



## 日本能否旭日再升?

日本有兩位新官上任：安倍晉三和黑田東彥，他們都令日本重新成為投資點。在過去七年的大部份時間，很多投資者似乎都摒棄了日本。事實上，最近的《美銀美林股票基金經理調查》指，直至最近的2012年，日本一直是全球最不受追捧的投資點。

最近數月，隨著日本股市自2012年底以來顯著回升及日圓從高位顯著回軟，此情況已經完全改變。目前，日本的消費意欲是接近六年以來最高的，甚至連奢侈品行業亦顯著造好——去年，法拉利汽車的銷路上升了46%。不過，我們仍然見到很多投資者狐疑：發生什麼事？今次有什麼分別？最重要的是：會收效嗎？

### 發生什麼事？

安倍晉三首相自去年底執政以來，便隨刻實施傳媒稱為「安倍經濟學」的經濟政策。安倍與其自民黨採取的第一步是迅速通過總值1,420億美元的經濟刺激方案，透過創造就業機會和集中更新日本老化的基礎建設來啟動日本經濟。

安倍晉三還把握難逢的機會，提名黑田東彥為日本央行行長。日本央行行長一職每五年委任一次，於任期內不得撤換。安倍和黑田曾經猛烈批評日本央行，指該行上任行長沒有效法已發展市場中央銀行的榜樣，擴大日本的貨幣寬鬆政策。黑田在四月初舉行其第一次貨幣政策會議時大刀濶斧出手，推出規模空前龐大的貨幣刺激措施。

日本央行表示預期會於2014年底倍增其貨幣基礎（一項決定中央銀行向市場供應流動資金量的措施）。為達致此目標，日本央行打算將購入的日本政府債券的年期從3年延長至40年。另外，日本央行打算增加風險較高的資產，例如股票和房地產

投資信託。為配合此舉，日本央行每月會購買700億美元左右的日本政府債券；反觀經濟規模比日本大幾乎3倍的美國，聯邦儲備局購買債券的金額為850億美元。700億美元之數相當於日本政府債券每月發行量的70%。因此，日本央行的目標是將傳統的債券投資者逼出市場，並且嘗試改變其資本分配方式。

### 今次有什麼分別？

今次日本的貨幣寬鬆措施正值國內出現實際借貸意欲之際推出，而此情況已約十年未見。在第2頁的圖表，「總槓桿借貸」代表企業和政府的總開支和投資佔國內生產總值的百分比。負數顯示出現整體借貸需求，正數表示儲蓄或不動用存款的意欲較強。由圖表可見，大約由2000年至2010年期間，即使人們有借貸意欲，意欲也非常低。事實上，擴張性財政政策自1990年代中期起一直不奏效，原因是日本企業從1990年至2003年間大幅糾正過度槓桿效應。自此，企業儲蓄率的波動一直是帶動日本投資周期的因素。自2011年初起，日本的公司開始增加投資，而日本政府則維持支出。這一直帶動日本經濟活動周期性增加，令貨幣寬鬆措施得以進一步加速推行。當然，理想而言，企業的支出應該較政府的支出多；但我想說的是：日本已重燃借貸和投資意欲。

今次另一個不同之處是日本銀行界的穩健程度。在1990年代中期，日本的銀行因受困於不良貸款和資本弱勢而不景氣。在1990年代末和2000年代初，很多銀行都獲得公帑注資，因此，即使日本央行在2000年代初期放寬貨幣政策，銀行也因為不夠穩健而無法增加貸款。自此，銀行業進行整固，整理其資產負債表，在日本央行政策的支持下，日本的銀行又再重拾貸款能力。

為令貨幣政策奏效，跟金融市場和普羅大眾溝通，與政策同樣重要。如果就政策行動本身而言，日本央行以前曾經推出過類似措施（儘管規模較小）。今次，黑田的行動在規模上跟以往不同，但更重要的可能是他發表言論時所流露的信心。以前，日本央行似



## 「倘日本經濟因內需增加日趨蓬勃， 或能對全球增長有重大貢獻，結果受惠的不單止是日本。」

乎並不相信自己的貨幣刺激措施能夠奏效。事實上，該行似乎是因為其前行長聲言當時的貨幣政策無能及無法遏止通縮，而迫於無奈採取行動。這好比醫生為你處方藥物時，鄭重警告說此藥大概無效一樣。直至今日，黑田一直處於與以上截然對立的立場。

