

日本股票



回顧2020年，眾多因素帶來挑戰，首域盈信日本股票策略的出色表現全賴兩大投資決定。第一，於疫情初期，我們開始發掘有望受惠於長遠投資趨勢加速的企業。從2011年日本東北大地震中，我們明白到重大外圍事件可能導致消費者行為改變，甚至違反日本保守的社會傳統，而且災難持續越久，新行為模式便越融入社會結構。

有見及此，我們主要投資於數碼支付、電商及軟件即服務（SaaS）行業，同時買入利用廉價產品吸引精打細算消費者的自有品牌零售商。巧合的是，我們早就持有不少該類企業，並於年初的市場拋售潮中把握趁低吸納的機會。我們一直認為，日本早晚會加快數碼化步伐。正如下文將會提到，我們的投資方針就是發掘在任何宏觀環境下均會表現理想的企業。

第二項投資決定，是我們繼續重視所投資企業的基本實力及質素。我們堅信，於市場低迷時，具備實力及優秀管理團隊的企業將可提供資金保障。在我們眼中，企業「質素」才是長遠的回報推動力，反觀相對估值指標（例如本身假設存在缺陷的市盈率）則不構成回報增長條件。

於本期通訊中，我們亦會分享對質素與估值之爭的看法，藉此回應客戶經常提出的部分問題。鑑於優質企業通常估值較高，我們特別說明了怎樣分析該類企業的估值風險，並預測這些企業在通脹及息率上升環境的表現。

數碼轉型

社交媒體上有一幅廣為流傳的迷因趣圖，問讀者「是甚麼推動了你公司的數碼轉型？」，下方的紅圈沒有圈起「行政總裁」或「技術總監」，反而幽默地選了「新冠肺炎」作為答案。雖然這幅圖只是在開玩笑，不過麥肯錫、波士頓諮詢公司及IBM等顧問機構的研究均指出，新冠肺炎的確加快了數碼顛覆進程。

舉例來說，在數碼化浪潮下，日本的部分資訊科技中小企不再使用印章，並且為印章舉行「葬禮」，足以反映時代的轉變¹。所謂印章，是指企業處理正式文件時代替簽名的實質

印鑑。最近，日本因疫情進入緊急狀態，企業僱員本來需要返回辦公室「簽署」文件，但菅義偉領導的新政府很快便廢除了使用印章的規定，並決意改善數碼行政程序。

儘管日本自稱每年的資訊科技開支冠絕全球，其數碼應用步伐卻不算迅速。當地企業仍然不願意放棄傳統，並繼續利用人手處理工作及採取線下辦公模式。然而，在疫情形成多項利好因素下，現在企業開始支持數碼化發展。根據情報處理推進機構（Information-technology Promotion Agency）的資料，40%的日本企業已經訂立了數碼轉型（DX）計劃²。

我們相信，數碼轉型趨勢將會有利首域盈信日本策略持有的互聯網服務及軟件即服務企業，而我們早於多年前買入了部分公司。以M3為例，該公司提供數碼營銷服務，透過網上平台連繫醫藥企業及醫生，旗下的M3.com網站吸納了超過80%的日本醫生成為活躍會員。M3是醫藥行業首屈一指的營銷平台，於2020年上半年，醫生避免與醫藥代表面對面接觸，刺激M3的電子醫藥營銷訂單急升2.5倍。

隨著行業日益依賴科技提供高效及低成本的營銷服務，我們預期M3的業務將於疫情後持續增長。現時網上營銷開支只佔醫藥企業營銷預算的1-2%，我們相信M3具備可觀的長遠增長潛力。

於新冠肺炎肆虐之際，為中小企提供雲端服務的Rakus同樣受惠，其核心開支管理軟件樂樂精算（Raku Raku Seisan）錄得超過40%的強勁按年增長。雲端服務的優點之一是不受時間地點限制，於疫情爆發期間，公眾須要留在家中及保持社交距離，雲端服務的優勢變得更為明顯。Rakus的軟件組合能協助主要目標市場的中小企及其僱員節省大量人力及時間成本。由於日本企業缺乏資訊科技知識，該項產品的滲透率極低，我們認為其增長前景不俗。

