



▲分析指，巴菲特投資日本商社，或因擔心美元貶值、通脹上漲等宏觀因素  
美聯社

# 探尋巴菲特的投資邏輯

巴菲特的投資作風，常常是在大家覺得無聊無趣的公司中找到價值，他樂於對看好的標的進行集中投資，而非分散。這次他投資巴里克黃金和日本五大商社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。



春風夏語  
夏春

諾亞控股集團首席經濟學家

8月11日，巴郡公布了今年二季度財報。投資組合裏面，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、美國四大航空股。

買入金礦股就是看好金價嗎？

唯一新增持股的是全球第二大金礦股巴里克黃金（Barrick Gold），投資總額5.64億美元，僅佔巴郡投資組合的0.28%，但這筆投資佔巴里克黃金股權的1.2%。

市場感到驚訝，因為巴菲特曾多次嘲笑黃金投資，認為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有生產力的資產等等。

那麼買入金礦股是否代表巴菲特轉變了觀點？雖然筆者認為在美聯儲「平均目標通脹」新政策框架下美元面臨貶值，以及大國地緣政治緊張的環境下，黃金值得適度持有，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%，在經營槓桿作用下，金礦股的漲幅是有機會翻倍的。

當然，即使金價不變，一隻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，投資金礦股需要考慮現有產量、未來產能規劃、礦產素質、市場份額、行業競爭，資產負債表及併購機會等因素。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。

買黃金不等同於買金礦股或黃金基金。類似地，買房子與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。過去十年，香港房價平均漲幅117%，恒生地產股為16%，而REITs的平均漲幅為139%。

眾所周知，巴菲特不做宏觀投資也不做行業主題投資，他的名言是：「即使美聯儲主席告訴我他每天的行動，也不會改變我的投資。」他的價值投資關注的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、能為資本提供長期回報的公司。事實上，過去十年宏觀上的低增長、低通脹和低利率明顯不利於價值投資，但巴菲特並未對投資組合進行大的改變。

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CEO的領導能力非常強，注重環保生產，也在布局銅的生產。巴菲特從巴郡近1500億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。

8月30日巴菲特過完九十大壽，巴郡旗下的子公司宣布，在過去的一年，分別買入五大日本商社略高於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，巴郡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。

買日本股票等於看淡美元嗎？

消息傳出後，市場再次感到意外，因為這是巴菲特首次買入日本股票。筆者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了解美國股票，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布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，而是日本傳統的五大大商社。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。現今的商社雖然已經擴大業務，盡量多元化發展。但他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針對巴菲特的投資，表示「世界知名的投資家對鮮有起色的日本股票、尤其是商社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。」

為什麼會這麼說呢？背後主要有三個原因：

第一，由於疫情導致的能源、原材料價格下跌，日本商社業績惡化，再加之「ESG（環境、社會和公司治理）投資」理念的普及，使得能源、原材料等對於環境不利的股票不太受歡迎；

第二，商社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。特別是日本法律對

混業經營、交叉持股、關聯交易等相當寬容。通常，一個財閥家族會以一家商社為控股公司，掌控金融、工業、科技、零售、通訊、基建等諸多產業。財閥可能只持有商社一兩成股權，就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，商社常有「內部人控制」等公司治理不良現象，傷害其他股東的利益。投資商社與現在流行的ESG投資理念不符。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社敬而遠之。在美國股市，也有明顯的「大型綜合企業集團股價折價（Conglomerate Discount）」現象，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。日本首相安倍晉三2012年底上任前，日經指數從1990年的高點被動性下跌到大約9500點水平，隨後安倍經濟學的前「兩支箭」（寬鬆的貨幣政策和積極的財政政策）推動日圓貶值和日本企業利潤上升，使得日經指數上升至目前約23000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、負利率的背景，日經指數現在點位仍比1990年的高點低40%。而美股剛剛超越疫情之前的高點。

巴菲特投資日本商社，一種可能是擔心美元貶值、通脹上漲這些宏觀因素，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。

