

# 日本金融市场

## 主题研究团队

侯苏寒

[suhan.hou@nomuraoi-sec.com](mailto:suhan.hou@nomuraoi-sec.com)

SAC执证编号: S1720520020001

2024年08月20日

## 日本宏观经济环境

## 野村看日本：经济稳步复苏，年内或再次加息

指标*	2023	2024E	2025E
<b>GDP增速</b>	<b>1.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.4</b>
内需贡献度	0.8	-0.1	0.9
外需贡献度	1.0	-0.1	0.5
私人消费	0.6	-0.1	1.0
私人住宅投资	1.0	-3.0	-2.7
私人资本支出	2.2	1.3	1.7
政府消费	0.5	0.5	1.1
<b>名义GDP</b>	<b>5.6</b>	<b>2.5</b>	<b>3.4</b>
完全失业率 (%)	2.6	2.6	2.4
CPI (y-y,%)	3.2	2.5	2.1
核心CPI (y-y,%)	3.1	2.4	2.1
财政赤字 (%GDP)	-7.4	-6.3	-5.2
经常收支 (%GDP)	3.6	4.5	5.0
政策利率 (%)	-0.10	0.50	1.00
10年期国债收益率 (%)	0.62	1.25	1.70
汇率 (JPY/USD)	141.0	148.0	140.0

### 风险提示

日美政治格局变动、中美经济趋缓、地震对入境游的抑制、劳动力短缺阻碍资本支出等

### 经济

- 日本经济自二季度起平均以赶超潜在增速（年化+0.5%左右）的步伐重拾复苏，消费支出、资本支出、出口等私营部门需求将带动经济实现均衡复苏。
- 6月实际工资时隔2年零3个月转正。人均工资同比+4.5%，较5月的+2.0%增速加快，超一致预期（+2.0%），逐步反应春斗加薪。最低工资上调将于10月起生效。
- 6月名义零售额环比+0.6%，超彭博一致预期（+0.2%）。根据野村计算的实际值显示零售额已连续三个月实现环比正增长。
- 劳动市场持续强劲。6月完全失业率为2.5%，较上月下降0.1%；劳动参加率较上月提升0.1%至63.3%。

### 通胀

- 我们认为到2026财年日本通胀将稳定在接近2%的水平。CPI 方面重点关注：1) 工资与物价之间的良性循环；2) 经济表现；3) 外汇走势。
- 7月东京都区部核心CPI同比+2.2%，较6月+2.1%小幅加速，符合预期。
- 6月核心CPI同比+2.6%，较5月+2.5%小幅加速，低于彭博一致预期（+2.7%）。

### 货币政策

- 基准情形（实现概率60%）：我们预计日本央行将在2024年12月再度加息，随后，在2025年4月和7月议息会议上进一步加息，2024年末政策利率从0.25%上调至0.50%，2024年末上调至1.00%。我们将未来这三次额外加息视作宽松阶段的政策调整。
- 风险情形A（概率30%）：2024年再加息一次，2025年再加息三次。
- 风险情形B（概率10%）：假若经济、物价和工资增长因日元快速升值等原因失去动能，我们预计2025年全年都不会加息。

## 日银7月经济物价展望报告：与4月相比无大幅调整

- 由于海外经济稳步增长、金融环境宽松、工资和支出的正循环持续强化，预计经济增速仍将持续高于潜在增长率。
- **2024财年核心CPI**预计在**2.5%**上下，**2025财年**及**2026财年**预计在**2.0%**上下。随着工资和物价的正向循环长期通胀预期将稳步上行，和央行锚定的物价安定目标贴合。
- **2024财年GDP**增速由于上一财年数据的修订等原因小幅下修（**+0.8%→+0.6%**）。
- 核心CPI的小幅修正主要反映了政府电力燃气补贴政策的调整（**2024财年**下修，**2025财年**上修）。
- 风险因素：海外经济和物价水平、资源价格、企业加薪、提价动向。

	实际GDP	核心CPI (除生鲜食品)	(参考) 核心-核心CPI (除生鲜食品和能源)
2024财年	+0.5~+0.7 <+0.6>	+2.5~+2.6 <+2.5>	+1.8~+2.0 <+1.9>
2024年4月 预测	+0.7~+1.0 <+0.8>	+2.6~+3.0 <+2.8>	+1.7~+2.1 <+1.9>
2025财年	+0.9~+1.1 <+1.0>	+2.0~+2.3 <+2.1>	+1.8~+2.0 <+1.9>
2024年4月 预测	+0.8~+1.1 <+1.0>	+1.7~+2.1 <+1.9>	+1.8~+2.0 <+1.9>
2026财年	+0.8~+1.0 <+1.0>	+1.8~+2.0 <+1.9>	+1.9~+2.2 <+2.1>
2024年4月 预测	+0.8~+1.0 <+1.0>	+1.6~+2.0 <+1.9>	+1.9~+2.1 <+2.1>

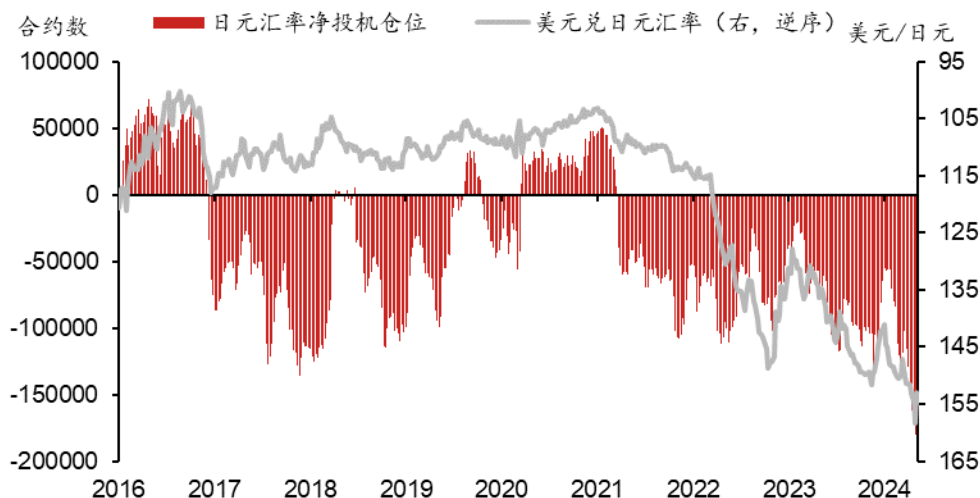
## 会议前套息交易和投机性空仓处于高位

- 以外国银行在日总分行账户资产规模代表的套息交易规模来看，**2022年后有所攀升但不及雷曼危机前的水准，2024年1月底约11.3万亿**。息差存在的前提下，汇率波动率越低越有利于套息交易。
- **日元投机性空头仓位维持高位，对冲基金仍押注日元贬值**。4月26日日银货币政策会议当周，由于会议结果偏鸽，日元投机性空头仓位创多年以来新高。财务省进行汇率干预后，空头仓位有所收窄，但仍处在高位。

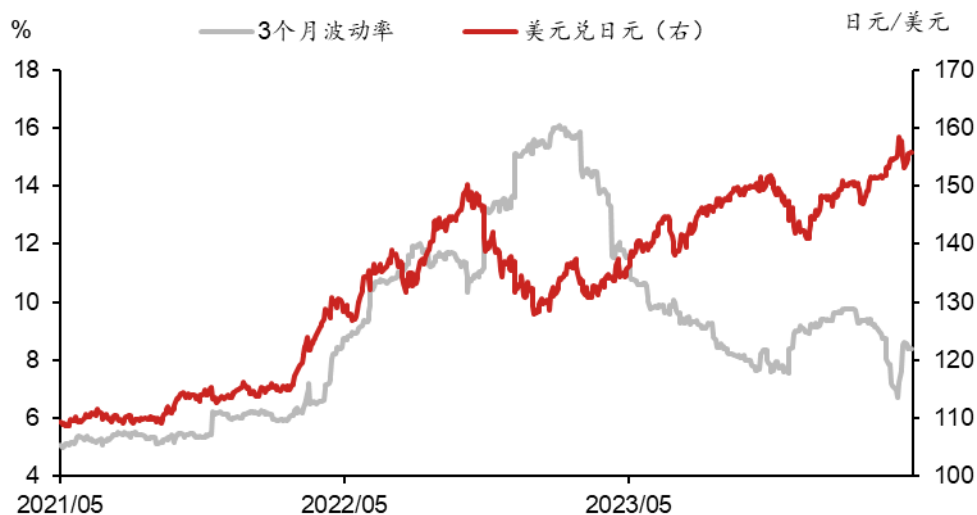
套息交易规模在2022年底后回落保持相对平稳



日元投机性空头仓位处于高位



今年5月以来波动率回落使得套息交易仍具吸引力



## 汇率展望

- 我们认为眼下断言美国经济已步入衰退为时尚早。虽然美国经济数据看似疲软，我们仍应看到 7 月指标表现似乎也受到飓风等一次性因素的影响。就业人数虽增势趋缓，但仍在持续增加。
- 在考量日元升值的可持续性时，我们认为需重点关注美股会否因美联储立场如预期般转鸽而实现反弹，以及美国经济指标是否显现复苏迹象。美联储不会对单月数据反应过度，我们认为美联储要充分转向鸽派以平息市场担忧尚需时日。在我们看来，市场情绪最早也要到 8 月底杰克逊霍尔全球央行年会召开时才有可能完全企稳。
- 基于对 9 月 FOMC 会议后美元反弹潜力犹存的看法，我们维持对 12 月底美元/日元将录得 148 的预期不变。

美日5年利差及汇率走势



野村美元/日元预测

		2024年8月	2024年9月		2024年12月		2025年3月		2025年6月		2025年9月		2025年12月	
		实际	旧	新	旧	新	旧	新	旧	新	旧	新	旧	新
日元	(美元/日元)	146.5	150	143 ↓	148	148	146	146	144	144	142	142	140	140
欧元	(欧元/美元)	1.09	1.07	1.07	1.07	1.07	1.08	1.08	1.09	1.09	1.10	1.10	1.11	1.11
	(欧元/日元)	159.9	161	153 ↓	158	158	158	158	157	157	156	156	155	155

资料来源：彭博，野村证券（NSC），野村东方国际证券

请务必阅读报告正文后各项声明

## 岸田辞职影响几何？

- 以下两点非常重要：（1）众议院解散及大选时点，以及（2）谁将接任自民党总裁和日本首相。
- 我们认为众议院有可能将在今年10月或11月解散（本届众议院任期为2024年10月31日-2025年10月30日）。
- 聚焦民意调查中广受欢迎的小泉进次郎、石破茂、河野太郎和上川阳子，其他在自民党领导职位上具备丰富经验的潜在候选人包括茂木敏充、加藤胜信、萩生田光一和高市早苗。
- 1. 货币政策方面：石破茂、河野太郎和加藤胜信的立场偏鹰（旨在推动货币政策正常化），而萩生田光一和高市早苗则被视为鸽派。
- 2. 财政政策方面：石破茂、河野太郎和加藤胜信主张维持财政平衡，而萩生田光一和高市早苗则被视为积极财政政策的拥趸。
- 3. 增长战略方面：所有候选人皆主张在数字技术、环境和能源领域进行投资，并致力于加强经济安全。
- 4. 气候变化和能源问题方面：所有候选人均表示打算重启核电站，同时继续加强对可再生能源的推广应用。
- 5. 国家安全方面：大多数候选人都表示计划与亚洲拥有共同价值观的国家合作，增加国防开支并加强供应链。
- 自民党总裁选9月27日投票，候选人需在9月12日前宣布参选。截至8月20日，小泉进次郎、石破茂、河野太郎均已明确参选计划，除这三名以外共计11位候选人有意参选。

	小泉进次郎	石破茂	河野太郎	上川阳子
内阁经验	环境大臣（2019-2021）	地方创生、国家战略特区大臣（2014-2016） 农林水产大臣（2008-2009） 防卫大臣（2007-2008）等	数字化大臣（2022-） 防卫大臣（2019-2020） 外务大臣（2017-2019）等	外务大臣（2023-） 法务大臣（2014-2015, 2017-2018, 2020-2021）等
自民党三大职位经验	-	干事长（2012-2014） 政务调查会长（2009-2011）	-	-
过往总裁选举候选经验	-	4次（2008, 2012, 2018, 2020）	2次（2009, 2021）	-
前所属派系	无派系	石破派（水月会）	麻生派（志公会）	岸田派（宏池会）

