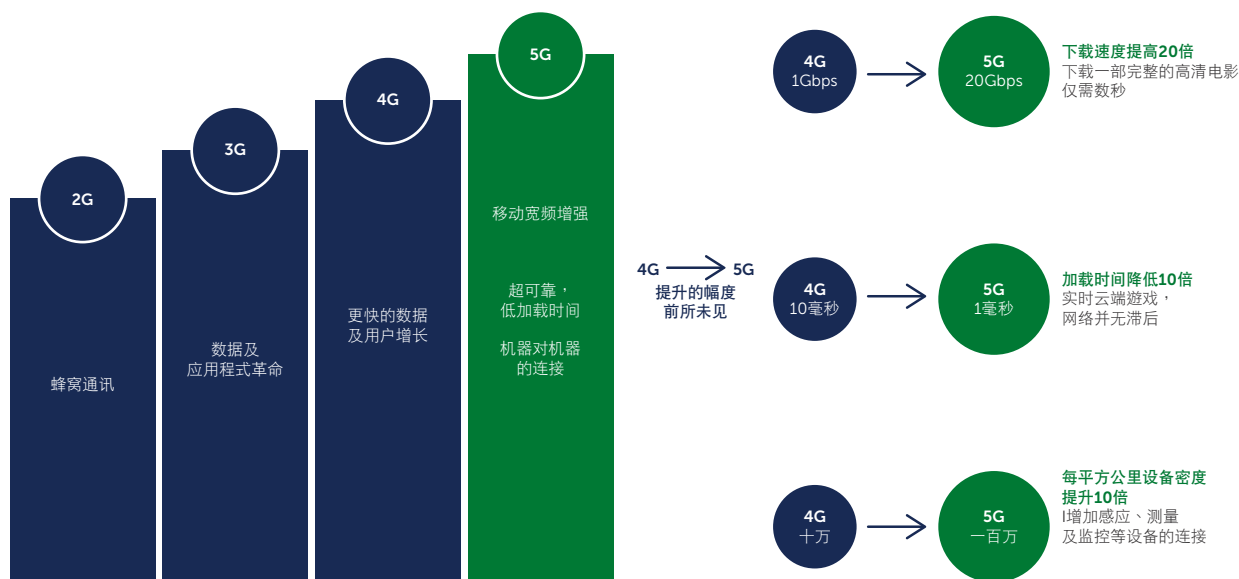


资料来源：霸菱及Intel。截至2020年。

6. 资料来源：霸菱及摩根士丹利。截至2020年。
7. 资料来源：霸菱、摩根士丹利及Intel。截至2020年。

最后，随着5G技术于全球持续发展，将产生更多的数据。虽然移动技术由2G发展至4G带来了巨大的裨益，然而，从4G发展至5G将是更为显著的跃进，预计将使下载速度提高20倍，而加载时间降低10倍以消除网络滞后。移动设备、自动驾驶汽车、家庭及工业物联网、网络以及数据中心之间的互联互通亦将呈指数式增长。产生的数据将会越来越多，意味着所有设备的微处理器都需要更新换代。我们相信这种更新将会持续一段时间，为内存及晶圆代工行业提供长期需求，而新兴市场公司在这两个行业中占有相当的比例。

图三：5G：规模数据一览



资料来源：霸菱及Intel。截至2020年。Gbps为数据传输速度每秒吉比特。

新兴市场企业把握不断转变的消费模式

新兴市场消费模式已经发生重大变化，并代表着一种结构性转变，很可能会带来未来数年新兴市场股市的投资机会。纵观整个新兴市场，国内生产总值继续快速增长，突显新兴市场经济体系强劲的消费需求。城市化进程持续推进，在很大程度上为消费增长前景提供支持，这是由于新兴市场人口为寻求更好的工作及生活水平而迁往城市，令经济生产力得以提升，消费能力亦随之提高。此外，新兴市场中产阶层正不断扩大，即表示消费者正从购买基本用品转向拥有可自由支配的消费能力。

