

“植田时期”的日股 投资六问



Ivailo Dikov
日本股票主管
瀚亚投资



Oliver Lee
客户投资组合经理
瀚亚投资

4月9日，71岁的植田和男接下日本银行（日本中央银行）总裁的大印，成为二战后日本第一位经济学者出身的央行总裁。对于这位麻省理工学院经济学博士、美联储前副主席Stanley Fischer的“入门弟子”是否能够成功拆解22年量化宽松政策为日本经济埋下的地雷，引导日本重回正常轨道，全世界都在屏息以待。

而在资产管理界，要不要投资“植田时期”的日本股市、该如何看待日本央行与股市之间的关系，以及该如何选择投资标的的企业，正成为基金经理们热切讨论的话题，毕竟长达22年的量化宽松政策走下来，日本央行已成为日本所有上市公司最大的单一股东，但倘若央行缩手，日本股市的真正面目又会是是什么？长期的量化宽松令证券市场机制扭曲，到底是福还是祸？

瀚亚投资日本股票团队的投资主管Ivailo Dikov与组合经理Oliver Lee为此接受了《投资洞见与委托》(I&M)的专访，详述该如何投资“植田时期”的日股。

I&M：目前的宏观经济环境是否利好日本股市？

Ivailo：首先，根据世界货币基金组织(IMF)不久前发布的《2023年世界经济展望》，日本今年的国内生产总值(GDP)增长预测为1.8%，位居发达市场前列。在全球经济发展放缓的大环境下，日本可以说还是有一定的抗御力。同时，今年1月，日本的通胀达到4.2%，为41年来的最高位，虽然后来有逐步放缓的迹象，但仍然远高于日本央行2%的通胀目标。由于长期以来，日本都是游走在通货紧缩的边缘，且多次陷入了通缩的状态，迫使央行为了提振经济，而不得不长期维持量化宽松的货币政策。可以说，日本对“高通胀”其实盼望已久，这一点从日本央行并没有因为当前的通胀走高而改变其鸽派立场便可一知。对日本股市而言，这是一个向好的信号。

其次，日元在过去一年大幅波动，先是在去年10月下跌到150日元兑1美元的逾30年最低水位，随后又回升到现在的130日元兑1美元水平。整体而言，日元走弱是日本企业出口业务的福音，可提升企业的成本竞争力，利好股市收益。但有一点必须注意，就是部分日本制造业已将生产基地转移到了海外，打破了日元与企业利润之间的关系，长此以往，弱势日元为企业带来的利好将逐渐减弱。

Oliver：值得一提的是，日本央行在去年12月20日宣布将10年期日本国债收益率的目标区间上限从0.25%提升至0.5%，这个举动让市场颇为意外，也令日元意外走强了一下。我们认为，这有可能为日本央行在2023年进一步收紧货币政策打下基础，尤其是植田上任后，市场预测他可能比前面几位央行总裁更加强硬。

不过，在我们的估值模型里，日元是被设定在110至120区间，因此我们并不担心日元朝着长期平均水平走强。从这个角度看，我们认为日本企业在全球市场上仍然拥有强大的竞争力，而国际投资人也已离开日本股市三年了，日元逐步靠稳反而有望推动他们重返日本。

I&M：跟其它发达市场相比，日本目前的优势在哪里？

Ivailo：首先，按市值计算，日本是全球第三大股票市场，上市公司超过2,000家，流动性极高；其次，在过去10年中，日本股票的每股盈利增长表现远超其它发达市场。2022年，按日元计算，日本股市仅下跌了4%，相比之下，其它发展市场以本地货币计算的股市表现都下挫了接近20%。日股表现可谓相当不俗。对此，我们认为主要是因为日本的疫后开放时间比较晚，再加上日元走弱，以及过去数年日本成长股的超额升幅不如美国那么疯狂所致。

第三，跟过往水平和其它发达市场相比，日本股市的估值目前来看还是很便宜，而且即使企业的盈利幅度已经修订、基本因素也有所改善，日本股市的价值却并没有被重估。你可以说日本股市是全世界最被忽视和低估了的市场之一，但换个角度看，它（日本股市）的价格如此有吸引力，恰好可以帮助投资人在未来收获不俗的回报。

Oliver：我们最近跟部分日本上市公司行政总裁进行了交流，这些上市公司在企业管治上的改革产生了成本降低、资产负债表重组、更为有效的资本配置，以及增派股息和股份回购等一系列成果，所有这些元素都利好股东价值。因此我们认为，日本股市正在迈向一个新的阶段，惟有时间可证明这些利好的力量到底会持续多久。

长远而言，日本企业因为处于亚洲（中国除外）市场的门户位置，它们既可以透过金融、零售及消费行业的增长来推动亚洲的成长并分享成果，也可透过支持工业自动化、基建和能源转型来实现这一目标，这是世界上其它发达市场所不具备的优势。

