

由日本股汇负相关引发的日股定价探讨

——日股量化择时模型构建

摘要

● 日股为何如此强劲？

日本 2023 年以来股市持续走高,其根本原因在于企业盈利预期上升。日本海外收入占 GDP9.43%, 日元贬值推动出口贸易增长, 提高了企业盈利能力; 宽松的货币政策和通胀环境推升通胀预期, 截至 2024 年 4 月 CPI 已连续 25 个月高于央行“2%”的目标水平。东京证券交易所的政策提高了公司治理水平和股东回报要求, 有利于股市。巴菲特效应下外资大幅涌入, 2023 财年外国投资者的净买入额为 8.05 万亿日元。

● 日本股汇为何显著负相关？

DDM 模型下汇率如何影响日股定价。在 DDM 模型中, 日元汇率分别从分子端和分母端影响日股定价。对于分子端: 汇率贬值利好日企盈利。由于日企海外营收占比高, 截止 2023 年, 日企海外销售与生产占比分别达到 39.1% 和 35.8%。对于分母端, 日本极致的货币宽松下, 汇率受利率传导在无风险利率和风险偏好作用于日股。日元贬值, 外资融资成本下降, 吸引外资流入。日元作为避险资产, 其风险偏好与日股相反。

● 日股择时框架

日本服务业与制造业 PMI 能反映国内经济增长, 信号总胜率 59.06%。日本深受海外经济和贸易差额影响, 海外经贸指标总胜率 61.00%。日股与日元汇率负相关, 美日利差是关键因素, 基于此构建汇率预期指标, 总胜率 56.98%, 赔率 1.2。通过日本员工报酬和劳动力人口构建日本就业综合信号, 胜率 56.73%。消费倾向变化对日股有明显提振作用, 选取日本家庭平均储蓄率和月消费支出构建消费综合信号, 总胜率 54.39%。日本走出通缩, CPI-PPI 剪刀差总胜率 57.89%。

● 综合信号择时结果

根据回测结果, 以日本经济、海外经济与贸易、汇率、消费、通胀等权加总, 得到日本择时综合指标。对日经 225 进行择时, 综合信号总胜率 65.85%, 看多胜率 64.29%, 看空胜率 72.00%, 赔率 1.11, 超额收益 4.60%。对以美元计价的日经 225 进行择时, 综合信号总胜率 66.67%, 看多胜率总胜率 67.48%, 看多胜率 65.31%, 看空胜率 76.00%, 赔率 0.95, 超额收益 5.21%。

风险提示: 本报告结论完全基于公开的历史数据进行统计、测算, 文中部分数据有一定滞后性, 同时存在第三方数据提供不准确风险; 产品的表现受宏观环境、行业基本面超预期变动、市场波动、风格转换等多重因素影响, 存在一定波动风险, 投资者需充分认知自身风险偏好以及风险承受能力, 基金有风险, 投资需谨慎。

西南证券研究发展中心

分析师: 郑琳琳
执业证号: S1250522110001
电话: 13127711820
邮箱: zhengll@swsc.com.cn
联系人: 缪金瑾
电话: 13761362288
邮箱: mj@swsc.com.cn

相关研究

- 审时度势: 趋势共振量化大小盘风格轮动策略 (2024-05-23)
- 换手率因子在股债中的差异性与增强作用——量化方法在债券研究中的应用二 (2024-04-03)
- 抽丝剥茧: 多视角构建长短期美债利率择时信号 (2024-03-07)
- 多维探究黄金定价逻辑, 定量择时配置有迹可循 (2024-02-22)
- 基于宏微观的大类资产多维择时框架构建 (2024-01-26)
- 聚沙成塔: 微盘股行情解析与微盘股投资策略 (2024-01-15)
- 立足全球资产, 注重组合策略对抗不确定性——2024 年金融工程投资策略 (2024-01-08)
- 因子收益归因视角下可转债多因子策略组合——量化方法在债券研究中的应用一 (2023-12-25)
- 基于趋势确定性的量价行业轮动研究 (2023-11-27)
- 基于多因子优选行业轮动基金与构建选股策略 (2023-10-20)

目 录

1 日股为何如此强劲？	1
1.1 出口贸易带动企业盈利	1
1.2 独树一帜的“超宽松”货币政策	2
1.3 走出通缩，迈入通胀	3
1.4 居民消费信心提振	5
1.5 东证所积极公司治理	5
1.6“巴菲特效应”加持资金涌入	7
2 日本股汇为何显著负相关？	7
2.1 分情况探究日元与日股的历史相关性	7
2.2 DDM 模型下汇率如何影响日股定价	9
2.3 共同影响日本汇股的核心变量——美日利差	12
2.4 日股相对美股何时有超额收益？	14
3 日股择时框架构建	15
3.1 PMI 能有效表征日本经济	17
3.2 海外经济与贸易	20
3.3 汇率预期有效影响资本动向	24
3.4 就业与薪资是走向通胀的必要环节	28
3.5 消费倾向带动日本内需	30
3.6 通胀剪刀差提升企业盈利能力	32
3.7 其他指标	34
3.8 总择时	37
3.9 日股最新信号	38
4 风险提示	39

图 目 录

图 1: 日本上市公司海外收入占比图.....	2
图 2: 日本隔夜拆解利率与国债利率走势.....	3
图 3: 商品价格、服务上涨共同推动 CPI 走高, 进而提振工资.....	4
图 4: 日本通胀和工资有望步入正循环.....	4
图 5: 日本居民存款、持股占比与日本 CPI 同比走势图.....	5
图 6: 居民定期存款占总存款比例走势图.....	5
图 7: 2023 年外资大幅流入日股.....	7
图 8: 日本股市与汇率市不同历史时期的相关性.....	8
图 9: 日股和日汇率走势.....	8
图 10: 日本 GDP 与美元兑日元走势图.....	8
图 11: 历史日股和日汇率走势图.....	8
图 12: 日股海外收入与净收入占 GDP 比重图.....	9
图 13: 日本 GDP 与日本 GNI 走势图.....	9
图 14: 日本海外销售、生产占比走势图.....	10
图 15: 日股外国投资者交易占比较高.....	11
图 16: CME 与日本外资净流入走势图.....	11
图 17: 日本对外直接投资净流出、流出占日本 GDP 比重 (%).....	12
图 18: 日本汇率与美日利差在金融危机时段背离图.....	12
图 19: 美日利差与日本股汇之间的传导关系.....	13
图 20: 标普 500 与日经 225 走势图.....	13
图 21: 美日利差与日经 225/标普 500 走势图.....	13
图 22: 相关性名义 GDP 差值决定美日股相对强弱.....	14
图 23: 美日利差越高, 日股相对走强.....	14
图 24: 相对强弱与外资日股净流入走势图.....	15
图 25: 日股择时框架.....	16
图 26: 择时指标.....	17
图 27: 日经 225 与 PMI 指标走势图.....	17
图 28: GDP 当季同比与 PMI 指标走势图.....	17
图 29: 日本:服务业 PMI 择时效果.....	18
图 30: 日本:制造业 PMI 择时效果.....	18
图 31: 经济综合择时效果.....	19
图 32: 美国在日本出口中有重要地位.....	20
图 33: 美国:制造业 PMI:季调择时效果.....	21
图 34: 美国:服务业 PMI:商务活动:季调择时效果.....	21
图 35: 美国制造业 PMI+服务业 PMI 择时效果.....	21
图 36: 实际出口指数和日经指数走势图.....	22
图 37: 日本:贸易差额:当月值:季调择时效果.....	23
图 38: 海外经贸综合择时效果.....	24
图 39: 美日利差择时效果.....	25

图 40: 上月日元贬值择时图.....	26
图 41: 当月汇率贬值择时图 (使用未来数据, 不具备实战意义).....	26
图 42: 日元预期贬值指标择时效果.....	27
图 43: 日本:雇员报酬:季调择时效果.....	28
图 44: 日本:劳动力人数:总计:季调择时效果.....	28
图 45: 就业综合择时效果.....	29
图 46: 日本员工报酬与私人消费走势图.....	30
图 47: 日本家庭储蓄率预测值走势图.....	30
图 48: 日本:两人及以上的劳动者家庭:平均储蓄率择时效果.....	31
图 49: 日本:两人及以上的家庭:月消费性支出:名义同比择时效果.....	31
图 50: 消费综合择时效果.....	31
图 51: 日本:生产者价格指数:同比择时效果.....	33
图 52: 日本:CPI:当月同比择时效果.....	33
图 53: 通胀综合择时效果.....	33
图 54: 日本:国外主要投资者:对国内证券投资:权益证券:净买入(净资本流入)择时效果.....	35
图 55: 日本:国外主要投资者:对国内证券投资:总计:净买入(净资本流入)择时效果.....	35
图 56: 金融指标与日经走势图.....	35
图 57: OFR 金融压力指数: 资金择时效果.....	36
图 58: 综合指标对日经 225 的择时效果.....	37
图 59: 综合指标对美元计价的日经 225 的择时效果.....	37
图 60: 综合指标对日股择时的最新信号图.....	39
图 61: 日经 225 近 6 个月的走势图.....	39

表 目 录

表 1: 日本东证所 2023 年以来政策.....	6
表 2: 日经 225 市值前十大公司海外收入占比.....	10
表 3: 经济单指标择时效果.....	18
表 4: 经济综合指标分年度结果.....	19
表 5: 海外经济单指标择时效果.....	20
表 6: 外贸单指标择时效果.....	22
表 7: 海外综合指标分年度结果.....	24
表 8: 利差单指标择时效果.....	25
表 9: 日本汇率-美日利差四象限.....	26
表 10: 日元贬值预期指标分年度结果.....	27
表 11: 就业单指标择时效果.....	28
表 12: 就业综合指标分年度结果.....	29
表 13: 消费单指标择时效果.....	30
表 14: 消费综合指标分年度结果.....	32
表 15: 通胀单指标择时效果.....	32
表 16: 通胀综合指标分年度结果.....	33
表 17: 外资单指标择时效果.....	34
表 18: 金融单指标择时效果.....	36
表 19: OFR 金融压力指数:资金-具体指标.....	36
表 20: 各指标组合方式及择时结果.....	37
表 21: 综合信号对日经 225 分年度结果.....	38
表 22: 综合信号对以美元计价的日经 225 分年度结果.....	38

