

日本股市上涨背后的潜在风险

核心观点：

- **日本股市上行趋势与宏观背景：**日经 225 于 2023 年二季度开始上行，2023 全年涨幅 30.13%，2024 年截至 1 月 15 日，再度上涨 7.85%，领先全球其他主要股指。同时，日经 ETF 在 2024 年初反映了国内投资者更显著的热情。(1) 从基本面角度考虑，日本经济的疫后恢复依然相对羸弱，但日股的上行也受到经济改善预期的支撑。日本经济仍有至少三方面的边际积极信号，包括“春斗”涨薪预期高涨，居民通胀预期和内部需求在逐步改善，日本的贸易和商业条件在日元相对企稳后改善，有望受益于外部需求的回升和产业链转移等政策。(2) 从货币政策角度考虑，日本央行的“正常化”之路预计仍谨慎克制，流动性难以显著收紧。日元兑美元的贬值趋势也有利于资金在过去涌入日股，但近期需要注意日本央行货币财政变动对汇率的影响。
- **日本股市主要表现与亚洲市场对比：**(1) 日本企业盈利水平改善，其中 2023 年在日元贬值趋势下，出口导向型企业业绩受益。公司治理改革助推估值改善预期。日本长期维持超宽松的货币政策，为股市流动性提供支撑，同时，以巴菲特为代表的外资大幅加仓，带动全球资本增持日本股市。投资者情绪也呈现回暖迹象。(2) 对比亚洲主要股市来看，2023 年以来，日本、韩国、印度市场均录得不错的正收益，实现外资大规模净流入。日经 225 指数市盈率高于其他市场，市净率则仍处在相对低位，在公司治理改革持续推进的背景下有望实现估值进一步抬升。
- **日本股市的风险：**日本股市的上行有经济和金融方面的双重因素，但是这些有力因素在 2024 年均可能面临反转。日本股市再次大幅上行面临困难，而我国场内日经 ETF 的涨势过大，投资者会面临流动性、汇率、经济基本面、货币政策的四重压力，未来对于日本股市仍然需要保持谨慎。(1) 2024 年美联储确定降息，日本有退出负利率的预期，日元升值可以说是大概率事件。(2) 2024 年日本的经济政策仍然具有不确定性。(3) 日本企业回报充分受益于全球化，长期平稳增长的日本股市并不比其他新兴国家市场更有吸引力。(4) 现阶段已经较高溢价的日股 ETF 再次大幅上行的概率偏低。中国投资者即使买入日股 ETF，也要充分考虑人民币和日元之间的汇兑变化。
- **风险提示：**全球经济下行风险，日本经济羸弱风险，美联储降息时点及幅度不确定性风险，国际地缘因素不确定性风险，日股市场情绪不稳定性风险。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

策略分析师：杨超

☎：010-8092 7696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

宏观分析师：许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

分析师助理：王雪莹、于金潼

相关研究

2024-01-08，一季度 A 股市场高股息策略躁动概率大

2024-01-08，2024 年 A 股市场是否具备风格转换的条件？

2024-01-08，大类资产配置周报：全球大类资产价格受美联储顾虑扰动较大

2023-12-29，2024 年全球大类资产配置展望：全球资产定价环境徐启新章

2023-12-14，美联储降息步伐或更快临近，全球资产定价环境转变

2023-12-13，2023 年 12 月中央经济工作会议对投资的启示

2023-12-06，2024 年 A 股市场投资策略展望：格物·鼎新

2023-12-07，2024 年港股市场投资策略展望：待势乘时

2023-11-05，2023 年 A 股三季报业绩行业全面拆解与结构展望

2023-09-27，四季度 A 股市场投资展望：关键因素决定市场走势

目 录

一、日本股市上行趋势与宏观背景	3
（一）日本股市的上涨有基本面预期改善的贡献	3
（二）偏谨慎的宽松货币政策和汇率贬值为日股上涨提供条件	3
二、日本股市主要表现与亚洲市场对比.....	4
三、日本股市的风险.....	6
四、风险提示.....	6

