

马股的本质

知可以战与不可以战者，胜。——《孙子兵法·谋攻篇》

股市常言道，十个投资者七个亏钱，两个打平和一个赚钱。然而，想必能在股市里取得优越成绩的那一位应该也是经历了种种的考验与挫折。正所谓大海里没有礁石激不起浪花，生活中经不住挫折成不了强者，经历过失败的投资者才有资格从失败中享受到成功的福分。

有小部分投资者表示马股不适合长期投资，因为马股长期充满了许多不确定因素。长期投资应该倾向美股，那里的企业都是世界顶级的国际企业，护城河满分，是投资的好圣地。也有些投资者表示马股只适合短线操作，正所谓今日不知明日事，只

需要抓紧短期波动就能获取可观的盈利，长期等待时间太久好无趣。新时代的投资者更是自创了长期持有的新定义，也就是持股三个月。如果该股还是没有动静就要卖出寻找新的目标，以汰弱留强名义来合理化长期持有的定义。

也有些投资者忽视投资策略的重要性，按照白猫黑猫论，哪里能赚钱就往哪里投资。可事实真的是这样吗？

首先，我需要以较为【负面】的形式和各位读者分享我对马股的看法。希望各位读者不要以先入为主的心态阅读此书，也不希望各位把马股看成一无是处。相反的，我希望读者能够以退为进，认识我国企业的优劣势，进而发现投资的机会。

1.1 大多数企业不具备【持久】的竞争优势

在巴菲特众多选股准则当中，他经常会强调一件事，那就是购买的公司一定需要强而有力的经济护城河。对此我亦首肯心折，不容置疑。但是，在这套选股准则的背后，却存在着隐忧。

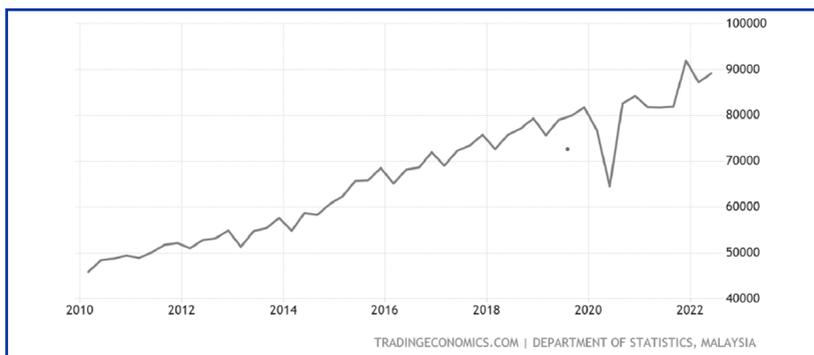
我主要强调的是【持久】竞争优势而并非只是竞争优势。因为这不但会影响我们的选股准则，也能加强我们对持股时长有着参考作用。

【持久】竞争优势的公司主要都会有以下特征：

1. 昂贵的转换成本
2. 强大的市场地位和巨大的市场份额
3. 强大的市场议价能力
4. 强大的品牌效应
5. 专利保护
6. 与供应商的议价能力高
7. 良好的成本优势

但不同于美国 and 全球500强企业，我国大多数公司都不具备【持久】的竞争优势。完整的供应链通常是由上游、中游和下游地区来分割各企业或者领域的角色。我国上市公司在供应链中扮演的角色多数是以中下游为主。除了前文所提起的国油（Petronas），暂时还没有一家私人企业在全世界500强名单里。

我国制造业按年对比（百万令吉）



资料来源：tradingeconomics.com

马来西亚按类别出口%（2021年）

Electrical, Electronic Equipment 34%	Machinery, Nuclear Reactors,...	Optical, Photo, Technical, Medical Apparatus	Plastics	Aluminum				
	8.4%	4.2%	3.4%	2.4%				
Mineral Fuels, Oils, Distillation Products 12%	Animal, Vegetable Fats and Oils, Cleavage Products	Iron and Steel	Miscellaneous Chemical Products	Organic Chemicals				
	6.6%	2.2%	2.0%	2.0%				
Rubbers 5.6%	Copper	1.1%	0.63%	0.80%	0.55%	0.54%	0.53%	
		Wood and Articles...	0.96%	0.59%				
		Articles of Iron or...	0.81%	Paper and...				
		Pearls, Precious...	0.77%	Aircraft, Spacecraft				
		Vehicles Other...	0.74%	Soaps...				
				Tin				
				Articles of...				

