



日本股市第四季展望

5 Sep. 2024

吳明真(Vivian Wu)



日本股市第四季展望

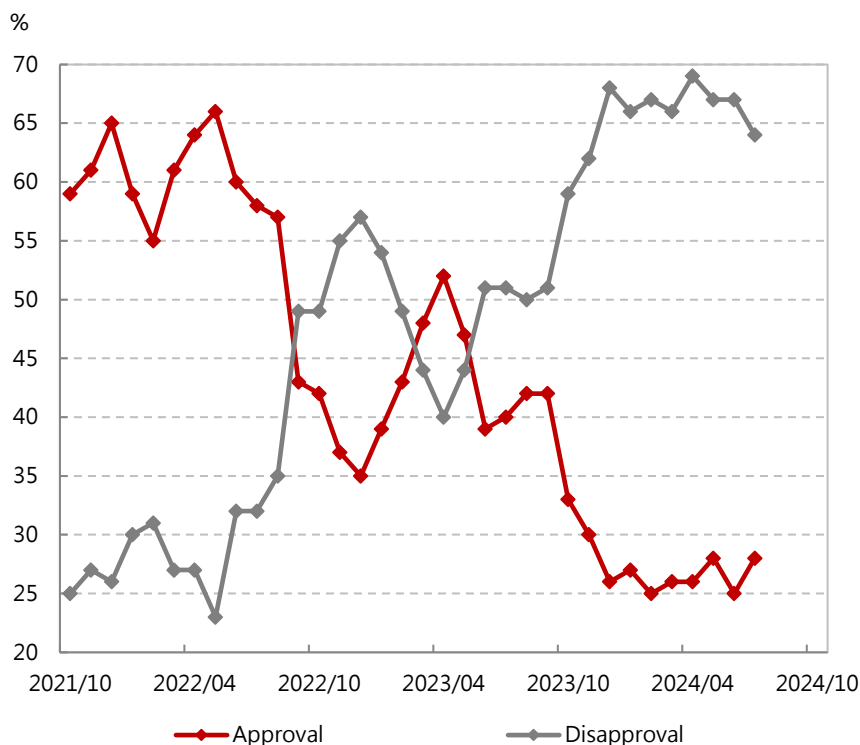
- ❖ 自民黨總裁選舉：存在不確定性，但不致對金融市場帶來嚴重負面衝擊
 - 派閥政治結束，參與競選候選人人數或創歷史新高
 - 首輪選舉難有結果，勢必進入第二輪決選
 - 骨太政策確立2025財年施政方向，且受制黨內壓力，料政策不致驟變
- ❖ 日銀政策動態：貨幣政策正常化方向確立，最快再次升息時點落於年底
 - 薪資成長持續發酵，名目GDP首次突破600兆日圓
 - 經濟溫和擴張，提供日本央行政策調整空間
- ❖ 銀行超額準備維持高檔，資金流動性仍然寬裕無虞
- ❖ 東交所改革政策持續，續迫使公司強化公司治理
- ❖ 基本面、評價面皆屬正面，有利引導日股緩漲
 - 主要關注：半導體設備股、電線股及銀行股



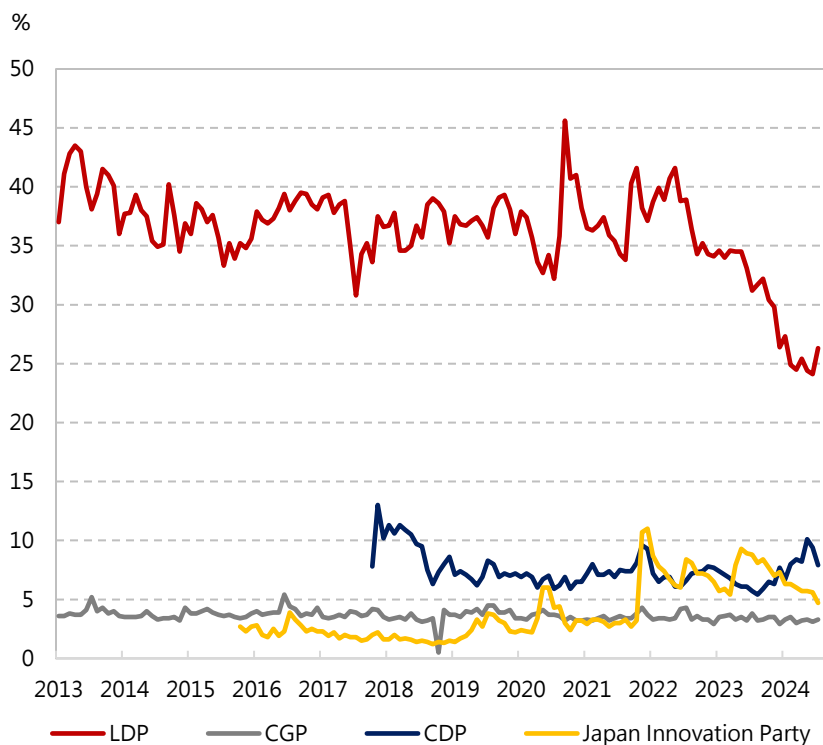
岸田支持度低迷難挽，放棄競選下任自民黨總裁

- ❖ 去年11月自民黨黨內爆出政治獻金醜聞，導致民眾對岸田內閣及自民黨支持度雙雙暴跌，兩者均為2012年自民黨重拾執政大權後新低。
- ❖ 儘管首相岸田文雄承諾改革，且積極推行內政及外交，然仍難挽救民調，造成黨內不滿聲音擴大。岸田為向人民傳遞自民黨改變，選擇不競選下任自民黨總裁。

➤ 岸田內閣支持度



➤ 主要政黨支持度



派閥政治瓦解，候選人人數恐達歷史新高

- ❖ 過往總裁選舉以派閥為基礎，此次選舉為自民黨派閥政治瓦解後首次，原有6個派閥僅存麻生派。
- ❖ 然隨著派閥的解散，多位議員接連表態參選或釋出參選意願，截至9/5累計五位黨員正式宣布將參選月底自民黨總裁選舉。

➤ 自民黨黨總裁參選人介紹

	小林鷹之	石破茂	河野太郎	林芳正	茂木敏充	小泉進次郎	高市早苗
經歷	前經濟安保大臣 內閣府特命擔當	前自民黨幹事長 防衛大臣 農林水產大臣 內閣府特命擔當	現數位大臣 前防衛大臣 外務大臣 內閣府特命擔當	現內閣官房長官 前外務大臣 農林水產大臣 防衛大臣	現自民黨幹事長 前外務大臣 經濟產業大臣 內閣府特命擔當	前環境大臣 內閣府特命擔當	現內閣府特命擔當
財政政策	財政收支平衡	重整財政	重整財政	重整財政	財政收支平衡	財政收支平衡	財政刺激
貨幣政策	未表態	接受升息	接受升息	未表態	接受升息	未表態	以寬鬆為導向
成長戰略	強調教育及創新	內需驅動型經濟 主張振興地方	提高民眾收入 以數位及綠色為核心	主張數位化、綠色轉型	主張數位化、綠色轉型，提高生產力	循環經濟	加強半導體產業技術發展
能源	核電站應在確保安全的情況下重啟，考慮未來更換亦或是擴建核電廠	最大努力使接近「零核電」，取而代之是盡可能發揮再生能源的發電潛能	認為氫、氨、核融合或是更換及重建核電廠均為可考慮發展方向	未表態	考慮成本及安全性，結合可再生能源、核能及活力發電	促進可再生能源使用的同時，降低對核電的依賴	支持穩定核電，加強水力發電



首輪選舉難有結果，總裁大位勢必進入第二輪決選

- ❖ 自民黨總裁選舉將於9/27投開票，考量首輪多位候選人參選，預計將不會有單一候選人取得過半票數，勢必進入第二輪選舉。
- ❖ 根據日經新聞最新民調顯示，無論全體民眾抑或是自民黨支持者，皆由小泉進次郎取得最高支持度，小泉進次郎預定於9/6宣布參選。