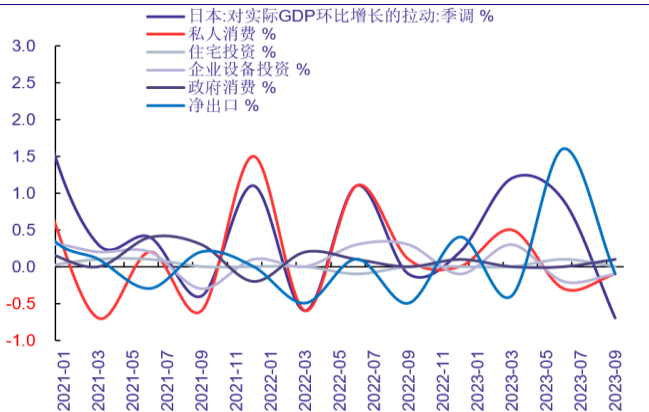
一、日本股市上行趋势与宏观背景

日经 225 于 2023 年二季度开始上行，2023 全年涨幅 30.13%；2024 年截至 1 月 15 日，日经 225 再度上涨 7.85%，领先全球其他主要股指。同时，日经 ETF 在 2024 年初反映了国内投资者更显著的热情，在 2023 年上涨与日经 225 幅度接近的 29.6%后，该 ETF 在 2024 年至 1 月 15 日的交易日中上涨 15.63%，为股指涨幅的两倍。

（一）日本股市的上涨有基本面预期改善的贡献

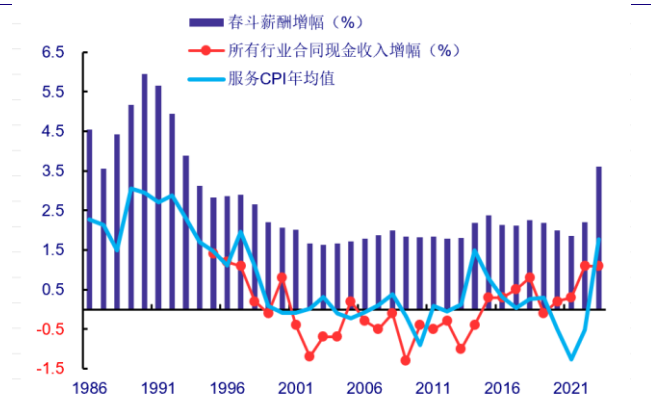
从基本面角度考虑，日本经济的疫后恢复依然相对羸弱，但日股的上行也受到经济改善预期的支撑。在通胀的加持下名义增长明显好于实际增长，2023 年前三季度实际季调环比折年增长为 3.7%、4.5%和-2.1%；而 GDP 平减指数同比增长为 1.8%、3.5%和 4.7%，奠定了尚可的名义增长。日本经济前两个季度好于预期的经济扩张主要由于出口，主力的消费仍然较弱，投资与制造业 PMI 也并不十分乐观。不过，日本经济仍有至少三方面的边际积极信号：（1）日本名义薪资延续增长，实际薪资转正，“春斗”涨薪预期高涨，这为未来消费回复和“薪资-通胀”螺旋带动价格中枢上行做了良好铺垫；从历史数据来看，“春斗”薪资增幅已经接近与 2%匹配的范围。（2）尽管日本通胀中输入性因素居多，但居民通胀预期和内部需求也在逐步改善，企业名义收入也将随 GDP 恢复。（3）日本的贸易和商业条件在日元相对企稳后改善，也有望受益于美联储货币政策转向后外部需求的回升和产业链转移等政策。因此，虽然日本经济表现近期难言“优秀”，但预期的改善已经先行。如图 1、2 所示。

