

多項因素或支持日股繼續向上

日本在疫情後經濟好轉，加上早前股神巴菲特大舉投資日本五大商社，吸引環球投資者相繼增持。日股年初至今大幅上升14.59%，但在4月因聯儲局延遲減息出現輕微回調¹。

日本央行近日結束負利率政策及量化寬鬆，是當地經濟正式由長期衰退轉向正面復甦的劃時代標誌。市場認為，考慮到日本經濟和企業管治出現結構性轉變，日股增長前景樂觀，去年錯失入市機會的投資者值得把握當前時機。

結束負利率時代 邁向利率正常化

日本央行今年3月宣佈結束負利率政策、摺息率曲線控制及其他非常規政策工具，將基準利率由-0.1%上調至0-0.1%²。市場維持日本央行在6月或7月再次加息的預期，相比市場預期的時間要早，因為經濟和工資增長均優於預期。事實上，日本核心通脹自2022年4月始一直維持在2%以上³。同時，日本今年首輪「春鬥」（年度工資談判）顯示整體工資按年增長5.3%，為1991年以來的最高工資漲幅⁴。

日本核心通脹



資料來源：彭博，2024年4月8日

儘管如此，日本央行仍會對收緊貨幣政策保持審慎態度，將利率維持在極寬鬆的區間水平。這主要是因為家庭消費依然脆弱。例如，日本央行3月份的JCB信用卡消費遜於預期。消費是未來一年日本經濟增長的關鍵所在，也是日本央行加快貨幣政策正常化的動力。

經濟穩定增長 央行暗中縮表

聯儲局有一句名言：利率只有一個鈍器工具（blunt tool）。但日本央行的情況並非如此，因為日本的利率在上世紀90年代中期跌至谷底，日本央行不得不考慮其他政策工具——量化寬鬆政策由此誕生。

簡言之，量化寬鬆是指央行購買一定數量的政府債券或其他金融資產，以增加市場流動性，刺激經濟活動。

日本央行在2001年率先推出了量化寬鬆，先從匯率入手，然後政府債券，再到股票ETF。聯儲局和英國央行都在全球金融危機期間一度實施量化寬鬆政策，歐洲央行也在2010年歐元區債務危機時步其後塵。疫情期間，所有這些主要央行都恢復了量化寬鬆。

由於疫情時期的貨幣和財政刺激措施導致通脹上升，聯儲局、英國央行和歐洲央行在2022年開始削減資產負債表規模。最後，日本也到了改變貨幣政策的時候。在長期實行超寬鬆貨幣政策後，日本央行最近於3月決定取消負利率政策和摺息率曲線控制。事實上，當局的資產負債表規模也在縮減。最新數據顯示，日本央行在2023財年的債券購買量比一年前減少了36%⁵。

投資者認為，結束負利率政策及量化寬鬆是日本經濟由長期衰退轉向正面復甦劃時代標誌。日本經濟多年來陷於通貨緊縮的惡性循環，負利率政策及量化寬鬆的結束表明日本央行確認經濟已步上穩定增長的正軌。對股市而言是結構性利好，反映當前升勢具可持續性。

預計日圓持續受壓 有利日股增長

日圓是今年表現最差的已發展市場貨幣，年初至今兌美元匯率下跌了逾8%。市場預計日圓匯率將繼續受聯儲局息口影響而維持弱勢。市場早前預期聯儲局將於6月減息，但由於美國近日就業及通脹數據強勁，減息的可能性已經減少。從歷史上看，美國經濟強勁通常預示著美元走強和日圓走弱。日圓弱勢有助出口產品在國際市場更具價格優勢，有助跨國企業或依賴出口的企業盈利造好，推動股市向上。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

