

客戶通訊

首域盈信亞洲增長

2023年6月

「人們嘗試避開愚蠢行為的影響，最終卻令世上充滿蠢人。」

(The ultimate result of shielding men from the effects of folly, is to fill the world with fools.)

—— 英國哲學家夏拔·史賓莎
(Herbert Spencer, 1820年至1903年)¹

回歸現實？

回顧以往，我們早就清楚意識到世界日益變得扭曲。在金融市場方面，這十年來各國不斷印鈔，以致利率下跌及維持於零厘。零利率政策意味著投資者缺乏其他選擇，以致是聰明的投資者也會做出愚蠢的行為。然後，現實世界又受到新冠肺炎爆發及疫情影響的衝擊。對所有人來說，克服上述困境都不是易事。

世界就像魔幻現實故事一樣荒誕，一切事情盡皆陷入混亂，我們的工作環境出現變化，政府更推出史無前例的干預及刺激措施。過去數十年，新自由主義政策盛行，惟金融化發展不受控制，堅尼系數²暴升，階級劃分及仇富情緒撕裂社會，而且造成負面影響。

有因必有果是世上最基本的定律之一。不過，最近數十年，政府採取金融抑制措施，加上資金成本極低，就像千禧年³及科網股泡沫年代一樣，因此舊有的金融市場規則已經不再適用。結果，風險最高的投資能夠獲得最豐厚的回報，但卻毋須承擔重大後果。時移世易，隨著銀行及加密貨幣商陷入困境，此刻情況出現了變化。在經歷資金氾濫後，未來市場錯配的機會增加也是意料中事。

這十年來，由於投資者犯錯的成本極低，他們經常做出愚蠢的行為。我們嘗試避開決定性的宏觀思維，只是在目前環境下，我們的立場傾向擔心恐懼，多於大膽樂觀。我們亦採用了宏觀角度以外的分析方法，以建立投資觀點。例如，透過由下而上的評估，我們發現疫後復甦不算強勁，大量企業明顯遇上困難。

從盈利的角度來看，不少跡象顯示通脹及利率料將維持於高位，對成本及需求造成壓力。但同時，增長前景（以及衰退的預測）正好形成相反論據。

上述兩類負面及相反因素之間的平衡相當微妙脆弱，而且不易維持，主要涉及有關輕微衰退及其後通脹和利率下降的爭論。就算我們能夠神奇地在當中取得平衡，市場最多也只能緩慢發展。

奇蹟也許會發生，但鑑於過往累積了大量資金及疫情後的緩衝極為有限，加上幾乎每週都會傳出負面的地緣政治消息，出現意外的機會不小。現時的市場估值不低，而盈利預測仍然樂觀。國際環境可能變得嚴峻，我們認為亞洲的增長應會令人失望，使得估值水平更受重視。

投資組合活動

上一期的通訊在六個月前，我們指出投資組合的活動出現令人意外的增長。我們解釋，這是因為投資組合更著力抵禦艱難時期的衝擊。我們也估計，年內餘下時間的投資組合活動將會大幅減少。事實證明，我們的預測完全正確。

各個地區及全球市場面對更多挑戰，中國的復甦同樣後勁不繼。在此情況下，投資組合的周轉率相應下跌。過去三年及五年，投資組合的周轉率平均達到20%，仍然處於過高水平。以持有的公司計算，企業周轉率為14%，意味著我們

¹ <https://www.goodreads.com/quotes/79987-the-ultimate-result-of-shielding-men-from-the-effects-of>

² 經濟不平等的指標

³ 電腦日曆會用00代表2000年，即只使用該日曆年的最後兩個數字；在千禧年來臨當時，人們以為這會導致電腦系統出錯

對企業的平均投資期為七年，較以往有所改善，並符合我們的預期。

最近六個月，投資組合只買入了一間新企業，即印尼聯合利華（Unilever Indonesia）。我們還賣出了新加坡電信（Singapore Telecom）及聯發科技，而且沽清越南企業越南乳業（Vinamilk）的剩餘持倉。此外，我們現有持倉的減持及增持幅度亦相對溫和。我們趁低吸納了台積電、Naver、創科實業、立邦油漆、艾克塞斯銀行（Axis Bank）及馬恆達集團（Mahindra & Mahindra）。該等公司都是我們持有多年及撰文介紹過的企業。