➤ 2024年自民黨總裁選舉日程

9/12 公告	候選人提交黨內20名議員推薦文件資料。
競選期間	<ul style="list-style-type: none">- 候選人發表政見、辯論會等。- 各地都道府縣黨員、黨友投票。
9/27 投開票	第一輪選舉
	<ul style="list-style-type: none">- 自民黨參、眾議員及黨員、黨友票分別有367票；黨員、黨友票依照比例分配給各候選人。- 單一候選人取得過半票數則當選；若未有候選人取得過半票數，則由前二高票者進入第二輪選舉。
	第二輪選舉
	<ul style="list-style-type: none">- 自民黨參、眾議員共367票及都道府縣47票。- 取得相對高票者當選自民黨總裁。

➤ 參選人民調(日經8/23民調)

全體		自民黨支持者	
小泉進次郎	23%	小泉進次郎	32%
石破茂	18%	高市早苗	15%
高市早苗	11%	石破茂	14%
小林鷹之	8%	河野太郎	9%
河野太郎	7%	小林鷹之	8%
上川陽子	6%	上川陽子	6%
林芳正	2%	茂木敏充	2%
茂木敏充	1%	加藤勝信	1%

骨太政策確立短期政策方向，政府政策不致驟變

- ❖ 今年6月內閣已通過「經濟財政運營和改革基本方針(骨太政策)2024」確定2025年度預算編列及政策方向，仍以薪資、經濟成長及半導體產業發展為主軸。加上，受制於自民黨黨內壓力，施政方向不致大幅異變，抑或是出現激進政策。
 - ❖ 根據過往歷史經驗來看，自民黨總裁選舉對股市造成的影響相對輕微。
- 經濟財政運營和改革基本方針 2024 ➤ 過往自民黨總裁選舉對股市的影響

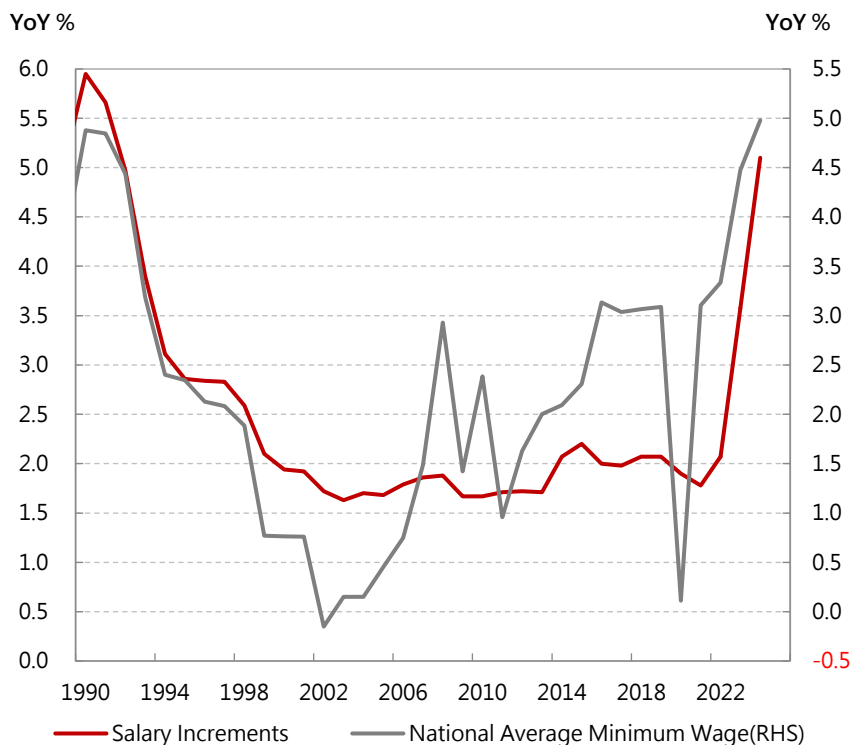
核心政策方向：實現由工資成長及投資驅動的成長型經濟	
短期：完全擺脫通貨緊縮，經濟向新階段轉變 長期：克服少子化、高齡化及人口減少	
促進薪資上漲及物價轉嫁措施	<ul style="list-style-type: none"> - 確保中小企業能將勞務薪資成本轉嫁於商品售價之上 - 在2030年中期將最低薪資調高至1,500日圓 - 將兼職員工轉換為正職員工 - 糾正男女工資差異
支持半導體大規模投資	<ul style="list-style-type: none"> - 支持尖端半導體於國內的生產，及資料中心的設立 - 未來10年的目標，政府及民間至少投資12兆日圓

(Unit : %)		2021/9/29 岸田文雄 當選	2020/9/14 菅義偉 當選	2012/9/26 安倍晉三 當選
選前 一個月	TPX	5.68	1.71	-1.94
	NKY	6.89	1.16	-1.81
選後 一個月	TPX	-1.82	-0.44	-0.18
	NKY	-2.21	0.29	0.30
選後 三個月	TPX	-1.93	8.44	14.16
	NKY	-2.16	13.47	14.86

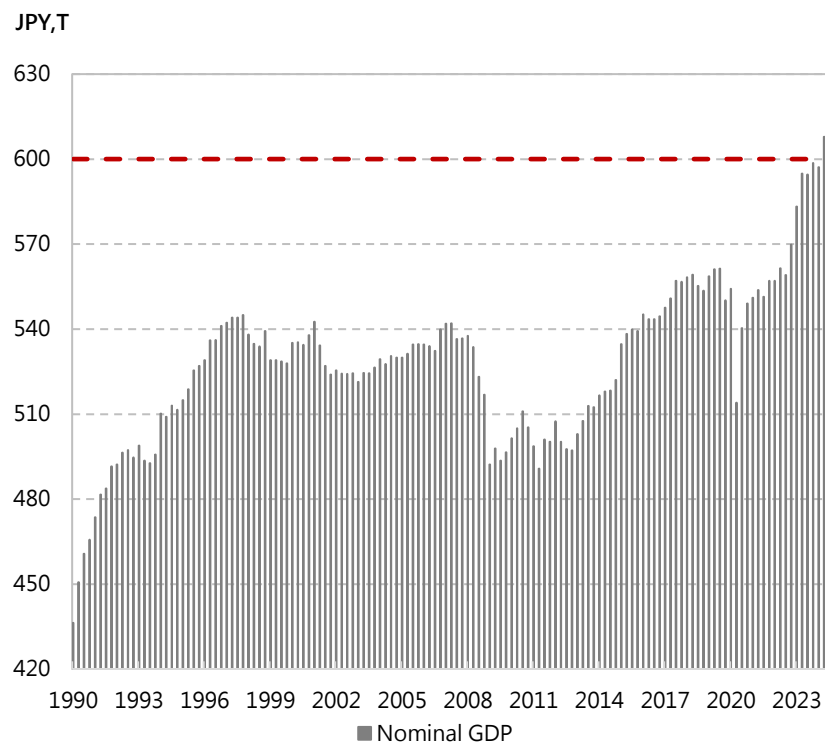
薪資成長持續發酵，名目GDP首次突破600兆日圓

- ❖ 繼今年春鬥薪資增幅時隔30年達到5%之上，且為連續三年增幅均大於前次後，10月份全國平均最低工資將達1,054日圓，年成長率為1982年來新高。
- ❖ 加薪陸續於國內發酵，今年第二季名目GDP首次突破600兆日圓，擺脫近30年經濟近乎停止擴張的窘境。

