

日本股市迎來新的春天

由於天氣寒冷，今年日本的櫻花季來得比預期晚。遊客和當地人只有等到4月初才能在東京看到盛開的櫻花。櫻花預示著春天的到來，象徵著美麗和新的生命，但它也提醒人們，櫻花花期短暫¹因此轉瞬即逝。

當人們將目光投向日本國內股票市場時，它在某程度上類似於櫻花季。日本股市經歷了長期的停滯後迎來生機與活力。近期，日經平均指數歷史上首次突破40,000點大關，並在2024年3月份和第一季度超過了其他已發展市場股票指數。

基本面利好因素推動市場轉強

強勁的企業盈利支撐市場上漲，這受惠於日本央行近二十年來首次退出負利率政策後的日圓貶值。日本央行在春季工資談判的推動下作出此決定，談判表明工資增長強勁，同時央行還表示，貨幣政策將保持寬鬆。

當地企業管治改革也正沿著正確的方向前進，豐田集團繼續退出交叉持股就證明了這一點，而各公司在宣佈中期計劃的同時也增加了股東回報。在日本的主要市場（即東京證券交易所的領先上市公司板塊）中，近50%股價低於帳面價值的公司已宣佈了提高資本效率和股價的計劃²。在此之前，東京證券交易所已於去年3月31日採取行動，敦促上市公司實施更好的資本管理。

然而，在上述利好因素的推動下，這一段時期的強勁表現引發了投資者的擔憂，即隨著估值上升，上漲勢頭能否持續，以及市場是否即將開始萎縮。按過去12個月東京證券交易所對日本股市的首選估值指標市賬率來衡量，日經指數目前的市賬率為2.2倍，距離1989年12月達到的8.2倍峰值還很遠³。

投資者關注的另一個關鍵領域是工資上升的勢頭，這可能將對日本央行未來幾個月的政策軌跡產生重大影響。基於未來工資增長前景強勁、經濟活動靠穩、服務業通脹穩健和已實現的企業盈利，安本內部環球宏觀團隊預計，今年年底利率政策將進一步上調至0.3%，但仍需密切關注日本的再通脹是否可持續以及當地政策前景。

工資增長動力是日本央行的關鍵



資料來源：Haver和安本，截至2024年3月

最佳投資機會領域：創新、數碼化和日本製造

安本在一些長期結構性趨勢中看到了最佳投資機會。首先是創新領域。日本長期以來在創新技術領域享有卓越的聲譽。日本繼續走在創新的前沿，特別是在機器人、人工智能、生物技術、醫療保健和清潔能源領域方面。在策略持倉中，朝日英達科 (Asahi Intecc) 是介入導絲和導管的領先開發商，在全球擁有市場領先地位。中外製藥 (Chugai Pharmaceutical) 在創新方面有著良好的往績，在過去十年中推出了許多獲得美國FDA認可的指定突破性療法藥物。

其次是數碼化領域。世界正在擁抱數碼化，從為許多日本公司提供諮詢和實施IT轉型專案的野村綜合研究所 (Nomura Research Institute)，到協助企業應用數碼解決方案實現品質控制和製造需求自動化的基恩士 (Keyence)，安本的策略擁許多可以實現這一結構性趨勢的資產。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

最後是日本製造領域。日本企業已成為品質的指標，他們善於利用技術以更低的成本提高品質，從而帶來優質產品和知名品牌。例如，按銷售額計算，立邦塗料（Nippon Paint）是全球領先的塗料公司之一。該公司在亞洲和大洋洲的裝飾塗料領域佔有較高市場份額，在中國、澳洲和多個東南亞國家市場皆名列前茅。大金工業（Daikin Industries）是全球領先的空調設備生產商，同時還擁有化工業務。大金擁有高水平的節能技術；在製冷劑等領域具有技術優勢，是唯一一家在內部生產製冷劑的空調製造商。