1 日股为何如此强劲？

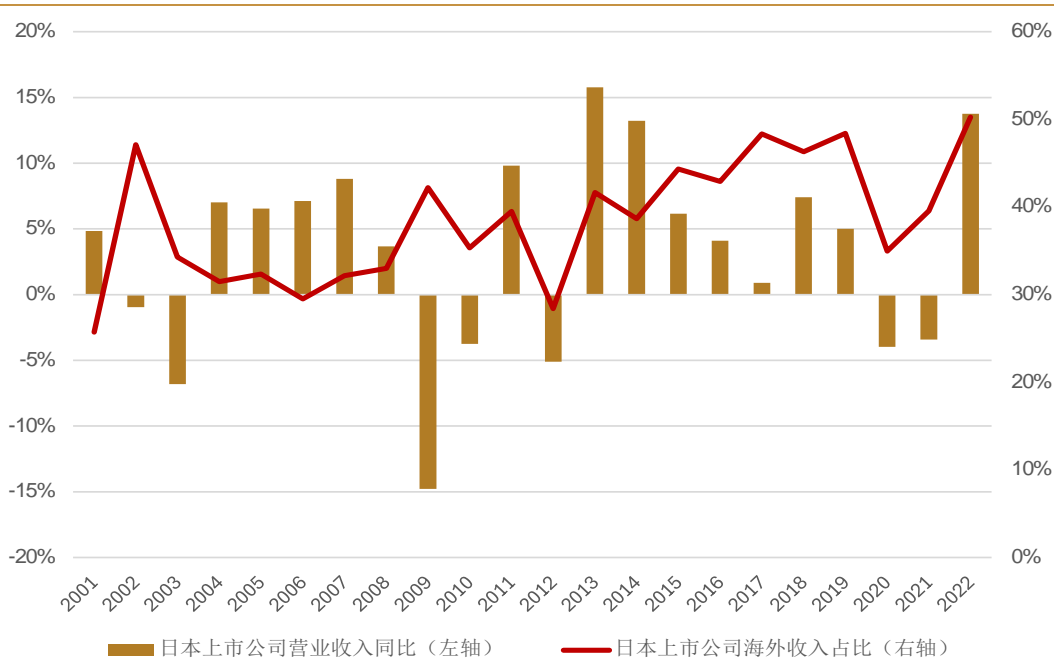
日本长期经济增长处于弱势，但 2023 年股市却持续走高，其最根本原因受益于日本盈利预期抬升。日元贬值拉动了日本出口贸易增长，显著提升了企业盈利能力，推动收入增长。其次，持续的宽松货币政策与通胀环境带来的增长机会改变了日本长期的通缩思维，激发了消费和投资信心，促使家庭部门资产配置从保守走向均衡，进而增加股市投资。同时，东京证券交易出台的提高上市公司治理水平和股东回报的政策，进一步加强企业治理。2020 年 8 月，巴菲特开始买入日本五大商社，2023 年重申其对日本的乐观态度，日股的低估值吸引了全球投资者的目光。

1.1 出口贸易带动企业盈利

贸易在推动 2023 年日本股市强劲表现中扮演了关键角色，日本的上市公司普遍具有较高的全球化程度，其海外营收占比达到了 40%到 50%。这意味着，即使日本国内经济增长疲软，这些公司的业绩仍然可以通过全球市场的表现得到支持。随着日元的相对贬值，这些公司在国际贸易中的竞争力得到了显著提升。日元贬值使得日本产品和服务在国际市场上价格更具吸引力，从而增加了出口量，推动了企业的外部收入增长。同时，这也意味着海外收入在转换回日元时会增值，为公司带来额外的利润。

此外，日本的贸易策略不仅依赖于出口，许多公司还通过在海外直接投资和建立生产基地，以规避汇率风险并更好地服务全球市场。这种全球化的业务布局进一步加强了日本企业的市场地位和盈利能力，从而在财务报告上呈现出优异的成绩，吸引了国内外投资者的大量资本流入，积极推动了日本股市的整体上涨。

日本企业的海外收入占比持续提高，日本海外收入占 GDP 比重从 2000 年的 2.3%上升至 2023 年的 9.1%。自 1980 年以来，日本上市公司海外收入占比持续提高。2019 年日上市公司海外收入占比为 48.40%，受疫情影响，该比例在 2020 年及 2021 年有所下降，为 34.96%和 39.57%，而截止 2022 年，该比例升至 50.24%，说明日本海外经贸已经消除疫情影响，并开始增长态势。

图 1：日本上市公司海外收入占比图


数据来源：万得，西南证券整理

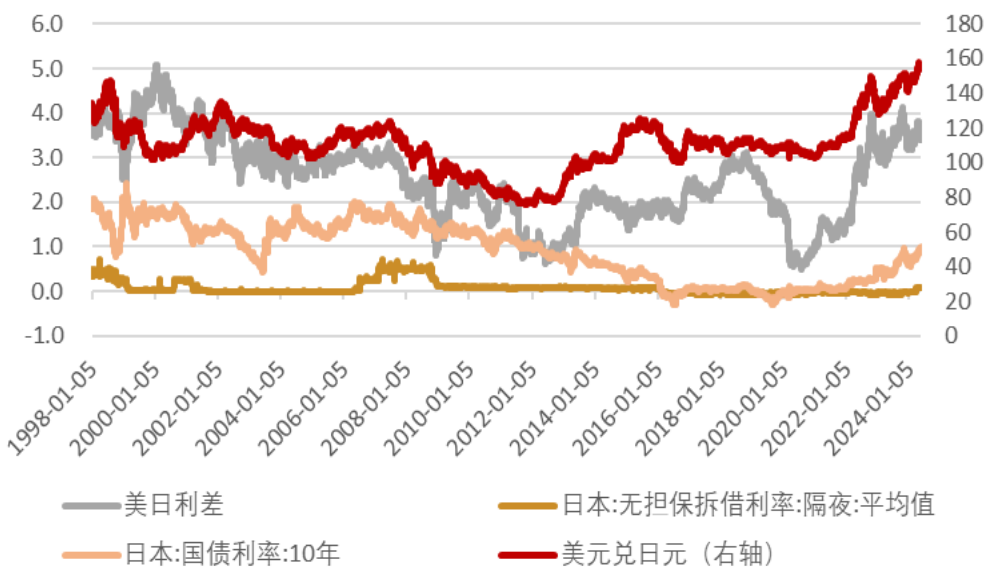
1.2 独树一帜的“超宽松”货币政策

1999 年日本开始实行“零利率”。2012 年末颁布“安倍经济学”，希望通过货币超宽松，使日元贬值，从而提升出口竞争力，并同时摆脱通缩。2016 年 9 月日本政府出台 YCC 政策，将 10 年期日本国债收益率维持在 0% 左右。

日本长期超宽松的货币政策，自 2023 年以来与发达国家，尤其是美国的政策存在显著差异。美联储在 2023 年加息以应对通货膨胀，这通常会导致美元走强。而日本央行维持了超宽松的货币政策，包括维持负利率和收益率曲线控制（YCC）政策。这种政策立场与全球其他主要央行的紧缩政策形成对比，导致日元相对贬值。

由于零利率及便利融资环境，海外投资者通过融资日元来进入日股。日元贬值，外资融资成本下降，更能吸引外资流入并提振日股。

图 2：日本隔夜拆解利率与国债利率走势



数据来源：万得，西南证券整理

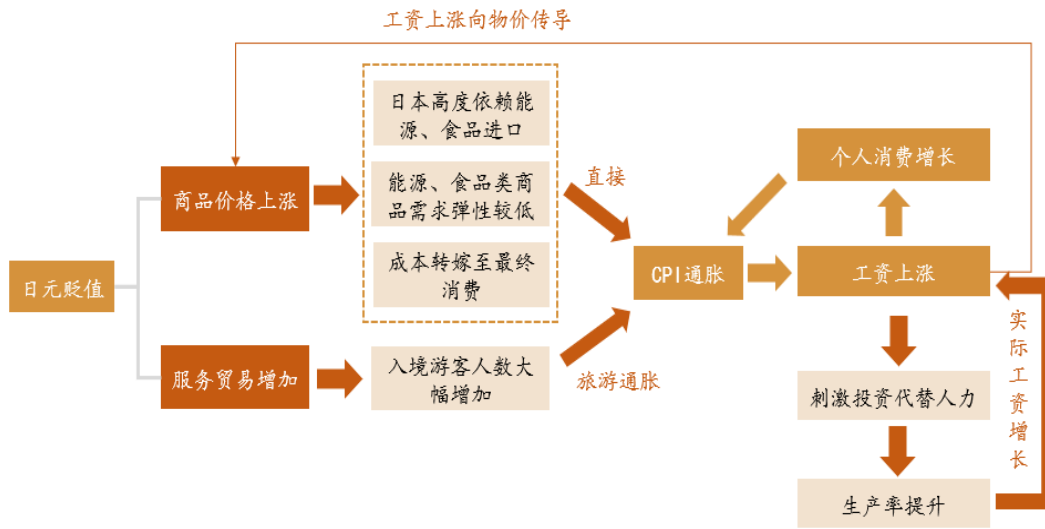
中央行的低利率环境和量化宽松措施降低了借贷成本，使企业和消费者更易于获取贷款，从而支持了经济活动和企业投资。低利率也减少了债务融资的成本，为企业扩张和资本支出提供了动力。此外，宽松的货币政策增加了流动性，促进了更多的资金流入股市，特别是在全球其他主要经济体收紧货币政策的背景下，日本的宽松政策使其股市成为吸引全球投资者的热点。更重要的是，宽松货币政策有助于维持日元的相对弱势，增强了出口企业的竞争力，提高了海外收入的日元计价值。这些因素综合作用，不仅提升了上市公司的盈利预期，还增强了投资者对日本股市的信心，从而推动了股市的上涨。

1.3 走出通缩，迈入通胀

从上世纪 90 年代初期日本泡沫经济破裂开始，日本受困于通缩。由于疫情引发的供应链中断和能源价格上涨，日本经济正在经历通胀压力。日本政府希望利用通胀环境改变自泡沫经济崩溃以来根深蒂固的通缩思维，激发居民和企业的消费和投资信心，从而形成对经济有利的正向循环。与欧美国家不同，对于日本经济而言，CPI 大幅飙升——通胀预期提升——名义薪资增速改善——企业投资受到刺激——实际薪资增速提升的“正向”循环，尤其重要。

日元贬值可通过贸易条件渠道强化输入性通胀、增强通胀粘性、推升通胀预期，有利于日本走出“通缩陷阱”。在商品贸易方面，日元贬值导致日元计价的进口商品价格大幅上行，由于日本高度依赖能源和食品进口，且此类商品的需求弹性较低，成本易于转嫁至终端消费，直接推升 CPI 通胀；服务贸易方面，2022 年疫情放开以来，日本入境游客人数大幅增加，推升了娱乐服务和酒店等与旅游相关的通胀。

图 3：商品价格、服务上涨共同推动 CPI 走高，进而提振工资



数据来源：万得，西南证券整理

从 2022 年春季以来，物价和工资上涨的迹象趋强，日本经济走向脱离通缩的转折点，民间出现了“失去的三十年”结束的声音。截至日本 2024 年 4 月 CPI 已连续 25 个月高于央行“2%”的目标水平，目前 CPI 和核心 CPI 同比逐渐稳定至 2.5% 和 2.2%。2024 年 3 月公布的“春斗”初步结果显示，日本最大工会 Rengo 争取到的年度工资涨幅达到 5.28%，高于前一年的 3.8%，更创下 30 年来最大涨幅。企业涨薪一定程度将促使“薪资-通胀”结构形成，对通胀形成进一步支撑。国际地缘政治冲突加剧背景下日本进口成本上升或使输入性通胀再度升温。

