林少陽：日本經濟收縮 股市危危乎？

【明報專訊】剛過去的周五，日本政府向下修訂第3季GDP至按年收縮2.9%，數字確實有點嚇人。剛巧周四市場預期日本央行可能在年底前結束負利率政策，推動日圓急升兼日股急挫。這究竟算不算得上是日本版的「經濟有一落千丈的風險」，而過去兩個交易日日股跌市，又是否有點「山雨欲來」的意味呢？

讀者可能還記得，筆者早前剛到九州旅遊，行程讓人的感覺確實是日本經濟並不如外界想像般好景。因此，周五日本向下修訂第3季GDP數據，本來就不是一件很值得令人大驚小怪的事。

事實上，做慣投資分析的人都知道，一個地方的股市，跟當地GDP表現，其實關係非常薄弱。有些時候，經濟數據愈差股市反而愈興奮，因為市場炒央行放水，反之，經濟愈好股市反而表現不濟，因為市場擔心央行貨幣緊縮。

經濟不濟 優質股盈利未必跌

其次，就算一個地方經濟長期表現不濟，亦不代表當地最具實力的上市公司盈利就一定會長期下滑。

事實上，假如沒有政府的外力干擾，自由經濟市場的森林定律，往往令最具競爭力的藍籌企業，在經濟不景氣的情况下愈戰愈勇。經濟愈差，他們愈能夠利用自身的競爭優勢，蠶食其他中小企業的市場佔有率。股票市場一向都是由市場贏家所主導，而股市贏家的利潤增長，並不單純是由當地的經濟表現所推動。

最後，傳媒慣常引用的GDP數據，是經季節性調整後的實質（扣除通脹）經濟增長表現。即使是同一基準，不同國家採用的GDP計算模式都會有所不同，例如大部分國家會用過去4個季度實質GDP，除以之前4個季度實質GDP去計算最新一季GDP的按年增長。日本跟美國，則是以季度實質GDP，除以上季實質GDP再自乘四次方。兩種計法各有優劣，但日本及美國的計法，即使已經進行了季節性調整，其結果仍然是傾向跨季度GDP增長的年率。

就以中國及其他世界經濟強國為例，過去20多年來，中國經濟的增長，長期表現搖搖領先美國、歐洲及日本等成熟經濟。不過，無論是中國的A股，還是有接近八成利潤來自中國的港股，我們的股市表現，跟內地經濟卻是背道而馳。

分析日股看圓匯 勿睇GDP

日本GDP自2008年見底以來，過去15年只是輕微上升了12.2%，平均每年GDP增速不足0.8%。同期，日經平均指數上升了265%，年度化回報率約9%，加上每年1.8%股息回報，年均總回報為10.8%。股市的總回報率，是日本GDP增長率的10倍以上。同期，中國GDP在15年間增長了2.7倍，平均年度增長率約7%，但是同期上證綜合指數，只是較2008年低位，累計上升了六成多，年度化回報率約3.3%，加上每年2.2%股息回報，總投資回報率約5.5%。上證的年均總股票投資回報率，較GDP增長率低1.5%。

如今，日本股市幾乎所有大市值的股票都是跨國出口企業。即使是作為國家經濟命脈的日本最大商業銀行三菱日聯銀行，該銀行約有一半盈利來自日本以外，當中很大部分來自其持股約22%的美國投資銀行摩根士丹利。計我話，上周日股的跌勢，其實跟GDP數字沒丁點關係。分析日股，短線看日圓匯率，長線則看企業盈利。GDP？算吧啦。