在減持的投資方面，我們賣出了 HDFC Corp 的部分股票，原因是該公司即將與 HDFC Bank 合併。其次，我們也沽出百宜公司（Universal Robina Corp, URC）、大立光電及華潤啤酒的較少量持倉。大立光電是智能電話鏡頭及相機模組製造商，公司表現一直乏善可陳，故而經常成為我們於「錯失先機及犯下錯誤」一節列舉的例子。雖然智能電話週期的不利因素未有消退跡象，近日公司的股價卻出現起色。

大立光電的現有估值頗具吸引力，故此我們保留了少量持倉。相比之下，我們預測聯發科技的未來收入轉差及利潤率欠佳，於是沽清所有持倉。話雖如此，多年來，聯發科技都是不錯的投資選擇，而且我們的投資額較高，我們亦繼續看好公司的業務發展及管理質素。與此同時，台積電的業務面對重大的存亡危機，就連巴菲特也出售股票，但我們依然持有大量持倉。

投資者普遍繼續關注台灣危機，惟市場已有大量地緣政治評論及辯論，我們未有太多新穎或特別的觀點可作補充。當我們與企業討論時，他們亦未有提供更多資料。全球兩大貿易合作夥伴之間的關係應會繼續轉差，無人知道結局如何。我們認為，資產配置者應該就此建立自己的看法。

我們擔心百宜公司於日後可能進行的收購交易，令我們決定減持股份。不過，該公司其後公佈的業績不俗，至少印證了我們先前預測利潤率上升及疫後業務復甦的看法。目前，我們持有百宜公司的 2% 股權。與此相比，我們對華潤啤酒的投資較大。經考慮公司估值偏高及往後數年可能錄得的可持續增長後，我們選擇減持股份。縱然最近華潤啤酒收購某間中國酒商的交易惹來質疑，我們認為公司的業務仍有極高的防守力。

最後值得說明一下，我們只持有較短時間的新加坡電信。我們買入的新加坡電信股票不多，並於不足一年後沽出。較早前，我們指出公司由新的管理層掌舵，他們成功改善營運及更重視股本回報率。儘管這些優勢未有消失，公司的業務增長卻遇上重大的不利因素。在經歷多年的股價下跌後，其估值也許已充分反映各項風險。問題是，相比起上文提到獲得增持的個別企業，該公司的吸引力還是稍遜一籌。

在基金增持的股票中，我們或許需要更詳細地解釋買入創科實業及 Naver 的理由。就像我們增持的部分企業一樣，創科實業及 Naver 的股價處於低位，而且涉及爭議。我們曾經大幅減持創科實業，之後一間沽空機構發出報告，觸發公司股價於短短幾日內急挫超過 20%。現時，我們仍然持有創科實業的 3% 股份。

創科實業

我們早就知道沽空機構報告提出的問題，可是該份報告剛好於適當的時候發表。報告指出，創科實業擁有在我們眼中過於進取的文化，而且在經濟陷入低迷前夕，公司相當容易受到宏觀負面因素所影響。創科實業的最大客戶是家得寶（Home Depot），而疫情使該類公司的大量需求提前，家得寶的前景籠罩著不明朗因素。

多年來，我們持續與創科實業交流，也在沽空機構發表報告後與其多次溝通。我們並不認同創科實業財務報告涉及會計欺詐的指控。創科實業的稅務及開發開支政策無疑存在問題，但與其他企業操縱非 GAAP 指標⁴ 相比，該公司的情况不算嚴重。我們一直知道，公司將大量研發開支資本化，並在之後才列入開支，必定會拖累及削弱未來的利潤表現。