资料来源：野村证券（NSC），各候选人官方主页，朝日新闻，日经，每日新闻，NHK，东洋经济，野村东方国际证券

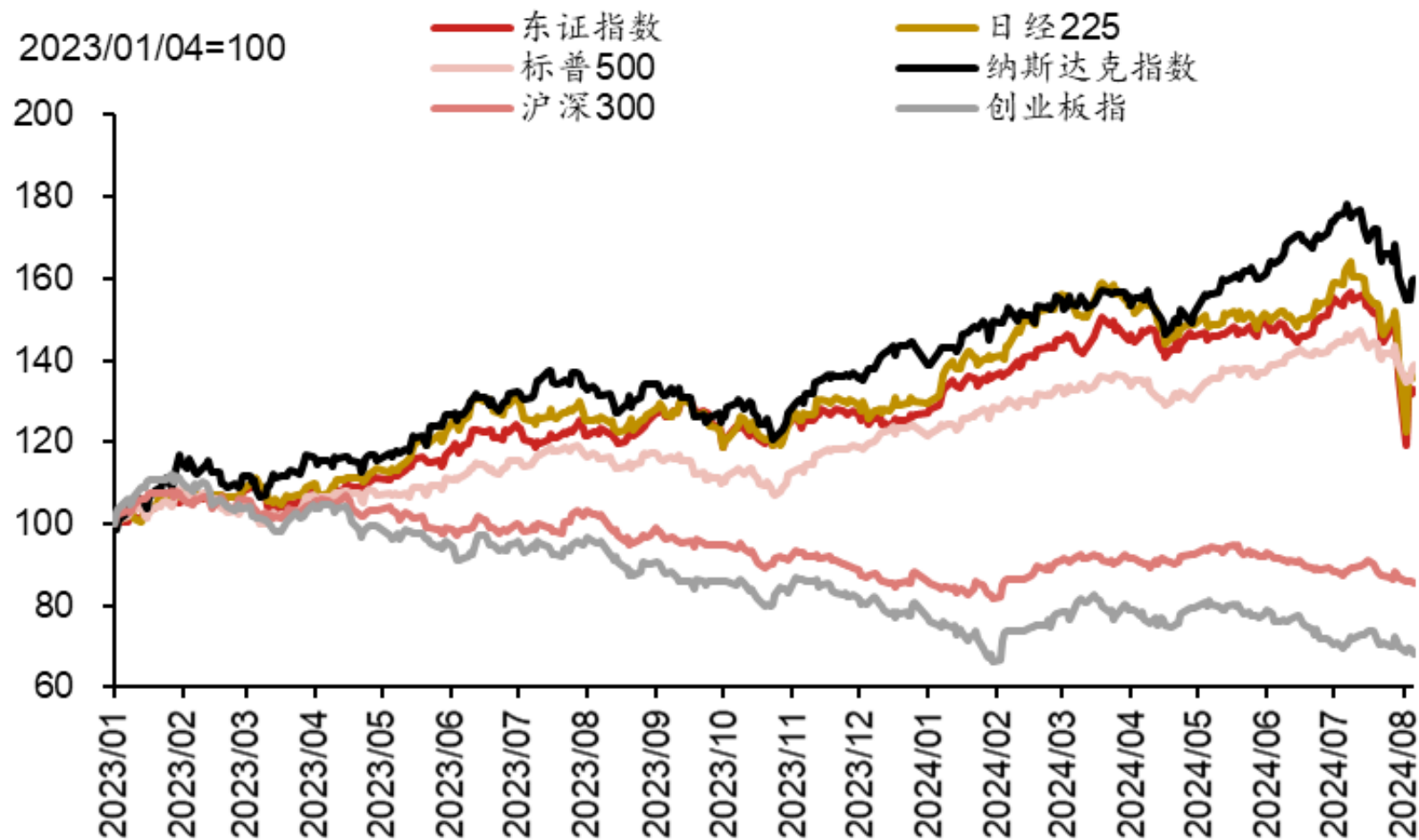
请务必阅读报告正文后各项声明

## 日本股市展望



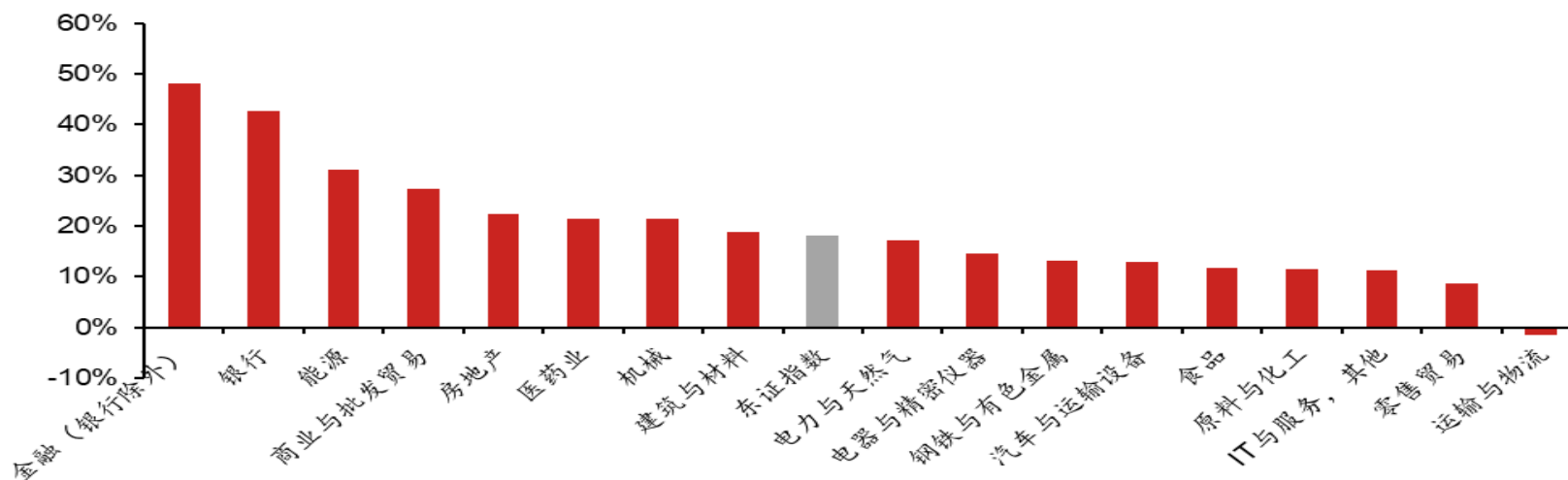
## 7月议息会议后股价大幅波动

全球主要股指走势

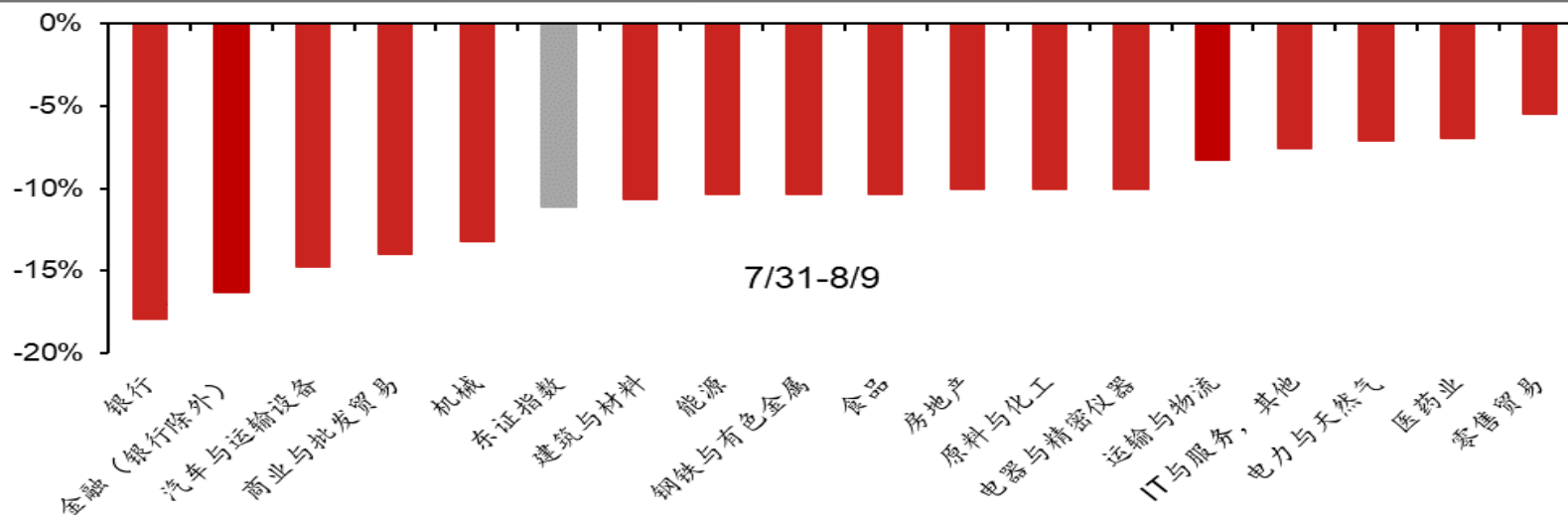


## 东证17行业涨跌幅

东证 17 行业涨跌幅（年初至7月31日）



东证 17 行业涨跌幅（7月31日 - 8月9日）



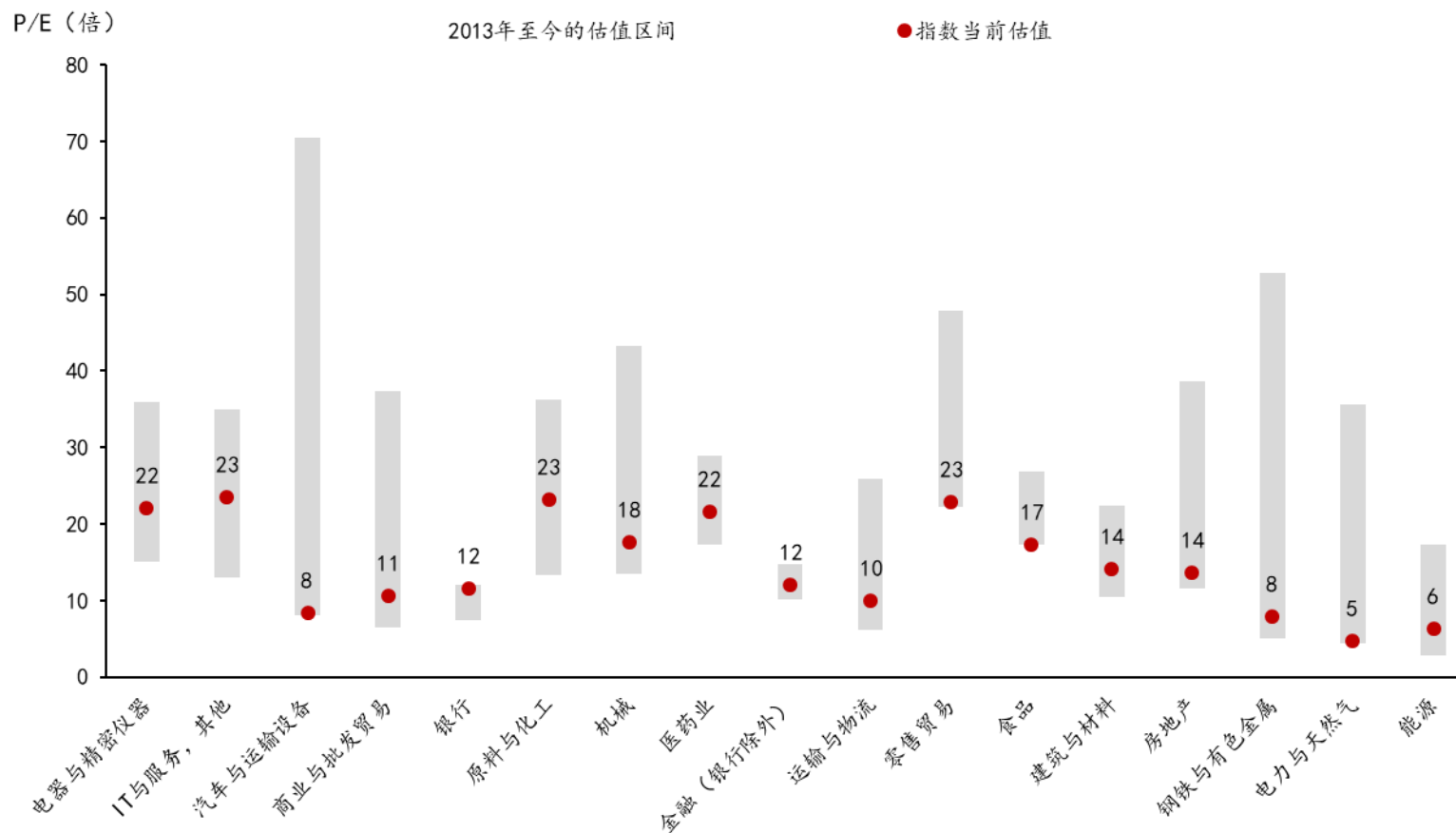
## 东证指数12个月动态市盈率

- 市场看起来并未过热。东证平均 12 个月动态 P/E 录得 15.9 倍（基于野村预期，并辅以 Toyo Keizai 预期），位于 2013 年以来的 12-17 倍区间内。
- 与 1989 年不同的是，此轮高股价是受到企业业绩的支撑。。