图 4：日本通胀和工资有望步入正循环



数据来源：万得，西南证券整理

1.4 居民消费信心提振

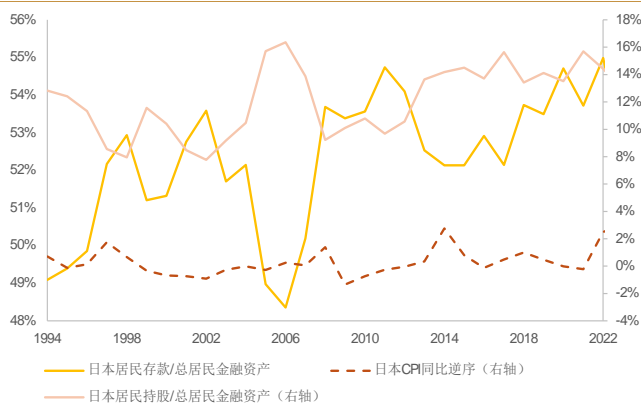
在通胀背景下，日本企业对家庭部门的持续加薪让家庭部门对于未来的消费展望保持乐观，而家庭部门持续的现金流入，帮助他们在企业涨价过程当中有意愿以及有能力不削减开支，从而形成顺畅的正循环。

日本家庭部门在配置观念正从储蓄和债券转向股市。长期的低利率政策使得传统储蓄和债券的回报率非常低，叠加抗通胀需求，日本家庭为了实现资产保值和增值，有意愿增加对股市的投资。这部分资金的流入增加了市场的流动性，而家庭部门对于稳定分红和增长潜力的股票倾向促使着上市公司更加注重企业治理和持续增长策略，从而提升整个市场的质量和投资者的信心。

除 2005 年日本通过邮政民营化法案、2006 年邮政民营化进一步推进，促使居民重新评估和调整其金融资产配置，导致存款在总金融资产中的比例下降至 48.98%、48.36% 外，自 1994 年至今，日本居民存款/总居民金融资产比例稳定在 50% 至 55% 区间浮动，截止 2022 年，该比例为 54.99%。日本居民存款占总金融资产的比例总体与 CPI 变化成负相关关系，在 CPI 上升，通胀压力增大时，居民更倾向于减少存款，转向股市等高收益投资。

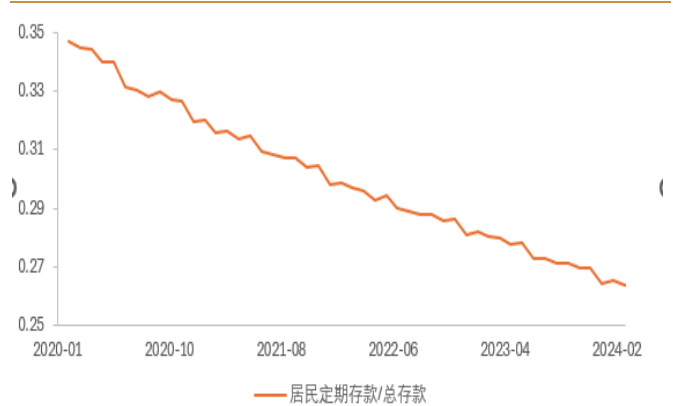
自 2020 年以后，日本居民逐步减少定期存款的比例，截止 2024 年 3 月，居民定期存款占总存款比例已经下降至 26.32%，表明在再通胀环境影响下，居民更倾向于选择流动性更高的资产，即居民的资产配置正逐步从保守转向均衡。

图 5：日本居民存款、持股占比与日本 CPI 同比走势图



数据来源：万得，西南证券整理

图 6：居民定期存款占总存款比例走势图



数据来源：万得，西南证券整理

1.5 东证所积极公司治理

东京证券交易所于 2022 年 4 月进行了架构重组，将其市场部门重组为三个市场：主板市场（Prime Market）、标准市场（Standard Market）和成长市场（GrowthMarket）。改革的目的在于使得每个市场的功能划分更为明确，提升投资者的便利性，同时为上市公司持续提升企业价值提供足够的激励

2023 年 3 月底，日本东证交易所公布了《关于实现关注资金成本和股价经营要求》，督促日本上市公司 PB 小于 1 或者 ROE 低于 8 的低效率的、低回报的公司切实拿出方法，并且要对外公告怎么能有效地提高股东的投资收益和估值水平，否则在今年或者明年可能把

不符合要求的公司进行退市处理。公文促使了更多的这个低 PB 和低 ROE 的公司进行反应，增加分红，回购股票。公司治理的指标已经向好的方向发展，那么未来可能对于原来的一些低估值就有改善的空间。

进入 2024 年以来，日本又推出了一系列新政策，其中包括扩大免税持有退休储蓄账户计划、披露资本效率计划、延长股市交易时间，旨在进一步提高日股对本土散户和全球大资本的吸引力。

表 1：日本东证所 2023 年以来政策

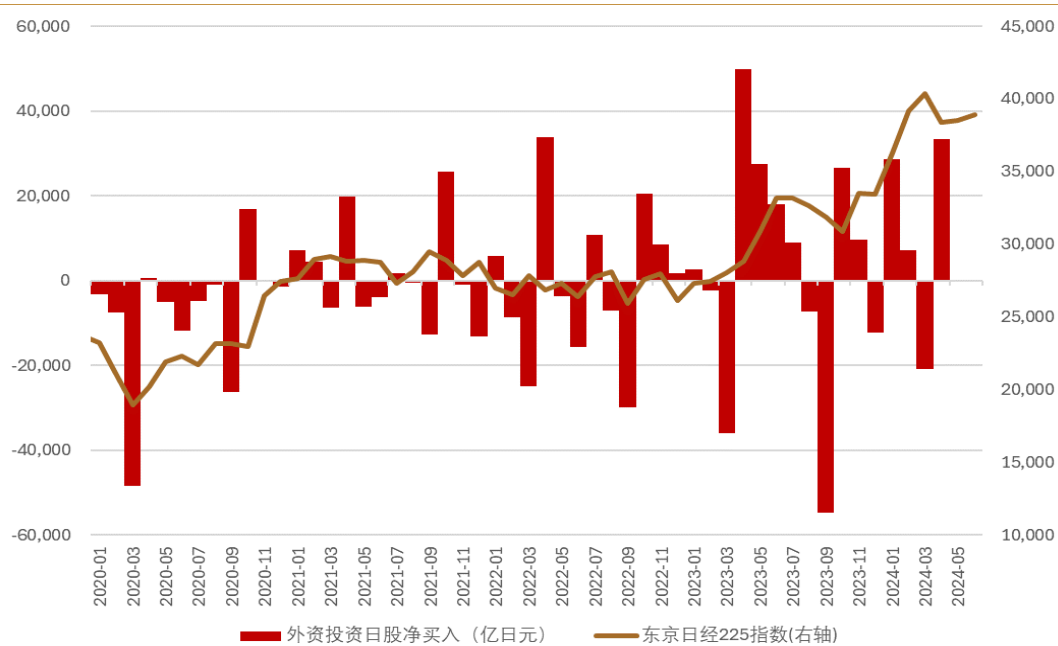
实施时间	措施	主要内容
2023 年 3 月	实施关注资本成本和股价的管理措施	总结了资本成本和股价意识管理的重要措施，并要求上市公司积极实施以实现中长期的可持续增长和公司价值的增加。
2023 年 3 月	改进与股东的对话和相关披露	要求在主板上市的公司披露管理层与投资者之间进行了多少对话以及对话的内容，在主板上市的公司应制定促进与股东建设性对话的措施和组织结构，并真诚回应股东的对话请求。 此外，本文件要求与股东接触的公司披露这一事实和其他相关信息。
2023 年 3 月	提高与投资者对话的有效性和建设性	如果上市公司认为，就其个别情况而言，《公司治理守则》的某些原则不适用，东京证交所则允许其对不遵守原则的原因作出充分解释。 本文件编制了撰写解释时应注意的要点，这些要点可被认为有助于与投资者进行建设性对话。上市公司可以以此为参考，对其“解释”的使用进行自我检讨。
2024 年 1 月	新 NISA (小额投资非课税制度) 启动	日本政府提高投资者在 NISA 的投资额度，简化了资金存入账户的手续，并取消了对 NISA 免税持有期限的限制。2024 年开始的新 NISA 覆盖面进一步广大，并将免税永久化。如果通过新 NISA 的投资规模达到日本政府目标的水平，那么通过该计划每年流入日股的资金可能达到约 2 万亿日元。 Tsunitate NISA(主要面向那更愿意定期进行小额投资的年轻用户)的年度投资限额从目前的 0 万日元增加到 120 万日元 (8260 美元)，增长账户的年度投资限额将从 120 万日元增加到 240 万日元。
2024 年 1 月	披露资本效率计划	作为改善上市企业治理的部分措施，东交所周一公布了首批自愿披露提高资本效率计划的公司名单。未来每个月都会公布一次名单。 具体方式包括：一是股票回购，鼓励通过股票回购进行市值管理改善市净率和 ROE；二是适时调整企业战略；三是注重资本回报率；四是积极打造并制度化信息公开渠道等。交易所警告称，没有有效利用其资本的公司最早可能在 2026 年面临退市前景。
2024 年 4 月	简化企业季度报告，新增部门收益报告	《金融商品取引法》的修正案通过，取消公司在第一和第三季度发布财务监管报告的要求，只保留业绩报告，但仍需每半年提交一次更为详尽的财务监管报告。这项新法律有望减轻上市公司负担。 另外，随着重点转向季度收益报告，东交所将要求企业披露每个业务部门的收益和现金流信息，让投资者更好地了解公司的运营情况。
2024 年 11 月	延长股市交易时间	东证所的场内竞价交易结束时间将从当前的下午 3:00 延长到下午 3:30。
2025 年前	提高公司董事会独立代表和女性代表比例的计划	政府要求，到 2025 年，大型上市公司的董事会中必须至少有一名女性。到 2030 年，女性在日本大公司董事中所占比例至少达到 30%，总体目标是提高女性在经济中的参与度并赋予女性权力。 此外，日本金融厅在 2021 年修订的《公司治理准则》中规定，上市公司董事会中至少有三分之一的成员必须由各自公司外部的独立董事担任。

数据来源：日本金融厅，日本东证所官网，西南证券整理

1.6 “巴菲特效应”加持资金涌入

自 2020 年 8 月起，巴菲特便开始投资日本五大商社，这些股票表现出色，超越市场平均水平。在 2023 年的股东大会上，巴菲特表达了对在日本持续寻求投资机会的兴趣，并对其增持的五家商社表示满意。2023 年 4 月，巴菲特时隔 11 年再次访问日本，重申了对日本股市的乐观态度。巴菲特效应下，到巴菲特为代表的外资机构大举加仓日本传统工业。据日财务省数据，2023 财年(2023 年 4 月-2024 年 3 月)，外国投资者的净买入额为 8.05 万亿日元，成为自 1983 财年以来的第四大买入额。日本市场低估值+高分红的特征吸引了对“类现金”资产感兴趣的资金，成为本轮日股上涨、整体估值抬升颇为重要的因素。

