

日本股市还会继续上涨吗？

核心观点

本轮日股上涨主要源于以外资为代表的资金流入推动的估值抬升，而非盈利改善。主要源于：一是避险需求吸引外资流入提振日元资产；二是日本宽松货币环境为机构融资购买股票提供沃土。此外，东京证券交易所发布相关文件也从制度层面推进估值预期改善。展望未来，我们认为避险需求以及日本本土相对宽松的货币环境仍将驱动外资流入，日本股市的涨势可能依然具有延续性。

□ 日股上涨主要源于以外资为代表的资金流入推动的估值抬升，而非盈利改善

本轮日股上涨主要源于资金驱动下的估值抬升，盈利改善并非主因。从上涨驱动因素的拆分来看，2023年以来估值端对日经225指数上涨的贡献率达到约89%，远高于盈利端贡献。

从资金流向来看，本轮日股上涨核心源于外资驱动。从近期流入资金来看，海外资金对日股的累计净买入额远超季节性特征。日本财务省公布数据显示，海外资金在2023年以来累计净买入规模达2.5万亿日元（折合198亿美元）；3月26日之后流入加速，海外资金的日股累计净买入额达到6.2万亿日元（折合为496亿美元）。从交易时间分布来看，海外时间交易额对日股年内涨幅的贡献达70%。

□ 资金流入逻辑1：避险需求吸引外资流入提振日元资产

日元资产具有避险属性。2023年以来，全球金融体系和地缘政治形势均存在诸多不稳定因素，驱动避险资金回流日本。

金融稳定方面，以硅谷银行为代表的美国银行体系自3月以来遭遇流动性冲击，时至5月仍有机机构陆续出险；此外，美国债务上限谈判反复也对风险偏好存在扰动；整体来看，美联储在通胀压力下被迫加息使得金融体系风险逐渐暴露，日本通胀压力远小于欧美国家仍可维持宽松货币政策，使得其金融体系稳定性在发达国家中呈现了相对优势。

地缘政治方面，俄乌战争悬而未决；土耳其、泰国等国均在年内进行总统选举，美国、乌克兰、俄罗斯等国已开始为2024年总统选举布局；在区域性冲突、部分国家选举结果悬而未决的背景下，地缘政治不确定性也提振海外资金避险需求。

□ 资金流入逻辑2：日本宽松货币环境为机构融资购买股票提供沃土

日股上涨的驱动资金部分也源于日本国内宽货币的推动，宽货币压低国债收益率与企业融资利率，从而使得股票隐含收益率高于融资利率（当前日本企业融资利率1.4%，日经指数平均市盈率隐含的收益率为5.3%），为日本国内企业发债回购（2023年Q1日本上市公司股票回购额达到9万亿日元，折约676亿美元，为过去16年以来新高）与海外投资者融资买入提供了充足的弹药和操作空间（过去1年海外金融机构在日本的债券融资额明显提高）。

□ 东京证券交易所发布相关文件从制度层面推进估值预期改善

2023年3月31日，东京证券交易所发布《关于实现关注资金成本和股价经营要求》，进一步从制度层面推进了日本股市估值改善预期。

在估值方面，《要求》重点提出对于市净率低于1倍的上市公司，上市公司应作出解释和说明，并改善情况。具体方式包括：一是股票回购，鼓励通过股票回购进行市值管理改善市净率和ROE；二是适时调整企业战略；三是注重资本回报率；四是积极打造并制度化信息公开渠道等。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 《盈利积极因素初显，逐步开启被动去库》 2023.05.28
- 《卖地收入仍弱，下半年怎么看？——2023年4月财政数据的背后》 2023.05.19
- 《经济延续弱修复，内生动力仍显不足》 2023.05.16

□ 资金流入驱动的日股行情或具备持续性

日本股市本轮表现主要源于资金推动的估值抬升。展望未来，尤其是美欧货币政策出现明确的转向信号前，我们认为避险需求以及日本本土相对宽松的货币环境仍将驱动外资流入，日本股市的涨势可能依然具有延续性。

一是海外金融稳定风险下半年隐患犹存，包括美国银行的稳定性问题以及衍生的商业地产风险、欧洲主权债务风险等，避险逻辑对日本资金流入可能仍有支撑。

二是外资通过日元融资买入日元资产的逻辑依然成立。考虑到日本当前的温和通胀压力，日央行下半年可能小幅收紧货币，取消 YCC 概率较大，短端加息概率极小。在此背景下，我们认为日央行的小幅收紧不会明显影响当前资金驱动的环境。一方面，即便日央行取消 YCC，日本股票隐含收益率可能依然高于企业融资成本，日本国内企业和海外机构投资者通过融资回购或买入股票的运转依然可以进行。另一方面，YCC 的取消可能吸引海外资金回流日本，进一步提振日元资产，日本当前在全球范围内持有近 4 万亿美元资产。