另一間資訊科技企業是Bengo4.com，其為日本消費者提供向註冊律師尋求法律意見的唯一網上平台，並且是日本最大的雲端合約軟件供應商。於2020年，各行各業推行在家工作，該公司的電子簽名服務CloudSign市佔率達到80%以上，銷售按年增長2.6倍。

¹ 資料來源：<https://english.kyodonews.net/news/2020/10/985e53241486-memorial-held-for-hanko-seals-discarded-due-to-digitalization.html>

² 資料來源：<https://www.ipa.go.jp/files/000082054.pdf> (日語)



新冠肺炎為日本企業擺脫根深蒂固的印章文化提供了迄今最大的推動力。基於更多企業在經營過程中使用電子簽名，Bengo4.com 錄得高速增長。此外，日本政府計劃加快數碼轉型，亦會有助該公司的未來發展。Bengo4.com 估計，目前採用電子簽名的日本企業不多，佔比只達單位數，但未來數年的增長率將會大幅提高。

通縮型消費

最近20年，自有品牌專營零售商發展出日本唯一成功的零售模式。這些零售商致力提供價格相宜的優質產品，並透過降低價格令消費者享受到規模經濟帶來的成本優勢。另一方面，消費者亦購買更多產品作為回報，讓零售商得以擴大規模，繼而進一步下調價格，形成良性循環。我們已經投資了多間自有品牌專營零售商，當中包括服裝公司、傢俱店及超級市場。

於新冠肺炎導致經濟不穩期間，我們留意到市場持續追求「物超所值」的產品。消費者以實際可支配收入購買商品及服務時變得更精打細算，這個趨勢亦擴展至全球。

於2020年，受到在家抗疫需求及薄利多銷產品所推動，神戶物產（Kobe Bussan）旗下的頂尖折扣雜貨店業務超市（Gyomu Super）錄得同店銷售增長高達16%。作為垂直整合零售商，神戶物產利用內部生產及全球採購能力降低產品成本，其自有品牌貨品的售價較傳統雜貨店低30-50%（以2公斤的雞腿為例，神戶物產的售價低至5美元）。此外，該公司亦持續推出新產品，例如牛奶紙盒裝的冷凍粉圓及甜品（1公斤布丁只售2-3美元），為消費者提供獨特的「尋寶」式購物體驗。

無獨有偶，於2020財年，自有品牌戶外及運動休閒服裝專營零售商 Workman 也錄得18%的同店銷售增長。該公司的功能性服裝價格低於主要品牌，舉例來說，其冬天外套的價格不會超過30美元，套裝的價格更低至50美元。消費者對 Workman 的產品需求殷切，該公司甚至難以及時補貨。同時，在改善裝修後，「Workman Plus」門店亦有助吸引新客戶及提高銷售。

於日本，消費者往往對「低價」產品抱持懷疑態度，不過，隨著更多中等收入的消費者光顧業務超市及 Workman，市場觀念開始慢慢改變。事實上，業務超市的產品質素不俗，Workman 的「每日低價」服裝系列亦價廉物美。消費者會透過社交媒體主動發掘及宣傳優質品牌，以業務超市所售食材製作的食譜以及以 Workman 服裝搭配出的戶外穿著風格成為提高這兩個品牌知名度的關鍵。考慮到日本其他折扣零售商（例如宜得利家居（Nitori）及優衣庫（Uniqlo））的表現，加上當地經濟疲弱及薪酬增長輕微，我們相信低價產品將會繼續大受歡迎。

宏觀環境及調整投資

於2020年，我們學到的最大教訓是嘗試預測市場只會徒勞無功。我們十分肯定，無人能夠預知全球將會爆發疫情，並陷入經濟大蕭條後最嚴重的衰退，再於一年內打破股市記錄。經濟學家 John Kenneth Galbraith 指出：「世上有兩類預測師，一類是一無所知的，另一類是不曉得自己一無所知的」（"There are two types of forecasters: those who don't know and those who don't know that they don't know."），而我們知道自己屬於前者。

過去20至30年，部分投資者單憑宏觀分析便投資於日本市場，結果回報受挫。不少人喜歡賭日圓下跌，就是其中一個例子。眼見日本公營部門債務上升，投資者曾經以為日圓將會貶值，或者該國早晚會陷入破產。然而，事實證明，在經濟及地緣政治動盪期間，甚至於全球爆發疫情時，日圓依然是最可靠的避險資產。於蒙受巨額虧損後，投資者開始明白到押注日圓貶值是「自殺式投資」。

