



日本企業不容忽視

Dean Cashman, 瀚亞投資基金經理

隨著市場輪換至早前備受忽視、估值被低估及週期性較強的股票，日本股市在2021年首季升至30年新高。然而，儘管日股揚升，但其估值相對環球其他國家仍存在折讓。對有耐性並著重基本因素的選股投資者來說，日本股市仍不乏投資機會。

自2020年底以來，我們察見市場的風險取向迅速轉變，同時環球宏觀經濟消息改善、市場對疫苗接種進展感到樂觀，而且企業盈利優於預期。這些轉變為一系列表現落後的資產帶來支持，例如週期性資產，亦反映一些根深蒂固的市場信念逐漸減弱——市場認為增長資產安全，為把握增長機會不惜支付任何代價。

由於日本股票指數相對較集中於週期股，因此受惠於目前的輪換趨勢。此外，自2015年以來一直是淨賣方的外國投資者正重返日本股市。

然而，日股回升的趨勢會否持續？若市場氣氛逆轉，投資者會否再度拋棄日股？或許會，但在出現市場極端行為期間捕捉市場時機非常困難，正因如此，我們奉行有紀律的策略，以駕馭短期市場波動。若投資者不被有關日本市場的媒體消息所局限，便會發現日本股市的估值仍較環球股市吸引，而且提供「由下而上」的投資機會。（見圖1）。

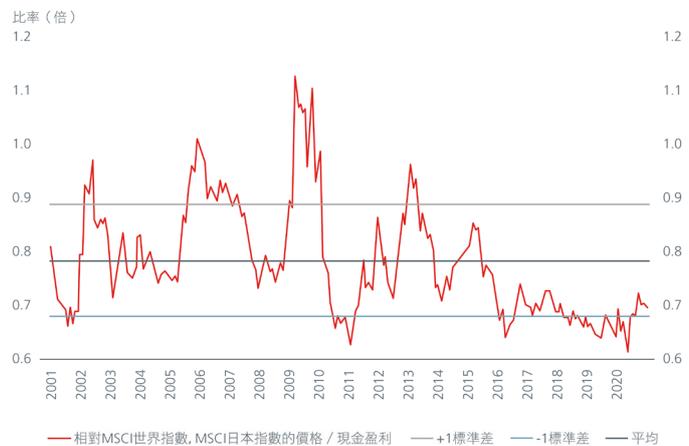
雖然市場出現若干短期的輪換趨勢，但不同股份的估值仍然差異龐大，這意味相同的主題取向將會持續，並於一段長時期內維持明顯趨勢。（見圖2）。

日本企業財政改善的趨勢仍然未變

儘管面對新冠肺炎疫情，日本企業表現出乎意料地穩健。在過去十年，日本企業的重組步伐漸進而穩定，有助提高營運效率及改善長期盈利能力，令日本的基本因素轉強，有能力抵禦外部衝擊。

去年，有利於許多日本企業的重要因素之一，是它們的財政狀況較環球企業穩健。長期企業重組包括資產

圖1：與環球股市比較，日本股市的估值具吸引力



資料來源：瀚亞投資、Refinitiv Datastream，截至2021年4月30日。MSCI世界指數 = MSCI綜合世界指數。

負債表持續去槓桿，令現金水平充裕，並使許多企業具備靈活性，能為未來業務融資。在挑戰重重的環境下，日本企業亦就危機作出前所未見的反應——許多企業把握機會，進一步加快重組步伐。

雖然疫情大流行無疑對利潤率造成週期性衝擊，但鑑於長期趨勢持續改善，有關衝擊看來不會持久。（見圖3）。這情況印證日本持續進行企業改革的成果。

整體而言，企業營商環境的復甦步伐看來較預期迅速。作為長線投資者，我們仍致力測試長期盈利假設，以支持我們對公司的估值。然而，企業的短期盈利預測修訂及管理層指引均優於預期。（見圖4）。值得注意的是，較受忽略的週期股的盈利預測上調幅度最高，其中大部份股票近日的盈利表現顯著優於市場過度看淡的預期。

雖然與近年比較，目前的市況（包括寬鬆政策、流動資金充裕及通貨復脹環境）較為利好週期股和價值股，但面對疫情導致的市場衝擊，投資者必須慎選企業；部份價值股的估值便宜建基於充份的理據。為免墮入價值陷阱，關鍵在於以嚴謹的策略篩選企業，並根據一些重要因素來進行評估，例如競爭力、資本政策及應對新挑戰的能力，以釐定企業能否提供長期可持續的盈利。

日本企業的盈利能力和股本回報率改善，而且估值吸引，但並非投資日企的唯一原因。事實上，日本企業在過去數年日益重視企業管治亦漸見成果。

企業管治改革展現結構性改善跡象

在日本，企業管治已持續多年出現結構性轉變。這源於企業面對經濟方面的當務之急——不但需要維持環球競爭力，而且當地退休基金等資產擁有人要求提高回報，使企業管理層面對壓力，不得不改變其行為。

現金充裕的日本企業開始促使其利益與股東一致。不但派息率持續上升，股份回購亦於2019年創下紀錄，日本TOPIX指數的回購金額按年上升109%。儘管回購活動在2020年受到影響，但回購金額仍高於2018年的水平。在寬鬆的財政和貨幣政策環境下，估值便宜亦使許多現金充裕而且財政狀況穩健的企業有能力為未來的投資需要融資。（見圖5）。