展望未來：基本面至關重要

由於日本目前正出現多項積極的結構性變化，安本繼續看好市場前景。最值得注意的是，隨著通脹持續上升，通縮的心態正在逐漸改變。物價上漲正變得日益穩固，導致企業更加看好國內市場的前景。以往企業無法透過將更高的價格轉嫁給最終客戶來完全抵銷成本上升的影響，但現時的經濟環境與不久前形成鮮明對比。與此同時，勞動力短缺為工資帶來上行壓力，因此經濟進入良性增長循環的可能性上升。地緣政治亦令日本成為市場關注的焦點。「友岸外包」導致全球半導體公司增加對日本的投資。這些都預示著日本企業及其經濟前景向好。

同樣令人鼓舞的是，日本企業繼續高度重視其盈利能力，同時將剩餘資本返還予股東。東京證券交易所的改革建議加速了這一進程。愈來愈多的企業已採用投資資本回報率和股本回報率等措施，並持續賣出不符合其最低投資回報率的資產。企業亦設定目標減少交叉持股的情況，並將這些所得款項用於業務再投資或回饋股東。

在增長疲弱的背景下，安本認為，重要的是要關注基本面堅實且同時正在改革的公司，這將令這些公司能夠更好地應對當前充滿挑戰的時期，並在長期跑贏同行。

安本仍預期日本股市將迎來更多的春天。

資料來源：

1. 日本航空：What Do Cherry Blossoms Represent in Japanese Culture?
2. 里昂證券：The Great Crossholding Unwind, Japan Market Strategy, 2024年4月5日
3. 高盛：Japan Weekly Kickstart, 2024年2月22日

聲明：以上資料由安本香港有限公司（「第三者」）提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至2024年4月11日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡化，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。

優質債券兼具收益與防守性

在過去兩年，很多投資者見證了低風險的存款證、短期債券和貨幣市場互惠基金的收益率飆升。他們發現投資於這些工具可以賺取接近5%的收益，同時毋需承擔投資於股票所帶來的波動。

如今，投資者自2022年5月利率開始上升以來所投資的很多存款證及其他短期工具即將到期，因此面臨下一步該何去何從的問題。

他們應該繼續持有現金，還是應該考慮更長期的投資，透過長期債券來滿足他們的投資需求？

何謂再投資風險？

雖然手持現金有助於投資者保持流動性和靈活性，並避免在市場低迷時蒙受虧損，但並非完全沒有風險。如持有太多現金，也會帶來風險，其中最大的風險可能是現金過多的投資組合長遠而言無法獲得足夠的收益以跑贏通脹，且在股市無可避免陷入低迷時無法提供足夠的緩衝。

在去年，投資者購買一年存款證時，這些風險可能看起來很遙遠，畢竟經濟正在緩慢但穩步增長。然而，富達的研究顯示，經濟今時今日雖仍在增長，但可能即將放緩。經濟放緩可能以「軟著陸」的形式出現，即經濟活動減少但維持正增長，或看起來更像是歷史上的典型衰退。無人能夠肯定未來經濟將會如何，投資者在再投資短期存款證或債券到期所得資金之前，應該考慮日益增加的不確定性。

然後呢？

從歷史上看，當經濟放緩並最終進入衰退時，利率便會下降。這意味著貨幣市場基金的吸引利率也會下調。與此同時，當投資者目前持有的短期存款證及債券到期時，他們可能無法找到提供同等收益的新債券。

幸運的是，投資者確實有另一種選擇，而毋需眼睜睜看著利率下降最終拖低本身投資組合的產生收益能力，而且這種選擇不涉及股票投資。過往走勢顯示，當經濟放緩且利率不再上升時，高信貸評級企業和政府所發行的較長期投資級別債券的回報率高於現金或股票。藉由投資於3至10年期的債券或者債券互惠基金或ETF，投資者可以繼續從投資組合獲得所追求的回報水平。