在市場活躍時，研發活動能夠推動創新及銷售增長，投資者不會介意創科實業採用的會計方式及由此產生的影響。相反，在市況低迷時，投資者就會難以接受有關做法。事實上，創科實業的新產品銷售約佔 30%，足證公司具備創新活力及實力。有見及此，問題大概在於我們和創科實業反應過慢，未能預料疫情過後市場會迅速回復正常。事後回想，創科實業或許不應該太過順應週期行事。

話雖如此，在疫情期間，創科實業能夠作出投資、提高市佔率及維持供應，正是有賴公司的順週期特質。創科實業的表現繼續領先業界，美國企業的回流及再投資趨勢均有利公司發展。然而，各項因素未必足以繼續支持公司的整體利潤增長，因此公司的走勢將會出現變化。暫時來說，我們和創科實業都無法預測最後的結果。

無論如何，創科實業的企業文化都是多年來推動公司成長的關鍵，並且幫助公司旗下的美沃奇（Milwaukee）及良明（Ryobi）成為香港少數成功打入國際市場的品牌。

我們認為創科實業將繼續面對艱難的環境，情況甚至可能進一步轉差，但公司亦曾於 2008 年經歷過更壞的情況。我們相信逆境總會過去，創科實業 3 至 5 年後的前景值得期待。公司的股票評級已被大幅下調，即使我們將盈利調低 20%，以反映將遞延開支歸入較早期間的正常財務影響，現有的評級也不算離譜。不過，創科實業要捲土重來將需一段時間。

Naver

我們於 Naver 的投資同樣不是一帆風順。幸好，就像創科實業的例子一樣，我們面對投資風浪早有經驗。眾所周知，大部分企業及他們的股價走勢都不會沿著直線發展。事實上，在上次市場對 Naver 的未來回報失去信心時，我們趁機增持股票，並於之後成功提高本策略的整體表現。

把握市場錯配機會是我們的目標，也是我們的責任，惟前提是我們的選擇需要是正確的。投資分析的過程需要時間，我們總是在事後才知道結果。齊克果（Kierkegaard）曾經說過，要理解人生，需要回頭看；要過好人生，必須向前走。⁵ 這句話大概亦適用於我們現時的處境，但就算我們於

⁴ 非 GAAP 指標 — 並非按照公認會計原則編製的指標

⁵ <https://www.goodreads.com/quotes/6812-life-can-only-be-understood-backwards-but-it-must-be>

不久前曾與 Naver 的財務總監通過電話，我們一樣未能看清眼前的路。

近日，Naver 委任兩名律師空降接任行政總裁及財務總監的職位。同時，公司被指存在職場欺凌問題，更有一名僱員不幸自殺。另外，在疫情過後，公司的收入增長欠明朗，加上利潤率遭到攤薄，使得現有的股價壓力加劇。

去年 10 月，Naver 以 12 億美元大舉收購美國電商企業 PoshMark 後，公司評級嚴重下跌。其後，市場的評價及我們對公司成本控制措施、紀律及以回報為中心的看法不算樂觀。正如我們上期通訊提到，Naver 不惜一切追求增長，對於這類公司來說，上述平淡的議題都不是首要的關注重點。然而，最近六個月，就連全球最大的多間企業也開始採取更傳統的營商方針。

就如以往一樣，我們與 Naver 的管理層保持交流。我們團隊對公司的看法無疑是好壞參半，不過整體上，我們樂於看到公司重視增長，並像大部分互聯網公司一樣留意到成本及其他問題。在討論各項議題時，Naver 的新任財務總監態度坦誠開放。韓國企業一直面對棘手的成本削減問題，特別是員工成本問題。在疫情期間，電商及互聯網行業蓬勃發展，不少企業也過度增聘人手。

從 Naver 公佈的近期業績中，我們最少可以肯定公司的核心搜尋業務能夠繼續增長及賺取利潤，電商業務亦維持良好表現。在瞬息萬變的美國市場中，Poshmark 也較預期更快轉虧為盈。更重要的是，在公佈業績之餘，Naver 的新任行政總裁向股東發出長達八頁的自白書。以全球來看，他的做法都可謂罕見，甚至可能開創了韓國企業的先河。