➤ 春鬥加薪及全國平均最低工資



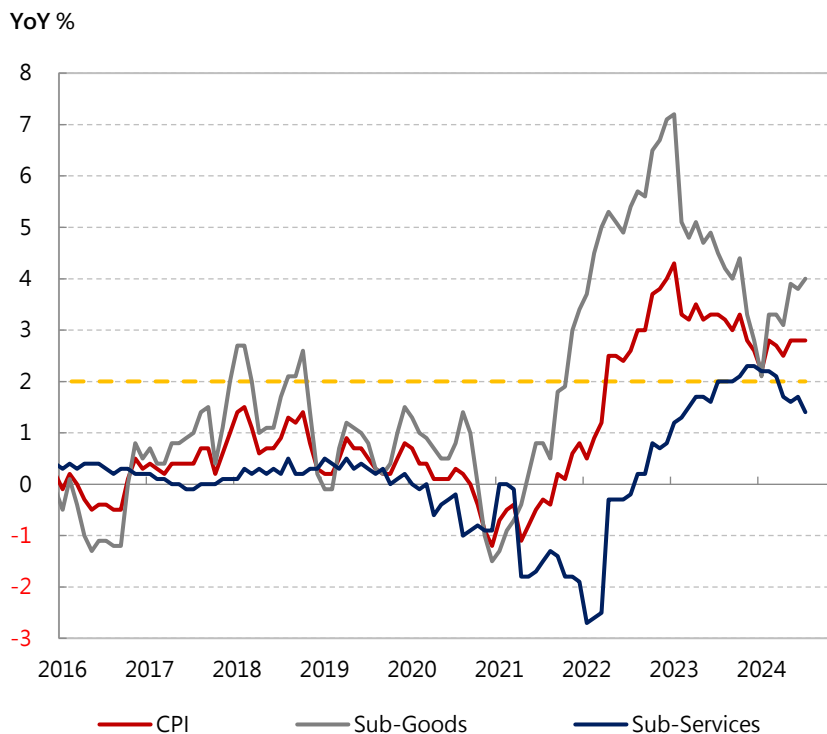
➤ 名目GDP



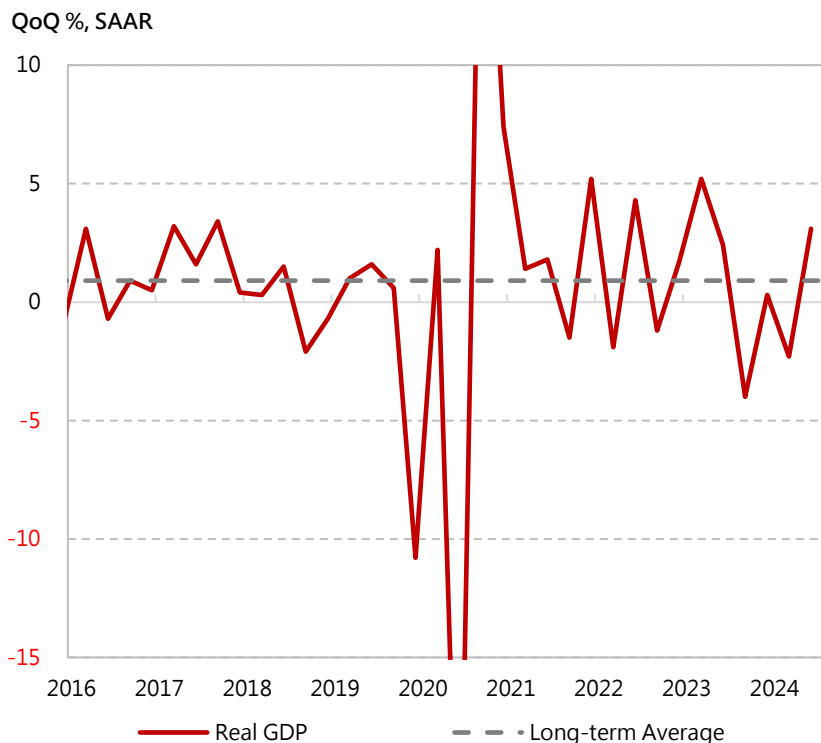
經濟溫和擴張，提供日本央行政策調整空間

- ❖ 日本央行的通膨目標-CPI扣除新鮮食品已連續28個月高於2%，且服務通膨擺脫國往長期徘徊0%左右水平的增幅，驗證日本經濟已逐步走出通縮。
- ❖ 儘管近期受到暫時性因素，導致實質GDP短暫落入負成長，但多數時間續高於長期平均0.90%，顯示景氣的擴張提供央行政策調整空間。

➤ CPI



➤ 實質GDP



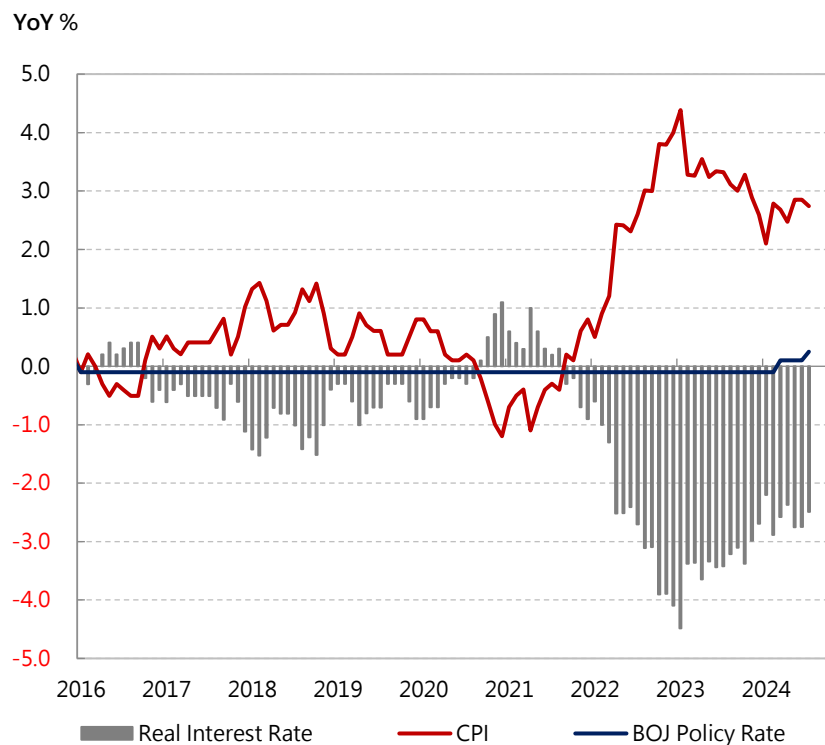
降低不確定性風險，日銀最快再次升息時點落於年底

- ❖ 央行總裁植田和男一再重申，如果經濟及通膨情勢符合市場預期，則央行將繼續升息，確立貨幣正常化方向，但同時暗示不急於政策的調整。
- ❖ 由於自民黨總裁選舉及美國總統大選接連登場，為降低不確定性，預計央行最快升息時點落於今年12月。

➤ 央行經濟預測

YoY % change	July 2024		April 2024	
	Real GDP	CPI less Fresh Food	Real GDP	CPI less Fresh Food
FY2024	0.6 ↓	2.5 ↓	0.8	2.8
FY2025	1.0	2.1 ↑	1.0	1.9
FY2026	1.0	1.9	1.0	1.9

