

## 柏基环球——新兴市场领先公司基金

2023 年 12 月 31 日

### 市场环境

2023 年第四季度及全年，各市场回报喜忧参半。巴西、墨西哥、印度、台湾地区和韩国的投资者均获强劲回报，但中国市场的表现却令投资者期望落空。2023 年初市场对中国封控后的经济重启表现出的极大热情（追捧）让人记忆犹新。然而，当经济数据显示实际增长不及预期时，数十亿美元的资金迅速撤离了中国市场。尽管存在众所周知的问题，尤其是房地产市场，国际货币基金组织仍预计 2023 年中国经济将实现 5.4% 的增长率。虽然我们并不特别关注中国的国内生产总值（GDP）增长率，但这样的增速是世界上大多数其他国家都很难实现的。

市场参与者遭遇挫折，而中国目前的估值似乎处在极低水平。在基金中保持对中国的减持，相关风险敞口似乎与所存在的更广泛机会格格不入。显然，减持中国的做法是正确的。我们时常对自身的逆向思维直觉提出质疑，并且根据较具挑战性的市况调整我们对一系列公司的看好观点。

最近几个月，美联储曾表示，由于美国通胀数据有所改善其可能停止加息，并且目前释出信号表示其将会再度降息。这可能对增长型资产存在重大影响。然而，作为新兴市场的投资者，我们同样（甚至更加）关注此举对美元强势地位的影响。

传统市场观点认为，强势美元不利于新兴市场。我们一直在探讨这样的观点：我们或许正在接近各种因素交叉作用的时间节点，因而美元对新兴市场的影响力实际上

正在下降。首先，新兴市场间的贸易不断增长（现在新兴市场对新兴市场的出口在新兴市场出口总额中的占比接近一半）；其次，西方国家正在设置壁垒，试图将中国排除在供应链以及部分西方终端市场之外；第三，对中国的外商直接投资已经大幅下降。

因此，我们需要以开放的心态来看待新兴市场对美元贸易依赖度大幅降低，以及以美元为基础的资本和基础设施支出的大幅减少。在乐观的情形下，这将导致主要新兴市场在未来的经济周期波动性下降，从而推动资产估值走高。

我们看好新兴市场的整体前景，并认为绝对回报提升的可能性很高。建议读者查看我们最新的白皮书，其中详细阐述了在经历长期低迷的表现之后，坚持在新兴市场进行股票配置的理由：[新兴市场——何必忧虑？\(Emerging markets – why bother?\)](#) | 柏基

### 业绩表现

2023 年，我们发现公司的经营表现与投资者回报间的关联性重新变强。这一转变很受选股者的欢迎。

对比电商及支付公司 Mercadolibre 与铜矿公司 First Quantum Minerals (FQM) 的情况，就能清楚地看出这一点。前者在 2023 年第四季度及全年都是业绩表现的最大贡献者。它是全球范围内为数不多的电商公司之一，在新冠疫情封控前、封控期间和解除封控后始终维持强劲经营表现。根据其最新财报，净收入（按美元计）同比

增长 40%。相反，FQM 遭遇实质性问题，与政府就该公司在巴拿马科布雷铜矿的运营发生争议。该矿山是非常重要的资产：公司已为其耗资近 80 亿美元，该矿山铜矿产量约占巴拿马 GDP 的 5%。其为政府的最大收入来源，仅次于巴拿马运河。我们最近与该公司进行沟通，但不幸，预计在 4 月份巴拿马选举之前不会达成任何解决方案。这非常令人沮丧。然而，该公司具备足够的财务资源来度过本年度，而且如果能够解决争议，该矿山仍然是一项非常宝贵的资产。实际上，当前该资产的价值可能被大幅低估。目前我们将保持耐心。

其他方面，基金持股的半导体公司的强劲反弹令人欣喜，TSMC、Samsung Electronics 和 SK Hynix 在第四季度和全年均作出重大贡献。客户一直在消耗他们的超量库存，订单前景似乎正在好转。尽管面临更具挑战性的周期环境，但持股的半导体公司持续进行高水平投资令我们备受鼓舞。自 2015 年以来，SK Hynix 的研发支出已增长两倍。作为高带宽存储器（在人工智能服务器中有着非常重要的用途）的关键供应商最近令该公司受益匪浅，来自英伟达的大量订单将确保 2024 年的交货量。

如上文中所强调，中国市场在今年大部分时间表现疲软。例如，Ping An Insurance、China Merchants Bank 和 Baidu 股价均出现下跌。对于 Ping An Insurance，我们一直在争论该持股的优劣。一方面，它仍然是中国保险行业中一支强大的品牌，与之竞争的同业公司状况并不理想。社保网络尚不完善且中产阶层的收入长期内将持续增长，保险市场的结构性驱动因素依然存在。另一方面，我们注意到政府对私营金融部门的基调正在发生变化，并且担心监管压力可能增加，或出手剔除体制中存在的一些偏差。我们在探究像 Ping An Insurance 这样的公司是否会获得更多的“国家业务”。这仍是团队争论的一个焦点。