图1：日本经济基本面改善幅度有限



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：“春斗”涨薪幅度带来使服务通胀稳定在2%以上的希望



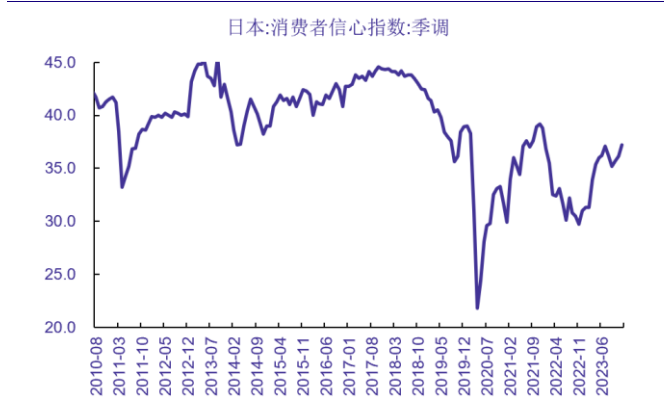
资料来源：BoJ、Wind、日本厚生省，中国银河证券研究院

（二）偏谨慎的宽松货币政策和汇率贬值为日股上涨提供条件

从货币政策角度考虑，日本央行的“正常化”之路预计仍谨慎克制，流动性难以显著收紧。尽管薪资和服务价格近期保持上行姿态，但通胀中也不乏因日元贬值形成的输入性通胀因素，价格水平在货币政策正常化后能否支持 2% 的价格目标依然存疑；在日本 11 月核心 CPI 显著回落后，日央行对价格和涨薪幅度仍需要保持谨慎观察。相比于 2024 年 1 月尝试退出负利率，我们倾向于 4 月是更合适的调整时间，这也符合日央行谨慎克制的态度。YCC 方面，目前虽然已经取消硬性上限，但日央行尚未显著缩减购债规模。在日债利率上行幅度有限、日本财政需要保持扩张以支持经济恢复的情况下，持有近半国债的日央行即使缩减国债购买规模，也会采取相对缓和的方式并观察市场主体承接日债的热情。所以综合来看，日央行的货币政策正常化难以显著收紧流动性，对日本股市的负面冲击可能有限。另一方面，日元兑美元的贬值趋势也有利于资金在过去涌入日股，但近期需要注意日央行货币财政变动对汇率的影响。从历史规律来看，美元兑日元升值和日股上行的相关性较强，日经在 2023 年 3 月至 6 月的集中涨幅以及 2024 年初十分强劲的表现也都与日元形成贬值趋势的背景挂钩。对于海外投资者，在日元贬值时期购买日股可以在股指基础

上享受汇率收益，这也是日元汇率与日股表现长期相关性背后的重要解释。在日央行有不低概率在4月份或更早退出负利率的情况下，也不能忽视日元潜在的升值动力对海外投资的压制。如图3、4所示。

图3：日本经济相关预期正在改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：日元汇率与日股涨势近期相关性较高



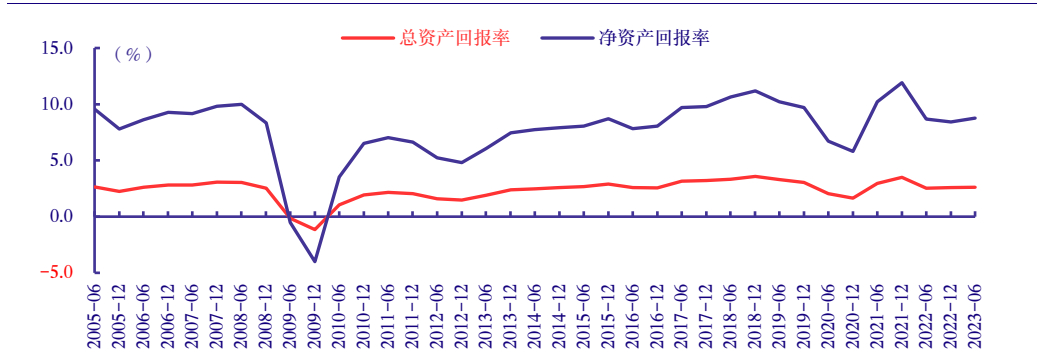
资料来源：BoJ、Wind、日本厚生省，中国银河证券研究院

二、日本股市主要表现与亚洲市场对比

日本企业盈利水平改善。《日本经济新闻》的一项调查预计，2023财年上市公司的净利润同比将增长13%，连续3年增加。其中，2023年在日元总体贬值的趋势下，日本出口导向型企业业绩受益。截至2023年上半年，日经225指数ROE为8.77%，较2022年末小幅回升。如图5所示。

