



日本经济与股票市场

～重估日本经济与股票市场～

投资调查部 首席策略分析师

长野 吉纳

2008年7月

大和投資信託

Daiwa Asset Management

概要

<日本经济>

- 日本经济状况比之欧美发达国家相对改善。
- 新兴国家经济高速增长的良好作用，削弱了美国经济减速所带来的不良影响。
- 日本经济对通货膨胀有较强的抵抗力。

<日本股票>

- 各方投资人已经开始重新评估日本股票的投资价值。
- 现在是投资日本股票的良好时期。
- 4~6月份的企业业绩公告结果，以及对美国住房销售量触底的确认，都将可能成为日本股票回升的契机。

世界经济持续增长

- 世界经济虽然减速，但依然可以维持较高水平的增长。
- 去年下半年以后，受美国经济减速影响，世界经济整体出现增长下滑趋势。但是，依然有理由相信新兴国家的高速增长会成为世界经济发展的动力。
- 此外，虽然IMF对美国的经济持悲观看法，但我们预计其很快会上调预测。

世界的实际GDP增长率

		2006	2007	2008 预测	2009 预测
世界		5.0 %	4.9 %	3.7 %	3.8 %
	发达国家	3.0 %	2.7 %	1.3 %	1.3 %
	美国	2.9 %	2.2 %	0.5 %	0.6 %
	欧洲	2.8 %	2.6 %	1.4 %	1.2 %
	德国	2.9 %	2.5 %	1.4 %	1.0 %
	法国	2.0 %	1.9 %	1.4 %	1.2 %
	意大利	1.8 %	1.5 %	0.3 %	0.3 %
	日本	2.4 %	2.1 %	1.4 %	1.5 %
	其他发达国家	3.8 %	3.9 %	2.5 %	2.7 %
	新兴国·发展中国家	7.8 %	7.9 %	6.7 %	6.6 %
	非洲	5.9 %	6.2 %	6.3 %	6.4 %
	中欧·东欧	6.6 %	5.8 %	4.4 %	4.3 %
	前苏联国家	8.2 %	8.5 %	7.0 %	6.5 %
	亚洲	9.6 %	9.7 %	8.2 %	8.4 %
	中东	5.8 %	5.8 %	6.1 %	6.1 %
	拉丁美洲	5.5 %	5.6 %	4.4 %	3.6 %

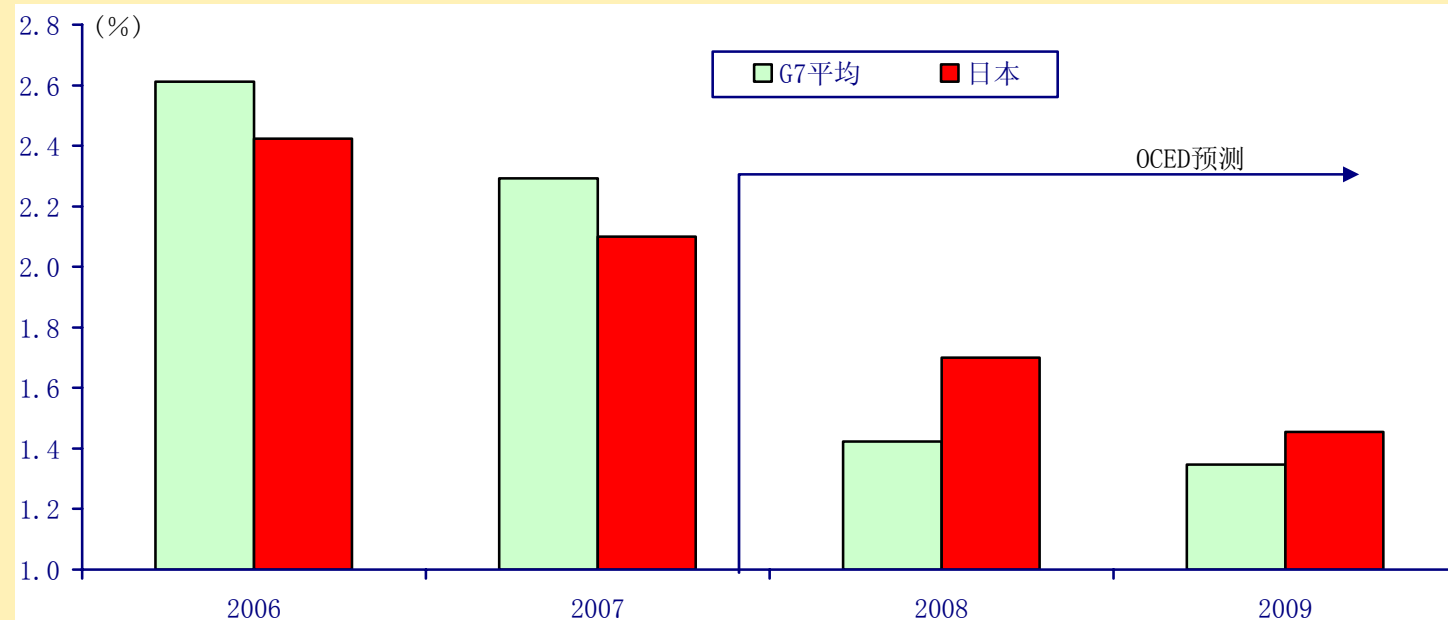
2006~2009

数据来源：IMF World Economic Outlook-April 2008

日本经济相对改善

- 2006年、2007年、日本的经济增长率低于主要发达国家，而在2008年、2009年、日本的经济增长率将高于发达国家。
- 在股票投资方面，对股价下跌相对较少的日本市场，正在酝酿着投资价值的重新评估。