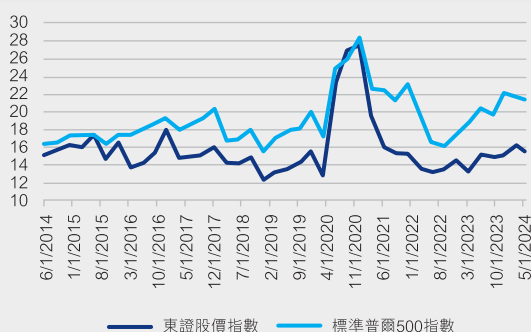
美元兌日圓



資料來源：彭博，截至2024年4月23日。僅供參考目的。過往表現並非未來回報的預測

現時估價合理 企業盈利料增長強勁

12個月遠期市盈率



資料來源：彭博，2024年5月9日

日本是年初至今表現最好的主要股票市場。儘管日本股市在過去幾個月升幅強勁，但目前估值仍算合理。現時東證股價指數的12個月遠期市盈率為14倍，接近該指數的歷史平均水平，低於其他發達市場。相比之下，標準普爾500指數目前的市盈率為20倍，儘管美國股票的倍數一般較高。

由於企業管治和經濟上的結構性改善，日本股票的估值可能會隨著時間的推移而適度上升。不過，即使估值沒有變化，日本股票價格也可能進一步上漲，因為分析師預計2024年和2025年企業盈利增長強勁，可能會超出市場預期。

預計東證股價指數的每股盈利2024年全年將達到兩位數。年初至今日股的升勢在很大程度上歸因於企業盈利的超預期表現，這不僅是經濟走強的推動力，也反映企業以股東利潤最大化為目標的決心。在東京證券交易所的大力鼓勵下，日本上市企業採取了更多有利於股東的措施，從而提高了股息和股票回購，所有這些都有助提振股價。

投資者認為，日本股市將繼續保持增長勢頭，股市升勢仍有後勁。日本的企業治理和管理格局正在迅速轉變。資產負債表重組使企業部門重新煥發活力。日本股票的投資回報率因此不斷上升，自2012年以來已上升了2.5倍至接近10%⁶。

外資投資日股意欲高漲

近來投資者對日本股票基金的興趣一直很高，而且有上升趨勢。外國投資者對日本表現出濃厚的興趣，外國資產組合淨投資（FPI）數據顯示，2023年全年流入日本股票的資金達290億美元。今年年初至今不足半年時間，數字已經達到約200億美元，反映資金正在加速流入⁷。

被動資金流入的原因是基準指數對日本的配置不斷增加。2021年初，日本在MSCI所有國家亞太指數中的比例為32%，現在已上升到35%。在環球長倉基金中，日本的配置比例在經歷數十年的低配之後也在上升，目前已接近基準的平均水平，並呈繼續上升趨勢。總而言之，資金流動和配置形勢似乎對日本十分有利。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

全球股票基金日本比重相對基準指數（低於0 = 減持）



資料來源：EPFR Global、國家分配資料庫、摩根士丹利研究部。基金權重截至2024年1月。環球長倉基金以MSCI世界指數、MSCI全球指數（美國除外）和MSCI歐洲遠東指數為基準

值得注意的風險因素

在投資日本市場時，投資者應留意多方面因素，尤其是利率變動對日圓匯價的影響，及環球經濟的潛在衰退風險等。

資料來源：

1. 彭博，2024年5月9日
2. 日本銀行，2024年3月19日
3. 彭博，2024年4月3日
4. 路透社，2024年3月16日
5. 日經亞洲，2024年4月2日
6. 彭博，2024年4月30日。過往表現並非未來回報的預測
7. 彭博，2024年3月22日

聲明：以上資料由景順投資管理有限公司（「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5月17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。

新興市場的投資機遇

中國內地股市回暖下，新興市場股市4月微升，表現稍勝已發展市場股市。另一邊廂，鑑於美國通脹數據高過預期，投資者愈發憧憬已發展市場利率可能「在高位維持多一段時間」。¹