图 7：2023 年外资大幅流入日股



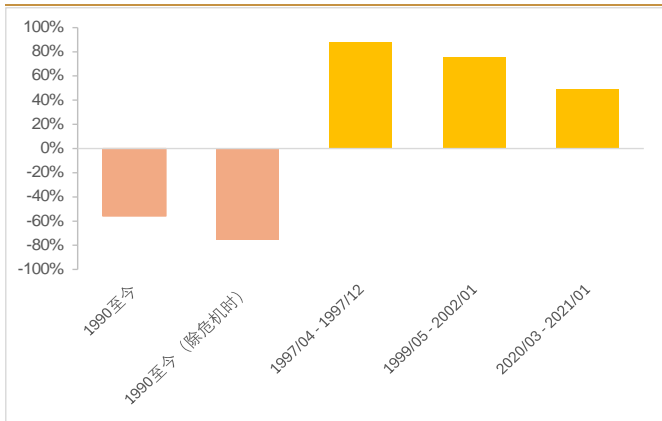
数据来源：万得，西南证券整理

2 日本股汇为何显著负相关？

2.1 分情况探究日元与日股的历史相关性

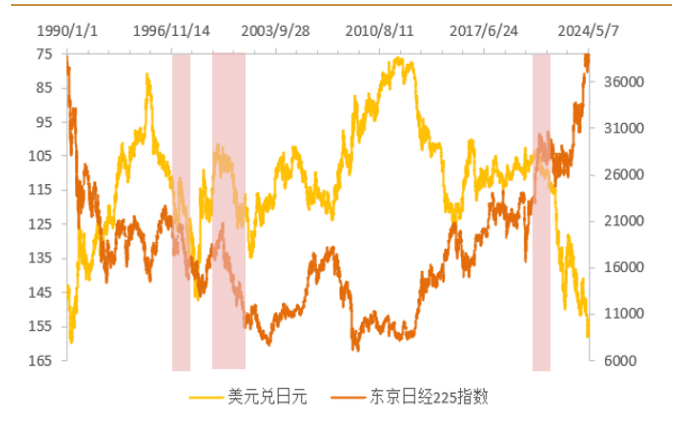
拉长时间看，1988 年以来的多数时间段，日本市场的股指与汇率均呈负相关关系。1988 年后，《广场协议》签订后政府主动干预下的日元升值渐入尾声，而在随后的 35 年中，日元汇率在大部分时间段均与日本股指负相关。例外的三次分别出现在 1997 年金融危机时期、2000-2002 年互联网泡沫时期和 2020 年新冠疫情时期，三次日本股汇的相关性分别为 0.88、0.76、0.49；而除去直接冲击日本的危机后，日本股汇之间相关系数低至-0.76。

图 8：日本股市与汇率市不同历史时期的相关性



数据来源：万得，西南证券整理

图 9：日股和日汇率走势



数据来源：万得，西南证券整理

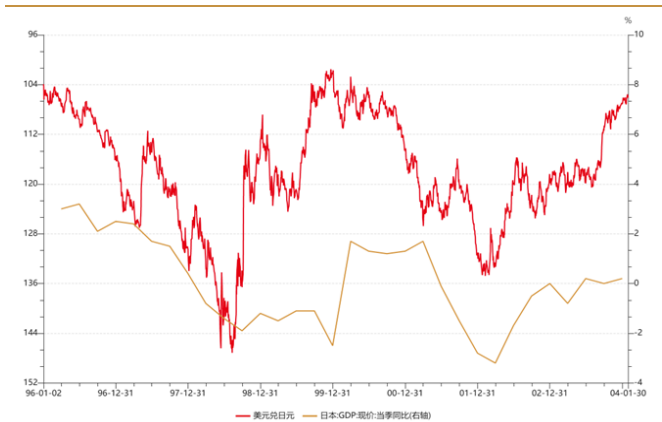
日本汇率与股市的负相关性需要以经济稳定为前提。日本股汇的正相关的两个区间分别出现在 1997 年、2000-2002 年和 2020 年。这几段时间日本乃至全球经济都经历了一定危机。

1996-2004 期间，这段时期日本汇率和日本股市呈正相关性，主要受经济基本面和政策驱动。日本汇率与 GDP 同比正相关，不良债权与消费税对国内投资、消费两驾马车产生限制，有效需求不足导致日本进入长期通缩。同时，海外亚洲金融危机以及互联网泡沫进一步制约了出口对经济的带动作用。

1997 年亚洲金融危机传导至日本金融危机造成日元暴跌，在此背景下 1998 年日本政府通过抛售美元、买入日元的方式实施“外汇干预”，日元开启升值态势，造就 1999 年股汇大涨。1999 年 2 月应对不良债权问题，日本政府实行零利率政策，而又在 2000 年 8 月解除零利率政策，日本过早结束零利率政策，经济尚未完全修复，叠加美国互联网泡沫的冲击，再度陷入衰退区间。

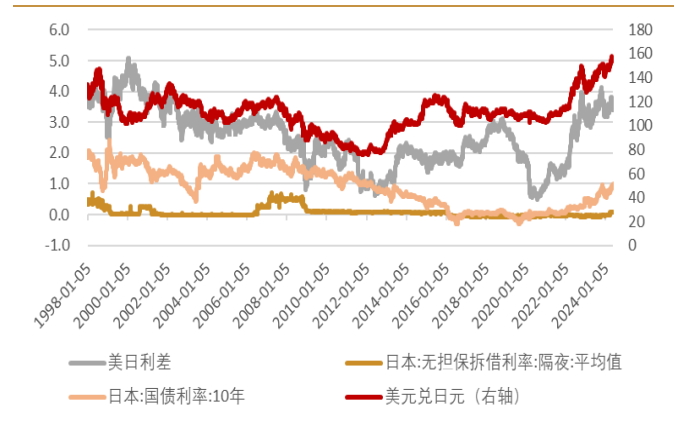
2020 年疫情期间，主因是日元受益避险情绪的同时、日股也受益于全球大放水下风险资产价格的普遍膨胀。

图 10：日本 GDP 与美元兑日元走势图



数据来源：万得，西南证券整理

图 11：历史日股和日汇率走势图



数据来源：万得，西南证券整理

2.2 DDM 模型下汇率如何影响日股定价

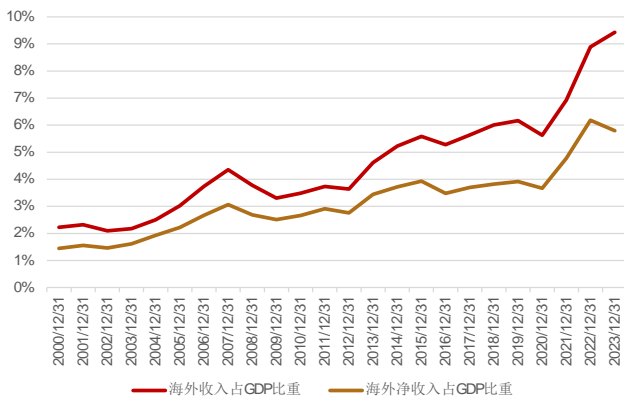
由于日本庞大的金融市场规模以及特殊的货币与财政政策，其汇率分析框架颇为独特。日本股汇的负相关性在全球具有一定特殊性，本节通过 DDM 模型，从分子端和分母端分析日元汇率是如何影响日股定价的。

2.2.1 分子端：汇率贬值利好日企盈利

日企海外营收占比高，日元贬值对日本出口有明显刺激作用，进而改善出口导向型企业盈利。2023 年海外营收占 GDP 比重为 9.43%，海外净营收占 GDP 比重为 5.80%。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%。

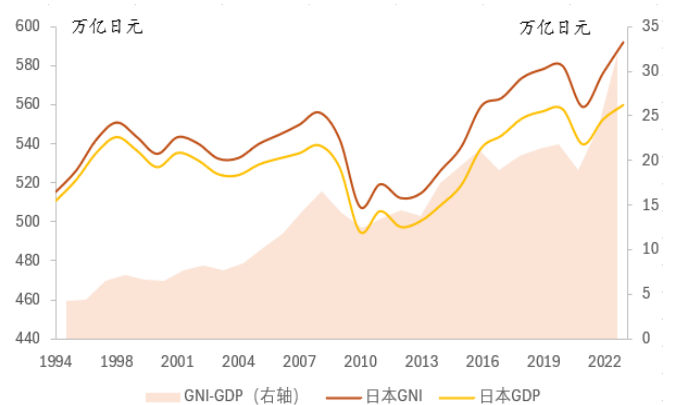
2020 年以来日本海外收入占比提升斜率较大。首先新冠疫情导致全球经济形势发生变化，日本企业可能通过增加海外业务来分散风险，提高企业的抗风险能力；其次，全球产业链重组：由于全球化和区域经济一体化的加速，日本企业加大了在海外的投资和布局，尤其是在亚洲和其他新兴市场，最后 2021 年开始日元开始进入贬值通道，增强日本了日本的出口优势。

图 12：日股海外收入与净收入占 GDP 比重图



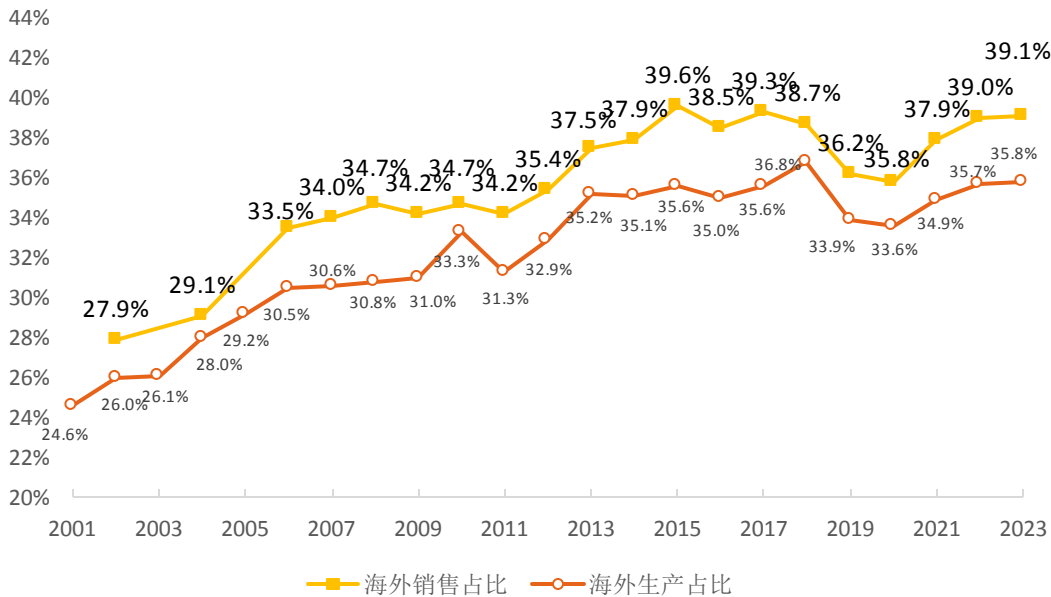
数据来源：万得，西南证券整理

图 13：日本 GDP 与日本 GNI 走势图



数据来源：万得，西南证券整理

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 35.8%。

图 14：日本海外销售、生产占比走势图


数据来源：JBIC，西南证券整理

日本头部企业海外营收占比高。从 2023 年上市日企净利润排名看，日本头部企业海外营收占比普遍高。以丰田为代表，2023 财年归母净利润增长 101.7%至 4.94 万亿日元，主营业务利润为 5.35 万亿日元，同比增长 96.4%，是首家营业利润超过 5 万亿日元的日本上市公司。受日元贬值及全球销量增长影响，报告期内丰田销售额创下历史新高，销售额增长 21.4%至 45.10 万亿日元。再例如半导体企业东京电子，海外贡献超过 80%。日元贬值增强了出口竞争力，并增厚了企业利润。

