



视像访问纪录

与匡正和何世宁对谈

匡正

大家好，感谢收看今天的访谈
我们非常高兴邀请到何世宁Julie Ho
董事总经理、
新兴市场及亚太股票收益策略投资经理
来自摩根资产管理
欢迎您的参与

匡正

Julie，欢迎您

何世宁

谢谢

匡正

首先我想聊聊亚洲市场的前景
正如大家所知，亚洲市场在过去一年表现相当不错
跑赢了欧洲和美国市场
近期，中东紧张局势显著加剧了市场波动性
您如何看待未来6到12个月亚洲市场的整体走势？

何世宁

好的，首先感谢节目的邀请
正如您所说，2025年确实是
亚洲市场跑赢美股的一年
这是美股领先长达十多年之后的首次
我认为我们现在正处在一个拐点上
而2025年标志着这一变化的开始
从结构性因素来看
过去几个月的全球局势，并没有对这些驱动力造成太大影响
其中关键的一点在于
盈利增长得到了结构性提振
这股力量主要源自创新活动
过去10年，我们面临的问题是
创新主要集中在轻资产的软件领域
而未来10年，创新或将更多转向以硬件为核心的领域
而这恰恰是亚洲的优势所在
我可以分享一个数据
从数据中心资本支出（CapEx）来看
其中约40%的价值最终流向亚洲企业
无论是硬件、半导体
还是未来机器人所需的新能源，乃至当前的电动汽车
这些领域都具有亚洲特色
因此，我认为亚洲存在非常明显的结构性驱动力
而且这一驱动力有望继续存在
第二，从估值角度来看
估值的提升很大程度上依赖企业的“自我改善”



换言之，净资产收益率（ROE）的提升背后是有驱动因素的
例如在中国，出现了“价值提升”的趋势
在亚洲其他地区也是如此
包括韩国和东盟市场
所谓“价值提升”，本质上体现在公司治理层面
也就是优化资本配置
企业将闲余的资本返还给股东
从而提升净资产收益率（ROE），并推动股票价值重估
这一趋势仍然在持续，并且在可控范围内
第三，亚洲货币处于相对低估的状态，而且这一情况还在延续
因此，综合过去几个月的全球形势来看，上述影响因素依然存在
但客观来说
一些周期性因素确实受到了影响
其中，消费是最核心的变量
当前物价上涨，通胀压力加大
而各国央行在去年相对宽松的政策也趋于暂停
未来通胀形势仍存在较大不确定性
在这样的背景下
当前市场呈现出一种较为狭窄的格局
也就是说，盈利增长
主要集中在科技和工业板块
事实上，目前亚洲市场已经上涨了约16%
这很大程度上是由结构性动能推动的结果
因此回到您刚才的提问，展望未来6到12个月
我认为市场波动性仍将持续
原因是我们需要时间来消化当前盈利增长的积极因素
此外，实体经济层面
仍可能受到负面影响或消极动能
主要原因是油价波动
因此，现阶段
分散配置非常重要
除了配置科技股
还要布局一些防御性板块、价值股以及周期性行业
通过更广泛的资产配置，一方面可以捕捉上行收益
另一方面也能在市场回调时提供一定的防护
整体来看，未来的市场走势或将面临更多波动

匡正

感谢Julie带来如此全面深刻的分析
正如您所说，目前市场波动性可能会持续存在
那么，在亚洲范围内，您当前看好的市场和行业有哪些？
具体有哪些投资机会？

何世宁

我们是一家非常注重自下而上选股的资产管理公司，这是我们的核心优势
在这一轮市场上涨中，有一些板块明显落后
尤其是防御性股票和优质股
而我们往往能在这些被忽视的领域中找到更多机会
尤其是在澳大利亚市场
目前我们对澳大利亚市场维持着偏高的观点



此外，不少自下而上的投资机会也出现在中国香港和中国内地市场我可以列举几个我们偏好的板块大致可以分为四大类首先是保险行业这背后的逻辑是中国以外的地区普遍面临更强的通胀压力因此，我们更倾向于寻找能够对冲通胀、且受经济周期影响较小的行业保险正是这样一个板块，它对当前宏观经济的敏感度相对较低它的表现更取决于承保质量以及投资收益水平我们在澳大利亚以及中国香港和中国内地的保险公司中，都发现了不少机会这些公司在2025年开始逐步释放盈利我们预计这一势头今年仍将持续其次，我作为收益型基金经理，特别看重哪类标的？第二类，是防御性板块目前我们在亚洲的电信行业看到了不少机会该行业已经经历了几轮整合我们都知道，手机已经是人们的刚需无论发生什么，我们都会继续支付话费而电信公司也在利用这种定价权向我们这些重度手机用户收取更高的费用从而提升每位用户的平均收入（ARPU）再比如超市，这是一个典型的防御性领域同时，超市通常具有较高的固定运营成本在中国以外的地区显著的通胀压力导致名义价格上升反而有助于超市提升利润率因此，这些硬资产领域也出现了不少机会接下来，我想探讨一个更具结构性的方向——可再生能源这是我们重点关注的领域其中包括电池、支持电网建设的基础设施公司、输电公司以及直接参与新能源发电的企业这些都是我们正在发掘机会的结构性领域第四类，也是我作为亚洲基金经理特别关注的是价值型机会以韩国为例，市场往往青睐某些韩国存储芯片公司但其实还有许多公司正处于ROE提升周期之中也就是我们所说的“价值提升”并具备扎实的基本面来支撑估值上行总体来看，这些机会受过去数月全球形势干扰较小我认为，亚洲市场的这四大方向有助于实现更好的分散配置避免过度集中于少数板块