我們相當滿意該封函件的內容，特別是，當中比較了 Naver 與同業和韓國公司的企業管治水平，並就公司與股東的利益一致程度、多元化表現及薪酬發表意見。該份報告亦承諾將自由現金流的 15% 至 30% 用作派息，而且將註銷庫存股份所佔的 3% 股權。（在韓國市場中，企業的未註銷庫存股份一直構成長期問題。）

Naver 的首季業績本身影響不大，但對往後發展卻可能有預示作用。於該季，公司的成績勝過預期，核心業務表現不俗。我們相信，Naver 已經開始重視成本紀律，並將致力提高日本業務（Line）及 Webtoons 附屬公司的價值。

印尼聯合利華 (Unilever Indonesia)

期內，印尼聯合利華是我們唯一新增的持倉，而我們早就相當熟悉該集團。印尼聯合利華的市值達到 120 億美元，並由 Unilever plc 擁有 85% 股權。集團於印尼紮根 90 載，在十年前曾經是備受推崇的成功企業。不過，在利潤率及市佔率達到極高水平後，集團變得因循守舊。就像其他企業一樣，集團的成功令競爭對手有機會發展新業務及賺取利潤。

結果，聯合利華（Unilever）面對市佔率流失及未能推動創新的局面。過去十年，公司收益停滯，印尼市場的發展未如理想。承認問題是擺脫困境的前提，幸好，在採取飲鳩止渴的措施，例如於近日增加專利費後，集團終於意識到他們需要回歸基本步。我們看到聯合利華在印度實施以上措施，該公司相當清楚他們應該採取哪些措施及推行的方式。



好消息是，他們委任了新的高級管理層，並從其他地區（包括印度）的分部調派人才，以更換多名高級團隊成員。公司大概需要最少 3 至 5 年的時間扭轉逆勢，不過此刻的實力仍然不弱。集團於旗下 15 類業務的 13 個範疇中穩佔領導地位，但必須推行創新及引入新產品、降低次要品牌的價格及提高市佔率。

為了適應本地市場變化，印尼聯合利華亦要改善分銷網絡，原因是迷你連鎖超市及便利零售店已經成為了競爭的一環。集團已於其他領域推行相關改革，母公司深信此舉將能帶來長期增長機會。目前，印尼的人口達到 2.50 億，單是主要島嶼的爪哇便擁有 1.50 億居民，印尼聯合利華的市佔率依然領先印度分部。

印尼聯合利華的估值不算特別吸引，惟增長及復甦前景不俗，市盈率應可維持於相對較高水平。印度的消費企業擁有可觀的增長空間，質素冠絕亞洲。至於印尼企業方面，假如管理層能夠交出漂亮的成績表，當地公司的表現應該同樣亮眼。對於買入另一隻等待翻身的股票，我們抱持相當謹慎的態度。然而，聯合利華於亞洲建立的長期往績不俗，加上集團的大部分高級管理層成員都曾到訪印尼公司，我們相信他們確實關心公司的發展。

投資指標

縱然市場環境變得艱難，整體上投資組合的估值指標未有太大變化。同時，相比起上期通訊，我們的市盈率輕微上升。當時，投資組合的預測市盈率大約介乎 18 至 20 倍，之後上

升至該範圍的上限，達到 20 倍，主要反映股票價格上升，但無可否認的是，企業的盈利亦有所下降。正如上期通訊所指出，企業盈利不斷下跌，不過投資組合持股的盈利表現維持堅挺。

整體來看，投資組合的股本回報率維持於 20%，而十大持股的股本回報率則從 23% 下跌至 20%，主要是因為半導體週期下行，導致今年台積電的估計利潤減少 20%，股本回報率從歷史高位的 38% 下挫至 26%。另外，我們增持的立邦油漆亦是原因之一。該公司的股本回報率繼續維持於 10% 左右，我們及公司均預測利潤率尚未回復到正常水平。

現時，MSCI 亞太區（日本除外）指數的市盈率倍數約為 12 倍，投資組合的估值繼續高於市場。然而，我們之前也提到，該項指數的股本回報率相應較低，只有約 11%。就像投資及其他眾多的事情一樣，付出多少便會換來多少，而股本回報率最能公平地反映超出指數的絕對正回報。