□ 风险提示

日本通胀压力超预期；海外金融稳定风险超预期

正文目录

1 日股大幅走高主因外资流入抬升估值	5
1.1 日本股市上涨主要源于以外资为代表的资金流入抬升估值	5
1.2 避险需求吸引外资流入提振日元资产	6
1.3 日本宽松货币环境为机构融资购买股票提供沃土	7
2 东京证券交易所发布相关文件从制度层面推进估值预期改善	10
3 资金流入驱动的日股行情或具备持续性	11
3.1 海外金融稳定风险下半年隐患犹存，加速海外资金避险需求	11
3.2 外资通过日元融资买入日元资产的逻辑依然成立	12
4 风险提示	13

图表目录

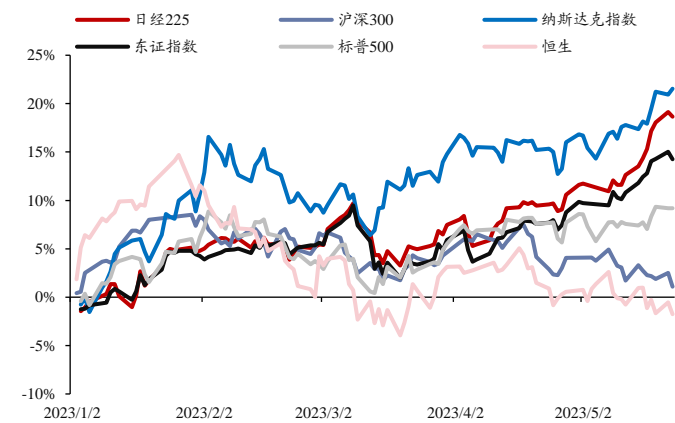
图 1: 日经 225 表现远超全球平均水平 (%)	5
图 2: 日经 225 交易活跃度在近期显著提升 (百万日元)	5
图 3: 今年以来日经 225 上涨主要由估值端贡献 (%)	5
图 4: 外资流入日股数额远超季节性趋势 (%)	6
图 5: 近年来, 外资占日本股市投资者比重逐渐提升 (%)	6
图 6: 风险事件及 VIX 上升期间, 日元往往升值	6
图 7: 美国企业融资利率过去 3 年处于低位 (%)	7
图 8: 过去 3 年美国企业债发行额远高于往年 (十亿美元)	7
图 9: 美国股票隐含收益率较高 (%)	8
图 10: 美股不同行业涨跌幅与回购规模明显相关 (百万美元)	8
图 11: 美股回购额仍在不断创下历史新高 (十亿美元)	8
图 12: 公司债发行额与股票回购额存在明显相关性 (十亿美元)	8
图 13: 日本持续维持宽松货币政策 (%)	8
图 14: 日本企业融资利率较低 (%)	8
图 15: 日经 225 指数股票隐含收益率仍然较高 (%)	9
图 16: 海外机构通过日元进行杠杆融资额明显提升 (十亿美元)	9
图 17: 日本股市回购额上行对日经 225 估值改善明显	9
图 18: 东京证券交易所《对于实现关注资本成本和股价的经营》中提出的要求内容	10
图 19: 东京证券交易所对于成长型公司提出的信息披露要求	10
图 20: 美国不同资产规模银行商业地产贷款占总资产比重 (%)	11
图 21: 美国商业地产违约率 (%)	11
图 22: 欧洲银行放贷意愿自 2022 年以来显著下行 (%)	12
图 23: 2023 年欧洲 TLTRO 到期规模分布 (亿欧元)	12
图 24: 欧洲债务压力国杠杆率 (%)	12
图 25: 欧洲债务压力国 2023 年到期主权债务 (亿欧元)	12
图 26: 日本持有资产在各国的占比 (%)	13
表 1: 截至 2022 年 Q2, 日本机构持有海外资产按国家分布情况(亿美元).....	13

1 日股大幅走高主因外资流入抬升估值

1.1 日本股市上涨主要源于以外资为代表的资金流入抬升估值

日经 225 指数近期突破 30000 点并创下 33 年以来新高。2023 年以来涨幅近 18%，我们认为本轮日股上涨主要源于资金驱动下的估值抬升，并非源于盈利改善。

图1：日经 225 表现远超全球平均水平（%）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

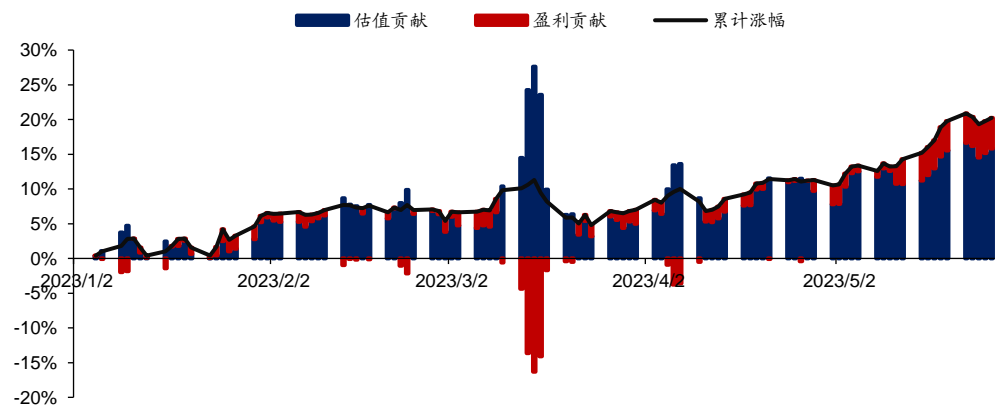
图2：日经 225 交易活跃度在近期显著提升（百万日元）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