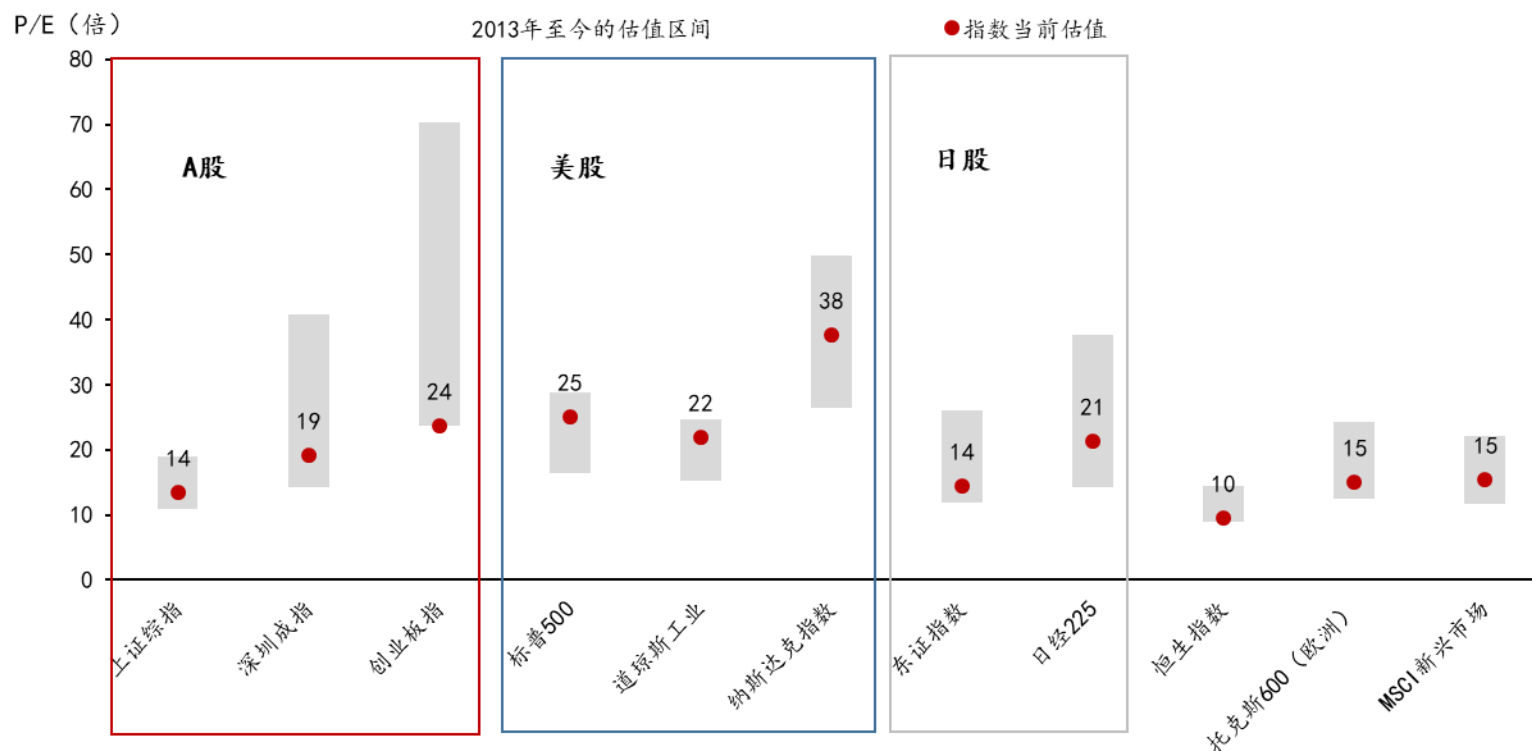
自安倍经济学启动以来，P/E 大多位于 12-17 倍之间



## 全球主要指数市盈率比较 (TTM)

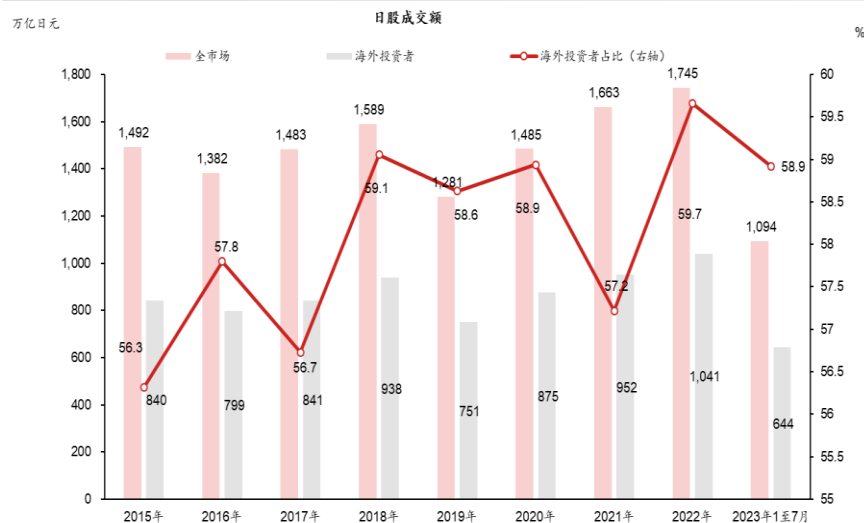


## 东证17个子行业指数市盈率比较（TTM）

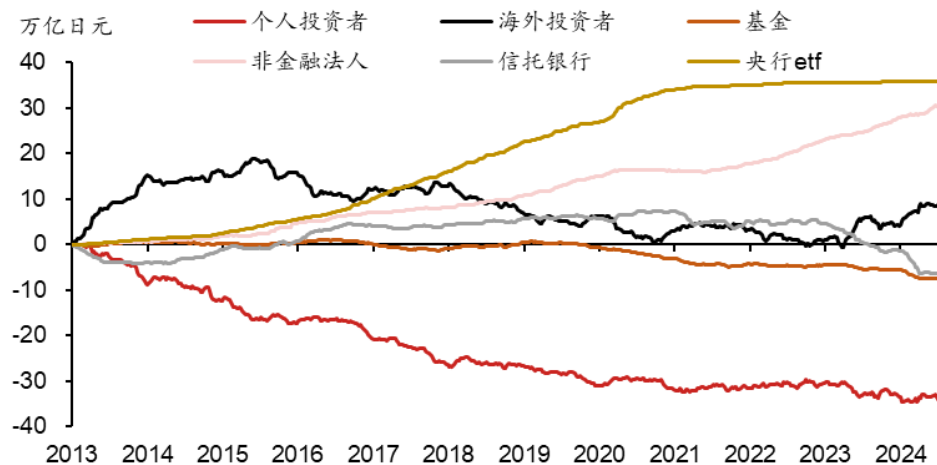


## 日股投资主体：海外投资者交易活跃

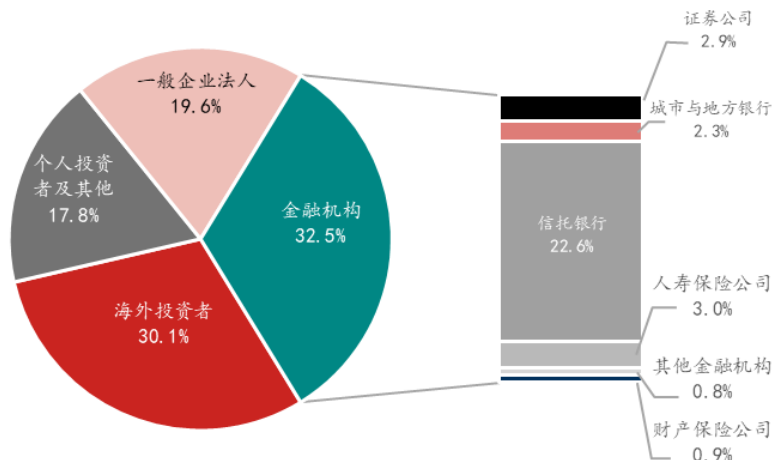
### 海外投资者交易活跃，贡献半数以上成交额



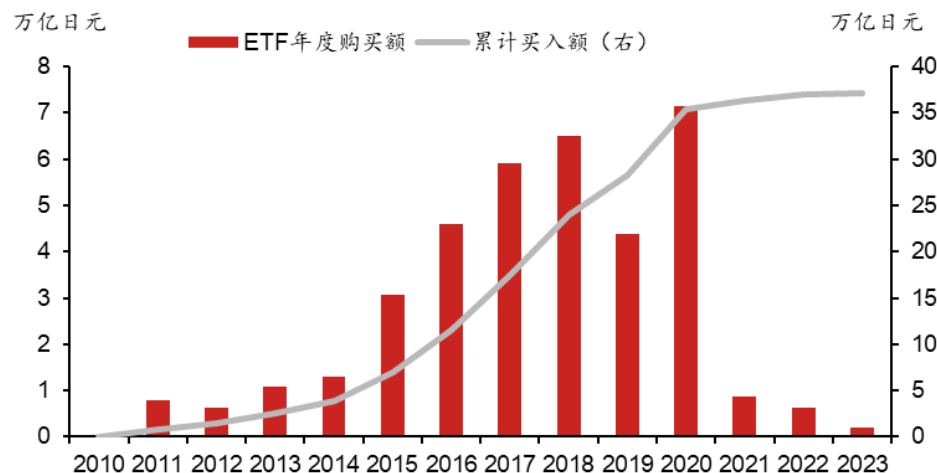
### 日股市场各类投资主体累计净买入统计 (2013年以来)



### 各类投资者持有的日股市值 (2022财年末)



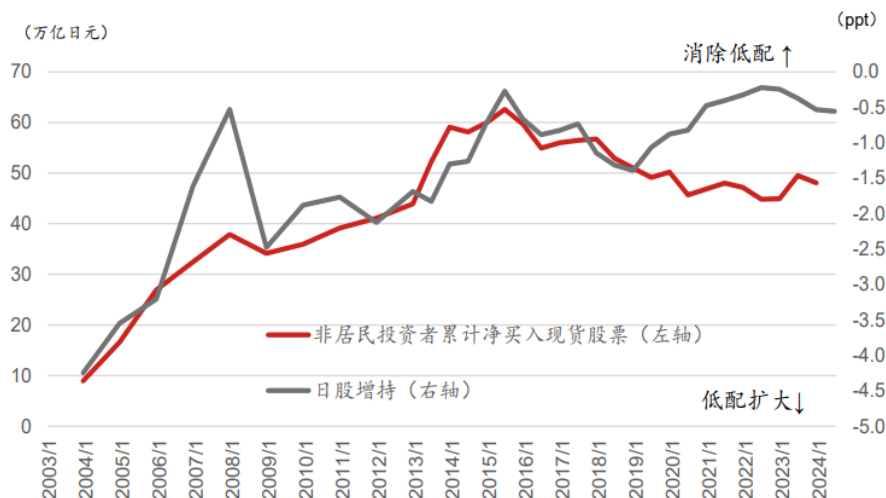
### 日本央行股指ETF年度购买额及持有余额



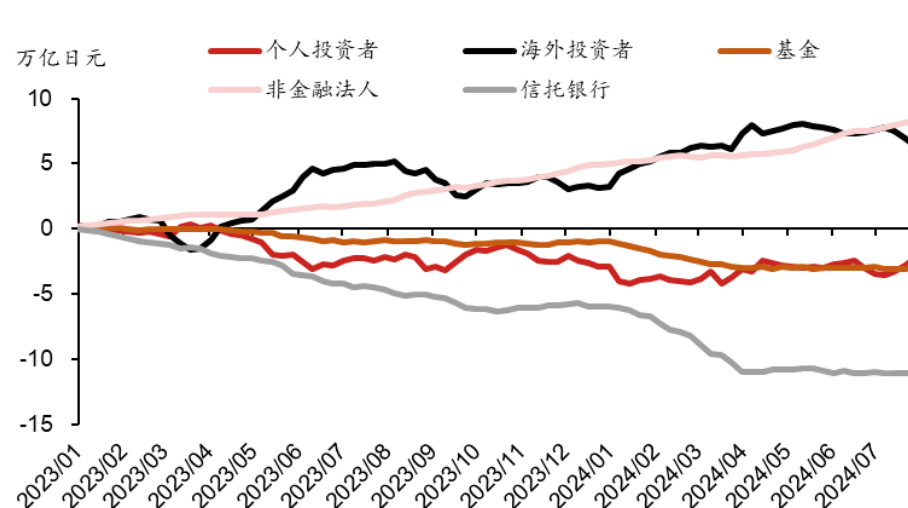
## 全球资金对日股仍处于低配状态

- 海外投资者现阶段仍大幅低配日股，资金流入潜力可期。国际货币基金组织（IMF）截至 2023 年 6 月底的协调证券投资调查（CPIS）数据显示，在全球股权投资余额中（最新资产管理规模约为 43 万亿美元），日股权重低于市值权重。基于各类投资者的交易趋势，保守估计日股低配空间可达 20 万亿日元。
- 据野村证券调研显示，更多海外机构投资者欲强化投资日股的前期准备。例如：（1）许多机构计划派遣团队成员访问日本；（2）不少基金近期已聘请日股专家；以及（3）一家主权财富基金正着手在日本开设办事处。

非居民投资者净增持日股情况



不同投资者对日股累计买卖（2023年初以来）



注：日股在全球股权投资中的权重采用IMF 整理的的数据。IMF 最新数据截至2023 年 6 月，因此结果基于股指及非居民投资者日股交易（现货股票合计）后续变动测算得出。

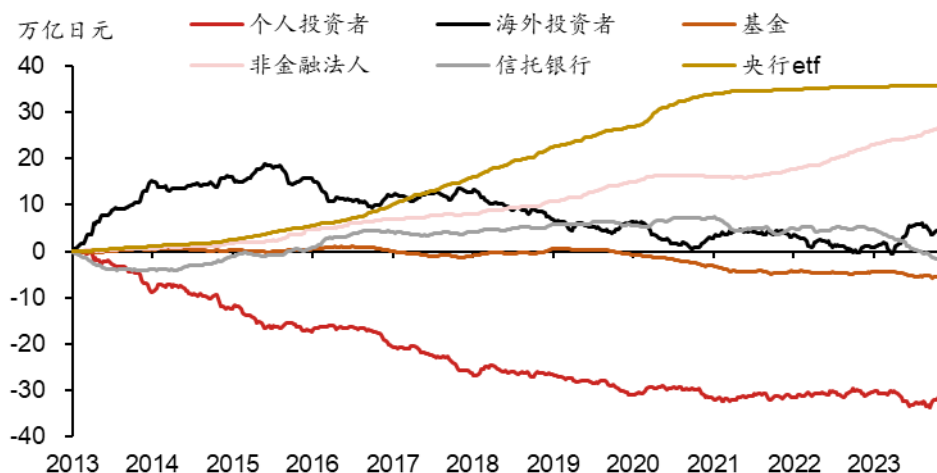
资料来源：彭博，JPX，野村东方国际证券

请务必阅读报告正文后各项声明

## 关于日股ETF出售，央行表示时期尚早

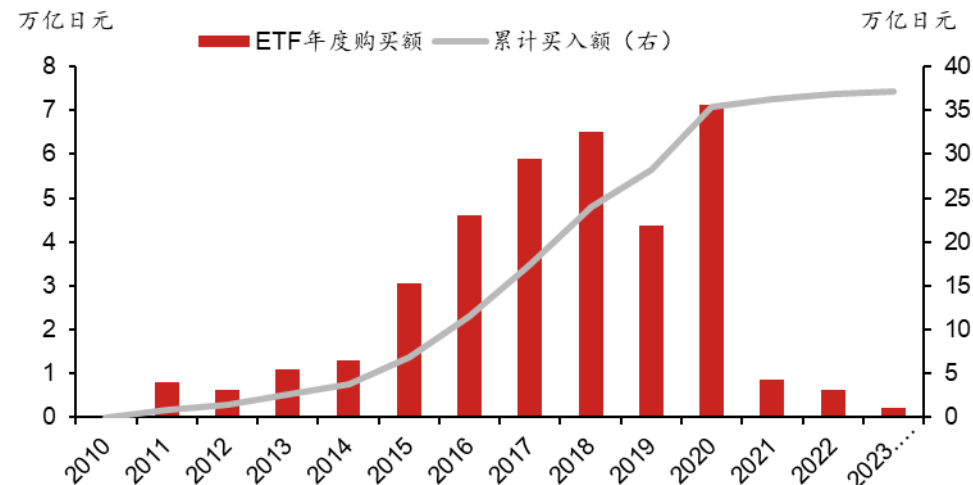
- 2013年后，随着日本央行量化质化宽松货币政策的落地，其对ETF的购买规模持续增长，并成为日股主要的净买入方。
- 2021年3月，央行宣布将取消每年6万亿日元的原则性购买目标，但仍保留12万亿日元的年度新增余额上限。日本央行对于日股ETF的购买明显放缓，2021及2022全年累计净买入规模均不足1万亿日元。
- 潜在买入规则：上午下跌超过2%买入。2024年3月11日大跌未买入，引发暂停猜测。2024年4月会议决定停止ETF购买，但未涉及出售计划。
- 2024年7月31日，货币决策会议后的记者发布会上植田行长表示考虑日股ETF出售时期尚早。

### 不同类型投资者对日股累计净买入

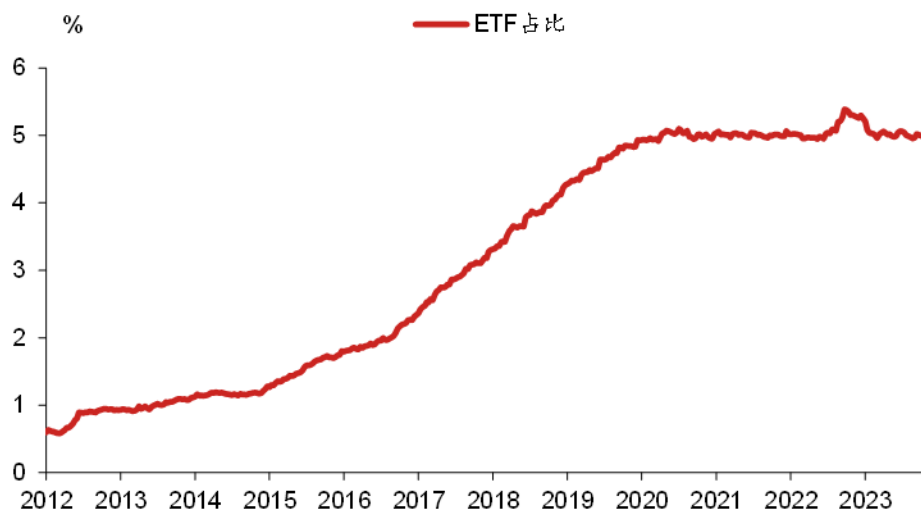


资料来源：日本央行，野村东方国际证券

### 2021年起日本央行对日股ETF购买放缓



### ETF占日本央行资产比例的变化



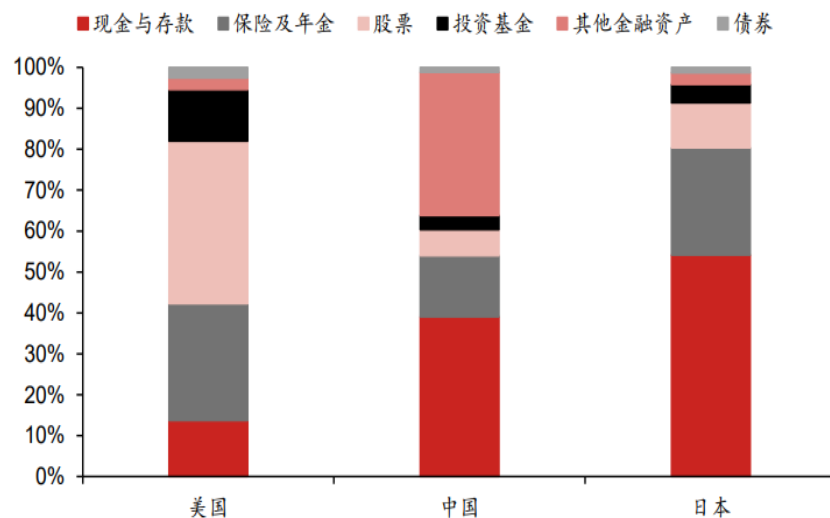
请务必阅读报告正文后各项声明



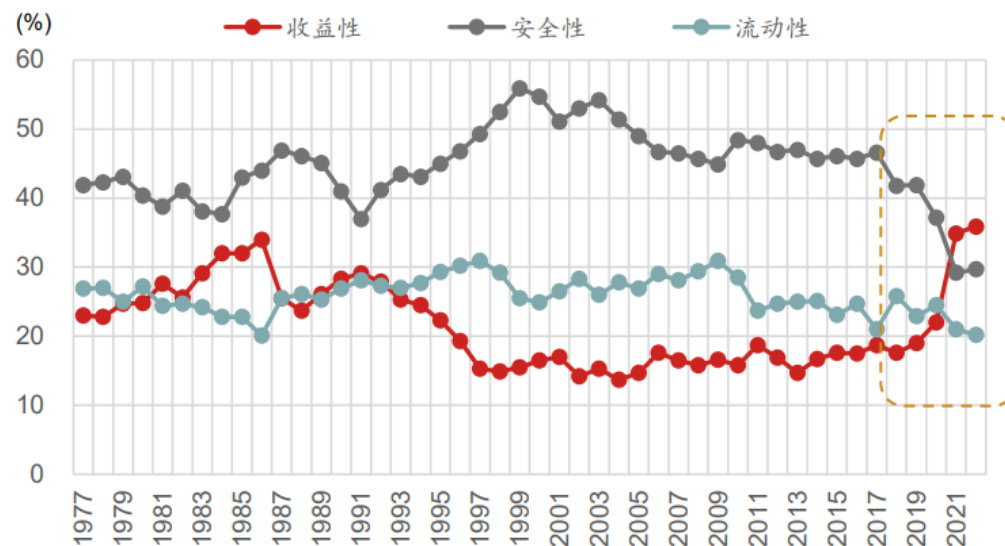
## 通胀再起，家庭部门或重拾对权益资产投资的兴趣

- 日本家庭金融资产中现金与存款比重过半。2023 年 3 月末，日本家庭金融资产中现金和存款占比达 54.2%，股票占比仅为 11.0%，股票、基金、债券 累计占比为 16.8%。与美国相比，日本家庭金融资产中现金与存款占比较高，股票占比较低。中国与日本较为类似。
- 从通缩走向通胀过程中，家庭部门重拾对权益资产投资的兴趣。据日本金融广报中央委员会的调查，日本家庭部门在选择金融投资标的时注重“收益性”的占比自 2021 年起持续创历史新高，超过 1984 年的峰值 34.0%。