土耳其成為4月表現最佳的指數市場，因為總統埃爾多安（Erdogan）於大選後表示該國將繼續實施現行的經濟政策，吸引外資大量流入當地股市。僅隨其後的是中國內地，當地2024年第一季國內生產總值強勁增長（5.3%），加上3月製造業及基建投資按年增長，反映政策開始奏效。另一方面，匈牙利、秘魯、南非及捷克也錄得正回報，而開始舉行全國大選的印度亦繼續造好。¹

智利及泰國均走弱，後者經濟指標反映經濟活動放緩。台灣股市跑輸整體指數，因為外國投資者拋售當地股票。沙特阿拉伯、卡達、阿聯酋及科威特等中東市場則因為地區地緣政治緊張局勢升級而下跌。與此同時，墨西哥、巴西及哥倫比亞等拉丁美洲市場也走弱，因為三國貨幣均兌美元貶值。巴西因市場預期美國延遲減息而受到拖累，南韓亦如此，該國科技行業拖累了回報，至於埃及則再度為成為表現最差的指數市場。¹

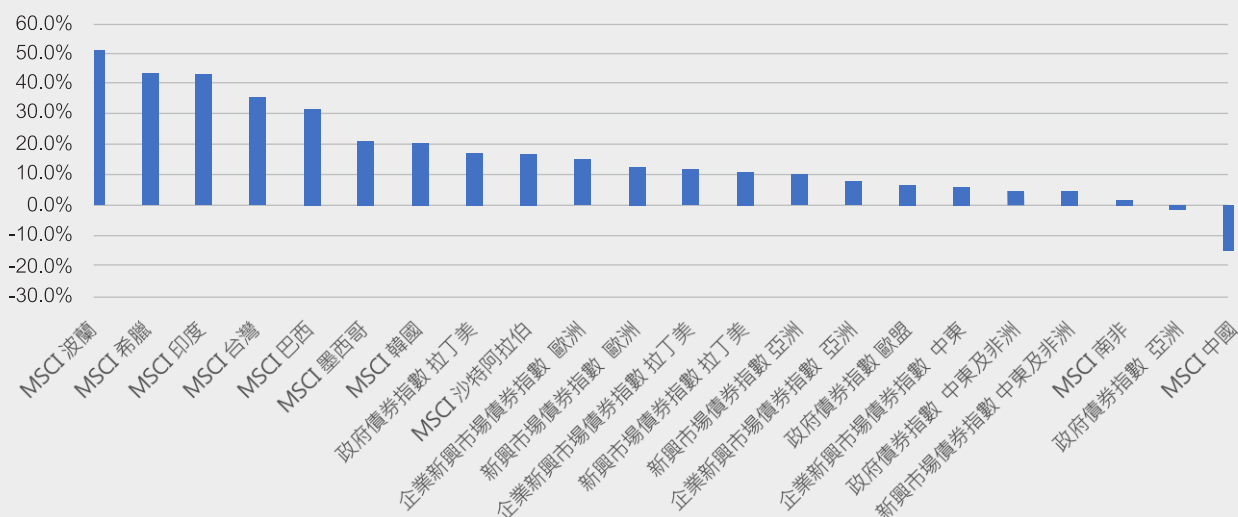
新興市場受惠「3D 重置」²

3D重置（指三個為「D」字母開頭的主題，即去全球化（Deglobalization）、脫碳（Decarbonization）及人口結構（Demographics））預計將對環球經濟（尤其是新興市場）產生深遠的影響。全球價值鏈重組，包括回流（reshoring）、近岸外包（nearshoring）及友岸外包（friendshoring），正顯著推動新興市場各地經濟。

脫碳初期會導致大宗商品價格上漲，從而帶動出口傳統大宗商品的新興國家。世界最大經濟體的勞動人口不斷下降，促使科技投資增加，特別是在自動化、機器人及人工智能（AI）等領域。這種聚焦在科技上的戰略性發展，將有利主要新興市場經濟體。

