

宏观报告

证券研究报告

2024年03月31日

日股，进退？

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-用电量增速为何持续高于工业生产？》 2024-03-30
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年3月第4周》 2024-03-26
- 3 《宏观报告：宏观-2.5%能耗强度下降目标会带来什么影响？》 2024-03-22

日股的表现与日本经济关系不大，日本企业全球化布局、营收主要来自海外，而股指又以日元定价，所以日经指数是全球经济特别是美国经济强弱和日本货币政策宽松程度的代理变量。

过去一年，我们认为推升日股上涨的主要因素是美国经济强劲带动日企盈利修复、日元大幅贬值推高日股定价、或承接部分中国流出资金、全球市场在高利率高通胀下偏向价值风格叠加“巴菲特效应”、以及东京交易所“日特估改革”。

展望未来，我们认为当前较强的美国经济会继续支撑日企海外盈利；日央行虽退出了负利率框架，但超宽松货币政策立场依然在全球央行中格外突出；欧美高通胀高利率环境的延续将继续引导市场偏向价值风格；日特估改革初见成效，吸引海外资金流入。

在以上因素的影响下，我们认为日股或将继续泡沫化上涨。

风险提示：日央行加息幅度超预期，日本春斗结果超预期，全球贸易形式恶化

总结：

日股的表现与日本经济关系不大，日本企业全球化布局、营收主要来自海外，而股指又以日元定价，所以**日经指数是全球经济特别是美国经济强弱和日本货币政策宽松程度的代理变量。**

过去一年，我们认为推升日股上涨的主要因素是**美国经济强劲带动日企盈利修复、日元大幅贬值推高日股定价、或承接部分中国流出资金、全球市场在高利率高通胀下偏向价值风格叠加“巴菲特效应”、以及东京交易所“日特估改革”。**

展望未来，我们认为当前较强的美国经济会继续支撑日企海外盈利；日央行虽退出了负利率框架，但超宽松货币政策立场依然在全球央行中格外突出；欧美高通胀高利率环境的延续将继续引导市场偏向价值风格；日特估改革初见成效，吸引海外资金流入。

