

宏观动态跟踪报告

日本股市为何领涨？——基于全球比较的逻辑

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **日本股市备受热捧。**2023年4月以来，日本股票市场意外火热，日经225指数刷新1990年代以来新高。纵向来看，近十年日股表现与日本经济的相关性有限；横向比较，在全球主要股票指数中，日经225指数领涨全球，且成为鲜有的刷新2021-22年前高的股指。因此，日本经济自身的发展，或者股市“超跌反弹”逻辑，可能都不足以解释本轮日股的优异表现。
- **日本股市分析框架：全球比较逻辑。**日本股市外资交易量占比过半，外资流向对日股影响较大。海外投资日股采取的是“全球比较”的逻辑，主要考虑因素包括：**1）全球风险偏好。**当全球风险偏好较高时，日股与大部分发达市场股票均可能受益。日股与欧股的强相关性，体现了全球股票投资者对于“非美发达经济体”配置逻辑的相似性。**2）相对融资成本。**日元汇率走贬意味着外资融资成本下降，往往能够吸引外资流入并提振日股，而影响日元汇率的关键因素是日美货币政策的“松紧差”。**3）相对名义经济增长。**日本名义经济增长与美欧差距缩小时，日股表现较好。日本经济保持相对稳定，是“日元贬值利好日股”的前提。**4）股票的相对估值。**日股估值相对于美欧股票长期偏低，但外资对此已经“习惯”。相比估值水平，外资可能更看重估值的变化方向。
- **本轮日股上涨原因。**2023年4月以来，上述条件都出现了积极变化：**首先，全球风险偏好上升**，因美股受“软着陆”预期和“科技牛”的双驱动。美股波动率指数（VIX）快速下降是直观体现，有较强科技属性日经225指数（48%为科技行业）获得加持。**其次，日元汇率走贬**，因美国加息预期升温、日本维持货币宽松。**再次，日美名义增速差呈缩窄之势**，因日美实际增速相当、通胀收敛。即便目前日本经济仍处于“恢复性”增长，但是在美欧衰退风险的映衬下，表现相对亮眼。**最后，日股估值预期向上**，因“巴菲特效应”和“交易所督导”打开估值想象空间。
- **未来日股走向何方。**短期外资配置日股热情可能延续，但本轮日股上涨的可持续性存在较多不确定性。首先，美欧股市风险偏好或有降温风险。一旦美欧股市出现调整，日股也将大概率受到波及。其次，日元升值风险正在加大。通胀长期走高之下，日本货币政策转向压力上升。再次，日本经济“一枝独秀”可能只是暂时。日本名义经济相对积极的表现，以及其对股票市场的加持，或难持续。最后，“日特估”能否真正兑现仍有待观察。随着时间推移，尤其在1-2个财报季后，日本上市企业的盈利能力、回购能力以及市值管理能力等将受到检视。
- **风险提示：**美欧经济金融风险超预期，日本货币政策超预期，国际地缘政治风险超预期等。

2023年4月以来，日本股市在全球表现“一骑绝尘”。鉴于日本股市中的外资交易量高于本土资金，本篇报告重点讨论外资配置日股的考虑因素，基于“全球比较”逻辑提出四因素分析框架：全球风险偏好、相对融资成本、名义经济相对增速以及股票相对估值。近期上述因素均出现了积极变化：一是全球风险偏好因美股“软着陆+科技牛”预期而上升，二是日元汇率因日美货币政策走向分化而走贬，三是日本经济在美欧衰退风险下“一枝独秀”，四是日股估值预期因“巴菲特效应”和“交易所督导”而抬升。然而，尽管短期外资配置日股的情绪高涨，本轮日股上涨的可持续性值得质疑。

一、日本股市备受热捧

2023年4月以来，日本股票市场意外火热，股价持续攀升。5月19日，日经225指数升破30800点，超过2021年9月的前高（30670点），创下1990年以来新高；此后依然保持涨势，日经225指数于6月5日收盘站上32000点大关；截至6月16日，日经225指数收于33706点，已连续10周上涨。

纵向来看，近十年日股表现与日本经济的相关性有限。1980年代以后，日本股市表现大致可分为三个阶段：在1980年代，日本作为当时第二大经济体，经济高速增长，加上1985年广场协议后日元大幅升值，日经225指数于1989年末一度接近39000点；1990年代至2012年，日本经济和股市同时陷入“失去的二十年”，1990-2011年日本名义GDP累计仅增长了21%，日经225指数累计下跌78%；2012年以后，“安倍经济学”登上历史舞台，日本经济虽不温不火，但超宽松货币政策驱动日股重回涨势，2012-2022年日经225累计上涨209%，与同期标普500指数206%的涨幅相当。不过，同期日本名义GDP累计仅增长12%，远不及美国的63%。