中国、美国、日本家庭金融资产构成



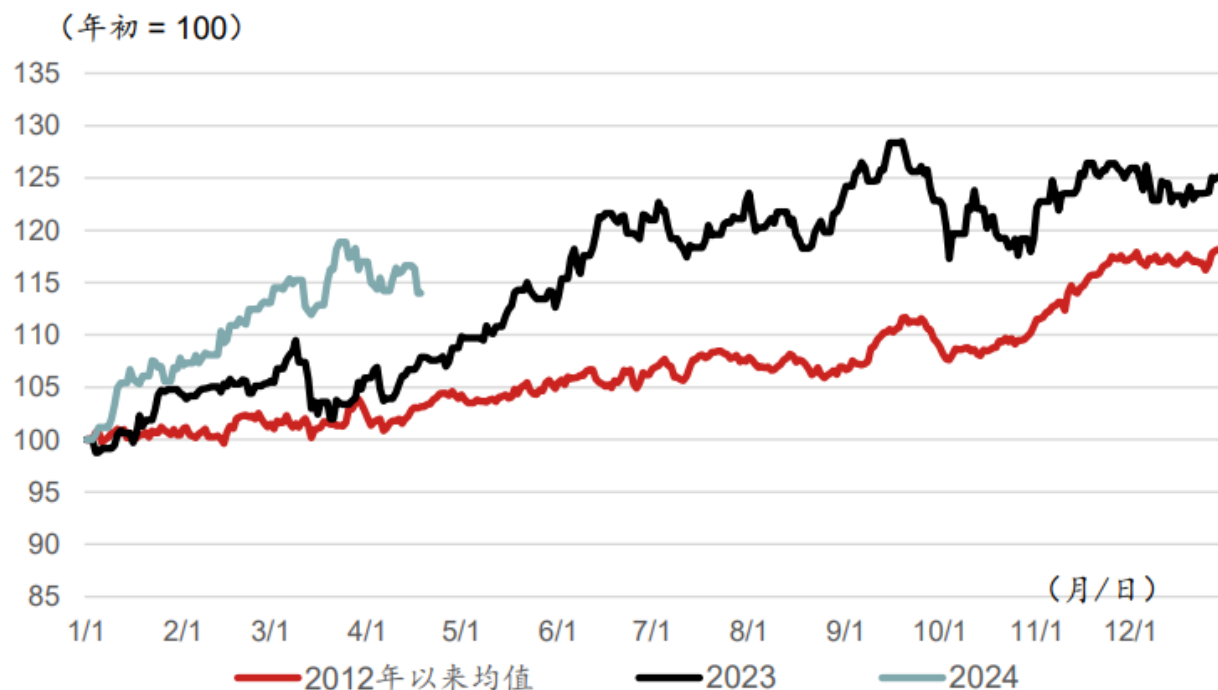
金融产品选择标准（基于拥有金融资产的家庭）



## 预计 7-9 月日股将现波动，10-12 月有望环比反弹

- 我们预计未来日本股价将继续上涨，预期年回报率为 6-7%。
- 就季节性趋势而言，我们预计 7-9 月日股将现波动，10-12 月有望环比反弹，而到 2024 年底 TOPIX 和日经 225 指数料将分别达到 2900 点和 40000 日元。
- 此外，我们预计截至 2024 年底，TOPIX 波动区间将为 2500-3200 点，而日经 225 为 35500-44000 日元

### 2012 年以来 TOPIX 季节性趋势



## 日股市场长期投资关注三大核心主题

### 走出通缩

- 日本经济逐渐走出通缩，企业运营环境改善
- 关注上市公司持续提价的能力

### “日特估”

- 企业治理持续改善
- 激进的资产负债表策略带动ROE上行  
包括：1) 股票回购；2) 削减包括战略股权在内的低收益资产；3) 业务结构改革

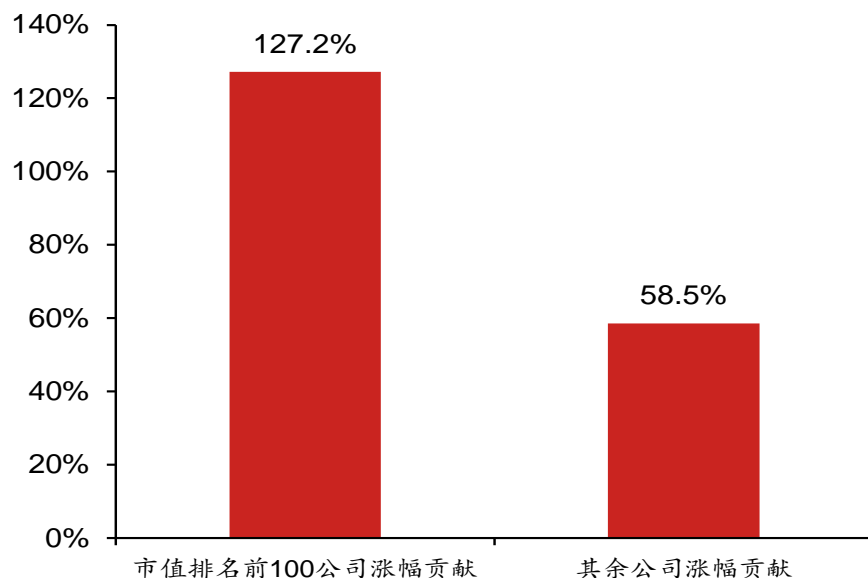
### 亚洲投资多元化

- 中美经济走向分化
- 日本作为亚洲投资多元化目标的吸引力增强

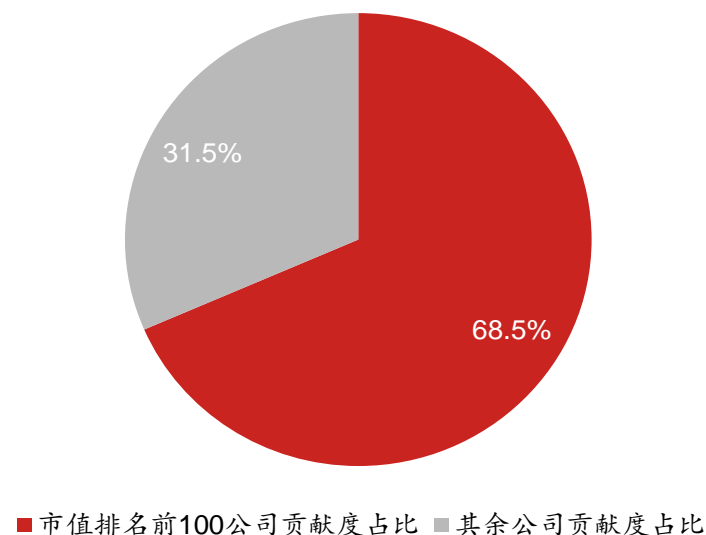
## GDP增速与股市表现分化的原因

- 日本上市公司的营收结构中海外收入占比较高。
- 实际GDP与名义GDP的差异。2023年日本实际GDP的增速是1.9%，但名义GDP增速是5.7%。
- 上市公司的龙头效应。2012年到2023年6月期间，东证指数中数量占比7%的公司对指数上涨的贡献达到约7成。

市值排名前100公司与其余公司涨幅贡献



市值排名前100公司与其余公司贡献度占比



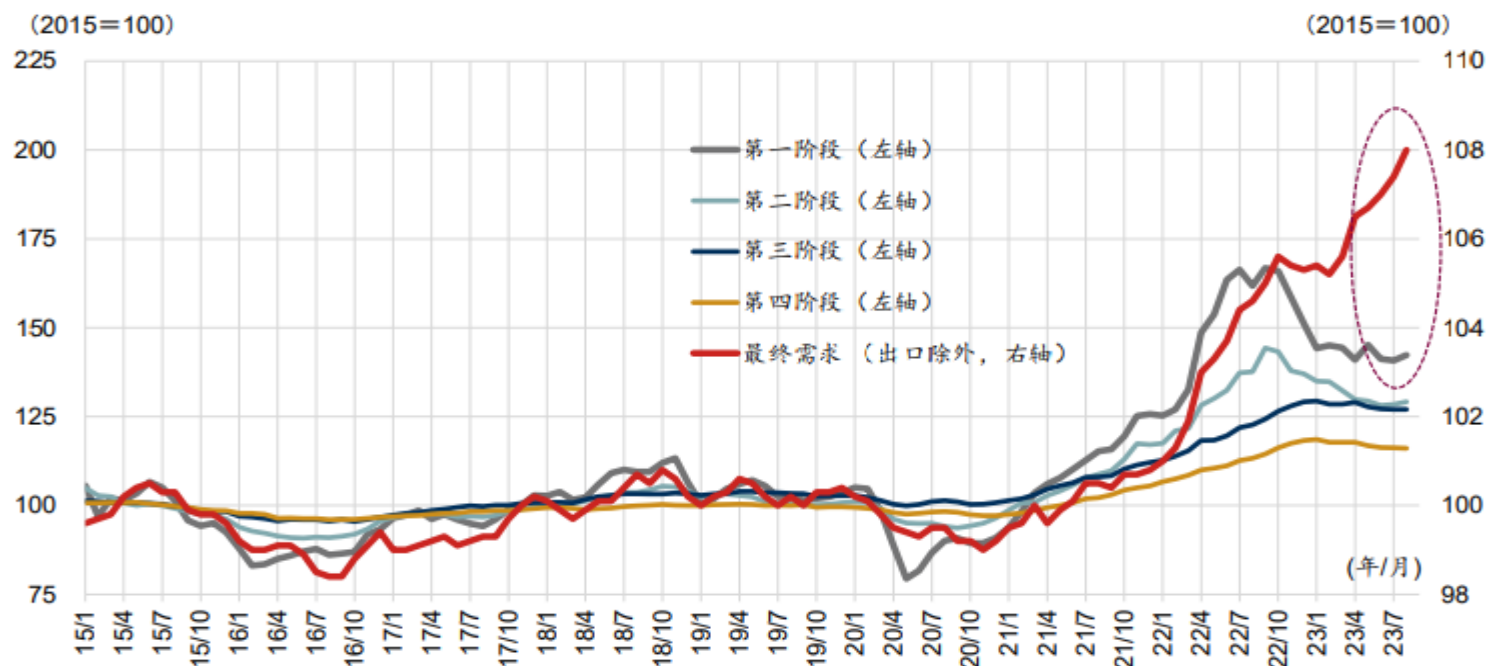
## 动态关注日本去通缩正螺旋：日企的“涨价文化”正在形成

### 日本企业近期涨价举措和新定价策略：

1. 提高产品和服务的附加值：摒弃基于销货成本（COGS）的定价方式；
2. 反对涨价的态度软化：以前日企非必要不涨价，更看重市场份额；
3. 定价体系/制度变更：交通运输、电信、电力等公用事业类行业革新定价规则；
4. 应对成本攀升和采购价格上涨：定期提价

日本企业2023年7-9月营业利润率创季度历史新高。2023年7-9月，日本东证上市企业的平均营业利润率提高1.3个百分点至 8.1%，创下7-9月季度的历史新高；10-12季度维持高水准。

企业投入与产出的异常价差进一步扩大



注：在中间价格指数中，第一阶段是最上游，而第四阶段是最下游。

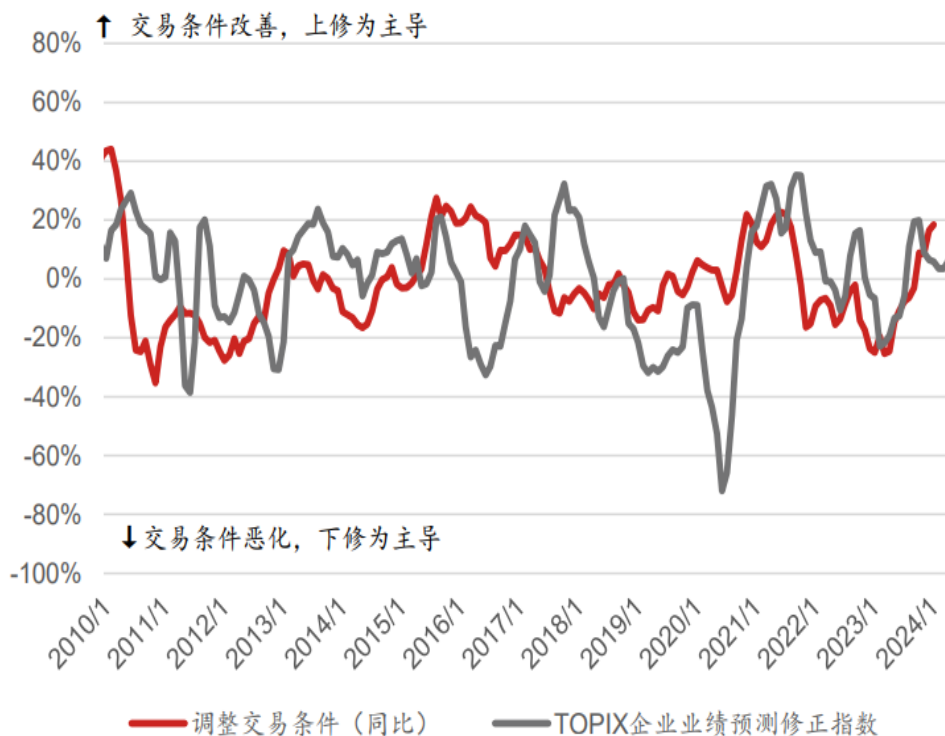
资料来源：日本央行，野村证券，野村东方国际证券

请务必阅读报告正文后各项声明

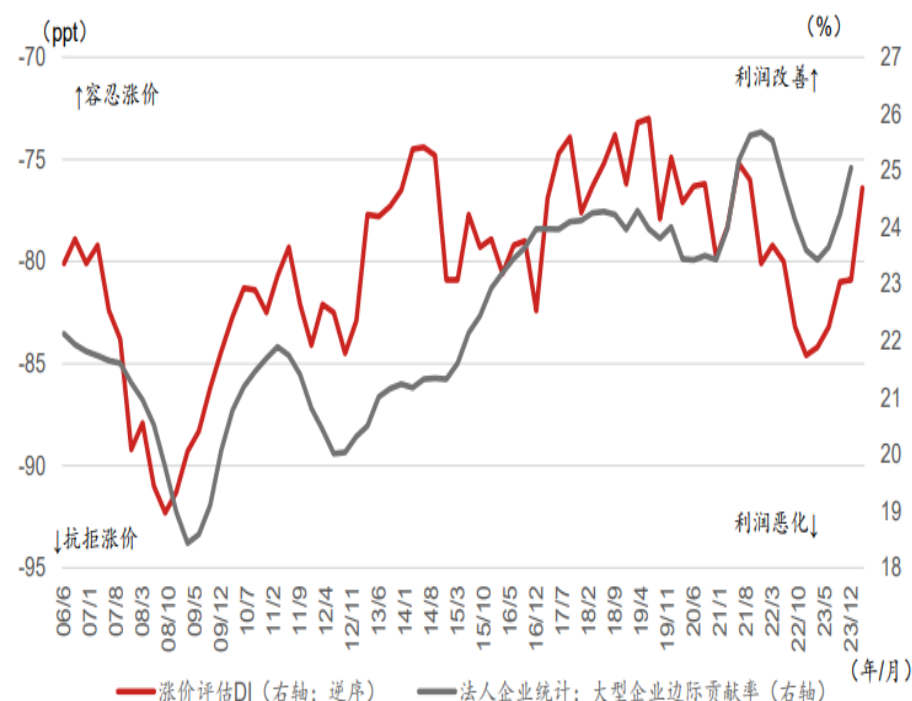
## 消费者涨价抵抗力减弱

- 基于企业物价指数的调整交易条件指数有所改善，因此我们认为未来的业绩修正亦将呈稳健之势。
- 当前的经济环境有利于成本转嫁到消费端，并有望对未来的边际贡献率带来提振。涨价评估 DI（对涨价持积极/消极看法的受访者占比差值）在 2023 年3月触底，随后陡升。在 2024年3月调查中，涨价评估 DI 甚至进一步回暖，我们将此归因于春斗期间的强劲涨薪势头。

