

諾亞研究

2020年9月4日

主題 | 巴菲特的投資邏輯是宏觀還是價值？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

巴菲特的投資作風，常常是在大家覺得無趣、不屑一顧的公司中找到價值；這次他投資巴里克黃金和日本 5 大商事可能主要就是因為獲利前景看好。

伯克希爾哈撒韋公司今年二季度財報顯示，投資組合裡面蘋果、美國銀行、可口可樂、美國運通、卡夫亨氏持股比重不變。減持的股票有：摩根大通、富國銀行、紐約梅隆銀行以及萬事達卡、Visa、PNC 銀行等。出清的股票則是有高盛、西方石油、美國 4 大航空股。唯一新增持股為加拿大金礦股巴里克黃金(Barrick Gold)，這是全球第二大金礦股，投資總額 5.64 億美元，僅占投資組合的 0.28%，這筆投資佔巴里克黃金股權的 1.2%。

市場感到比較驚訝，因為巴菲特曾多次嘲笑黃金投資，認為黃金並非有生產力的資產，指的是黃金沒有股息或利息收入、金價被投機者炒高，以及黃金投資長遠會跑輸其他資產等等。

坦白講，這個觀點不完全準確，2005 年以來，黃金的年化收益率接近 10%，可以說是同期各種資產類別中表現最好的。

那麼買入金礦股是否代表巴菲特極為看好金價的表現？雖然我們認為黃金值得持有，但必須指出的是看好一隻金礦股不完全等同於看好金價。

金礦股的盈利除了受金價影響，各類成本因素亦是關鍵，包括開採成本、人工成本、利息成本及運輸費用等。假如金價在一年平均上升 15%，在經營杠桿作用下，金礦股的漲幅是有機會翻倍的。

我們在之前提過，今年表現最好的基金恰恰是黃金類基金，比科技類基金還好，也明顯高於黃金的漲幅；

同樣，即使金價不變，一只好的金礦股在成本改善下，盈利亦有機會上升。相反，也會出現金價上升而個股盈利下跌的情況。

除了金價及成本因素，投資金礦股還應該會分析產量、未來產能規劃、礦產素質、市場份額、行業競爭，資產負債表及並購機會等因素。買黃金不等同於買金礦股或黃金基金。類似的，買房子，和買地產股或房地產信託基金 REITs 的收益率也是差別非常大的。

在一般情況下，以中長線投資為目標的投資者很少會在看淡黃金價格的情況下而投資金礦股。價格仍是影響盈利的一個關鍵因素，巴菲特這次買入至少是代表他認為金價的下跌空間不大。

仔細分析會發現，巴菲特買入巴里克黃金是因為這家公司的未來展望和現金流創造能力都非常強勁，而且被視為全市場經營管理最佳的金礦業上市公司，公司的 CEO 的領導能力非常強，注重環保生產，也在佈局銅的生產。巴菲特從伯克希爾近 1,500 億美元的現金拿出不到 6 億美元投資它，不值得大驚小怪。相比之下，巴菲特持有的蘋果股價市值就高到 1250 億美元。

就在 8 月 30 日巴菲特過完 90 大壽之時，伯克希爾旗下的子公司公佈，在過去的一年，分別買入 5 大日本商社略高於 5% 的股份。當中包括伊藤忠商事、丸紅、三菱商事、三井物產和住友商事。日語商事通常翻譯成商社。這次投資金額為 62.5 億美元，伯克希爾未來更有可能將持股比例增加到最高 9.9%。這個選擇是因為一旦達到 10% 的持股比例，就需要得到這幾家日本企業董事會的同意。

消息傳出後，市場再次感到意外。因為這是巴菲特第一次買入日本股票，破了天荒。我清晰地記得去年在奧馬哈參加巴菲特股東大會時，就有股東問他為什麼不多買一些國際股票，當時巴菲特就說主要是因為自己更瞭解美國股票，對國際股票不太關注。當時還半開玩笑說，如果有國際公司歡迎他的投資，是可以主動上門自我推薦的。

另外一個股東問他會不會考慮再買入中國公司，他回答說很欣賞中國的經濟發展，在比亞迪和中石油上的投資業績也很好，有一些目標正在考慮。當時我就感覺巴菲特說話很有藝術，因為眾所周知，當時中美貿易摩擦，美國正好在股東大會之前宣佈要額外增加對中國商品的關稅。但是巴菲特並沒有用這個作為暫時沒有買入中國股票的理由。

巴菲特這次的投資對象不是普通的日本企業，而是日本傳統的 5 大商事。它們涉獵業務範圍十分多元化，由經營連鎖便利店，到能源、礦冶、金屬以及機械、紡織等輕重工業都有所參與。

