



## 新興市場股票

# 展望2019年，我們認為新興市場應可抵禦充滿挑戰的環境



**Ian Hargreaves**  
Co-Head of Asia & Emerging Markets Equities,  
Henley



**William Lam**  
Co-Head of Asia & Emerging Markets Equities,  
Henley



### 重點

- 新興市場面對的外部不明朗因素加劇
- 估值開始反映風險
- 經濟及企業基本因素仍然穩固

對於亞洲及環球新興股票市場而言，2018年是充滿挑戰的一年：年初的企業盈利預測樂觀，估值亦高於長期歷史平均水平。然而，自年初以來，估值受到多項因素影響而收縮。首先，貿易緊張局勢及地緣政治等不明朗因素加劇，導致新興市場的風險溢價顯著提升。其次，這引發市場對中國更感憂慮，因為中國經濟增長在政府的去槓桿化運動下本已持續放緩。最後，美國收緊貨幣政策削弱美元流動性，在此環境下，對新興市場股票及貨幣造成負面影響。

有關情況可能會持續至2019年，但我們認為新興國家較以往更能抵禦這些壓力。估值亦開始反映所面臨的風險，現時已接近歷史區間的低位。

### 貿易

美國與各主要貿易夥伴之間的貿易緊張局勢不斷升級，成為過去數月的市場焦點，並引發大市加速下調評級。中美貿易談判尚未取得任何成果，美國總統特朗普亦樂於藉宣布可能加推新一輪關稅以加大壓力。最終結果將無法預測，緊張局勢亦可能會進一步升級。然而，隨著提升關稅對美國經濟造成的負面影響更趨清晰，達成協議可能會變成權宜之計。短期而言，我們預期不僅會直接影響貿易活動，並可能左右企業及消費行為，從而對投資和消費領域產生影響。由於上述情況可以不同的方式影響公司，我們認為市場不分優劣地作出回應，反而可帶來更多投資機會。

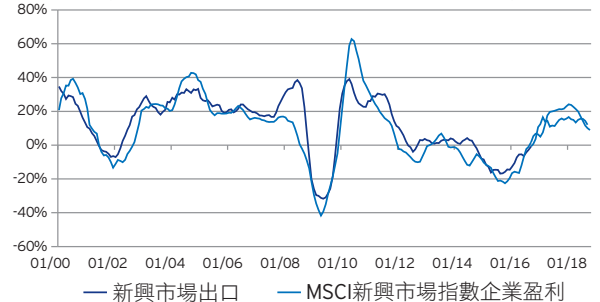
### 美國貨幣政策持續收緊

雖然美國政策正常化已獲廣泛報導，但投資者一直憂慮加息步伐可能較預期迅速。無風險利率上升，資本成本也會隨之上揚，理論上可導致股票等長存續期資產的估值下調。此外，美元走強導致全球流動狀況趨緊，對環球需求增長構成更大阻力，可能影響新興市場的企業盈利。

### 盈利

企業盈利至今的表現仍相當強韌，但反映環球增長的主要經濟指標卻下跌，意味著出口增長可能會從目前的雙位數水平放緩。如下圖所示，這是新興市場企業盈利增長的主要動力。

出口及盈利增長  
(美元，按年%，3個月移動平均數)



資料來源：Emerging Advisers Group，截至2018年11月21日

其次，中國收緊政策設定，導致內地經濟持續放緩。我們認為，遏抑信貸過度增長、降低金融風險及提升環境保護等舉措均屬長期利好因素，有助解決我們一些最關注的問題，但在短期內，我們預期中國經濟增長將進一步轉弱。在環球增長放緩的情況下，市場對2019年企業盈利的普遍預測似乎仍過於樂觀。在過去六個月，企業盈利預測已由高位向下修訂5%，我們預期2019年的盈利增長預測將由目前的10%進一步下調。<sup>1</sup>

### 亞洲

中國致力去槓桿化，導致經濟增長放緩，而貿易問題亦為市場前景增添陰霾。我們認為當局容忍增長放緩的程度可能較以往有所提升，但仍會竭力防範經濟下行風險。一如所料，市場開始出現一些溫和的寬鬆措施，例如降低存款準備金率、提高出口退稅、家庭收入稅務寬減，以及支持私營中小企業的措施。與此同時，當局將防範國內的槓桿水平再度大幅上升，以免引發重大的宏觀經濟問題。如何在防範經濟增長大幅放緩與避免過度刺激措施之間取得平衡，變得更加微妙。

綜觀區內其他市場，經濟未有顯得特別脆弱。整體經常賬保持穩健，信貸周期亦未見延長。雖然印尼、菲律賓及印度等國家面對經常賬赤字，但情況似乎受到控制，而且亦已調低增長預測。就南韓和台灣等對全球需求較為敏感的經濟體而言，可能會受到貿易問題持續和中國經濟增長憂慮所影響，但我們相信這些經濟體的創新型企業具有強大競爭優勢，表現應可優於市場廣泛憂慮的水平。