从上涨驱动因素拆分来看，2023 年以来估值端对日经 225 指数上涨的贡献率接近 89%，远高于盈利端贡献。这一结论也可以从日本央行的经济展望中得到印证：日本央行在 2023 年 4 月会议的经济展望中，将 2023 年实际 GDP 增速由 1.7% 的前值预测（1 月预测）下调至 1.4%，年内经济并未呈现出超预期修复的特征。

图3：今年以来日经 225 上涨主要由估值端贡献（%）

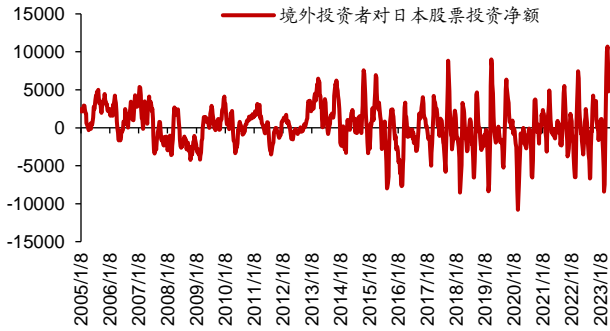


资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

从资金流向来看，本轮日股上涨核心源于外资驱动。从存量结构来看，自日本泡沫经济时代以后，日股本土投资者占比逐渐减少，外资开始主导日股走向。从投资者占比来看，截至 2020 年末，东京交易所数据显示，31.2% 的日本股票由外国投资者所持有，远高于排名 2、3 位本土投资信托的 23.5% 和本土企业法人的 20%。从近期流入资金来看，海外资金对日股的累计净买入额远超季节性特征。日本财务省公布的海外资金流向数据显示，海外资金在 2023 年以来累计净买入规模达 2.5 万亿日元（折合 198 亿美元）；3 月 26 日之后流入加速，

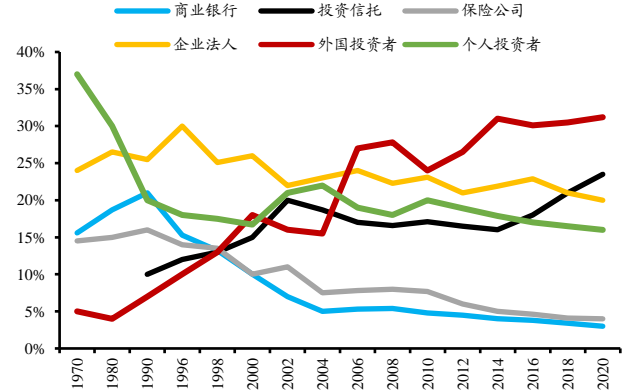
海外资金的日股累计净买入额达到 6.2 万亿日元（折合为 496 亿美元），远超往年季节性特征，占全年净买入额比例达到 2.48 倍。从交易时间分布来看，海外时间交易额对日股今年涨幅的贡献达到 70%。2023 年以来，日经指数上涨幅度为 18%，其中约 7 成以上的涨幅发生在海外交易时间（东京证券交易所交易时间之外，在此期间主要投资者主要以美欧机构为主）。

图4： 外资流入日股数额远超季节性趋势（%）



资料来源：日本财务省，浙商证券研究所

图5： 近年来，外资占日本股市投资者比重逐渐提升（%）



资料来源：日本财务省，浙商证券研究所

我们认为，近期外资大量流入日本股市，主要源于两方面因素：一是全球金融体系不稳定性增强后海外资金避险需求增加，日元资产的避险属性得以发挥；二是投资者借力日央行的宽货币环境通过日元低息融资购入股票推升资产价格。

1.2 避险需求吸引外资流入提振日元资产

日元资产具有避险属性。一是日央行长期维持低利率，融资利率极低，海外投资的常见模式是拆入日元，换汇后投资全球的高收益资产（如权益资产）；当风险事件爆发时，投资者在卖出高收益资产的同时，买入日元偿还贷款，资金回流日本进而推升日元汇率以及相关日元资产。二是在巨额外汇储备、资本项目可兑换等因素支持下，日元具备灵活结算并跨境流动的特征，这也是日元成为避险货币的重要原因。三是日本机构海外持有资产近 4 万亿美元，当全球出现风险时，资金也会呈现出回流本土的避险特征。回顾历史，VIX 指数、地缘政治风险指数上行期间，日元往往也呈现升值特征。

图6： 风险事件及 VIX 上升期间，日元往往升值

事件	开始时间	结束时间	VIX 上升幅度 (%)	日元升值幅度 (%)
911 事件	2001 年 9 月	2001 年 10 月	102%	4.20%
美伊战争爆发	2003 年 3 月	2004 年 11 月	89%	22%
次贷危机爆发	2008 年 10 月	2008 年 12 月	380%	26%
欧债危机	2011 年 10 月	2012 年 11 月	191%	14%
2020 年新冠疫情危机	2020 年 3 月	2020 年 5 月	583%	3.95%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2023 年以来，全球金融体系和地缘政治形势均存在诸多不稳定因素，驱动避险资金回流日本。金融稳定方面，以硅谷银行为代表的美国银行体系自 3 月以来遭遇流动性冲击，时