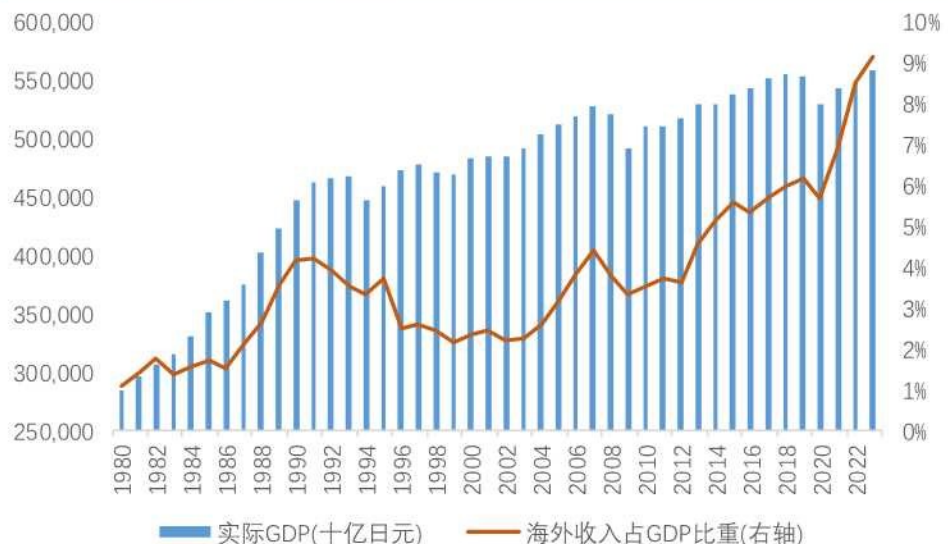
在以上因素的影响下，我们认为日股或将继续泡沫化上涨。

正文：

海外收入在日本经济中相当重要。

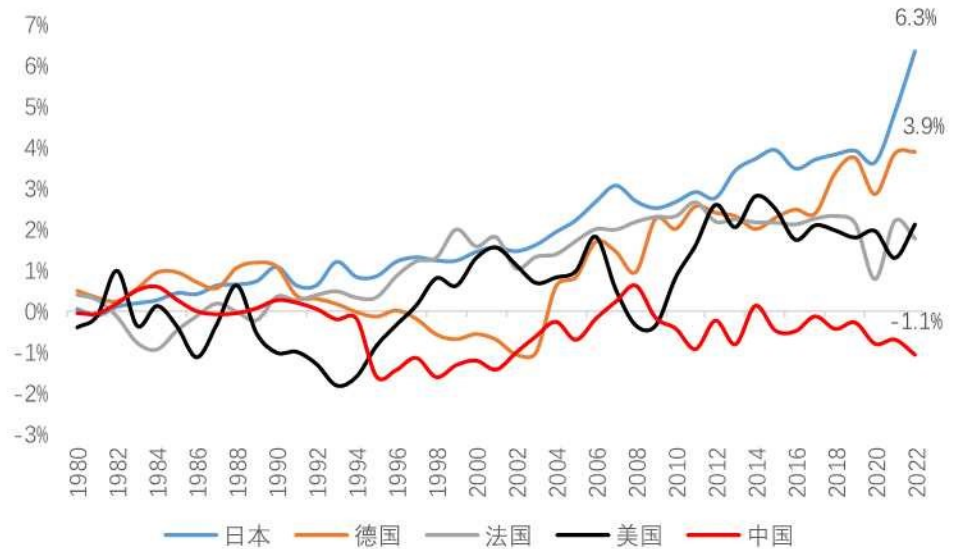
1990 年以来，日本的 GNI 与 GDP 的差值不断上升，在全球主要经济体中居首，日本海外收入占 GDP 比重从 2000 年的 2.3% 上升至 2023 年的 9.1%。

图 1：2023 年日本海外收入占 GDP 比重接近 10%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：日本 GNI 与 GDP 缺口远高于全球其他主要经济体



资料来源: Wind, 天风证券研究所

日本企业的海外收入占比持续提高。

从日本国际协作银行 (JBIC) 对日本制造业企业的调查来看 (534 家, 其中 275 家上市公司, 259 家非上市公司), 海外收入占比从 2001 年的 27.9% 上升至 2023 年的 39.1%; 海外生产占比从 2001 年的 24.6% 上升至 2023 年的 37%。

图 3: 日本制造业企业海外生产和海外销售占比持续提升

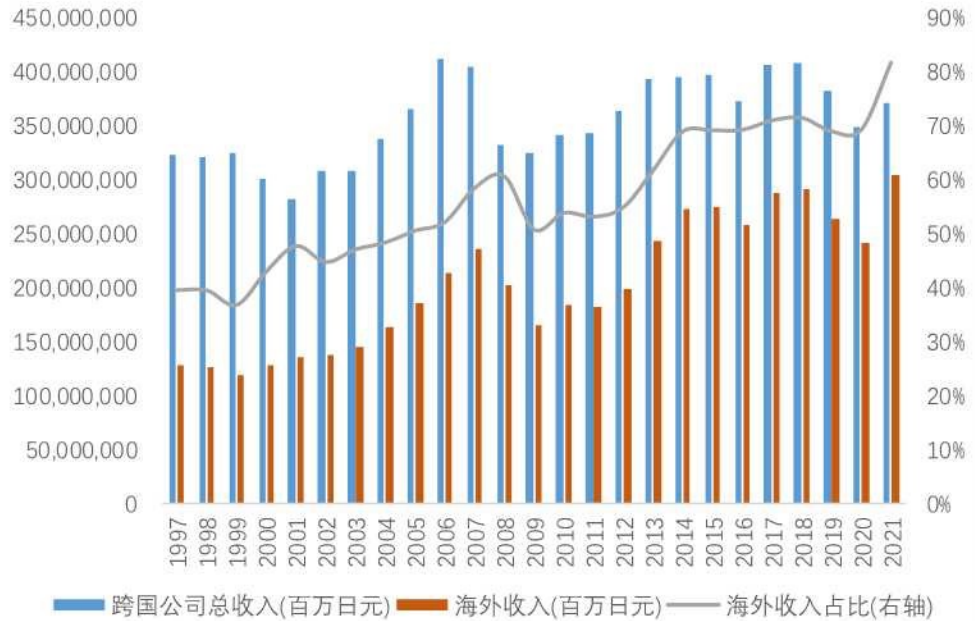
Trends in Overseas Production/Sales Ratios (FY2001 onwards, all industries)