调整交易条件（同比）及修正指数



消费者对涨价的接受程度（涨价评估 DI）和企业边际贡献率



注1：调整交易条件指数是以企业物价指数第四阶段（下游）和第一阶段（上游）为重点的指数。计算方法：调整交易条件指数=第四阶段（下游）同比数据x3-第一阶段同比数据（提前6个月）。我们考虑到投入成本约为最终产品售价的三分之一，而且投入成本约六个月之后才能转嫁到消费端。TOPIX企业业绩预测修正指数=经常性利润预测值（上修-下修）/企业数量（相较三个月前）。

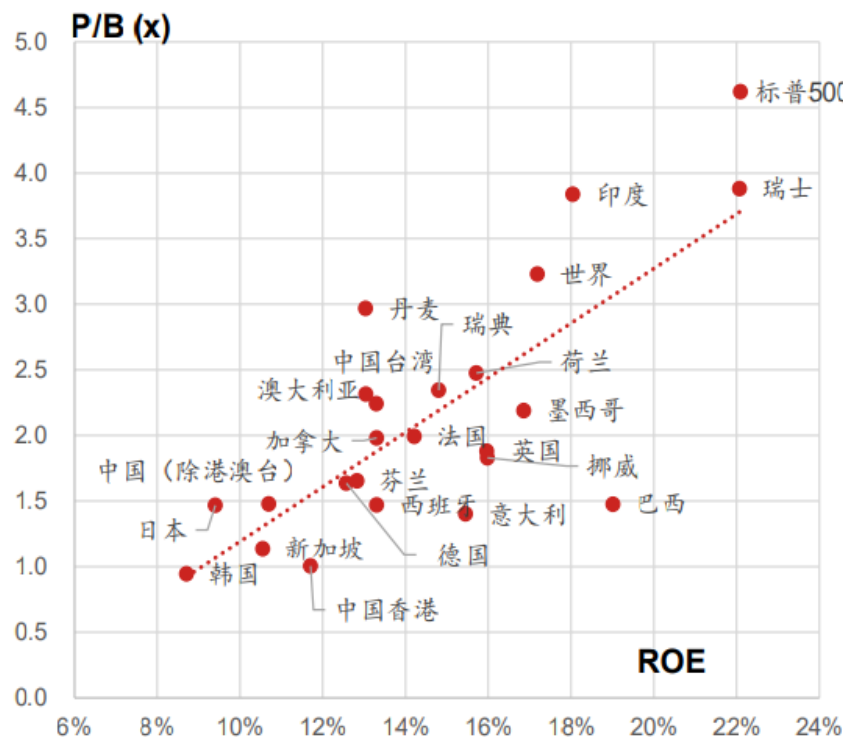
注2：涨价评估DI为日本央行对一般公众观点和行为的民意调查中对涨价持积极/消极看法的受访者占比差值。

资料来源：野村证券（NSC），日本央行，野村东方国际证券

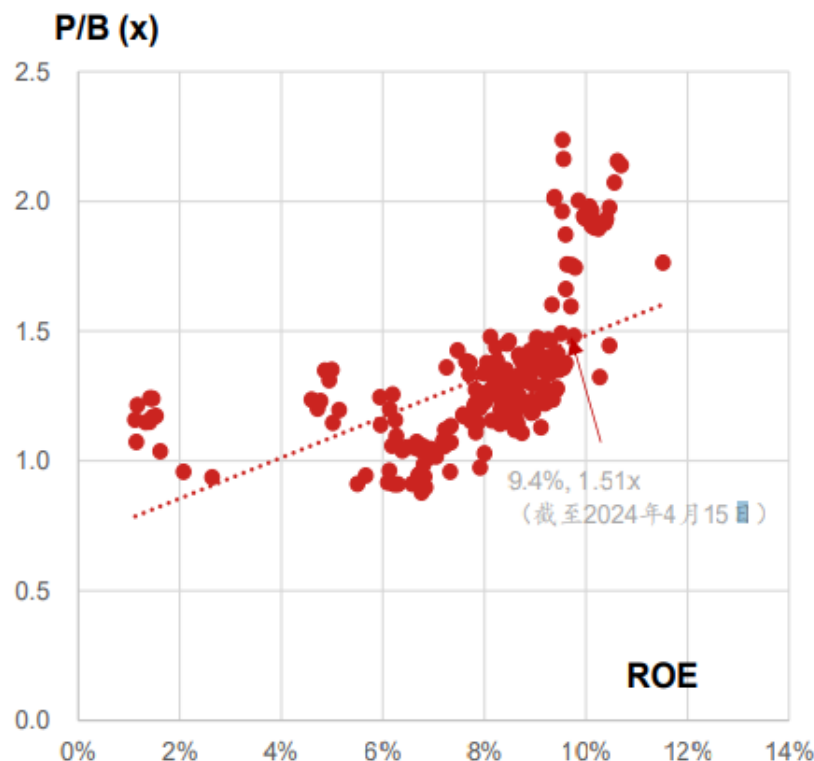
## 日股正常化=稳定实现预期回报的市场

- 我们预计TOPIX指数ROE将从2023财年的9.6%升至2024财年的10.4%和2025财年的11.5%，而与2025财年ROE相对应的P/B将达到1.55-1.60倍。
- 我们预计2024财年末TOPIX指数BPS将从2023财年末的约1800升至1890。结合与2025财年ROE预期（约11.5%）相对应的1.55-1.60倍P/B，我们预计TOPIX指数应达到2900-3000点。
- 如果企业剥离利润较低的业务，则ROE可提高近2个百分点。

ROE 与 P/B（全球主要市场）



ROE 与 P/B（时间序列）



注：P/B 为实际值，ROE 为彭博未来 12 个月预期。各地区比较数据截至 2024 年 4 月 15 日。时间序列比较数据采用 2005 年 1 月以来的月末数据。

资料来源：野村证券（NSC），彭博，野村东方国际证券



## 东证“喊话”破净股，张贴“荣誉榜”施压企业迅速行动

- 继2023年3月31日公布《关于公司经营应做到重视资金成本和股价的应对方案》的文件后，2024年1月15日东证公布了针对上述文件要求已经进行披露的相关公司名单。截至2023年12月末，东证主板市场（Prime Market）中40%的公司公布了应对方案，9%的公司宣布“正在研究”；标准市场（Standard Market）中12%的公司公布了应对方案，7%的公司宣布“正在研究”。
- 低PBR、市值大的企业应答更为积极。从主板市场来看，PBR不足1倍、市值1000亿日元以上的上市公司公布应对方案或宣布“正在研究”的公司占比为78%，主要原因为：1）此前公布的文件中明确指明“破净企业无法实现高于资本成本的资本收益，表明其成长性并未得到投资者认可”，低PBR的公司是需要改进的重点针对对象；2）社会影响力更大的大市值公司受到的关注更多，因而应答压力也更大。
- 银行等PBR及ROE水平偏低的行业应答更为积极：主板市场的33个行业板块来看，积极应答（包含计划披露）比例最高（达94%）的银行业平均PBR为0.4，在所有33个行业中估值最低；积极应答比率排名仅次于银行的电力燃气和钢铁业PBR均为0.7，在33个行业中均处于较低水平。积极应答比例高于60%的12个行业中，除了其他金融业外，均满足PBR小于1或者ROE小于8%的两个条件中之一。积极应答比例低于50%的10个行业中仅金属制品行业PBR低于1（0.9），且ROE低于8%（6.4%）。

东证主板市场和标准市场相关披露占比

关于“实现资本成本和股价意识管理的措施”的英文披露情况			
主板市场	企业数	有英文披露的企业数及占比	
公示总数（包含计划中）	815	314	41.8%
已公式	660	310	47.0%
计划中	155	31	20.0%
标准市场	企业数	有英文披露的企业数及占比	
公示总数（包含计划中）	300	16	5.3%
已公式	191	13	6.8%
计划中	109	3	2.8%

不同估值及规模上市公司的应答比例

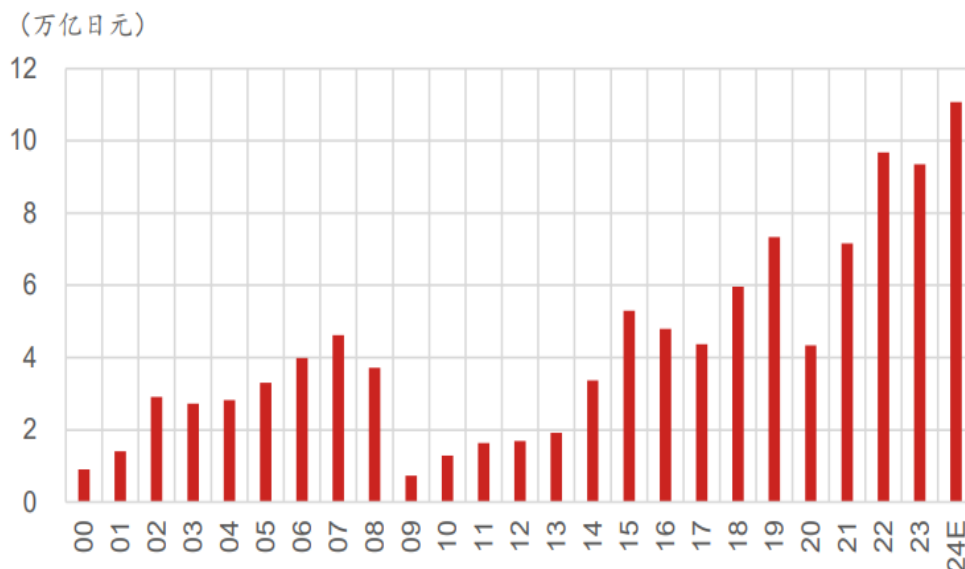
	1倍以下	1倍以上
市值总额1000亿以上	<b>78%公示</b> 公开具体措施等：65% 计划中和公示：13% (n=292)	<b>46%</b> 公开具体措施等：41% 计划中和公示：5% (n=482)
250-1000亿日元	<b>59%</b> 公开具体措施等：44% 计划中和公示：15% (n=352)	<b>32%</b> 公开具体措施等：23.0% 计划中和公示：8.5% (n=330)
不足250亿	<b>37%</b> 公开具体措施等：28% 计划中和公示：9% (n=92)	<b>22%</b> 公开具体措施等：17% 计划中和公示：6% (n=108)



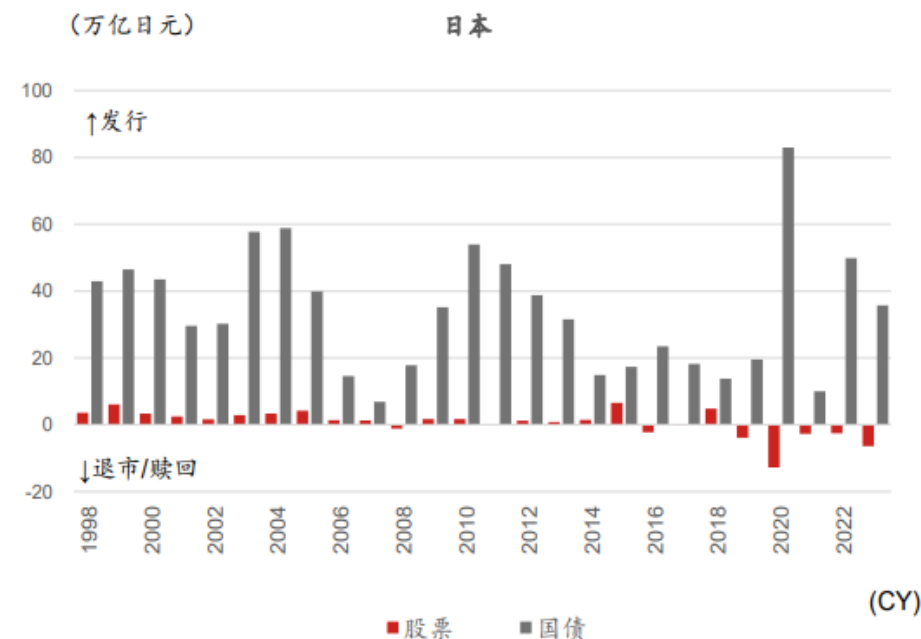
## 回购增加，股票供需持续改善

- 季报披露期间，上市公司的大型回购备受瞩目。例如：凸版印刷宣布以1000亿日元为上限最多回购发行股票总量12.31%；日本邮船宣布以1000亿日元为上限最多回购发行股票总量7.6%；川崎汽船宣布以1000亿日元为上限最多回购发行股票总量5.5%；小松宣布以1000亿日元为上限最多回购发行股票总量3.5%；富士通宣布以1800亿日元为上限最多回购发行股票总量8%；第一三共宣布以2000亿日元为上限最多回购发行股票总量2.87%。
- 受利润增长预期和充足现金存款的推动，我们预计**2024**财年股票回购将达**11.1**万亿日元。如果 TOPIX 在 2024 年 3 月末开始的一年内上涨 2.9%，则对股票回购的抑制作用应当极小。我们的自上而下预测显示，2024 财年 TOPIX-EPS 将增长 10.1%，而鉴于公司持有现金和存款达 150.2 万亿日元，如果现金和存款延续疫情前的增速水平，则意味着公司持有“超额储蓄”。

日本公司实施的股票回购



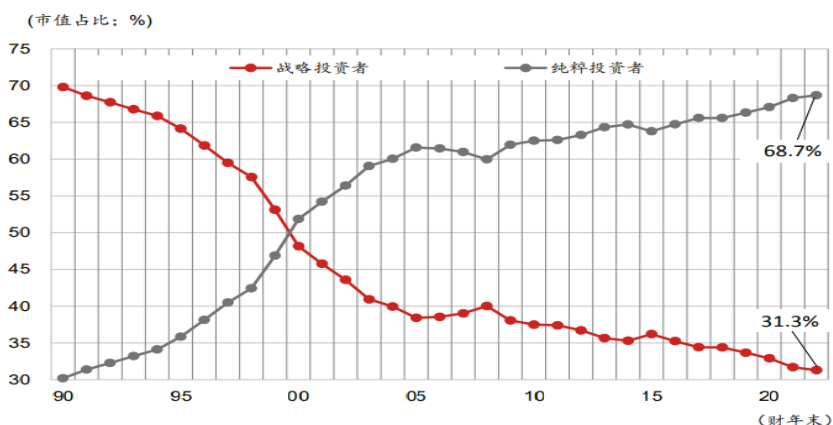
日本的股票及国债发行规模



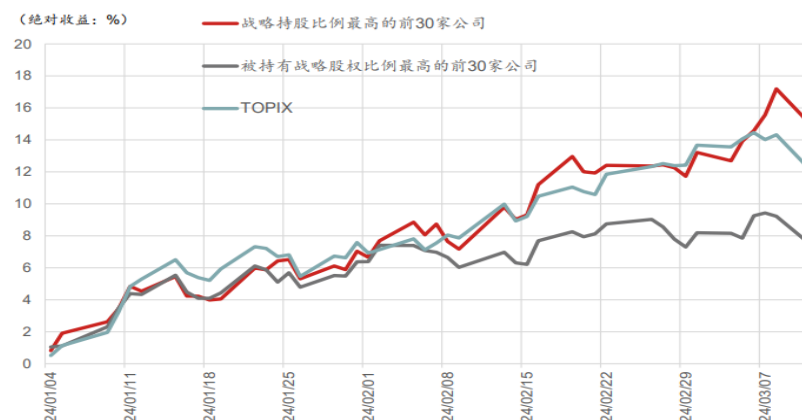
## 解除交叉持股，强化资金使用效率

- 降低交叉持股被认为可以提升资本效率，提振 **ROE**。通过积极解除交叉持股，将所获资金用于提升资本效率的持股行业和企业应受到关注。5月13日，东丽宣布削减1000亿日元的交叉持股，占有交叉持股市值的一半，资金全部用于回购。
- 解除交叉持股方面，需注意持股企业与被持股企业的谈判立场不同。2月以来，战略持股比例最高的前30家公司跑赢被持有战略股权比例最高的前30家公司。
- 对于大量股份被其他企业持有的铁路、运输和房地产公司来说，应关注其利用闲置资金进行股票回购以及大力优化资金配置的潜能。