匡正

谢谢

您刚才提到了一些传统投资方向
是收益策略非常青睐的
比如保险、零售、可再生能源，以及一些价值型机会
而人工智能（AI）是当下这个时代最重要的投资主题
您如何看待当前所处的周期阶段？
AI投资又如何与收益策略相结合？

何世宁

这个关于当前周期位置的问题提得非常精准
我认为AI时代已经到来，它是真实存在的
是一个必将发生的结构性趋势
但不要忘记，我们也正处在一轮大规模资本支出的第三、第四年
到目前为止，整体势头依然非常强劲
模型持续优化
技术迭代的节奏不断加快
这也带动了更多的硬件升级需求以及更强的定价能力
我认为，这些因素已经在市场中得到了相当程度的体现
不过，我也确实有一些担忧
因为市场走势从来不会是线性的
在过去三到四年经历了一轮强劲上涨之后
我现在的态度会更加谨慎
当前的估值缓冲空间比较有限
因此，我开始更多关注那些不一定是一线龙头
但同样能够受益的第二梯队公司
因为它们与行业龙头之间的估值差距已经过大
从风险角度来看，我认为有多个维度，
首先，市场正变得越来越集中于科技板块
而在科技板块内部，又越来越聚焦在AI
实际上，市场最终依赖的是美国少数几家模型厂商及其资本开支
我担心的是，如果这些厂商出现整合怎么办？
如果其中一家退出或削减资本支出怎么办？
这些都可能造成重大影响
此外，融资需求也在不断增加
不仅仅是在股票市场
债券市场也在越来越严格地审视这些公司如何实现回报变现
我还担心数据中心建设进度可能会延迟
据悉，有30%原计划今年交付的数据中心项目
出现推迟
现实世界存在各种制约因素
同时，从社会层面来看
这一切是否推进得过快？
这些既是尾部风险，也是当前已经显现的风险
关于我们如何参与AI投资
本质上还是回归到“收益型投资者”的定位
我们需要确保有合理的估值，从而获得合理的收益率
以此作为回报，无论势头有多强劲
对我来说，核心的仍然是估值纪律，这也是我持续投资的前提
目前我们投资组合中仍有30%配置在AI板块，
但我们必须确保足够的估值安全边际，同时也需要分散配置



因此，我们近期也在逐步兑现部分收益
并增加对中国市场的配置
因为其中部分股票此前表现滞后
从而为我们提供了更广阔的投资机会空间

匡正

我们刚刚谈到了投资纪律
我很好奇，你在第一季度对投资组合做了哪些调整
鉴于这个时期波动性较高
如何保持投资组合的韧性和灵活性？

何世宁

好的
总体来说，今年年初我们投资组合的 β 系数（和市场走势的）为0.94
而目前的 β 系数（和市场走势的）大约是0.9
但这并不意味着我们只布局防御性股票
我们其实一直在做动态调仓
具体来说，我们进行了加仓
尤其是在3月份市场大幅回调的时候
增加了一些我们相对看好的结构性标的
例如，我们增持了澳大利亚的能源股
也加仓了经历明显回调的中国原材料股
同时还小幅增持了一些同样出现调整的韩国存储芯片股
这些是我们希望配置的结构性方向
与此同时，我们也减持了一些周期性股票
我刚才也提到过，我对消费端更为担忧
因此减持了一些中国出口类公司
因为我比较担心
西方消费者对通胀上升的反应
我还减持了一些银行股
包括印度银行股和澳大利亚银行股
因为我担心未来资产质量问题可能加剧
银行也可能需要提高拨备水平
总体来看，我们一方面降低了部分周期性敞口
另一方面持续加码我们看好的结构性领域
同时坚持自下而上的选股方法
来挑选防御性股票和优质股
正是通过这种方式，我们得以将投资组合的 β 系数（和市场走势的）降至目前的0.9

匡正

谢谢Julie
人们通常会把收益策略简单地理解为持有分红股票
你主要依赖哪些关键要素、理念或工具
来打造和优化一只收益策略基金？

何世宁

我们长期运作一只传统的股票收益型基金，至今已经超过10年
大约在2年半前，针对您刚才问到的“关键要素”
我们新增了一个重要模块——指数层面的备兑看涨期权策略
在具体操作上，我们使用的期权覆盖比例非常低



视像访问纪录

仅约30%

通过这种方式，我们会牺牲一部分市场上行的收益

但同时能将当下的市场波动转化为当期的潜在收益

与此同时，我们还能将投资亚洲股票的波动率降低约10% - 15%

由于期权覆盖比例并不高

投资者依然能够享有大部分市场上行空间

同时不影响获取超额潜在收益的能力

因此，从长期来看，投资者依然可能获得接近市场水平的回报

正因如此，投资者能够稳住心态，继续参与亚洲股票市场

并享受到更长期的回报前景

匡正

感谢您的精彩分享。谢谢Julie

何世宁

谢谢