



國際視野

Louis-Vincent Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

以過去6個月來說，投資在中國股票上可說是痛苦的經驗。上個星期也不例外，因為上海股市繼續創下今年的新低。但是，我們為中國的投資者難過之前，也應該同情日股的投資者，因為後者在過去數年的負擔已變成難以忍受。實際上，在過去2年，不但單單日股表現差勁，而是日本每種投資工具都徹底失敗。簡單來說，就是無一種投資工具有表現。

12:09 しまいそう。				◆ 社幸	
業績	現値	前日比	騰跌率		
情報・通信	1593.66	-53.97	-3.28		
卸売	1267.12	-20.56	-1.60		
小売	640.28	-5.05	-0.78		
銀行	252.48	-8.80	-2.82		
証券	516.15	-26.87	-4.18		
保険	29.61	-31.18	-2.94		
金融	226.10	-20.14	-3.69		
不動	1286.03	-50.81	-3.88		
サービ	366.99	-19.99	-2.25		
株価指数				3/3	

過去2年，不但日股表現差勁，就是日本每種投資工具都徹底失敗。簡單來說，就是無一種投資工具有好表現。

(資料圖片)

——好像 TCI (兒童基金)、Steel Partners 或 Perry Capital 等活躍股東，還是要繼續忍受不合作的管理層。

——價值投資者大跌眼鏡，因為便宜的日股，愈來愈便宜。

——宏觀投資者以為，當 Topix 指數的股息率超越日本政府債券的孳息率後，日本股市就會重新振作。(過去的確是如此，但今年兩者的息差擴闊了，股市還未見有起色。)

——像我般的進取型投資者發現，日本企業的盈利增長，很少會帶動其股價上升。事實上，在日本，股價和企業盈利現時的相關系數只有 32%。這是我曾經見過的相關系數中最低的。在香港，這是 85%！