### 战略持股占上市股份的 31.3%，解除空间巨大



### 年初至今股价表现对比：战略持股vs被战略持股



## 资产剥离势头再起

- 目前日本资产剥离势头增强或反映出：（1）2023年3月东证明文要求上市公司重视提高企业价值和资本效率，进而提升股价；（2）部分公司的积极型股东要求出售或剥离业务（自2015年左右起这类要求持续增多）；（3）政府鼓励业务剥离（2017财年开始为业务剥离提供税收减免）；（4）日本私募股权基金的影响力增强；以及（5）日股市场涨势强劲（售价上涨）。我们还看到当前的宏观经济形势也有利于资产剥离，因为相较于通缩时期，坚挺的就业市场让员工在企业重组后更易就业。
- 平均来看，披露分部信息的TOPIX成分股公司各有三个分部，但其中相当多的分部处于低利润或亏损运营状态。根据上述情况，我们计算出，剥离低利润分部能够以全行业为基准（金融和公用事业除外）带动ROE从9%左右提升至近11%。
- 我们认为日本资产剥离加速的趋势值得关注，因为这有望提升非居民投资者和中长期投资者对日股的估值。
- 我们还看到出售房地产或战略股权和附属公司股份相关提案，这与业务剥离类似，且部分公司已经开始推进。

### 日本上市企业的业务出售数量

2024年以来规模超1亿美元的交易势头再度增强



注：图表显示以日本上市公司为卖方的并购交易数量（以公告日为基准）。时间基于日历年。2024年数据为截至4月9日的年化数据。  
资料来源：野村证券（NSC），彭博，野村东方国际证券

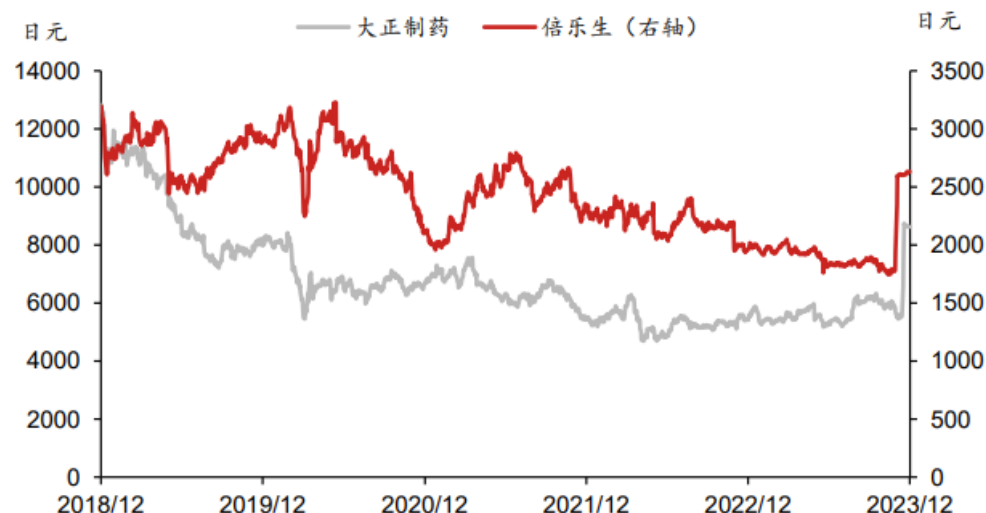
## 东证交易所“喊话”推动日股 MBO 规模增长

- 日股 2023 年 MBO 规模创纪录。
- 从大正制药和倍乐生看 MBO 公司的特征。两家公司虽然在近些年业绩平平，但并未陷入管理层危机，通过 MBO 进行私有化可以被视为内外部环境驱动下 MBO 逐渐活跃的迹象。在公告了 MBO 之后，两家公司股价均出现明显上涨，一改前几年股价颓势。从基本面来看，两家大型 MBO 公司呈现出一定的共性特征：包括：业绩和股价表现平平、国内业务占比过高增长空间有限、资产负债表拥有大量现金、公司的管理层和主要股东均为创始家族及其基金会。
- 短期欠缺增长潜力公司的 MBO 和私有化浪潮有助于提升上市公司整体活性和质量。东证交易所 3 月份对于上市公司经营管理的要求推动上市公司重新审视上市的目的，以及平衡短期盈利及中长期结构性改革的目标。短期欠缺增长潜力公司的私有化有望进一步提振上市公司的整体活力，而经 MBO 后完成结构性改革的公司未来也有望再次上市。

### 2023 年主要 MBO 的规模和企业估值

2023年主要MBO企业		
公司名	股份购入额（亿日元）	市净率（倍）
大正制药控股	7077	0.54
倍乐生控股	2079	1.14
SHIDAX	365	3.20
CMIC控股	337	0.78
JBR	334	2.23
岩崎电气	289	0.57
伊原科学	288	1.04
Impact控股	225	5.70
系统情报	152	2.95
PC Depot公司	139	0.57

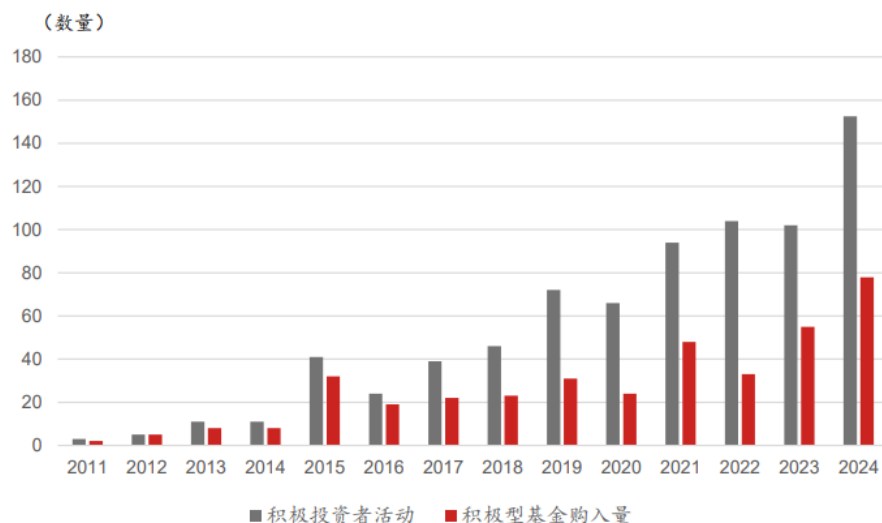
### 宣布后股价走势



## 行动派投资者（Activist）的“鲶鱼效应”

- **行动派投资者（Activist）**：行动派投资者会购买上市公司股票，通过各种方式向公司施压，从而影响公司重要决策，例如更换管理层、业务结构重组等，达到提升公司股价的目的。行动派投资者通常会看上管理效率有待改善、手上有很多优良资产但被低估的公司。
- **行动派投资者2015年后加速进军日本市场**，其对上市公司管理层履职尽责的监督效果不仅停留在目标公司。泡沫经济破灭后，企业从高增长时期的进攻转为极度保守，高增长时期形成的终身雇佣、交叉持股等问题使得日本企业普遍存在漠视股东利益、资本效率不高的问题。行动派投资者崛起对市场的影响不仅局限于其所鞭策的相关公司，无论是否为目标公司，管理层都必须履职尽责，确保公司股价不被低估，以免成为积极型股东的鞭策对象，这种更广泛的市场影响或许更加意义重大。
- **2024 年积极投资者活动次数和积极型基金股票购入量均有所增加**，后者在一定程度上触发了相关活动。关于出售股权和房地产、业务运营（降低化妆品/生活必需品 KPI 要求）以及业务剥离、退市和管理层收购等提案颇令人印象深刻。

### 积极投资者活动数量



注：基于彭博积极主义活动筛选标准。2024 年数据截至 4 月 15 日（年化）。

资料来源：野村证券（NSC），彭博，野村东方国际证券

请务必阅读报告正文后各项声明

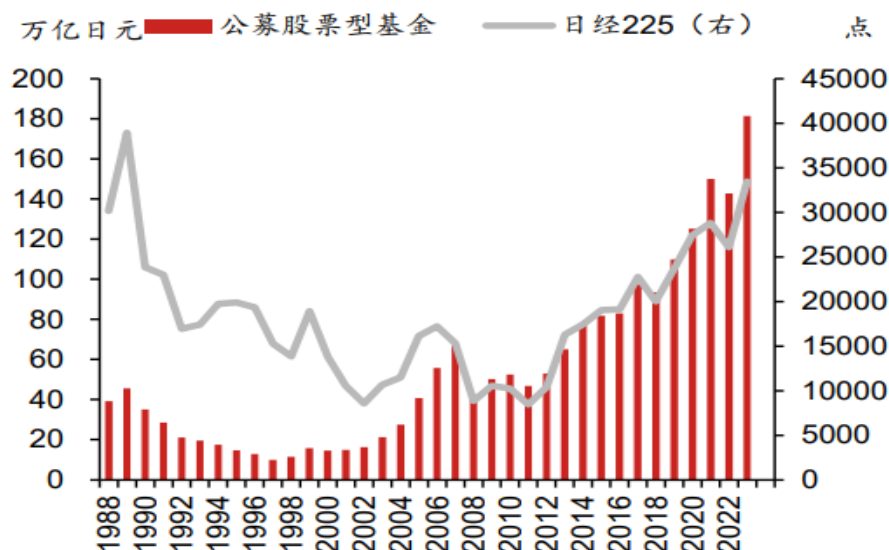
## 日本基金行业发展对中国的启示



## 泡沫经济破灭后的股票基金市场

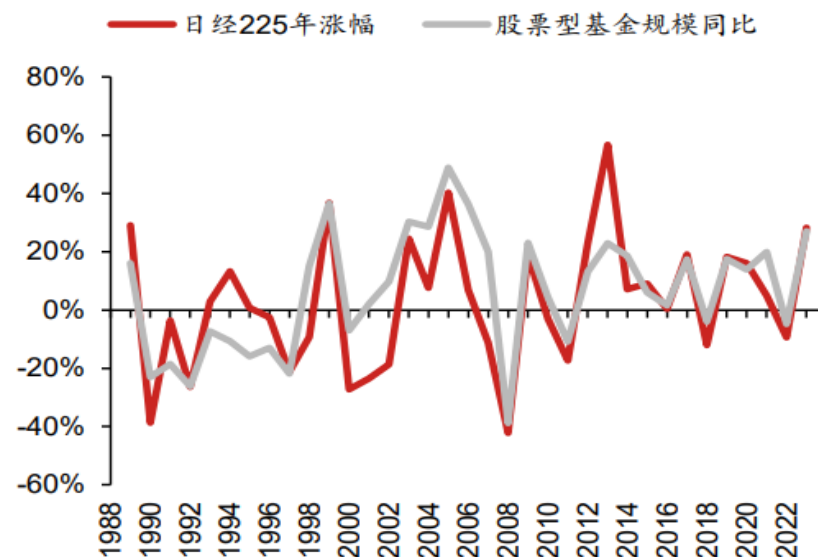
- 1990-1997 年，股指下跌和资金流出导致股票基金连续 8 年收缩。公募股票基金规模在1989年达到阶段性高峰的 45.5 万亿日元后，在股指持续下跌以及资金流出的压力下连续 8 年收缩，1997 年下滑至泡沫经济破灭后的最低水平 10.0 万亿日元。
- 1998 年，系统性风险担忧缓解下股票基金市场重回增势。1998年，日本政府决定对银行注入公共注资，1999年 2 月，日本央行进一步实行“零利率”宽松货币政策，在经济复苏预期升温推动下，日经在 1999 年 5 月站上 17000 点。股票基金市场规模1998年和1999年分别增长15.1%和 36.5%，整体来看高于日经指数这两年的涨幅。
- 2000年后，股市虽经历多次危机但股票基金市场稳步增长。IT泡沫崩溃后的 2000-2002 年，日经指数三年累计跌幅 54.7%，而日本股票基金市场规模增加 4.3%。美国次贷危机及雷曼危机爆发的 2007-2008 年，日经指数两年累计跌幅 48.6%，日本股票基金市场规模的下降幅度为 26.6%。公募股票基金市场规模于 2006 年达到55.7 万亿日元，超越 1989 年的规模。
- 2013年“安倍牛市”开启后，股票基金市场规模持续扩大，至2023年已达到181.4万亿日元，是2012年的3.4倍，1989年的4.0倍。除了日本家庭财富持续增长外，日本政府的一系列基金市场红利政策也起到了重要作用，包括：1) 基金产品零售网络的扩充（1998 年）；2) ETF 市场发展（2001年）；3) 日本版“401k”和“IRA”引导民间养老金投向基金（2001年）；4) 小额免税投资制度（NISA）引导家庭金融资产从储蓄向投资（2014年）。

日本公募股票型基金及日经 225 指数



资料来源：野村证券（NSC），日本央行，野村东方国际证券

日经 225 年涨幅和股票基金规模同比

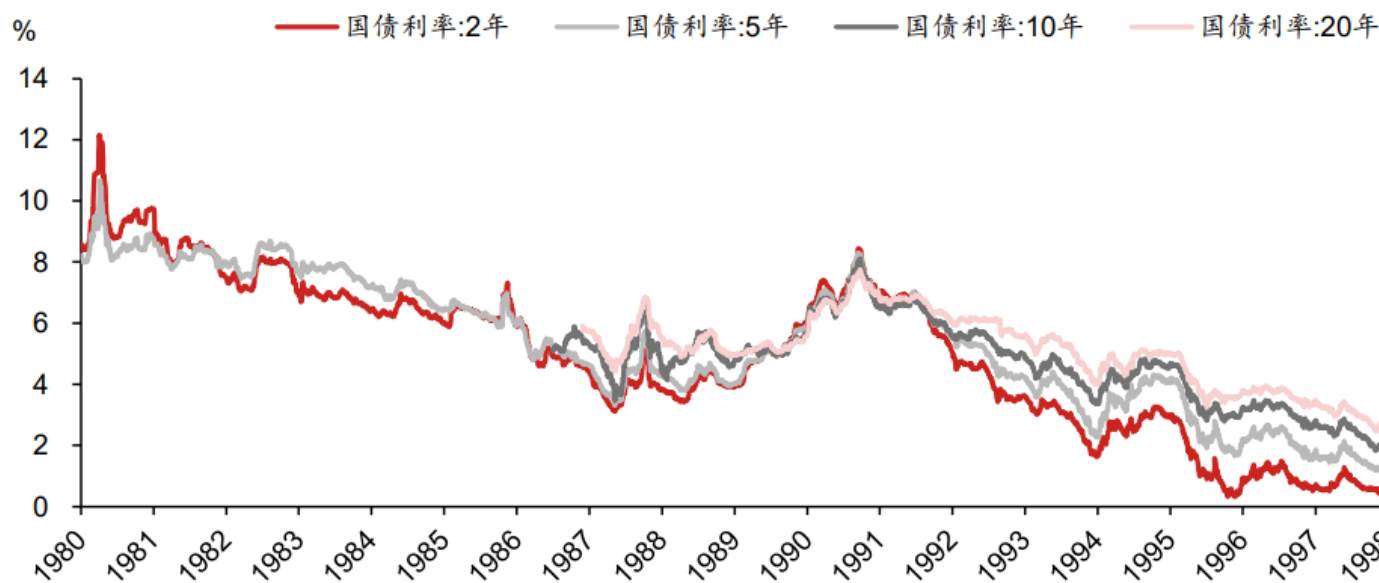


请务必阅读报告正文后各项声明

## 债券型基金短暂辉煌

- **1970-1989年期间，债券型基金同样经历快速发展。**1985年，债券市场发生两个较大的变化，对债券市场的规模扩大和流动性提升和长期发展产生正面作用。首先，1985年6月持有大量政府债和公司债资产的银行允许参与国债交易市场，而之前只有证券公司可以参与国债交易，国债市场交易量大幅攀升。1985年10月，东京证券交易所设立了日本第一个金融期货市场，国债期货交易正式登上历史舞台，证券公司和银行都可参与交易。
- **1990年，股、债基金同时缩水。**日本股市从1990年首个交易日开始进入大幅调整。股票市场规模当年下降23.0%，流动性危机下债券基金市场也规模缩水16.6%。
- **1991-1999年，债券基金规模快速扩大，期间CAGR高达14.0%，而股票基金同期间的CAGR为-8.5%。**债券市场规模在1992年超过股票基金市场，1995年达到股票基金的2倍，1997年为股票基金的3倍。支撑日本债券基金在九十年规模显著增长的原因之一是日本国债利率持续下行，背后主要有四方面的原因：1) 实际经济增速下行叠加通缩导致名义经济增速长期下行；2) 企业融资需求疲弱，金融机构国债配置需求增加，推动国债利率的走低；3) 货币政策持续宽松，1999年采取零利率政策，此后货币政策进一步宽松；4) MMF（Money Management Fund，货币管理基金）的快速发展也是日本九十年代债券基金规模增长的原因之一。