资料来源: JBIC, 天风证券研究所

根据日本经济省的数据, 1997 到 2021 年, 跨国经营的日本企业海外子公司营业收入占比持续提升, 从 1997 年的 39.5% 上升至 2021 年的 82%; 2021 年, 海外子公司总收入约 303 万亿日元。

图 4: 日本跨国企业海外收入占比超 80%

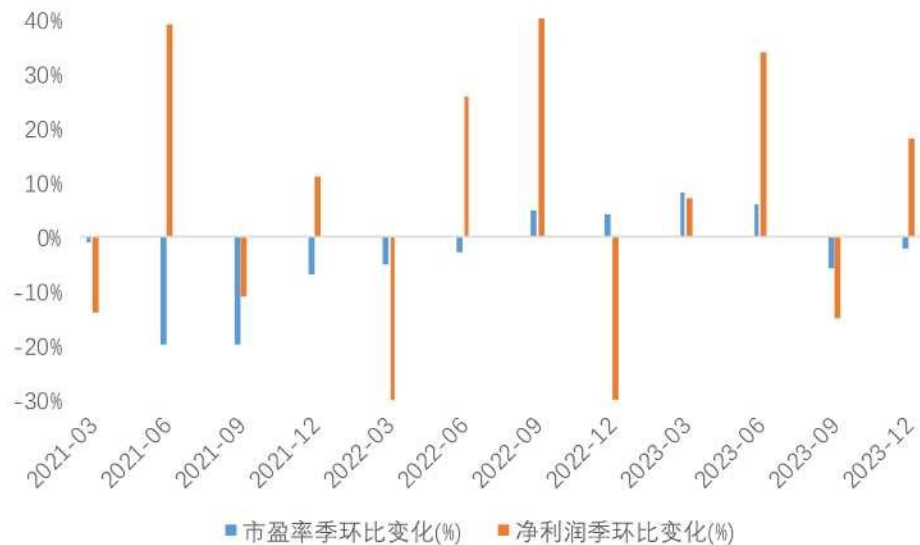


资料来源: 日本经济省, 天风证券研究所

2022 年以来, 日股上涨最主要的推动力是盈利而非估值。2023 年全年, 日股估值涨幅 5.5%, 盈利涨幅 44%。2020-2023 年, 日股估值涨幅 7.3%, 盈利涨幅 87%。

我们认为日企盈利修复的主要原因并不是日本经济表现强劲, 而是日本企业长期深耕出海带来的全球化盈利。

图 5: 日股 2021-2023 估值和盈利环比涨幅



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

另外, 日元贬值也给上市日企带来明显的业绩增厚。

从 2023 年上市日企净利润排名看, 日本头部企业的业绩基本上都和海外营收相关。尤其是以丰田为代表的日本汽车行业 2023 财年预计净利润增长将达到 2.9 万亿日元, 占日股净利润增长的 60%。2023 年全年丰田销量为 962.6 万辆, 海外销量为 732.9 万辆, 较上一年增长 9%, 北美依然是其最大的海外市场, 占总销量的 28.2%。

2023 财年 (23.04-24.03) 日元贬值, 丰田预计贬值降增厚约 5400 亿日元利润。同时, 弱日元也利好入境旅游等服务消费, 提振那些内需型企业的名义利润。