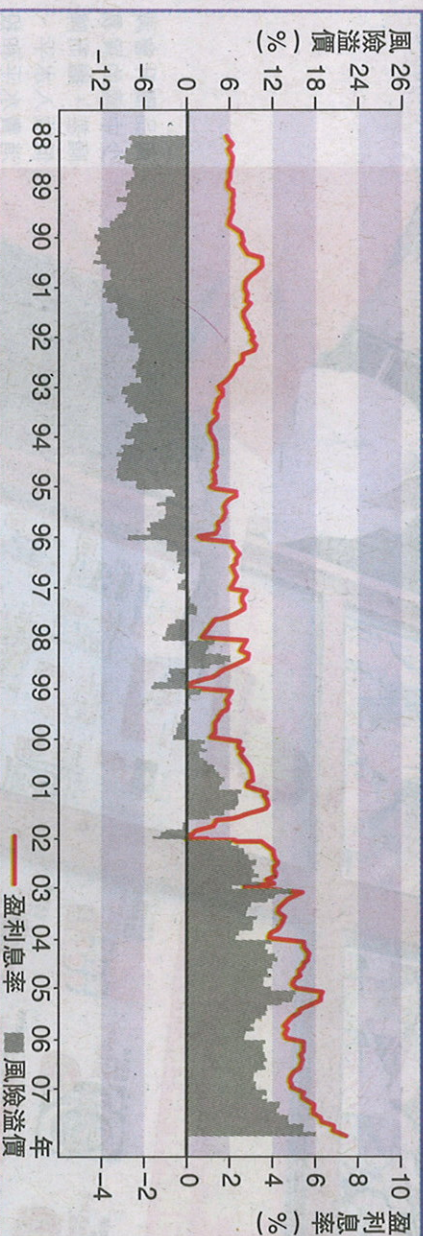
日股股息低 觸發資金外流

為什麼每種投資策略都如此失敗？我能夠想到的唯一可能原因是，日本投資者乃「好息一族」，但他們在當地的股票中卻得不到多少收益。

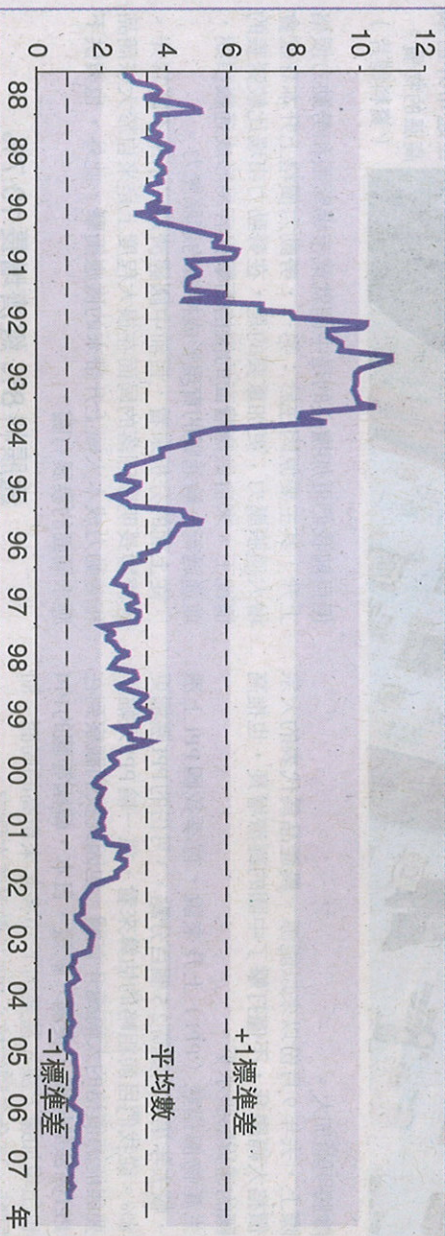
事實上，即使日本企業的盈利近年有不錯的增長，它們卻沒有怎樣提高派發的股息。

商品泡沫爆破 日股大升之日

日股盈利率及風險溢價走勢



日股市盈利率對企業增長比例



Topix 指數成分股的股息率仍然低於 2 厘。因此，與其將金錢投放在日本股票之上，日本投資者將他們的積蓄換成了澳元、歐元和英國的債券、美國的結構性投資產品、亞洲其他地方的股票等等。

所以，這令日本股市成為全世界最便宜的股市，盈利率率 (earning yield，是指企業盈利除以市值) 達 7.5%，長期的盈利增長有 12%。以一個均衡增長模型來計算，日股的風險溢價高達 18%！

外圍乏高息投資 日資將回潮

如果這個解釋是正確的話，就有兩種可能的催化劑，可以令日股的一些隱藏價值為人所知。

1. 增加派息？

以我從眾多公司所見，大幅增加派息，並不能引發投資者的熱情。

因為企業既需擔心經濟可能會走下坡，又需擔心流動資金的問題。因此，大幅增加派息看來並非市場的催化劑——但單獨對某些股票來說，卻可能很有效。

2. 外國減少派息？

隨著美國聯儲局和歐洲央行減息，英鎊和美元存款對日本投資者的吸引力已減少了許多。但當然，澳元存款則仍然很有吸引力。

所以，日股投資者的希望是，澳洲央行減息，促使日本投資者開始考慮購買當地的股票來收息。

從澳洲的地產市道和財政狀況來看，這樣的減息是迫切的。但商品價格猛漲，令澳洲經濟受惠，卻使澳洲央行暫時按兵不動。

商品大跌 澳洲可減息

但是，當商品價格逆轉，澳洲央行就能放手減息，那時澳元的匯價就會因為利率降低及惡化的經常帳赤字而下跌。因此，借澳元買日圓也是一個沽空方法，雖然每年 6.75 厘的利率負利率成本是相當昂貴。

每當商品價格回落，日股表現都會不錯。但這次商品價格回落，將會引發日股大幅回升。雖然可能沒有理由預期這會即時發生，但以日股的便宜、商品的超買以及澳元的高處不勝寒，整個情況看來極不穩定。今日持有日股，將成為持有商品的一大對沖。