### 不同期限日本国债收益率走势

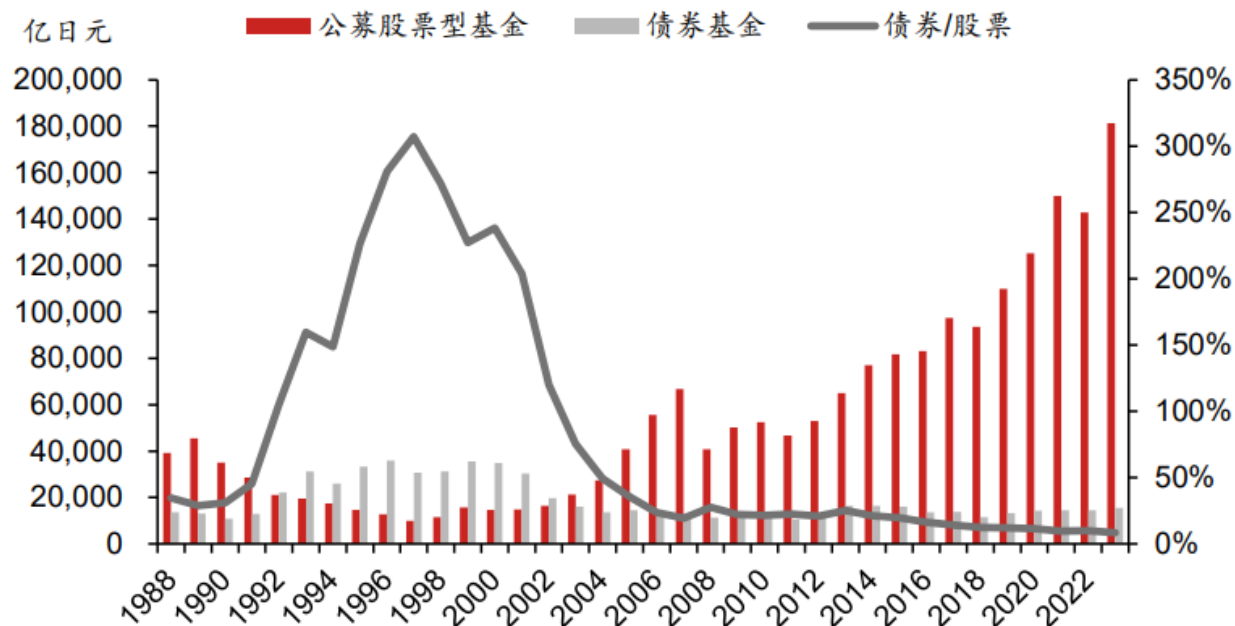




## 低利率环境下债券基金市场长期低迷

- **1999 年进入零利率，低利率环境下债券基金市场长期低迷。**债券基金市场在 1999 年达到 35.7 万亿日元的历史高点后持续收缩。
1. 虽然日本债券收益率一直下行至疫情前，但由于实行零利率政策后 10 年国债收益率跌破 2% 并长期维持在低位，日本债券基金收益率对投资者的吸引力大幅下降。
  2. 2003 年 6 月发生债券市场著名的“VaR 冲击”，日本长期国债收益率短期内大幅上升，使用 VaR (Value at Risk) 作为风险管理指标的金融机构强制减仓，导致债市连环下跌。

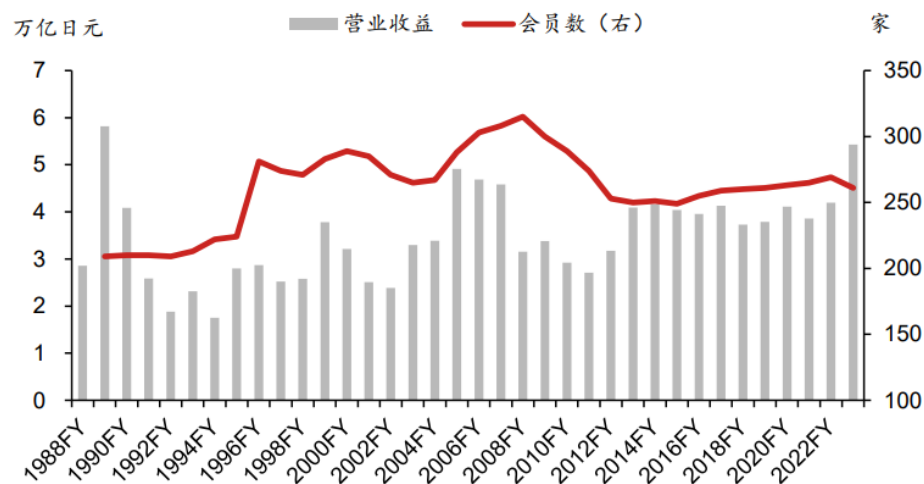
日本公募股票及债券基金比例结构



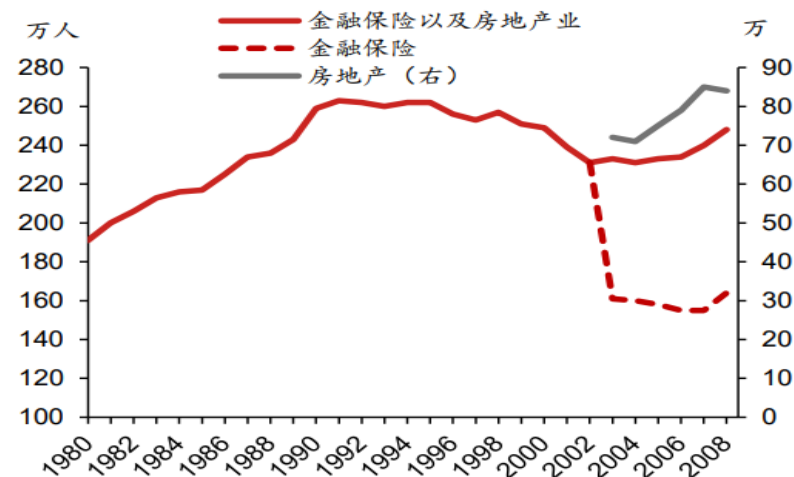
## 行业人员缩减规模有限

- ❑ 泡沫经济破灭后基金市场大幅收缩。股票基金市场规模由于股指下跌以及资金流出的双重打击，1997年规模触底，相较1989年缩小了78%。期间由于债券基金规模的扩大，整个公募基金市场规模的收缩幅度为30.7%。
- ❑ 资管行业经历阵痛，但行业人员缩减规模有限。
  1. 日本证券业从收入规模来看在泡沫经济破灭后经历了失去的三十年，但证券公司的数量并未大幅缩减，反而伴随外资的进入相较1980年代大幅增加。
  2. 日本金融保险及房地产业整体的从业人员在1991-2002年期间从263万人减少至231万人，降幅12.2%。

证券业协会会员数及营收规模



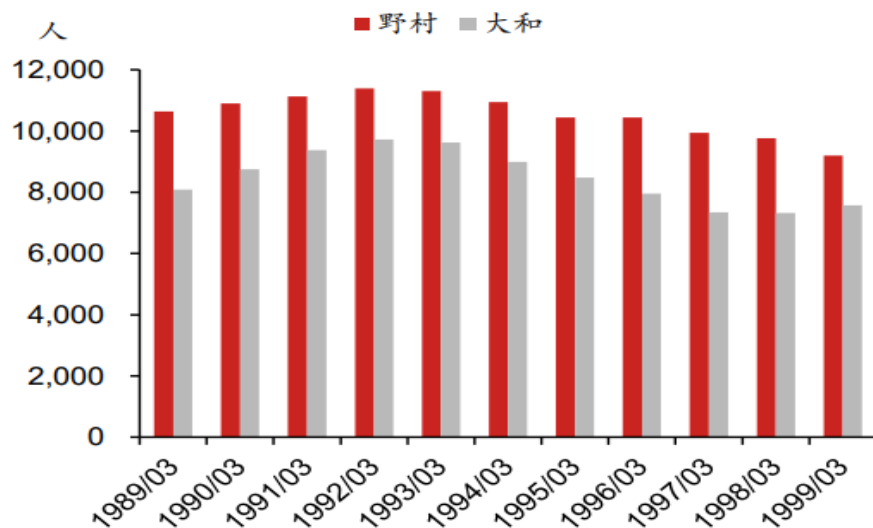
21 世纪初日本金融行业人员变化



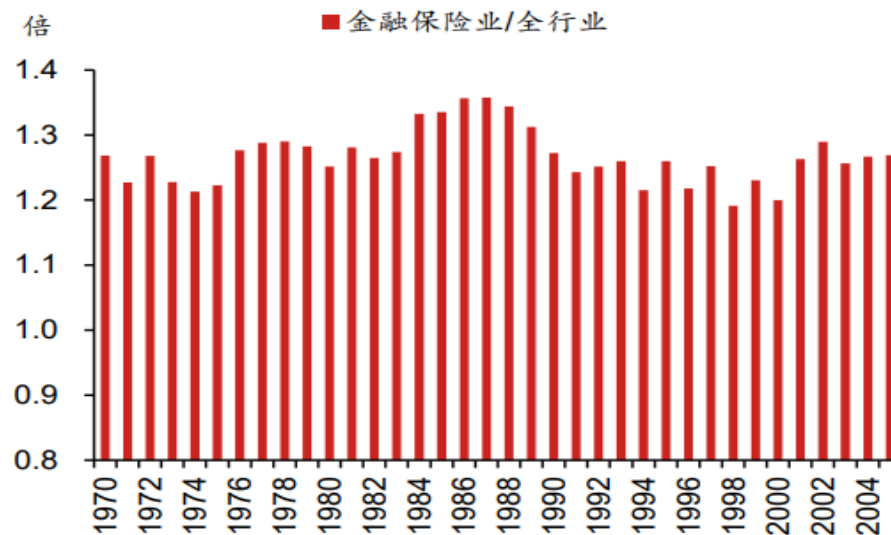
## 行业人员缩减规模有限

- 公募基金行业从业人员没有相关的统计。从公募基金的主要销售方、以及两大资管龙头的母公司野村证券和大和证券的情况来看，在1990-1997年期间两家券商的净利润大幅下降，但人员缩减规模有限，野村证券的员工减少了约10%，大和证券的员工减少了约16%。四大证券龙头之一的山一证券宣布破产，导致约7500名员工失业，但大部分员工由美林在日本设立的美林日本证券吸收。
- 从收入水平来看，金融保险行业的平均收入相较全行业的溢价在1984-1989年稍高，为31%-36%。1990年-2000年期间溢价小幅下降，为20%-27%。

证券业协会会员数及营收规模



金融保险业收入相较全行业的溢价



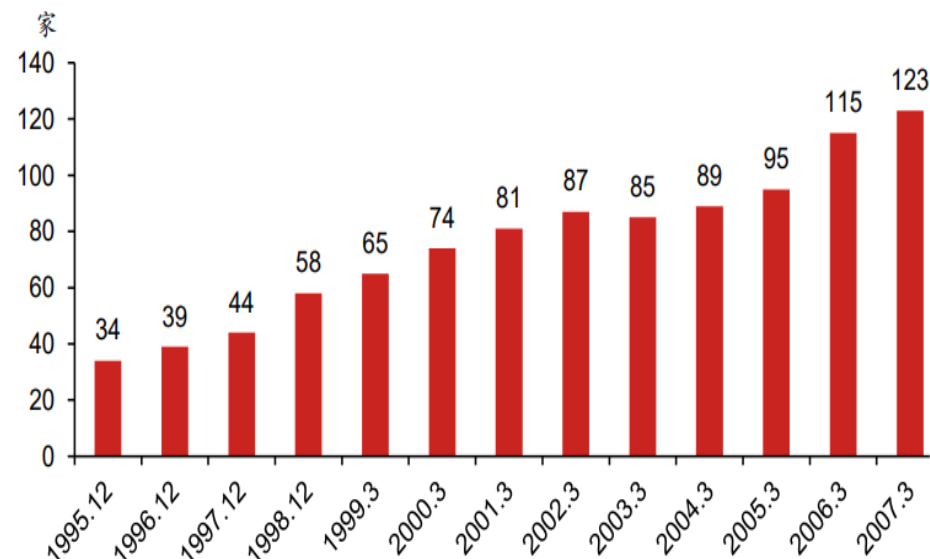
## 巨额居民财富吸引内外资在泡沫经济破灭后持续进军基金行业

- 虽然日本经济和股市在泡沫经济破灭之后长期低迷，但**1990年代日本家庭金融财富仅次于美国排名全球第二**，日本的资管市场仍然对日本本土和海外的金融机构有巨大吸引力。1990年美国和日本家庭部门的金融资产总规模分别为16万亿美元和7万亿美元，日本为美国的44%；人均分别为64,902美元和56,537美元，日本为美国的87%。
- 1990年日本放宽对外资进入公募基金领域的限制，**1990-1996年期间，Jardin Fleming（后被JP Morgan收购）、施罗德、瑞信、摩根斯坦利、高盛等国际金融巨头进入日本公募基金行业。**
- 日本本土金融机构也有不少在此期间申领牌照的案例，例如日兴、日本生命等。
- 1998年，日本政府将投资信托委托公司牌照从审核制改为注册制。从事公募基金业务的投资信托委托业者数量从1995年的34家，快速增至2007年的123家。**

### 九十年代投信牌照申领概览

1990年10月	华宝证券和怡和保利信（Jardin Fleming）申领牌照。
1990年11月	AIM投信申领牌照。
1991年11月	东洋投信申领牌照。
1992年1月	施罗德投信申领牌照。
1993年9月	瑞士信贷投信申领牌照。
1993年10月	SBIM投信、樱花投信、三和投信、农中投信、富士投信申领牌照。
1994年7月	日本兴业投信申领牌照。
1994年9月	中央投信申领牌照。
1995年4月	日本生命投信申领牌照。
1995年6月	GT投信申领牌照。
1995年9月	摩根士丹利资产管理投信申领牌照。
1995年11月	富达投信申领牌照。
1995年11月	霸菱投信申领牌照。
1995年11月	DB Morgan Grenfell投信投资顾问申领牌照。
1996年2月	高盛投信申领牌照。
1996年4月	NCG投信申领牌照。
1996年9月	Rothschild投信投资顾问申领牌照。
1996年11月	Bankers信托投信投资顾问申领牌照。
1996年12月	安联资本投信申领牌照。
1997年3月	AMIC投信投资顾问申领牌照。
1997年5月	东京三菱投信投资顾问申领牌照。
1997年10月	百达投信投资顾问申领牌照。
1997年12月	美林投信投资顾问、德国商业投信投资顾问申领牌照。