我們的投資方針採取由下而上的選股策略，並旨在發掘能夠掌控自身發展的企業，因此我們不會預測宏觀事件。基於日本市場不斷打破慣例，我們只會挑選在當地經濟面臨挑戰時繼續蓬勃增長的企業。正如先前的客戶函件所提到，「經濟發展絕對不應影響我們的增長預測」，這個原則適用於我們在日本的絕大部分投資。

投資者經常問我們應否在投資風格轉換時改為買入質素較低的週期性股或銀行股，並且希望我們預測疫情後的經濟復甦情況及息率水平。另外，他們亦想知道我們對日本股市或取消東京奧運可能造成貨幣波動的看法。

首先，我們的投資對象只包括我們相信能夠不依賴宏觀環境及槓桿，亦能維持投入資本回報率及利潤增長的企業。有鑑於此，我們會避開較受週期性影響、槓桿較高或業務模式過時的股票。在強勁牛市帶動全線股份上升時，我們通常表現落後，特別是於市況低迷後，我們投資的企業大多缺乏明顯增長，原因是這些股票的反彈空間不大。

第二，優質企業的估值可以說是高於市場上的其他股票，但當息率上升時，不論是優質企業及低估值企業均會變得昂貴。那麼，我們的投資組合持股能否在五至十年或更長時間後仍然帶來理想回報呢？

為了嘗試找出答案，我們先分析日本策略的九大持股³。按照於未來15年產生8%或10%年度化回報的合理目標，我們計算每間企業於2006年（即2008年全球金融危機前夕日本股市高峰期）的最高市盈率。我們亦以東證股價指數作為參考，該項指標的15年間年度化回報率為3.5%，我們根據有關回報門檻計算2006年的相應市盈率以作比較。

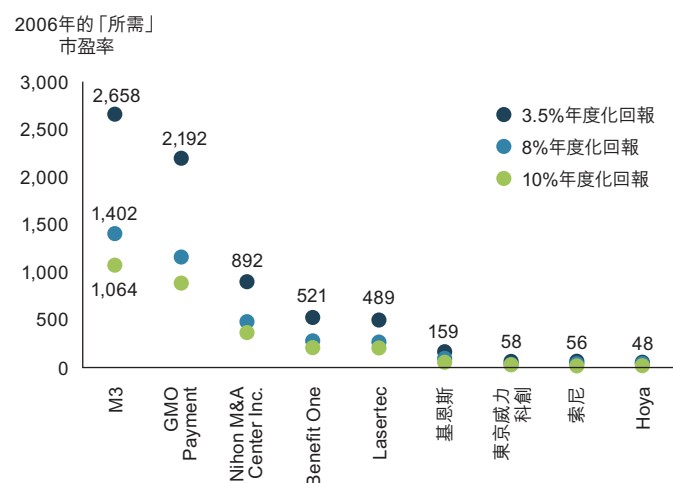
³ 截至2021年1月15日。在首域盈信日本股票策略的十大持股中，瑞可利控股（Recruit Holdings）於2014年才上市，故此未能包括在上述計算內。



下圖顯示 Hoya (48倍)、索尼 (Sony) (56倍) 及東京威力科創 (Tokyo Electron) (58倍) 在未來15年產生3.5%年度化回報 (即領先東證股價指數) 的「所需」市盈率低於其他企業，並且遠遠不及高達2,658倍的M3。換句話說，假如我們在2006年初按上述或更低的市盈率估值購入這些企業，並持有股票長達15年，我們的投資表現最少能追上東證股價指數。

理論上，如果我們於2006年買入M3 (現時的預測市盈率為128倍)，在未來15年產生8%年度化回報的相應市盈率將高達1,402倍 (10%年度化回報的相應市盈率為1,064倍)。由此可見，短期投資者往往會低估能夠長期持續增長的企業。

我們於日本市場最大持股企業的理论估值及回報



資料來源：首域盈信資產管理、彭博 (截至2021年1月15日)

質素與估值之爭

我們注意到不少市場參與者執著於「價格」，我們被問及旗下股票相對估值的次數，亦明顯超越他們就管理質素、業務、企業創新或其他基本因素提出的問題。由於投資者相當重視股票價格，我們認為有必要再次詳細解釋我們的投資理念。

我們的投資理念圍繞投入資本回報率，並旨在令有關比率大幅領先任何可行資本成本。此項投資方針簡單直接，而且通過時間考驗。於2020年底，首域盈信日本策略的加權平均投入資本回報率便高達43%。正如巴菲特在1979年的年度函件中指出：

衡量管理層經濟表現的首要指標是企業能否產生高投入權益資本盈利率 (同時沒有過分依賴槓桿或會計伎倆等)，而非企業能否持續錄得每股盈利增長。

有趣的是，我們的投資方針違反了「高風險才能帶來高回報」的金融理論核心原則。我們所投資的企業與優質企業之間有多個共通點，例如在小眾行業取得龐大的市佔率、擁有出色的定價能力、不斷推動創新 (不論是產品或業務模式創新)、

採用輕資產業務模式、賺取巨額的經常性收入 (反映客戶滿意度高及流失率低)、具備創造新增長來源的罕見能力 (按照現有資料計算通常估值過低) 及資產負債表持有大量現金 (原因是回報及現金產生量較高)。最重要的是，在上述因素背後，我們的投資對象還獲得完善的企業文化及人才團隊支持。根據我們的經驗，這些特質最終會形成企業的長遠競爭優勢。

不少投資者求快求方便，傾向將短期每股盈利增長與12個月預測市盈率作比較。不過，我們認為該兩項指標本身存在嚴重問題。首先，兩項指標均未有反映投入資本回報率或盈利質素。投資者不應將所有盈利視為同等，舉例而言，相比起主要以現金及上述來源賺取的盈利而言，透過週期性復甦、通貨再膨脹趨勢、槓桿及股份回購，或需要較多資本產生的盈利具有不同的風險特質，而且較不持久。

此外，短期市盈率不能反映企業於動盪期間 (如2020年) 的抗跌能力、未來增長的能見度、幅度及持續時間，或面對創新顛覆時的抵抗能力。假如企業無法妥善應對危機，其長遠價值可能會下滑。正如我們在先前的客戶函件所討論，投資者應將日本的優質企業視為在任何宏觀因素下均可產生穩定回報及可持續增長的投資。(全球企業開始採用日本模式，相信上述理論亦適用於世界各地。)

我們專心發掘高投入資本回報率的企業，唯一例外就是我們亦會投資於擁有龐大潛在市場及良性競爭的剛萌芽行業。我們會鼓勵有關行業的公司盡量作出投資，原因是此舉可以增加正常化回報的吸引力，而且企業將能夠長期保留大部分收入，有利提升作為重要回報指標的生命週期價值與客戶獲取成本比率 (LTV/CAC)。

除了投入資本回報率外，我們留意的第二項重大因素就是增長的可持續性。我們所投資的企業均是長期增長行業的龍頭公司，或透過創新措施從現有業者手上奪走市佔率的企業。如果企業曾經成功將新產品及服務加入現有組合，並且創造新增長來源，同時未有犧牲正常化回報，日後通常會帶來出色的投資成果。

筆者曾於大學及研究院修讀統計學長達七年，因此偶爾會傾向相信均值回歸理論或大數定律的說法。按照上述理論，優質企業會吸引競爭，最終導致回報下滑至平均值，或者相對短期估值 (例如12個月市盈率) 逐漸接近長期平均值。換言之，質素欠佳的企業往往可以迎來重估機會，反之亦然。

話雖如此，我們投資策略的目標是找出及投資於能夠拋離平均值最長時間的少數企業。我們發掘該類企業及打破「傳統觀念」枷鎖的能力，大概就是我們為客戶帶來的最重大價值。

當投資於估值缺乏充分「安全邊際」的企業時，我們會先進行深入研究，再耐心等待適當的入市時機。根據我們於過往經濟週期及投資者行為方面的經驗，就連優質企業亦會不時陷



入困境。鑑於全球投資者繼續將日本市場視為現金「提款機」及經濟週期的替代指標，當地市場經常出現非理性拋售，並帶來低價買入優質企業的黃金機會。事實上，在過去三年表現最佳的十大企業中⁴，有四間企業均是由我們在市場無理爆發拋售潮後買入。