资料来源: tradingeconomics.com

制造业是我国GDP占比紧随着服务业排名第二的行业。根据马来西亚统计局报道，制造业自2010年开始至2021年呈逐年平稳上升趋势，其中电器和电子制造业对其促进作用最明显。然而，如前文所述，以我国上市公司来做统计，目前大多都是以出口为导向的中下游制造业为主。

产业链通常可划分为上、中、下三个层次，而制造业一般属于中游。如果我们将制造业再细分为成更小的领域，那么我国目前的上市企业都是以中下游为主，也就是说我国大多的制造业如同三文治般被夹在了中间，导致国内许多上市公司经常被国外企业掐着脖子。任何风吹草动，只要不符合外国企业的要求，订单随时都有可能转往别国，长期需要受尽他人脸色。就以2021年，被企业责任（ESG）以强迫劳动指控问责的公司也

数不尽，电子代工（EMS）、橡胶领域，种植领域等也都难逃被制裁的命运。

当初，发展国家为了控制通货膨胀而主导的【全球化】商品供应产业链，就将技术含量较低的生产线转移到发展中国家，享受低税务与低运营成本，以增加企业赚幅。另一方面就持续量化宽松政策，向他国输入该国的货币，以低利率策略向他国发放贷款，同时还能增加国际货币话语权。之后就一副居高临下的姿态向他国推行蓝天白云政策，使得发展中国家不仅要背负污染环境的罪恶，同时还陷入以外币为债务的陷阱。

但愿读者们不要误解我赞同这样一种观点，即企业应需放弃【企业责任】以增加利润，而是将心比心地对待同一件事情。对于指责我国某些企业强迫劳动这一件事，我就以美国亚马逊为例子。据Geekwire报道，亚马逊曾经多次被爆出工作条件恶劣。为了避免引发公司制定的【耗费过多休息时间（time off task）】法规，其雇员甚至要选择瓶中解代替如厕。另外，根据英国《金融时报》报道，苹果（Apple）的主要代工鸿海科技集团（Foxconn）也曾多次被曝出工作环境恶劣，到如今却还是安然无事，没有遭到各国的点名指责。

这就是具有【持久】竞争优势企业的典型例子。以鸿海科技集团为例，他们拥有高超的科技和技术，促使终端客户转换成本很高。然而我国的电子代工就缺乏定价权，无法持续增加他们的利润率和收益。即使他们在开始时以自身的竞争优势获得了

许多客户的订单，但当他们的竞争对手推出更便宜但类型相似的产品时，这种竞争优势的持久性将受到挑战。在缺少产品与服务的专利保护下，大多企业的商业策略都以“物有所值”的方式去推广该企业的产品，却难免会遭到相同复制产品压缩盈利率。

当然我们也不能一竿子打翻一船人，我国仍然有一些企业在国际上还是拥有【持久】的竞争优势且具备能赚取丰厚利润的条件，能在短期内不断增长和成长。至于该怎么挖掘这类公司，还需投资者们耐心读完这本书。

1.2 大多数马来西亚企业的业绩属周期性

我国是一个贸易顺差的国家，出口产品是促进我国经济最直接的方式。然而，我国经济也免不了随着全球【经济周期】的变动而产生变化。尤其是当我国的主要贸易国出现了国内经济放缓的现象时，我国的贸易量自然地会跟着放缓。当国家经济放缓后，个别领域自然地也无法逃脱面临营业额下滑的现象。

尤其是以制造业为主的我国，和之前所强调拥有【持久】竞争优势的公司对比难免会把我国企业放置在劣势的位置。我国上市公司主要是根据客户订单（Purchase Order）来决定销售量和盈利，但却缺乏拥有【经常性收入】（recurring income）的企业。这里所强调的【经常性收入】并不是所谓卖了机器提

供售后服务的收入，而是客户长期需要你的服务而愿意定时为你付费的收入。

拥有强大护城河的公司无论是在经济危机、行业不景气，特别是在经济周期开始迈入衰退期时，其产品也不会随着经济低迷而导致该企业的产品被抛售，或被其他复制产品所取代。

投资者也需要留意企业产能周期的库存变动，供需过剩将会导致该企业的业绩开始走下坡路。举个例子，2014年国际原油价格大涨，我国一些中下游汽油就开启了高杠杆模式来进行发展开销，但随后就遇上了国际原油价格崩盘的事件，导致到今天还有许多汽油股的股价依然无法回到当时的高峰，而这一些开启高杠杆进行发展开销的企业至今依然需要背负沉重的债务。

所以投资者需要无时无刻地警惕着所有【经济周期】所带来的影响，同时也需要关注企业产量的周期是否会为企业带来短期或长期的负面影响，又或者是会为该领域带来结构性改革的周期。