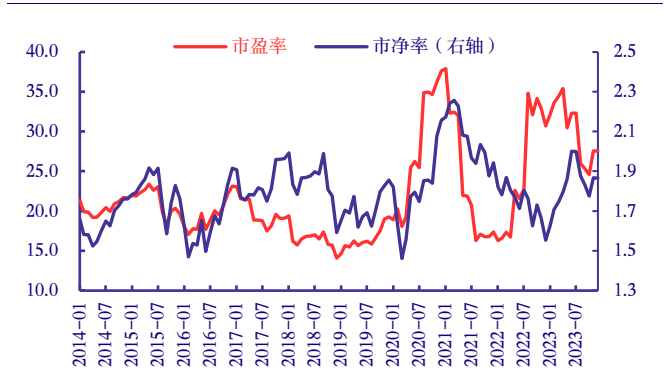
公司治理改革助推估值改善预期。2023年3月底，东京证券交易所出台一项新规定，“对于PBR长期低于1倍以下的上市企业，要求其公布具体的改善计划”。企业积极通过分红回购等方式回应，日经225指数现金分红总额持续提升，PB估值水平也呈现改善态势。如图6、7所示。

图5：日经225指数ROA和ROE水平



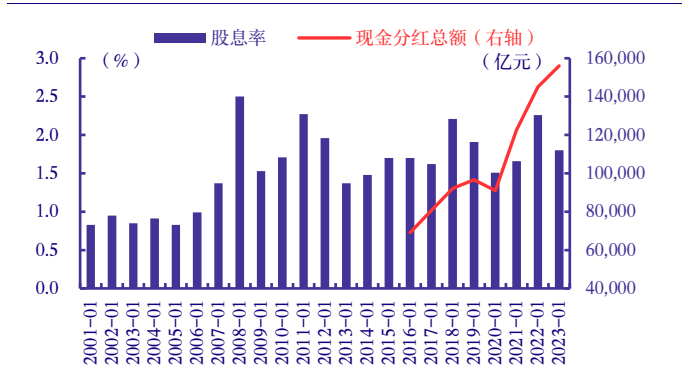
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图6：日经225指数估值水平



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

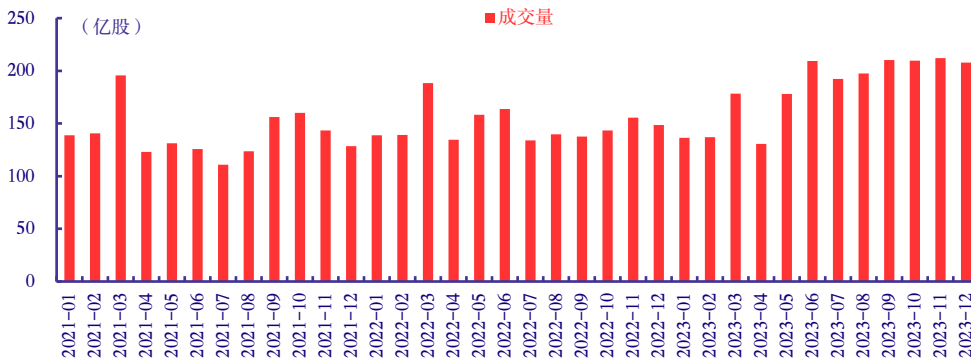
图7：日经225指数股息率和现金分红总额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