截至 2024 年 5 月，日股市值前 10 的公司中仅有 2 家银行、1 家准国有通讯公司(日本电报电话)，但有众多具有全球竞争力、能够在海外实现大量盈利的公司，例如丰田(约 80% 的汽车销售来自海外)、索尼(约 70% 收入来自海外)、东京电子(约 90% 收入来自海外)、基恩士(约 60% 收入来自海外)、迅销(约 50% 收入来自海外)。

表 2：日经 225 市值前十大公司海外收入占比

排名	上市公司	总市值 (万亿日元)	海外收入占比	Wind 三级行业
1	丰田汽车	53.8	80%	汽车
2	三菱日联金融	19.3	/	商业银行
3	基恩士	17.7	60%	电子设备、仪器和元件
4	东京电子	17.4	90%	半导体产品与半导体设备
5	索尼	16.1	70%	家庭耐用消费品
6	日立	14.5	/	电子设备、仪器和元件
7	三菱商事	13.9	/	贸易公司与工业品经销商 III
8	日本电报电话	13.8	/	多元电信服务
9	迅销	13.1	50%	专营零售
10	三井住友金融集团	12.9	/	商业银行

数据来源：日本经济新闻，西南证券整理

2.2.2 分母端：汇率受利率传导在无风险利率和风险偏好作用于日股

1) 无风险利率：宽松的货币政策使得日元主动贬值，宽裕的流动性驱使股市上涨。

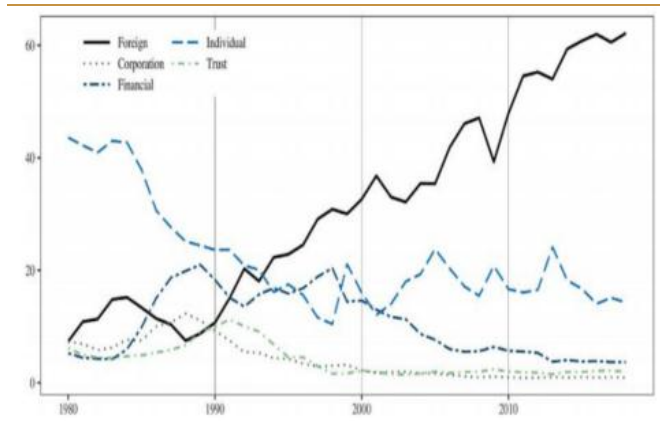
日本央行长期保持宽松的货币政策与量化宽松政策。2012 年末颁布“安倍经济学”，核心是通过货币超宽松，使日元贬值，从而提升出口竞争力，并同时摆脱通缩。2016 年 9 月日本政府出台 YCC 政策，将 10 年期日本国债收益率维持在 0% 左右。

由于零利率及便利融资环境，海外投资者通过融资日元来进入日股。日元贬值，外资融资成本下降，更能吸引外资流入并提振日股。

同时，日本股市的投资者国际化程度较高，日本股市二级市场整体交投活跃。伴随着 90 年代金融自由化的改革，2000 年以来外资已成为日本股市当中持股比例和交易量贡献最大的投资者类别。这些国际投资者包括大型的机构投资者、养老基金、保险公司以及私人投资者。他们被日本市场的成熟度、透明度以及大量高质量公司的存在所吸引。日本股市外资交易量较大，近 10 年来，外资的交易量占比长期在 60% 左右。2023 年，外资流入日股约 6.3 万亿日元，为 2014 年以来最高金额，打破了长达三年的连续抛售。

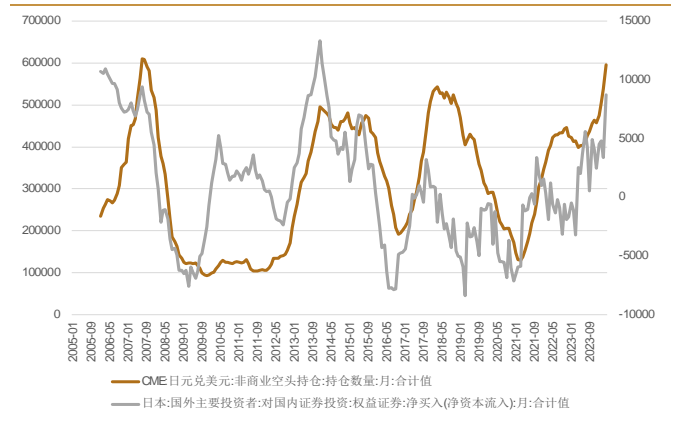
另外，海外投资者在投资日本时有对冲汇率风险的需求。随着股市上涨，外资机构新增对盈利的套保需求，以避免汇率风险，导致了日元的抛售。在进行日本股市投资的同时，国际投资者通常会在远期外汇市场上卖出日元，以对冲其持有的日股未来可能面临的汇率波动风险，确保投资收益的稳定性。在这种市场动态下，尽管外资流入日本股市，但并不会引发日元升值。此外，随着日股价格的上涨，国际投资者可能会实现资本利得，进而产生新增的日元对冲需求。这可能导致远期市场上日元空头头寸的增加，从而对日元构成额外的贬值压力。

图 15：日股外国投资者交易占比较高



数据来源：2021 年《The changing role of foreign investors in Tokyo stock price formation》，西南证券整理

图 16：CME 与日本外资净流入走势图



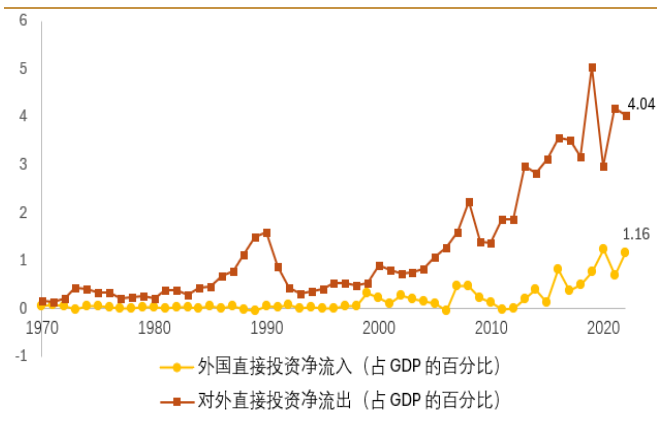
数据来源：万得，西南证券整理

2) 股权风险溢价：日元是典型的避险资产，当市场风险偏好走低时，资金趋向日元，日元升值，而作为风险资产的日股相对承压。

日元能够有“避险货币”的地位，最大的原因在于日本能够长年稳定地保持较高水平的国际收支经常项目顺差，因而保有“世界最大对外净资产国”的地位。日本 2021 年和 2022 年对外直接投资（FDI）分别占日本 GDP 比重 4.2%和 4%，均保持高位。自上世纪八十年代以来，日本 FDI 持续增长，净投资额持续高于海外对日的净流入，显示日本是海外的资本输出大国。日本是世界上拥有最多外币结算净资产的国家，一旦国际形势有变，日本就可以卖出所持有的对外净资产，为应对危机提供缓冲的时间。

低利率环境下，套息交易主导日本汇率。日元作为低利率货币，被大量借入并兑换成其他货币，用于投资于海外的高收益资产。而当风险事件或经济危机爆发，投资者可能会平仓套息交易，将资金撤回并兑换回日元，这会导致日元需求增加，从而推高日元汇率。日元因此成为“避险货币”。1997 年至 1999 年的亚洲金融危机和 2008 年的全球金融危机，都是日元作为避险货币的例子。在这些时期，由于全球市场不稳定，投资者寻求安全资产，日元因其稳定的经济基本面和低利率政策而被视为安全港。这种避险需求导致日元升值，即使在美日利差较高的情况下。

图 17：日本对外直接投资净流出、流出占日本 GDP 比重（%）



数据来源：worldbank，西南证券整理

图 18：日本汇率与美日利差在金融危机时段背离图

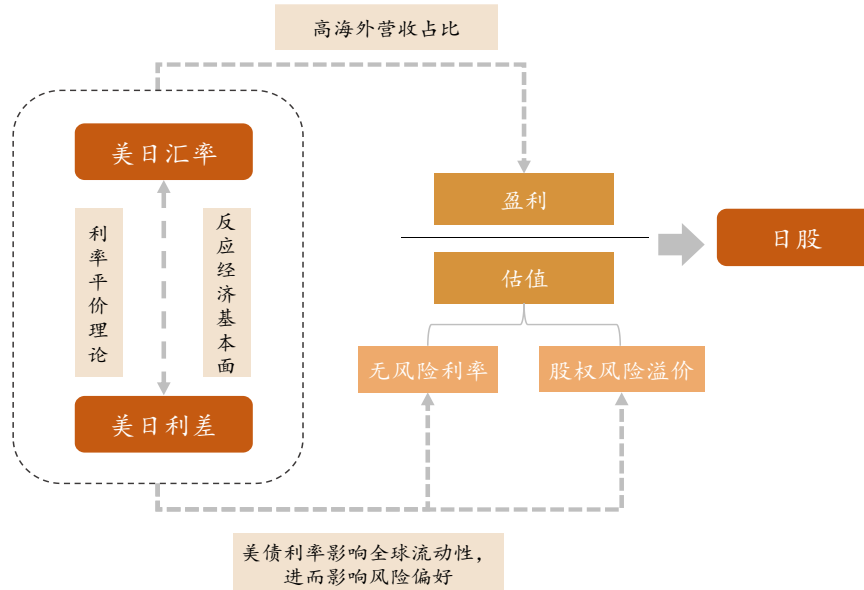


数据来源：万得，西南证券整理

2.3 共同影响日本汇股的核心变量——美日利差

日本股汇负相关的主因在于，日本自 1999 年首次实施“零利率”政策以来，长期实施超宽松政策，政策目标利率始终低于 0.5%，使得利率与基本面明显“脱钩”。这一背景下美日利差成为日本股、汇共同定价的关键因素。

图 19：美日利差与日本股汇之间的传导关系

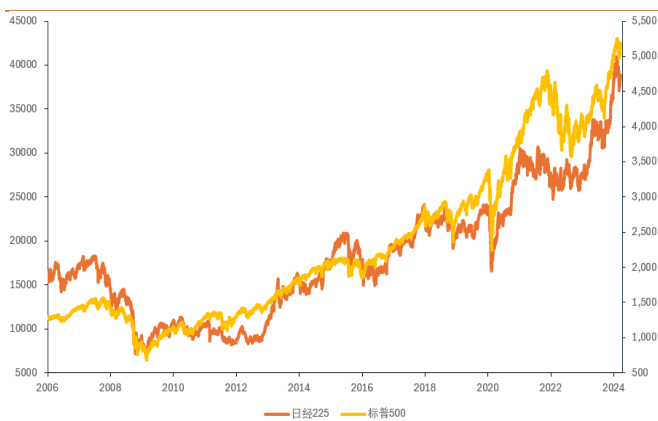


数据来源：西南证券整理

从历史看，美日利差走势与美元兑日元走势有较强的一致性，背后的经济学原理也显而易见。一方面，根据“利率平价理论”，当两个国家存在利率差的时候，由于套利机制的存在，低利率的国家汇率会贬值。美日利差越大，离岸日元套利行为越活跃，使得套利资金流向高息货币，加速日元贬值。另一方面，从经济基本面来看，汇率是两国基本面相对强弱的反映，市场对经济的预期将直接反映在长期国债收益率，两国利差也代表两国经济预期的强弱关系。