根據我們的經驗，若在投資時犧牲質素，並以估值較低的較差企業代替價格較高的優質公司，通常不能帶來良好的長期回報。在市況暢旺時，捨優擇劣的投資策略也許能夠帶來回報，惟當前的市場環境變差，表現穩定及具備資本回報能力的投資自然價格較高，故此該類策略更難發揮作用。

國家及行業配置

上文提到，我們的整體投資比重變化不大。按照實際經濟風險的來源分析，基金繼續以中國股票及我們列明的持倉（只佔 10% 至 11%）為主。中國的經濟規模相當於亞洲其他國家的總和，只有印度及真正的環球公司（例如印度資訊科技服務商）的中國業務比重較少。

我們的印度投資包括當地的銀行、消費企業及環球資訊科技服務商，該類投資的比重維持於 34%，反觀東協⁶ 企業的投資比重卻由 17% 輕微下跌至 15%，原因是我們沽出了越南乳業及新加坡電信。我們的新加坡投資包括在當地作第二上市但位於香港的怡和集團（Jardine），該公司旗下的牛奶公司（Dairy Farm）及怡和洋行（Jardine Matheson）均相當依賴來自中國的需求。

我們仍然認為，本策略來自中國的實際經濟風險接近 40%。過去十年，中國一直是亞洲區及全球的最大增長來源。我們的挑戰之一是在東協地區找到持續增長的企業，當地不少公司均無法跳出中等收入陷阱。在我們眼中，印尼（比重為 6%）及越南繼續是最具潛力的地區。問題是，在越南找到適合投資的公司並非易事。

我們的行業比重亦未有太大變化，列明的消費企業比重達到 33%，經濟風險比重則接近 40%，分別在於 MSCI 將怡和洋行（Jardine Matheson）、怡和合發（Jardine Cycle & Carriage）、上海國際機場及創科實業列為工業公司。MSCI 的分類固然有其道理，只是考慮到更廣泛的因素後，我們將上述企業視為受到消費推動的公司。

在其他領域方面，我們的資訊科技企業比重大致不變，在投資組合中的佔比僅從 23% 下跌至 22%。當中，Naver 是我們持有唯一的純互聯網及電商企業。我們的金融企業比重維

持於 26%，這與本文的標題不太相符，因此我們大概應該解釋一下。我們對銀行業的投資主要集中於印度及新加坡的銀行，其次也包括印尼中亞銀行（Bank Central Asia）的較少量持倉。投資組合還持有兩間保險公司，分別是香港的友邦保險及新加坡的大東方控股（Great Eastern Holdings）。

上述機構均具備充足的資本、貸存比率偏高，而且受到嚴格監管。當中的銀行擁有精細的存款基礎，並以零售業務為主。由於貸存比率下跌，其他投資的絕對回報領先銀行。然而，銀行擁有相當分散的貸款組合，故能形成優勢。

銀行業普遍受惠於利率週期及利潤率上升，同時信貸成本保持於低位。近年的貸款增長不高，但相比起西方國家普遍出現的結構性挑戰，例如在家工作趨勢及商用物業市場陷入困境，亞洲面對的問題不算逼切。

錯失先機及犯下錯誤

就像往時一樣，我們於 2022 年 11 月的通訊中態度悲觀，適逢中國召開舉世矚目的 20 大會議，市場氣氛陷入低谷。撇除明顯的影響外，疫情政策的變化足以刺激投資者瘋狂入貨，例如買入不宜投資及照常營業的企業。正如大家所料，我們難以於短期內追上市場表現。不過，即使是現在回想，我們的整體回報依然不俗。

在當時，我們應該要對個別大型企業，特別是騰訊抱有更大的信心。可惜的是，儘管我們努力進行分析，我們最終只是買入了華潤啤酒，並大幅增持立邦油漆。話雖如此，之後中國調整政策，經濟及市場出現變化，整體環境繼續充滿挑戰，所以我們的投資決定問題不大。

