



為何中國前景令人樂觀?

年初在一片悲觀氣氛中，我在文中提及對亞洲的情況樂觀。現時，亞洲市場較年初稍高值，部分行業（非周期性消費品和健康護理）的價值的確有點高。可是，整體而言，亞洲（日本除外）的盈利仍以美國的26%估值貼現和歐洲的10%估值貼現買賣。另外，現時的估值仍處於長遠歷史估值的低端。不過，我仍然保持樂觀，我不認同專家們對中國妄作的評論。中國的問題是明顯的，但中國人著力於解決問題。我認為中國是充滿著變動、生機和蛻變的地方。最近，我跟一些悲觀的香港投資者討論中國時，屢屢不同意他們的看法，儘管他們提出的要點不乏理據。我的看法跟「主流意見不一致」。可是，有鑑於中國有10倍的預期12個月盈利*、2.5%的股息率和截至12月中約有10%的名義國內生產總值增長，我會繼續抱持這種跟普遍意見相反的看法。

投資者對中國有不少抱怨：信貸泡沫和過度投資、經濟受國家控制、從不創新、銀行欠效率、非官方融資不受規管、工資不斷上升、公司管治不佳、公佈的數字不可信。儘管有以上批評，我體會到的是中國在政府和個人努力之下即使已經大幅蛻變，但是仍要不停作大幅的改變。

政府為企業家開路

在過去數十年，中國基本上是由政府製造空間，讓私人機構蓬勃發展。1980年代我在北京求學時，很多工廠都生產相同的產品——毛澤東裝、毛澤東帽和公安制服。工廠一律以數字命名：北京第一製帽廠、第二製帽廠等等。因此，當時很明顯是缺乏競爭或賺錢動機。可是，我記得在我上的大學，小賣部由一位上海老婦經營，她售賣啤酒和香煙。那些本地

釀造的啤酒瓶底部長滿真菌，喝了大概會喪命，但英國留學生無法抗拒這些每支售價2仙的啤酒。只要付數塊錢，你便可以買下她的所有存貨搬回宿舍享用。因為國營經濟是沒有個人誘因的，所以甚麼都是永遠一成不變。可是，即使是在當時，這位商販（以年紀推測，她應該記得昔日資本主義在中國是甚麼情況）不會放過賺英國留學生錢的機會。她漸漸購入較少發霉和較安全的啤酒，那個學年快將結束時，她甚至出售新加坡、日本、美國和愛爾蘭家存戶曉的品牌。我這輩子都不會知道她從哪兒入貨。直至今日，每當有人談及對中國的印象時，我都會想起這件事，提醒自己在中國，轉變可以來得很快。

阿梅是另一個我在中國求學時印象深刻的人物。阿梅在夏天常見於北京街頭的國營西瓜檔工作。當時，大部分小販都懶得叫賣，只顧吸煙、玩紙牌或睡覺，任由一堆堆的水果在太陽底下變壞。可是，阿梅跟他們不同。阿梅開了個啤酒檔，請我和另一位朋友幫忙寫英文招牌，藉以招徠背包客。我們為他那簡陋的檔攤改了個堂皇的名字叫「Mei's Beer House」（阿梅啤酒館）。我們弄來一部舊的卡式錄音機和歌手雷·查爾斯的卡式帶為他播放背景音樂。不久，阿梅的街邊檔攤便客似雲來，客人在一片騷靈音樂聲中喝酒談天。當有人跟我談論中國時將中國人民說成彷彿受害於他們無法控制的重大宏觀經濟事件時，我便會想起阿梅這類人的精神。我也記得，向外國人販賣是達成目標之策而非最終之策。出口並非中國經濟發展的目標，只是藉以重新學習資本主義的方法。



「中國教曉我怎樣理解增長。有鑑國內於政治環境穩定，中國已從動盪的革命時代順利（幾乎沉悶地）地過度權力。」

有人曾對中國的銀行作出批評，這些批評都是正確的。政府指令借貸欠缺效率，而不履約貸款有可能會增加。但不可忘記的是，根據國際貨幣基金組織的統計，在1990年代末，估計中國的不履約貸款在國內生產總值中佔40%，但在2000年至2010年之間，以美元計算，中國經濟的按年增幅接近20%。今天，不論中國怎樣做都會面對指責。專家們說中國銀行不安全，因為政府沒有適當衡量風險，而非銀行金融業也不安全，因為這並非由政府經營！不受規管借貸的確需要當心。買賣是否妥當？投資一旦失利怎麼辦？不過，我跟採用非官方借貸的公司傾談時，發現他們要支付15%至18%的利息，所以不管你對非官方借貸有甚麼看法，都必須承認風險是經過適當衡量的。