G7与日本的实际GDP增长率



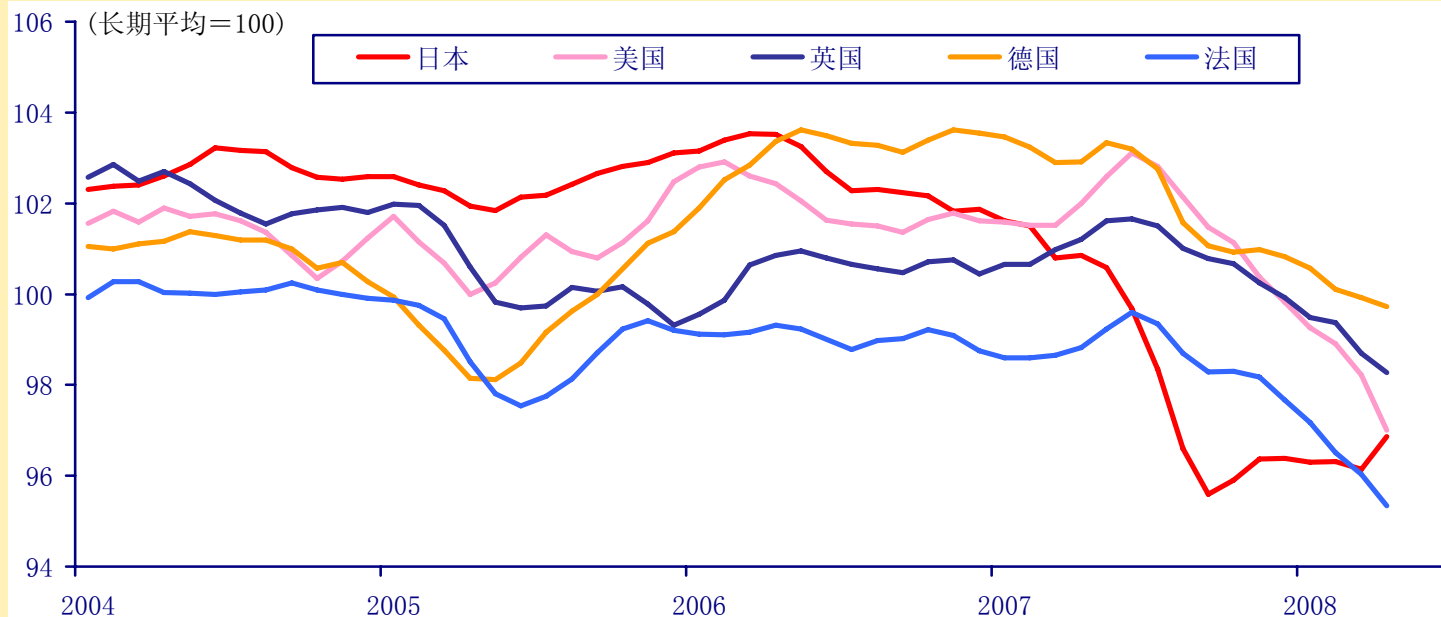
2006~2009

数据来源: OECD Economic Outlook-June 2008

期待着日本经济的率先复苏

- 最近，OECD经济景气先行指数受到市场的关注。欧美发达国家的该项指数持续下滑，只有日本的该项指数与去年下半年相比有所回升。这表明今后日本经济有望迅速复苏。

OECD经济景气先行指数

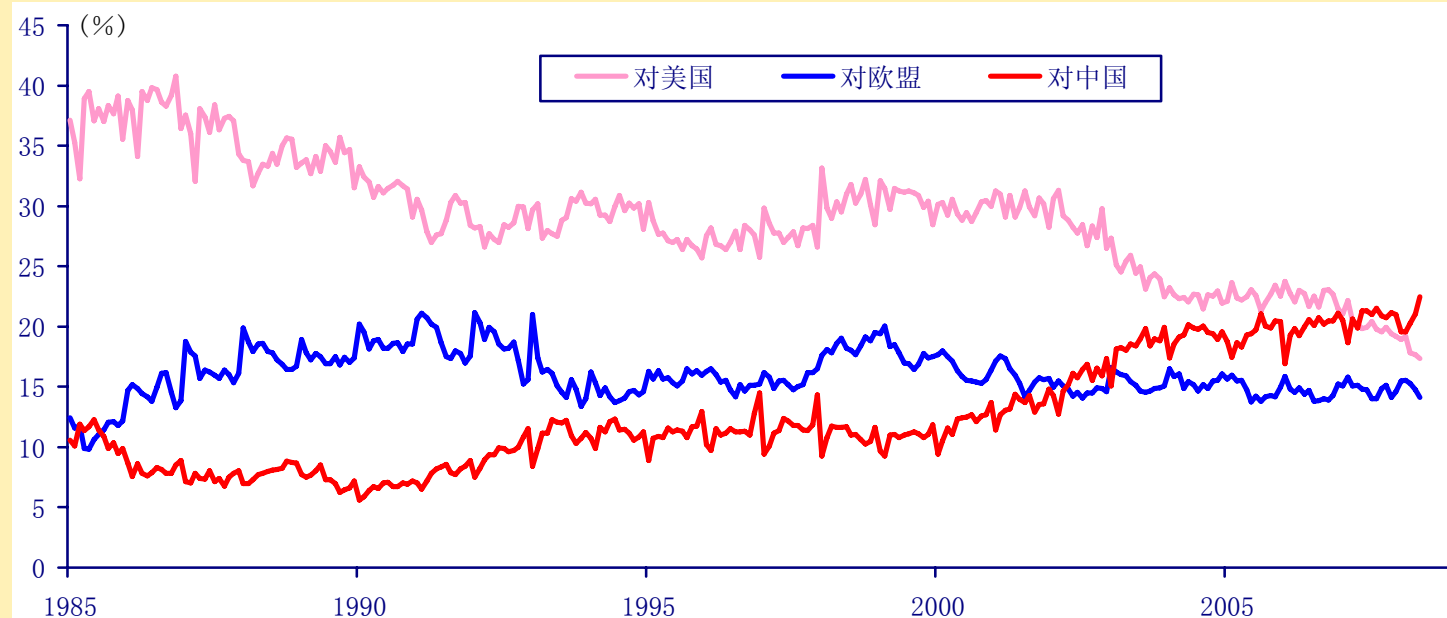


2004/1~2008/4
资料来源：OECD

美国经济减速的不利影响相对减弱

- 日本的出口额中，对美国的出口所占比重由80年代的40%下降到最近的20%，因此可以认为，美国经济减速对日本造成的不利影响较之以前会有所减弱。
- 最近，日本对中国出口的比重超过了对美国出口的比重。