隨著香港經濟重啟，一切逐漸恢復正常，來港旅客數目及經濟活動強勢反彈。長期結構性挑戰仍然嚴峻，惟現時未有具體跡象顯示當局採取了任何措施，藉此克服逆境。政治問題，或確保不再存在政治問題，似乎成為了頭等大事，這既是不幸，又毫無必要，更可能妨礙社會發展。

就算面對上述挑戰，我們還是有理由相信投資組合持有的香港企業能夠大幅提高利潤及盈利。相比之下，其他投資者對香港市場興趣不大，他們的想法也不難理解。在一眾香港企業中，我們特別有信心牛奶公司（Dairy Farm）旗下的藥房、7-11、宜家家居、雜貨店及餐廳業務能夠成為大贏家。

不久前，牛奶公司宣佈，行政總裁麥殷（Ian McLeod）即將離開工作六年的崗位。自上任後，他一直於公司股價下跌的重大困境中力挽狂瀾。矛盾的是，目前公司的質素遠較以往理想，但電子商務發展及競爭加劇，意味著公司的利潤率及回報將難以重登歷史高位。就像我們在上次通訊中指出，公司延續昔日輝煌的機會微乎其微。

在投資牛奶公司時，我們實在是過分樂觀。零售行業向來都挑戰重重、競爭激烈。此外，在企業改善表現及盈利能力後，最終獲益的大多是客戶。牛奶公司的業務模式表現不差，就像沃爾瑪（Walmart）的每日低價（Everyday Low Pricing, EDLP）策略一樣，可以與客戶共享規模優勢帶來的好處，只是眾所周知，這套模式不易複製。此刻回想，在我們首次投資時，我們根本未有發現公司處境不妙。

⁶ 東南亞國家聯盟



幸運的是，牛奶公司已經渡過最大的難關。然而，如果我們並未持有該公司，整體回報應會更加理想。展望未來，我們相信公司將可取得不錯的表現。不過，在這次投資中，我們體會到控制持倉規模的重要性，更明白到任何事情都可以發生，例如數十年才會出現一次的疫情。這次我們確實犯下了錯誤，但我們相信牛奶公司的業務實力已有明顯改善，故此繼續持有相關股票。

展望及總結

「你要相信我，人們用 Microsoft Excel 寫出的虛言比用 Microsoft Word 寫出的多。你不妨慢慢思考。我看過最厲害的虛言便是用 Microsoft Excel 寫成的。」

(Trust me when I tell you, more fiction is written on Microsoft Excel than on Microsoft Word. Let that sink in. The biggest fiction I've ever seen is written on Microsoft Excel.)

—— 歷峯集團 (Richemont) 主席
Johann Peter Rupert

這 40 年來，科技是金融化及貨幣業務發展的最大推動力，當中電腦應用變得普及更是產生重大的影響。我在 1980 年代開始擔任分析師時，公司向我分配了一部計算機、一部電話及一本記事本。當時我們沒有電腦，一步一步地進行分析，但話說回來，那時我們也不會遇上過於複雜的問題。

在那個年代，我們沒有像科幻小說一樣的電子試算表，沒有整體潛在市場或折現現金流量的數據，只有有限的內部回報率資料。⁷ 我們有的是一個極其複雜的 Datastream 終端機，但懂得操作的人不多。那時，彭博還是債券交易商，低發展度的國家尚未形成新興市場。我們用紙筆計數，消耗大量橡皮，還會花大量時間與企業溝通。

雖然世界經歷劇變，但某些事情仍然像過去一樣，是我們分析工作的核心。在分析投資錯誤時，我們早就發現，若然我們忽視現實，只依賴 Excel 推算趨勢，便有可能犯下錯誤。這又再次證明，在投資世界中，我們寧要大致上猜對，也不要準確地猜錯。

可以做到的事，並不代表是應該要做的。風險模型不時預測某項事件會產生百年一遇的風險，可是類似的事件接踵而來，可見我們經常會被科技的力量所矇騙。統計學家 George Box 曾經說過：「所有模型都是錯誤的，不過有些模型卻能發揮作用。」⁸