政客貪污，而政府會窒礙經濟活力。在中國，貪污是個問題，但與此同時，國家一直減少直接影響經濟。現在，在中國做生意較以前容易，而且評級較俄羅斯、巴西或阿根廷等國家高。大部分美國投資者投資的「中國」公司都在香港公開上市。香港是全球最自由的經濟，被評為全球第二個最容易經商的地方（僅次於新加坡）。中國政府的開支在國內生產總值約佔21%，而美國政府的開支在國內生產總值佔39%，歐洲政府開支所佔的比率更高。另外，一項企業家調查總結，中國的可見機會比美國和歐洲多。在今日中國，中小企僱用的人數在城市就業人口中佔80%，中國已經成為企業家的勝地。

投資過度與低工資？

改革是否只是我們在先前的評論中討論過的信貸催化泡沫？若然，現在中國應該會出現經濟通縮，而非全球需求較高的地方；若然，現在中國會出現資本回報下降。可是，總體宏觀經濟分析、政府調查和公司報表由下而上的總計均顯示，資本回報一直維持穩定或在上升。在一個市場主導性和效率均更高的經濟，這點絲毫不令人感意外。現時，MSCI中國指數包括的75間公司的加權平均資本回報率跟7年前的比率幾乎一樣（17.3%和17.4%），中國所有企業的加權平均資本回報率約是15%，而2005年的比率約是13%。

過度投資難以跟中國的上升工資掛鉤。太多用非其所的資本會對生產力和工資構成限制。每當有人說上升工資會摧毀中國的低成本增長模式時，我便想起首間麥當奴餐廳在北京的開設。那是全球最好的麥當奴，因為餐廳有三類服務人員：一類點餐、一類打票、一類純粹報以微笑。有一次，我給友人阿梅買來漢堡飽，他咬了一便放下不吃，他說：「留給兒子吃。」今天，麥當奴餐廳無能力僱用這麼多服務人員，但吃漢堡飽對城市人來說十分平常。事實上，中國人吃快餐、買瑞士手表和在矽谷置業都十分平常。所以，如果有人擔心中國的低工資經濟會滅亡，他真的要向我解釋那對中國人有甚麼壞處！

中國有高工資增長模式，這種增長旨在提高人民的工資。現在，技術勞工賺取高市價工資。我在北京的大學導師賺取的月薪相等於西式酒店一晚的住宿費用。現在，中國可以吸引高薪人士出任國內最大型企業的高職。為了繼續推行現代化和增加生產力，中國會提高工資，招攬專業人才加入其經濟領域。在生產力增長方面，中國是整個地區的楷模。

「追求幸福是人民的權利，而政府的責任是造福人民， 讓人民群眾大膽探索自己的幸福道路。」

中國永不創新只懂模仿

我同意中國需要新科技，但不同意只有創新科技才能創造價值。除了不相信中國是永不創新，我亦認為指模倣是無價值的追求這個想法是誤導的。學習其他經濟體系已臻成熟的產品、製造加工、物流、營銷和融資技巧也可以創造價值。為什麼不可以？作為投資者，我不太在意中國企業是否模倣海外穩健企業的業務模式。建立品牌限制競爭當然是好的；若一間公司由外國跨國企業持股我當然會當心，但有必要投資於這樣的公司嗎？沒有必要。品牌和分銷可以建立堅固的商業護城河，但這並非跨國企業的特權。網上搜尋、遊戲、零售和通訊等行業都是以國內企業為主。業務模式不一定是新的，但護城河一旦建立便難以攻破。我亦不太在意科技由誰所創，我較在意一間企業如何運用科技保持競爭優勢。我期望在未來，中國會多運用資訊來提高生產力。在1985年至2000年之間，資訊科技投資額在中國的國內生產總值按年增長中平均增加了0.1%，美國則增加了0.6%。在2000年至2010年之間，資訊科技的投資額在中國的增長中平均增加了0.6%，美國則增加了0.5%。