日本央行首季短觀經濟調查顯示，與過往的首季數據比較，企業的資本開支計劃金額創新高。3月份季度是

圖2：增長股相對價值股昂貴



資料來源：瀚亞投資、Refinitiv Datastream，截至2021年4月30日。*MSCI日本增長股指數市賬率 / MSCI日本價值股指數市賬率。

圖3：利潤率佔銷售的百分比趨升

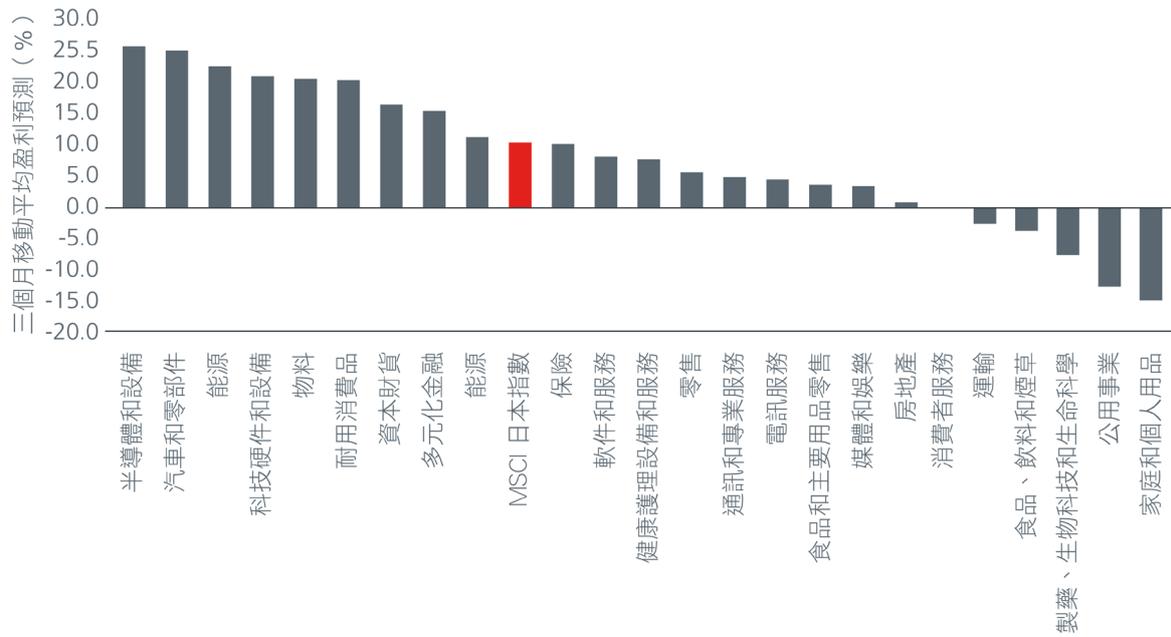


日本企業財年之始，與年底比較，這個季度的盈利指引通常較為保守。近日的樂觀氣氛似乎反映儘管市況不明朗，企業不但轉趨強韌，而且以投資意欲來看，其對經濟前景亦更趨樂觀。上述因素或有助提高資本效率。

至今，日本欠缺的是企業控制權的市場。然而，敵意收購甚至爭奪式收購自2019年以來一直上升；回顧歷史，日本甚少出現敵意收購。雖然目前仍處於初期，但這進一步證明企業管治的變化別具意義，並進一步提供價值變現的潛力。

此外，出於當務之急，加上政府推動改革而促成的日本企業重組，可能成為日股長遠估值獲重估的重要推動因素。

圖4：週期股的盈利預測上調幅度最高



資料來源：MSCI、機構經紀人預測系統、Datastream、Factset、RIMES、摩根士丹利研究，數據截至2021年3月31日。

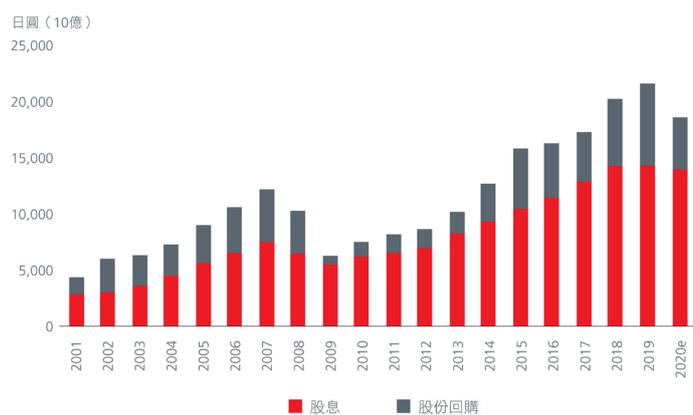
不要讓宏觀經濟疑慮掩蓋價值

現時的短期復甦會否成為日本市場的轉捩點？我們不會自詡有能力預測市場走向，但上述因素反映根深蒂固的市場信念可能日漸減弱。然而，投資者的疑慮仍然揮之不去。

市場普遍認為日本的特點是人口結構老齡化，而且面對低增長、低通脹和低息環境。然而，值得注意的一個重點是，面對新冠肺炎疫情，日本企業仍表現強韌；許多擁有優質收益流但被錯誤定價的企業仍然未獲市場青睞。

我們認為產生可觀回報的「動力」並非來自預測或宏觀主題。反之，我們有系統地物色被錯誤定價的資產，聚焦於極端情況，從而發掘最具影響力的機會。由於價值股與增長股之間的估值差異處於一個世代以來的極端水平，因此我們認為日本市場存在大量上述投資機會。

圖5：儘管面對新冠肺炎疫情衝擊，股息及股份回購穩健



資料來源：野村，截至2021年2月28日。

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。



英國保誠集團成員 