此外，巴菲特還在考慮與日本商社展開商業合作。巴郡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。當然，如果未來宏觀因素發生明顯改變，那麼巴菲特就可以同時享受價值股和日圓相對美元升值的收益。

學術界有一個很有趣的現象，最初的國際貿易主要發生在發達國家和發展中國家之間，當「比較優勢」的研究獲得諾貝爾獎之後，這個現象就消失了，更常見的是發達國家之間的貿易，對這種「產業間貿易」的理解獲得諾獎肯定之後，這個現象又變回到從前。金融學同樣如此，價值投資在華爾街流行時，學界並無研究，1992年之後學界重點研究價值投資，成長股持續跑贏。當學者們不再關心價值投資時，它的有效性又回來了。金融危機之後，價值和成長再次逆轉。而現在人人擁抱成長股時，巴菲特的舉動值得關注。

## 深圳模式的經驗是什麼？



數字經濟  
鄭磊

國際新經濟研究院副院長

深圳如何能夠平地一躍，成為中國經濟成功轉型的樣本，是各地城市管理者都想搞明白的問題。但真正能夠深刻理解深圳成功精髓的城市並不多。而學習了一段時間之後，大家開始反思，為什麼學不像，不僅沒有趕上深圳前進的步伐，反而差距越來越大。

對於二十多年前發生的一件事，筆者至今印象深刻。當時就職於一家剛進入中國的美資上市公司，負責人深有感觸地對我說，他非常喜歡深圳，這是一個「小政府，大社會」，與內地其他城市完全不同。今天看來，這仍然是深圳有別於其他內地城市的最大特點，也是很難學習之處。

中國傳統文化講究集中管控、盛行「官文化」，全社會一切活動聽從政府指揮，這就是中國城市典型的文化和制度基礎。在這種政府包管一切的社會環境中，市場必然直接受到政府管理，根本無法按照自身規律去發展和運行。而在市場經濟中，市場才應該是整個社會發展的核心引擎，一個被各種行政干預束縛的市場，必然無法展現活力。試看當下政府包辦一切的城市，市場毫無例外都了無生機。內地城市管理當局如果不認識到這一點，是很難重振市場活力的，結果只能是「東施效顰」。

一個正常的生態應該是社會監督政府，政府監督市場，讓市場和市場參與者在正常環境下獨立自主地發展。如果政府權力太大，不受任何社會力量的調節，而政府又傾向於深度介入市場，則市場經濟無法建立，更談不上經濟快速增長和社會良好發展。

市場很重要，但是高效市場並不是自發形成的，這種認識已經得到了西方主流經濟學界的認可。市場通常是可自行調整的，但也會出現失效，此時政府可以適當介入，加以引導，可以讓市場及時脫離失效狀態。而政府也經常失效，特別是在同市場互動過程中的失效，此時就應該有來自社會層面的監督，調整政府不當的行為，由此實現市場主體、市場環境、政府管理和社會監督的有機生態。在歐美發達國家，政府也在經濟活動中發揮着必不可少的作用，從財政政策到產業政策，以及市場監管制度，這些都

是以政府為主的市場相關領域。政府是市場的監護人，其職責在於維護公平公正的市場秩序，當出現市場失效時，對其進行必要和有限度干預，讓市場能夠高效率運作。

市場失效情況經常發生，我們可以看到，凱恩斯宏觀經濟管理理論已經被西方國家用於調整總需求，而不少發達國家也採取通過制定產業政策，對供給端發生的失衡進行調整和引導。在維護市場公平方面，西方各國都重視監管，尤其是限制過度壟斷，保持合理的市場競爭狀態。政府的上述工作需要高超的能力，也是一門經濟管理藝術，並不容易做好，這也是內地城市管理者應該學習和掌握的關鍵技能。

過去四十年，深圳政府很多工作是在為企業搭台子，完善市場管理機制，降低營商成本，並通過前瞻性的城市發展規劃，通過政策傾斜，引導市場主體向着有利於城市和自身的方向發展，這方面的例子不勝枚舉。深圳引導產業創新的各種政策，保護知識產權的制度等，不僅領先內地各城市，而且政府認真在執行，從戰略層面引領城市發展。這與許多內地城市，政府直接插手市場的做法完全不同。