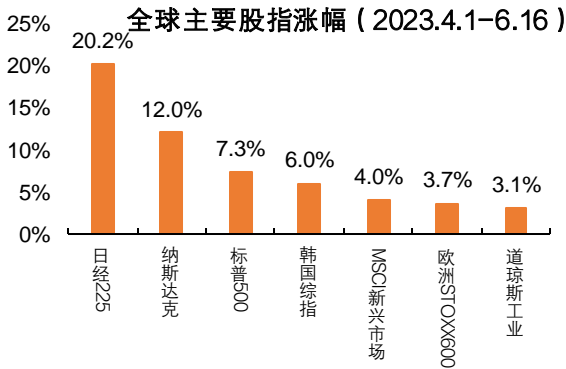
图表1 日经225指数达到近33年来高点



资料来源：Wind, 平安证券研究所

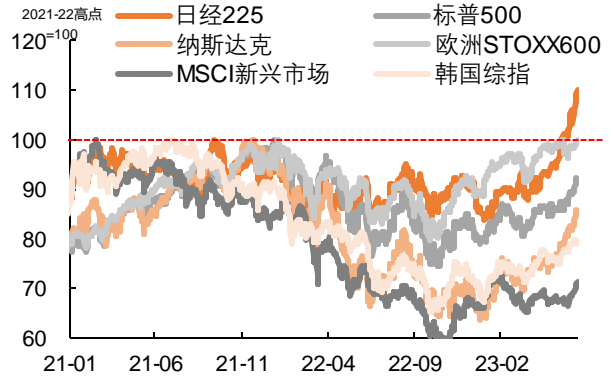
横向比较，2023年4月以来日经225指数领涨全球，且成为鲜有的刷新2021-22年前高的股指。2020年新冠疫情后，全球经济复苏与流动性宽松，使得多数地区股票指数创下新高；但2022年地缘冲突爆发，加上全球流动性收紧，使大部分地区股市经历明显调整；2022年底开始，全球多数地区股市出现回暖，但日本股票的反弹力度和持续性最为亮眼。尤其2023年4月以来（截至6月16日），日经225指数累涨20.2%，同期纳斯达克指数仅上涨12.0%，其他主要股票指数涨幅更小；与2020-22年前高比较，在我们跟踪的美、欧、日、韩和新兴市场合计6个指数中，仅日经225明显升破前高。

图表2 2023年4月以来，日经225指数领涨全球



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 日经225是鲜有刷新2021-22年前高的股指



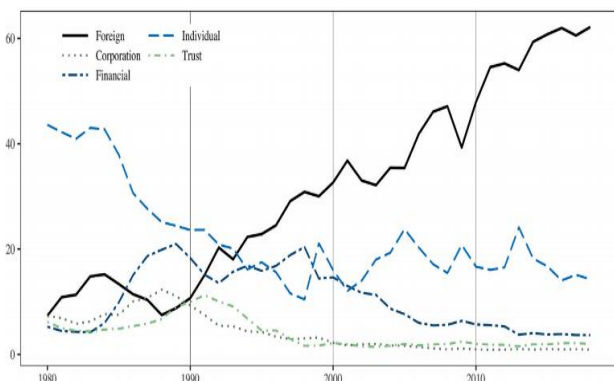
资料来源: Wind, 平安证券研究所

由上可知，日本经济自身的发展或股市“超跌反弹”逻辑，可能都不足以解释本轮日股的优异表现。我们认为，站在全球资金配置的视角，更有益于我们理解日本股票受捧的原因。

二、日本股市分析框架：全球比较逻辑

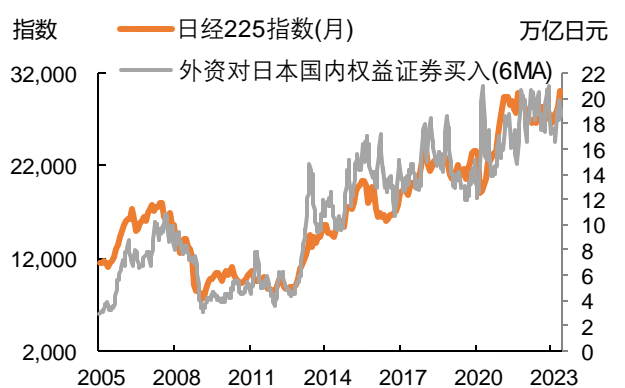
日本股市的外资交易量占比过半，外资流向对日股影响较大。日本证券市场国际化起步较早：日本于1980年修订外汇法、放宽了非居民的债券投资限制，1989年允许外资设立基金投资，1992年将门槛大幅降低，极大便利了外资对日股的投资和交易，之后外国投资者的数量占比和交易额占比持续提升。截至2021年，日本交易所中的外国投资者数量占比已升至30%左右，外国投资者交易量占比更超过60%。2005年以来，外国投资者对日本国内权益证券的买入规模走势，与日经225指数走势趋于同步。可见，外资动向较大程度上牵动着日股表现。