至5月仍有机构陆续出险;此外,美国债务上限谈判反复也对风险偏好存在扰动;整体来看,美联储在通胀压力下快速加息暴露金融体系风险,日本通胀压力远小于欧美国家仍可维持宽松货币政策,使得其金融体系稳定性在发达国家中呈现了相对优势。**地缘政治方面**,俄乌战争仍然悬而未决;土耳其、泰国等国均在2023年进行总统选举,美国、乌克兰、俄罗斯等国已经开始为2024年总统选举进行布局;在区域性冲突、部分国家选举结果悬而未决的背景下,地缘政治不确定性也提振海外资金避险需求。

1.3 日本宽松货币环境为机构融资购买股票提供沃土

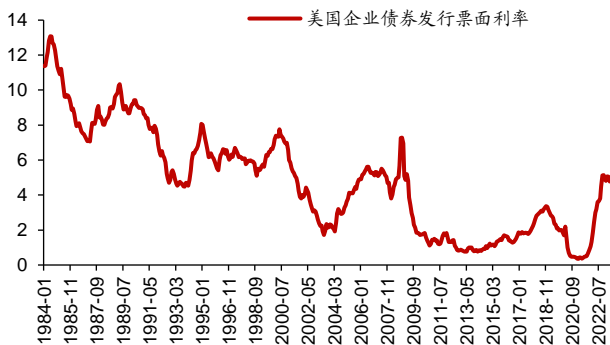
我们认为,日股上涨的驱动资金部分也源于日本国内宽货币的推动,宽货币压低国债收益率与企业融资利率,从而使得股票隐含收益率高于融资利率,为日本国内企业发债回购与海外投资者融资买入提供了充足的弹药和操作空间。

回购方面,日股上涨与本轮联储货币收紧前美股上涨的支撑因素类似,即在融资利率低、股票隐含收益率高的背景下,美股多家上市公司通过发行企业债券进行大额股票回购,通过分母端的减小改善ROE并推升股价的循环。2020年和2021年,美国企业融资利率分别为0.98%和0.54%,处于历史低位;标普500股票隐含收益率为3.75%和3.19%,二者差值较历史同期水平较高,为企业发债回购提供了较好的环境;从标普500股票隐含收益率与企业融资利率差值来看,2020-2022年期间两者差值维持在2.2%-2.76%之间,显著高于当前(数据截至2023年5月24日)的-0.6%。

从本土企业回购来看,2023年以来日股同样存在类似现象,当前日央行仍维持了较低的利率水平,日本企业可以通过低息融资进行回购,进而推升股价。日本企业融资利率与日本货币政策走势较为一致,在日央行于12月份宣布调整YCC后,日本企业融资利率由1.2%小幅上行至1.4%,10年期国债收益率由此前的0.25%左右上升至当前0.45%左右。从日经225指数来看,隐含的股票收益率为5.3%,与日本企业融资利率差值达到3.9%,仍高于过去30年以来平均水平3.2%,日经新闻的数据显示,2023年Q1日本上市公司股票回购额达到9万亿日元(约合676亿美元),创下过去16年以来新高。

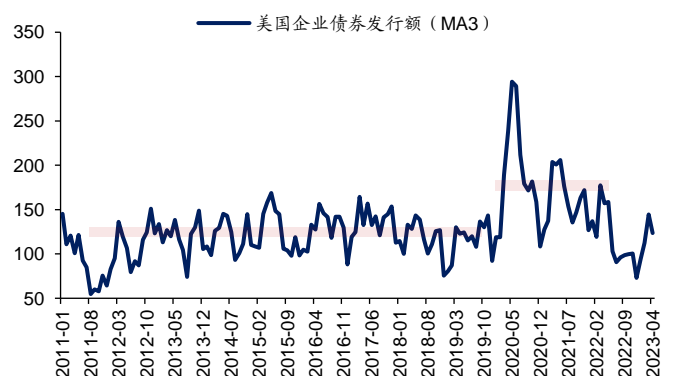
从海外机构投资者来看,2022年4月到2023年4月,欧美金融机构日元融资额达到216亿美元,高于2021年同期发行额194亿美元,为购买日本股票提供了充分弹药。以伯克希尔-哈撒韦为例,2019-2023年总计发行日元债约1万亿日元,融资成本在0.5~1.1%之间,利用日本低息融资进行日股投资。同时值得注意的是,日经225指数主要成分股在过去10年以来仍然能保持大约10%的净利润增速以及2.5%的股息率,从股息率和收益率角度来看,融资购买日股的投资收益同样显著。

图7: 美国企业融资利率过去3年处于低位(%)