日本的出口额比重推移

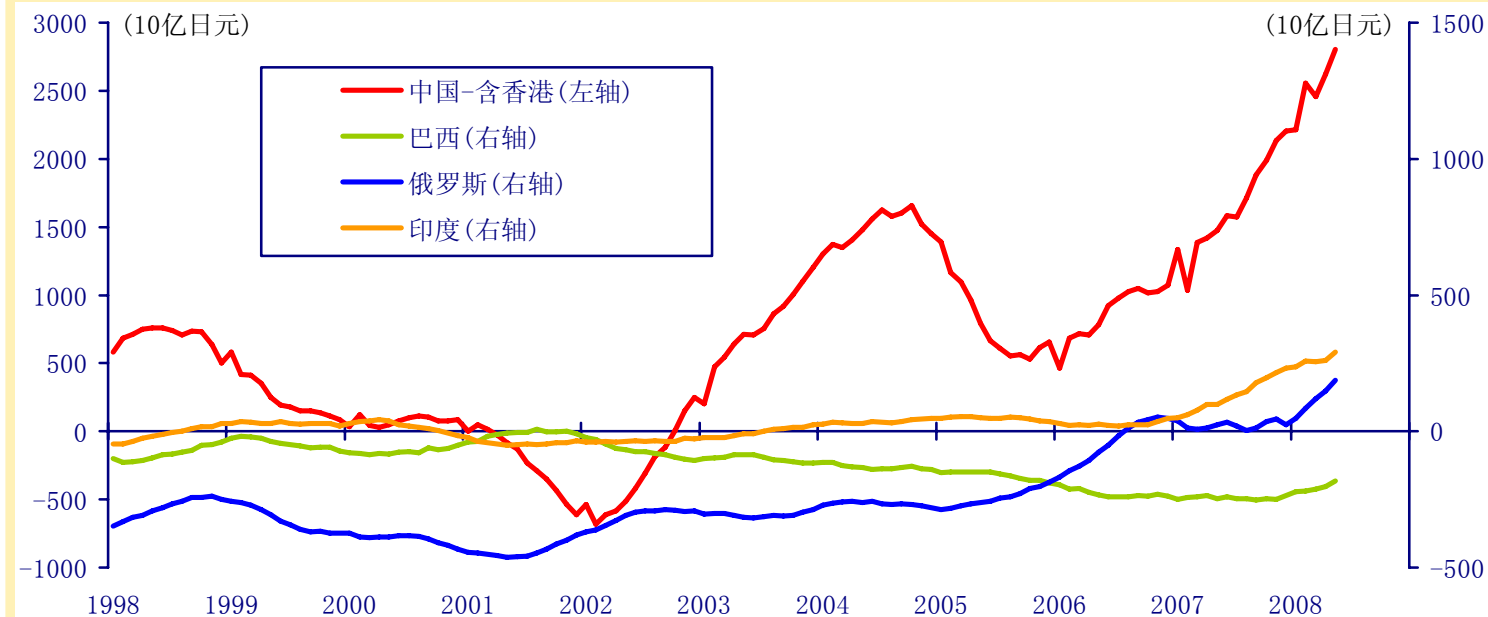


1985/1~2008/5
资料来源:日本财务省

新兴国家的经济增长支撑着日本经济

- 通过观察以BRICs为代表的新兴国对日本的贸易收支，我们可以发现，日本的贸易顺差正在急剧扩大，所以可以说新兴国的经济增长对于日本经济来说是巨大的推动因素。

对BRICs贸易顺差（过去12个月的合计）

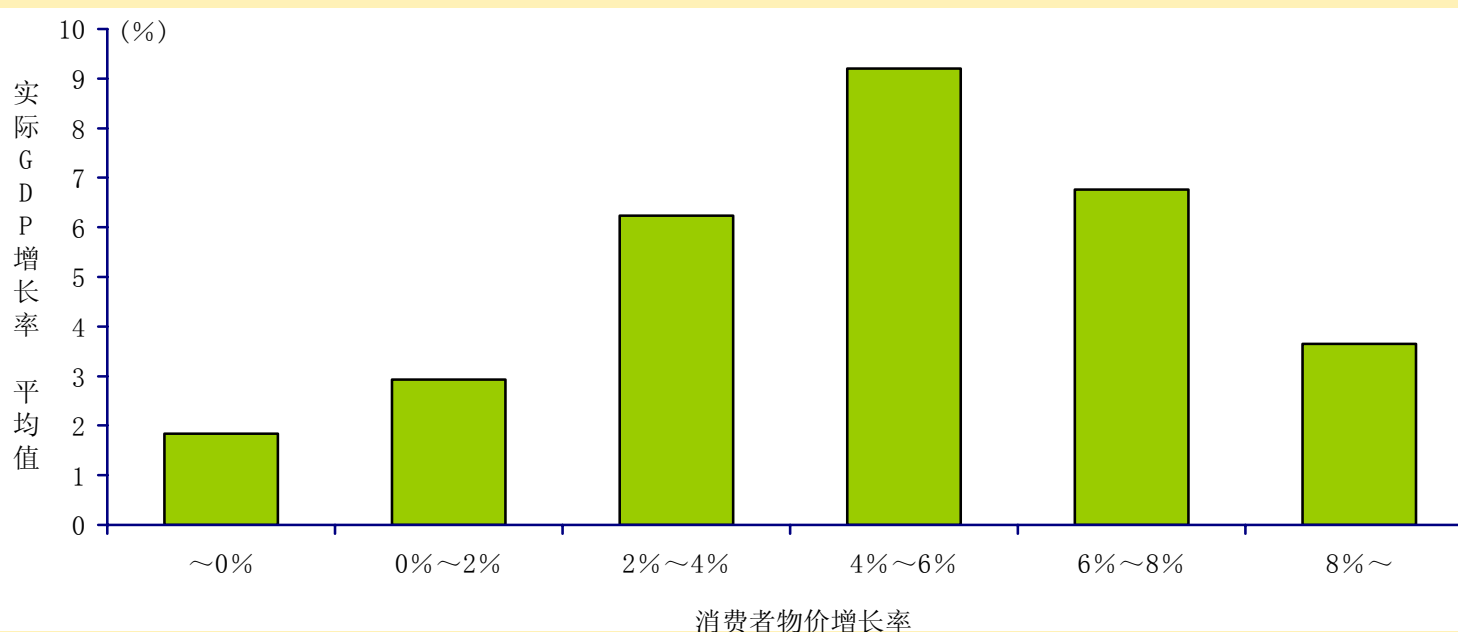


1998/1~2008/5
数据来源:日本财务省

日本经济抗通货膨胀的能力较强①

- 最近全球市场开始关注通货膨胀。但是日本的物价增长率只有1%，依然非常低。另外根据历史数据，即使物价上升率达到5%，对于日本经济的不良影响也是非常有限的。

消费者物价指数与实际GDP增长率



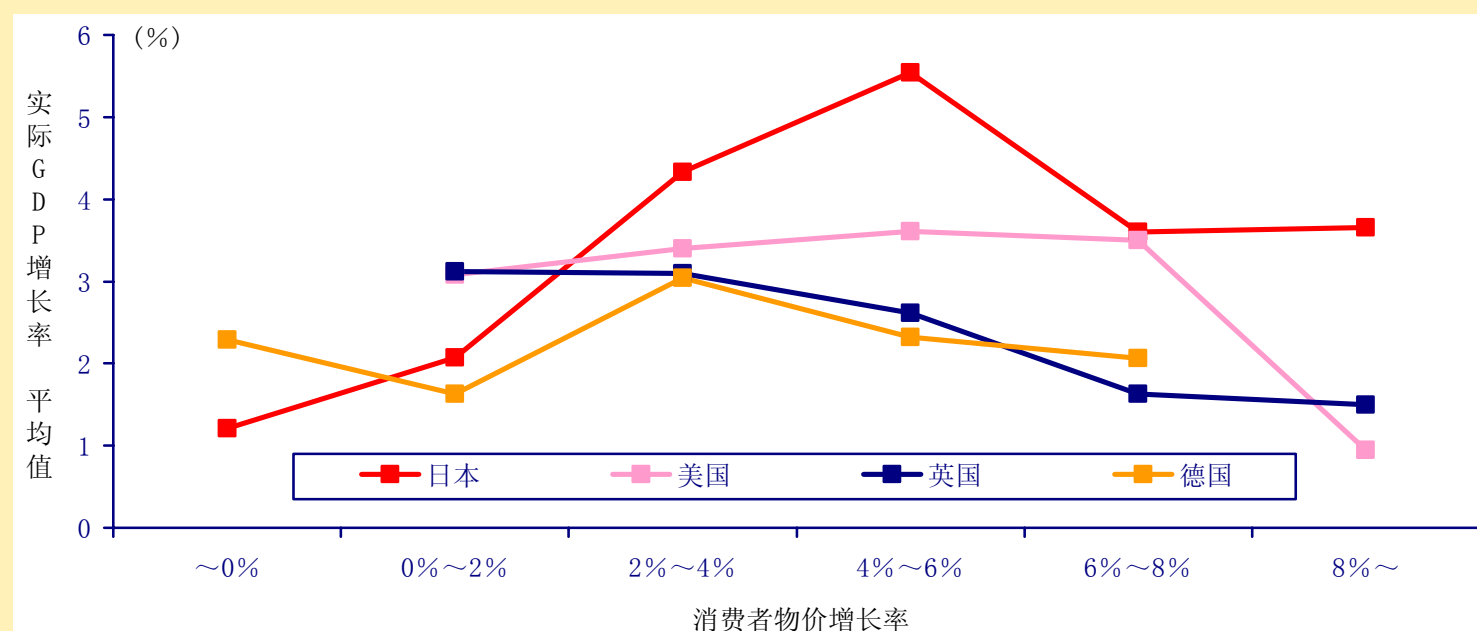
1956~2007

数据来源：日本内阁府，日本总务省

日本经济抗通货膨胀的能力较强②

- 相对其他发达国家，日本的通货膨胀率较低。通过与发达国家的比较，我们可以发现：从物价水平上升对经济带来的负面影响方面看，日本所受影响比其他国家要小。因此，在通货膨胀的形势下，日本经济的表现将相对较好。