图表4 日本股市的外资交易量超过60%



资料来源: Iwatsubo and Watkins(2021), 平安证券研究所; 图中单位%

图表5 日股表现与外资流入形势高度相关



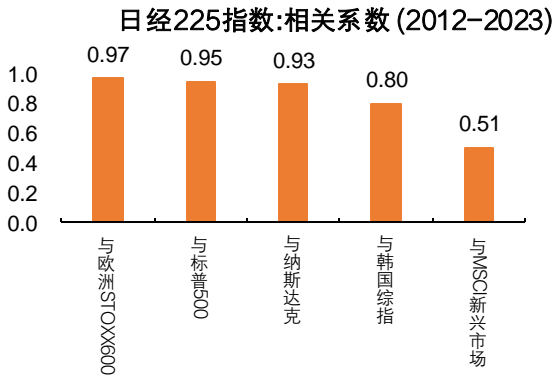
资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为，海外投资日股采取的是“全球比较”的逻辑，主要考虑因素包括以下四个方面：

一是全球风险偏好——当全球风险偏好较高时，日股与大部分发达市场股票均可能受益；当全球发生较极端的风险事件时，日股与大部分发达市场股票均可能承压。日股和海外股市表现的同步性，较好地体现了全球风险偏好的共振效应。观察到，

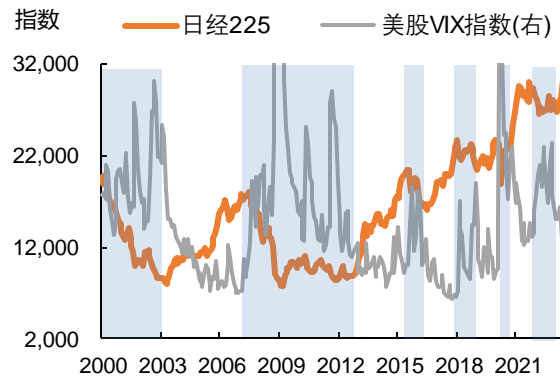
日经 225 指数与美股标普 500 指数、欧股 STOXX600 指数均有很强相关性，2012 年以来（截至 2023 年 5 月）日美和日欧股指的相关系数分别高达 0.95 和 0.97。尤其是，日股与欧股的强相关性，体现了全球股票投资者对于“非美发达经济体”配置逻辑的相似性。当美股 VIX 指数走高时，日经 225 指数通常承压，这也是全球风险偏好水平决定日股走势的体现。

图表6 日本股市与美国、欧洲股市有较强相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

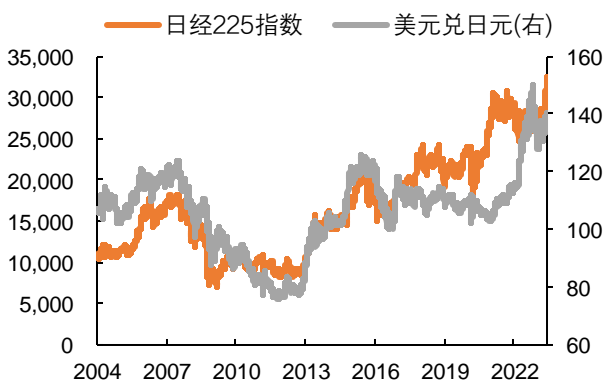
图表7 美股 VIX 指数走高时，日股通常承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

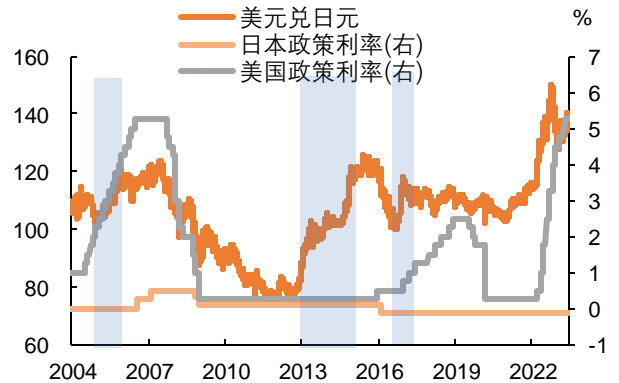
二是相对融资成本——日元汇率走贬意味着外资融资成本下降，往往能够吸引外资流入并提振日股。2004-2021 年，日股和日元汇率呈现“跷跷板”走势。其中，2005-07 年、2013-15 年以及 2016-17 年的三段时期，日元汇率显著贬值并伴随股市走牛。而三段时期日元贬值的关键原因，是日美货币政策的“松紧差”：2005-07 年美联储处于加息周期，日本央行维持“零利率”；2013-15 年“安倍经济学”背景下，日本央行启动量化与质化宽松 (QQE)，力度大于美联储在 2012-14 年实施的第三轮 QE；2016-17 年，日本央行相继推出“负利率”、收益率曲线控制 (YCC) 等，美联储则开启加息。对海外投资者而言，日本宽松货币政策造就了相对便宜的日元，激发了外资对日股的配置热情。