也許，今天所見令人最感意外的分別在於日本當今的政治領導層。日本過去六年共換過六位首相，包括安倍本人在上任僅僅一年之後便於2007年請辭。不過，安倍和自民黨現在表露出來的迫切感是前所未見的。自民黨曾經面對不同派閥之間的內部不和，但直至今日，這些衝突仍未再次浮現。事實上，由於股市強勁和日圓走弱，日本民眾對安倍的滿意率較安倍初上任時上升了，此情況罕見於日本首相。隨著安倍轉為推出刺激增長策略（包括結構性改革），可能因而面對既得利益群體的堅決反對，這種政治支持對他而言是必需的。

### 最終目標

目前，日本政府的最終目標是令日本擺脫持續通縮。政府正致力提高房地產和股票一類資產的價格，並產生可以引發更高消費的財富效應。貨幣寬鬆的副作用是削弱日圓，因而推高入口成本和直接影響價格。這對出口商有利，但在較長遠而言

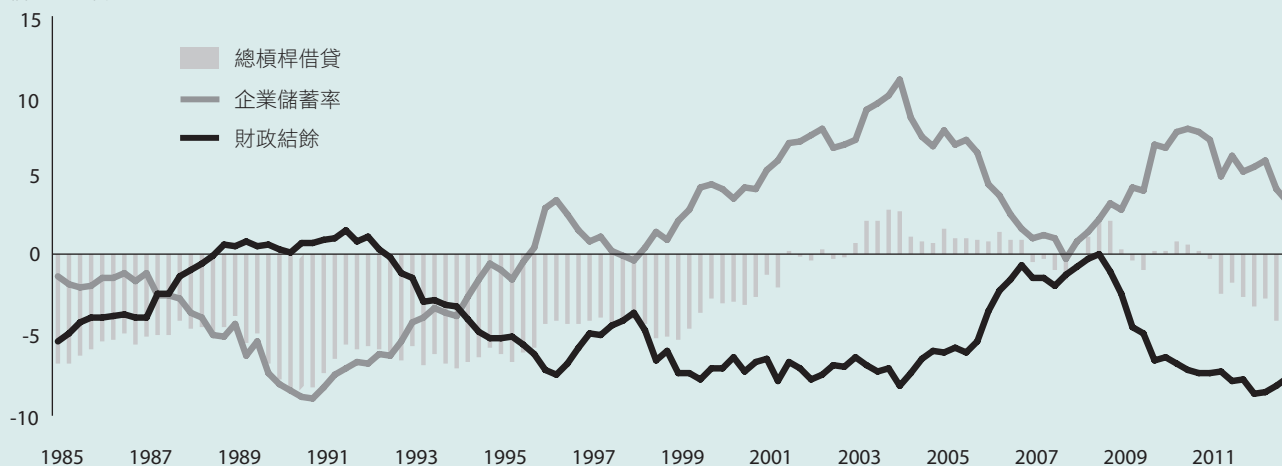
卻可能會令本地製造商品的競爭力較入口商品更強。雖然有些人擔心會造成競爭性貶值，但倘日本經濟因內需增加日趨蓬勃，或能對全球增長有重大貢獻，結果受惠的不單止是日本。另外，財政政策亦旨在將錢放在消費者手中，藉以刺激消費。政府希望在消費增加和較低實際利率（甚至負利率）互相配合下，會令企業將累積的現金投資於生產性資產，這會提高生產力，最終帶來可以持續更久和自主的增長。

然而，有人會問，日本家庭的錢多了，但是否真的會動用。我相信他們會，但僅限於他們對未來的預期有所改變才會消費。很多觀察人士公開評論，指日本消費疲弱可能是基於文化因素，即日本消費者節儉成性，不願意消費。我相信事實並非如此。我認為，日本消費者節儉是因為對工資的未來增長抱持悲觀看法。在過去20年，日本的平均工資沒有增長。事實上，工資在1998年達至高峰之後便一直下跌。如果日本消費者預期其收入會繼續下跌，他們遏抑開支便不足為奇。新一代的日本人從學校畢業，並且在工資不斷下跌的環境中踏入社會工作。要改變這種通縮心態，價格和工資必須持續上升和增長。這問題不能在一夜之間奇蹟地解決。事實上，最大的危機可能是缺乏耐性而期望一步登天的市場和投資者。