新兴市场消费增长显著，而且本质上肯定是结构性的；从投资的角度而言，特别具有吸引力的是新兴市场有许多消费品公司均走在这些发展趋势的前端。在许多情况下，这些公司以创新及差异化的商业模式经营，能很好地迎合新兴市场消费者独特而又时常变化的品味。例如我们在新兴市场中看到的主要趋势之一便是最近数年智能手机的引入和普及，我们预计渗透率将会继续加速增长，将由目前的约45%提高至2025年的80%⁸。同时值得注意的是新兴市场消费者的参与度似乎远高于发达市场消费者，每日花费在移动设备上的时间超过全球平均水平的三小时；在印度尼西亚及泰国，每日的使用时间更长达四小时⁸。

8. 资料来源：皮尤研究中心：智能手机的拥有量于全球迅速增长，但增长并不均衡。截至2019年。

我们认为这一环境有望为新兴市场带来大量的投资机会。例如电子商务一直是消费模式转变的最大受益者之一。在过去数年，甚至随着新型冠状病毒疫情爆发，新兴市场的在线零售销售额占购物总额的百分比出现显著增长。中国目前正带领着这场变革，渗透率接近20%。虽然这引发关于中国增长主题是否已经结束的一些疑问，我们却认为市场一直在低估中国电子商务市场的增长潜力，预计日后渗透率仍会进一步提高。纵观其他新兴市场的渗透率都较低，即表示企业会随着消费者日渐趋于在线购物而获得重大机会。

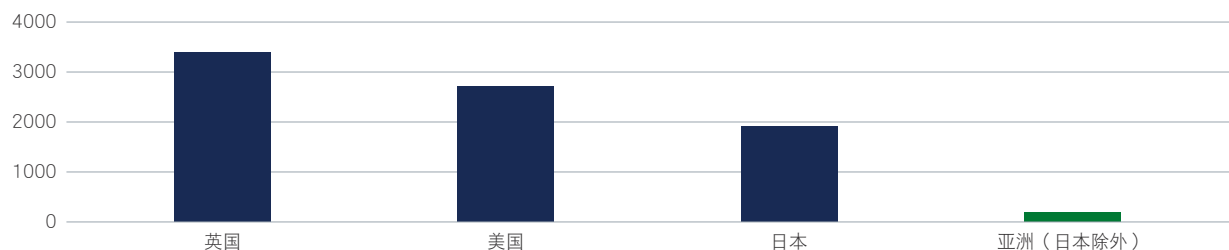
在线提供商品及服务的范围亦显着扩大，目前涵盖众多不同行业。例如在线杂货店的渗透率仍然较低，但在不断增长。在这方面，中国亦处于领先地位；鉴于该市场的现有食品零售商与新进入者（其中大多数为电子商务平台）之间的持续竞争，我们预计渗透率将会进一步提高。网络游戏行业提供进一步的潜在机会，并且已成为整个新兴市场的主要娱乐方式。该行业收入已经超过1,620亿美元，而相比之下，传统的媒体消费形式（如唱片及影院）相形见绌；中国及亚太区占该行业收入总额约50%⁹。我们认为特别值得留意的是，推动该行业发展的大量知识产权及人才都集中在新兴市场国家。该行业的发展机会是广泛存在的。例如东欧拥有蓬勃发展的游戏产业，目前正在开发一些最为成功的游戏，而这些游戏在发达及新兴市场均有发售。

传统产业被迫适应

随着技术进步及消费者需求转变，传统行业的企业面临着被迫适应的压力，而这本身就有可能带来更多的投资机会。例如制造及生产行业在某些领域正面临重大冲击，尤其是自动化领域的冲击。尽管这为采用传统商业模式的公司带来挑战，但亦为某些能够更好地适应及利用自动化来提升经营效率的公司带来机会。

保险业是最典型的例子。消费者越来越倾向于购买汽车及房屋等高价资产，并且一并购买保障这些资产的保险产品。缺乏公共医疗保障方面的保障亦推动市场对健康及人寿保险产品的需求。从目前的渗透率来看，新兴市场的人均保费处于较低水平（图四）。我们认为适应这一需求的保险公司将有望从中受益，特别是那些利用人工智能搜集及分析数据、为风险定价以及对消费者进行交叉销售的保险公司。