現今的商事雖然已經擴大業務，儘量多元化發展。但它們的收入大多都是離不開原材料、能源、金屬等與日本實體經濟息息相關的工業。

伊藤忠會長兼 CEO 對巴菲特的投資表示：「世界知名的投資家對鮮有起色的日本股票、尤其是商事股票投以關注的目光，這對於日本市場整體來說是一個大好消息。」

為什麼這麼說呢，主要有三個原因：

第一，由於疫情導致的能源，原材料價格下跌，日本商事陷入業績惡化，再加之重視環境等的「ESG(環境、社會和公司治理)投資」的普及，使得能源、原材料等股票不太受歡迎；

第二，商事是日本在財閥傳統下特有的產物，近似於美國大型綜合企業集團，但前者的結構和關係更加錯綜複雜。特別是日本法例對混業經營、交叉持股、關連交易等相當寬容。一般而言，一個財閥家族會透過一家商事為控股公司，掌控金融、工業、科技、零售、通訊、基建等諸多產業。在特殊結構下，財閥可能只持有商社一兩成股權，持股價值未必很高，可以間接控制較股票市值高出幾十倍甚至百倍的資產運作。

第三，商事常有「內部人控制」的現象，傷害其他股東的利益。這也是日本股市在 1990 年泡沫破滅之後長久難以恢復的重要原因。海外投資者一直對日本商事敬而遠之。在美國股市，也有明顯的「大型綜合企業集團股價折價」，也就是說把這些企業拆分後上市，反而可以獲得更高的市值。

巴菲特的投資也引發了是否應該投資日本股市的討論。在本週二我們分析了安倍經濟學對日本股市的影響。安倍 2012 年底上任前，日經指數從 1990 年的高點被動性下跌到大約 9,500 點水準，隨後安倍經濟學推動日元貶值和日本企業利潤上升，使得日經指數上升至目前約 23,000 點，累計上漲 140%，而同期美股漲幅 160% 差不多。

即使日本央行採取了大規模量化寬鬆，負利率，以及買入大約 8% 股市市值的背景下，日經指數現在點位仍比 1990 年的高點低 40%。

我們認為日本官房長官菅義偉最有可能接任日本首相，繼續「安倍經濟學」。考慮到日本的政經環境相對穩定，有望成為美國「印太戰略」和「去中國化」下的贏家，比如部分產業鏈從中國遷回日本，日本汽車、電子產品、半導體受惠于中國競爭對手被削弱。

甚至還有觀點認為香港的國際中心地位會被弱化，有利於提升東京的金融發展。對此我們並不同意，香港的國際金融中心的地位會更加牢固，將來的前景更加光明。

巴菲特投資日本商事，一種可能是擔心美元貶值，通脹上漲，但過去他很少以此為理由進行股票投資。我們認為更可能的是他希望在美國之外找到一些好的價值投資標的。畢竟美國現在還是成長股的天下，而巴菲特在從 70 年代至今的三次成長股浪潮中，都選擇了袖手旁觀，蘋果可能是唯一的例外。

眾所周知，巴菲特不做宏觀投資也不做行業主題投資，他的選股原則是那些能夠產生長期現金流、管理團隊素質優秀、在所處市場擁有競爭優勢，而且能為資本提供回報的公司。

伊藤忠商事目前股價預期市盈率為 9.5 倍，股息收益率 (Dividend Yield) 為 3.2%；丸紅市盈率 8.8 倍，股息收益率 2.4%；三菱商事預期市盈率為 16 倍，股息收益率 5.3%；三井物產 Mitsui 預期市盈率 13 倍，股息收益率 4.2%；住友商事目前股價為過去 12 個月每股盈餘 9.3 倍，2021 年度可能面臨虧損，但 2022 年度預期市盈率為 9.3 倍，股息收益率 5.1%。

不過，這 5 間商社的股東權益回報率 ROE 表現一般，只有伊藤忠商事的 ROE 達到 15%，住友商事、三菱商事、三井物產的 ROE 都低於 10%，分別只有 1.96%、7.65%、8.12%。丸紅過去一年更是錄得虧損。

消息公開之後，伊藤忠股價 8 月 31 日上午一度上漲 6%，創出年初以來新高。三菱商事上漲 10%，三井物產上漲 9%，住友商事上漲 11%，丸紅也上漲 14%。

巴菲特不僅認為商事股從盈利能力來看已經低估，同時似乎還在考慮展開合作。伯克希爾的旗下的能源企業是保險之外的主力業務，通過日本商社在能源產業合作，參與到日本商社在新興市場國家項目，也有助於改變投資對象偏重於美國的狀況。

總結來說，巴菲特的投資作風，常常是在大家覺得無趣、不屑一顧的公司中找到價值；這次他投資巴里克黃金和日本 5 大商事可能主要就是因為獲利前景看好。當然，巴菲特也不是神，讓一切由時間來檢驗吧。

免責聲明: 本文件所有內容(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文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測，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文件均視為同意以上聲明。