消费者物价指数与实际GDP增长率的国际比较



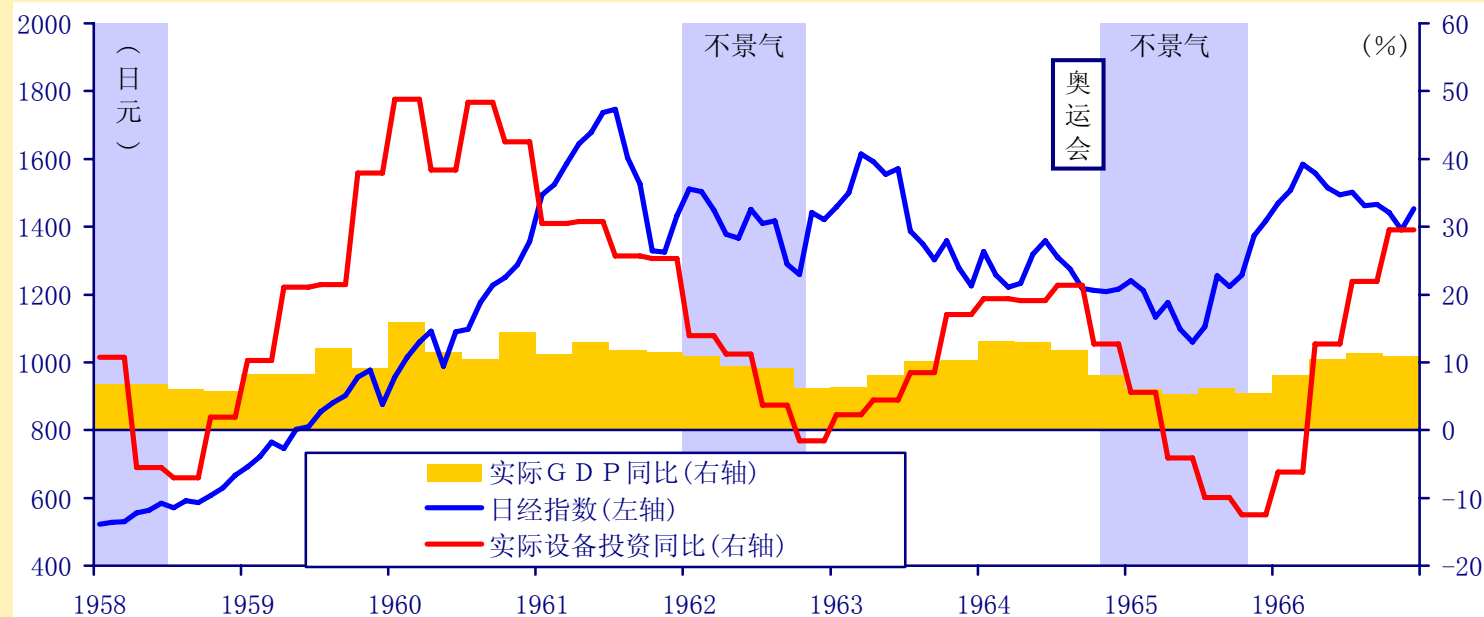
1971~2007

数据来源: 内阁府 美国商务部 OECD资料

<参考> 东京奥运会前后的日本经济

- 日本在东京奥运会之前的经济景气非常好，而其后经济走势开始滑坡的说法，一半正确，一半错误。
- 日本从上世纪50年代到1961年持续了非常强劲的经济增长，恰好在60年代前半期进入了调整局面。在奥运会之后经济景气大幅恶化其实是内在的经济周期所至，而非奥运因素所至。

东京奥运会前后的日本经济和股票市场

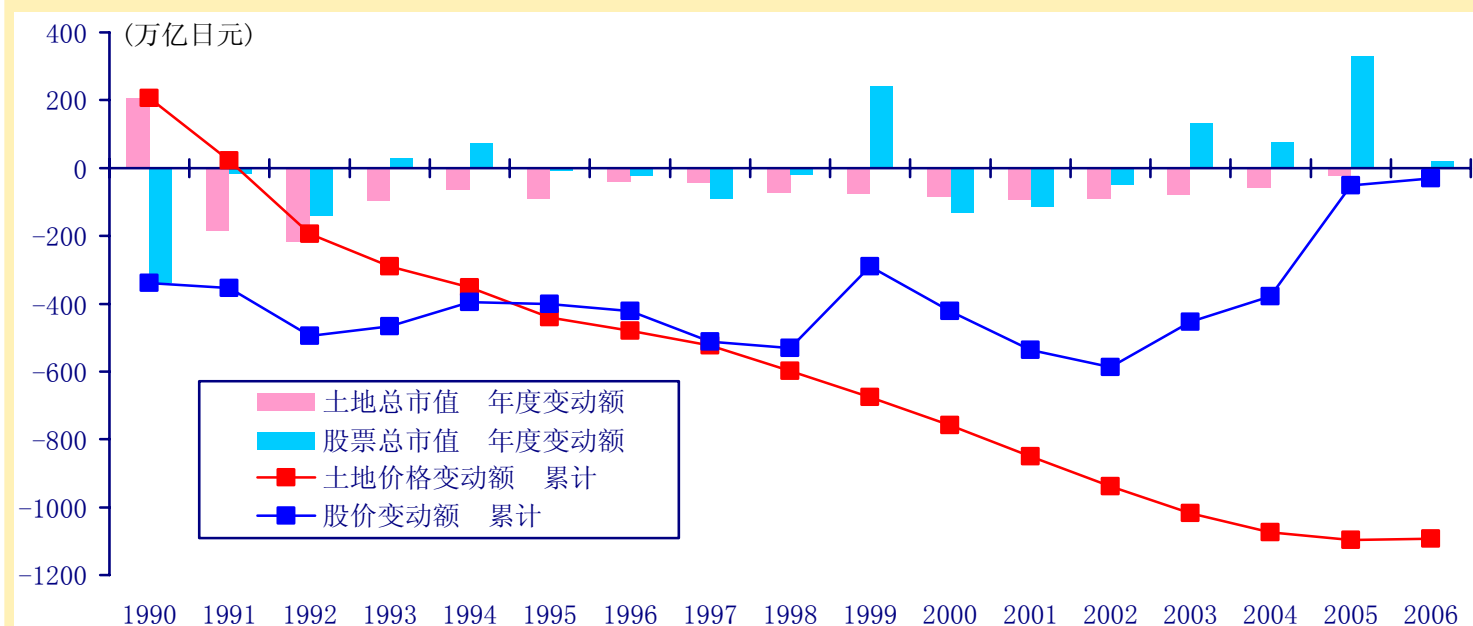


1958/1~ 1966/12
数据来源：内阁府，大和总研

<参考>为什么90年代的不景气会长期化

- 导致日本经济在90年代长期萎靡不振的原因：①几乎所有的经济活动以之为基础的土地价格长期萎靡不振；②未能及时采取应对措施防止局势恶化；③经济水平赶上欧美发达国家之后，日本失去了可供参考的发展模式，发展的不确定性风险增大，等等。
- 在分析经济情况时，社会资本杠杆结构是否过于集中于一点，这是至关重要的。如果杠杆结构过于集中于一点的话，那么研判其是否会崩溃将是非常关键的课题。

