

與匡正和何世寧對談

匡正

大家好，感謝收看今天的訪談
我們非常高興邀請到何世寧Julie Ho
董事總經理、
新興市場及亞太股票收益策略投資經理
來自摩根資產管理
歡迎您的參與

匡正

Julie，歡迎您

何世寧

謝謝

匡正

首先我想聊聊亞洲市場的前景
正如大家所知，亞洲市場在過去一年表現相當不錯
跑贏了歐洲和美國市場
近期，中東緊張局勢顯著加劇了市場波動性
您如何看待未來6到12個月亞洲市場的整體走勢？

何世寧

好的，首先感謝節目的邀請
正如您所說，2025年確實是
亞洲市場跑贏美股的一年
這是美股領先長達十多年之後的首次
我認為我們現在正處在一個拐點上
而2025年標誌著這一變化的開始
從結構性因素來看
過去幾個月的全球局勢，並沒有對這些驅動力造成太大影響
其中關鍵的一點在於
盈利增長得到了結構性提振
這股力量主要源自創新活動
過去10年，我們面臨的問題是

創新主要集中在輕資產的軟體領域
而未來10年，創新或將更多轉向以硬體為核心的領域
而這恰恰是亞洲的優勢所在
我可以分享一個資料
從資料中心資本支出（CapEx）來看
其中約40%的價值最終流向亞洲企業
無論是硬體、半導體
還是未來機器人所需的新能源，乃至當前的電動汽車
這些領域都具有亞洲特色
因此，我認為亞洲存在非常明顯的結構性驅動力
而且這一驅動力有望繼續存在
第二，從估值角度來看
估值的提升很大程度上依賴企業的「自我改善」
換言之，淨資產收益率（ROE）的提升背後是有驅動因素的
例如在中國，出現了「價值提升」的趨勢
在亞洲其他地區也是如此
包括韓國和東盟市場
所謂「價值提升」，本質上體現在公司治理層面
也就是優化資本配置
企業將閑餘的資本返還給股東
從而提升淨資產收益率（ROE），並推動股票價值重估
這一趨勢仍然在持續，並且在可控範圍內
第三，亞洲貨幣處於相對低估的狀態，而且這一情況還在延續
因此，綜合過去幾個月的全球形勢來看，上述影響因素依然存在
但客觀來說
一些週期性因素確實受到了影響
其中，消費是最核心的變數
當前物價上漲，通脹壓力加大
而各國央行在去年相對寬鬆的政策也趨於暫停
未來通脹形勢仍存在較大不確定性
在這樣的背景下
當前市場呈現出一種較為狹窄的格局
也就是說，盈利增長
主要集中在科技和工業板塊
事實上，目前亞洲市場已經上漲了約16%
這很大程度上是由結構性動能推動的結果
因此回到您剛才的提問，展望未來6到12個月

我認為市場波動性仍將持續
原因是我們需要時間來消化當前盈利增長的積極因素
此外，實體經濟層面
仍可能受到負面影響或消極動能
主要原因是油價波動
因此，現階段
分散配置非常重要
除了配置科技股
還要佈局一些防禦性板塊、價值股以及週期性行業
通過更廣泛的資產配置，一方面可以捕捉上行收益
另一方面也能在市場回檔時提供一定的防護
整體來看，未來的市場走勢或將面臨更多波動

匡正

感謝Julie帶來如此全面深刻的分析
正如您所說，目前市場波動性可能會持續存在
那麼，在亞洲範圍內，您當前看好的市場和行業有哪些？
具體有哪些投資機會？

何世寧

我們是一家非常注重自下而上選股的資產管理公司，這是我們的核心優勢
在這一輪市場上漲中，有一些板塊明顯落後
尤其是防禦性股票和優質股
而我們往往能在這些被忽視的領域中找到更多機會
尤其是在澳大利亞市場
目前我們對澳大利亞市場維持著偏高的觀點
此外，不少自下而上的投資機會
也出現在中國香港和中國內地市場
我可以列舉幾個我們偏好的板塊
大致可以分為四大類
首先是保險行業
這背後的邏輯是
中國以外的地區普遍面臨更強的通脹壓力
因此，我們更傾向於尋找能夠對沖通脹、
且受經濟週期影響較小的行業
保險正是這樣一個板塊，它對當前宏觀經濟的敏感度相對較低
它的表現更取決於承保品質

