



## 安倍經濟學2.0

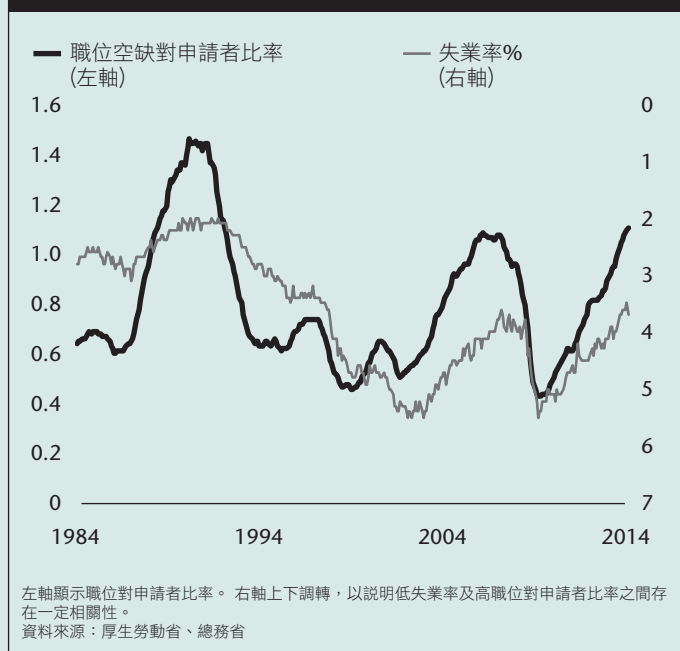
繼2013年日本評級大幅調整，令東證股價指數(TOPIX)以當地貨幣計算上升約51%後，本年迄今，日本股市的升勢有所逆轉。TOPIX由年初至8月份稍微下跌，表現遜於美國及其他亞洲市場，令部分投資者質疑「安倍經濟學」的成效。鑑於首相安倍晉三近日公佈新修訂的增長策略，我認為現在正好是時機重新評估安倍的經濟規劃的影響，以及考慮未來情況。

安倍經濟學有好幾百個範疇，但其中一項成功之處是創造職位。自2012年底上任以來，安倍內閣已創造超過100萬個新職位，並可能隨著強勁的職位空缺增長而進一步增加。近日，職位空缺對申請者比率升至22年新高，同時失業率亦隨之下降。之前曾離開勞動市場的失意求職者亦開始重返職場。常有批評指，不少這些職位都處於薪酬曲線底部，主要為兼職職位，但對整體勞動人口數量增長及經濟而言，有低薪工作總比完全無薪好。部分拜職位增加所賜，企業盈利仍然可觀。日本在4月份提高銷售稅，4月至6月份季度是最受消費下跌反應影響的季度，而季內盈利卻較公司指引及市場預期為佳。

一如以往，指引及市場預期最初頗為保守，但季度盈利增長仍能跑贏標準普爾500指數。由從下而上觀點來看，情況似乎不錯，因為盈利改善及股價表現欠佳，令日本股票估值便宜得多。

儘管如此，宏觀經濟統計資料顯示，短期內即將有新挑戰湧現。單靠2014年首兩個季度數據作出判斷的人都應小心，因為這些數據因銷售稅提高而被嚴重扭曲。然而，加稅打擊消費意欲，令實際家庭收入及支出大幅下跌。主要問題是工資增長仍然乏力。企業盈利改善令不少較大規模的上市公司提高工資，但大部分日本勞動人口工作的中小企則較不願意加薪。說句公道話，政府已做了大量工作來

### 日本的勞動市場政策成效良好



「……安倍內閣已創造超過100萬個新職位，並可能隨著強勁的職位空缺增長而進一步增加。」

刺激工資增長。最近數月，名義基本工資自2012年3月以來首次出現增長。過去十年來，基本工資僅有16個月出現增長，因此政府的功勞不算少，但工資增長的速度仍追不上受進口成本上升及加稅造成的通脹。要達到可持續的消費主導型增長，工資仍是主要障礙，因此必須採取更有力的措施以應付勞動監管問題。

與此同時，通脹在過去一年有所升溫。2012年底，日本扣除新鮮食品後的消費物價指數(即日本央行偏好的通脹基準)為-0.2%；但到2013年底，該指數已升至+1.3%，以僅12個月來說變動頗大。我相信，經濟環境轉縮為脹，正開始慢慢改變企業的思維。各日本公司持有大量現金，在通脹環境下，這些現金的實際價值會下降。2014年迄今公佈的股份回購量已超過2013年。公司提高股息，亦開始設定特定的派息比率，以代替「穩定股息」(即投資者獲得的股息由公司隨意決定)。「股本回報率目標」及「提高資本效益」等用語，在管理層對話間越見普遍。這種股東回報的出現，可能是由盈利增加直接導致，但企業管理層似乎更清楚意識到，在通脹環境下持有過多現金的風險。