泡沫经济崩溃后日本的土地以及股价变动额



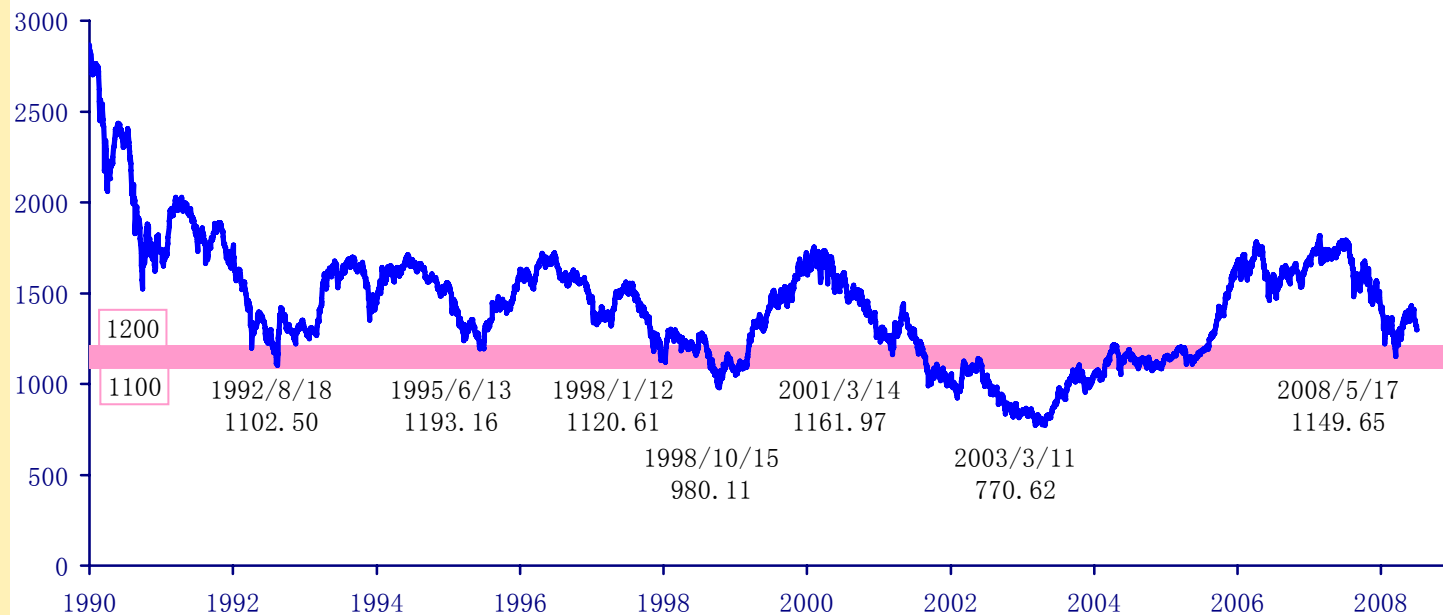
1990~2006

资料来源 日本内阁府

日本股票价格已经跌至中长期行情的底部

- 1990年以后，TOPIX（东证股票指数）除1998年和2002~2003年两个时期（大型金融部门处于倒闭或接近倒闭的时期）以外，在大幅下跌的行情中1,100~1,200点处于底值区域。今年3月时刚好股票下跌到这个水平，可以说经济景气的滑坡以及业绩恶化的因素已经体现在股票价格中。