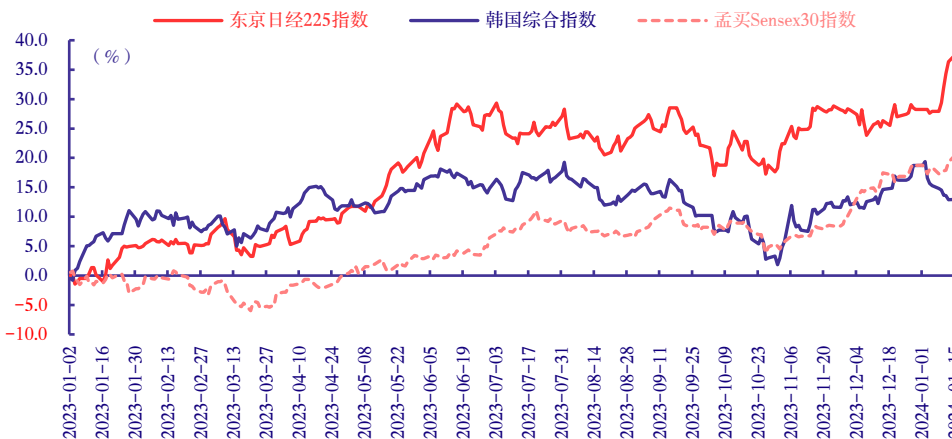
从股市资金面来看，日本长期维持超宽松的货币政策，为流动性提供支撑，同时，以巴菲特为代表的外资大幅加仓，带动全球资本增持日本股市。2023年4月11日，巴菲特时隔12年再次到访日本，在接受媒体采访时强调考虑加码对日股的投资。跟随巴菲特的步伐，贝莱德等外资持续涌入，助推日本股市走高。日本证券交易所数据显示，2023年外资累计净流入日股约6.3万亿日元，创下2014年以来的最高水平。2023年外资买入价值约3.12万亿日元的日股和净值约3.17万亿日元的股票衍生品，打破了长达三年的连续抛售纪录。在盈利改善叠加估值预期回升的背景下，2023年全年，日经225指数成交量达2199.35亿股，较2022年1781.75亿股明显提升，投资者情绪呈现回暖迹象。如图8所示。

图8：日经225指数月度成交量



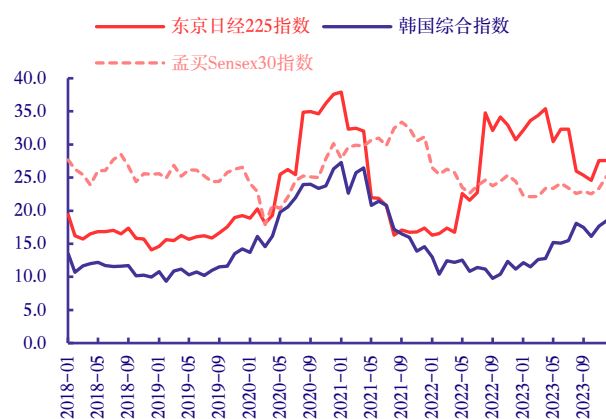
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图9：2023年以来亚洲主要股市涨跌幅对比



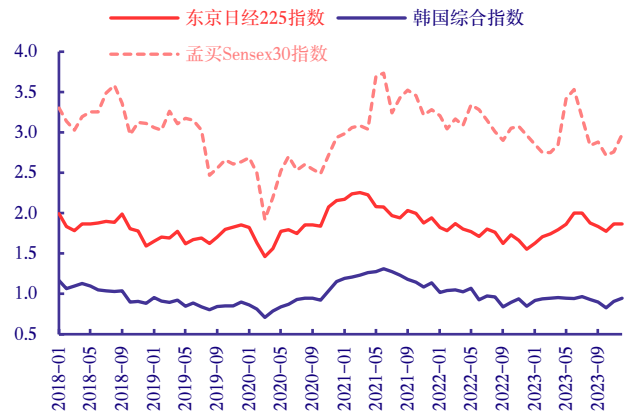
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：亚洲主要股市市盈率表现



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图11：亚洲主要股市市净率表现



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

对比亚洲主要股市来看，2023 年以来，日本、韩国、印度市场均录得不错的正收益。其中，日本股市涨幅领先；印度市场扭转了 2023 年一季度的下降态势，在较强盈利水平和经济前景的带动下，净外资流入达 207.4 亿美元，为 2020 年以来的最高水平；韩国市场实现 101.2 亿美元外资流入。从估值来看，韩国股市市净率和市盈率估值整体偏低，日经 225 指数市盈率经历 2022 年抬升后高于其他市场，市净率则仍处于相对低位，在公司治理改革持续推进的背景下有望实现估值进一步抬升。如图 9-11 所示。

三、日本股市的风险

日本股市的上行有经济和金融方面的双重因素，但是这些有力因素在 2024 年均可能面临反转。日本股市再次大幅上行面临困难，而我国场内日经 ETF 的涨势过大，投资者会面临流动性、汇率、经济基本面、货币政策的四重压力，未来对于日本股市仍然需要保持谨慎。

