



剖析經濟護城河

資產分配員、基金經理甚至公司的管理團隊，經常將亞洲的投資機會極度簡化。投資者簡介會上經常充斥著搶眼的統計數據，包括預計至2050年亞洲區佔全球國內生產總值的比例，或者是2020年中產階層的總規模等數字。這些宏觀想法往往使用很隨意的時間尺度以及廣泛的假設，令情況更加混亂。雖然這些衡量指標能提供一些觀點，但未能全面反映情況。

作為亞洲專家，銘基充份了解一個地區內部分經濟體明顯具備長遠結構性增長的優秀條件，正是這地區宏觀經濟吸引之處。然而，觀乎市場及經濟歷史，國內生產總值增長與股票市場回報的關連並不大。相反，企業盈利能力才是我們關注的主要推動因素。亞洲經濟增長，使企業有機會提高盈利、賬面值及現金流量，但只有部分公司有把握良機，並於各個經濟週期為股東創造價值。

銘基時常提到要投資於擁有「經濟護城河」的「優質」公司，我們認為這些公司具備最佳條件，可在亞洲長期順利經營。畢竟我們是將股東的資金進行投資，以擁有公司的部份股份，而非針對短期的股價變動而從事投機活動。在2014年2月號的洞察亞洲「何謂優質？」一文中，我們提到多個有助釐定何謂「優質」業務的因素，包括往績記錄、獎勵結構、資本結構及回報能力。重要的是，我們應物色可憑實際競爭優勢持續帶來高回報的公司，即華倫巴菲特（Warren Buffett）於巴郡哈薩威（Berkshire Hathaway）公司的1995年年報中提到的「由牢不可破的護城河保護的經濟堡壘」。這些護城河令一家公司屹立數十年及蓬勃發展，並一直賺取超越資金成本的回報，創造經濟價值。

但究竟甚麼是經濟護城河？從何而來？雖然文化及經濟差異會在不同地域產生細微的分別，但具競爭優勢的護城河通常都由同樣的一般因素產生。帕特多爾西（Pat Dorsey）在《建立財富的小寶書》（The Little Book that Builds Wealth）一書中的說明非常到位，護城河來源大致上分為四類：

1. 網絡效應
2. 無形資產
3. 成本優勢
4. 轉移成本

第一類「網絡效應」基於的前提是，當更多人使用公司的服務時，公司的服務價值對新用戶及現有用戶而言均有所上升，例如社交網絡等網上工具。「無形資產」乃關於專利、品牌、牌照等等的好處，這些資產可防止抄襲，於消費者心目中建立信任、經驗或聲譽。「成本優勢」出現於成本基礎在結構上較同業為低的公司，這使該等公司得以為顧客提供較低價格。最後，「轉移成本」是指當顧客轉換新供應商時，成本過於高昂或特別具破壞性的情況。

如何建構護城河？

對大部分人而言，所有這些前提都是投資常識，因此我們有需要更深入了解過往那些公司到底如何建構護城河。此外，經濟護城河會向哪個方向演變——到底會擴闊，還是如經濟教科書所指，很大機會逐漸消失？

在西方市場進行這種分析已夠棘手，但可以說，在很多情況下，分析亞洲經濟護城河的歷史及闊度更需深思熟慮，因為要考慮到公司擁有權架構、過往缺乏標準化會計、裙帶資本主義、保護主義政策及補貼與稅項體制透明度不足。

舉例而言，《經濟學人》雜誌的裙帶資本主義指數顯示，亞洲的億萬富豪中，約50%的財富來自偏重裙帶資本主義的行業。這類業務表面上也許有高回報率，但作為由下



「巴菲特提及到『由牢不可破的護城牆所保護的經濟堡壘』。這些護城河令一家公司屹立數十年及蓬勃發展，並一直賺取超越資金成本的回報，創造經濟價值。」

而上的投資者，我們必須了解該業務是否真正透過競爭優勢創造財富，還是透過政府關係創富，因為隨著市場自由化及實施更有效的法律管治，政府關係假以時日會隨不同在位者而改變。亞洲公司歷史上一直非常傾向投放資金以配合政府的國家目標，而且賄賂情況猖獗。印尼、泰國、菲律賓及印度所得的透明國際（Transparency International）清廉指數（Corruption Perceptions Index）評級尤其低。甚至經常備受好評的香港政府，亦容許少數地產大亨控制這個城市極之有限的房屋供應。歸根究底，一家公司透過政治關係進行的「尋租」* 活動，不應視為有保證的長線結構性經濟護城河。歷史上這些系統在其他地區都以失敗收場，公眾的不滿最終往往會影響公共政策。亞洲各地為提高生產力，預期（並完全有必要）將走上結構性改革的道路，令這資源錯配更於理不合，否則將無可避免停止增長。