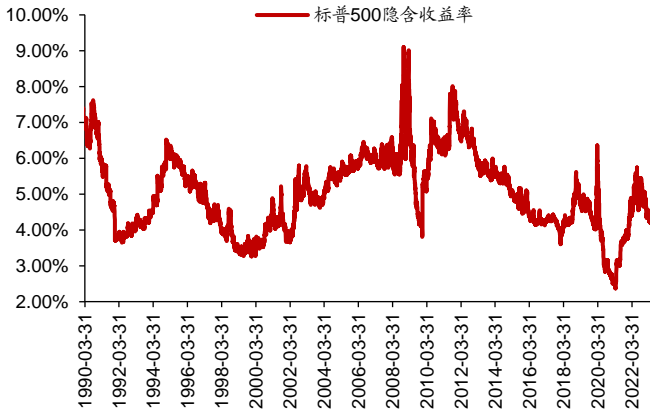
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图8: 过去3年美国企业债发行额远高于往年(十亿美元)



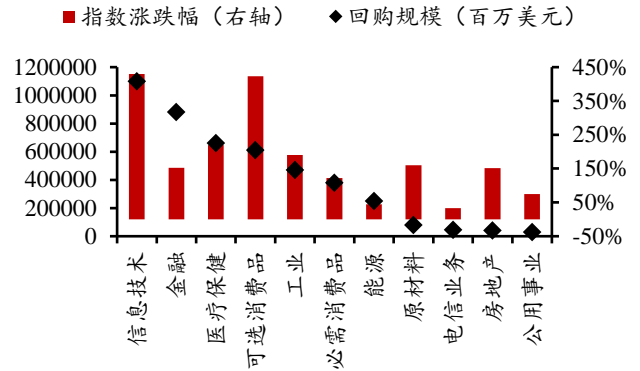
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图9: 美国股票隐含收益率较高 (%)



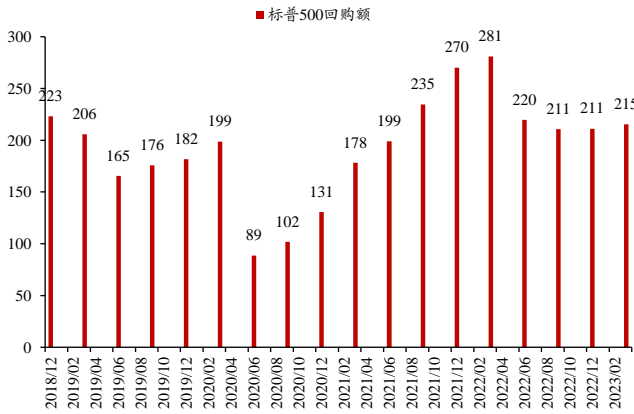
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图10: 美股不同行业涨跌幅与回购规模明显相关 (百万美元)



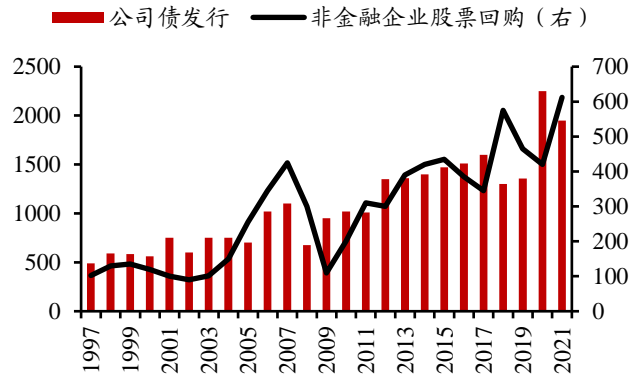
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图11: 美股回购额仍在不断创下历史新高 (十亿美元)



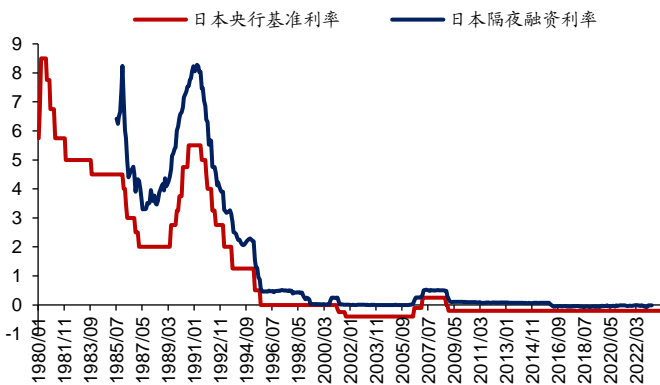
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图12: 公司债发行额与股票回购额存在明显相关性 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图13: 日本持续维持宽松货币政策 (%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图14: 日本企业融资利率较低 (%)



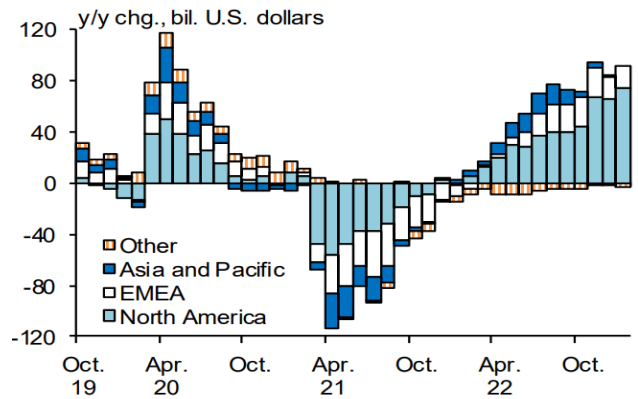
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图15: 日经 225 指数股票隐含收益率仍然较高 (%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图16: 海外机构通过日元进行杠杆融资额明显提升 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图17: 日本股市回购额上行对日经 225 估值改善明显