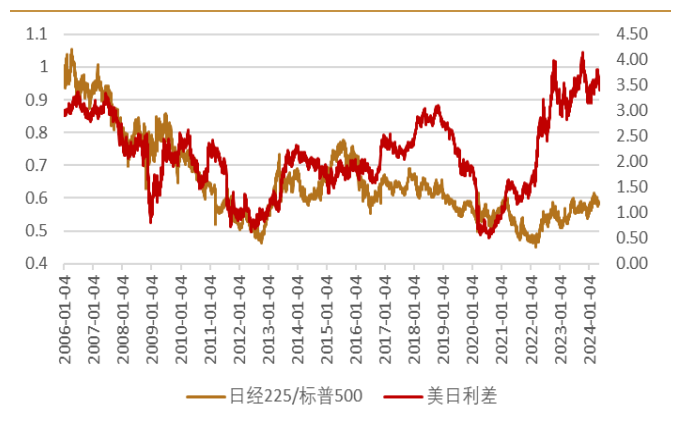
美日利差对日股从逻辑上也有直接影响。对于日股，分子端的核心定价在于海外经济，日股与美股的走势有一定相关性，2006 年至今两者相关性为 21%。因为日本上市公司的海外营收占比较高，海外经济（尤其是美国）强弱对企业盈利有重要影响。分母端，美日利差代表日本和美国的货币政策差异，而日本长期低利率，使得边际定价权主要在于美国利率。当美债收益率走高时，一定程度上会压制美国风险资产，部分资金会流出美国股市、流向日本股市，因而美日利差与日经 225/标普 500 走势有一定相关性。

图 20：标普 500 与日经 225 走势图



数据来源：万得，西南证券整理

图 21：美日利差与日经 225/标普 500 走势图



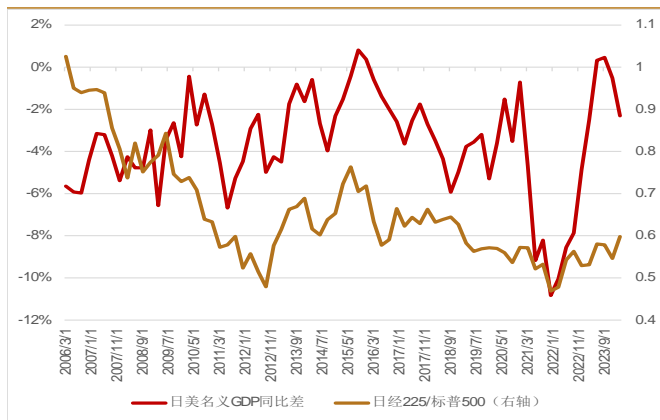
数据来源：万得，西南证券整理

2.4 日股相对美股何时会有超额收益？

美日相对经济强弱决定美日股长期趋势：受全球经济环境和宽松货币政策影响，日本经济增长长期放缓，名义 GDP 增速水平长期低于美欧。1990 年代以来，日本与美国名义 GDP 同比增速长期保持 3-7 个百分点左右的差距。当日本的经济已经接近或超过美国和欧洲时，投资者对日本股市的信心增强，外资流入增加，日股表现较好。具体表现在 2012 年“安倍经济学”实施后的几个时期，日本的经济增长明显改善，与美国名义 GDP 差距缩小至 2% 以内甚至转正。相反，日本经济明显落后于欧美时，日股经常承压。如 2022 年，受国际能源和食品价格上涨的冲击，日本名义经济增速表现落后于美国超 10%，日股走弱。此时日元贬值不再利好日股，说明日本经济的相对稳定是日股走强的必要因素。

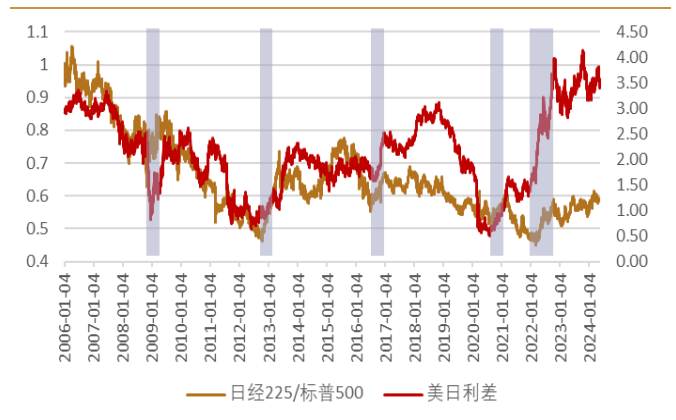
美日利差走阔，日股一般相对走强：1) 美日利差扩大吸引套利资金流向美元等高息货币，这种流动性的转移往往加强了美元对日元的汇率，导致日元贬值，进一步利好日股。2) 美国利率上升导致资金从股票市场向债券市场转移，美债收益率走高，美股承压，部分资金会转向日本股市。此外，日元贬值对出口刺激下日本企业盈利的改善、避险情绪对日元日股两类资产的差异化影响都进一步提振日本股市。

图 22：相关性名义 GDP 差值决定美日股相对强弱



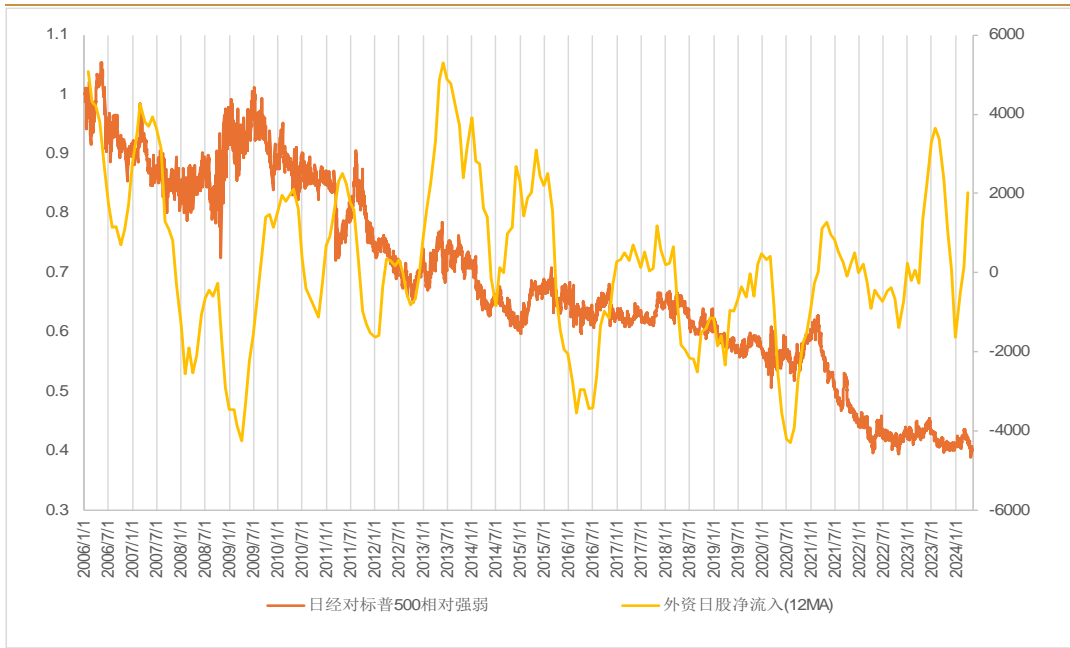
数据来源：万得，西南证券整理

图 23：美日利差越高，日股相对走强



数据来源：万得，西南证券整理

日股市场的外资净流入可以视为日本经济水平和全球投资者对日股信心的风向标。在全球范围内，投资者会寻找具有比较优势的市场进行投资。如果日本股市相对于美国提供了更高的回报潜力或更低的风险，外资净流入可能会增加。日本央行的货币政策和政府的财政政策也可能影响外资流入。例如，超宽松的货币政策可能会降低借贷成本，刺激经济增长，从而吸引外资。

图 24：相对强弱与外资日股净流入走势图


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

3 日股择时框架构建

日本的经济实力和企业创新能力使得日股被视为投资日本和亚洲增长潜力的重要指标。由于日本在全球供应链中的关键位置，尤其是在高科技和汽车行业，日本股市的走势常常预示着全球生产活动和消费趋势的变化。日经 225 作为日本股市整体状况的晴雨表，不仅是监测和评估日本股市表现的重要工具，也是全球投资者和市场分析师了解和判断日本经济状况的关键指标。

我们构建了以经济增长、海外经贸、汇率、消费、通胀为基本框架的日股综合择时信号。其中，经济增长主要表现日本国内经济走向，以日本 PMI 加总为经济指标；海外经贸主要体现美国经济对日股的影响，以美国 PMI 加总+日本贸易差额为海外经贸指标；汇率主要体现日美经济相对强弱变化，以美日利差-日元汇率为日元贬值预期指标；就业反映国家经济健康和发展水平，以日本员工报酬+日本劳动力人数为就业综合指标；消费能反映日本国内消费者信心与经济增长趋势，以家庭储蓄率与月消费加总为消费综合指标；通胀意味着日本名义薪资增长，以 CPI-PPI 为通胀综合指标。另辅以外资、金融指标进一步加强择时结果准确性。

图 25：日股择时框架


数据来源：万得，西南证券整理。

由于日股影响因素众多且较为复杂，因此本文采用量化回测的方式测试不同指标对日股的择时效果。在各个维度挖掘单因子数据对日股的择时效果，并在每个属性中选取对日股择时胜率、赔率、超额收益较高的单因子，根据多维信号加总，合成日股择时的总信号。

换仓频率：月频。

换仓时点：由于宏观数据公布具有滞后性，为了避免使用未来数据，对于各指标本文使用指标真实公布的时间点，月末发出信号。但考虑美国和日本有些数据在月初前几个工作日公布，例如制造业 PMI，因此这类指标以及最后的综合指标回测时，使用统一换仓时点为**每个月第五个工作日**发出信号。

回测区间：2010 年 1 月-2024 年 4 月。

标的资产：日经 225 指数

择时信号设置：信号 ≥ 0 全仓， < 0 空仓。

择时观察指标：本文测算每个指标的胜率、看多胜率、看空胜率、赔率以及相对资产价格本身的超额收益。择时观察指标计算公式如下：

$$\text{总胜率} = \frac{TP+TN}{TP+FP+FN+TN}$$

$$\text{看多胜率} = \frac{TP}{TP+FP}$$

$$\text{看空胜率} = \frac{TN}{TN+FN}$$

$$\text{赔率} = \text{abs}\left(\frac{\text{看多正收益均值}}{\text{看多负收益均值}}\right)$$

其中，TP 为真正，FP 为假正，FN 为假负，TN 为真负。

图 26：择时指标

真实/ 预测	Positive	Negative
Positive	TP (信号指示看多, 实际上涨)	FP (信号指示看多, 实际下跌)
Negative	FN (信号指示看空, 实际上涨)	TN (信号指示看空, 实际下跌)