亞洲其他國家又如何？

為何中國令我對亞洲其他國家的情況感到樂觀呢？其中當然是因為更多交易、中國消費者越趨富有和中國將低增值業務外判至較貧窮的國家直接有助這些國家增長，但也是因為中國令我學會如何理解增長。有鑑國內於政治環境穩定，中國已從動盪的革命時代順利地過度權力。目前，印尼已經從後亞洲金融風暴的動盪和混亂轉趨穩定，也為海外投資提供更佳的环境。

中國也向鄰國顯示如何藉著更具效益的資本投資提高生產力。儘管亞洲生產力增長率在1990年代之前偏低（新加坡和菲律賓的生產率甚至出現負增長），但以投資效益來說，亞洲現在已是全球增長最快的地區。亞洲一些較不富裕的國家都有意無意地跟隨中國的足跡，韓國和日本等較富裕的國家供應資本貨物以提高生產力，並且供應消費品從中受惠。亞洲也顯示出其不單止有能力消費某些大型跨國品牌，而且有能力在汽車、智能電話和成衣等領域跟這些品牌正面競爭。這可以稱為模倣嗎？還是亞洲向世界顯示其能夠為各國的企業和消費者生產優質產品？

在上述增長中，政府擔當了角色，但主要是穩定政治環境和限制國家插手的範圍。亞洲最大消費國日本和澳洲的開支在國內生產總值中所佔的比率仍然較美國少，南韓和印度的開支在國內生產總值中所佔的比率分別是30%和27%；東盟國家的開支因國而異，但比率是介乎8%和29%。美國的企業稅率是35%，相對於即使是官僚化的印度也是較高。印度的企業稅率是30%，而中國和香港分別是25%和16.5%。

今年較早時，中國共產黨資深黨員汪洋曾經表示，中國的領導人不應該認為人民的幸福是政府的「恩賜」。汪洋認為，追求幸福是人民的權利，而政府的責任是造福人民，讓人民群眾大膽探索自己的幸福道路。

我同意他的看法。雖然汪洋的想法可能並不新鮮，但是否原創思維並不重要，如何好好地付諸實行才最重要。

何如克博士 (Robert Horrocks)

銘基國際投資公司投資總監及投資組合經理



Matthews Asia

披露及備註

於作出投資決定前，閣下應謹慎考慮銘基亞洲基金的投資目標、風險、收費及開支。關於基金的香港發售文件及其他資料可於 hk.matthewsasiasia.com 查閱。請先細閱香港發售文件所詳述有關投資於國際及新興市場的風險，然後才作出投資決定。

* 根據FactSet，「預期12個月盈利」代表以預期在未來12個月內所得的每股盈利除算的每股現價。

銘基亞洲基金並不持有麥當勞股份有限公司的股份。

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。

本報告載有截至刊發當日的觀點及資訊，有關資料其後可能有變，亦不一定反映撰文者現時的觀點。有關觀點乃針對於特定時點對市況所作的評估，僅屬意見性質，不應被倚賴為投資於特定資產或整體市場之投資建議。有關資料並不構成買賣特定證券或投資工具的推薦建議。不應假定任何投資操作將能獲利，或能獲得與本報告所述的投資組合、任何證券或任何板塊相等之表現。

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。 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司概不就使用有關資料所造成的任何直接或間接責任或損失承擔任何責任。

銘基亞洲基金的董事會可就其相關子基金的分派股份酌情決定從股本撥付股息。本基金的董事會可以修改股息政策，惟必須事先取得香港證券及期貨事務監察委員會的批准，並向本基金股東發出不少於一個月的預先通知。從股本撥付股息相當於發還或撤回投資者的一部分最初投資額，或者撥付歸屬於該最初投資額的任何資本收益。有關股息可能導致相關子基金的每股資產淨值即時減少。如欲查詢過去12個月（倘子基金的成立時期不足12個月，則為自其成立日期起）分派股份支付的股息（如有）之成分（即撥付收益及股本的相對金額），可向銘基亞洲基金索取有關資料，或瀏覽其網站hk.matthewsasiasia.com。

銘基亞洲基金或其若干子基金在某些司法管轄權區不可向投資者發售，亦不得向美籍人士發售。在法例禁止要約或招攬購買銘基亞洲基金的任何司法管轄權區，本報告並不構成發售要約，亦非招攬購買銘基亞洲基金的要約。本文件未經任何監管機構審閱或批准。本文件由 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司發出。