



踏入八月份，日本股市在首三個交易日累積下跌逾 20%，其中在 8 月 5 日（星期一），股市單日跌幅更高達 12%<sup>1</sup>。日本股票部門主管 Edward Ritchie 在本投資通訊中分析是次股市調整的原因，並提出他對於日本股市、日本央行利率路徑的觀點。

## 市場調整後日本股市最新展望

### 市場憂慮由美國主導的環球經濟衰退

我們認為，市場急跌的主因是環球投資者突然改變預期，憂慮會出現由美國主導的環球經濟衰退。這個觀點源於部份投資者認為，美國聯儲局在 7 月底並無減息是政策失誤，而美國就業和工業需求數據轉弱正好印證其看法。此轉變促使大量投資者迴避風險。全球最大的風險交易之一是所謂的「日圓套息交易」，即是指環球投資者沽空日圓，並投資於日本股市。投資者尋求降低風險或將日圓套息交易平倉，正是日圓大幅走強和日本股市下跌的主因。

### 加息令日本出口商盈利前景受困

有多項其他因素促使這種投資氣氛轉變，並導致股市跌勢加劇。在 7 月 31 日，日本央行將政策利率由 0% 至 0.1%，上調至 0.25%，帶動日圓走強<sup>2</sup>。預期日圓升值將削弱日本出口商的盈利前景，但日圓對日本整體企業盈利的影響已不如過往般大。

事實上，許多日本製造商現時都在海外生產，因此貨幣影響一般偏向換算方面（將海外盈利換算成日圓），多於交易性質（以日圓成本為基礎，將日本生產的產品銷售至海外市場）。部份評論員亦認為，日本加息或會導致當地經濟放緩，但我們認為這並非主要風險。

### 環球科技股下跌

另一個跌市原因是環球科技股的投資氣氛在 7 月初開始轉變。現屆美國政府表示，將進一步收緊美國及其盟友向中國內地出售半導體設備的規定，引發投資者憂慮。此外，一家領先科技公司在 8 月 1 日公布的盈利業績疲弱，季度利潤急挫 85%，其後更宣布將裁員 15%，加深市場對科技股增長前景的憂慮。

地緣政治仍是投資者持續面對的風險，因為中東的緊張局勢似乎再度升溫，但我們認為這並非 8 月初市場氣氛急劇轉變的主因。

<sup>1</sup> 日經平均指數。

<sup>2</sup> 日經亞洲，2024 年 7 月 31 日：《日本央行加息至 0.25%，並可能於今年進一步加息》

## 哪些行業及因子最受打擊，哪些表現最強韌？

市場普遍出現拋售，所有行業均錄得超過 10% 的跌幅<sup>3</sup>。金融業（銀行、保險和券商）表現最疲弱，其次是貿易公司和汽車業。表現最佳的行業主要為本土和防守性行業，例如零售和康健護理，以及鐵路和電訊。

隨著市場對進一步加息的觀點有所改變，加上 10 年期債券孳息率下跌（10 年期日本政府債券孳息率由超過 1% 跌至 0.8% 以下），故即使業務沒有承受日圓貨幣風險，金融業仍最受打擊。此外，截至 7 月底的市場價格反映，日本央行在 2024 年底之前進一步加息 25 點子的機會率為 50%，但現時有關機會率已跌至接近 0%。這些發展均改變了金融股市場的投資氣氛。

本土行業及一般具防守性的行業表現較佳，令人相信日本當地經濟前景仍然穩健。日本消費者一直面對物價上漲的困境，而且直到最近實質工資才轉為正增長。日圓轉強使進口價格下跌，為日本當地企業帶來正面影響，應有助支持本土經濟企業。

因子方面，增長股和動力股最受打擊，而質素評分高、自由現金流收益率高的企業股價跌幅較小。

## 市場展望及投資啟示

「日圓套息交易」的平倉潮將會持續多久？對日本股市將造成甚麼影響？現在仍難以得知。然而，借鑑過往市場大幅拋售的經驗，例如 2011 年 3 月福島核災

難後或 2020 年 3 月新冠疫情觸發的拋售，市場在短暫大幅急跌後（兩次跌市均在不足一周內錄得 16% 至 18% 的跌幅），都會有所回升。

目前，日本市場的市盈率為 12 倍，估值相當合理，而企業多作出保守的盈利預測，根據 140 日圓兌一美元的平均匯率計算，2024/25 年度的盈利將會持平。美國市場的市盈率則為 22 倍，估值顯著較高<sup>4</sup>。

考慮到股息率及企業承諾在未來數年回購股份，日本股市料獲得良好支持。我們估計，日本股市在 2024/25 的整體股東回報率將超過 5%。

投資者宜繼續留意一些定價能力強勁，並能有效配置資本的優質企業。若跌市導致潛在回報大的投資機會出現，又或跌至投資者心目中的合理價格，投資者應尋求機會，增持一些高確信度的持倉。

我們對日本的觀點維持不變：日本正經歷由通縮轉為通脹的過渡期，具有定價能力的企業將可持續提升價格。在此環境下，日本企業的盈利及自由現金流將更穩定增長，有助推動日本股市持續獲得估值重估。

## 日本央行利率走勢展望

在跌市前，我們認為日本央行在 2024 年將會加息一至兩次，並在 2025 年進一步加息，以推動利率正常化。日本央行並無明確界定「正常化」的利率水平，但我們認為應高於目前的 0.25% 水平。

市場不再預期 2024 年會進一步加息。畢竟，日本央行進一步加息將取決於通脹率是否維持偏高（日本消

<sup>3</sup>2024 年 8 月 5 日，宏利投資管理。

<sup>4</sup>以一年期普遍預測為基礎。

費物價指數目前為 2.8%)。日圓近期轉強導致進口價格開始回落，或有助抑制通脹上升。

「日圓套息交易」的平倉潮意味著投資者不再受日圓大幅波動的影響。這在未來給予日本央行更大的行動自由(採取進一步加息的行動)，毋須憂慮對金融市場造成連鎖效應。

## 免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。