图表8 2004-2021 年日股与日元汇率有较强负相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 美欧货币政策“松紧差”影响日元汇率

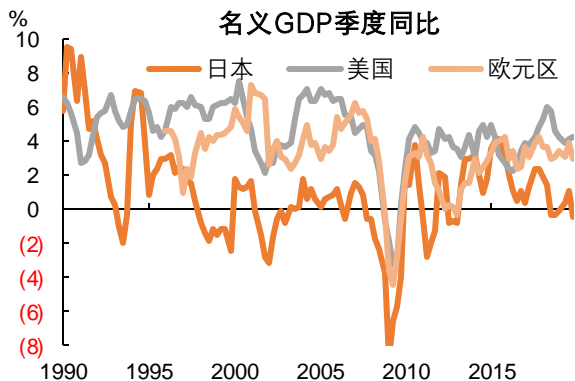


资料来源: Wind, 平安证券研究所

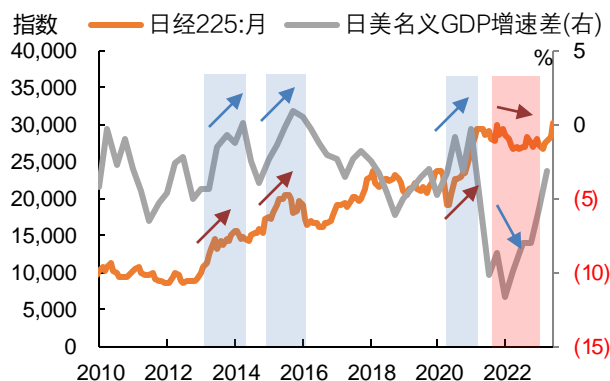
三是相对名义经济增长——日本名义经济增长与美欧差距缩小时，日股表现较好；明显落后于美欧时，日股承压。在长期低增长、低通胀背景下，日本名义 GDP 增速水平长期低于美欧。1990 年代以来，日本与美国名义 GDP 同比增速长期保持 3-7 个百分点左右的差距。2012 年“安倍经济学”实施以来，日本经济曾经出现三轮“翻身仗”：2013Q2 至 2014Q1，2015Q1-至 2016Q2，以及 2020Q4，期间日美名义 GDP 同比增速差缩窄至 2% 以内甚至转正，日股均表现积极（日股上涨略提前于经济相对增速的上升）。而 2022 年是反例，日本经济受国际能源和食品价格上涨的负面冲击，而美国经济相对受益，使得日