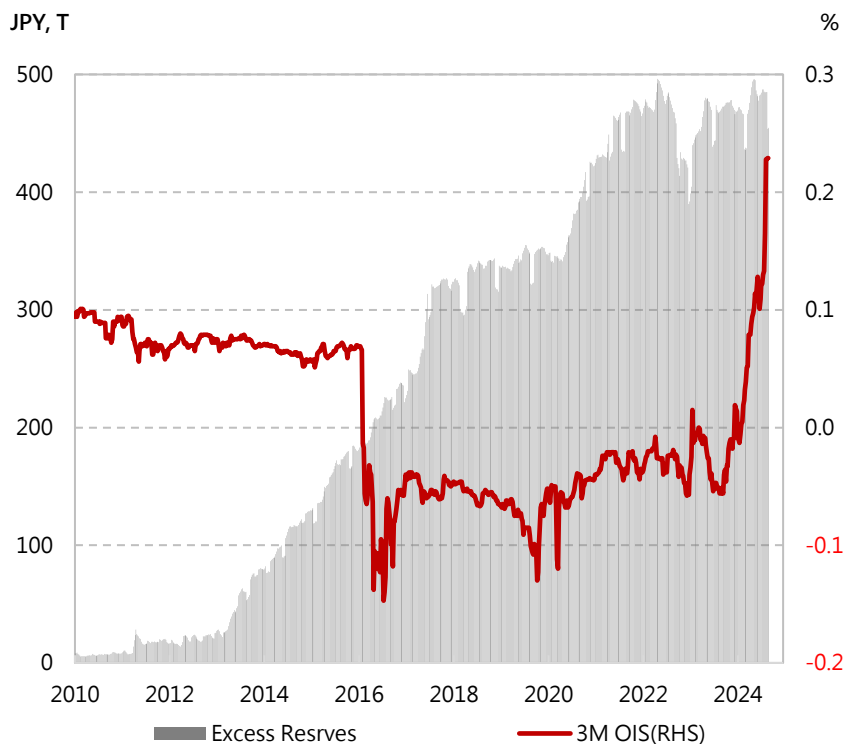
➤ 政策利率及實質利率



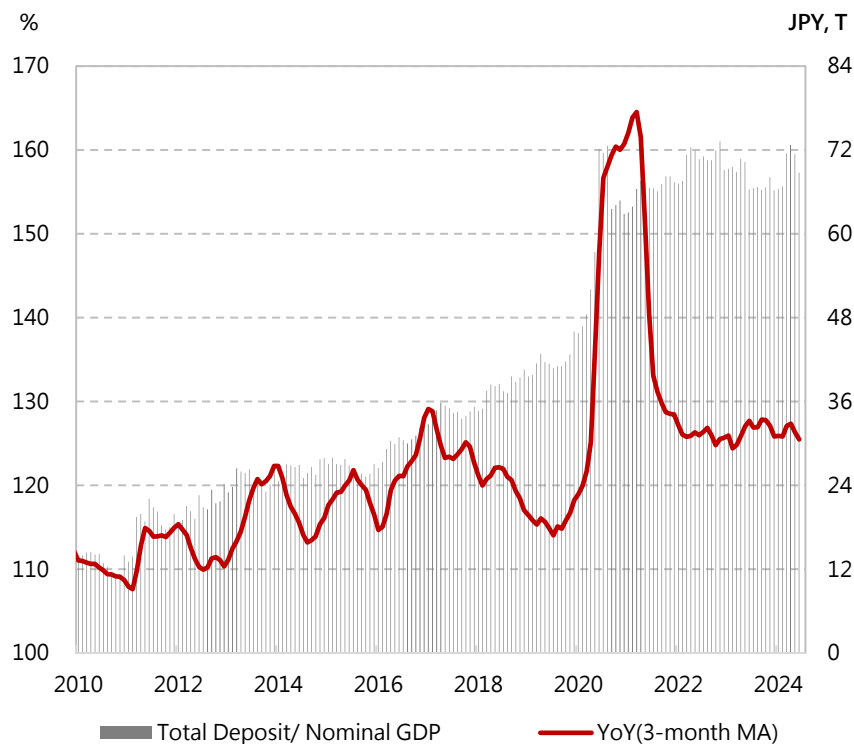
銀行超額準備維持高檔，資金流動性仍然寬裕無虞

- ❖ 儘管今年以來日本央行已累計升息兩次，但銀行體系資金流動性仍然寬裕，反映於超額準備金持續維持於高檔。
- ❖ 同時，今年以來銀行體系存款餘額(扣除金融機構及中央政府)增加24.6兆日圓，顯示資金面充沛無虞。

➤ 銀行超額準備金及市場短期利率



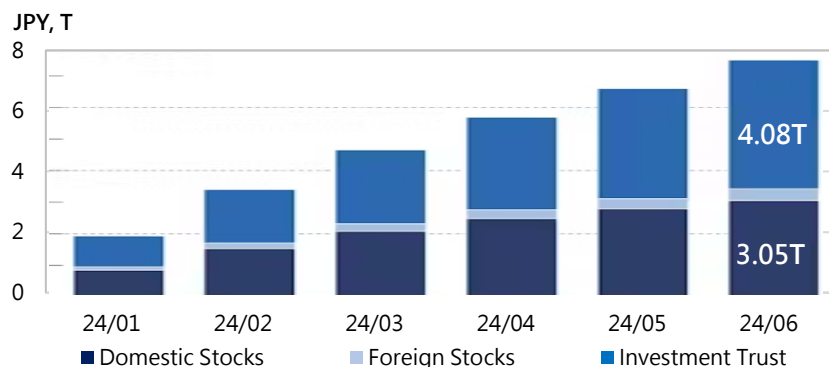
➤ 銀行存款餘額



新NISA、外資，為支撐日股重要資金源

- ❖ 根據10大證券公司資料顯示，今年上半年透過NISA帳戶新增投資金額約為7.5兆日圓，其中，約四成資金直接購買日本國內股票，又以高股息更受民眾青睞。
- ❖ 截至8/23當周，今年以來外資累計買超日股金額達5.5兆日圓，是支撐日股徘徊高檔重要動能。

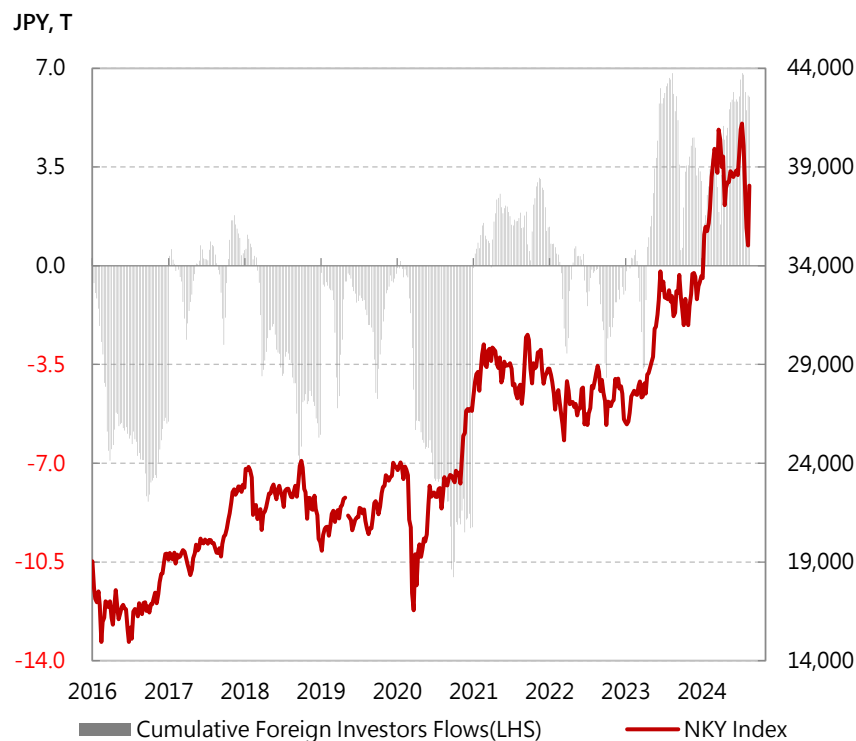
➤ 新NISA累計投資額



➤ 新NISA購買前四大日本個股

Stock	Total purchase amount (unit: JPY, 100 million)	Dividend Yield (unit: %)
NTT (9432 JP)	1,379	3.34
MUFG (8306 JP)	793	3.23
JT (2914 JP)	786	4.62
Toyota (7203 JP)	598	2.69

➤ 外資累計買賣超



東交所改革政策持續，續迫使公司強化公司治理

- ❖ 東京證交所持續推動改革，依照先前公布的規則，即東證指數內的個股需於明年1月達成市值100億日圓，為減少東證指數過多成分股。
- ❖ 今年6月中再推新規，後續將根據流動性標準，持續刪減東證指數成分股。此舉除了提高東證指數作為投資標的吸引力外，更有助公司持續推行公司治理改善。