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

2 东京证券交易所发布相关文件从制度层面推进估值预期改善

2023年3月31日，东京证券交易所发布《关于实现关注资金成本和股价经营要求》(下称《要求》)，进一步从制度层面推进了日本股市估值改善预期。东京证券交易所敦促上市公司提高资本回报率，关注企业盈利的持续增长和中长期企业价值的提升，要求上市公司实践以降低资本成本和提升资本回报率为基础的经营理念。

在估值方面，《要求》重点提出对于市净率低于1倍的上市公司，上市公司应作出解释和说明，管理层应充分分析自身优势和市场竞争情况，改善公司的增长潜力(东京交易所数据显示，当前日经225指数、TOPIX东证股价指数企业破净数量占比分别为49%、53%)。具体方式包括：一是股票回购，鼓励通过股票回购进行市值管理改善市净率和ROE；二是适时调整企业战略，包括重新审视业务组合、设备投资、研发投资和人力资本投资等管理资源的分配等具体措施。三是注重资本回报率，除了在整个公司范围内进行分析和评估外，还可以针对每个业务细分部门计算投入资本回报率(ROI)并与平均资金成本(WACC)进行比较，及时对回报率不足的部门进行整改。四是积极打造并制度化信息公开渠道。尤其是成长型上市公司，至少每年披露一次市场环境变化，企业核心竞争力等核心信息。

图18: 东京证券交易所《对于实现关注资本成本和股价的经营》中提出的要求内容



资料来源：东京证券交易所，浙商证券研究所

图19: 东京证券交易所对于成长型公司提出的信息披露要求

公示项目		主要公示内容
商业模式	业务范围	商品和服务的内容和特点 每个业务对于整体业务的贡献程度 未来可能需要的许可和认可事项的内容和流程
	收益结构	收益和费用结构，获取现金流的流程，以及对收益结构具有重要影响的合同条款。
市场环境	市场规模	具体市场(客户类型、地区等)的内容和规模
	竞争环境	竞争对手的内容、本公司的定位、市场份额等
核心竞争力	企业优势	成长驱动因素：包括技术、知识产权、商业模式、专业知识、品牌和人才等。
业务计划	发展战略	经营方针和增长战略，以及实现这些战略的具体措施(研发、设备投资、市场营销、人员、资金计划等)
	经营目标	经营上重视的指标(采用该指标的理由、实际值、具体目标值等)
	利润计划	(如果已公布中期利润计划) 其中的内容和前提条件
	企业进度	自上次披露以来的更新内容和目标达成情况，以及预计下次披露的时间。
风险提示	预期风险及对策	主要风险及应对措施，可能对增长实现和业务计划执行产生的重要影响。

资料来源：东京证券交易所，浙商证券研究所

3 资金流入驱动的红股行情或具备持续性

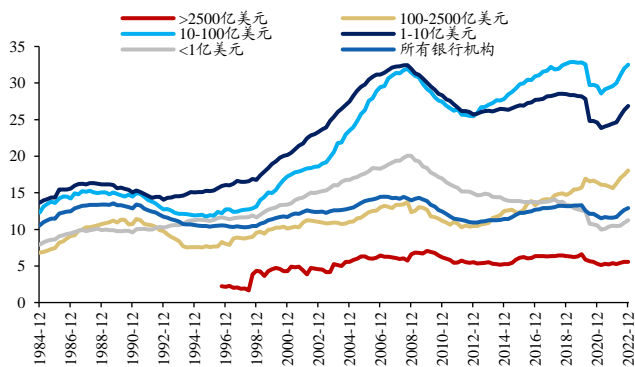
我们已于上文提出，日本股市本轮表现主要源于资金推动的估值抬升逻辑。展望未来，尤其是美欧货币政策出现明确的转向信号前，我们认为避险需求以及日本本土相对宽松的货币环境仍将驱动外资流入，日本股市的涨势可能依然具有延续性。

3.1 海外金融稳定风险下半年隐患犹存，加速海外资金避险需求

我们在半年度策略《水到渠成，股债双牛》中曾提出，海外金融稳定风险下半年隐患犹存，包括美国银行的稳定性问题以及衍生的商业地产风险、欧洲的主权债务风险等，避险逻辑对日本的资金流入可能仍有支撑。

