

## 亞洲價值股投資： 日本具備長期 領先的條件

Ivailo Dikov，投資組合經理，瀚亞投資



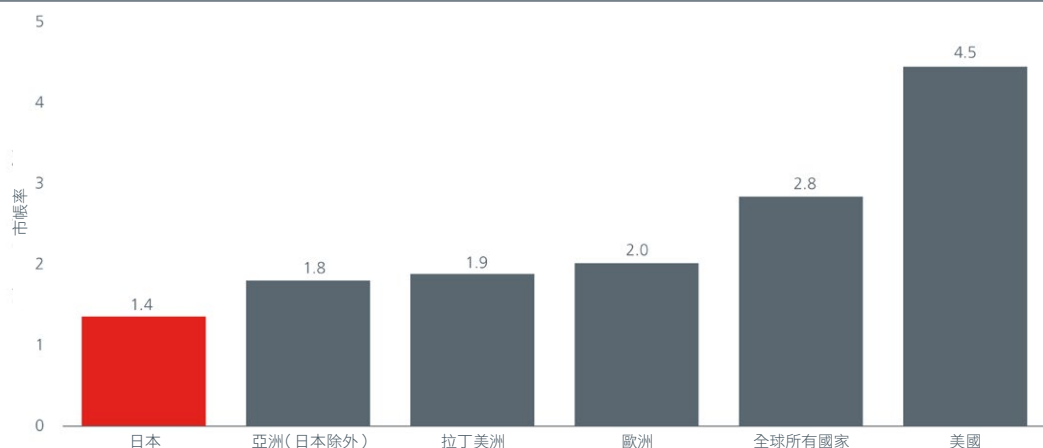
隨著新冠病毒疫情相關的限制措施獲解除，當局實施財政扶持措施，加上供應鏈問題得以解決，多項利好因素有望令日本在未來取得領先表現。我們的重點仍然是尋找具備優質收入，但尚未被市場發現的多間錯價日本公司。

2021年，日本市場錄得雙位數回報，MSCI日本指數以當地貨幣計值上升13.81%。雖然回報可觀，但日本仍落後於其他已發展市場。這可能是由多重

因素造成，例如新冠病毒疫情較遲爆發及受控、國家領袖轉為新任首相岸田文雄產生政治不確定性、疫情引發中國經濟放緩以及供應鏈中斷及後期原材料成本上升。

儘管盈利修訂幅度顯著，兼且公司的基本因素有所改善，但日本市場的估值並未獲重估，而與全球其他市場比，其價格現時非常具吸引力。見圖1。較低的初始估值有利於市場在未來錄得出色表現。

圖1：與全球其他市場比，日本的估值具吸引力



資料來源：瀚亞投資、IBES MSCI指數、Refinitiv Datastream，截至2022年2月28日。所用指數：MSCI日本指數、MSCI歐洲指數、MSCI所有國家亞太(日本除外)指數、MSCI新興市場拉丁美洲指數、MSCI所有國家世界指數、MSCI美國指數。

圖 2：企業盈利能力正在改善



資料來源：來自 Refinitiv Datastream 及日本財務省的利潤率佔銷售額的百分比數據，截至 2022 年 3 月 16 日。所有日本成立企業行業（金融和保險除外）目前的利潤率佔銷售額的百分比，以日元計值。

話雖如此，全球經濟復甦動力受到俄烏戰爭影響。這場衝突為金融市場蒙上陰影；全球股市在 2022 年首季下跌 5%<sup>1</sup>。

### 日本企業狀況良好

俄烏戰爭至今尚未出現實際解決的跡象，而且可能長期持續，而投資者必須注意，日本企業僅對這兩個國家有少量直接投資。這並不教人意外，因為日本對俄羅斯經濟的直接依賴程度很低。例如，這些國家的銷售量僅佔日本汽車製造商綜合銷量的約 1 至 3%。然而，投資者需要監察戰爭對公司盈利能力的次級效應，即透過能源、商品及其他投入成本上升產生的效應。