1.3 政治影响力

据《经济学人（The Economist）》2014和2016年度统计数据显示，马来西亚政党资本主义指数（crony-capitalism index）排名世界第一和第二。《经济学人》使用的统计方法是将商业

领域依据是否易于寻租或与政府有密切联系而划分成两大块。自从20世纪70年代，马来西亚政府实施了有利于马来西亚土著的「新经济政策」以后，我国部分上市公司都会与政治家和政党有着密切的联系。在2022年，甚至我国证券监督委员会（SC）的中立单位都是由政治家来委任。

政治的动荡也让我国出现政治概念股，主要可以归因于当权者的朋党资本主义及恩庇侍从的关系。朋党资本主义是指企业与政府关系密切，促成官商勾结的环境。

国家领导人往往都是掌握庞大的资源，然而某些企业主为了商业利益，也会与政治人物保持密切关系，以利其获得资源的分配。一些与建筑、汽油和医疗有关的上市公司为了能够在政府资源中分一杯羹，自然而然地也会被灌上了浓重的政治色彩。

一些公司的绩效往往需要靠大型政府合约才能运营。单凭509马来西亚史无前例的政权更迭，一些股票价格的暴跌表明政治确实对一些企业的业绩与盈利潜力和股价走势有着密切的关系。

另外，政治家和立法者们的任何决策也可能间接地影响股市业绩。例如，一次性的税收（2022年繁荣税，Cukai Makmur）、税务改革、额外的一次性补贴、税收优惠和大型基础设施项计划等等，这一些决策都可能影响某些公司集团未来盈利的走向。

土著固打制也是我国经济绊脚石之一。速柏玛（Supermax）也曾经宣布取消购买两块地皮，理由是无法获得经济策划单位（EPU）批准，而经济策划单位批准土地转让的条件就是土著股份必须占三成。另外，对于非土著想在本地的国际综合物流服务公司大展拳脚也是需遵守土著持有权的条例。非开发式的种族经济策略也可说是经济成长的障碍之一。

当然，政局动荡对股市的长期影响不大，除非是政策和税务的改变，才会影响公司的盈利和价值。政治动荡不稳的影响多少属于情绪问题，与政治无关的股票，基本面是不会轻易动摇的。

1.4 被宏观经济牵着鼻子走

我国作为一个新兴市场，投资情绪通常是随着隔夜美股市场而变化。美联储的一个喷嚏，就会导致我国资金出现变化。

以美联储货币政策为例，任何的利率提升都会衍生到全球利率表现的骨牌效应，使得新兴市场不得不追随美联储货币政策以防外资流出。这也就是为什么每当美国财务出现严重问题时，只需要降息与买债券（印钱）就能如愿地解决当地的经济危机，代价就是让全球其他国家一起背负通货膨胀的压力。

与其说是美国的美联储，倒不如称呼为世界银行会更加的贴切。国际货币基金组织（IMF）2020年的统计，以美元来计算

的外汇储备（参照**第三章：经济周期**之外汇储备篇）占据了全球60%左右，相对起2000年70%左右下降了不少，但依然是至今全球交易的主要货币之一。

全球大部分的大众商品也是以美元来计算，在可预见的短期未来内依然不会改变。当美国不停地发放债券（印钱），以美元来交易的大宗商品就会因为美元的贬值而变相变贵了。

举个例子，2020年新冠肺炎开始席卷全球时，美国为了刺激当地经济开启了无限量宽松和财政刺激援助，并在2022年一举把当地的通膨数据拉升到近40年来的高点。为了打压通膨，美联储必须提高利率政策与加快缩表的步伐，以防止通膨继续恶化。

美元作为全球首要交易货币，美联储的利率提升自然会导致以美元为主的资金回流美国。资金流向自然而然地会从“不稳定”的新兴市场返回到所谓“零风险”的美国市场。随着美联储加息，投资者开始出售新兴市场货币，转而买入美元。为了避免货币快速贬值，其他国家（一般是以不是国际货币储备的国家）的央行就需要出售该国的外汇储备来买入该国的货币以防止该国的货币持续贬值。

总而言之，美元的升值会导致我国以美元进口的商品成本上涨，间接导致许多商品因为人民币的贬值而变贵了。此时对于我国B40低收入群体更加苦不堪言，经济负担更是雪上加霜。

我国央行为了避免外资持续流出，不得不上调隔夜政策利率（Overnight policy rate）。但是，OPR上升也间接造成国内借贷成本上升。对于M40中等收入群体来说，国行提升利率会导致贷款负担加重，引发市场低迷的蝴蝶效应，股市也会因此而下滑。（详解可参照**第三章：经济周期**）