圖一：配置不同地區及資產的多元投資提供大量機遇

截至2024年3月前12個月總回報（以美元計算）



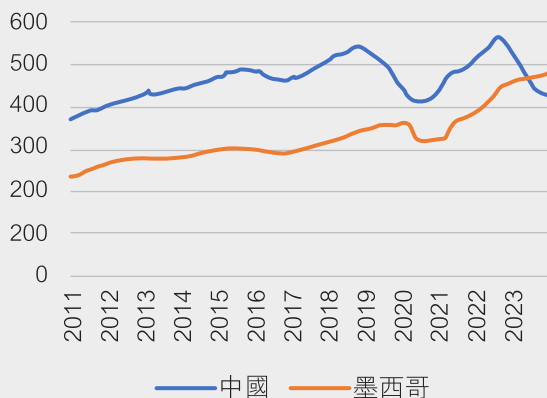
資料來源：彭博、施羅德投資，2024年3月31日。MSCI代表股市，政府債券指數本地貨幣債市（GBI local currency bond markets），新興市場債券指數硬通貨幣債市（EMBI hard currency bond markets），企業新興市場債券指數（CEMBI）。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖二：墨西哥超越中國成為美國最大貿易夥伴

出口至美國（10億美元），12個月滾動總計



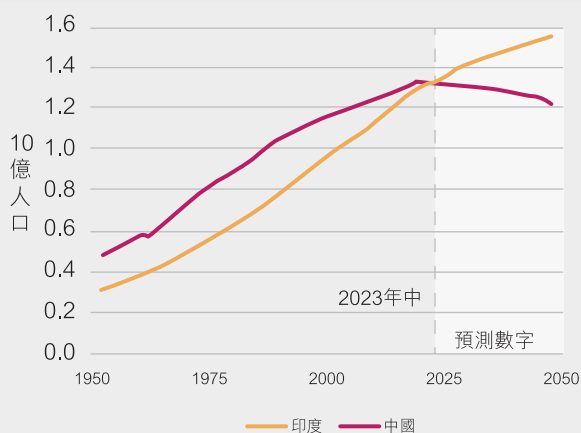
資料來源：LSEG DataStream、施羅德投資，2024年1月31日

圖三：巴西重新成為出口強國

巴西貿易平衡（10億美元），12個月滾動總計



圖四：印度超越中國成為人口最多的國家



資料來源：聯合國世界人口展望、DataStream、施羅德投資，2023年12月31日

圖五：印度政府資本支出繼續推動經濟增長

印度政府資本開支，滾動12個月% GDP