表 1: 日本头部企业大多受益于日元贬值带来的利润增厚

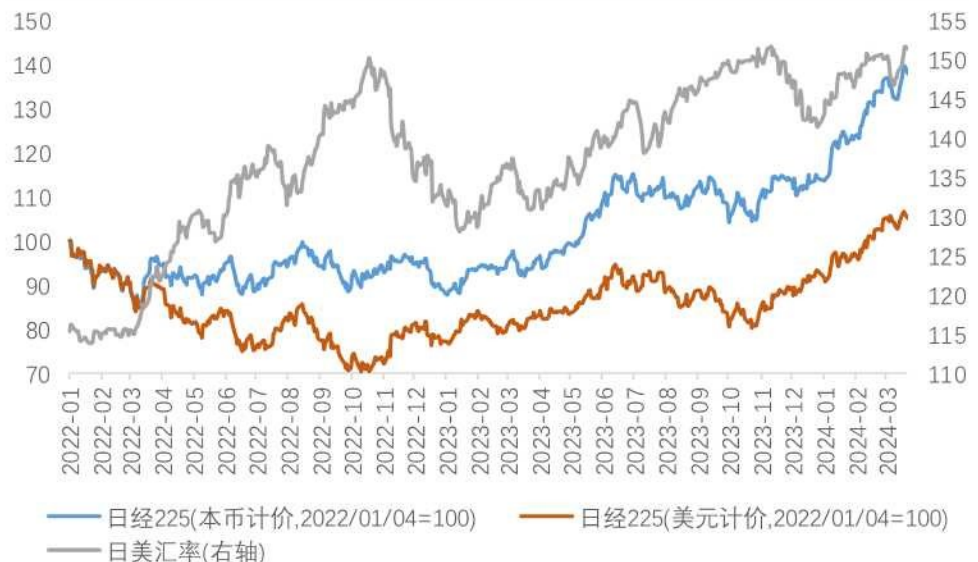
净利润排名	企业
1	丰田汽车
2	NTT
3	三菱商事
4	三井物产
5	三菱 UFJ 金融集团
6	日本邮船
7	索尼集团
8	三井住友金融集团
9	伊藤忠商事
10	商船三井
11	信越化学工业
12	川崎汽船
13	日本制铁
14	KDDI
15	本田技研工业
16	日立制作所
17	住友商事
18	瑞穗金融集团
19	丸红
20	软银

资料来源：日经中文网，天风证券研究所

贬值还能在计价上提振日股。

2022 年至今，以日元计价的日经指数涨幅约为 39.1%，而同期日元兑美元贬值了 31.4%，也就是说日经指数的上涨最主要的贡献是日元贬值带来的。

图 6：以美元计价的日经指数涨幅有限



资料来源：Wind，天风证券研究所

贬值让日元资产成为全球价值洼地，吸引海外资金流入日股。

2022Q1 中国股市达到阶段性高点，之后跨境总负债水平（包括银行，非银金融，和非金融部门）开始下降，意味着部分资金流出中国，同时日本的跨境总负债水平出现上升。

2021Q4 至今，中国对外负债下降了约 1800 亿美元，同期日本对外负债上升了约 1500 亿美元，且大多发生在 2022 年。除日债以外，我们认为日股或也承接了相当一部分流出

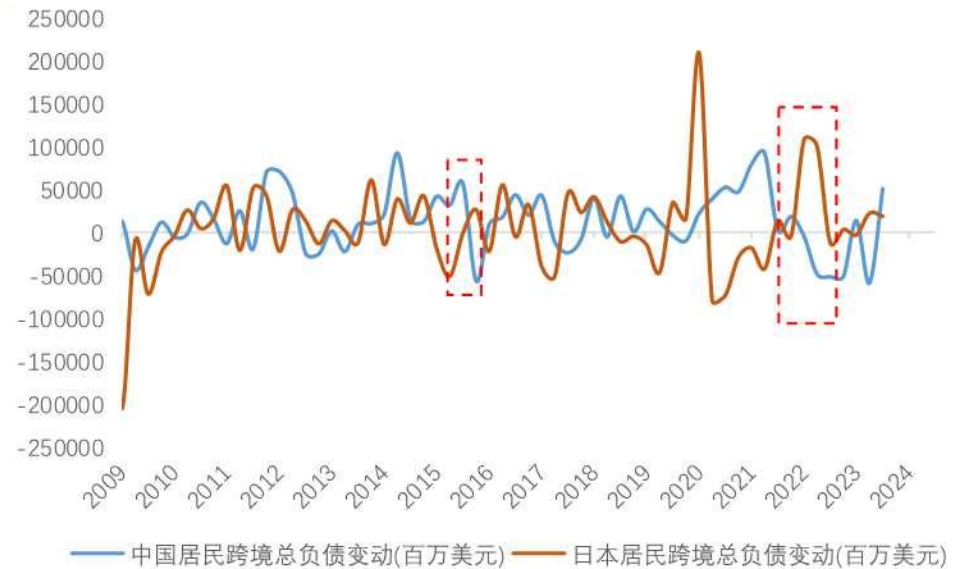
中国市场的海外资金。

图 7：2021Q4 开始，中日对外负债开始反向



资料来源：BIS，天风证券研究所

图 8：2021Q4 起日本对外负债上升幅度与中国下降相近



资料来源：BIS，天风证券研究所

海外营收高增和贬值吸引资金流入并不是日股上涨的唯一原因，全球市场转向价值股风格也让日股更容易受到关注。

当市场不再认为美国利率和通胀会快速回落到疫情前的水平后，价值风格开始在全球市场回归。2022 年以来，标普 500 的价值风格指数收益明显跑赢成长风格指数，欧洲股市也呈现出类似走势。

