

# 日本的迷失廿年

中國、日本作為亞洲兩大國，歷史關係密切，文化亦有很多共同點。筆者相信日本的經驗，對預測中國前景有很大的幫助。

## 王家其

騰騰投資管理董事及風險管理官  
曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。  
為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。



日本是很多香港人的旅遊地點首選，美食、風景都是日本吸引之處。筆者每次踏足東京、大阪等大城市，除了感受當地繁華，亦不禁問日本經濟為何自1990年一直走下坡，迷失十年，甚至迷失廿年？對中國又有甚麼啟示？中國、日本作為亞洲兩大國，歷史關係密切，文化亦有很多共同點。筆者相信日本的經驗，對預測中國前景有很大的幫助。

### 中國經濟結構下行

第一，高速增長不可能永遠持續。日本的經濟增長，在五、六十年代維持在10%以上；進入七十年代，增長速度放緩，九十年代減至只有約1%。原因主要是結構性問題，經濟依賴出口、人口老化、企業轉型慢及本地市場不開放等等。

中國的增長逐漸放慢，2010年前平均維持在10%以上，2012年及2013年只有7.7%。高盛一份報告預測，2014年中國增長只有7.3%，明年更在7%以下。經濟下行，公司盈利增長也會放慢，帶來估值貶值(Derating)，但市盈率不斷下跌，抵消任何盈利增長，令股價低迷，這也是中國股票落後歐美股票的原因。中國一如四十年前的日本，是結構性下行。

### 舉債救經濟不可取

第二，政府不應舉債刺激經濟。日本在九十年代進行大量基建，可惜人口增長追不上，很多工程淪為大白象，政府債台高築，項目卻沒有長遠效益。

中國於金融海嘯後亦透過大規模基建刺激經濟，如高鐵、房產投資。高鐵方便旅客，幫助經濟增長，但亦帶來龐大的債務、貪污和浪費；一些二三線城市的機場比香港的還要大，候機室內卻人煙稀疏。

工程帶來短暫經濟刺激，代價卻是龐大的債務。日本現時債務佔國內生產總值(GDP)240%，希望中國不要重蹈覆轍。

### 市場分化不利盈利

第三，市場分化對公司盈利不利。日本商界的特色是參與者眾多，汽車公司有豐田(Toyota)、本田(Honda)、日產(Nissan)；相機生產商則有新力(Sony)、佳能(Canon)、尼康(Nikon)。

生產商眾多，增加了消費者的選擇，但過度競爭會削弱公司賺錢能力，使她們缺乏資金進行科研以維持競爭力，慢慢被淘汰。電視機市場曾是日本的天下，如今已被南韓的三星(Samsung)及LG取代。這兩家公司的龍頭地位由南韓政府精心造就，先將本地市場集中在兩家公司，令她們有足夠利潤向外擴展。現在中國市場卻像日本般，極其分化，例如2009年國內最大兩家運動服品牌李寧(02331)及安踏(02020)，在國內市佔率才各得14%，遠不如耐克(Nike)的17%。

### 硬件利潤不及軟件

第四，硬件難賺錢。日本強在硬件，但美國的微軟、甲骨文告訴我們軟件才是高利潤產業。日本只在遊戲開發上有優勢，應用軟件方面遠遠落後美國及歐洲。

硬件缺乏黏性，用戶只考慮價格，對生產商不利。廣播業務中最賺錢的是內容，手機上最賺錢的是軟件。中國工業停留在低端產品的生產，盈利能力不高。2014年中國企業500強中，有整整260間為製造企業，合計盈利卻只有17家國家銀行的三分之一。相反，中國的互聯網公司如騰訊(00700)及阿里巴巴都是軟件公司，毛利及賺錢能力超強。FM