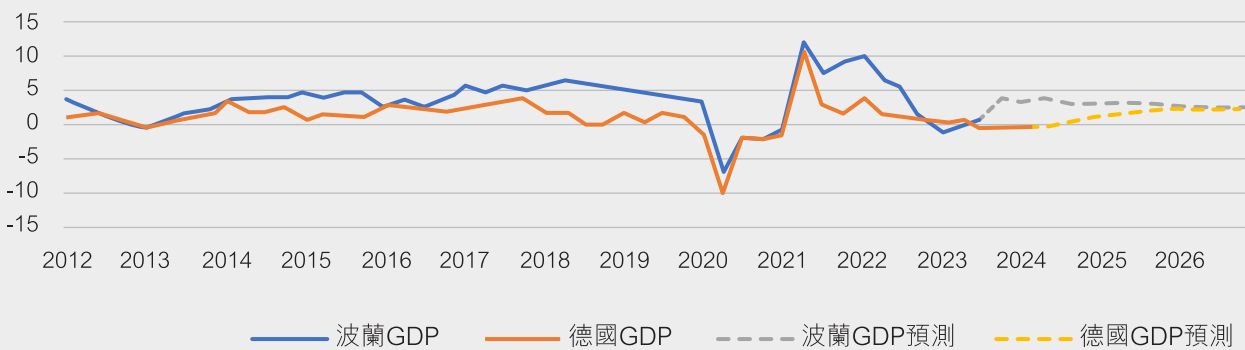


市場觀望

EYE ON THE MARKET

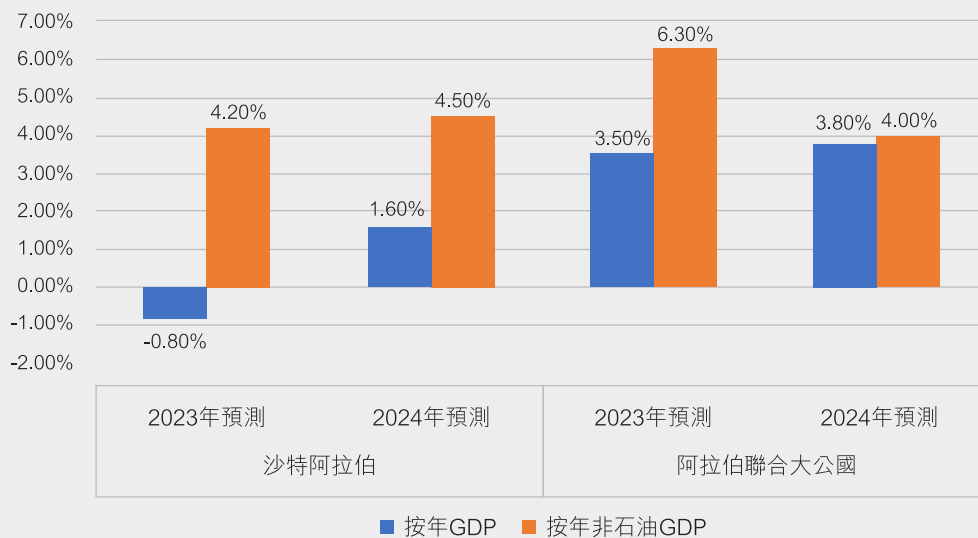
圖六：歐洲新興市場復甦步入正軌

年實質GDP增長 (%)



資料來源：彭博、施羅德投資，2023年12月31日

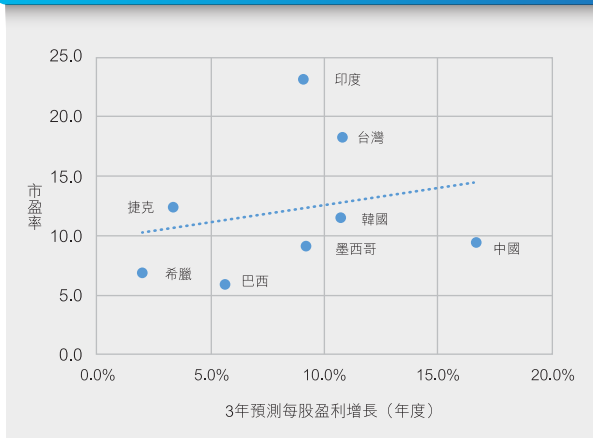
圖七：中東非石油GDP增長具韌性



市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖八：中國結構性轉型至低增長模式，
但對比預期盈利增長，股票似乎太便宜



資料來源：彭博、施羅德投資，2023年3月31日

環球新興市場之星³

2000年代，中國帶領新興市場快速發展。此乃全球化、城市化、大宗商品「超級週期」及中產階層崛起的黃金10年。期內，製造業、大宗商品及消費得到大力支持。

然而，接下來的10年卻令人失望。美元持續升值拖累新興市場金融環境及名義增長。隨着已發展市場製造業的工作崗位流失及來自民粹主義的壓力日漸加大，全球化進入瓶頸期。同時，中國房地產、基建及債務問題日益嚴重，加上地緣政治緊張局勢加劇，均不利經濟及市場。