以及投資收益水準

我們在澳大利亞

以及中國香港和中國內地的保險公司中，都發現了不少機會

這些公司在2025年開始逐步釋放盈利

我們預計這一勢頭今年仍將持續

其次，我作為收益型基金經理，特別看重哪類標的？

第二類，是防禦性板塊

目前我們在亞洲的電信行業看到了不少機會

該行業已經經歷了幾輪整合

我們都知道，手機已經是人們的剛需

無論發生什麼，我們都會繼續支付話費

而電信公司也在利用這種定價權

向我們這些重度手機用戶收取更高的費用

從而提升每位用戶的平均收入（ARPU）

再比如超市，這是一個典型的防禦性領域

同時，超市通常具有較高的固定運營成本

在中國以外的地區

顯著的通脹壓力導致名義價格上升

反而有助於超市提升利潤率

因此，這些硬資產領域也出現了不少機會

接下來，我想探討一個更具結構性的方向——可再生能源

這是我們重點關注的領域

其中包括電池、

支援電網建設的基礎設施公司、

輸電公司

以及直接參與新能源發電的企業

這些都是我們正在發掘機會的結構性領域

第四類，也是我作為亞洲基金經理特別關注的

是價值型機會

以韓國為例，市場往往青睞某些韓國存儲晶片公司

但其實還有許多公司

正處於ROE提升週期之中

也就是我們所說的「價值提升」

並具備扎實的基本面來支撐估值上行

總體來看，這些機會受過去數月全球形勢干擾較小

我認為，亞洲市場的這四大方向有助於實現更好的分散配置

避免過度集中於少數板塊

匡正

謝謝

您剛才提到了一些傳統投資方向

是收益策略非常青睞的

比如保險、零售、可再生能源，以及一些價值型機會

而人工智慧（AI）是當下這個時代最重要的投資主題

您如何看待當前所處的週期階段？

AI投資又如何與收益策略相結合？

何世寧

這個關於當前週期位置的問題提得非常精準

我認為AI時代已經到來，它是真實存在的

是一個必將發生的結構性趨勢

但不要忘記，我們也正處在一輪大規模資本支出的第三、第四年

到目前為止，整體勢頭依然非常強勁

模型持續優化

技術反覆運算的節奏不斷加快

這也帶動了更多的硬體升級需求以及更強的定價能力

我認為，這些因素已經在市場中得到了相當程度的體現

不過，我也確實有一些擔憂

因為市場走勢從來不會是線性的

在過去三到四年經歷了一輪強勁上漲之後

我現在的態度會更加謹慎

當前的估值緩衝空間比較有限

因此，我開始更多關注那些不一定是一線龍頭

但同樣能夠受益的第二梯隊公司

因為它們與行業龍頭之間的估值差距已經過大

從風險角度來看，我認為有多個維度，

首先，市場正變得越來越集中於科技板塊

而在科技板塊內部，又越來越聚焦在AI

實際上，市場最終依賴的是美國少數幾家模型廠商及其資本開支

我擔心的是，如果這些廠商出現整合怎麼辦？

如果其中一家退出或削減資本支出怎麼辦？

這些都可能造成重大影響

此外，融資需求也在不斷增加

不僅僅是在股票市場

債券市場也在越來越嚴格地審視這些公司如何實現回報變現
我還擔心資料中心建設進度可能會延遲
據悉，有30%原計劃今年交付的資料中心項目
出現推遲
現實世界存在各種制約因素
同時，從社會層面來看
這一切是否推進得過快？
這些既是尾部風險，也是當前已經顯現的風險
關於我們如何參與AI投資
本質上還是回歸到「收益型投資者」的定位
我們需要確保有合理的估值，從而獲得合理的收益率
以此作為回報，無論勢頭有多強勁
對我來說，核心的仍然是估值紀律，這也是我持續投資的前提
目前我們投資組合中仍有30%配置在AI板塊，
但我們必須確保足夠的估值安全邊際，同時也需要分散配置
因此，我們近期也在逐步兌現部分收益
並增加對中國市場的配置
因為其中部分股票此前表現滯後
從而為我們提供了更廣闊的投資機會空間

匡正

我們剛剛談到了投資紀律
我很好奇，你在第一季度對投資組合做了哪些調整
鑒於這個時期波動性較高
如何保持投資組合的韌性和靈活性？

何世寧

好的
總體來說，今年年初我們投資組合的 β 系數（和市場走勢的）為0.94
而目前的 β 系數（和市場走勢的）大約是0.9
但這並不意味著我們只佈局防禦性股票
我們其實一直在做動態調倉
具體來說，我們進行了加倉
尤其是在3月份市場大幅回檔的時候
增加了一些我們相對看好的結構性標的
例如，我們增持了澳大利亞的能源股
也加倉了經歷明顯回檔的中國原材料股

同時還小幅增持了一些同樣出現調整的韓國存儲晶片股
這些是我們希望配置的結構性方向
與此同時，我們也減持了一些週期性股票
我剛才也提到過，我對消費端更為擔憂
因此減持了一些中國出口類公司
因為我比較擔心
西方消費者對通脹上升的反應
我還減持了一些銀行股
包括印度銀行股和澳大利亞銀行股
因為我擔心未來資產品質問題可能加劇
銀行也可能需要提高撥備水準
總體來看，我們一方面降低了部分週期性敞口
另一方面持續加碼我們看好的結構性領域
同時堅持自下而上的選股方法
來挑選防禦性股票和優質股
正是通過這種方式，我們得以將投資組合的 β 系數（和市場走勢的）降至目前的0.9

匡正

謝謝Julie

人們通常會把收益策略簡單地理解為持有分紅股票
你主要依賴哪些關鍵要素、理念或工具
來打造和優化一隻收益策略基金？

何世寧

我們長期運作一隻傳統的股票收益型基金，至今已經超過10年
大約在2年半前，針對您剛才問到的「關鍵要素」
我們新增了一個重要模組——指數層面的備兌看漲期權策略
在具體操作上，我們使用的期權覆蓋比例非常低
僅約30%
通過這種方式，我們會犧牲一部分市場上行的收益
但同時能將當下的市場波動轉化為當期的潛在收益
與此同時，我們還能將投資亞洲股票的波動率降低約10%—15%
由於期權覆蓋比例並不高
投資者依然能夠享有大部分市場上行空間
同時不影響獲取超額潛在收益的能力
因此，從長期來看，投資者依然可能獲得接近市場水準的回報
正因如此，投資者能夠穩住心態，繼續參與亞洲股票市場



視像訪問紀錄

並享受到更長期的回報前景

匡正

感謝您的精彩分享。謝謝Julie

何世寧

謝謝