

基本面有望協助精品股價修正後回升，中產階級支持產業消費前景

精品業股票在今年上半年經歷低迷，我們認為這是總體環境所造成的結果。首先，我們看到年初從成長型輪換到價值型股票的趨勢。此後，精品股票一直受到加息的拖累。現在隨著精品品牌繼續達到或甚至超過獲利預期，最糟糕的情況已經過去。在許多情境之下，我們認為回歸基本面將在未來六至九個月內可得到回報。如果我們從長期來看，許多精品公司的增長受益於較低的資本成本，因為它們對新興市場的布局較高，其中亞洲平均占該行業總收入的三分之一左右。

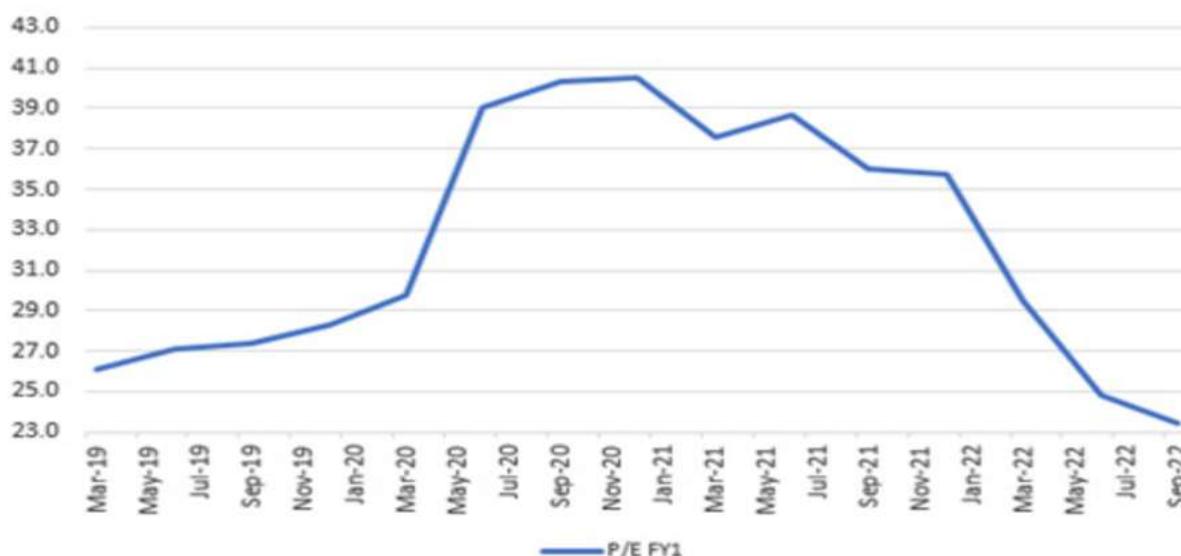
產業獲利能力持續上升

因為受益高於正常的定價權，使得許多精品企業能在通貨膨脹之前透過價格上漲，在疫情流行期間維持營運能力並持續下去。隨著獲利率持續擴大，我們看見此一要點。在當前的總體環境背景下，這是非常不尋常的，因為公司面臨更高的勞動力和能源成本的影響。由於高毛利率，令成本壓力的問題要小許多，並鑒於品牌的吸引力，公司定價能力相當高，幫助該行業處於較佳位置，同時區分有定價權的公司和沒有定價權的公司很重要。到目前為止，價格調漲尚未遇到銷量下降。事實上，消費者幾乎沒有抵制。在過去的18個月內，我們看到品牌在疫情最嚴重的時候提高價格，而這卻產生幾乎相反的影響，價格上漲促使消費者購買，因為預期未來定價總是會更高，因為較強的品牌不會沉迷於促銷活動或折扣。我們可以透過毛利率衡量定價能力，該行業的平均毛利率在70%至80%之間，而MSCI世界指數(含科技巨頭)的平均毛利率接近50%左右。

我們看到獲利率和盈利能力上升，但估值下降。該行業目前股價較5年或10年平均低20%至30%。該行業的企業正在提升收益，其中一個原因是歐元貶值的好處，因為其中許多公司都是以歐元上市，但以美元和人民幣等貨幣產生收益，大約80%的獲利是非歐元計價的。