图四：保险：人均保费（美元）



资料来源：友邦保险。截至2020年。

新兴市场国家的家庭财富稳步增长亦令生活方式出现转变，特别是对健康及养生方面的关注有所增加。过去数年，在中国举办的马拉松及跑步比赛的场数迅速飙升。随即，我们看到市场对休闲产品以及运动服和设备的需求亦在加速增长，从而为国内生产产品及国际品牌产品带来一系列投资机会。然而，这一趋势非中国所独有，在许多其他新兴市场国家亦有出现。

9. 资料来源：Newzoo及高盛。截至2020年。



ESG日渐受到关注

论及影响新兴市场股市长远投资机会的趋势，环境、社会及企业管治(ESG)因素亦是最广受关注的因素之一。新兴市场的ESG标准及新兴市场企业的ESG评级必然低于发达市场及其企业。这表明随着时间推移，新兴市场股票投资者有很大的潜在机会受益于ESG的改善。同时值得注意的是，许多新兴市场企业已经在提高其ESG标准，从2019年获得较低的ESG评分到2020年获得较高的评分便可见一斑。这一变化是受到多项因素所推动，例如政府强制的ESG实践、行业或证券交易所制定监管规定等。

我们有理由相信这一趋势将会加速发展，尤其是从投资的角度来看，一家公司的ESG评级可能会影响其吸引力。与ESG标准趋于恶化的公司相比，那些积极努力提高其ESG评分的公司往往被视为风险较低。与此同时，较高的ESG标准有助于提高可持续性，同时亦有利于公司的估值，因此ESG标准不断改善的公司往往具有更高的溢价。

此外，我们以投资者的身份，积极与公司就ESG问题进行互动至关重要。最终，我们认为从披露要求等方面促进ESG标准提升是推动正面成果的一个关键因素，这不仅对资产所有人有利，亦使社会及环境同时受益。

重要启示

新兴市场正经历翻天覆地的转变及发展，正在重塑整个新兴市场股市的长远投资机会。纵观当今市场，我们认为那些受益于新兴市场长远转型或在当中起到推动作用的企业存在投资机遇，特别是那些拥有灵活商业模式的企业，以及那些特许经营业务有所改善、增长机会及其他竞争优势目前尚未被识别的企业。作为专注于基本因素，并采取「自下而上」选股方式的投资经理，我们认为管理层实力雄厚、资产负债表稳健，以及ESG动态及政策良好的企业尤其具有投资价值。此外，我们亦致力于透过股本成本计算掌握宏观风险，并确保一家企业的ESG评分会自动影响其股本成本。短期内仍然存在风险及不确定性，无论是疫情流行、政治还是经济增长，在可见的未来很可能会继续带来负面消息，但新兴市场股市的长远增长机会仍然颇具吸引力。

霸菱为一家管理逾3,540亿美元*资产的环球投资管理公司，致力寻找不同的投资机遇，并在公共及私募固定收益、房地产及专门的股票市场构建长线投资组合。作为美国万通的子公司，霸菱的投资专才常驻北美、欧洲及亚太区，旨在为其客户、社区及员工提供服务，并竭力实践可持续发展及负责任的投资。

重要资料

本文仅供参考，不构成任何投资建议或承诺。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，对任何因直接或间接使用本材料或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，霸菱不承担任何法律责任。

本文非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。

本文所载的市场观点、投资策略或业务流程有可能因发布日后的各种因素变化而调整，公司在对其进行更新时不会另行通知，本文所载内容也不构成公司对市场观点、投资策略或业务架构的承诺。

若本文转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，不代表本公司立场。

本文版权归霸菱所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本文内容进行任何形式的发布、复制。如引用或转载本材料所载内容，务必联络霸菱并获得许可，并需注明出处为霸菱，且不得对本文中的任何内容进行有违原意的删节和修改。

霸菱对本文保留一切法律权利。

了解更多详情，请浏览 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*截至2020年12月31日

21-1526046