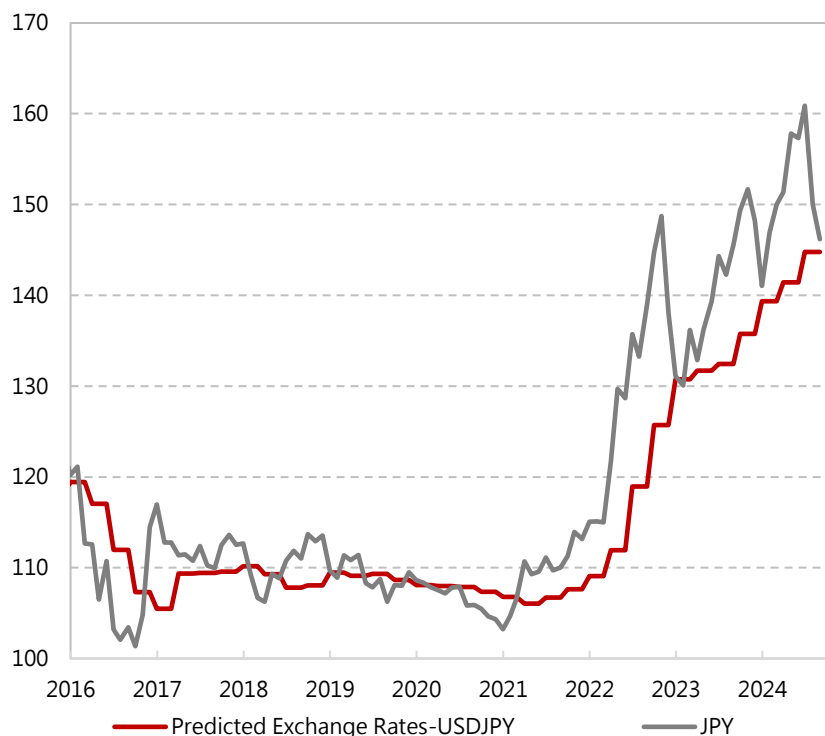
➤ 東證指數改革

階段	市場別重分配前 (至2022.04)	第一階段改革 (至2025.01)	第二階段改革 (至2028.07)
市場分類	東證一部、東證二部、 Mothers、JASDAQ Standard、 JASDAQ Growth	Prime、Standard、Growth	Prime、Standard、Growth
東證指數 成分股	東證指數成分股均屬「東證一部」 約「 2,200檔 」個股	東證指數主要來自「Prime市場」，少 部分為屬於Standard及Growth市場， 因當初市場重分配時公司選擇 約「 1,700檔 」個股	三大市場均允許列入東證指數中 約「 1,200檔 」個股
改革標準	各市場設立不同標準 指標包含：股東人數、流通股數、流 通股市值、淨資產及盈利狀況等	1. 市值須達100億日圓 2. 沒有定期的審查機制	1. Annual Traded Value Ratio>0.2 2. Percentage of Cumulative Free- Float Adjusted Market Capitalization : In the top 96 3. 新增每年10月定期審查機制

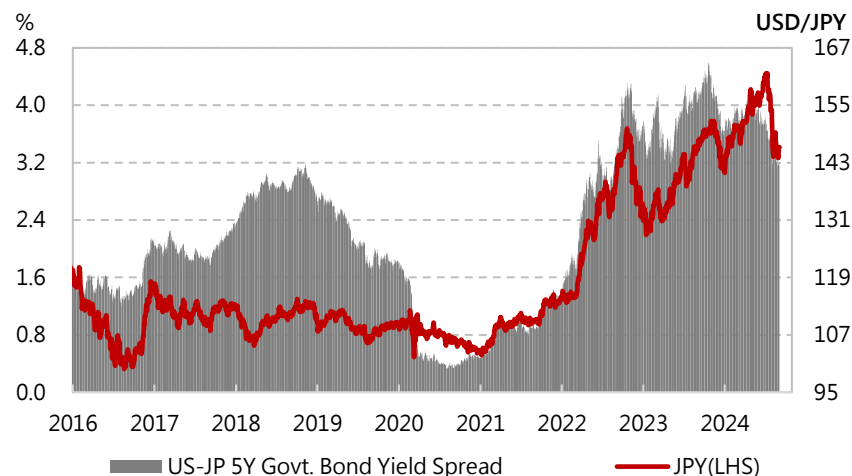
聯準會降息縮窄美日利差，日圓緩步升值

- ❖ 聯準會主席Powell已明示降息時點已到，預計9月會議聯準會將正式進入降息循環，意味著美日利差將逐步縮窄，料引導日圓緩升。
- ❖ 根據短觀報告企業預計2024財年全年日圓匯價為144.77，與當前市場預計截至2025年Q1匯價不謀而合。

➤ 短觀匯價預估及日圓



➤ 日美5年期公債殖利率利差及日圓



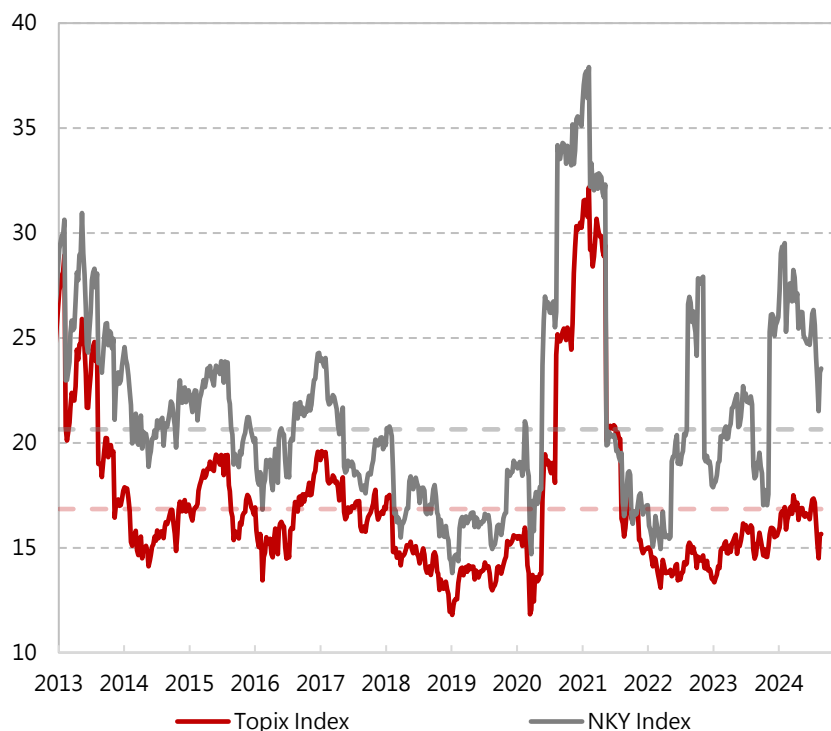
➤ 市場預估日圓匯價

	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2025
Mean	146	144	142	143	139
Median	146	144	142	142	137

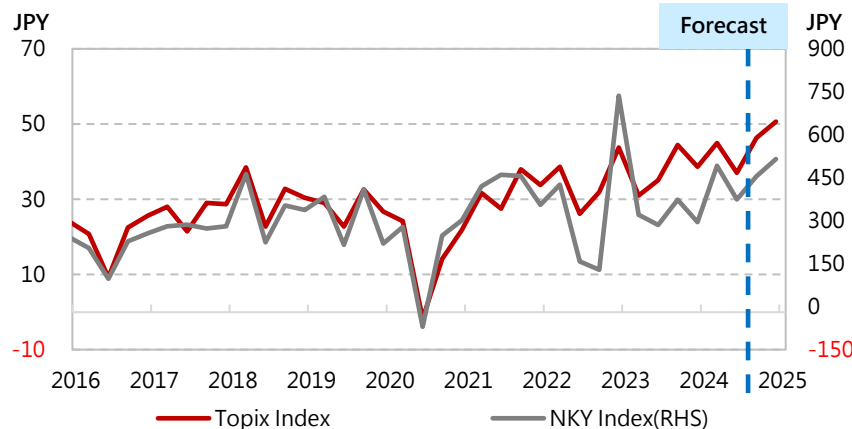
基本面、評價面皆屬正面，有利引導日股緩漲

- ❖ 經濟延續溫和復甦，且實質利率續處負成長有助景氣發展，搭配企業獲利穩健成長，基本面無虞是日股緩步墊高的堅實支撐。
- ❖ 評價面而言，東證指數P/E低於安倍經濟學實施期間的長期均值16.9；日經指數P/E亦擺脫早前過高水平，回歸相對合理位階。