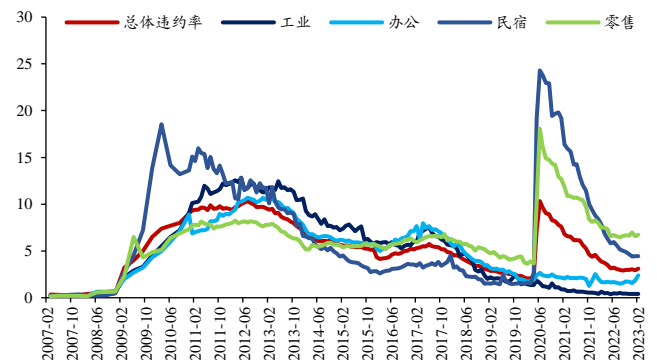
美国方面，银行业危机可能加速中小银行信贷紧缩进程，并暴露以商业地产为代表的潜在金融稳定风险。美国商业地产市场存在杠杆率高、违约率上行且中小银行对商业地产贷款过于集中的问题。一是从杠杆率来看，截至 2022 年 Q4，美国商业地产贷款规模占 GDP 总比重已经达到 29%，逼近 2008 期间 30% 的水平。二是美国部分商业地产存在一定的违约率上行风险，主因受过去 2 年疫情的影响，Realtor 数据显示，2023 年 3 月大型城市办公楼占用率均值为 50.1% 明显低于疫前水平。三是在商业地产贷款质量有所下行的背景之下，资产规模较小的银行对商业地产的敞口更大。截至 2022 年 Q4，中小银行商业地产贷款占总贷款比重均值为 29.1%，远高于大型银行的 5.5%。

图20：美国不同资产规模银行商业地产贷款占总资产比重（%）



资料来源：FDIC，浙商证券研究所

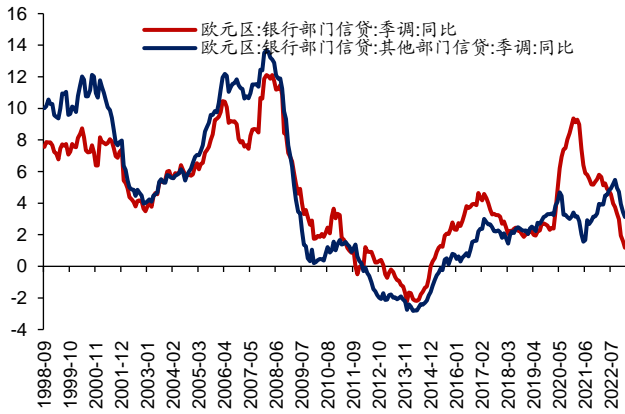
图21：美国商业地产违约率（%）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

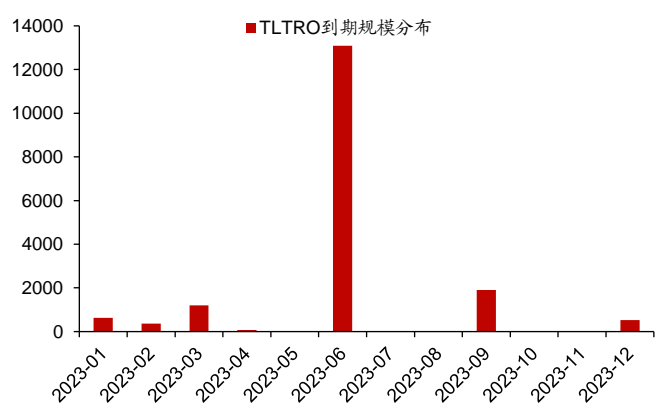
欧洲方面，欧央行大幅加息和缩表背景下，欧洲或将面临一系列的金融稳定风险。一是 2023 年欧央行资产负债表中大量的 TLTRO（长期再融资工具）到期，可能加剧欧洲银行体系的信用收缩风险。考虑到 TLTRO 对欧元区银行信贷有重要的撬动作用，其大规模到期可能引起欧元区的信用收缩。从到期量来看，2023 年将是 TLTRO 的到期大年，仅 6 月份便有超过 1.3 万亿欧元的 TLTRO 到期，全年到期规模或将达到 1.7 万亿欧元。下半年 TLTRO 到期压力的加大将进一步压缩欧元区信贷环境，对实体经济产生显著压力。二是欧洲主权债务压力将在 2023 年 Q4 显现。截至 2022 年 Q3，意大利、葡萄牙、西班牙、希腊的政府部门杠杆率分别达到 147.2%、123.4%、115.4%、178.8%，各大债务压力国的政府部门杠杆率在危机后并未经实质性的结构调整和风险去化，欧债危机爆发可能性仍存。2023 年 3-4 季度将是意大利、西班牙、葡萄牙、希腊等国的债务集中偿还期，其中 10 月意大利、西班牙和葡萄牙将分别有 411.5 亿、289.8 亿和 192.4 亿美元的主权债务需要偿还，占全年未偿债总额的 15% 以上，与此同时 10 月也是下半年欧央行缩表计划项下到期压力最大的时间点，到期规模将达到 525 亿欧元，届时欧洲主权债务压力可能在缩表背景下再次显性化。

图22: 欧洲银行放贷意愿自 2022 年以来显著下行 (%)



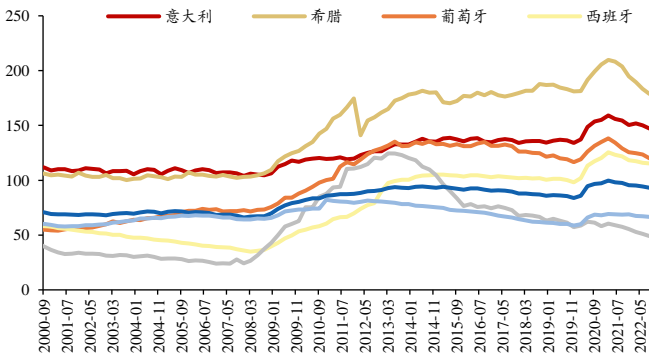
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 2023 年欧洲 TLTRO 到期规模分布 (亿欧元)