### 借貸意欲重燃

日本最近的貨幣寬鬆措施在借錢意欲剛出現之際推出，此情況已約十年未見。總槓桿借貸代表企業和政府的總開支和投資佔國內生產總值（GDP）的百分比。負數顯示出現整體借貸需求，正數表示儲蓄或不動用存款的意欲較強。

佔GDP的百分比



資料來源：瑞銀集團

## 「這問題不能在一夜之間奇蹟地解決。事實上，最大的危機可能是缺乏耐性而期望一步登天的市場和投資者。」

有人聲討日本政府最近的政策，指政府支出過高，而金額達國內生產總值200%的國債實在高得難以支持，同時相信日本央行將承受龐大壓力。另外亦有些人指，通脹會失控，演變成惡性通脹。當日圓兌美元的匯率下跌至200日圓（或者只有現價值約一半），日本家庭的財富將會縮減。

我同意日本的國債水平並不健康，但無證據顯示日本的財政即將崩潰。日本跟希臘不同，本身擁有主權貨幣，日本的國債是以該種貨幣發行，而超過90%國債由國內資金所支持。這些批評往往忘記了，通貨膨脹實質上減低了國債，而日本政府的稅務收入跟名義國內生產總值息息相關。我們很難預見一個有經常帳盈餘的國家會出現失控的惡性通脹。

此外，這個理論假設儘管外圍環境轉變，日本的資金分配仍然維持不變。這個理論又假設，即使通脹蠶食財富，日本家庭依然會將絕大部分的資產保留為低回報的銀行存款；而且即使日圓進一步走弱，日本工人的生產力有所提升，再加上以美元計算工資進一步下跌，企業也不會投資在國內的生產能力。這個理論還假設，儘管進口貨品的價格較從前有所上升，本地製造的產品仍繼續缺乏競爭力；而政府的名義稅務收入亦不會隨著名義國內生產總值而增長。不過，日本之所以富有或成為全

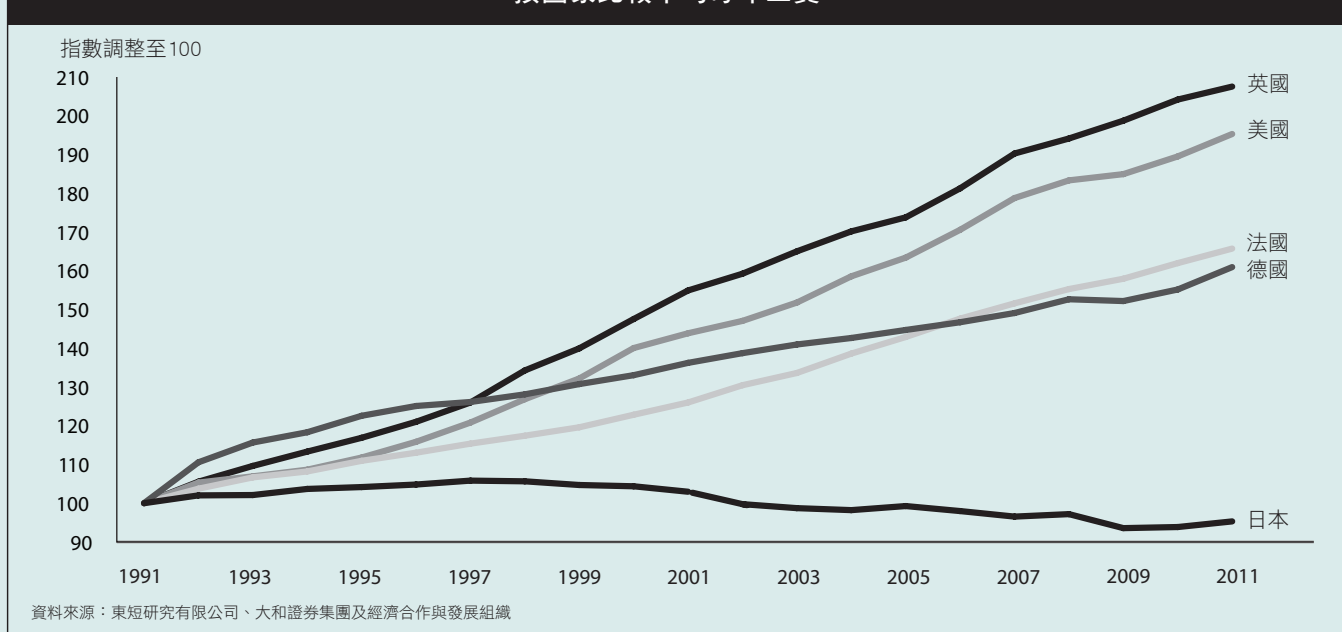
球最大的債權人，並非單靠運氣。一般來說，日本的家庭和企業都作出合邏輯的長遠資本決定。