另外，當亞洲國家設有貿易限制及保護主義政策，往往令回報情況有所誇大。我們屢次見到當地使用「深宮高牆」保障現有公司免受外國競爭，並迫使公司改善對顧客的價值定位。有關行業範圍廣泛，包括印度等地的礦業、煙草、醫療保健、電訊、科技甚至零售等領域。方法則是限制附屬公司的外資擁有權。

區內高回報（以至經濟護城河）無法持續，當中的罪魁禍首可以說是補貼體制，在中國情況更甚。對於該等政策是否奏效，經濟學家之間有些爭議，小部分人認為這有助帶來增長，但大多數認為政策帶來的只是活動，而非成果。於個別公司層面來看，明顯地公司不應倚賴這些政策作為一貫的利潤來源。一般來說，中國經常因扭曲資金成本、土地價格、能源價格及給予若干行業直接現金補貼等行為

而損害競爭，例如。共產國家的金融系統出現最嚴重的資源錯配，因銀行對客戶存款利率設有上限。這機制變相確保中國社會的儲蓄人士以低於原有的利率為業界（即國有企業）提供補貼。

去年中共三中全會提及的未來十年改革焦點之一，是金融市場自由化，包括放寬此機制以及其他政策，並促進外國競爭（現時，銀行業資產當中只有約2%由外國銀行持有）。這對銀行股本回報率（ROE）的影響非常明顯。雖然現時回報很高，但銀行將不再保證能得到便宜的融資基礎來帶動回報。此外，這些銀行很可能需支付存款保險，甚至被迫如實申報其不良貸款情況。還有，向國有企業提供的優惠借貸利率亦將受壓。如是者，國企的回報狀況可能有所下降，特別是這種便宜的信貸可能造成產能過剩。

中國國內汽車業正是產能過剩的最佳例子，政府的補貼及來自外國合營夥伴的現金流，促使市場佔有率持續下降、表現欠佳的國內品牌擴充業務，以望成為國內領先的公司。有趣的是，儘管世界貿易組織（WTO）規定每兩年就補貼事宜披露一次，惟作為會員的中國自2001年加入世貿後只進行過一次披露。

數十年來亞洲很多地方一直專注於發展成為有形資產的製造中心，無視於研發及宣傳推廣等無形資產以推動創新、建立品牌、並贏取顧客信任。這種普遍性的思維令問題變得更加複雜。Interbrand的2013年世界最具價值品牌評估顯示，全球百大品牌當中，只有10個來自亞洲，這極端情況略為令人擔憂。我們應緊記，在眾多因素中，這些重要的投資項目均對上述四類經濟護城河來源有所幫助。

*指企業或國家為自己的經濟利益而提取資源，但並無回饋社會

「……但可以說，在很多情況下，分析亞洲經濟護城河的歷史及闊度更需深思熟慮，因為要考慮到公司擁有權架構、過往缺乏標準化會計、裙帶資本主義、保護主義政策及補貼與稅項體制透明度不足。」

雖然過往這定位也許可以接受，但隨著亞洲繼續發展，當地政府及公司有必要適應未來的轉變，包括社交媒體、大眾教育程度的提高、勞動力及資金成本的上升，以及更多來自西方跨國企業的競爭。所有這些因素都可能顯著影響業務回報，過往的領先公司無法再「墨守成規」，拒絕適應新湧現及日益改善的外國公司。以中國的兒童營養產品行業為例，儘管中國公司試圖建立本地領先品牌，惟業界仍由外國公司主導。事實上，在香港機場聽到的不是關於販毒的警告廣播，而是提醒所有入境中國的旅客關於攜帶兩罐奶粉出境的上限。這正是外國公司成功建立品牌、聲譽及安全的例子。中國公司醜聞不絕，破壞顧客對其安全的信心，所以當地公司的失敗乃咎由自取。