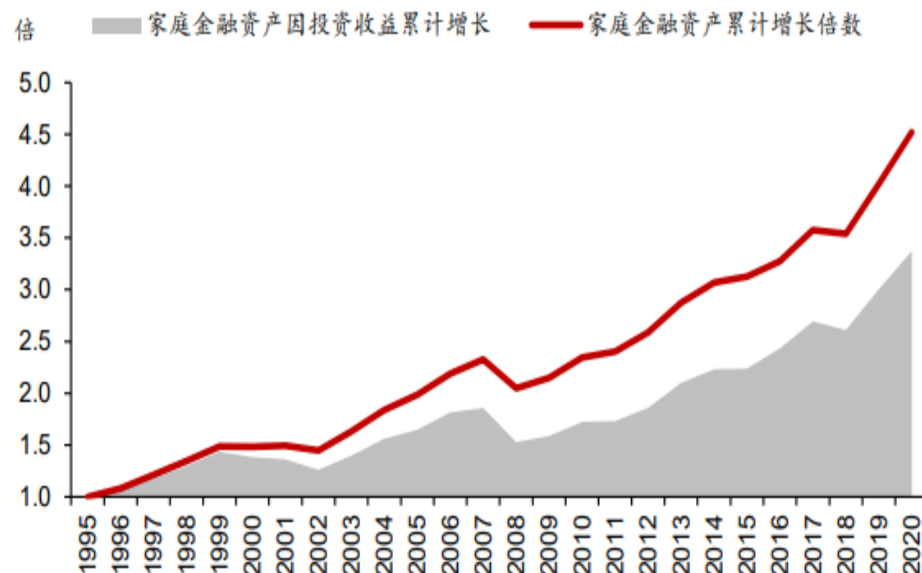
### 投资信托委托业者数量



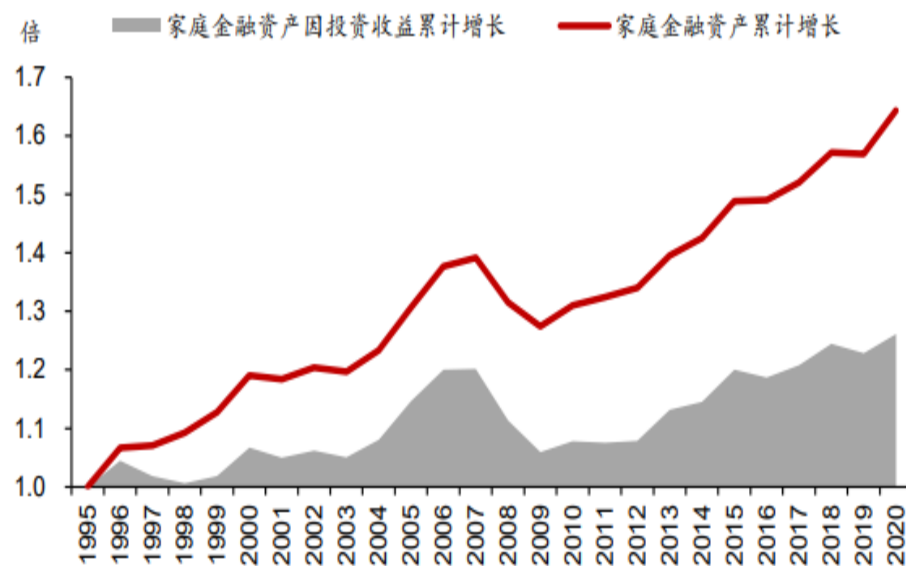
## 中国财富结构与日本类似，对优质资管需求大

- 日美金融差距不断拉大，日本政府力推家庭部门“从储蓄到投资”。20世纪90年代中期之后，两国的家庭金融资产规模差距逐渐拉大。截至2020年，美国家庭部门金融资产总规模达到105万亿美元，是日本（19万亿美元）的5.6倍，相较1990年的2.3倍差距拉大。从人均金融资产来看，美国2020年为31.6万美元，而日本为14.4万美元，美国是日本的2.2倍。
- 日本政府认为日美家庭金融资产差距拉大的其中一个原因是美国家庭金融资产中投资收益带来的资产规模增长远大于日本，20世纪90年代起持续推动家庭部门“从储蓄到投资”。以1995年为基期，美国家庭金融资产规模在2020年增长至25年前（即1995年）的4.5倍，其中有3.4倍的增量来自投资收益产生的金融资产，另有1.1倍来自净流入的家庭金融资产。同期日本家庭金融资产仅增长至1995年的1.64倍，其中1.25倍因投资收益产生的金融资产规模增长。

美国家庭金融资产规模增长



日本家庭金融资产规模增长



## 参考日本，基金行业政策红利值得期待

- 泡沫经济破灭后，日本政府推出了一系列利好基金行业长期健康发展的政策，某些政策具有基金行业发展阶段的特征，已不适合现在中国的基金行业状况，但政策思路值得借鉴。例如，日本在基金产品端进行品类扩充，1993年野村资管推出第一只ETF产品“日经300”，1998年引入FOF。此外，日本放宽监管，扩充基金线下零售网络，1998年日本施行《金融系统改革法》，向银行、保险公司开放基金销售业务。
- 日本施行的企业型DC（日本版“401k”）和个人养老金iDeCo（日本版“IRA”）对中国市场来说有一定借鉴意义。此外，日本2014年引入的小额免税投资制度（NISA）为基金市场带来较大的增量，日本政府和监管为引导家庭部门“从储蓄到投资”甘愿牺牲高额资本利得税收入的姿态也引发思考。

### 日本支持家庭金融资产形成的制度

制度	对象	使用者数 <人口比例>	対象商品	可供款期间	提款年龄限制	供款限制(每年)	余额	
DC	企业缴费确定型年金 (2001年~)	使用该制度企业的员工	747万人 (6%) (截至2021年3月底)	预存款、投资信托、保险产品等	15岁以上65岁 未滿 (厚生年金 的被保险者 期间)	66万日元 (没有企业年金) 33万日元 (有企业年金)	16.4兆日元 (截至2021年3月底)	
iDeCo	个人缴费确定型年金 (2001年~)	自营业者、公务员、专职主妇(夫)、协会会员 (部分企业型DC加入者除外)	195万人 (2%) (截至2021年3月底)	预存款、投资信托、保险产品等	20岁以上60岁 未滿	60岁开始可提款 自营业者: 81.6万日元 公司职员等: 14.4万日元、24万日元、 27.6万日元 专职主妇(夫): 27.6万日元	3.0兆日元 (截至2021年3月底)	
一般NISA	少額投资非课税 (2014年~)	20岁以上	1221万人 (10%) (截至 2020年12月 底)	上市股票、公募股 票投资信托等	20岁至终身	无	120万日元 (最多600万日元)	8.3兆日元 (截至2020年12月底)
定额NISA	少額定投非课税 (2018年~)	20岁以上	302万人 (2%) (截至2020年 12月底)	适合长期定投、分 散投资的特定投资 信托	20岁至终身	无	40万日元 (最多800万日元)	723.6亿日元 (截至2020年12月底)
Junior NISA	未成年入少額投资非课税 (2016年~)	20岁未滿	45万人 (0.4%) (截 至2020年12月 底)	上市股票、公募股 票投资信托等	0岁以上20岁 未滿	18岁 (高中三 年級的1月) 开始可提款	80万日元 (最多400万日元)	200.7亿日元 (截至2020年12月底)



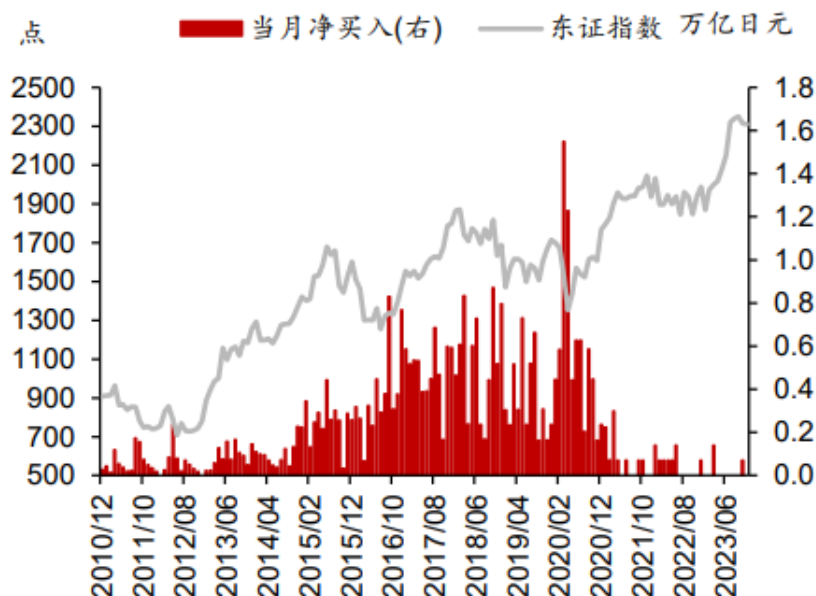
## 日本政府痛改资本市场顽疾的经验借鉴

- 将“Free（自由市场）”、“Fair（公正透明的市场）”、“Global（全球化）”作为改革三原则的日本版“金融大爆炸”。金融大爆炸为提升日本资本市场活力、吸引各类资金进入日本市场，持续针对日本资本市场的问题推出相应的措施。包括：1）降低金融牌照门槛，加速金融机构自由竞争，交易费率下降，金融产品和服务的创新提速；2）强调创造公平透明的市场环境和投资者保护，具体措施包括提升上市公司披露要求、强调金融产品销售时的投资者适当性等；3）为吸引海外投资者提升全球化水准，具体措施包括日本会计制度的国际接轨等。
- 安倍 2012 年末二次组阁后的日本股市仍旧低迷，安倍经济学的“三支箭”中也涵盖了针对资本市场结构性改革的内容，包括：1）央行入市维稳，降低股市波动率，提升个人投资者和外资对日本股市的信心；2）箭头指向了日本上市公司漠视股东资金成本、ROE 水平低的顽疾，要求强化上市公司治理；3）资管行业通过受托者责任相关法律法规的强化和从业者意识提升，围绕上市公司治理改善与上市公司自身的改进形成“双轮驱动”；4）如前所述，政策红利驱动增量资金入市，包括 NISA 制度的新设和个人养老金制度的全面放宽。
- 2023 年 3 月东证“喊话”破净股，并对上市司提升资本运营效率，提振估值和股价提出了具体的要求，开启了新一轮股市改革的热潮。

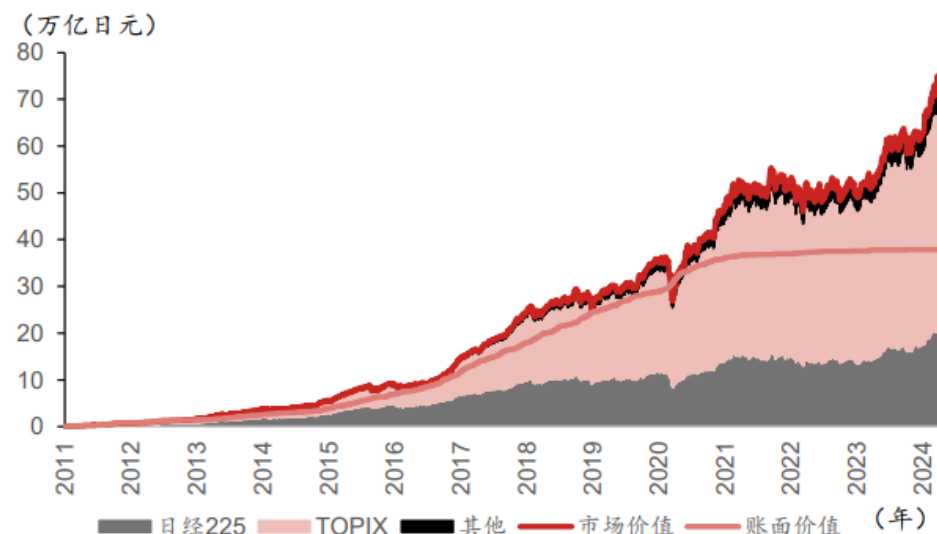
## 2010 年，央行入市维稳，降低日股波动性

- **日银购买 ETF 的政策变迁。**日本央行于2010年12月开始购买追踪东证指数和日经 225 指数的ETF；2013年4月，新任央行行长黑田启动 QQE，设定年度新增余额上限为1万亿日元，并废止购入期限；2016 年 7 月，年度新增余额上限从3.3 万亿日元大幅上调至6万亿日元；2020 年 3 月，新冠疫情爆发后央行宣布将股指 ETF 年度新增余额上限翻倍至 12 万亿日元；2021年3月，由于股市向好，日本央行宣布将取消每年6万亿日元的原则性购买目标，但仍保留12万亿日元的年度新增余额上限；2024年3月，随着日银退出负利率和 YCC 政策，日银也宣布停止购买日股ETF。

2010 年以来日央行月度购买 ETF 情况



日银持有 ETF 账面价值与市场价格





## 日银购买具体指数和方式的调整。

- **购买标的调整：**2010年10月刚开始推出购买ETF政策时，跟踪指数为东证指数和日经225这两个日股代表性指数，而具体购买的ETF则按照基金的市值规模比例进行分配。2014年新增了JPX400指数，2016年新增了积极投资实物资本和人力资本企业的ETF（规模相对较小）。2021年3月，仅买入跟踪东证指数的ETF。
- **购买规则调整：**
  1. 2020年5月将原来按照每只ETF市值比例进行申购，调整为按照每只ETF市场流通市值比例申购，即剔除了日银自身持有ETF规模的影响。
  2. 2022年12月调整ETF申购政策，原则上申购信托费率最低的ETF。
- **购买时机：**日本央行的ETF购买时机标准并未披露，就市场的普遍认知来看，日银会关注东证指数上午的涨跌幅。在2021年3月ETF购买政策调整前（取消6万亿规模的原则性购买）的黑田东彦时期，市场普遍认为的日银买入时机标准是“0.5%规则”，即东证指数上午下跌超过0.5%时日银就汇买入，这也是日银买入日股ETF规模最大的时期。2021年3月后，“2%规则”被采用，即东证指数上午下跌超过2%日银才会买入ETF，这也是相比于此前，2021年3月后日银购买ETF规模大幅下降的原因。
- **日银购买ETF对于日股风险溢价的影响。**国际清算银行的研究结果表明，1)日本央行的ETF购买行为，对于购买当日的日股表现具有支撑效果；2)即时的股价支撑效果以及日银购买ETF的逆周期性质，降低了日股和全球市场回报的相关性，因而降低了日股的风险溢价。
- **日银短期可能并不存在减持ETF的风险。**日本央行所持ETF的市值约达72万亿日元，占日股总市值的7%以上。日央行购买ETF得益于财务省的支持，因此退出策略或将需要在日央行、财务省和内阁的共同商讨下逐步敲定。鉴于出售持股存在诸多风险，日本央行可能会决定将持股转移至某个基金，或以其他方式将其无限期封存。

## 风险提示

- 日美政治格局变动
- 中美经济趋缓
- 日美金融政策不确定性

## 免责声明

本材料并非野村东方国际证券有限公司（以下简称“本公司”或“我们”）发布的证券研究报告，本材料内容仅系摘录本公司已正式发布的研究报告部分内容。我们不保证本材料内容、观点、文字与正式出具的研究报告保持完整性、一致性，您应通过查阅本公司正式发布的研究报告获得详细信息，研究报告的免责声明同样适用于本材料。

本公司重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护第三方合法权益。当权利人发现本材料可能侵犯其合法权益，权利人可以向本公司提出异议，经核实后本公司将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。

本材料仅在中国大陆使用，未经本公司的事先书面许可，您不得复制、分发、摘录、引用、编辑、翻译或以其他方式使用本材料的任何内容。未经本公司授权或超出本公司授权范围的任何使用，或非由本公司作出的对本材料的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，本公司不承担任何责任。除本声明第二段所述情况外，本公司也不承担任何关于更新或修改本材料的义务。如果本材料是通过电子邮件等电子方式传输分发的，我们不保证此类传输是安全的或无错误的，我们不对电子传输导致的本材料任何错误或遗漏承担责任。

本材料与本公司实际或潜在的委托或约定有关，您不得出于任何目的依赖本材料。除非您与本公司有书面协议的明确约定，本材料不构成任何投资建议，任何内容也不得被解释为税务、会计、投资或法律等相关建议，本公司不对任何人因使用本材料所载内容所引致的任何损失负任何责任。