图 9：欧美股市价值风格自 2022 年以来持续跑赢成长风格

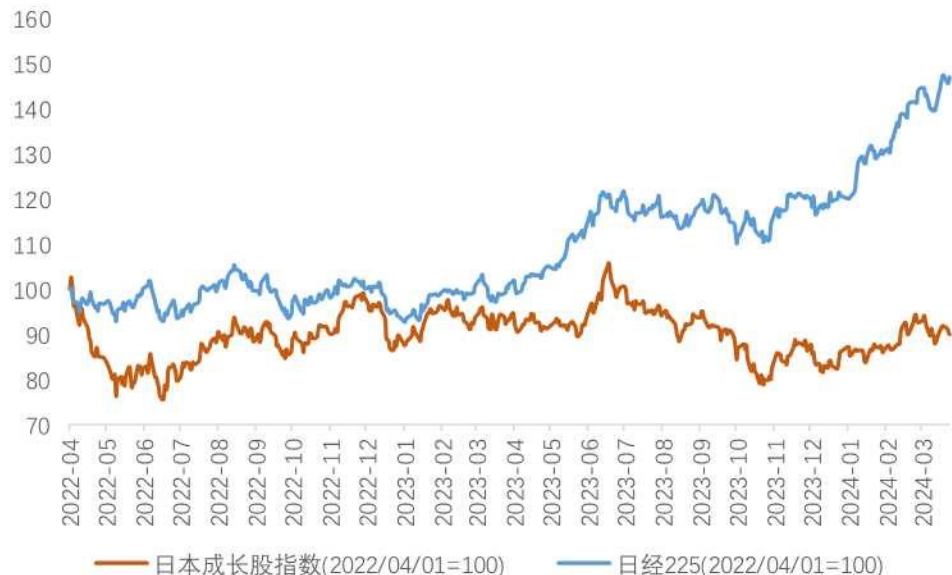


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

日本经济长期低速增长，虽然成长性不足，但是稳定性强。稳定的增长水平、稳定的商业模式和对部分垄断性资源的早期投资，带来了日股的稳定分红。经过长期调整以后，2023年4月日本TPX500指数中约40%股票的市净率低于1，远高于欧洲斯托克600的20%、中国沪深300的17%、美国标普500的5%。

这让日股被视为全球价值股的洼地，日经225指数作为日本价值股指数的代表，在全球市场的价值风格开始回归时，首先吸引了海外资金的关注。同时，巴菲特持续加仓日本五大商社又引发了对日本价值股的新一轮追捧。