新興市場將何去何從？3D重置（脫碳、去全球化及人口變化）將帶來哪些風險與機遇？以下將先從中國這個目前佔MSCI新興市場30%的市場說起。

中國：不容忽視³

未來10年，中國經濟增長將會放緩，當地需要擺脫由投資帶動的增長模式。鑑於投資佔國內生產總值比例較高、基建已相當完善，加上內房長年繁榮，導致全國很多地區供應過剩。債務水平高企，人口變化趨勢也拖累經濟，中國臨勞動人口不斷減少、出生率顯著下降，以及人口老化，均導致撫養比率迅速上升。

同時，中國正面臨「中等收入陷阱」，隨着工資成本上漲，中國低端製造業的競爭力有所下降，故需要繼續向價值鏈上游移動。另一方面，中美地緣政治緊張局勢令各國致力發展供應鏈多元化、阻礙先進技術及知識轉移，凡此種種均不利中國經濟表現。

然而，中國經濟規模高達18萬億美元，且擁有龐大的國內市場，足以支持自身的產業政策。如果有一個國家能夠克服中等收入陷阱，那就是中國。

中國與環球經濟高度融合，且競爭力仍然相當高，因此環球供應鏈多元化所帶來的影響將需要再過幾年才逐步顯現。中國是一個具創新性的國家，並有望成為脫碳的大贏家：2022年中國生產了全球80%的太陽能電池板，銷售了全球三分之二的電動車，控制了全球75%的電池產能，並主導了大部份可再生能源供應鏈領域。此外，中國家庭儲蓄率較高，故其經濟增長毋須依賴海外資金，而政府亦控制了金融體系，能非常靈活地推行政策。因此，這個廣而深的市場之中，從來不乏具投資價值的企業。

印度：人口結構是勢不可擋的崛起動力之一³

印度作為中國的對手，過去40年表現一直落後，但近年終於嶄露鋒芒。

雖然印度城市化程度低，但中期生產力有望顯著提升。當地基建投資回報率高，人口結構有利，勞動力充足且較廉價。印度政府亦著力提高財政效率、增加基礎設施投資、減少印度各邦之間的貿易摩擦及推動進口替代的政策，成功改善國家增長前景。與此同時，數字化及智能手機普及也有助改善經濟形式、金融中介及教育。

但要注意的是，基建、官僚主義、保護主義、勞動技能及勞工法規等問題猶存，故即使印度規模龐大，但並不一定是出口製造業商直接投資的首選地。話雖如此，印度未來10年的前景亮麗。

南韓及台灣：脫碳及去全球化受益者³

南韓及台灣是較受貿易（特別是科技）影響，隨着環球數字化進程不斷推進，投資者看好科技的結構性前景。截至2023年10月，台灣及南韓科技股分別佔當地股市指數70%、50%。同時，南韓的電池企業實力雄厚，從脫碳的角度來看，其長線增長前景亮麗。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

其他新興市場國家則受惠供應鏈多元化。基建、熟手技工及地理位置等優勢支持墨西哥、中歐及東盟的發展前景。反之，已發展市場的製造業（無論是建造成本或營運成本）非常高昂，例如，將芯片及電池生產遷回美國需要巨大的財政支持。因此，去全球化旨在降低供應鏈風險，企業很可能選擇近岸外包（nearshoring）或友岸外包（friendshoring），而非回流（reshoring）。

大宗商品對新興市場的影響已明顯減弱，但能源轉型將帶動個別大宗商品，從而使某些市場（主要是拉丁美洲市場）從中受惠。

最後，儘管經濟上較依賴石油生產的中東國家，將面臨能源轉型的挑戰，但由於相關政府重視經濟多元化發展，加上沙特阿拉伯及阿聯酋大推財政支持與改革，這將為當地市場帶來吸引的投資機會。

資料來源：

¹ 施羅德投資：每月經濟回顧及展望 - 2024年4月(截至2024-5-7)

² 施羅德投資：施羅德環球基金系列新興市場股債 - 新興市場之新星 (截至2024-3)

³ 施羅德投資：2024年投資展望：「3D重置」時代下的股市 (截至2023-12-4)

聲明：以上資料由施羅德投資管理(香港)有限公司發行（「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5月17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。