

關於日本的 六個問題



Ivailo Dikov
日本股票主管
瀚亞投資

日本股票團隊在本文闡述，為何投資者在日本等全球週期性市場選股時，需要採取獨特及嚴守紀律的主動型估值方針，以隨著時間推移實現顯著的超額回報。

1. 價值投資的回歸使日本股票再次獲得青睞。此趨勢能否持續下去？

日本的週期股相對集中，因此自2020年年底以來轉向較傳統經濟行業及價值股的趨勢令日本受惠。由於投資者關注擁有長期盈利增長潛力的公司，目前的通脹及高息環境持續利好價值股。

話雖如此，無論大市趨勢如何，我們一直能夠找到大量投資機會，因為市場上有多間價格錯置、擁有優質收入流，但依然不獲青睞的公司，加上公司的變化亦未得到重視，為有耐性的投資者帶來巨大上升潛力。

若市場對風險的認知及預期發生變化，導致市場價格與資產價值之間出現顯著脫節，則相關領域亦會存在投資機會。我們專注識別及充分利用這些價格錯置事件——這正是我們的投



Oliver Lee
客戶投資組合經理
瀚亞投資

資優勢。因此，投資者應該選擇嚴守投資紀律，投資方式與市場不同，並在這些方面擁有長期往績的基金管理公司。

2. 並非所有價值股票都是理想投資。投資者如何識別出致勝公司？

透過主動型投資方法，我們旨在避免價值陷阱及定價過高的公司。價值陷阱通常在不注重股東回報的公司出現；它們獲取收益的能力已永久衰退，盈利能力及估值均不太可能恢復到之前的水平。對於長期投資者而言，無論質素如何，價格過高的公司均是同樣危險的投資選項。

投資者容易受偏見影響，因此我們首先要清楚了解導致價格錯置的行為的根源，並關注整個市場上相對估值異常的公司。我們會分析一間公司的長期可持續盈利趨勢。假如安全程度足夠，我們將繼續投資以鎖定超額回報。

我們的主動投資流程採用嚴謹的投資組合構建方針，定期減持市場贏家，並將所得資金重新投放至上升空間更大的全新股票理念。日本股票市場的流動性極高，因此容易執行以上

方針。相對於重新平衡2,000隻股票的權重，即被動型投資的常見流程，上述主動投資流程有可能更為精密。

3. 目前的宏觀經濟環境是否利好日本股市？

日本的2023年實際國內生產總值增長預測為+1.8%，增幅位居已發展市場前列。¹ 面對全球經濟放緩壓力，日本應有一定程度的抗禦力。與此同時，通脹在1月創下4.2%的41年高位後呈放緩跡象，但依然遠高於日本銀行的2%通脹目標。

日圓在過去一年左右期間大幅波動，首先在2022年10月下跌至150日圓兌1美元，創下30多年以來最低水平，隨後又回升至目前的130日圓兌1美元。日圓走弱整體而言利好日本股市的收益，但由於日本企業將生產基地遷移至海外，此影響會隨著時間而減弱；這將利好出口商的收入，但卻不利國內的公司及消費者。

市場對日本銀行在12月宣佈上調10年期日本政府債券的目標區間上限感到意外。此舉導致日圓走強，並有可能為2023年進一步收緊貨幣政策奠定基礎，尤其是現任日本銀行行長可能更趨強硬。

日本企業在全球市場上仍然擁有強大競爭力。由於我們的估值模型假設日圓處於110至120的區間，因此我們並不擔心日圓將朝著其長期平均水平走強。國際投資者已離開日本股市三年，日圓靠穩的背景有望說服他們重返日本股市。

4. 公司的利潤前景如何？投資者可在何處尋找投資機會？

短期而言，日本國內重新開放、穩健的消費者、中國經濟回復正常以及近期工資上升均是振興日本企業的利好因素。供應鏈正常化、商品及物流成本的下降以及將成本升幅轉嫁予消

費者的能力亦應利好公司的利潤。利潤率正在改善，收益的長期升軌未有改變。

額外儲蓄及積壓需求將利好日本國內的商場營運商，而全球供應限制持續減少將有利製造商，尤其是汽車公司。預計入境旅遊業的公司以及滿足中國需求復甦的鋼鐵及化工公司將會受惠。

此外，日本金融股近期遭拋售，主要是由於日本收益率曲線趨平的市場預期得到修正，而不是憂慮的蔓延所致。團隊繼續看好將受惠於企業重組及成本效益、能妥善管理利率風險，並且不會積極運用持至到期日證券的銀行。

5. 為何現在投資日本而不是其他已發展市場？

按市值計算，日本股市是全球第三大證券交易所，亦是一個流動性極高、極為深入及廣泛的市場，上市公司超過2,000間。過去10年，日本股市的每股盈利增長表現領先其他已發展市場。然而，日本股市是最受忽視、低估及持倉最低的市場之一。按日圓計算，日本股市在2022年下跌4%。相比其他已發展市場，這表現「相對」不俗，其他已發展市場以當地貨幣計算分別跌近20%。擁有此抗禦力是因為日本的疫後重新開放較晚、日圓走弱，以及過去數年日本增長股的超額升幅不同於美國等市場。

估值是另一個重要原因；相比過往水平及其他市場，日本股市的估值仍然便宜。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，而相比全球其他市場，其價格非常具吸引力。值得注意的是，較低的初始估值有利於市場在未來錄得出色表現。

企業管治改革亦促成了減低成本、資產負債表重組以及更有

效的資本配置等成果，並導致股息及股份回購增加，所有這些因素均利好股東價值。在我們近期與公司行政總裁的對話中，我們認為日本股市可能正在邁向新的階段，價格及利率同時上升，而時間將會證明這些力量將持續多久。

長遠而言，日本公司是通往亞洲（中國除外）市場的途徑，它們既可以透過金融、零售及消費品的增長來促進亞洲的增長並分享其成果，亦可透過支持工廠自動化、基建及能源轉型來實現這些目標。

6. 你們會關注什麼主要風險？

企業管治改革放緩是最大風險，但良好的動力及多個推動因素正以可持續的方式推動企業管治改革。這些推動因素包括

政府支持、解除交叉持股的限制、股東的積極性有所加強，以及對公司的財務可持續性、員工的動力及股東回報均作出重大貢獻的企業重組。其他短期風險顯然是經濟衰退的風險，因為日本是週期性市場，但其基本因素目前似乎較為穩健。

投資者容易受偏見影響，市場亦會出現價值偏離於價格的非理性時期（例如2020年3月的疫情低位或2021年的科技股極端估值）。無差別拋售往往會帶來投資機會，在這種情況下，過度的短期悲觀情緒導致投資者低估了公司的長期盈利。

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 

eastspring.com