此外，由於疫情期間採取的成本削減措施，該行業正出現結構性改善，意味獲利率正在增加，自由現金流明顯高於兩年前，意味該行業實際上較2019年更具有正的淨現金。如此給予更多資產負債表的選擇權，淨現金部位也使該行業免受最糟糕的利率上升影響。

圖一、精品業本益比(P/E)趨勢



資料來源：GAM, Bloomberg, 截至2022/10/10

長期趨勢

精品業的長期趨勢之一是不斷擴大的中產階級，每秒有五個人加入中產階級。預計未來10億中產階級新增人口中，有80%將來自中國和印度。全球中產階級的消費能力為精品產業提供長期支撐，而精品業的收入在過去25年內每年增長約6%。此一增長遠遠超過全球GDP，尤其是歐元區GDP。如此收入增長也帶來相當具吸引力的股東報酬，遠遠超過同期的全球整體回報。然而，收入增長的其他驅動因素包括人口結構變化，預計到2030年，千禧一代和Z世代消費者將推動約70%的精品業需求。在目前時間點，年輕世代對精品增長尤其重要，特別是在美國市場。年輕一代的消費者也促進該行業的可持續發展，而在許多其他產業，可持續性是一個由上而下的趨勢。然而，在精品業內，可持續發展是由消費者主導的。

人們對美國消費者有很多擔憂，但令許多人難以置信的是，美國精品市場卻繼續走強。我們在第三季財報中看到此點，例如Moncler指出美國消費群加速該品牌的發展，而在目前背景之下，這是非常了不起的。此發展包括對海外美國人的銷售，主要是在歐洲，因為很明顯地，歐元貶值及過去兩年中第一個適合進行旅遊的暑假，促使美國人在歐洲購物和旅行增加。

超額儲蓄(即美國家庭在疫情期間建立的儲蓄存量)正在下降，因為通膨壓力越來越大，人們正花費更多以維持生活水準。然而，超額儲蓄水平仍是健康的。去年春天，隨著美國

家庭獲得最後的振興支票，超額儲蓄達到約2.2兆美元的高點。它們現在已降至約1.7至1.8兆美元，而這仍遠遠超過進入疫情前的美國人儲蓄。值得注意的是分配效應的存在，意即主要針對精品消費的高收入家庭與低收入家庭相比，兩者從超額儲蓄的受益不成比例。收入超過10萬美元的家庭在過去三個月中一直在動用儲蓄，但按照他們花錢的速度，高收入家庭需要大約一年半甚至三年的時間才能耗盡多餘的儲蓄。因此，美國消費者持續消費復甦，尚未看到支出放緩。如前所述，我們看到美國消費者在美國以外的支出更多，主要是在歐洲。這對該行業來說並不是負面的，因為歐洲商店將在營運槓桿方面受益，因為它擁有該產業所有地區中最高的固定成本。