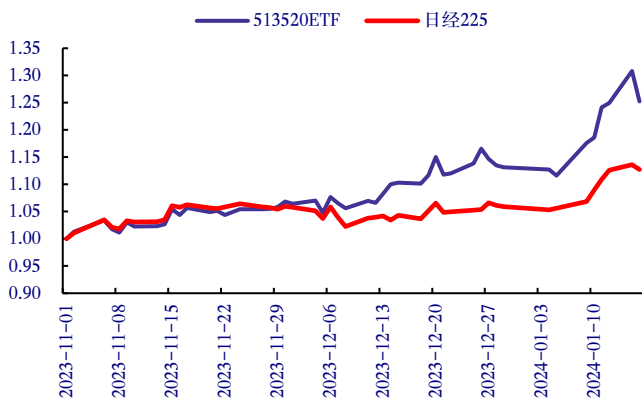
首先，日本股市近期向好是日元相对美元贬值的原因。2024 年美联储确定降息，日本有退出负利率的预期，日元升值可以说是大概率事件。我们预计 USDJPY 会从现阶段的 146.2 元回落至 130.0 元左右，这就意味着日本股票要承受日元升值的压力。

其次，2024 年日本的经济政策仍然具有不确定性。由于工资谈判等影响以及日本退出负利率的预期，日本可能会面临加息。加息一方面会推动日本币值上行，另一方面会对经济带来压力，给与股票市场额外的压力。

再次，日本企业回报充分受益于全球化。中国经济在 2024 年可能弱势回升，美国和欧洲经济增长乏力，日本企业的利润大幅上行的概率较弱，可能仍然保持着缓慢的增长。长期平稳增长的日本股市并不比其他新兴国家市场更有吸引力。

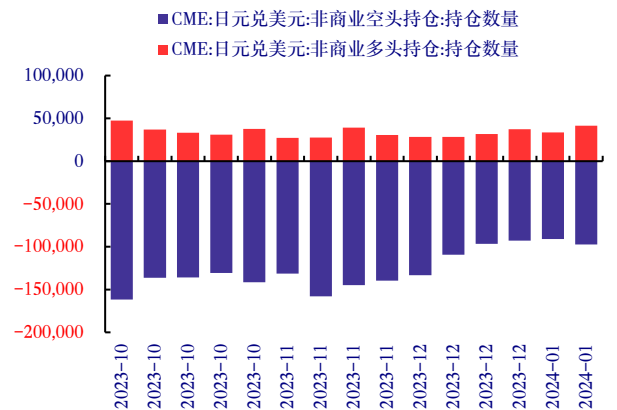
最后，由于我国对外投资渠道较少，中国市场交易的日股 ETF 额度有限，所以会产生较高的溢价。现阶段已经较高溢价的日股 ETF 再次大幅上行的概率偏低。同时，中国投资者即使买入日股 ETF，也要充分考虑人民币和日元之间的汇兑变化，需要面临更高的风险。如图 12、13 所示。

图 12：日经 225 与国内日经 ETF 之间的价差拉大



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13：日元空头持仓减少



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

市场可能存在的风险：全球经济下行风险，日本经济羸弱风险，美联储降息时点及幅度不确定性风险，国际地缘因素不确定性风险，日股市场情绪不稳定性风险等。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图表目录

图 1: 日本经济基本面改善幅度有限	3
图 2: “春斗”涨薪幅度带来使服务通胀稳定在 2% 以上的希望	3
图 3: 日本经济相关预期正在改善	4
图 4: 日元汇率与日股涨势近期相关性较高	4
图 5: 日经 225 指数 ROA 和 ROE 水平	4
图 6: 日经 225 指数估值水平	4
图 7: 日经 225 指数股息率和现金分红总额	4
图 8: 日经 225 指数月度成交量	5
图 9: 2023 年以来亚洲主要股市涨跌幅对比	5
图 10: 亚洲主要股市市盈率表现	5
图 11: 亚洲主要股市市净率表现	5
图 12: 日经 225 与国内日经 ETF 之间的价差拉大	6
图 13: 日元空头持仓减少	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

宏观分析师：许冬石。

策略分析师：杨超。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn