

日股牛市有條件持續

國際視野 潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師



很多股壇老手曾於1980年代的日本泡沫經濟時代大有斬獲，之後用了25年來觀察一個結構性的熊市如何出現。他們現在開始認為，歷史可能會重演（即日本股市可能快將「爆煲」）。在充分尊重這些前輩的同時，我們卻對這種觀點抱懷疑態度。

我們認為，日本市場現時的綜合驅動力提供了一個難得的機遇。諷刺的是，支撐着日本股市的其中一大因素，就是熊市論者最喜歡引用的理據，即是日本「可怕」的人口結構！就像其他發達經濟體一樣，日本的公共退休金制度是屬於「現收現付」（pay-as-you-go）的，即是倚靠現時的年輕勞動者來資助現時的退休人士福利。由於日本人的壽命這麼長，這個好像「龐氏騙局」（Ponzi scheme）般運作的制度，已變得愈來愈不可行。

日本實際負債 沒想像中高

由於過去20年，日本逐漸出現「去工業化」的現象，即使日本青少年的父親還能夠保住在工廠生產線上的職位，他們也只能找到一些低薪的服務業工作，令日本面臨額外的壓力。因此，日本的退休金制度若要履行其償付責任，就必須提高其投資回報率。這就意味着，基金經理必須採取較為進取、風險較高的投資策略，將較多資金投資在股市，並強迫他們投資的上市公司將股東的利益最大化。但對日本股市來說，這卻是一個令人樂觀的理由。

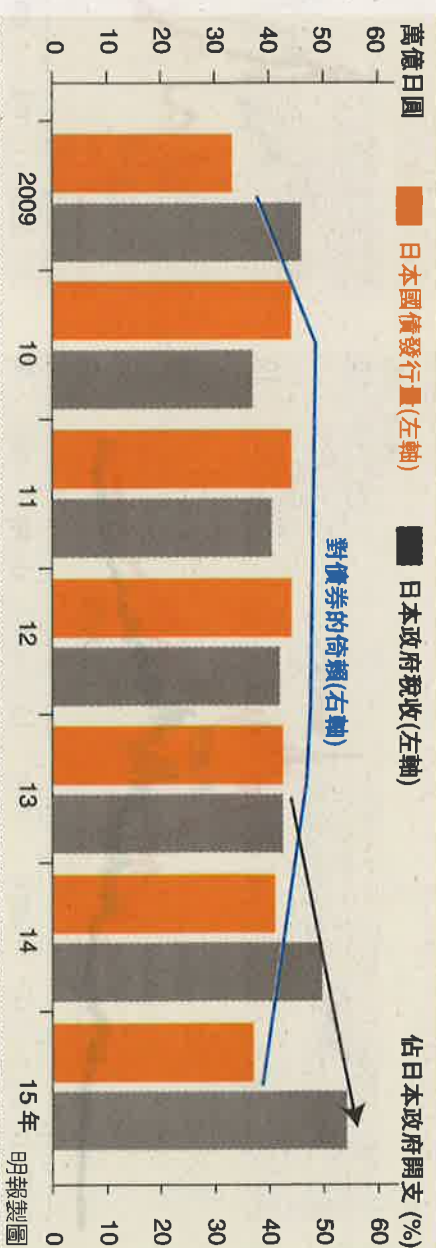
我們的反覆研究認為，日本正經歷一個由機器人和清潔能源技術帶動的後工業化復蘇。新的高薪職位正在形成，這將會令年輕勞動者向退休金制度的供款增加。當然，熊市論者的警告還有其他的原因。尤其是，日本政府的累積債務，已經相當於日本國內生產總值（GDP）的240%。但是，我們卻認為，日本其實是一個淨債權國，因為日本的國債絕大多數都是由其國民持有。若綜合資產和負債計算，並假設儲存在日本央行地庫的日本國債永遠不用償還本金，那麼這個比例將縮小至80%。此外，日本的財政狀況亦正在改善。因為日本政府的2015年財政預算草案計劃發行的日本國債，就比2014年的發行量少了4.4萬億日圓（約360億美元）。

熊市論者另一個最喜歡的論調是，日本經濟表現突然有起色，只是倚靠「以鄰為壑」、損人利己的貨幣貶值政策。後者遲早也會有失去作用的一天。很明顯，日本能夠在2013年初出現經濟復蘇，那些透過



日股現時已升至接近資金「避風塘」水平，若美國加息，它們能否維持這種價位，是值得懷疑的。但總體來說，日本股市的回報和風險展望，在全世界來說，屬於最好之一。（資料圖片）

日本政府財政對發行國債的倚賴有所減低



貶值導致再通脹的政策在當時是必須的。但到了今年，日本股市的表現已經不太受日本的貨幣政策影響。相反，再通脹動力則像預料般出現。接近4500個日本工會今年的平均工資加幅是2.23%，比2014年的2.08%還略多一點。日本的失業率則穩定在3.3%，職位對申請者的比例是1.19，乃23年來的新高。

而且，還有一些證據表明，安倍晉三政府愈來愈認真看待一些遲遲未落實的放鬆管制措施。日本國會今屆會期就將會延長至9月27日，以努力推動通過立法。另外，我們還認為，市場傾向輕視日本已經採取或準備妥當的結構性改革的規模。

復蘇已擴散到就業市場

我們看漲日本的最後一個原因，是企業的盈利能力。去年，很多日本企業都錄得破紀錄的盈利。2015年至今，日本企業的盈利預期又可以比去年增長

11.4%。另一個刺激是來自削減利得稅，日本政府已經在今年4月將利得稅調低2.5%，並計劃在明年4月再調低3.3%。再過幾年，日本的利得稅有可能會下調至20%至30%的範圍。

利得稅再降 企業盈利破紀錄

但當然，這並不是說，日本股市將會有升無跌。日股現時已經上升至接近資金「避風塘」的水平，若美國加息，它們能否維持這種價位，是值得懷疑的。此外，日本股市的活力是經過長達25年的低迷之後，才被喚醒。它對於不利的消息有多大的承受能力，仍有待觀察。

令人擔憂的是，一旦出現較大的調整，投資者又會再次退縮，轉投一些避險工具。但總體來說，我們認為，日本股市的回報和風險展望，在全世界來說，屬於最好之一。