➤ 東證及日經指數P/E



➤ 東證及日經指數EPS及券商預估目標價

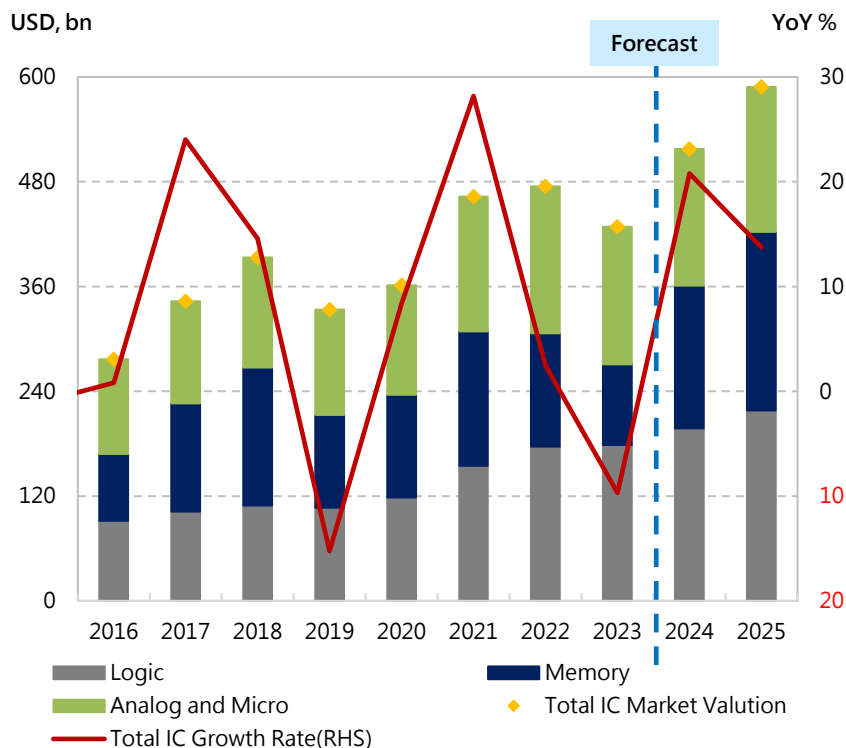


TPX Index	24 Q4	25 Q1	25 Q2
Nomura	2,700	2,750	2,750
Mizuho	2,800	2,900	3,000
NKY Index	24 Q4	25 Q1	25 Q2
Nomura	38,000	38,750	38,750
Mizuho	40,000	41,000	42,000

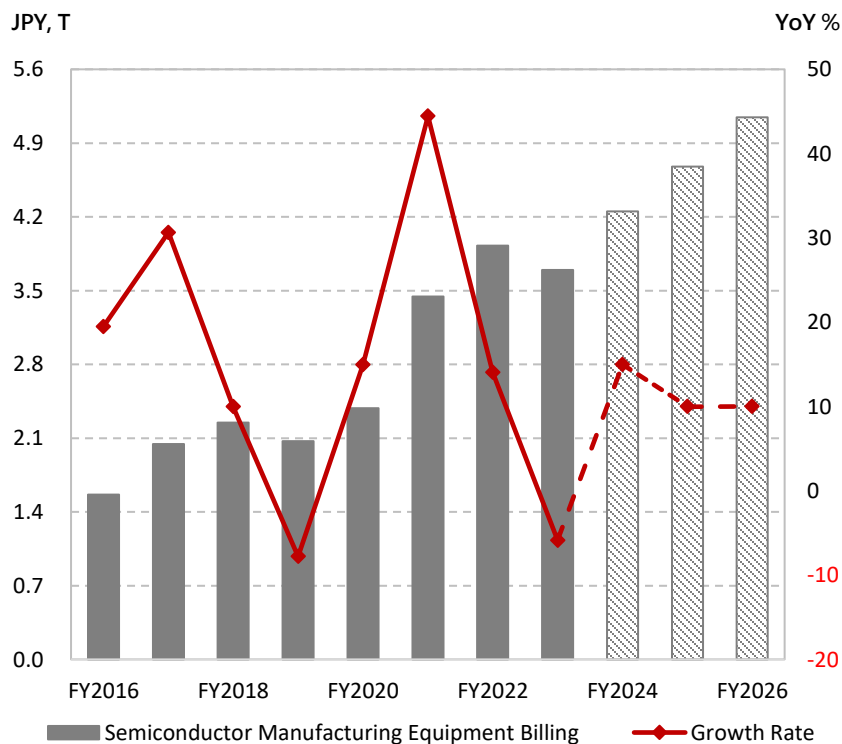
AI需求熱潮，主要機構上修半導體及半導體設備銷售

- ❖ WSTS預計2024年半導體產值年增16%，其中，主要由邏輯IC及記憶體所帶動，年增幅分別達10.7%及76.8%，受惠全球對AI需求熱潮所致。
- ❖ 連帶使得SEAJ上調2024年度日本半導體設備廠出貨金額至4.34兆日圓，為紀錄以來新高，較2023年度勁揚15%。

➤ 半導體市場規模



➤ 日本半導體設備廠出貨金額

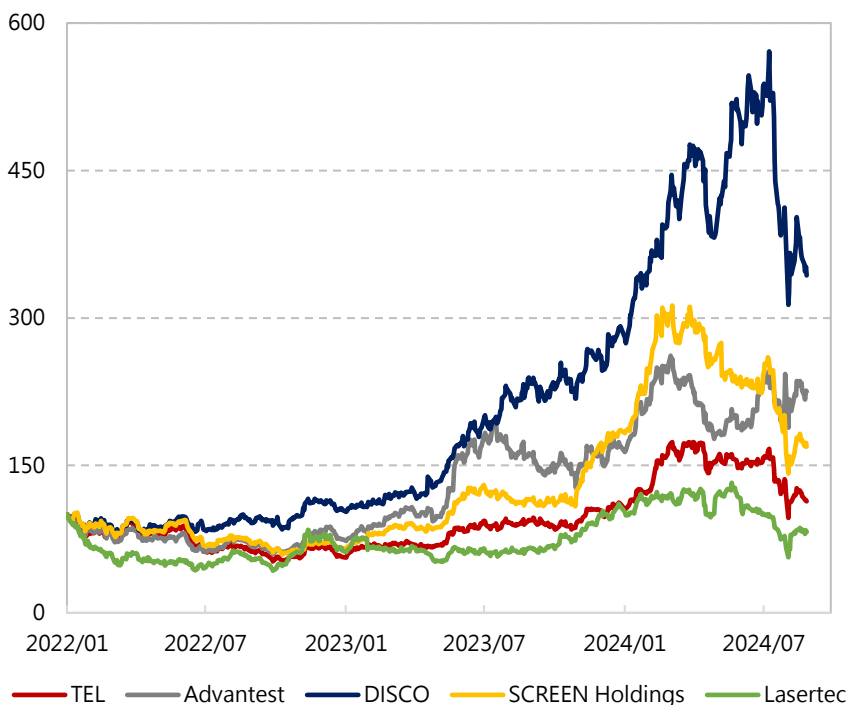


主要關注愛德萬測試、東京威力科創

- ❖ 愛德萬測試(6857 JP)：由於客戶轉向大規模生產先進晶片，測時間相應增加，預估對SoC測試機需求同步上升；此外，因AI的擴張，對HBM需求連帶轉強，料加速記憶體測試機銷售
- ❖ 東京威力科創(8035 JP)：受惠廠商加大對HBM投資，預計DRAM投資強勁，將帶動業績