與此同時，日本亦提出一些加強企業管治的措施。最近推出的日本盡責管理守則，獲超過100家國內及海外公司採納。守則規定機構投資者須要更積極參與公司管理，以便

為其投資者爭取利益。雖然對於歐美投資者而言，這似乎屬於很基本的要求，但日本國內的資產管理公司一直極少深入參與投資組合公司的事務；現在則需要重新考慮其方針，甚至包括委託代表投票等基本工作。首相安倍擬於明年中設立一套企業管治守則，其中一項規定獨立董事須加強監督工作。在受到越來越大的外部壓力下，在東京證券交易所第一部市場上市的公司中，設有獨立董事的公司之百分比，從2013年的47%增至今年的61%。守則對於為了維持「商業關係」而持有大量股票的銀行及保險公司的影響應會特別顯著，因這些持股將受到更嚴密審查。當然，改善管治並不保證公司成功，但一般應能改善日本董事會的決策質素。

改善企業管治，可提升龐大的生產潛力。事實上，我認為生產力的提升將會是日本往後最重要推動增長的因素。如下一頁圖表所示，現時日本製造及非製造業的生產力(以每名工人每小時產出計算)仍遠低於美國。為什麼？答案很簡單：供應過剩導致通縮持續十多年。日本很多行業仍太過分散，公司的定價能力不高，甚至完全無定價能力。行業分散令產能及開發成本重複，同時帶來不必要的劇烈競爭，使售價及盈利能力下降。以紙尿片行業為例，在美國，紙尿片市場正在增長，兩家龍頭公司合計佔去約80%的市場份額。至於日本，成人紙尿片的銷售超越嬰兒紙尿

## 「改善企業管治，可提升龐大的生產潛力。」

片，市場規模正在收窄，卻仍有4家國內生產商與外國品牌之間互相競爭。部分業界公司甚至已不再以紙尿片作核心業務，但仍然繼續生產，令行業盈利能力下降。

要有效提升生產力，日本行業需要進行合併。日本的非人壽保險業的合併可作為一項參考例子。過去十年，日本的非人壽保險業合併為三個集團，控制94%的總收益。在此之前，該行業有十多家公司，受激烈競爭所困，每家公司都在爭取提升所佔整體保險業市場的份額。然而，自2000年代初，行業開始萎縮，而保險索償則因更多意外及天災發生而上升。結果導致不少公司陷入虧損，造就了數輪合併。在合併的過程中，保險公司精簡營運，並除掉在資訊科技系統方面的重複支出，令成本更為合理。更重要的是，這些公司有能力提升價格。自2009年，非人壽保險公司每年上調價格，令行業整體保費收入增加和提高了盈利能力。可以肯定，日本的非人壽保險公司工資之高，屬國內數一數二。

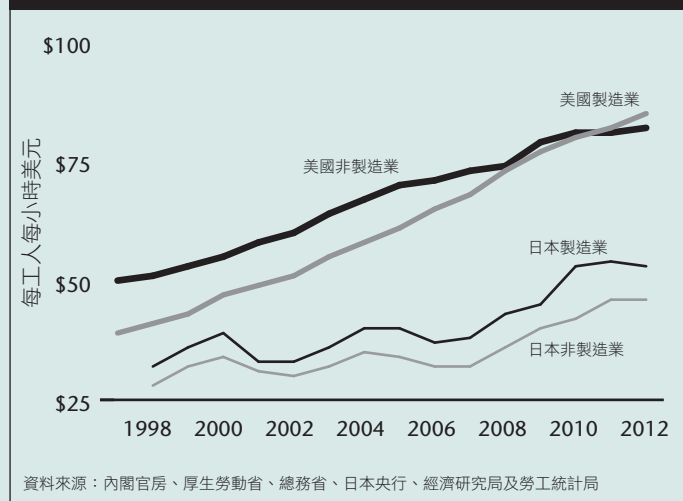
除了合併外，以顛覆性商業模式經營的互聯網服務的出現，亦對生產力造成影響。這些新公司無需承擔困擾很多現有公司的傳統成本。透過科技的應用，醫療護理、電子商貿及內容製作等領域的公司從實體競爭對手中搶走市場份額。最近開始有證據顯示，由於日本創業公司能吸引更多

資金，公司追求風險有逐漸上升的趨勢。6月份，日本新公司從創投公司獲得的投資較去年增32%。儘管今年市場停滯不前，投資者對上市新股的投資意欲仍然強韌，而創投基金也致力把握此機會。政府亦提出容許國立大學設立創投基金的措施，有關基金將投資於協助創新研究項目推出商業市場。

日本要提升生產力，亦牽涉到很多難以取捨的選擇。多年來，管理層都選擇迴避問題，但能迴避的空間已所餘無幾。隨著經濟轉縮為脹，勞工短缺迫在眉睫，股東對更高回報的需求不斷增加，加上破壞性的因素出現，越來越多壓力正迫使管理層作出這些困難決定。這些發展令我對日本公司的中期前景更感樂觀。

**天木健一**  
基金經理  
銘基亞洲

### 日本的生產力有很大的改善空間





Matthews Asia

## 披露及備註

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本介紹所載述的資料取自從數個在編彙本檔時相信是可靠及正確的來源。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能須面對額外風險，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。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd.銘基環球投資(香港)有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局(Financial Conduct Authority, FRN 415559)授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2014 Matthews International Capital Management, LLC銘基國際投資公司

G.MATAI – 2014年9月

電話: +1 (415) 954-4510  
電郵: [globalfunds@matthewsasias.com](mailto:globalfunds@matthewsasias.com)  
網站: [matthewsasias.com](http://matthewsasias.com)

香港:  
電話: +852-3901-0880  
網站: [hk.matthewsasias.com](http://hk.matthewsasias.com)