

日本的吸引估值 創造超額回報 投資機會



Ivailo Dikov

投資組合經理
瀚亞投資新加坡

部分日本公司是全球現金最充裕的企業。同樣，日本亦具備已發展市場一些最為吸引的估值。投資者若願意放眼更遠，不局限於經濟消息，將發現當地股票市場在許多方面均具吸引力。

日本通常被視為人口迅速老化的低增長經濟體，該兩個因素均限制其國內消費支出。因此，自 1989 年股市創下歷史新高後，該國在吸引投資者方面乏善可陳。然而，日本的發展一直是企業復甦，而非經濟復甦。現時的企業改革復甦趨勢非常引人注目。

另一個需要留意的重點，就是疫情期間，日本企業仍然保持穩健。過去十年，企業重組循序漸進而步伐穩定，帶來更高營運效率，並改善盈利趨勢。日本在這方面的發展有目共睹，但尚未獲得國際投資者的充分肯定。我們預計改革的利好影響將持續，證明投資組合對日本股票進行策略性配置實屬合理。

日本企業展現盈利穩定性

我們認為日本企業近年展現顯著的盈利穩定性——過去 10 年，東證股價指數的每股盈利優於標普指數及 MSCI 歐洲指數。鑑於美國企業的金融工程規模，這點實在不容忽視！提

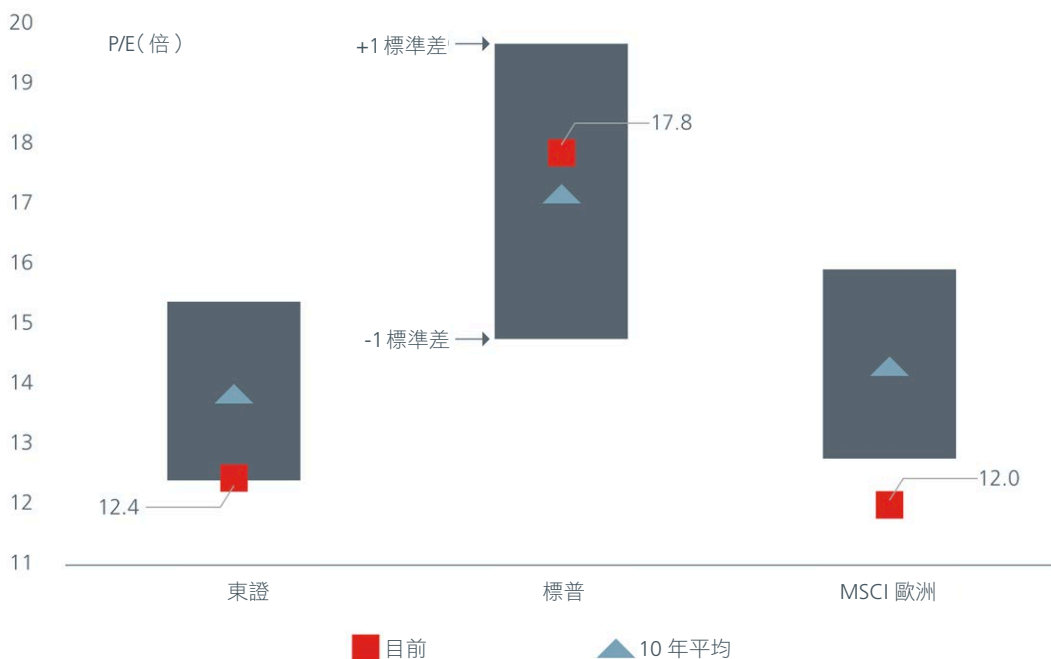
高盈利的積極政策例子包括公司重組，當中鋼鐵及汽車公司的過剩產能已被淘汰，另一個政策是著重定價，例如啤酒及飲料公司。

許多公司在 2022 年第一季的盈利超過預期（例如日本製鐵、MMC、萬事得、本田、季節信用），即使面對困難情況，例如中國的封鎖措施及原材料價格上漲等，仍能實現增長。鑑於 2022 年第一季的負面影響，汽車價值鏈的生產尚未回復正常。此外，相比世界其他地區，日本的疫後經濟重啟仍在持續進行，有關領域包括鐵路運輸及國內消費等。該等因素均顯示，日本公司較能抵禦全球經濟放緩的影響，而投資者目前的定價並未反映此優勢。

