

主題 | 日股迎來爆發的根本原因是什麼？

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

今年日股的表现很大概率延續近年來走勢,尤其是在安倍經濟學在菅義偉的詮釋下發揚光大的背景下,雖然難言日本股市重回巔峰,但在緩解疫情直接衝擊后,壓縮的估值有望被部分釋放。

今天我們會和大家講一講日本股市今年以來表現,以及過去數年跑輸美股的原因,和日股的基本面因素,希望說明大家從更多角度理解日本股市。

自新首相菅義偉上任以來,投資者重新押注日本股市,截至昨日,日經 225 指數已經從今年 3 月 19 日的最低位,反彈了 42%,在 8 月初的時候收復年內跌幅,而即使 9 月大多數市場隨著美股回調的時候,日股也維持了輕微升幅。我們在 9 月 1 日的《誰來射出安倍經濟學的第三支箭》和 9 月 15 日《不要低估日本新首相菅義偉的改革魄力》都曾向大家傳達了對於日本新首相的信心。

而就在上個月末,日經 500 指數悄悄的超過了 1989 年 12 月的歷史最高點,率先打破「失去的三十年」魔咒。儘管同期,覆蓋面較小的日經 225 指數剛剛到 1989 年最高收盤 38,915 點的 60%,而覆蓋面更廣的東證股價指數 TOPIX 也只有 1989 年最高的 2881 點的 60%還不到。

年初至今日經 500 指數上漲了約 10%,跑贏日經 225 指數的持平表現和東證股價指數的下跌 4%。日經 500 指數的強勁上漲,和很多表現出色的企業未被納入日經 225 指數有關。這其中就有大家非常熟悉且憑藉《動物森友會》一款遊戲就可以說是最受惠疫情之一的公司--任天堂,今年股價上漲 37%,是金融危機以來股價最高水準,也是年內日經 500 指數的最大貢獻個股。還有力壓軟銀成為日本第二大市值的自動化企業基恩士,今年股價漲 25%,為第二大貢獻個股。但這些公司沒有被納入日經 225 指數並不是因為市值體量問題,而是由於東京證券交易所與大阪證券交易所是在 2013 年才整合,原先以大阪證券交易所為交易中心的大型公司,包括任天堂這一類公司並未列入日經 225 指數。

從「失去的十年」到「失去的二十年」再到「失去的三十年」概念似乎深入人心,大家可能第一反應都認為日股不具備投資價值。過去十年美股漲了 4 倍,而同期日股才翻了一番,過去二十年也明顯跑輸美股。以至於很多投資者以及財經媒體都認為日股今年的表現與經濟增長停滯、疫情衝擊和長期通縮的基本面不一致。

但這並不準確,日股的表现落後實際上是長期的估值壓縮。在用了將近二十年消化經濟泡沫之後,2010 年日本股市的市盈率曾超過美國,不過隨後日本股市的市盈率持續低迷,而美國股市的市盈率自金融危機之後開始不斷擴張。

而從基本面來看,日股的條件其實並不差於美股,基於以下幾點:

1. 儘管日本 GDP 增幅明顯落後於美國,但數據顯示過去二十多年來日本企業創造出的每股盈利並不輸給美國公司,實際上依賴出口的日本企業通過擴大海外銷售來彌補內需市場的不足,企業盈利依然得以強勁增長。自 1994 年日本企業盈利的總體趨勢向上,截至 2019 年,日本企業盈利是 92 萬億日元,佔 GDP 的比例也由 1989 年的 9.6%提升到了 16.6%。
2. 日股股息率的平均水準在過去 10 年也和美股市場不相上下,而近兩三年大幅超越美股。
3. 日本企業整體的槓桿雖然略高於美國企業,但很多企業的較高現金儲備水準正在說明緩衝疫情衝擊。

以上三點都不能解釋日股的估值壓縮,尤其是在日本國債收益率長期顯著低於美債收益率的情況下,估值的大幅折價更顯得不合理。

似乎能夠解釋日股市盈率「失去的三十年」的原因,與港股的恒生指數有幾分相似。日股與美股的表現差距,至少其中一個原因是來自市場的結構差異,日本股市集中在舊經濟股份,尤其是權重股偏向工業股,而科技股等新經濟股份明顯偏低。以 MSCI 指數為例,日股中工業股佔比高達 20%,而科技股僅佔 12%,即使加上消費板塊的索尼、通訊板塊的任天堂等公司也不到兩成,而美股的工業股僅佔不到 8%,包括歸類在通信及消費等的科技企業組略計算佔比更接近一半。

而大家屈指可數的日本企業中也較少有躋身科技前列的,股價表現出色的也多數是消費品行業,例如優衣庫母公司股價十年翻了兩番,還有化妝品巨頭資生堂股價從五年前的不到 3,000 日元一路升到疫情前的近 9,000 日元。但更多日本企業是不被熟知且估值長期低迷的。

但是我們也看到,近年來的日股表現已經改善了很多,我們之前也提過自 2013 年安倍經濟學以來,美國股市上漲接近 150%,而日本股市也上漲了超過 120%。日本經濟在此期間長達 71 個月增長,是二戰結束後第二長擴張期,同期日本的失業率持續下降,在疫情開始前已經降至 2.2%,接近 1990 年的低點。

而今年日股的表現也很大概率是延續了近年來的走勢,尤其是在安倍經濟學在菅義偉的詮釋下發揚光大的背景下,雖然難言日本股市重回巔峰,但在緩解疫情直接衝擊后,壓縮的估值有望被部分釋放。

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考, 不代表任何確定性的判斷, 亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請, 亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策, 投資涉及風險, 諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測, 任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測, 本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料, 本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證, 也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更, 本公司已力求報告內容的客觀、公正, 但文中的觀點、結論及建議僅供參考, 不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有, 未經本公司及其關聯公司許可, 任何個人或組織, 均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」, 且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。