TOPIX指数

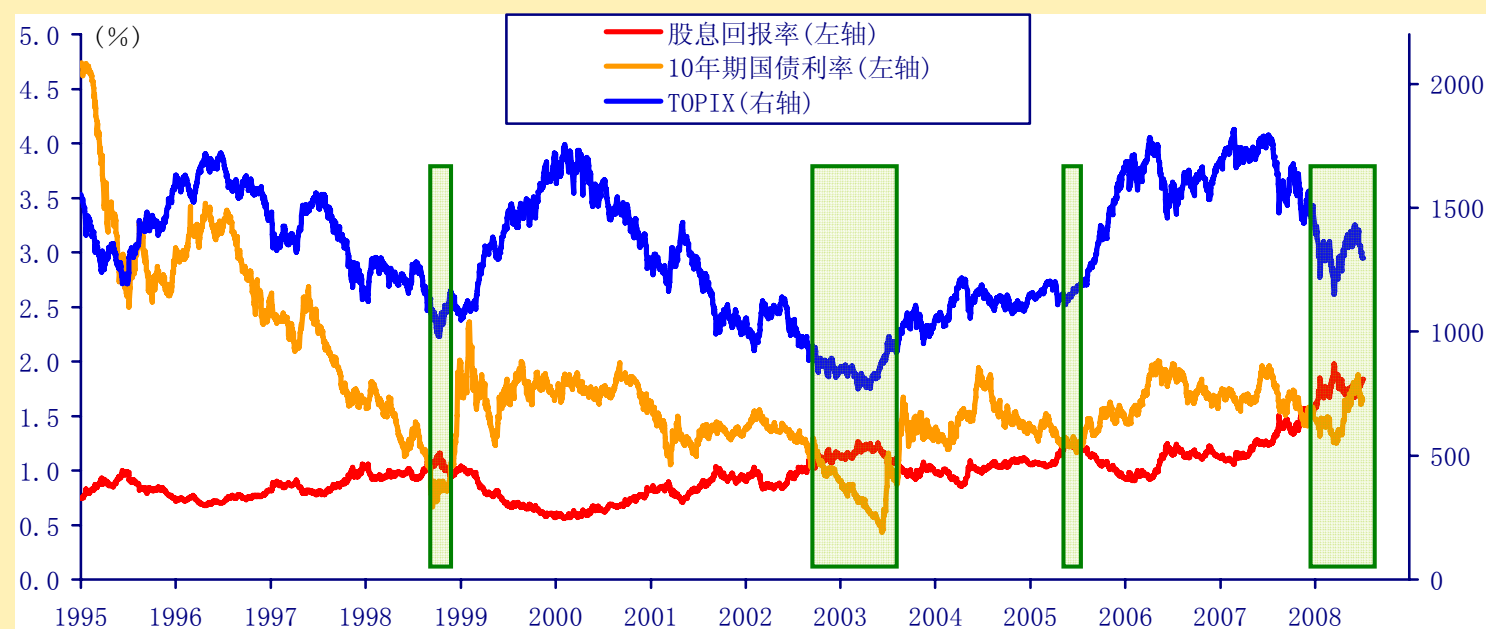


2001/1/4~2008/7/4
数据来源：QUICK-AMSUS

现在是投资日本股票良好时机①

- 目前，日本股票的股息回报率超过10年期国债利率，股票价格被严重低估。1995年以后，这样的情况出现过三次，之后每次股价都会大幅度回升。

股息回报率与10年期国债利率

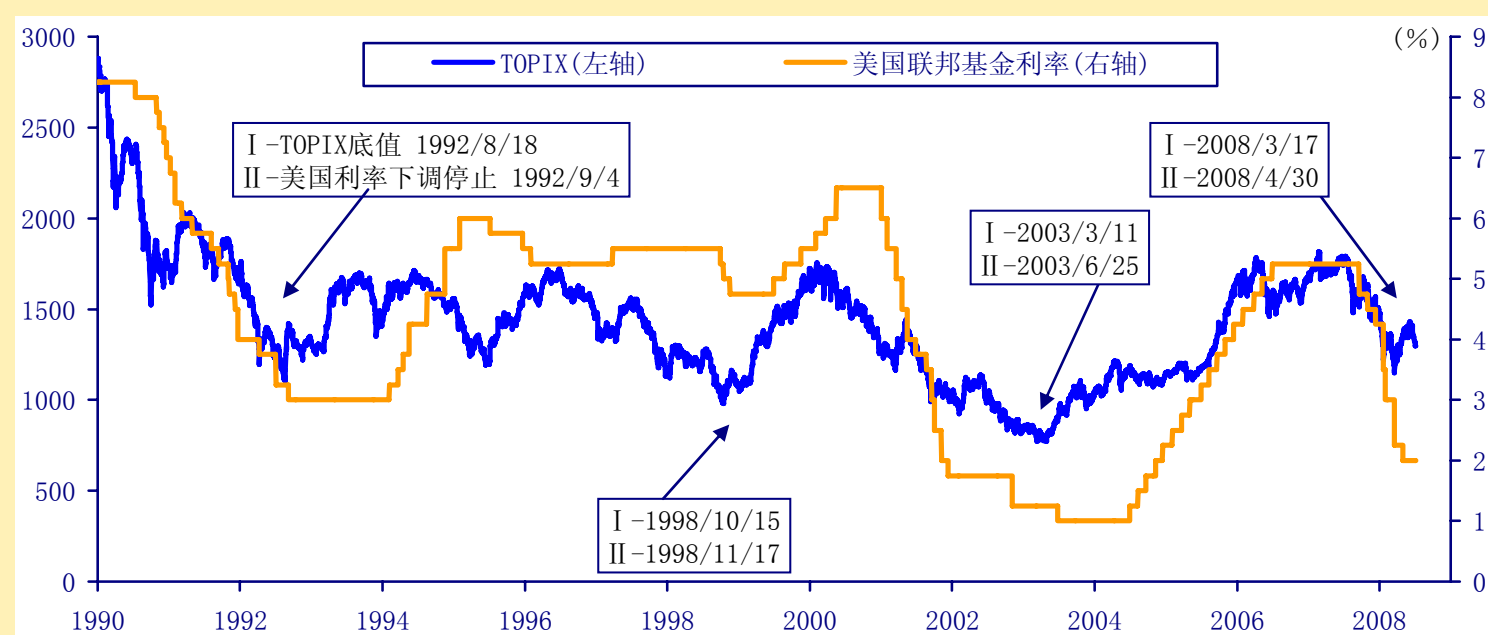


1995/1/4~2008/7/4
数据来源: QUICK-AMSUS

现在是投资日本股票的良好时机②

- 市场中普遍认为美国在今年4月的减息是本轮减息中的最后一次。考证迄今日本股票行情与美国金融政策之间的关系之后我们发现，在美国持续减息结束之前，日本股票行情会触底反弹。此次日本股票行情也出现了类似的情况。

TOPIX与美国联邦基金利率

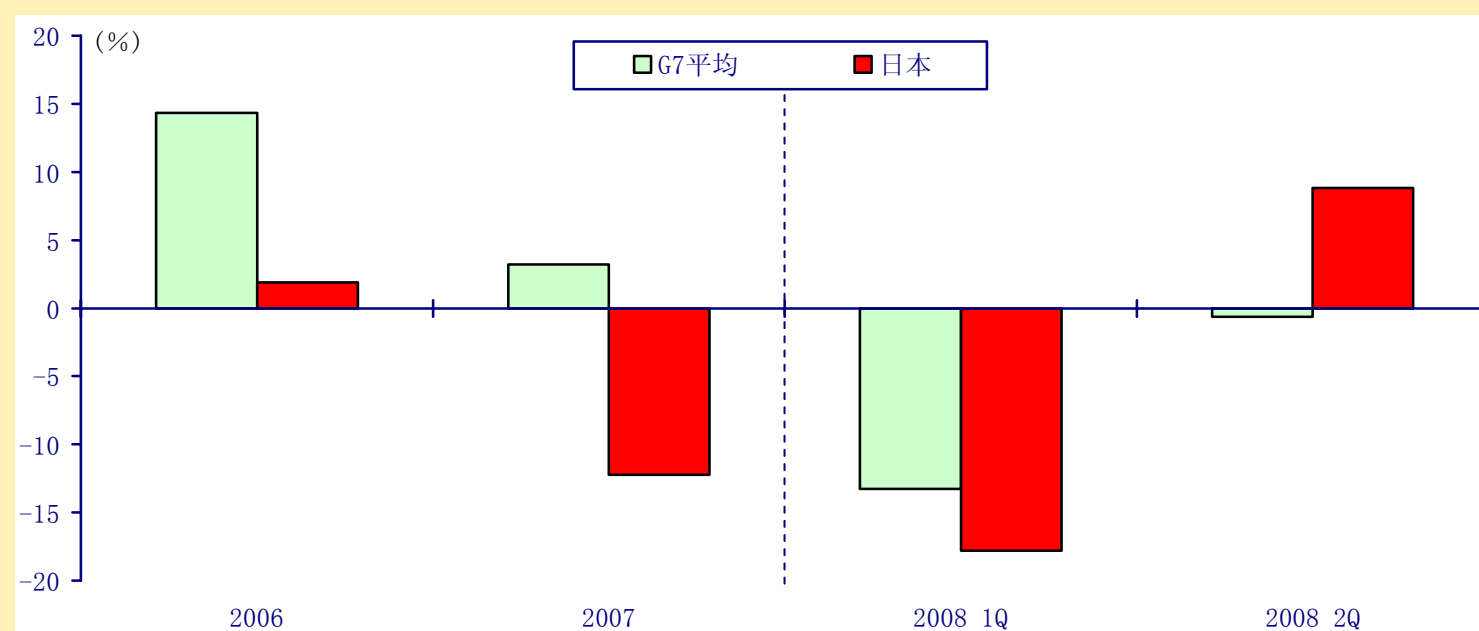


1990/1/4~2008/7/4
数据来源: QUICK-AMSUS

重新评估日本股票①

- 2006年以来，日本股票无论是和新兴国还是和其他欧美发达国家相比，表现差强人意。但是，今年以来这种局面开始得到改观，今年4~6月份，日本股票的表现大大超过了其他欧美发达国家。