的而且確，今次我的樂觀態度亦保留了幾分理性的懷疑。過往曾看過不少曇花一現的例子。成功往往藉由預期衡量，而在最近數月，預期肯定較以前有所提高。例如，現在環繞日本央行貨幣寬鬆措施的爭議往往是關於措施能否達致2%通脹的目標。我認為，即使是達致1%通脹已經是較目前有顯著改善。

直至目前，雖然安倍和黑田已經成功顯示出他們的決心，但要做的還有不少。目前取得的成果只是皮毛。他們需要致力於更高的目標，並且遵行所提議的增長策略，包括加入《跨太平洋戰略經濟夥伴關係》這類經濟貿易協議，以滿足市場對中期和長期增長的期望，令日本持續邁向正確的方向。

天木健一  
基金經理  
銘基亞洲

按國家比較平均每年工資





Matthews Asia

#### 披露及備註

於作出投資決定前，閣下應謹慎考慮銘基亞洲基金的投資目標、風險、收費及開支。關於基金的香港發售文件及其他資料可於 [hk.matthewsasiasia.com](http://hk.matthewsasiasia.com) 查閱。請先細閱香港發售文件所詳述有關投資於國際及新興市場的風險，然後才作出投資決定。

投資於國際及新興市場可能涉及額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本報告載有截至刊發當日的觀點及資訊，有關資料其後可能有變，亦不一定反映撰文者現時的觀點。有關觀點乃針對於特定時點對市況所作的評估，僅屬意見性質，不應被倚賴為投資於特定資產或整體市場之投資建議。有關資料並不構成買賣特定證券或投資工具的推薦建議。不應假定任何投資操作將能獲利，或能獲得與本報告所述的投資組合、任何證券或任何板塊相等之表現。

銘基亞洲基金的董事會可就其相關子基金的分派股份酌情決定從股本撥付股息。本基金的董事會可以修改股息政策，惟必須事先取得香港證券及期貨事務監察委員會的批准，並向本基金股東發出不少於一個月的預先通知。從股本撥付股息相當於發還或撤回投資者的一部分最初投資額，或者撥付歸屬於該最初投資額的任何資本收益。有關股息可能導致相關子基金的每股資產淨值即時減少。如欲查詢過去12個月（倘子基金的成立時期不足12個月，則為自其成立日期起）分派股份支付的股息（如有）之成分（即撥付收益及股本的相對金額），可向銘基亞洲基金索取有關資料，或瀏覽其網站 [hk.matthewsasiasia.com](http://hk.matthewsasiasia.com)。

本報告所載資料乃取材自於編製時相信為可靠及準確的多個資料來源。 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司概不就使用有關資料所造成的任何直接或間接責任或損失承擔任何責任。

銘基亞洲基金或其若干子基金在某些司法管轄權區不可向投資者發售，亦不得向美籍人士發售。在法例禁止要約或招攬購買銘基亞洲基金的任何司法管轄權區，本報告並不構成發售要約，亦非招攬購買銘基亞洲基金的要約。本文件未經任何監管機構審閱或批准。本文件由 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司發出。

©2013 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司

HK.MATAI - 2013年5月

誠邀閣下直接與 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司 聯絡，以取得更多有關基金的資料，惟閣下必須具有香港的專業投資者資格。

電話: +852-3901-0880  
電郵: [globalfunds@matthewsasiasia.com](mailto:globalfunds@matthewsasiasia.com)  
網站: [hk.matthewsasiasia.com](http://hk.matthewsasiasia.com)