数据来源：西南证券整理

3.1 PMI 能有效表征日本经济

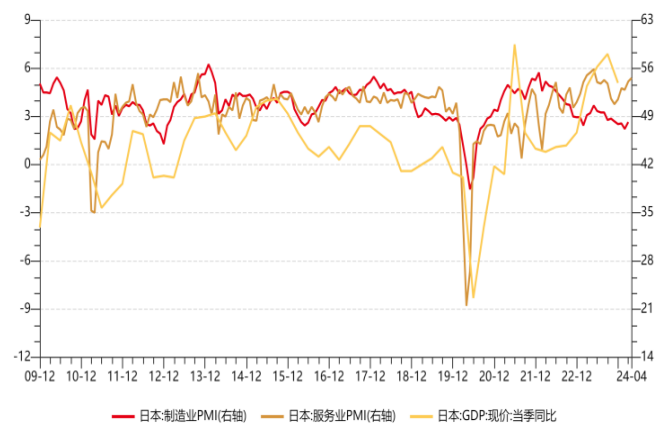
生产活动的最终成果即为国内生产总值（GDP），它是衡量国家经济发展水平的核心指标。当各项生产指标表现良好时，通常表示经济正处于增长或扩张阶段。此时，社会平均回报率往往会上升，这反过来导致投资者对未来利率水平持有较高的预期，从而推动反映日本股票市场整体走势的日经 225 指数走高。相反，当生产指标表现疲软时，显示经济可能正在放缓或收缩，另外对于未来利率水平持有较低的预期，导致日本股票市场整体走势的日经 225 指数走低。从生产指标的走势来看，PMI 指数和 GDP 同比的走势基本一致，且其在较大的拐点处往往能够领先于 GDP 同比。

图 27：日经 225 与 PMI 指标走势图



数据来源：万得，西南证券整理

图 28：GDP 当季同比与 PMI 指标走势图



数据来源：万得，西南证券整理

本文测试不同经济指标对日股走势的可解释性。通过择时计算各个指标的总胜率、看多胜率、看空胜率、赔率、超额年化收益率，对指标的有效性做出判断。

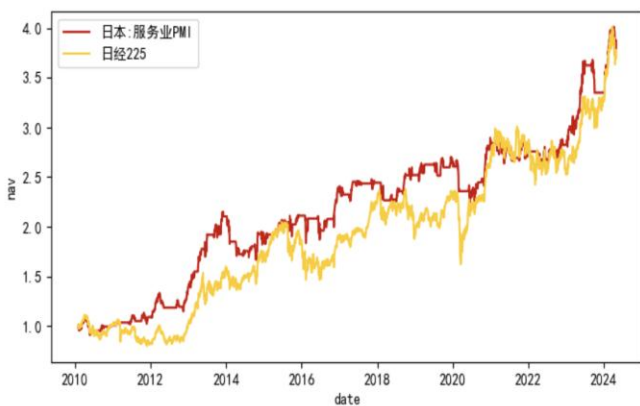
表 3：经济单指标择时效果

指标	信号处理	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额年化收益
日本:制造业 PMI	一阶差分>0	52.94%	62.50%	44.44%	1.06	-3.59%
日本:服务业 PMI	一阶差分>0	57.65%	66.28%	48.81%	1.12	-0.07%
日本:工业生产指数:季调:采矿业和制造业	一阶差分>0	54.71%	64.04%	44.44%	1.03	-2.44%
日本:景气动向指数:领先指数:产成品生产厂家 存货率指数:最终需求品	一阶差分>0	51.76%	60.71%	43.02%	1.13	-4.21%
日本:景气动向指数:领先指数:消费者信心指数	一阶差分>0	51.18%	59.77%	42.17%	0.94	-6.34%
日本:景气动向指数:领先指数:日经商品指数 (42项):同比	一阶差分>0	46.47%	55.26%	39.36%	0.99	-8.20%
日本:景气动向指数:领先指数:住房新开工总面积	一阶差分>0	43.53%	51.90%	36.26%	1.21	-6.84%
日本:景气动向指数:领先指数:新提供的工作机会 (新毕业生除外)	一阶差分>0	52.35%	58.18%	41.67%	1	-4.89%

数据来源：万得，西南证券整理

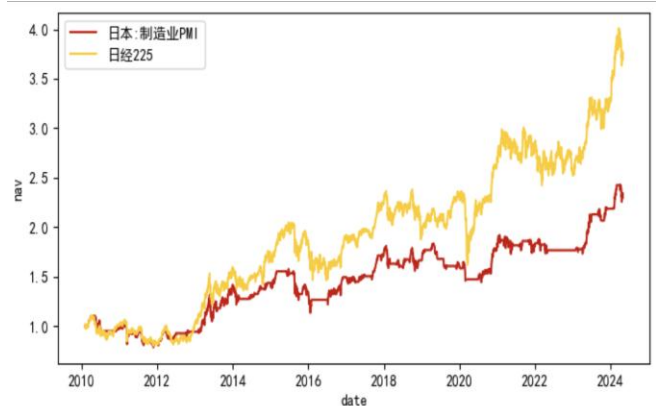
根据上述回测结果，选择有效择时指标分别为：日本:服务业 PMI、日本:制造业 PMI。

图 29：日本:服务业 PMI 择时效果



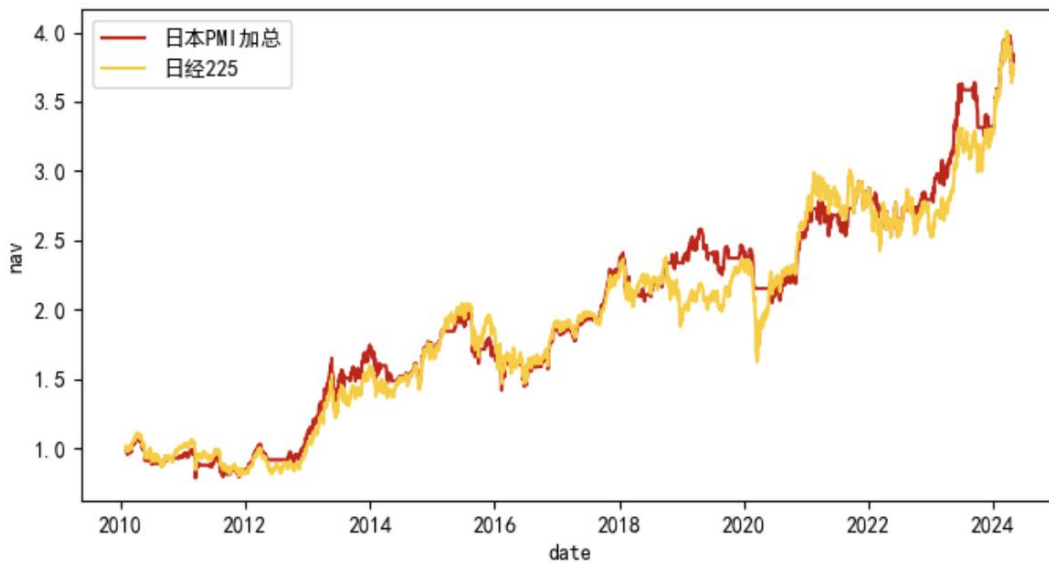
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

图 30：日本:制造业 PMI 择时效果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

将上述指标：对日本制造业 PMI、日本服务业 PMI 的信号加总，得到经济的总信号。日本 PMI 综合信号对日经 225 择时，总胜率 59.06%，看多胜率 62.30%，看空胜率 51.02%，赔率 1.08，超额年化收益 0.16%。

图 31：经济综合择时效果


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

表 4：经济综合指标分年度结果

择时年份	年化收益	日经 225	超额收益	回撤	波动	Sharpe 比率	calmar 比率
2010	-6.52%	-1.37%	-5.15%	19.08%	15.65%	-0.37	-0.34
2011	-11.23%	-18.68%	7.45%	20.74%	20.61%	-0.40	-0.54
2012	30.17%	21.44%	8.73%	12.57%	12.72%	2.15	2.40
2013	54.64%	52.42%	2.22%	20.36%	25.37%	1.98	2.68
2014	0.98%	9.69%	-8.71%	17.02%	18.69%	0.02	0.06
2015	-0.61%	9.33%	-9.94%	18.87%	19.18%	0.05	-0.03
2016	11.72%	3.60%	8.12%	14.25%	21.39%	0.49	0.82
2017	20.04%	16.18%	3.86%	6.61%	11.37%	1.90	3.03
2018	-0.45%	-14.85%	14.40%	14.52%	12.02%	0.29	-0.03
2019	3.71%	20.93%	-17.22%	12.79%	11.78%	0.38	0.29
2020	9.81%	18.27%	-8.46%	15.85%	14.96%	0.58	0.62
2021	8.89%	5.63%	3.26%	9.16%	15.30%	0.60	0.97
2022	-2.86%	-10.95%	8.09%	12.20%	14.53%	-0.01	-0.23
2023	18.85%	30.13%	-11.28%	10.47%	12.02%	1.51	1.80
2024	15.61%	15.37%	0.24%	6.80%	8.76%	3.04	2.30
total	10.21%	10.05%	0.16%	28.58%	16.90%	0.66	0.36

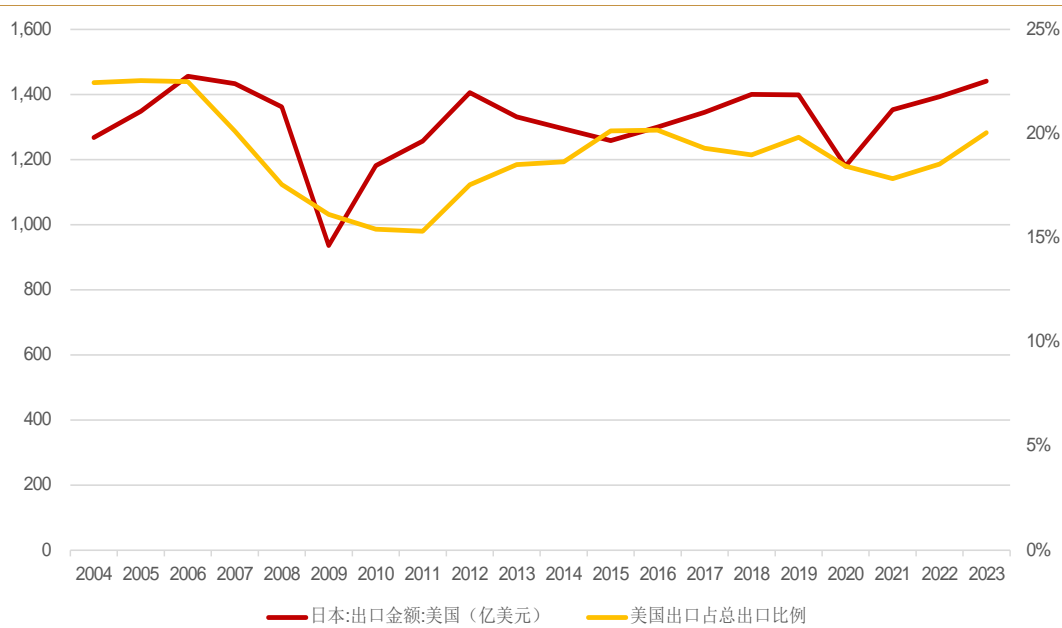
数据来源：万得，西南证券整理

3.2 海外经济与贸易

3.2.1 美国经济利多日本出口

美国在日本出口的重要性，使得在分析日本对外贸易是不得不将美国经济考虑在内。据国际货币基金组织数据，80年代中期到90年代中期，日本对美贸易逆差居于首位，份额在35%到65%之间波动。2000年以来，日本持续录得对美贸易顺差。2023年美国占日本总出口份额的20%，美国是日本最大出口贸易国之一。