「大社會，小政府」絕不是無政府。政府不插手具體市場活動，但要負責搭台子，監督市場正常和有效運行，這是「有所為，有所不為」。正常的企業不需要政府來管，這是企業家的工作。如果市場發生了政府不希望出現的問題或傾向，而又不屬於違法範疇，則政府可以通過合適的經濟管理工具，比如建立制度和制訂政策，對市場主體加以引導和督促。市場存在交易成本，政府可以通過有效的市場管理，最大程度地降低全社會交易成本。另外，創新活動存在成本和不確定性，政府可以提供創新扶持政策，提供公共創新平台，將企業創新的資金門檻降低，甚至可以發起創新扶持資金，引導社會資本投向創新創業領域。

深圳很多做法首先來自戰略層面的設計，即政府把大問題想明白了，剩下才是具體如何做的問題。而內地政府最大的障礙不是在「術」的層面，而是應該明晰城市經營管理之「道」。政府應放下身段，讓社會各主體職能歸位，全力做好政府該做的工作，提供便於企業家施展技能的市場環境。這是基本要求，在做好這一步之後，還應學習通過發展戰略和制度、政策引導市場主體的方法，既不亂為，也要有為，不斷提高城市經濟管理能力。

## 疫情緩和 樓市可看高一線



主樓布陣  
布少明

美聯物業住宅部行政總裁

最近香港疫情終漸見曙光，單日新增確診數字降至個位數，遏制樓市的其中「一座大山」漸被移除，加上近期減價放盤蔚然成風，二手購買力釋放。綜合美聯分行資料，8月24日至30日的一周，全港35個大型屋苑共錄117宗成交，按周大升逾六成至16周新高，重上逾百宗水平，可見二手樓市持續轉活。

一手方面，有見疫情回穩，新盤市場旋即群盤並起。市場統計資料指，9月份可能推出的單位料涉及逾千伙，並以備受市場追捧的中小型單位為主打。

筆者相信，隨着疫情緩和和加上9月份新盤群湧，按照近日新盤市場理想的銷情去推斷，本月新盤銷售有望延續勢不可當的強勢，9月份，一手成交可望錄得約1000至1500伙，二手成交量亦料有約一成升幅，整體樓市可望看高一線。

至於個別板塊方面，除了在上期專欄提及的600萬元至1000萬元的板塊外，豪宅市場同樣不可忽略，正如本行於8月份錄得多宗逾5000萬元豪宅，甚至不乏逾億元

豪宅交易，反映豪宅客亦趁機偷步入市。在兩地通關有望的背景下，此類物業同樣值得多加注意。

其實自疫情年初爆發至今，樓市表面看來疲憊，期內住宅市場的成交金額及成交量，均較去年同期錄顯著跌幅。但在筆者多番提及的眾多利好因素「拱照」下，樓市基調相當穩健，並於月前環球股市一片驚濤駭浪期間展現極強抗跌力。

以本公司為例，受惠政府放寬按揭成數與一手物業供應的減少、前線同事努力提升服務水平、加上集團持續開拓市場和數碼領域下，集團的二手物業市場的份額不跌反升，管理層疫市帶領「美聯物業」這「金漆招牌」經營之業務錄得盈利，單計8月份更錄得近70間百萬分行，較7月份升逾一成。

事實上，筆者已從事地產代理多年，深覺此行業是值得投身的。雖則疫情令本港經濟陷入衰退，失業率高企，但地產代理的人數依然居高不下。

據地監局數據顯示，截至8月底，地產代理持牌人數約3.98萬人，雖較7月份略減，但仍接近4萬大關，相信今年內持牌代理人數仍然徘徊高位，而本行亦計劃於其他行業蕭條的情況下疫市擴軍，繼續吸納人才加盟及因應情況擴充，反映公司對樓市前景的信心。