日本地震後的危與機

國際視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

塵埃正落定，日本東北部所受到的地震與核輻射蹂躪愈來愈清楚。現在看來，不論是物質破壞還是人命傷亡，今次大地震和海嘯造成的破壞，都比1995年的神戶大地震還要大。

日本出口因這次地震大受打擊，投資者不妨趁低投資受影響的日本企業。圖爲日本千葉縣一間超市。（資料圖片）

今次最大災區——岩手縣、宮城縣、福島縣，只佔日本的GDP的大約4%，這與當年最受神户大地震影響的兵庫縣相近。但是，由於海嘯的關係，今次日本遭受的整體破壞看來卻要大得多。因此，災後重建成本相信亦會超過1995年神户大地震的10萬億日圓（日本GDP的7.5%），可能會高達15萬億至20萬億日圓。（日本的GDP由1995至今並無大變化。）

受災地區僅佔GDP 4%

當年神户大地震之後，龐大的財政開支透過固定資產投資，起到刺激日本經濟的作用。日本的製造業亦復蘇得很快，在1995年1月之後的3個月，其產值就上升了4.4%。

但是，今次日本工業的前景卻沒有那麼明朗，部分是因爲電力設施受到相當大的衝擊。有別於神户大地震的是，今次日本全國54座核電廠之中有15座要關閉，核能佔了日本電力供應29%，其餘則要依賴進口的能源，一時間令電力供應出現缺口，現時仍不清楚這情況會維持多久，要轉用另一種能源來發電，亦需要時間，即使興建新的天然氣發電廠和煤電廠，亦要好幾年才落成。

重建開支不用擔心

日本企業界現金充裕，應可應付未來幾個星期或幾個月的挑戰。但是，重建基礎設施將涉及龐大的公共開支，那將會令日本政府的財政雪上加霜。日本政府現時的財務狀況比1995年要差得多，累積國債現已接近日本GDP的250%，1995年時還只是80%。

然而，日本是一個儲蓄率很高的國家，這可以從其經常賬盈餘相當於GDP的3%，以及外匯儲備高達8860億美元看到。此外，若有需要，日本政府還有很多增加稅收的途徑，包括徵收遺產稅。

不要忘記，日本稅收對GDP的比例只是大約30%，以經濟合作及發展組織（OECD）成員國的標準來說，是屬於較低。（法國稅收對GDP的比例是47%，德國是45%，英國是40%，加拿大是34%，美國是30%。）

以往，日本曾經像美國那樣，長期處於高負債的情況，但融資成本卻沒有因而飆升。此外，日本的國債超過95%都是由國內人持有，這情形短期內亦不會出現改變。因此，日本有能力以廉宜的資金成本（例如發行更多國債），來支持重建。這部分解釋了爲何我繼續相信日本的金融資產有其價值。

日本股票方面，在環球經濟復蘇過程中，日本股市的表現一直跑輸大部分股市。在地震之前，日股總算回升至不錯的水平。在地震後的拋售潮之後，我看好日股的信念就更加强烈。

日股下跌的部分原因，是市場擔心福島核電廠會引發大災禍，幸好這風險正在下降中。由於破壞集中在一個只佔日本GDP大約4%的範圍，若日股因此而長期比地震前要低10%，那就顯得不合理。特别是，很多上市的日本公司其實都是全球性的，其業務並非只在日本。

趁低吸日本優質出口股

我們的策略是，購入一些高質素和營運相對沒有受影響的出口股。因爲它們現時的股價可說是頗大折讓，而且有很多因素可以讓這些股票順勢快速上升，包括財政和貨幣政策刺激、日圓貶值以及外國熱錢流入等等。

即使是受影響而停產的公司，亦要研究一下，因爲它們亦可能是值得入市的機會。一般來說，我們認爲，知識型的企業會跑贏大市。日本就有很多知識型和創新型的企業在資訊科技和汽車供應鏈的某些關鍵領域中擁有壟斷性的優勢，包括：液晶偏光膜（LCD Polarizer Film）、鋁電容器（Aluminium Capacitors）、汽車變速器（Auto Transmissions）等等。

日圓方面，自從環球金融海嘯之後，日圓就一直偏高，很大程度上是因爲美國的短期利率低得異常。今次大地震是不能夠扭轉這情況，因爲日本需換取更多日圓，以支付國內的重建費用，外匯交易商總是試圖走在真實的資金流向之前（上周的日圓飆升，就被日本政府批評爲市場炒作）。

然而，日本央行已在周五入市干預，並明顯取得其他G7成員國支持。日本央行看來汲取了1995年大地震後的教訓，當年它容許貨幣供應萎縮，結果，在接着的3個月，日圓升值了18%。

央行大印銀紙 日圓難升

日本央行這一次非常進取地在市場中增加資金，催谷（Beefing Up）其資產購買計劃，以隨時干預來支持其出口。雖然日本央行以往干預日圓升值多不成功，但這只是因爲它沒有動用足夠的火力來支持其目的（可能它和日本政府都缺乏那份干預必定成功的信念）。

但現在日本央行和日本政府有更充分的理由去干預，因爲一來是已取得G7的一致支持，二來是不需擔心通脹，可說是沒有什麼要顧慮和妥協。而對全球市場來說，這意味着新一輪的「印銀紙」行動和熱錢流竄開始。由於美元近期亦在下跌，要令日圓兑美元也下跌，這意味着「印銀紙」的規模要更加大！

日本國債雖然重建開支可能相當於日本GDP的15%，但考慮到日本有差不多9000億美元的外匯儲備（約爲重建開支的4倍）；日本是一個高儲蓄率的國家，以及經常帳盈餘相當於GDP的3%，兼且95%的國債由國民持有，若有需要，日本政府是有空間去加稅。我認爲，想用沽空日本國債去牟利，是危險的想法。但當然，以往亦曾經有一些看來完全不可行的投資策略居然也成功。

最後，還有一個原因看好日本，那就是它的無形資產。這裏不單是指它的知識溢價，還包括日本有不懼怕挑戰的文化。所以，作爲一個「冷血」的資本家，我相信，日本遭受的災難和人命損失，反而會給投資者一個機會。但是，若可能的話，我是真心希望，寧願不用寫今期這篇文章。