我们管理全球新兴市场投资组合的业务在 2024 年将迎来 30 周年纪念日。长期的证据证明，选股一直是我们投资策略长期回报的关键驱动因素。我们将继续将大部分精力专注于公司研究。对此，我们对于在一系列国家和行业中可捕获的机会数量感到非常乐观。

在最近的印度之行，我们与 Reliance Industries 以及其他一些组织进行了会谈。通过与 Reliance 的会谈，我们对新能源业务和该公司的气候策略有了更深入的了解。该公司将通过整合太阳能制造和储能、电解槽制造和绿色氢能生产，与新能源投资同步推进其减碳承诺（到 2030 年实现净零碳排放）。公司正在评估各商业用户的全天候电力机会，其中可能包括将太阳能与其他绿色能源相结合。一旦其自用可再生能源就位，该公司将有机会大幅削减能源成本。太阳能光伏制造工厂预计将在年内准备就绪，到 2027 年初，太阳能和电池设施均有望投入运营并完全整合。

## 重大交易

总体而言，本季度交易不太活跃，本基金的持股仍与上个季度大体相似。期间没有新买入或完全卖出的个股。

### 个别时段的绩效

	2018年12月31日至2019年12月31日	2019年12月31日至2020年12月31日	2020年12月31日至2021年12月31日	2021年12月31日至2022年12月31日	2022年12月31日至2023年12月31日
基金净回报(%)	30.3	36.9	-8.5	-25.9	11.3
指数回报(%)	18.9	18.7	-2.2	-19.7	10.3

	2013年12月31日至2014年12月31日	2014年12月31日至2015年12月31日	2015年12月31日至2016年12月31日	2016年12月31日至2017年12月31日	2017年12月31日至2018年12月31日
基金净回报(%)	不适用	不适用	6.0	52.7	-15.9
指数回报(%)	不适用	不适用	11.6	37.8	-14.2

资料来源: Revolution、MSCI。扣除费用。以美元计价。

B类美元累积股份, 上午10点的股价。指数: MSCI 新兴市场指数, 按收盘价对收盘价计算。

### 风险及其他信息

和任何其他投资一样, 客户资本也面临风险。

以往业绩并不预示未来回报。

本基金是 Baillie Gifford Worldwide Funds PLC 的子基金, 后者是一个成熟的伞式基金。投资经理和分销商是 Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited (“BGE”)。本文件并未提供您就投资本基金而作出明智决定所需的所有事实。有关投资于本基金的风险的更多详细信息, 请参阅投资者重要信息文件(KIID)或招股章程。

本文件中的任何内容均不得解释为建议, 因此本文件不构成买卖股份的建议。

本文件包含的投资信息不构成独立研究。因此, 此类信息不受独立研究报告的保护, 并且柏基及其员工可能已经开始从事相关投资。

Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN  
电话 +44 (0)131 275 2000 bailliegifford.com

Copyright © Baillie Gifford & Co 2024

Baillie Gifford Overseas Limited (“BGO”) 为非英国客户提供投资管理和咨询服务。BGO 由 Baillie Gifford & Co 全资拥有。二者在英国均由金融行为监管局授权和监管。本基金在爱尔兰获授权, 并由爱尔兰央行监管。柏基亚洲(香港)有限公司 (“BGA”) 持有香港证券及期货事务监察委员会颁发的第1类和第2类牌照, 可向香港的专业投资者推介和分销柏基的一系列集合投资计划。

BGA 是 BGO 的全资子公司。

所有信息均来自 Baillie Gifford & Co。除非另有说明, 所有金额均以股份类别的基准货币为单位, 并且是截至本文件发布之日的的数据。所有数字均经四舍五入处理, 各数据之和未必等于总计数字。

### 法律声明

资料来源: MSCI。摩根士丹利资本国际(MSCI)不作任何明示或默示的担保或代表, 且对本报告所载任何 MSCI 数据概不负责。MSCI 数据不应被进一步再分发或被用于其他指数或任何证券及金融产品的决策依据。本报告未经 MSCI 批准、认同、审阅或编制。所有 MSCI 数据均无意构成作出或不作出任何类型的投资决定的投资意见或推荐建议, 亦概不应依赖该等数据作为有关意见或推荐建议的依据。

### 关于其他地域的信息

**新加坡:** 在新加坡, 本基金已列入新加坡金融管理局的有限制计划清单中。本文件未在新加坡金融管理局登记为招股章程。因此, 不得向新加坡人士直接或间接传播或分发本信息备忘录及与基金股份发售、销售、认购或购买邀约有关的任何其他文件或材料, 不得向此类人士发售或销售此类股份, 也不得以此类股份为主题向此类人士发送认购或购买邀约, 但以下情况除外: (i)根据新加坡《证券期货法》 (“SFA”) 第 289 章第 304 节的规定对机构客户所做上述活动, 或(ii)根据或遵循 SFA 其他适用规定的条件所做上述活动。

### 联系方式

中介咨询团队

电子邮件: funds@bailliegifford.com

机构咨询团队

电子邮件: Institutional.Enquiries@bailliegifford.com

编号: 88115