I&M：日本哪些行业会有机会？公司利润前景如何？

Oliver：短期而言，日本国内重新开放、消费者的稳健、中国经济回复正常，以及近期工资上升等均是振兴日本企业的利好因素。而供应链正常化、商品及物流成本下降，以及将成本升幅转嫁给消费者的能力等也都利好企业的利润增长。我们目前看到，日本企业的利润率正在改善，收益的长期上升轨道并没有发生改变。

就行业机会而言，人们额外的储蓄和疫情期间积压的消费需求将利好日本国内的购物中心、零售商场等的营运商，而全球供应限制持续减少则将有损日本制造商，尤其是汽车制造企业。同时，我们还看好从事入境旅游的公司，以及可满足中国复苏需求的钢铁、化工企业。

此外，日本金融股近期遭到了抛售，主要原因是日本收益率曲线趋平的市场预期被修正，而非忧虑蔓延所致。因此，我们也继续看好那些受惠于企业重组及成本效益、能妥善管理利率风险，且不会积极使用持至期满证券(hold-to-maturity securities)的银行。

I&M：最近，价值投资的回归令日本股票再次受青睐，你们认为这种趋势会持续下去吗？

Ivailo：的确，由于日本的周期股相对集中，所以2020年底投资人转向较传统经济行业、重新青睐价值投资的这波趋势也令日本股票中的价值股受惠了。从目前的通胀和高息环境来看，我们相信这些股票还会持续向好，因为在价值投资的理念主导下，投资人对拥有长期盈利增长潜力的公司关注得更多。不

过，话虽如此，无论大市趋势如何，我们一定能找到大量投资机会，因为市场上总有不少具备优质现金流、但因价格错置而不获投资人青睐的公司；同时，如果市场对风险的认知和预期发生了变化，导致市场价格与资产价值之间出现显着脱节，相关领域也会存在投资机会。如何找出这些具投资价值的公司和领域，就需要专注识别和充分利用价格错置事件的能力，而这正是我们的优势所在。可以说，凭借优秀的价格错置识别和利用能力，以及对投资纪律的严格遵守，我们在日本市场拥有不错的长期业绩。

I&M：你们如何识别价格错置的公司？

Oliver：这里面的关键是要规避那些价值陷阱和定价过高的公司。价值陷阱是指那些不太注重股东回报的公司，这些公司获取收益的能力已经永久衰退，盈利能力和估值也不太可能恢复到之前的水平。而对于长期投资者而言，无论质素如何，估值过高的公司都是危险的。

投资者通常容易受偏见影响，因此我们首先需要清楚了解导致价格错置的行为根源，并关注市场上估值相对异常的公司，分析他们的长期可持续盈利趋势。只有在安全度足够的情况下，我们才会继续投资以锁定超额回报。

我们的主动投资流程会遵循严谨的组合构建方针，定期减持市场赢家，并将所得资金重新投放在上升空间更大的企业身上。日本股市的流动性极高，执行这样的主动管理方针比重新平衡2,000多只股票权重即被动投资要容易很多，亦有可能更为精密。

I&M：那在投资过程中，你们会主要关注什么风险？

Oliver：企业管治改革放缓是最大的风险，但好在有不少推动因素正以可持续的方式推动企业管治改革继续发展。这些因素包括：政府支持、解除交叉持股的限制、股东的积极性有所加强，以及对公司财务可持续性、员工动力及股东回报均有重大贡献的企业重组等等。另外，经济衰退也是备受关注的短期风险之一，因为日本毕竟是周期性的市场，不过现在看起来，日本的基本面还是比较稳健的。

此外，如先前所讲，投资者容易受偏见影响，因此市场会出现价值偏离价格的非理性时期，例如2020年3月全球疫情大爆发时的股票低位以及2021年的科技股极端估值等等。在这些时期中，投资人过度的悲观情绪会令他们低估了公司的长期盈利，进而不分青红皂白地抛售股票。然而，机会恰恰就蕴藏在这非理性的抛售之中。

免责声明

资料来源：瀚亚投资（新加坡）有限公司

本文由瀚亚投资（香港）有限公司（「瀚亚香港」）刊发。本文并不构成任何证券之认购、买入或沽售的要约或建议。本文所载任何意见或估算资料可能作出变更，恕不另行通告。本文所载资料并未就任何人士的特定投资目标、财务状况或特殊需要作出考虑；因此，亦不会就任何收件人士或任何类别人士，基于本文资料或估算意见所引致的直接或间接损失作出任何担保或赔偿。过往表现，对经济、证券市场或市场经济走势的预测、推断、或估算，未必代表将来或有可能达致的表现。瀚亚香港是英国Prudential plc.的全资附属公司。瀚亚香港和Prudential plc.与一家主要在美国营运的Prudential Financial, Inc.,和在英国成立的M&G plc的附属公司Prudential Assurance Company,没有任何关系。

本文及资料在瀚亚投资网站(www.eastspring.com.hk)由瀚亚投资（香港）有限公司刊发，并未经香港证监会审阅。