➤ 主要半導體設備股股價

2022/1/4=100



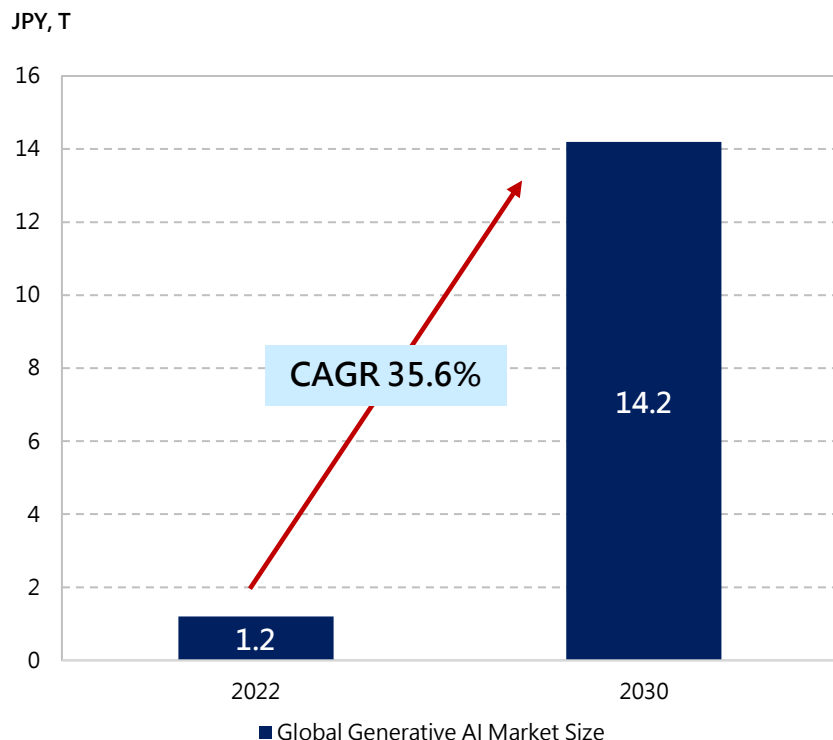
➤ 主要半導體設備股市場評價

	TEL 8035	Advantest 6857	DISCO 6146	SCREEN 7735	Lasertec 6920
12M Target Price	37347	7475	61121	16827	35825
Last Price(9/4)	22995	6129	36210	9668	24455
Buy	80.0	65.0	68.4	26.7	47.4
Hold	20.0	35.0	31.6	73.3	52.6
Sell	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/E	28.1	60.9	46.8	13.1	43.2
P/B	6.7	10.3	11.0	2.8	16.9

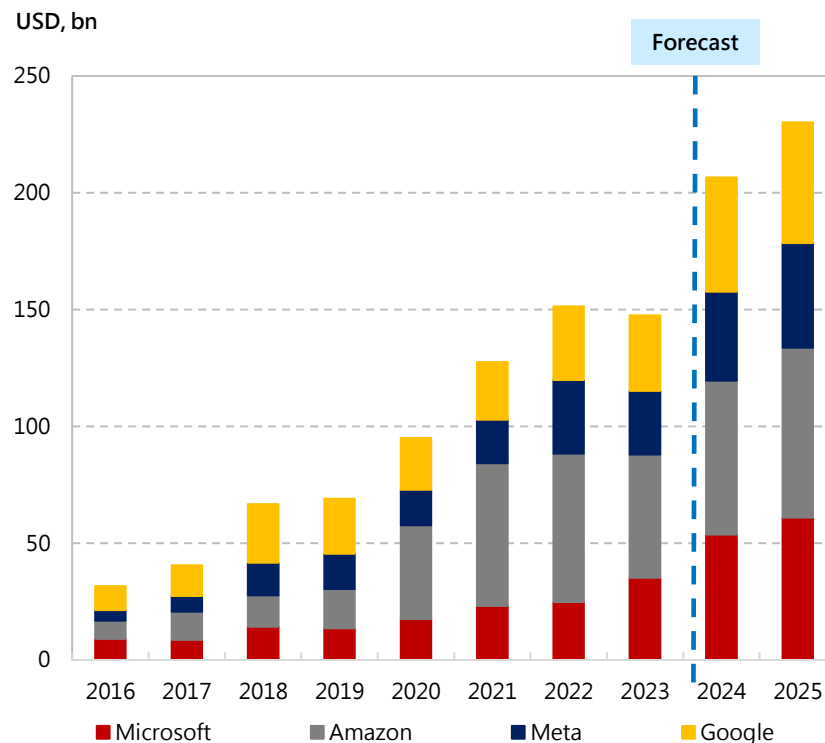
因應需求增強，主要CSP業者於日本擴建資料中心

- ❖ 全球生成式AI規模預計2030年達到14.2兆日圓，複合年均成長率達35.6%
- ❖ Amazon宣布2027年前，投資2.26兆日圓擴大日本雲端運算基礎設施；Microsoft預計未來兩年投資29億美元擴建日本數據中心；甲骨文則預計10年內對日本投資超過80億美元擴建資料中心

➤ 全球生成式AI市場規模



➤ 四大CSP資本支出



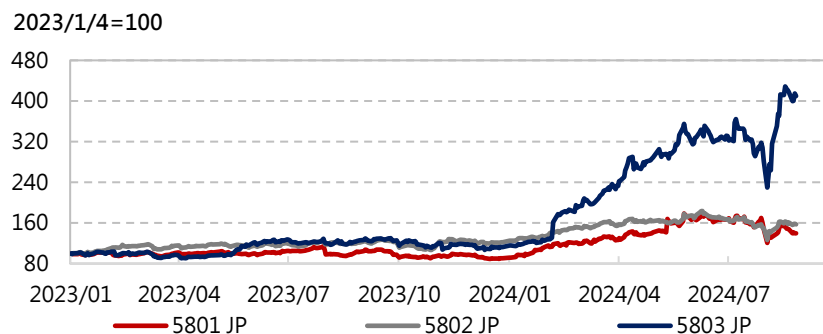
留意三大電線股的藤倉，以資訊通信業務為營收主軸

- ❖ 預估四大CSP業者今、明兩年資本支出金額將達2,064億及2,300億美元，將直接激勵光纖、電纜等相關需求
- ❖ 藤倉(5803 JP)營收占比以資訊和通信為主軸，且高度來自北美、日本地區，料可望成為AI直接受惠股

三大電線股營收來源分配

公司	事業別營收占比(%)	國家別營收來源(%)
古河電氣工業 (5801 JP)	<ul style="list-style-type: none"> - Communications Solutions : 16.0 - Energy Infrastructure : 10.5 - Automotive Product & Batteries : 36.3 - Electronics Component Material : 26.2 - Functional Products : 11.0 	<ul style="list-style-type: none"> - Japan : 48.4 - China : 9.8 - Asia : 23.0 - North & Central America : 11.4 - Others : 7.4
住友電氣工業 (5802 JP)	<ul style="list-style-type: none"> - Environment and Energy : 21.8 - Info. communications : 4.6 - Automotive : 57.7 - Electronics : 7.9 - Industrial Materials and Others : 8.1 	<ul style="list-style-type: none"> - Japan : 37.8 - US : 14.9 - Asia : 28.0 - Others : 19.4
藤倉 (5803 JP)	<ul style="list-style-type: none"> - Telecommunication : 37.2 - Electronics : 20.6 - Automotive : 22.4 - Energy : 17.4 - Real Estate : 1.3 	<ul style="list-style-type: none"> - Japan : 28.4 - US : 37.3 - Asia : 12.7 - Others : 21.6