本名义经济增速落后美国超 10 个百分点，因此即便日元大幅贬值，日股并未受益。换言之，日本经济保持相对稳定，是“日元贬值利好日股”的前提。

图表10 日本、美国和欧元区名义经济增长比较

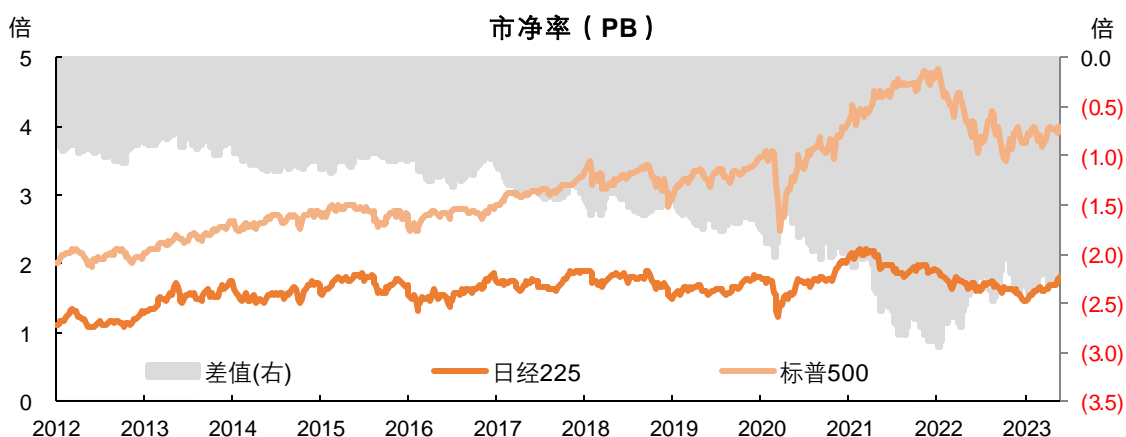


图表11 日股表现与日美经济增速差具有相关性



四是股票的相对估值——日股估值相对于美欧股票长期偏低，但外资对此已经“习惯”。日股估值长期偏低，2012-2022年，日经 225 指数的市净率 (PB) 平均为 1.6 倍，远低于标普 500 指数同期的 3.1 倍。从走势看，日经 225 指数估值在过去十年保持基本稳定，而美股估值则呈现明显上行趋势，继而日美股票相对估值距离拉大。所谓“便宜有便宜的道理”，当市场对日股估值的看法趋于稳定时，相对便宜的估值便不算优势。事实上，日股在全球投资者的视野中存在感并不强，MSCI 全球指数中，日本股票市值占比截至 2023 年 4 月为 5.4%，比 2018 年下降 2.6 个百分点。因此，相比估值水平，外资可能更看重估值的变化方向。

图表12 近十年日经 225 指数市净率趋于平稳，与标普 500 指数的差距扩大

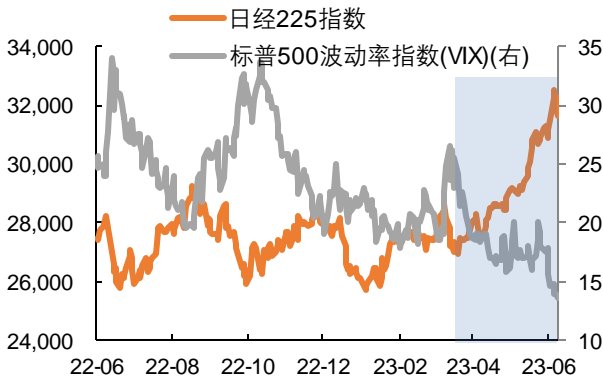


三、 本轮日股上涨原因

2023 年 4 月以来，影响外资配置日股的大多数条件都出现了积极变化：

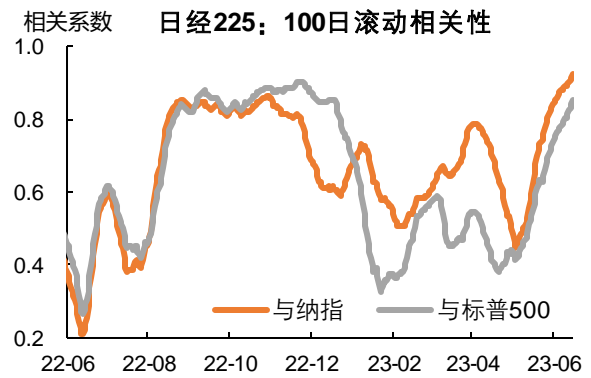
首先，全球风险偏好上升，因美股受“软着陆”预期和“科技牛”的双驱动。随着美欧银行业危机的快速冷却，美国经济仍呈现韧性，美股快速修复，标普 500 指数在 3 月 13 日至 6 月 16 日期间反弹 14%。美股波动率指数 (VIX) 快速下降是风险偏好上升的最直观体现，VIX 由 3 月均值 21.6 下降至 5 月的 17.6，6 月以来更跌至 15 以下、创新冠疫情后新低，在此过程中日股表现积极。此外，今年以来“人工智能”概念驱动美国科技股走牛，有较强科技属性日经 225 指数 (48%为科技行业) 也获得本轮“科技牛”的加持。今年以来，日经 225 指数与美股纳指的 100 日滚动相关性明显高于标普 500 指数。