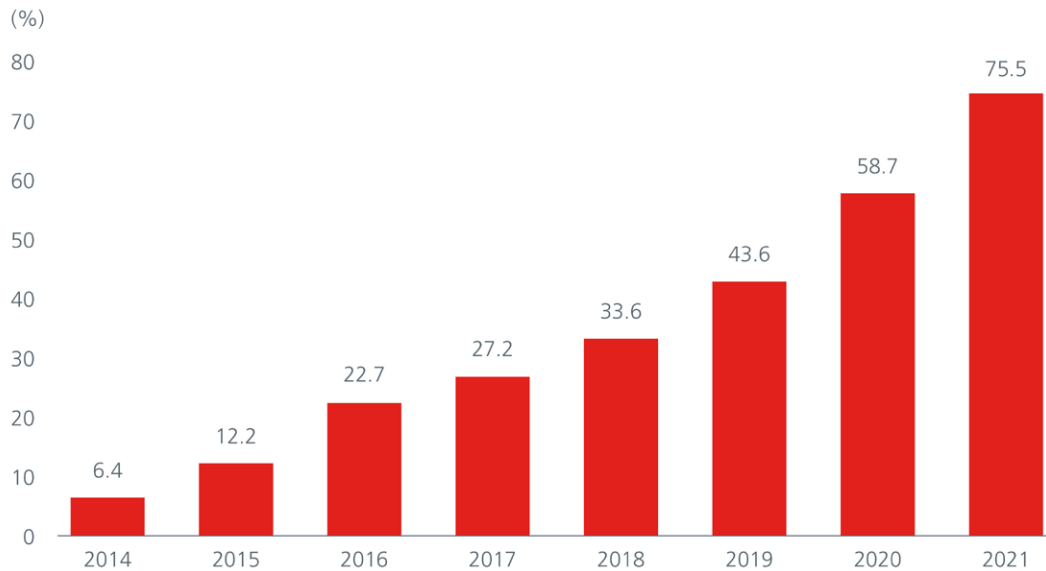
好消息是，日本公司以相對理想的狀況迎接這次危機。從趨勢來看，公司的盈利能力已有所改善；即

使在 2020 年疫情最嚴重時，營業利潤率亦僅跌至上一個週期的高峰水平。見圖 2。公司透過妥善管理產能及成本基礎以降低收支平衡點，實現如此成果。

### 企業管治改革是關鍵的盈利能力推動因素

企業管治改革亦是推動這種改善的一大因素，特別是董事會獨立性增強的趨勢及交叉持股情況減少。見圖 3。日本的企業管治改革是在 2013 年通過日本再興戰略後才開始有明顯進展。該戰略的目的是提高日本企業的可持續增長和及中長期的企業價值。《企業管治守則》於 2015 年編制。這些可能是日本的

圖3：獨立董事在董事會中的代表人數不斷增加

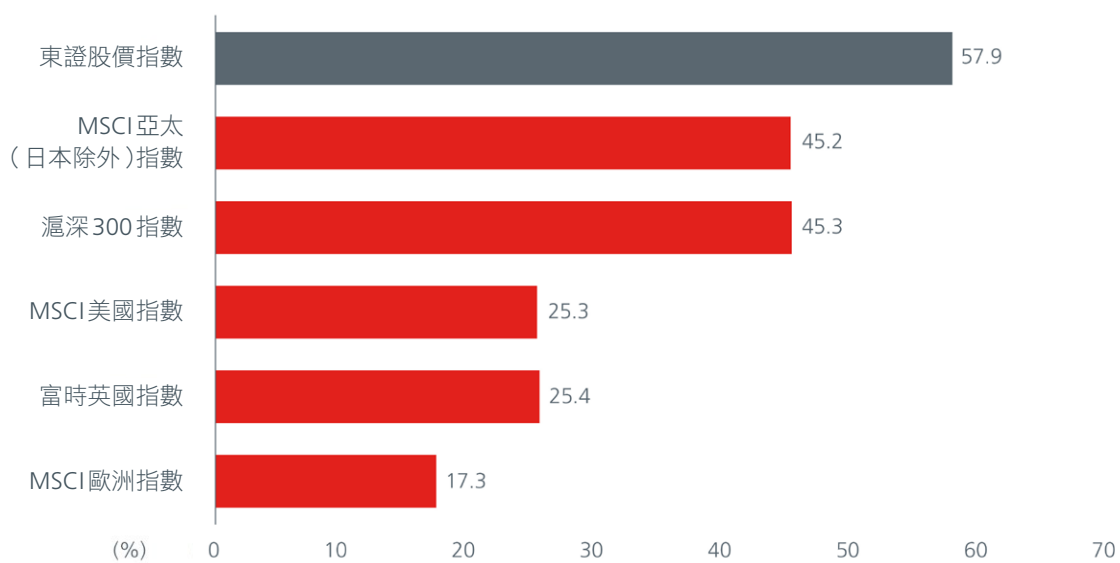


資料來源：野村證券及彭博，截至2022年2月11日。投資範圍為東證股價指數。以公司數據及彭博為基礎。（\*董事會人數1/3或以上為獨立董事的東證股價指數內公司之百分比。）