以 12 倍市盈率計算，日本股票相對過往，以至其他已發展市場均很便宜；歐洲公司的估值倍數與日本相若，但既沒有日本公司的盈利穩定，亦沒有長期結構性利好因素。見圖 1。隨著重大企業管治改革，以及思維方式逐漸轉向盈利，利潤率持續擴大，股本回報率 (ROE) 不斷提高。安倍經濟學啟動市場改革進程，但我們認為現任首相岸田文雄將繼續支持企業改革，該等結構性轉變將會持續五至十年。

經過 2013 至 15 年最初的熱潮後，國際投資者基本上迴避日本市場，日本股票在海外投資組合中的持倉仍然長期不足。當考慮過去十年的每股盈利趨勢時，這與投資者的預期可能不同。

圖1. 相比全球其他市場，日本市場估值便宜



資料來源：里昂證券、彭博。估值根據市盈率計算

見圖2。此外，日本是年初至今(以當地貨幣計算)唯一錄得升幅的主要市場，我們預計隨著國際投資者重新配置，降低美國股票的偏高持倉比重，他們有望重返日本市場。

為何投資日本價值股

日本增長股的交易價格從未達到美國的極端水平，但我們仍然觀察到增長股相對價值股的估值達數十年來高位。年初至今，投資者願意為增長股支付的估值有所回落，並對價值公司進行正面重新估值，尤其是某些行業。

增長股及價值股的市帳率估值差異因此小幅收窄，但仍處於偏高水平。見圖3。然而，市場經過多年忽視廉價公司後，我們認為隨著投資者重新關注普遍存在錯價的市場，該趨勢將持續。

我們最近對MSCI日本價值指數與MSCI增長指數成分公司實現多少歷史盈利增長進行分析，分析顯示的結果亦值得留意。過去五年，價值型公司的盈利增長速度快於增長型公

司。這意味著投資於市場的增長領域，背後原因顯得略為荒謬。

我們的首選一直是投資於盈利趨勢未正確反映現行股價的公司，我們認為該等公司將在整個市場週期繼續表現強勁。同時值得注意的是，根據美國銀行的分析，自1980年代以來的八次經濟衰退中，價值股在其中六次表現優於市場。