部分證據顯示，不少亞洲公司似乎意識到這些挑戰。我們不僅一直聽到越來越多公司談論建立真正的品牌，在研發方面亦有所增長，當中領先者為中國，在2000年至2010年期間中國國內研發開支每年約有21%的升幅。

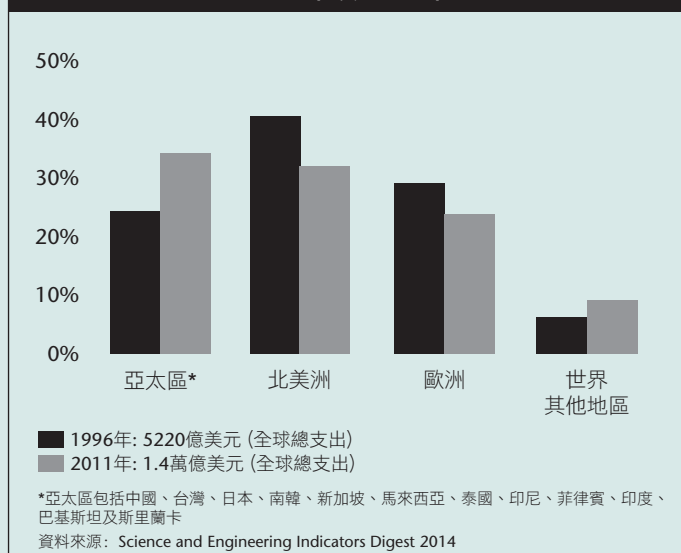
當然，研發及廣告支出本身並不保證公司定能建立經濟護城河，亦不保證能延長現有護城河的壽命。真正的關鍵在於如何運用這筆資金，以及公司是否願意善用區內龐大和質素日益提升的年輕人才。我們必須自問：公司現在是否努力創新，以及是否留意到常有入行後打亂常規的具破壞性的創新公司？不論在基建發展界提供一流的工程也好；於零售界提供超卓服務亦好；於醫療保健界帶來領先同業

的創新技術，還是單純為顧客帶來良好價值也好，亞洲公司都必須繼續堅守新路向，提供與別不同、備受推崇的產品服務。這些舉措有助公司即使面對政府換屆、改革進程、勞動成本上升及不同的經濟週期，仍然能夠繼續創造價值，尤其是當法律管治及專利保障方面有所改善時。特別是當環球供應鏈已經存在，以及綜合媒體為新公司提供更多層面的營商環境時，作用尤其顯著。此外，過往西方公司進入亞洲市場時，並無採取本土化政策，這種狂妄的錯誤情況似乎有所減少，因為該等公司已經更有效針對一些最佳增長機會。今時今日，這種錯誤很罕見，例如百思買 (Best Buy) 在2000年代進軍中國，推出美式大型超級商場 (big box stores)，卻不敵當地競爭，經營結果坎坷。

在這情況下，分析基本因素至為重要。真正能創造價值的公司在亞洲擁有龐大的機會，而且隨著教育水平的提升、當地環境提供支持，再加上強大的創業精神，這些機會可能繼續增長。銘基嘗試了解每個行業的結構，並與公司管理層、供應商、客戶，甚至同業定期會面。這些全是建構護城河、擴大規模及延長其壽命背後不可或缺的齒輪，並為我們提供最佳機會，了解行業所創造的真實內在價值。

Kenneth Lowe, CFA
基金經理
銘基亞洲

各區佔全球研發開支比率：
1996年及2011年





Matthews Asia

披露及備註

於2014年7月7日，銘基亞洲所管理的賬戶並無持有Best Buy Co., Inc.的倉盤。

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本報告所載資料乃取材自於編製時相信為可靠及準確的多個資料來源。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能涉及額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局 (Financial Conduct Authority, FRN 415559) 授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2014 Matthews International Capital Mgmt.LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI – 2014年7月

電話: +1 (415) 954-4510
電郵: globalfunds@matthewsasias.com
網站: matthewsasias.com

香港:
電話: +852-3901-0880
網站: hk.matthewsasias.com