管理層對資本效率及企業利潤的態度有所轉變的轉捩點。隨著疫情加快這些轉變，相關改革持續獲得動力。

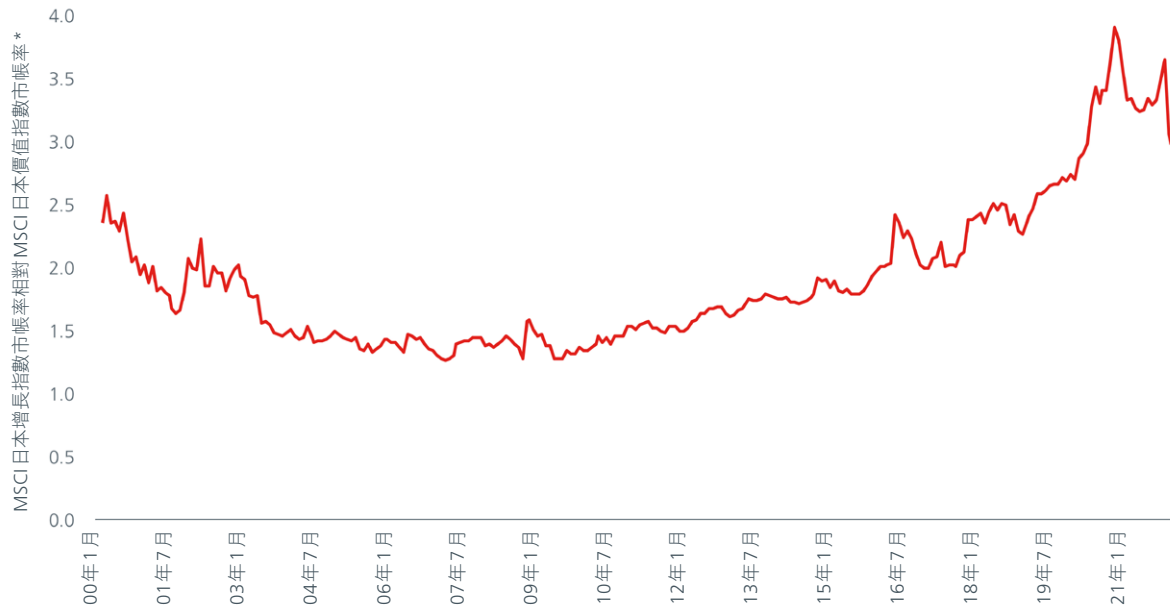
日本公司的資產負債表亦顯著改善。見圖4。事實上，50%以上的日本非金融公司之資產負債表中出現淨現金，比例遠高於世界其他地方，以致即使在

圖4. 更多日本企業持有「充裕現金」



資料來源：野村證券，截至2022年2月11日。公司的比率為擁有正淨現金水平的公司數量除以指數成份公司的數量。

圖5：增長股相對價值股的估值超出互聯網泡沫的高峰



資料來源：瀚亞投資、彭博，截至2022年2月28日。\*MSCI日本增長指數市帳率／MSCI日本價值指數市帳率。

疫情期間，這些公司仍然錄得創紀錄水平的股息及股份回購。

另一項有趣但鮮為人知的企業改革推動因素，是長年被視為災害的日本人口老化問題。此問題逐漸變成轉變的動力。日本企業現在被迫優先考慮股東。這不僅是因為需要跟上全球競爭市場的步伐，同時亦受國內社會壓力推動，尤其是政府退休基金需要為持份者帶來回報所造成的壓力。隨著人口老化，人口結構日益利好退休人士的利益，因為公司股東往往是退休人士。

### 通脹也許不是壞事

通脹升溫是主要先進經濟體的重大憂慮，但日本的通脹情況似乎仍然受妥善控制。可以肯定的是，受能源及加工食品成本增加轉嫁效應推動，價格有所

上漲。消費品及服務業的通脹壓力亦似乎變得更廣泛。部分宏觀經濟學家認為，未來數月的核心消費物價指數通脹率可能達到按年2%的升幅。

但通脹不一定是壞消息；少許通脹是健康的事，特別是對日本而言。通脹可能不單會刺激私營機構的消費及投資借貸，亦會開始衝擊對通縮及長久持續低息這些根深蒂固的看法。此外，在不影響銷量或失去市場佔有率的情況下，多年來一直無法提高價格的公司現在獲得定價能力。短觀調查產出價格擴散指數反映能加價的公司數量，而自1980年代以來，該指數首次達到最高水平。

### 我們的焦點在於錯價資產

在估值吸引的日本市場中，我們看到增長股指數及價值股指數之間的相對估值存在明顯分歧。見圖5。

這種分歧在2020年疫情初期加速擴闊。這是受市場偏好優質資產及主題式增長股所推動，而其他偏週期性的資產或因新冠病毒疫情而面臨短期不利因素的資產則遭到無差別拋售。

雖然我們觀察到一些回復正常的跡象，但相關資產的相對估值仍處於極端水平。目前，聯儲局提早展開加息週期及全球經濟重啟，此背景利好日本股票及價值股投資。

然而，更重要的是日本有多間價格錯置、擁有優質收入流，但依然不獲市場青睞的公司。市場出現週期性利好因素，但公司亦在提高結構性回報方面取得重大進展。市場似乎仍未發現這點。

由於我們不會嘗試估計週期的時間，因此我們會觀察整個市場，並嘗試識別出在判斷公司未來趨勢回報時，市場可能犯下重大失誤的異常股票。憑藉嚴格的估值方法及耐心靜候的意願，我們依靠持續的投資流程來識別出這些機遇。

這是一系列共八篇文章中的第四篇，文章探討投資者可採納的不同投資策略，以捕捉亞洲正在冒起的投資機遇。

---

## 免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞香港」)刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的 M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站([www.eastspring.com.hk](http://www.eastspring.com.hk))由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



保誠集團成員 