反過來說，我們對質素欠佳的企業毫無興趣，而且相信並非所有企業均值得投資。價值投資者將估值視為投資理據的核心，故此他們不時會落入低估值企業的陷阱。對部分投資者來說，即使企業容易受到週期性因素影響、回報較低或面對存亡威脅，低估值仍然有助對抗跌市時的下行風險。

然而，我們並不同意上述觀點，並希望再次指出，企業對抗下行風險所依賴的是基本實力及背後的管理層，而非相對估值。事實上，我們不會將投資者分為所謂的「價值投資者」和「增長投資者」。在我們眼中，所有投資人都應該是以低於內在價值買入企業的價值投資者。企業的內在價值取決於投入資本回報率與長期增長及資本成本之間的差距。就算企業的估值已經極低，其內在價值也有機會處於更低水平。

此外，我們的投資範圍並不包括質素欠佳的企業。投資者可能出於多個原因而將資金投放在這些企業上，但我們並不信納有關理據。如同上文所述，投資者買入低質素企業的第一項理由是他們相信價格比業務重要。第二個理由則是他們認為企業已經「渡過低谷」，往後將會否極泰來。問題是，就像俗語所說，「江山易改，本性難移」。套用巴菲特的話，我們相信「廚房裡肯定不只一隻蟑螂」。再者，投資者將資金用於其他地方，大概也會比呆等低質素企業翻身更有效率。正因如此，在全球爆發疫情期間，即使劣質企業股價急跌，我們亦沒有冒險摸底入貨。

部分投資者相信，隨著經濟週期發展，企業業績可望於短時間內反彈，只要能夠準確捕捉市場時機，他們便能於週期到達高峰前夕沽出股票。另一方面，有些投資者卻認為股市「早就反映了一切因素」，特別是於出現創新顛覆的行業。我們從不自認能夠捕捉市場時機，我們從經驗中得知，技

術顛覆造成的潛在損失不單不會消失，更往往未有反映於估值，而是備受低估，因此基於過往經驗，我們傾向避開該類企業。最後，個別投資者會強調分散投資的好處。對我們來說，這可謂最令人費解的投資理據。試問將資金分散至更低質素的企業，又怎能夠改善投資組合呢？

總結

我們相信，與其分析企業的表面估值，倒不如花更多時間及精神討論企業質素。我們認為，如果缺乏對企業的深入了解，投資者將無法就合理估計企業價值作出所需假設。過往，我們曾經犯下同類錯誤，結果在無意之間損害了投資組合質素。

作為客戶資金的盡責管理者，我們堅持重視企業質素多於價格。我們會先判斷企業是否具備良好質素，以至於值得我們長期持有。之後，我們會設法以合理或吸引的價格買入股票，例如在股價短暫疲弱，或者股市不時爆發全線拋售潮時入市。於我們買入企業的股票後，我們會將自己視為擁有人之一，而非紙上股東。我們希望永遠毋須出售投資，並期望投資對象能夠延續長期增長。我們從慘痛的經歷中學到，因為短期估值看似過高而出售優質企業，通常會演變成長遠投資失誤。假如是為了趁低價買入質素較差的企業而沽貨，情況更會雪上加霜。

最後，筆者希望藉此機會感謝所有投資者，特別是在首域盈信日本股票策略成立初期願意與我們並肩冒險的一眾客戶。我們至今的佳績全賴各位一直以來的支持、理解及鼓勵。儘管本策略成立時日尚淺，我們銳意繼續學習及保持開放思維，相信這種態度將會成為我們最大的競爭優勢。我們的團隊架構著重互相扶持，不單有助我們發現不足之處及錯誤，更可推動我們精益求精及改善投資方針。我們相信，放下自尊承認錯誤，認真檢討投資決策是邁向成功的關鍵。我們可能不時犯下錯誤，但每次經歷都是學習的機會，最終會為客戶的投資組合締造非凡成果。

⁴ 截至2020年12月31日



資料來源：公司數據來自公司的年報或其他投資者報告。截至2020年12月31日或另行註明。

免責聲明

本文件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，而且在發表本文件時為準的資料，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。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文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，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，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件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（如有）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基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首源投資(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是首源投資(香港)有限公司的商业名稱。首域盈信資產管理標誌乃為MUFG(定義如下)或其聯營公司之商標。

首源投資(香港)有限公司及首源投資(新加坡)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及其附屬公司對本文件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。本文中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。