图表 13 近期美股波动率下降，日股上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

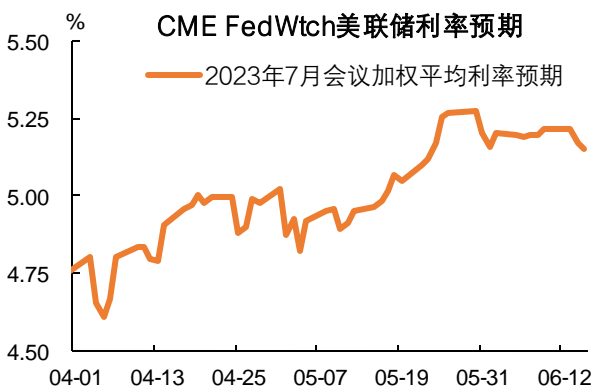
图表 14 近半年日股与纳指的相关性高于标普 500



资料来源: Wind, 平安证券研究所

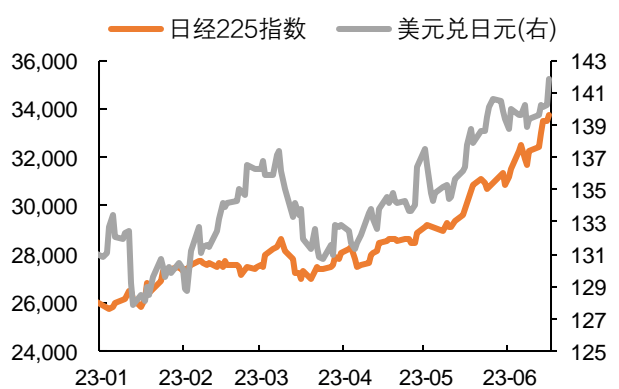
其次，日元汇率走贬，因美国加息预期升温、日本维持货币宽松。今年 4 月以来，在美国经济数据偏强背景下，美联储表态偏鹰派，市场加息预期逐渐升温。据 CME FedWatch，市场对于截至 2023 年 7 月的利率预期，由 4 月初的 4.75% 左右升至 5 月下旬以来的 5.25% 左右。与此同时，日本货币政策维持宽松，进一步引发日元贬值。日本央行新任行长植田和男于 4 月 9 日正式就任，4 月 10 日做出鸽派表态，暗示短期不会改变宽松货币取向；4 月 28 日利率决议继续维持宽松货币政策的承诺，且经济预测认为 2023 财年日本核心 CPI 同比仍然会低于 2%，暗示通胀不会掣肘日本央行的宽松政策。由于日美货币政策分化，美元兑日元汇率由 4 月初的 130 附近升至 6 月的 140 左右，日股也获得了日元贬值的加持。

图表 15 2023 年 4 月以来美国利率预期上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 16 2023 年 4 月以来日股受到日元贬值的加持

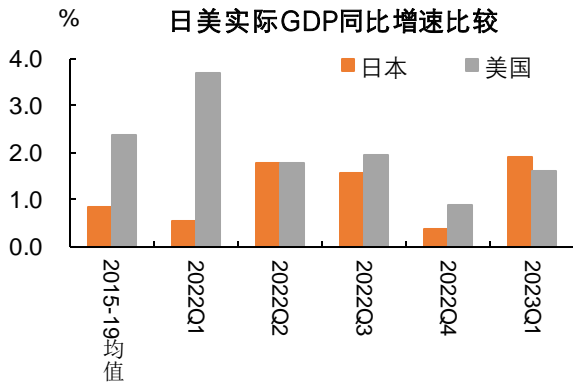


资料来源: Wind, 平安证券研究所

再次，日美名义增速差呈缩窄之势，因日美实际增速相当、通胀收敛。实际增长方面，2023 年一季度日本实际 GDP 同比达 1.9%，超过美国的 1.6%；名义增长方面，2023 年一季度日美名义 GDP 同比增速差缩窄至 3.7 个百分点，为 2021 年一季度以来最小差距。在日美实际经济增速相当的背景下，通胀走势更决定了日美名义经济增速水平。截至 2023 年 4 月，日美

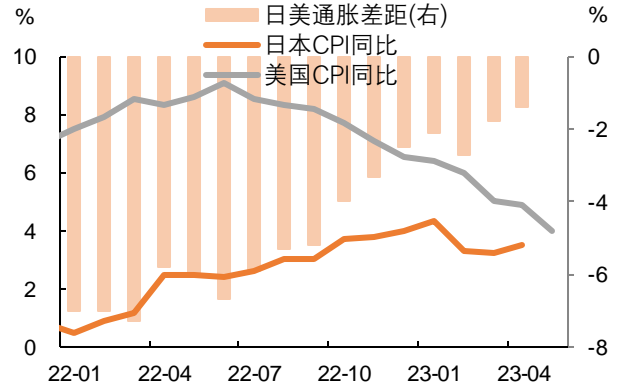
CPI 同比增速差缩窄至 1.4 个百分点，创 2020 年 9 月以来最小差距。因此，即便目前日本经济仍处于“恢复性”增长，但是在美欧衰退风险的映衬下，表现相对亮眼。进而，去年流出日股的海外资金，在今年快速回流。