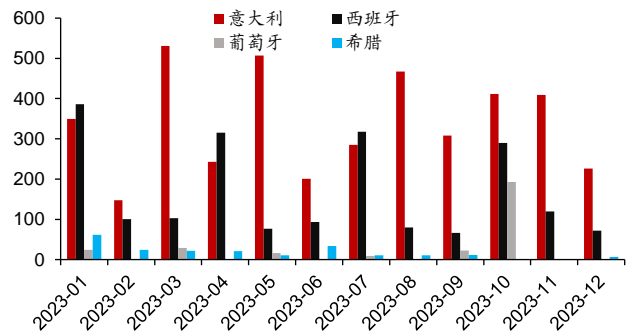
资料来源: ECB, 浙商证券研究所

图24: 欧洲债务压力国杠杆率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: 欧洲债务压力国 2023 年到期主权债务 (亿欧元)



资料来源: ECB, 浙商证券研究所

3.2 外资通过日元融资买入日元资产的逻辑依然成立

我们曾于半年度策略《水到渠成，股债双牛》中指出，考虑到日本当前的温和通胀压力，日央行下半年可能小幅收紧货币，取消 YCC 概率较大，短端加息概率极小。在此背景下，我们认为日央行的小幅收紧不会明显影响当前资金驱动的环境。

一是即便日央行取消 YCC，日本股票隐含收益率可能依然高于企业融资成本，日本国内企业和海外机构投资者通过融资回购或买入股票的运转依然可以进行。根据我们此前观点，日本央行可能在 Q3 再次上调 YCC 波动区间至正负 75BP，Q4 可能择机退出 YCC；在此背景下，日本企业实际融资利率或将升至 1.9%-2% 附近，日本 10 年期国债收益率可能升至 1% 附近。当前日经 225 指数的股票隐含收益率为 5.3%，处于历史较高水平，对应的市盈率为 18.7。即使日本取消 YCC，在隐含收益率与日本企业平均融资利率持平之前，我们预计日经 225 指数仍将有较大估值提升空间（理论估算空间近 2.6 倍，实际中较难实现这一涨幅但空间仍然存在）。

二是 YCC 的取消可能吸引海外资金回流日本，进一步提振日元资产。日本当前在全球范围内持有近 4 万亿美元资产。从绝对规模来看，日本机构持有海外资产规模前三大的国家分别为美国（1.75 万亿美元）、欧洲（约为 1.14 万亿美元）和澳大利亚（1380 亿美元），占

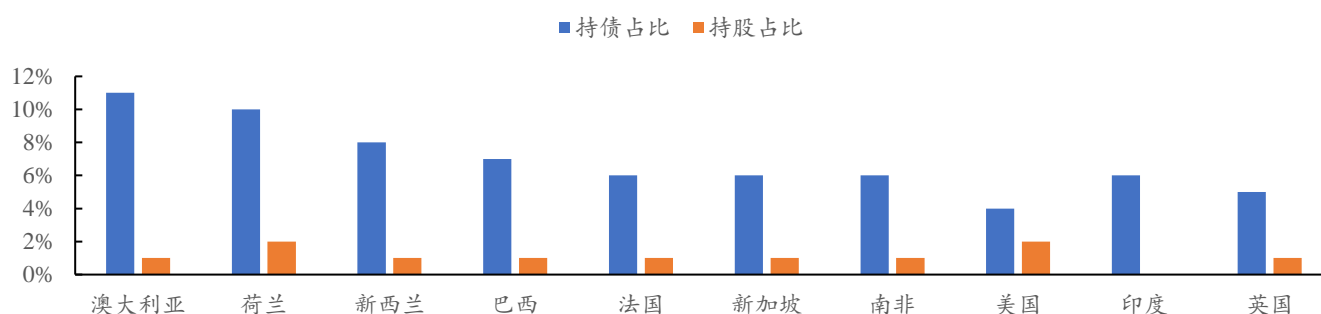
日本持有海外资产总规模的 75%以上。日元资金由海外风险资产回流至日本同样将对日本股市形成利好。

表1: 截至 2022 年 Q2, 日本机构持有海外资产按国家分布情况(亿美元)

投资国家	总资产	股权类资产	债权类资产
美国	17521.08	6903.22	10617.87
开曼群岛	7779.06	6134.26	1644.80
法国	2212.90	284.00	1928.90
英国	1408.22	361.54	1046.68
澳大利亚	1380.81	181.10	1199.71
卢森堡	1071.61	827.84	243.77
德国	958.19	183.78	774.41
荷兰	898.00	149.25	748.75

资料来源: IMF, 浙商证券研究所

图26: 日本持有资产在各国的占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

4 风险提示

1、日本通胀压力超预期

日本通胀压力超预期可能导致日央行货币政策超预期紧缩, 继而影响日本权益市场走势。

2、海外金融稳定风险超预期

海外金融稳定风险发酵超预期, 极端情况下可能使得市场呈现极致的避险情绪追逐美元, 其他大类资产则呈现普跌态势。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>