⁷ 整體潛在市場、折現現金流量及內部回報率都是現代財務分析盛行後經常使用的金融詞彙

⁸ <https://www.goodreads.com/quotes/1046977-as-the-statistician-george-e-p-box-wrote-all-models>

我們身處的投資行業往往會花太多時間，強行利用數據解釋事情及結果，而不是更深入地思考主要的投入數據、偏離規律的情況及可能出錯的地方。我們認為，有關現象的成因是投資者擔心自己於短時間內落後指數表現。

問題源於科技及人性

市場活動增加、被動投資大行其道、投資者追求短期成績、主動型管理的回報欠佳及科技經濟興起，導致上述問題加劇。投資者很容易便會陷入追逐股價或股票行情的思維，而忽視未來 3 至 5 年的企業及業務推動因素。這做法乃投資者的本性，他們要花不少功夫才能擺脫誘惑；尤其當所有人都採取相同的行動時，要逆流而行絕不簡單。

在科技行業中，投資者要堅持己見的難度更高。科技發展加快顛覆現狀，加上近年疫情肆虐，一切事物已和 20 年前相距甚遠。科技企業的初期增長率大多相當驚人，網絡效應不斷自我增強及擴大，可以造成極其重大的影響。今時今日，每間企業或多或少都算是科技公司，整體社會及投資市場的需求已達飽和。

與此同時，傳統指標及方針未能發揮作用，原因是該類公司於全球擴展業務，結果我們絕大部分人都成為了增長型投資者。換言之，採取理性態度、過分多疑、以至只顧執著於估值的投資方針早就失效。回望過去，不少 20 年前備受追捧的所謂價值股均未能追上時代，以致股價大幅下跌，甚或已經關門大吉。他們的領導層曾經叱咤一時，但地位逐漸滑落，失去了投資者的信心，淪為過氣人物。

企業高層從神壇跌落凡間的主要原因之一，在於他們均對科技公司抱持抗拒的態度。他們往往認為，新科技過分複雜、超出他們熟悉的範圍，他們對此聞所未聞或其他等等想法。事實上，他們的想法與巴菲特的投資心法相似，他們亦對自己的錯誤想法引以自豪。有趣的是，巴菲特偏偏是現時 Apple 最大的投資者之一。投資世界經常能為我們帶來啟示，贏家往往能夠佔盡優勢。

下一個投資熱潮？

有人說，人工智能將會是下一個熱門投資主題，並為我們帶來最少像互聯網一樣龐大的機遇。目前，市場的目光集中於人工智能如何顛覆企業營運、就業市場以至我們的生活方式。我們肯定需要保持開放的態度，也要避免受到情緒影響。投資熱潮的發展可以超出我們想像，但市場終歸會恢復正常。要是我們只依賴電子試算表進行分析，將會遇上各類問題。

相比起 30 多年前，我對科技變得更加熟悉。現在，我就像其他一樣，沉迷於科技及智能電話。儘管如此，我們的投資成果還是來自多聽多讀各類資料及進行批判思考，而非花時間編製電子試算表，以線性模型預測市場走勢。Excel 是一項不錯的工具，在大部分情況下均能滿足我們的需要，尤其是當我們想要回顧過往表現時，Excel 確實能發揮作用。然而，倘若我們希望預測未來的發展，歷峯集團 (Richemont) 主席的看法便更有道理，他認為 Excel 的用途不大。

全球化浪潮、新冠肺炎疫情及電商平台的高速增長不再是焦點，投資世界已經飽和，增長強勁或明顯的選擇不多。不過，就像本文開頭所指出，各方面只是在回歸現實，告別過去數十年像魔幻現實故事一樣的荒誕場面。那麼，我們會否再次經歷全球「大地震」引發的世界變化，使得歷史重演呢？市場又會否為新一代資金管理者帶來難題呢？在我看來，這些情況均極有可能發生。