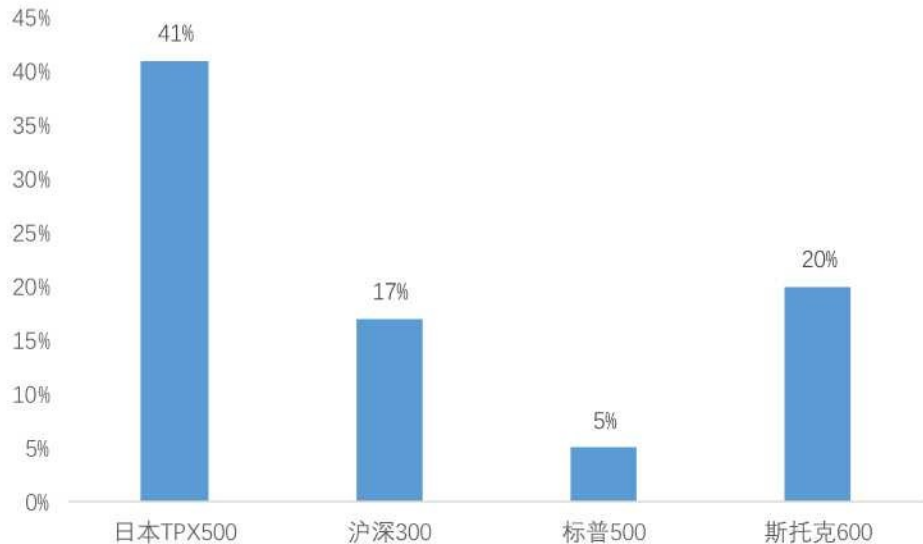
图 10：日本价值股风格一枝独秀



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

另外，“日特估”改革也受到关注。所谓“日特估”改革，指的是东京证交所为了提高上市日企的盈利能力和公司治理质量，以提振股价，推出了诸如敦促PB低于1的企业进行披露、设定更高的盈利目标、增加股票回购、强化资本效率管理、降低资金成本、进一步扩展英文披露等一系列改革措施。尚不清楚“日特估”改革对日股上涨的实际帮助，但至少获得了投资者的关注效应。

图 11：2023年4月，日本TPX500指数破净率比例远高于其他主要市场水平

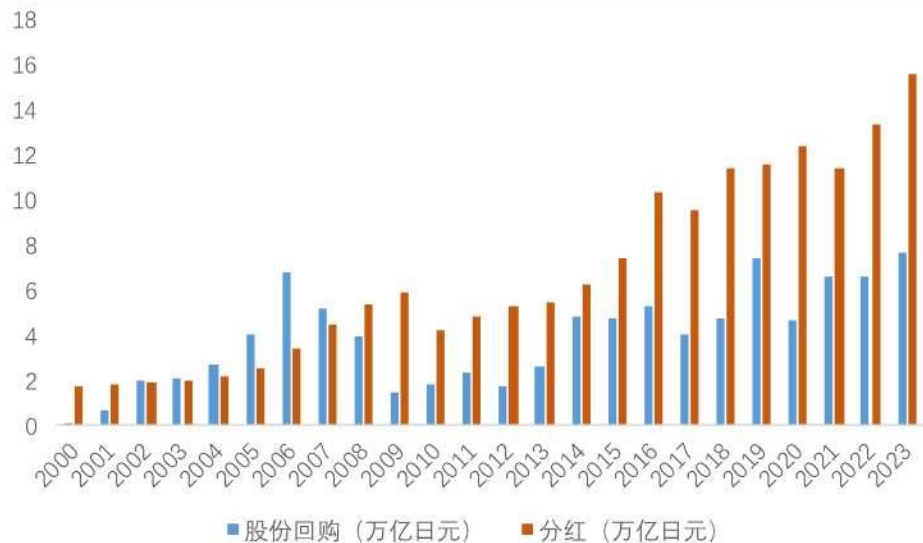


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

截至 2023 年 11 月，日本企业股票“交叉持股”比例不足 10%，是近八年来的低点。减轻了上市企业交叉持股带来额外的抛售压力，解决了“财报亏损转移”等公司治理问题。

2023 年财政年度，日本上市公司分红达到 15.5 万亿日元，为日本 GDP 的 2.78%。回购股票的金额为 7.6 万亿日元，约为日本 GDP 的 1.36%，均创历史新高。

图 12：股票分红达到约 16 万亿日元



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

展望未来，在不考虑“日特估”具体影响的情况下，决定日股能否继续上涨的关键因素，是美国经济强弱、日央行货币政策立场和全球市场风格。

第一，我们认为当前美国经济依然较强，非农新增就业有韧性，实际薪资增速持续修复（详见 3 月 12 日报告《美国核心通胀反弹的两条线索》），居民消费将继续支撑日企海外盈利。

第二，日央行虽退出了负利率框架，但超宽松货币政策立场以及对日央行鸽派看法短期内无法转变。尤其是近期日元进一步贬值至 1991 年以来最低水平，以及制造业 PMI 的持续疲软都削弱了日央行进一步加息预期，也将继续提振日股。（详见 3 月 20 日报告《写在日本负利率时代结束之际》）

第三，全球高通胀高利率环境或将延续，主要经济体央行年内降息幅度有限，价值风格或将继续受到青睐。（详见 3 月 21 日报告《“平衡”的联储，“矛盾”的尺度》）

在以上因素的影响下，日股或将继续泡沫化上涨。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com