图表 17 近一年日本相对美国的经济增长好于历史表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

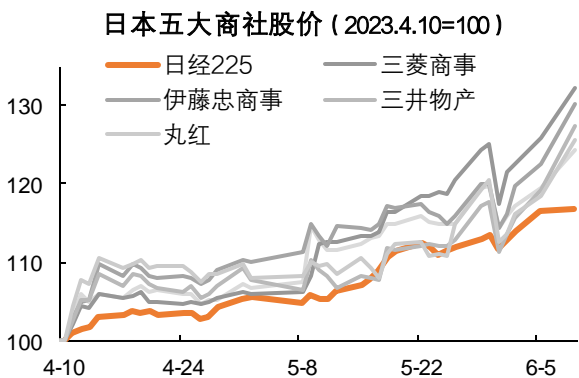
图表 18 日美通胀率呈现收敛走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

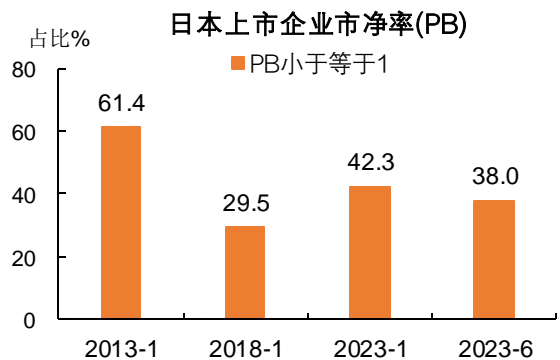
最后，日股估值预期向上，因“巴菲特效应”和“交易所督导”打开估值想象空间。巴菲特于 4 月 11 日公开表示“非常自豪”持有日本“五大商社”股票；伯克希尔 4 月 14 日宣布发行 5 只日元债券、合计 1644 亿日元，通过债券融资对日本商社股进行投资。“巴菲特效应”显著提升了外资对日股的关注度，此后日经 225 涨幅扩大，而巴菲特持有的日本股票更跑赢大盘。另一方面，东京证券交易所在 3 月 31 日，提出了关于日本上市企业市净率 (PB) 的指导方案，具体要求 PB 长期低于 1 倍的企业，制定计划以通过回购、增发等手段改善估值。据日经中文网 6 月 9 日报道，日本上市企业自有股票回购计划的公布接近历史新高，预计 2023 财年 (截至 2024 年 3 月) 达到 9.4 万亿日元；企业预期分红规模也预计刷新历史纪录。从近十年的估值来看，日本上市公司中，有相当比例的公司 PB 小于等于 1；截至 2023 年 1 月，日本上市企业 PB 小于等于 1 的占比高达 42.3%，且近五年呈现反弹趋势，这也意味着日本企业的估值改善空间较大。

图表 19 4 月 11 日以来巴菲特持有的日本股票跑赢大盘



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 20 相当一部分日本上市企业 PB 小于等于 1



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、未来日股走向何方

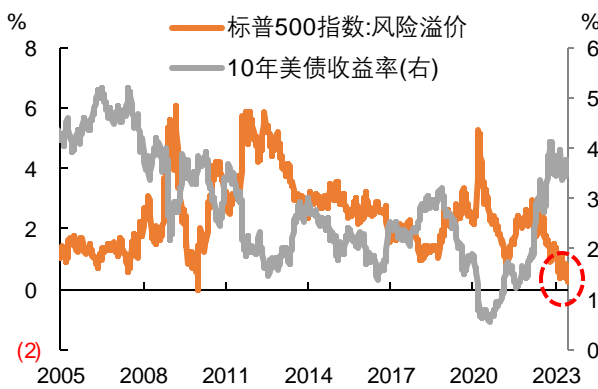
我们认为，短期外资配置日股的热情可能延续，但本轮日股上涨的可持续性存在较多不确定性。

首先，美欧股市风险偏好或有降温风险。目前美欧经济衰退尚未兑现，股票投资者的风险偏好维持高位。然而，美欧经济衰

退风险仍不容低估，目前经济下行趋势已基本确立，货币紧缩和信贷紧缩对经济将持续构成威胁。此外，鉴于当前美欧经济和通胀仍有韧性，货币政策有超预期收紧的风险，也会增大股市调整压力。截至6月16日，10年美债收益率升至3.77%，标普500指数风险溢价水平下降至0.23%，处于2009年以来的最低水平，暗示美股有“过热”的可能。一旦美欧股市出现调整，日股也将大概率受到波及。