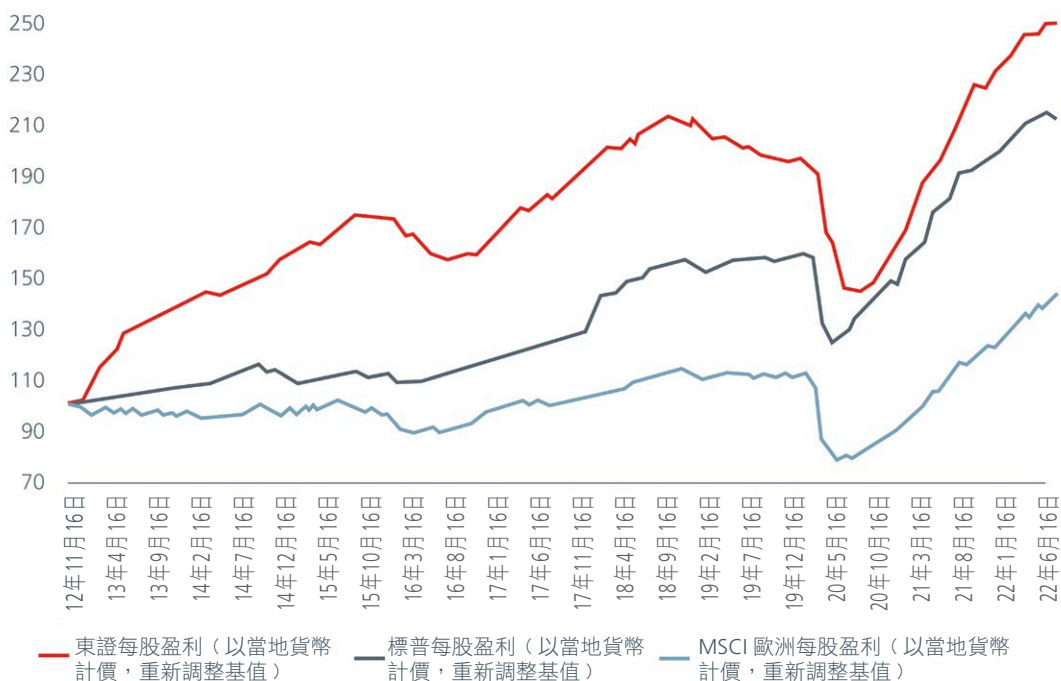
獲取雙位數回報的機遇

相比全球市場，日本仍然是非常便宜的股票市場，我們預計差距將會縮小。除了每股盈利持續增長、股息增長，以及股本回報率最終更高外，任何重新估值將對投資者有利。

最終，未來幾年日本投資者有很多機會獲取雙位數回報。這主要由於1)資產負債表/資本配置更有效率，2)企業透過高定價、成本效益及淘汰表現不佳的產品，從而提高利潤率，3)企業管治改革對股東更加有利，以及4)潛在更為持久的通脹環境。

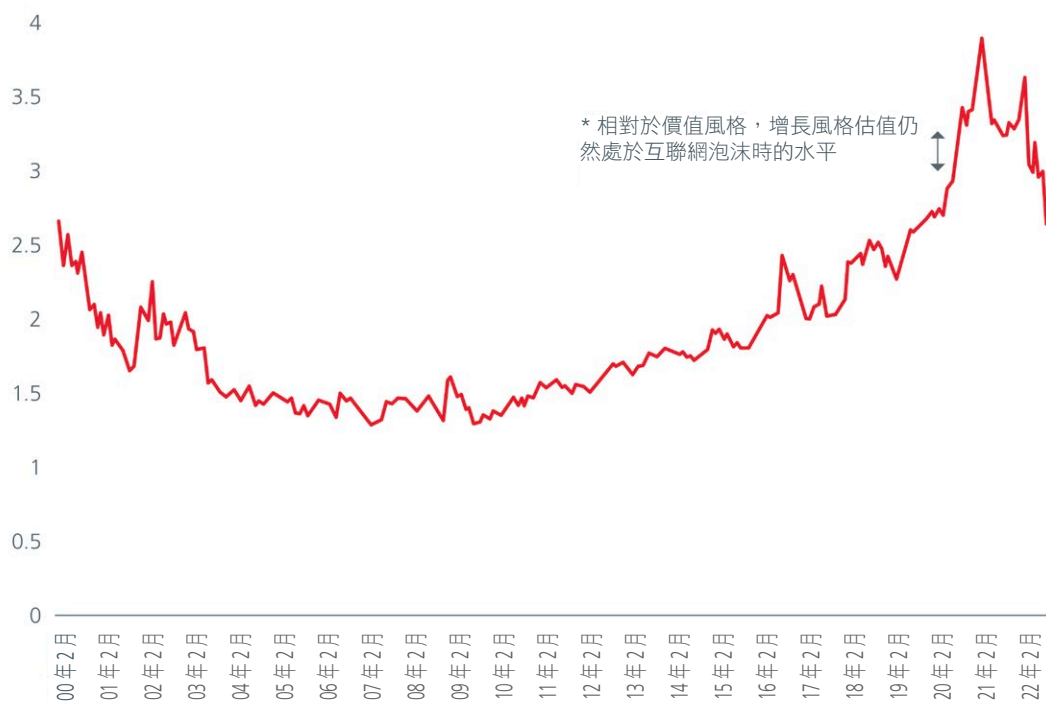
投資者若對日本持懷疑態度，可能錯失長期收益。

圖2. 日本市場的每股盈利呈上升趨勢



資料來源：里昂證券、彭博，截至2022年8月4日，EPS：每股盈利

圖3. 增長股的估值繼續高於價值股



資料來源：瀚亞投資、彭博，截至2022年8月22日。*MSCI日本增長指數市帳率/MSCI日本價值指數市帳率。請注意，使用該等指數作為各資產類別/行業過往表現的代表具有限制。本頁簡報顯示的過往表現或預測並非亦不應被視為將來或可能實現的表現之指標，或以其他方式用作代表本基金將來或可能實現之表現。

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)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 

invested 投資觀點