<sup>1</sup> 資料來源：機構經紀人預測系統、MSCI、摩根大通，截至2018年11月21日

<sup>1</sup> 展望2019年，我們認為新興市場應可抵禦充滿挑戰的環境

## 亞洲的營運實力

與此同時，從企業層面來看，亞洲企業在過去十年取得若干重大進展。如下圖所示，區內的資本開支與銷售比率持續穩步下降。某程度上反映結構增長放緩，但同時亦顯示亞洲企業較過往更趨審慎、專注和著重良好管理，意味可持續取得較佳的資本回報。在增長疲弱的環境下，各行業避免承受重大產能過剩風險亦可視作利好因素。

此外，資本密集程度較低的公司可產生較強勁的自由現金流。少數股東要求增派股息，令管理層承受更大壓力，關鍵在於如何作出更佳的資本配置。雖然估值及企業盈利取得意外佳績在短期內難以推動股本回報，但亞洲的股息增長可望持續轉佳。

圖1：企業嚴謹控制資本開支，應有助支持回報



資料來源：Worldscope、FactSet、花旗研究，截至2018年5月9日。

## 拉丁美洲

受到政治及北美自由貿易協定(NAFTA)的不明朗因素所影響，拉丁美洲市場加劇波動。墨西哥及巴西總統大選塵埃落定，導致民粹主義在政壇上的勢力擴大。隨著政治陰霾減退，加上市場日益憧憬若干重要領域改革將可順利推行，支持市場表現暢旺。

巴西的經濟復甦步伐呆滯。推動退休金及稅務改革的計劃將有助縮減龐大財政缺口，在某程度上應可重拾投資者的信心，以及促進消費增長和投資開支。與此同時，美國－墨西哥－加拿大協議(USMCA)成功取代北美自由貿易協定，可望為墨西哥的前景帶來支持。

## 歐洲、中東及非洲

美俄關係日趨不明朗，可能削弱經濟增長，但受益於油價回升、消費需求強勁和審慎的財政政策，預期俄羅斯經濟在2019年仍將增長1.5%<sup>2</sup>。然而，除了與美國的緊張局勢緩和之外，俄羅斯還需要進一步推動改革，以帶動國內生產總值增長。

儘管面對上述挑戰，但我們仍然認為俄羅斯的現況尚算穩健，以內銷為主要的公司應可繁榮發展。然而，受到實施新制裁的憂慮所影響，現時的市場情緒依然負面，與我們的樂觀看法不符。

綜觀其他歐洲新興市場，我們認為波蘭和匈牙利等國家將可獲享穩健的增長率和低息環境。

## 中期前景亮麗

中期而言，我們對新興市場的前景審慎樂觀。經濟及企業基本因素仍然穩健，這些經濟體仍是全球增長的最大動力。尤其是，我們對新興市場企業展現的資本紀律感到鼓舞，有證據顯示企業的財政狀況強勁，而且產生的自由現金流持續轉佳。這從宏觀層面亦可見一斑。甚少國家出現經濟過熱的跡象，與2008年環球金融危機爆發時的情況相去甚遠。目前估值處於歷史區間的低位，與已發展市場相比出現大幅折讓，市場看來過於關注短期不明朗因素，而忽略基本因素轉佳的情況。

## 投資風險

投資價值及任何收入會出現波動（部分或由於匯率波動），投資者可能無法取回全部投資金額。

在新興市場和發展中市場，市場流動性可能下降，意味著買賣證券並不容易，而且也許難以進行交易和結算，並可能會引發託管問題。

<sup>2</sup> 資料來源：Bloomberg, L.P.，截至2018年11月21日

<sup>2</sup> 展望2019年，我們認為新興市場應可抵禦充滿挑戰的環境

## 重要信息

上述文件擬僅供景順意圖提供的人士而設，只作資料用途。它並非要約買賣任何金融產品，亦不擬且不應分派予公眾人士、或以此作為依據。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播上述文件的所有或任何部分。

上述文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得資料為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及／或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

上述文件並無將任何個人的投資目標、財務狀況或其它特定需要納入考量。我們鼓勵投資者在作出投資決定之前，應考慮個人投資目標、財務狀況及需求的適切性。

閣下應注意本文件：

- 可能包含談及非本地貨幣的金額；
- 可能包含並非按照個別人士所居住國家之法律或條例所準備的財務資訊；
- 可能並未討論涉及外幣投資的風險；
- 並未討論當地稅務議題。

文件呈列的所有資料均源自相信屬可靠及最新的資料來源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務資料。文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。

於部分司法管轄地區分發和發行上述文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