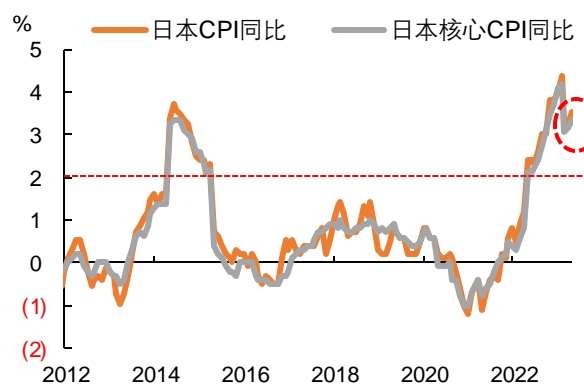
其次，日元升值的风险正在加大。虽然日本货币政策仍保持宽松，但其转向压力也在上升。通胀方面，日本CPI通胀率超过2%已经持续一年之久，截至2023年4月仍高达3.5%，且出现反弹迹象。日本银行2023年4月最新经济预测仍认为2023财年末CPI通胀率能够回到2%之下，但市场普遍认为政策仍在低估通胀风险。彭博4月进行的调查显示，约三分之二的经济学家预计日本央行将在7月份收紧政策。外部环境方面，未来美欧货币政策也逐渐面临转向，日本央行即便“按兵不动”，日元也有升值的可能。此外，日本股市吸引外资流入的过程，也可能对汇率形成上行压力。一旦日元出现明显升值，日股便可能承压。

图表21 近期美债收益率回升、美股风险溢价走低



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表22 日本通胀率持续超过2%且出现反弹迹象

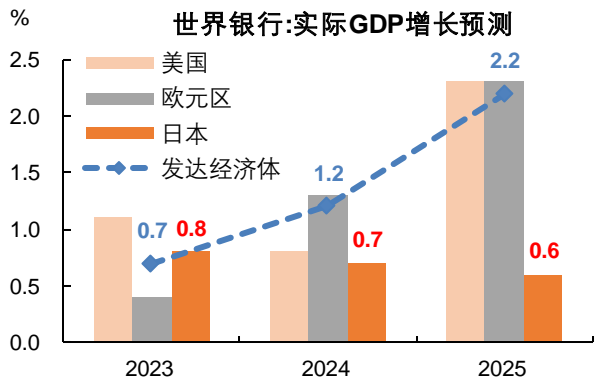


资料来源：Wind, 平安证券研究所

再次，日本经济“一枝独秀”可能只是暂时。2023-24年，美欧高利率背景下经济增长大概率处于潜在增速之下，日本经济在宽松货币环境下有望在发达经济体中“一枝独秀”。据世界银行6月更新的预测，2023年日本实际经济增速预计为0.8%，略高于发达经济体平均水平。但再往后，日本实际经济增速似乎缺乏上升动力，而美欧经济有望逐步回到2%左右的潜在增长水平。通胀方面，由于基数原因与经济韧性，美欧在今年下半年的通胀率难以明显回落、甚至可能反弹，日本通胀率则更可能进一步下行；中期来看，即便日本通胀中枢可能抬升、但幅度也未必超过美欧，继而日本的相对名义增长率与美欧仍可能保持较大差距。所以，日本名义经济相对积极的表现，以及其对股票市场的加持，或难持续。

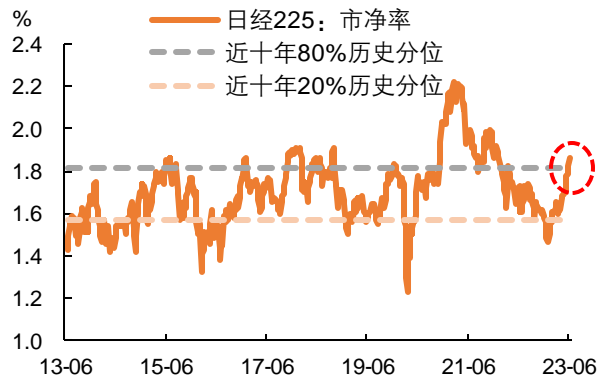
最后，“日特估”能否真正兑现仍有待观察。随着近期日股大涨，截至6月9日，日经225指数BP高达1.86倍，处于近十年历史分位的86%；BP小于等于1的企业占比也由年初的42.3%下降至38.0%。短期看，外资流入、日股上涨和估值提升可能形成正反馈，且日本企业确有能力强将多余现金用于市值管理，外资投资日股的热情可能延续。但随着时间推移，尤其经历1-2个季度的财报季后，日本上市企业的盈利能力、回购能力以及市值管理能力等将受到检视。上一次日股估值系统性抬升，还得追溯至“安倍经济学”的诞生；这一次日股估值中枢会否长期走高，仍有很大不确定性。

图表23 日本实际经济增长或将逐渐落后于美欧



资料来源: 世界银行(2023.6), 平安证券研究所

图表24 日经225指数市净率已处于较高历史水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美欧经济金融风险超预期, 日本货币政策超预期, 国际地缘政治风险超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层