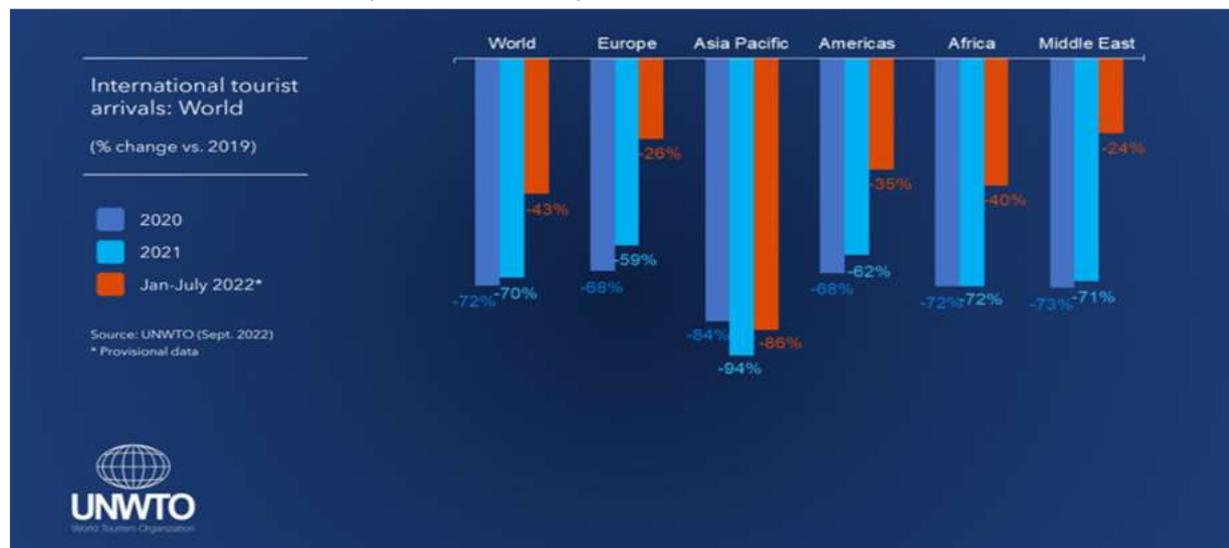
中國是當今精品業的第二大重要市場，但我們預計它將在未來五年內恢復其作為該行業最重要驅動力的地位。在最近的黨代會上，市場正在尋找政府可能提出有關財富和高收入者政策的跡象，例如去年實施的共同富裕政策。此一政策引起對精品業的下意識反應，主要因精品業受到2012和2013年反腐運動的負面影響。我們的觀點是共同富裕與反腐大不相同，而共同富裕就是擴大蛋糕的大小。政府很清楚地希望在2030年底前將中產階級的規模從4億人擴大到8億人，此不一定來自再分配，而是來自整體增長和發展。我們沒有看到黨代會或任何官員對精品業發表負面言論的噪音，預計也不會出現針對精品業的新驚喜，因為疫情基本上已促使中國消費回至國內。疫情前，中國公民超過一半的精品支出發生在境外，此意味政府在稅收、就業和零售商店等面向受到不利影響。在過去的兩年裡，由於海外華人旅遊幾乎缺席，這些消費回到國內，開始使中國政府在企業支付的國內關稅方面受益。因此，我們認為政府現在對殺死下金蛋的鵝沒有任何興趣。只要中國能夠保持這樣的政策，即便海外旅遊回歸的同時，國內零售商店也能繼續受益，這些公司將成為整個財政的重要稅收貢獻者。

雖然美國和中國消費者是行業收入的最大驅動力，但我們越來越注意到增長方面，公司提到這兩個核心市場以外的地區。顯然地，雖然中東消費者僅占全球總量的4%至5%，但最近帶來不少正面效益。我們也看到越來越多企業提到東南亞市場，例如人口超過3億的印尼，或擁有1億人口和中產階級不斷增長的越南，而中產階級和大眾富裕人群的增長，於中國和美國以外的許多市場仍在持續。

因疫情期間消費者被剝奪旅遊、休閒、娛樂等服務，使得支出轉向商品的情況來到歷史新高。在疫情之前，服務和商品之間的支出占比約為70%比30%。在疫情流行期間，此比率轉變成大約60%比38%。我們現在看到體驗和服務逐漸逆轉，也看到支出從商品轉向服務的趨勢。因為人們開始外出，旅行更多，外出用餐更多。我們看到服務通膨，因

為過去兩年人們累積大量被壓抑的旅行需求，因此在某些情況下，人們對飯店客房的整體價格上漲相對較不敏感。我們看到體驗式精品正在強勁復甦，整個行業為體驗的回歸已做好準備。人們喜歡重新填充衣櫥，且過去六個月一直在這樣做，因為他們開始旅行或外出更多，而化妝品和護膚品也將受益。

圖二、全球旅遊明顯復甦(與2019年相比)



資料來源：UNWTO, GAM, 截至2022/9

總體而言，該行業出現較激進的降評，也看到估值大幅下降，而一些企業的降評比其他公司更明顯。在經濟放緩的總體背景之下，消費者將支出集中在特別具標誌性或認為具投資吸引力的品牌和產品上，而這些產品將在較長時間內保持其價值，這也是為什麼選股將是推動該行業回報的關鍵。

精品業過去曾經歷過這些起起落落，例如在金融危機或反腐敗鎮壓期間。隨後的每一次回調皆可見該行業恢復到之前的頂點，因此我們預估這次也不例外。

【台中銀投信獨立經營管理】本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至公開資訊觀測站中查詢。本基金投資涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。公開說明書備索，或至本公司網站 <https://www.tcbisitc.com.tw>，或公開資訊觀測站 <http://mops.twse.com.tw> 查詢下載。