由於此刻企業估值較高，如果市場價格居高不下，我們便可能需要長期的努力才能賺取絕對回報。話雖如此，現時的股息率約為 3%，中期絕對回報不難達到高單位數至低雙位數水平。再者，投資組合的大部分持股企業擁有淨現金資產負債表，反映金融風險受到充分控制。新冠肺炎疫情亦已考驗了企業的償債能力，我們的投資對象均毋須要求股東投入資金。

我們相信，透過採用不同的投資方式、獨立行事、不受群眾影響及避免依賴電子試算表，我們將能夠繼續有效地預測大部分市場走勢。投資市場參與者的最終目標大多是締造非凡的投資成果，採取有別於他人的做法也許就是最直接的方式。在投資世界中隨波逐流，可以變得富有甚或保住財富的人可謂絕無僅有。

質素不容忽視

在分析數據及 Excel 運算結果的過程中，大部分人（包括我們）會將企業的可持續股本回報率與絕對質素劃上等號，並將其視為最佳的質素指標。問題是，上述的初階思考方式只考慮到電子試算表上的資料，而且忽略了最終的關鍵，那就是支持企業賺取穩定股本回報率，同時推動未來可持續發展的無形因素。

我們認為，企業的管理及領導團隊才是重點所在，他們能夠影響投資成敗。在當前環境下，我們仍然難以將這些人為因素記錄於電子試算表中，而是需要依賴 Microsoft Word。我們希望由此形成的投資觀點而不是純粹的資料，並可幫助我們繼續較人工智能領先一步。

對我們來說，上述方針一直是我們賺取絕對回報的基礎，因此我們的投資理念及流程圍繞著避免虧損，多於追求利潤。表面上，投資從業員都採取大同小異的方針，但事實上，我們相信各人的做法大相逕庭。無獨有偶，他們都會展開嚴謹的分析，嘗試利用簡單整齊的 Excel 試算表全面整合複雜的企業資料，不過他們往往會得出完全錯誤的結論。

就像 Rupert 先生所說，我們認為所有 Excel 模型及運算結果最多只是偽裝成事實的虛言。在現實世界中，這些資料混合起來後「真中帶假」(faction)。半真半假的故事能夠娛樂眾人，「真中帶假」的資料及分析模型一樣有其用處。然而，我們也認為投資者需要非常審慎地看待該類資料，以免在充滿另類事實的扭曲世界中迷失。

近年，有人提出「各有各真實」的概念，令大眾質疑何謂客觀事實，但市場永遠只講真話，資金損失往往是最響亮的警鐘，這就是人生。在投資世界中，一旦胡亂推算趨勢、不肯面對現實、只願聽天由命，很快便會遇上問題。我們必須積極面對錯誤及汲取教訓，從而變成更好的投資者。

就像歷峯集團 (Richemont) 主席一樣，我們認為故步自封的人無法建立有用的投資觀點，或構思出回報豐厚的投資理念。事實上，守舊的思維只會產生負面作用。與此相反，年輕一代卻往往能夠從自己的親身經歷中提煉出獨特的想法。

投資無疑是一項不斷進行的工作，各項因素之間的長期矛盾大概能夠總結成一句經典的通俗格言：「照道理說，理論與現實不應該存在差別，但實情並非如此。」⁹ 從投資回報的角度來看，往後六至十二個月，以 Word 分析市場的作用可能遠大於利用 Excel 進行分析。

在未來回看的時候，我們可能便會發現，目前的投資氣候正在出現重大的結構性變化。眼前的跡象已是相當明顯，我們最起碼也作好了迎接潛在變化的準備。我們相信，由一流人才管理的優質企業將能延續佳績，投資該類企業是保障及持續增加客戶資本的最有效方式，故此我們毫不擔心。一如以往，我們感謝投資者對我們投放資金及保持耐心。

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。截至 2023 年 4 月 30 日或另行註明。

免責聲明

本資料所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內首源、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

本文對具體證券的提述僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為首域盈信資產管理基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理為首源投資（香港）有限公司的商業名稱。

首源投資（香港）有限公司是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG 及其附屬公司對本資料包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。

⁹ <https://www.goodreads.com/quotes/5684-in-theory-there-is-no-difference-between-theory-and-practice>