1.5 交易机制不一样

马股的交易机制与外国（以美国为主）不一样。这也间接表示了市面上许多以外国为背景的技术指标（尤其以抓住暴涨股为标题）或者做空市场的书籍不适用于我国股民。

在我国股市的单日跌停板存在着一种固定的机制。股价1令吉或以上的综指成份股的静态和动态跌停水平分别在30%和8%；而1令吉以下的综指成份股的静态和动态跌停水平则分别是30仙及8仙。（出处：大马交易所）

然而，美股是没有单日个股涨停机制的，取而代之以指数熔断为单日停板机制。至于做空交易，我国并非全部股票都能做空交易。马股做卖空的机制大致上归类为被监管卖空活动（Regulated Short Selling, RSS）、即日卖空（Intraday Short Selling, IDSS）和被允许卖空活动（Permitted Short Selling, PSS）。当然，卖空和涨停机制都不在本章讨论范围内，读者有兴趣可以前往马来西亚交易所（Bursa）官网查询。

如果马股出现个股不寻常的交易，马来西亚交易所就会向该股发出“不寻常交投”（Unusual Market Activity, UMA）来捍卫市场秩序以防止炒风横行，有无见效那就见仁见智。

再者，我国股市的股数单位是以100股起跳，美股的成交股市则以1股作为买入的股数。交易费用也是会随着采用的平台而改变，目前在我国投资国外的股票依然需要付上昂贵的费用，对于活跃在股市的投资者来说是一笔沉重的费用。

投资国外的股票不止是需要对该企业拥有充分的了解，同时也需要对当地环境拥有一定程度的了解，以确保讯息的接收度。

1.6 津贴国

闻有国有家者，不患寡而患不均，不患贫而患不安。
盖均无贫，和无寡，安无倾。——孔子《论语·季氏》

马来西亚国情与他国有些不同，特别是商品价格。我国经济主要靠国家津贴维持，通过【覆盖式津贴】（blanket subsidies）的方式来控制市场商品的价格，例如汽油、柴油、水电、液化石油气、医疗、日常食品等等，不论是低收入、中收入乃至高收入群体都因此而获益。

这也造成我国贫富群体之间的距离越来越大，富人越有钱，穷人越贫穷的窘况。时任财政部长拿督斯里东姑赛夫鲁透

露，2022年上半年，我国预计消费补贴达到令人咋舌的773亿令吉。除了正常生活成本补助外，我国还向不同社会群体提供了各种援助金，造成我国居民主要依靠政府补助而不能自立。

无论从体恤人民或政治考量来看，巨额津贴都严重增加我国财务负担，债台高筑的局面亦造成发展开销遭遇经费不足之困境，而国家则长期原地踏步，巨额财务负担使我国望而却步，寸步难行。

因为政府不断介入补贴，而在某些情况下政府的补贴并不足以补偿成本上升，还给商品制定顶价，间接造成很多产业面临成本上升时不能转嫁给消费者，使商户面临利润进一步缩水。

市场销售价照理应该根据需求和供应作为平衡点，皂白不分的津贴会导致人民习以为常，一旦津贴某日被夺取，必定让人民陷入水深火热，民生哀怨。

作为投资者，当投资在不可自由贸易商品的价格市场时，需要更加关注政治的走向，也可以从政府最近几年想要支持的行业中发现投资机会。

1.7 马股的本质——总结

凡事预则立，不预则废。——《礼记·中庸》

总的来说，身处在新兴市场的马股，相对其他成熟市场，我国企业依然属于成长中的阶段。成长中企业自然有其利也有其弊，相对其他国际巨无霸企业，自然伴随着较高的风险。

翻开我国30大蓝筹股，目前大多依然是以传统行业为主，稳打稳扎。但是传统的行业市场多属于市场饱和的阶段，在【零和市场】中与同行们进行了长时间的博弈，价格长期相对平稳但是增长受限。平稳的业绩也导致我国的综合指数多年来都无法突破前期高点，所以投资蓝筹股的股价涨幅有限，难以致富。

相对于成熟市场而言，我国的股市在本质上还欠缺稳定性。投资者要注意，马股中多数上市公司仍属比较年轻、偏于发展、风险较大。企业护城河仍不清晰和技术门槛仍处于提升阶段。

因此投资者要认清自己的个性和状况，才能在踏足股市之前制定好投资策略并且严格遵循，同时还要密切注意国内和外围形势的发展方向，并提前为经济周期的下一个阶段做好提前部署，虽然无法做到百战百胜，但至少良好的投资风险管理可以为我们降低投资风险。