股价指数涨幅比较

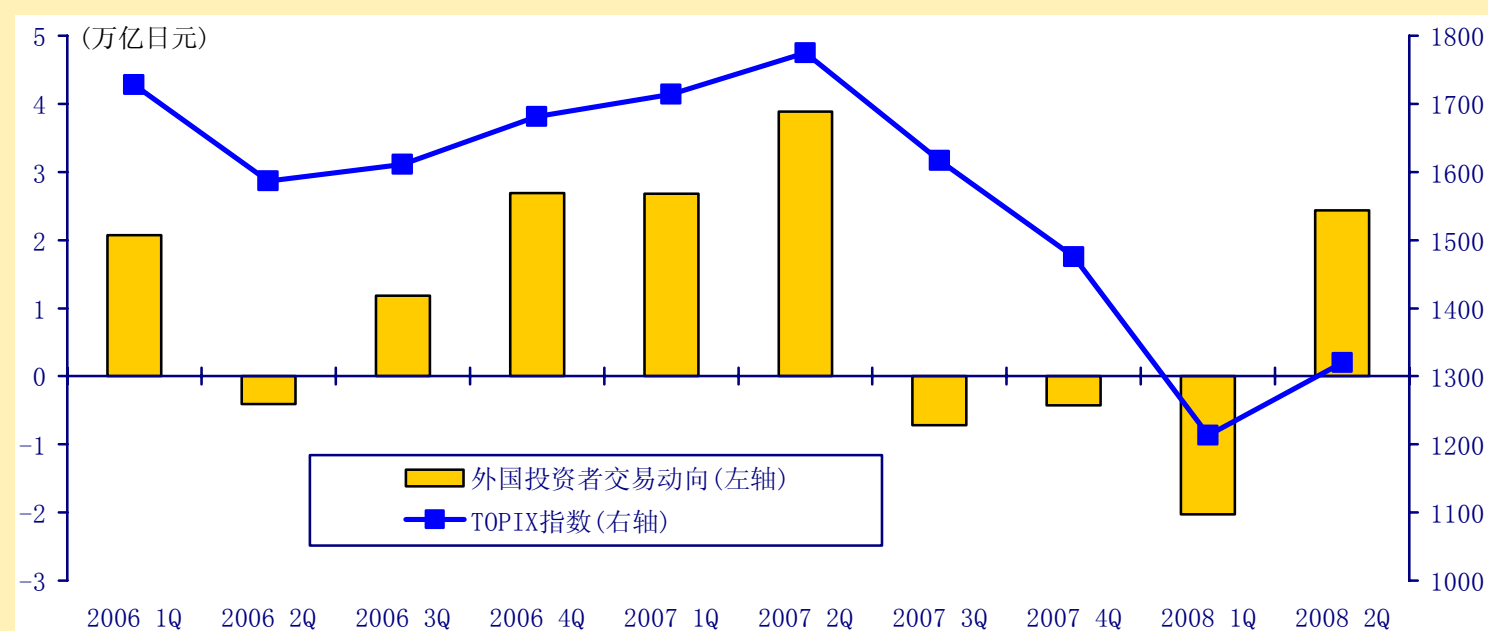


2006~2007 2008 1Q~2008 2Q
数据来源: Bloomberg

重新评估日本股票②

- 截止到2007上半年，外国投资者曾经大量购买日本股票。其后，受次债危机影响全球性股价下跌，导致日本股票被大量抛售。至今年3月份，抛售势头开始减缓并告一段落。从4月开始，外国投资者开始再度提高投资组合中日本股票的比重。

外国投资者交易动向



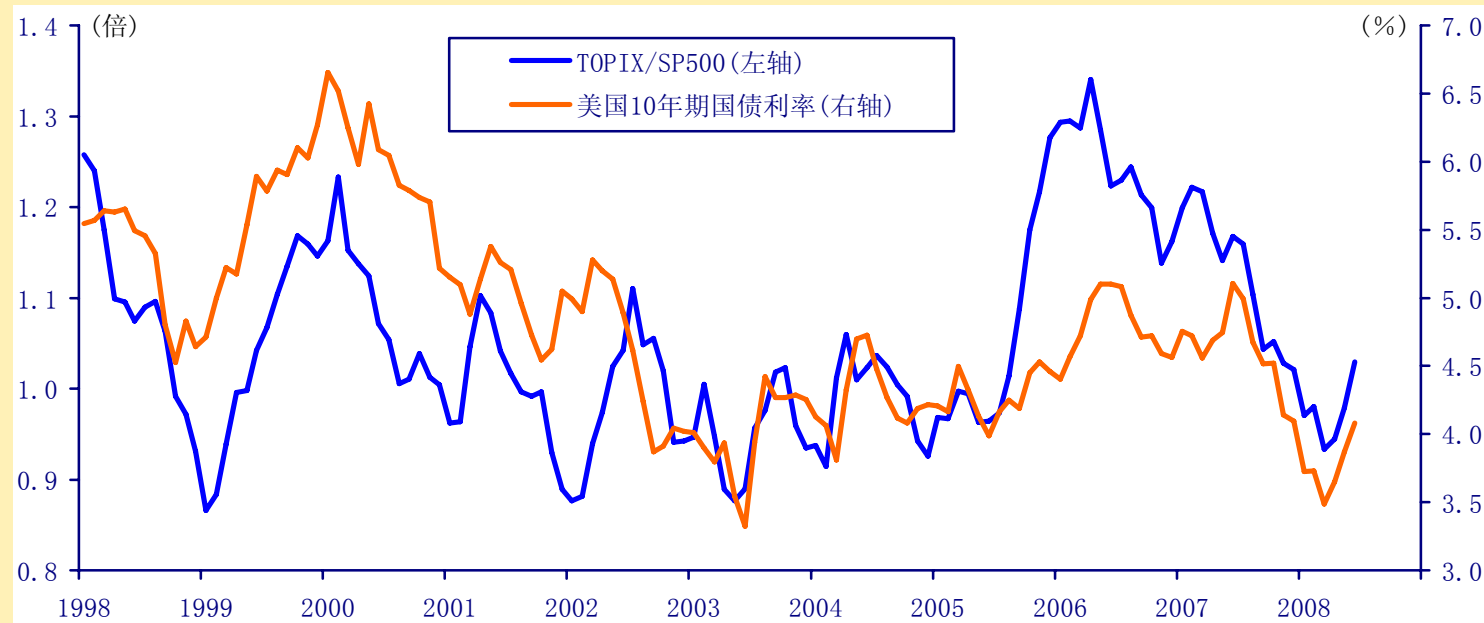
2006 1Q~2008 2Q

资料来源：东京证券交易所

美国的利率上升会提升日本股票的比较优势

- 日本股票与美国利率的连动性较高（美国利率上升时日本股上涨，下降时则日本股下跌）。另外从日本股票与美国股票的强弱关系看，美国利率的上升有利于日本股票。

日美相对股价及美国利率



1998/1~2008/7
数据来源: Bloomberg

企业业绩预期 → 08年度减益、09年度增益

- 据本公司所属集团内部的调研机构大和总研对企业业绩的预测，日本企业在2008年度业绩下滑，而后2009年度会回升。
- 在目前情况下，日元汇率(贬值)有利于企业收益，而原油价格(高涨)则不利于企业收益。

企业业绩预测

经营收益变化率	公司数目	F Y 2007	F Y 2008 预测	F Y 2009 预测
310家重点企业	310	+ 1.5 %	▲ 1.0 %	+ 11.5 %
310家重点非金融企业	300	+ 6.1 %	▲ 4.3 %	+ 11.6 %
制造业	192	+ 6.4 %	▲ 8.9 %	+ 13.5 %
材料行业	56	▲ 3.4 %	▲ 4.3 %	+ 12.5 %
加工·组装行业	80	+ 12.8 %	▲ 10.5 %	+ 14.0 %
非制造业	108	+ 5.5 %	+ 5.7 %	+ 8.1 %
金融业	10	▲ 30.6 %	+ 34.6 %	+ 10.4 %
前提条件				
汇率	日元/美元	114.2	100.0	100.0
	日元/欧元	161.5	155.0	155.0
	原油进口价格 美元/桶	77.9	100.0	95.0

