

# 林少陽：外資湧日股仍處起步階段

文章日期：2023年6月19日

【明報專訊】近日日股如入無人之境，連破30多年新高。筆者四處打探，身邊卻沒多少個人坐言起行，以真金白銀投資日股。雖然跟紅頂白不是本欄一貫風格，但是國際資金湧入日本市場，看來只是處於起步階段，現時入市應該仍然未遲。

較早前美國股神巴菲特出訪日本，引起國際投資者關注沉寂逾30年的日股，是否終於再次日出東方。純從估值而論，日股早於十年前已經是非常超值，可是國際投資者經歷過之前20多年的漫長熊市，即使在2012年時任首相的安倍晉三提出「安倍經濟學」，透過無限量寬推低日圓利率、匯率、購買日本國債、日股；大規模赤字預期刺激經濟、以至放寬管制、提高企業管治及科技創新，以圖將日本由長年通縮的經濟環境推回每年2%通脹目標。然而，由於期間日本人口持續萎縮，內部消費經年不振，工資30多年來停滯不前，國際投資者對投資日股，心態上依然是步步為營。

## 弱日圓助出口企業錄匯兌收益

新冠疫情期間，全球量寬達到史無前例的級別，大量零息以至負利率的國債以至企業債務充斥市場，終於引爆了過去兩年的全球通脹熱潮。即使長年人口收縮的日本經濟，最近大半年亦出現了久違了的3%以上通脹。較早前，日本多家大型企業公布新財政年度的工資調查，顯示大企業今年平均加薪在3%至5%之間，輕微超過近期公布的通脹按年升幅。

由於過去兩年歐美經濟通脹嚴重，除日本以外的其他所有成熟市場，早已退出量寬，目前只剩日本及中國，因應自身的國情而實施寬鬆的貨幣政策，而相對中國仍然處於正數的存款利率，日本超高的實質負利率，便成為過去一年多以來國際投資者主要的融資貨幣，大幅推低日圓匯率。

與中國股市不同的是，按市值計算日本上市股份過半都是出口企業，日圓匯率貶值不單有利出口企業的國際市場競爭力，同時亦令出口企業產生巨額的匯兌收益，變相成為推動日股的助燃劑。反之，因為中國上市企業大部分收益都是人民幣，人民幣匯率的貶值，對在本港以港元（而港元與美元掛鈎）計價的H股表現不利。

日圓匯率對日股的影響，相信很多國際投資者早已知之甚詳，因為過去幾十年來，兩者就一直存在極強的負相關性。反而，很多國際投資者有所不知的是，日本股市過去十年以來，企業管治水平持續改善，其中一個近年很重要的市場風氣，就是管理層愈來愈注重股東價值的提升。過去十年以來，每年企業的股份回報總額，都在持續創出歷史新高。

## 東證市帳率僅1.4倍仍偏低

然而，由於境外投資者對這些默默耕耘的上市企業所做的一切視而不見，即使經過十年以上的時間，日本仍然有超過半數的上市股份，股價仍然長期以低於帳面價值交易。經過年初至今的大升，情況確實是有所改善，但是目前東證指數的平均市帳率，仍然只是處於1.39倍的偏低水平，這與標普500指數的4.22倍，估值差距仍然是高達3倍。當然，市帳率只是眾多估值基準之一，日股要進一步上升，必須透過企業改革推高可持續的股本回報率，否則最終將只是另一場南海泡沫而已。