三大電線股股價

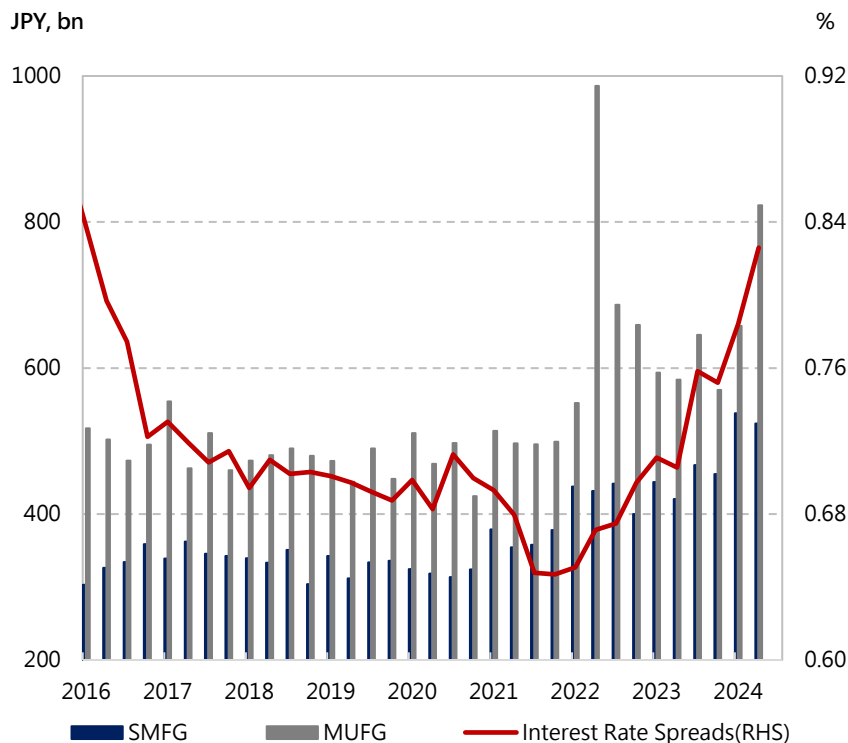


	5801 JP	5802 JP	5803 JP
12M Target Price	4121	2863	4376
Last Price(9/4)	3312	2330	3894
Buy	44.4	58.3	75.0
Hold	33.3	41.7	25.0
Sell	22.2	0.0	0.0
P/E	18.6	10.1	18.4
P/B	0.8	0.8	3.0

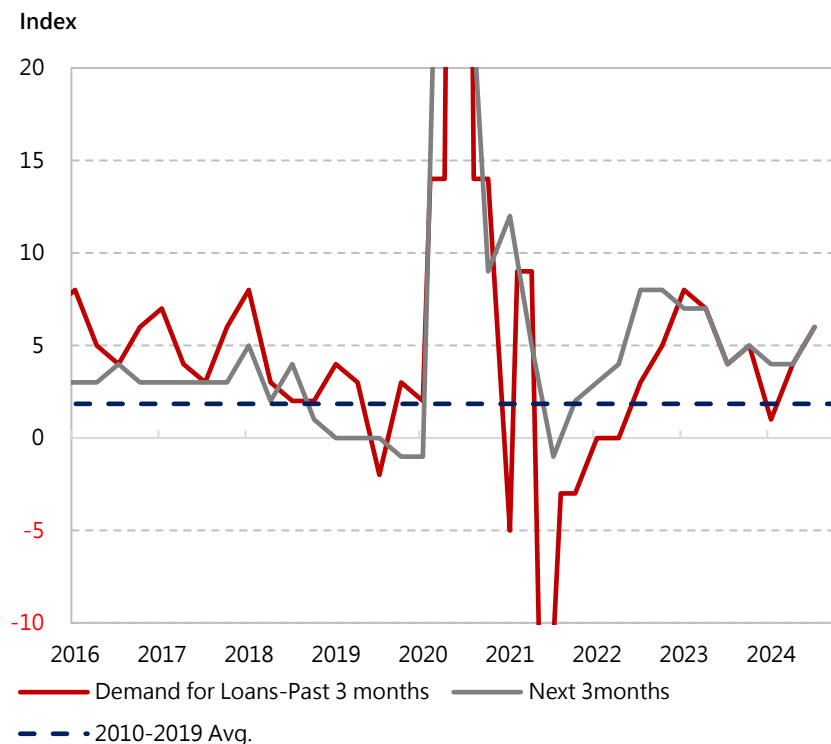
日本央行確立貨幣政策化方向，續挹注銀行獲利

- ❖ 隨著日本央行政策調整，銀行6月平均存放款利差回升至0.86%，為2015年年底以來新高，連帶使得銀行淨利息收入明顯攀高
- ❖ 根據央行7月公布的資深授信主管調查顯示，未來三個月企業貸款需求進一步走高，且續高於長期平均水平

➤ 存放款利差及淨利息收入



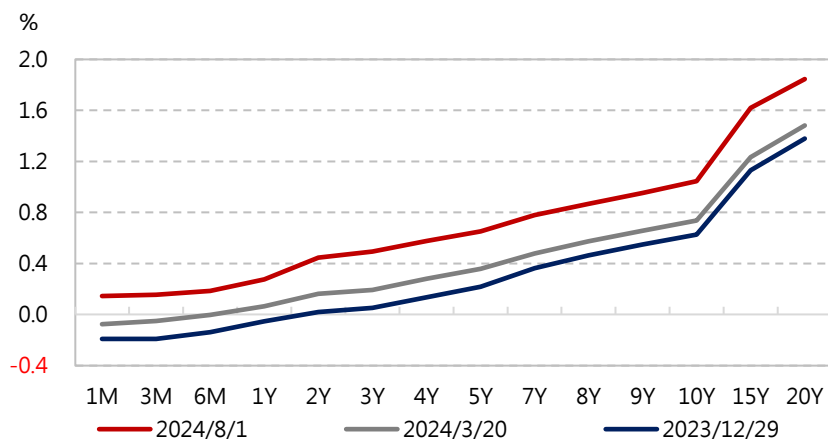
➤ 企業貸款需求



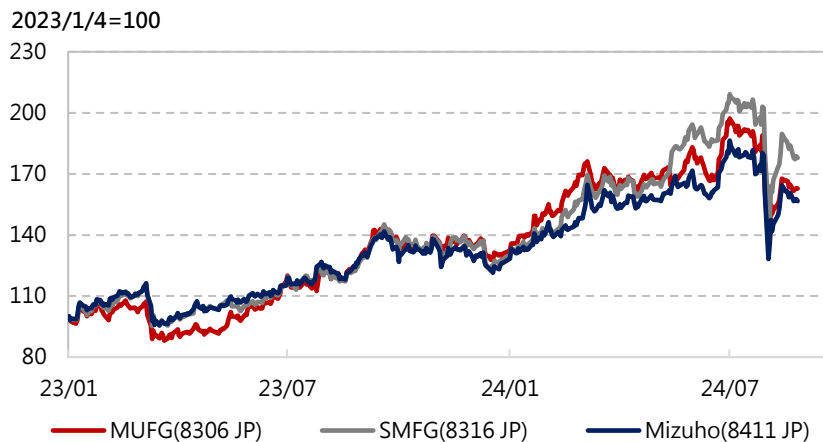
三大金融股Q2獲利創20年新高，後市仍然可期

- ❖ 4-6月三大金融集團淨利合計年增16%至1.23兆日圓，是2005年建立三大金融集團體系以來最高，受惠利率、投資等收益上升
- ❖ 除此之外，為改善低P/B問題，三大金融集團持續降低交叉持股部位，亦對獲利帶來助益，同時加強股東回饋

➤ 殖利率曲線



➤ 三大金融股股價



	12M Target Price	Last Price (9/4)	Buy	Hold	Sell	P/E	P/B
MUFG (8306 JP)	1902	1509	88.9%	70.6%	47.1%	12.01	0.87
SMFG (8316 JP)	12152	9415	11.1%	29.4%	52.9%	11.64	0.84
Mizuho (8411 JP)	3176	2974	0.0%	0.0%	0.0%	10.49	0.74

重要聲明

© 2024 元大投顧 版權所有. 內容僅供參考，不可作商業用途，不對外作任何獲利及判斷正確的保證。本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自國內外官方及民間企業組織的網站及刊物，或本諸我們相信可靠的來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，不保證準確，邇後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。

投資人因信賴此等資料而作出或改變決策時，應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責，本公司毋須負任何法律責任。

以上報告內容之著作權屬元大投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