當經濟放緩時，債券、現金及利率會發生甚麼變化？

隨著經濟放緩，央行通常會減息以刺激經濟復甦，貨幣市場基金及其他短期現金工具的收益率也會下調。雖然新發行債券的收益率最終會隨著減息而下調，但債券支付的利息或「票息」於債券到期或被發行人贖回之前保持不變。因此，如果投資於長期債券，投資者在未來很長一段時間便可以享有目前較高的收益率，即使未來利率下降及短期投資回報受到影響之後也不變。事實上，債券是自1950年以來唯一在經濟衰退期間錄得兩位數回報的資產類別，在股市下跌時提供緩衝。

債券收益率會跟隨利率變化，也與債券價格走勢相反。這意味著當經濟放緩令到利率和收益率下降時，債券價格或會上升。由於債券向持有人提供的總回報包含票息收益及債券價格，未來債價有望上升加上目前的收益率較高，可以帶來明顯高於短期現金投資的回報。

保持平衡

如果投資者選擇不將到期現金再投資於長期債券，也存在另一風險。從歷史上看，經濟放緩經常伴隨股價下跌，期間現金所提供的緩衝不及債券。在經濟衰退期間，股市跌幅達到兩位數的情況並不罕見。不過，過往走勢顯示，當股市下跌時，債券價格往往可以錄得兩位數升幅。在這些時期，雖然現金並未如股票般貶值，但也未如債券升值。這意味著假如投資者持有太多現金而沒有足夠的債券，其投資組合的整體價值便可能被股票貶值拉低。

是時候採取行動？

可以肯定的是，目前現金仍然頗為吸引。富達的研究顯示，美國經濟仍處於經濟週期的「後期」階段。根據過往走勢，股票、債券及現金在這個階段的回報率非常接近。在2023年，緊縮貨幣政策也令到債券價格受壓。這可能會令投資者覺得投資長期債券的時機尚未到來，但金融市場一直變化且未來走向難以預料。這導致投資者幾乎不可能把握到最佳的再投資債券時機，因此持有現金或會錯失機遇。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

採取防守性部署

市場目前低估了經濟下行風險。由於多家央行淡化減息，環球環境支持經濟出乎意料維持強韌。然而，財政赤字引發的過度融資（例如美國國債急劇膨脹）令人憂慮。

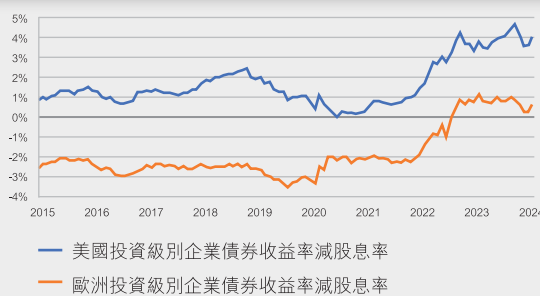
在此環境下，隨著核心收益率及息差變得吸引，投資者越來越青睞固定收益資產，尤其是具防守性的領域。舉例而言，投資級別美元債券的綜合收益率現已高於標普500指數的股息率。此外，收益率仍有很大上升空間，為投資者帶來緩衝。以美國投資級別債券為例，收益率需再上升80個基點，總回報才會消失¹。

面對較高利率及債券再融資，優質企業更有能力應付，但較低質素的企業或許難以支付利息。當貨幣緊縮的效應開始影響經濟，破產個案便會開始增加。雖然市場目前反映的高收益債券違約率仍然偏低，但一旦經濟下行，情況可能改變。

總結

如各央行減息，貨幣市場基金的吸引力將減低，固定收益市場會成為投資者的資金好去處。基於經濟下行風險仍未完全反映，投資者應維持防守性部署，可以考慮投資於優質的固定收益資產，例如美國投資級別債券。

投資級別債券的收益率高於股息率



資料來源：彭博、富達，截至2024年2月29日。債券收益率來自彭博債券指數，而股息率分別來自美國標普500指數及歐洲STOXX 600指數。指數舉例僅作參考用途，投資者無法直接投資於指數。

資料來源：

¹ 富達國際，2024年3月10日

聲明：以上資料由富達基金(香港)有限公司發行（「第三者」）提供。本文件所載的資料或表達的意見乃截至2024年4月15日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡攝，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。