FY 2007~FY 2009
数据来源: 大和总研

股价水平更侧重反映下一年度企业业绩

- 虽然预期企业业绩在2008年度减收，2009年度增收，但是根据以往的实际情况看，股票价格水平较之本年度企业业绩更侧重反映下一年度的企业业绩。所以，即使本年度的企业业绩滑坡，也不必对今年的股价水平持悲观态度。

股价与企业盈利

年度	股价与同年企业盈利比较		股价与翌年盈利预测值比较	
	税前利润 前年度比	TOPIX 年度涨跌幅度比较	税前利润 前年度比	TOPIX 年度涨跌幅度比较
...	...	←→	...	←→
FY 1995	+ 17.2 %	←→ + 25.2 %	+ 17.2 %	←→ + 25.2 %
FY 1996	+ 11.9 %	←→ ▲ 16.1 %	+ 11.9 %	←→ ▲ 16.1 %
FY 1997	▲ 5.2 %	←→ ▲ 8.9 %	▲ 5.2 %	←→ ▲ 8.9 %
FY 1998	▲ 23.7 %	←→ + 1.2 %	▲ 23.7 %	←→ + 1.2 %
FY 1999	+ 27.8 %	←→ + 34.6 %	+ 27.8 %	←→ + 34.6 %
FY 2000	+ 34.5 %	←→ ▲ 25.1 %	+ 34.5 %	←→ ▲ 25.1 %
FY 2001	▲ 35.9 %	←→ ▲ 17.0 %	▲ 35.9 %	←→ ▲ 17.0 %
FY 2002	+ 47.2 %	←→ ▲ 25.7 %	+ 47.2 %	←→ ▲ 25.7 %
...	...	←→	...	←→
	TOPIX 年度涨跌幅比较 (年平均值)		TOPIX 年度涨跌幅比较 (年平均值)	
FY 1955~FY 2006	利润增加时	+ 10.7 %	利润增加时	+ 16.2 %
	利润减少时	+ 9.8 %	利润减少时	▲ 2.6 %

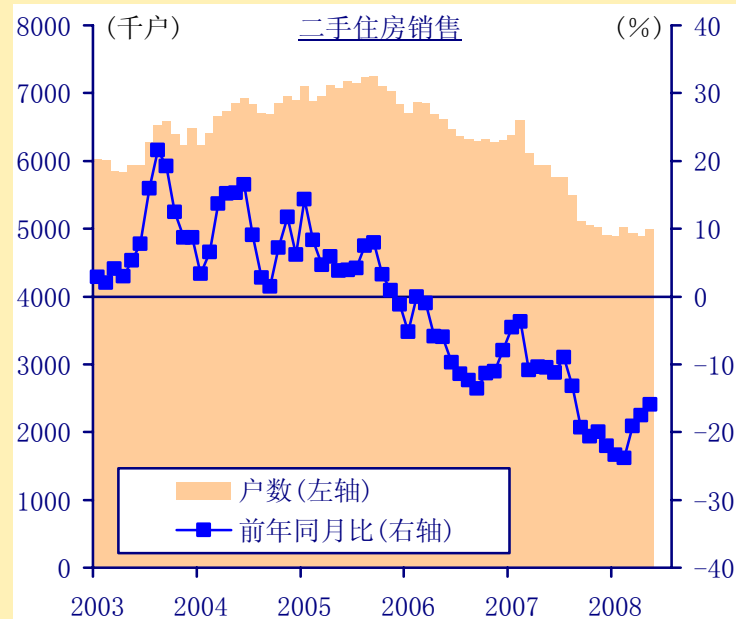
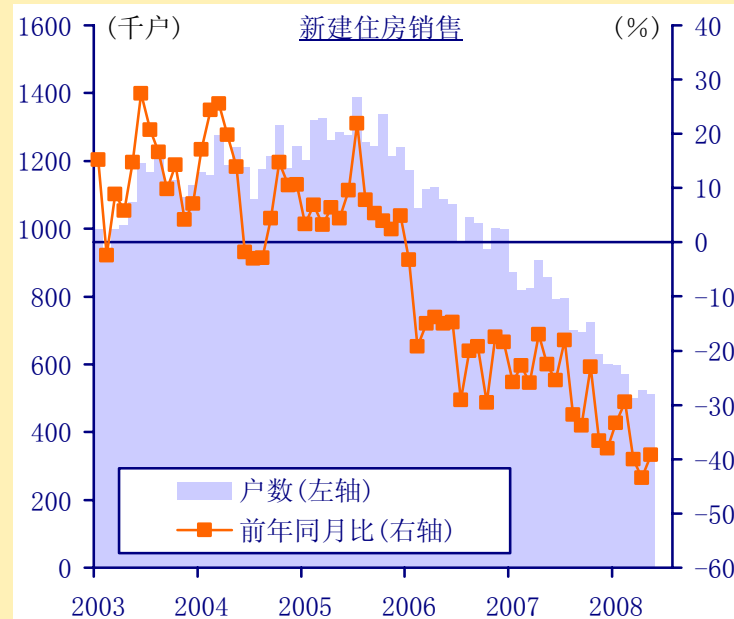
FY 1955~FY 2006

数据来源：财务省，东京证券交易所，大和总研资料

当前需关注美国的住房销售情况

- 美国经济恶化的主因是房地产市场的疲软。根据现在美国住房的销售情况看，恶化的局面开始出现缓解的迹象，一旦形势缓解的趋势明朗化，对于美国经济的看法会大幅改善，投资者信心有可能迅速恢复。

美国的住房销售



2003/1~2008/5

数据来源: Bloomberg, 美国商务部

<参考>受惠于中国经济增长的日本行业

- 受惠于中国经济增长的日本行业：
建筑机械，环保设备机械，汽车，汽车零部件
核能发电相关，铁道车辆，零售业，高端消费品，
等等。

- 从在中国取得成功的企业事例来看，以下要素必不可少：
 - 品牌的高知名度
 - 独自的业务管理系统
 - 积极的初期投资
 - 与中国有实力的企业合作
 - 聘用中国职员充任管理层干部
等等。

风险因素

- 最大的风险设想是，对通货膨胀的担忧使世界各国中央银行采取过度的金融紧缩政策，结果导致世界经济全面萎缩。

在欧洲经济增长减速的情况之下，欧洲中央银行在时隔1年之后再次开始加息。在新兴国家，直到去年上半年还在减息的巴西和俄罗斯今年也转向金融紧缩政策并开始加息。

今后需要密切关注各国经济和金融政策的动向。

- 其次应该注意的风险因素是美国的消费趋势。目前，美国的消费支出呈良好趋势，但以下的几个负面因素需要留意；

①汽油价格的上涨抑制其他消费之风险；

②住房价格等资产价格的下跌抑制消费之风险；

③物价上升造成实际消费疲软之风险；

如果消费的低迷导致美国经济大幅滑坡，那么仅靠新兴国家的经济增长将难以继续支撑整个世界经济。

免责声明

本资料不应作为提供或要求购买任何证券或金融产品之用。本资料中的信息，声明，预测以及提案，与其所有之观点表现均基于可靠资料，但其准确性及正确性并非得到保证。本资料中的内容为基于当前情况的信息。本资料中内容将在不提前通知的情况下变更。大和投資信託对于由本资料而产生的直接或间接的损失不承担任何责任。



FTSE4Good

