

諾亞研究

2020年12月11日

主題 | 反壟斷訴訟又多一起，科技股還能投資嗎？

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

大型科技公司只要符合反壟斷指南，並且加大與傳統行業的整合，說明實體經濟的發展，就仍然會具有長期投資價值。

今天我們和大家繼續講一講美國科技反壟斷的最新進展。距離美國司法部聯合全美 11 個州起訴谷歌反壟斷剛剛過去 50 天，美國聯邦貿易委員會 (Federal Trade Commission) 也發起近年來最雄心勃勃的一起訴訟。

Federal Trade Commission (“FTC”) 聯合一個由 46 個州組成的跨黨派團體對 Facebook 提起反壟斷訴訟，並尋求撤銷 Facebook 之前收購 Instagram 和 WhatsApp 的交易，48 個州檢察長還提出未來 Facebook 在進行任何超過 1,000 萬美元的並購時向各州提前通知的要求。

一眾科技巨頭股價在前一個交易日同步下跌了大致 2% 上下，昨晚開盤也大多小幅下跌，而 Facebook 的股價跌幅並沒有更大。

熟悉諾亞研究的投資者可能會注意到，對於科技企業的反壟斷是我們今年大半年來非常關注以及多次提及的話題，這不僅僅會影響到今年以來表現是其他行業兩倍漲幅以上的科技股未來走勢，也是逐步體現美國監管機構在反壟斷的態度轉變上的重要轉折。

關於此前的司法部發起的谷歌訴訟案以及國會民主黨的反壟斷調查報告，請大家參考 10 月 22 日的文章《谷歌迎來 20 年最大訴訟案，股價不跌反漲？》) 和 10 月 9 日的文章《449 頁的反壟斷報告都說了些什麼？》

那在之前兩個反壟斷事件中牽頭的是美國國會和司法部，這都很容易理解，那這一次的 FTC 可能大家相對不太熟悉，首先我們來瞭解一下 FTC 是一家什麼樣的機構。

FTC 全稱聯邦貿易委員會，是一個政府獨立機構，在 1914 年就成立，至今已超過百年，擁有非常廣泛的監管權力，主要任務是消費者保護和防止反競爭、欺騙和不公平的商業行為。FTC 是美國兩大反壟斷執法機構之一，而另一個就是司法部反壟斷局 (Department of Justice, “DOJ”)。

這兩家執法機構的關係是分工與合作，一般會事前獲得對方認可來協調案件管轄，實際中通常來說，FTC 會更加關注於製藥業、科技軟硬體和零售行業等；DOJ 則主要負責通信業、金融業和鋼鐵業等重點行業。

正如谷歌反壟斷訴訟之前的調查已經近兩年，FTC 對於 Facebook 的調查也持續了一年多，在 2019 年 2 月成立了一個特別小組，專門負責調查科技巨頭的反競爭行為。這一次的控訴主要集中在 Facebook 在並購交易中獲得的壟斷地位和大量「免費」的非公開資料，以及在協力廠商應用訪問其 API 介面時施加限制競爭的條件。

FTC「盯」上 Facebook 不是第一次，2012 年曾就隱私問題調查過 Facebook 並最終達成和解，同年也對谷歌就消費者資料保護問題開出當時最大一張罰單 2,250 萬美元。儘管 FTC 執法多年，但案件最終收尾都是以和解協議居多。

從市場的反應來說，投資者似乎不太擔心 Facebook 被分拆的風險，實際上分拆也比較難，Facebook 也可能以技術上和用戶重疊而難以分拆為理由，而 Instagram 和 WhatsApp 的創始人都在 2018 年相繼離開 Facebook，部分原因是他們發現其業務無法實現獨立自治，而此後 Facebook 也對幾項產品及功能進行了更深度的整合。

不過無論這兩起大型反壟斷訴訟此後的進展如何，我們都認為接下來全球尤其是美國監管機構對於反壟斷的態度大概率會和之前很不一樣，這不僅僅是由於主張強化監管的拜登即將就任下一任總統，也是因為政府逐漸意識到過去對待大型科技企業的寬鬆監管和任其跨領域發展，對於實體經濟的貢獻遠遠少於預期，而造成的行業與經濟的弊端諸多，一系列研究也表明，科技公司的壟斷行為是造成發達國家低增長、低通脹和低利率的「三低」問題的重要原因。

無獨有偶，中國也在近期迅速推出針對科技平台公司、金融科技公司的反壟斷指南，在中美全方位競爭下，兩國政府都開始對科技行業的寡頭局面重新認識。

不過我們還是希望投資者理解，對於科技反壟斷監管強化的謹慎態度，並不同於我們認為應當完全避免科技行業的投資。只要符合反壟斷指南，並且加大與傳統行業的整合，說明實體經濟的發展，這些大型科技公司仍然會具有長期投資價值。

而疫情之後的復蘇大概率會帶來受益企業與受損企業之間的業績反轉，部分科技股等高成長板塊的估值預計會相應調整。儘管我們看好週期回歸的大類資產類別，但這不意味著投資者應當完全避免成長板塊的投資機遇。

即使在面臨反壟斷挑戰的科技行業中，也不乏具備長期增長潛力、財務狀況良好且行業監管風險較低的優質公司的投資機會，例如半導體及軟體服務等公司，仍宜關注相關的具有「硬」科技實力的細分行業機會。

總體來說，在結構性復蘇的環境下，尤其是在疫苗實際效果和經濟復蘇路徑仍然具有不確定性的背景下，投資者不妨構建「啞鈴式」組合，亦即既要配置受益於結構性復蘇的精選週期板塊，同時不要錯過優質股份的長線投資機會。

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考, 不代表任何確定性的判斷, 亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請, 亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策, 投資涉及風險, 諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測, 任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測, 本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料, 本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證, 也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更, 本公司已力求報告內容的客觀、公正, 但文中的觀點、結論及建議僅供參考, 不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有, 未經本公司及其關聯公司許可, 任何個人或組織, 均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」, 且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。