图 32：美国在日本出口中有重要地位



数据来源：万得，西南证券整理

同时美国作为全球最大的经济体，其经济状况会对全球经济产生影响。美国的制造业和服务业 PMI 是衡量其经济健康状况的重要指标，当美国的 PMI 报告显示经济扩张时，全球市场通常会对未来经济增长抱有更大的乐观预期，这种积极情绪有助于提升日本等国际股市的表现。美国经济的强劲表现可能导致美元相对于日元强势，影响日本企业的竞争力及其在国际市场上的定价能力。然而，长期而言，强劲的美国经济可以通过增加对日本产品和服务的需求来抵消汇率影响。

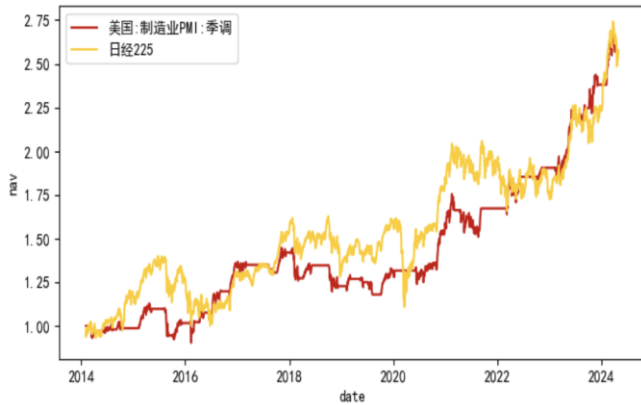
本节测试美国 PMI 的环比是否能对日股有一定的择时效果，制造业和服务业 PMI 择时效果如下表所示。观察到虽然美国 PMI 没有得到很好的超额收益，但是在一些日股下降的节点都有很好的规避性，也捕捉到 2023 年以来日股的上涨，是较好的择时信号。

表 5：海外经济单指标择时效果

指标	信号处理	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额年化收益
美国:制造业 PMI:季调	一阶差分>0	57.34%	68.12%	47.39%	1.22	-3.48%
美国:服务业 PMI:商务活动:季调	一阶差分>0	52.80%	61.01%	45.45%	1.15	-3.21%
美国制造业 PMI+服务业 PMI	一阶差分>0	55.20%	59.76%	46.51%	1.15	-1.00%

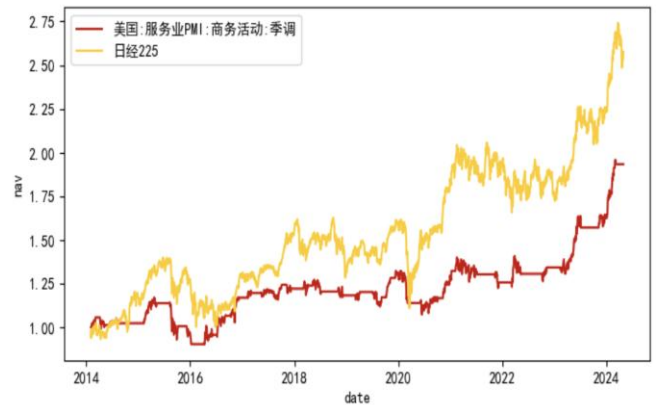
数据来源：万得，西南证券整理

图 33：美国:制造业 PMI:季调择时效果



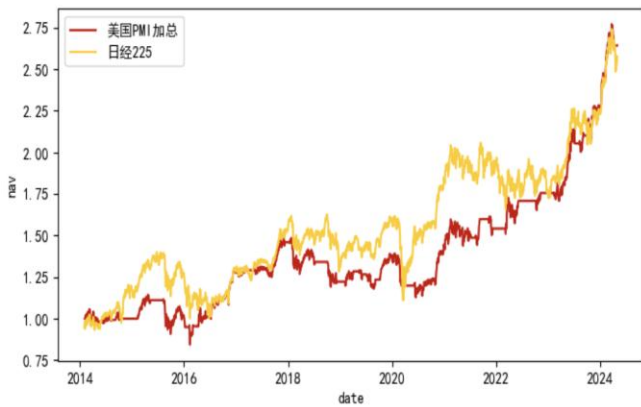
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

图 34：美国:服务业 PMI:商务活动:季调择时效果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

图 35：美国制造业 PMI+服务业 PMI 择时效果

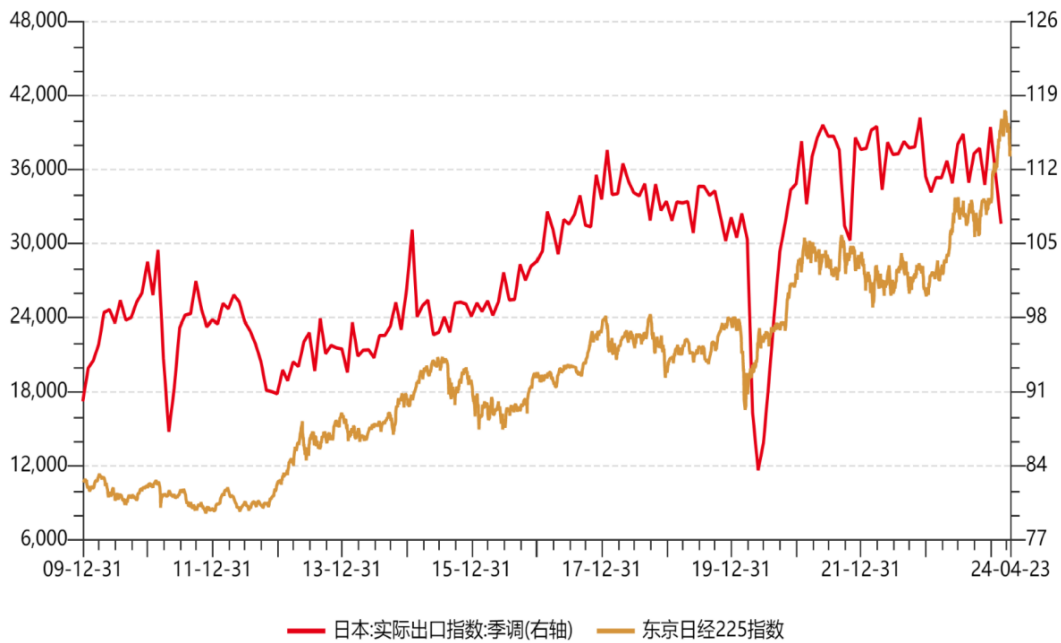


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

3.2.2 对外贸易

日本是出口型国家，其外贸对日股整体走势影响显著。在贸易指标中，出口增加通常意味着国外对日本产品的需求强劲，这对出口导向的企业，如汽车、电子和重工业制造商，是非常有利的。贸易差额同样对市场整体情况产生重要折射，正的贸易差额意味着出口超过进口，这表明国家的净出口状态良好。反之，贸易逆差可能表明国内需求强劲，但对长期经济健康和货币价值可能构成压力，对股市的影响可能是双刃剑。

日经 225 指数涵盖了日本最大的工业和金融企业，很多公司都是全球性的出口商，因此外贸数据直接关联到这些公司的业绩和股价。根据实际出口指数与日经 225 的走势，日本实际出口指数对日经指数的走势具有正相关关系，能很好的反应日本股市上涨的态势。

图 36：实际出口指数和日经指数走势图


数据来源：万得，西南证券整理

选取日本外贸相关指标、日本汇率进行回测，通过择时计算各个指标的总胜率、看多胜率、看空胜率、赔率、超额年化收益率，对指标的有效性做出判断。

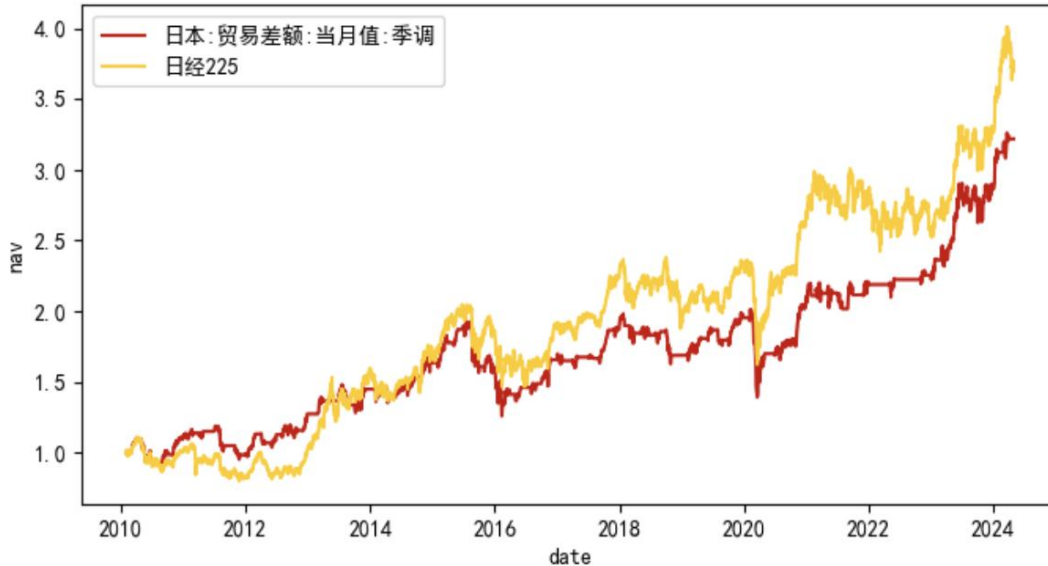
表 6：外贸单指标择时效果

指标	信号处理	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额年化收益
日本:进口金额:同比	一阶差分>0	47.06%	57.14%	37.21%	1.24	-4.20%
日本:出口金额:同比	一阶差分>0	52.94%	65.00%	42.70%	0.9	-3.72%
日本:出口金额:季调:当月同比	一阶差分>0	47.06%	58.75%	37.08%	0.88	-7.27%
日本:进口金额:季调:当月同比	一阶差分>0	47.06%	58.14%	36.14%	1.01	-5.15%
日本:实际出口指数:季调	一阶差分>0	55.88%	64.65%	44.29%	0.93	-2.02%
日本:实际进口指数:季调	一阶差分>0	47.06%	57.78%	35.44%	1.16	-3.56%
日本:贸易差额:当月值:季调	一阶差分>0	58.24%	67.37%	47.30%	0.88	-1.33%

数据来源：万得，西南证券整理

根据上述回测结果，选择有效择时指标为：日本:贸易差额:当月值:季调。

图 37：日本:贸易差额:当月值:季调择时效果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

3.2.3 海外贸易对日本出口可能形成正面推动

美国 PMI 加总值高表明美国经济活动强劲，这通常预示美国消费者和企业的购买力增加，对日本出口可能形成正面推动。此时，如果日本股市因其他因素而低迷，这可能是一个入市的信号。

如果美国经济的强势大于日本贸易逆差的负面影响，这可能表明全球或特定于美国的需求足以抵消日本出口市场的疲软。如果贸易逆差不是由于内部经济弱点造成的，而是由于如资源价格上涨这样的外部因素，那么这种逆差不一定是负面的。此时，高 PMI 值表明全球经济活动（尤其是美国市场）可能有足够的强度来支持日本出口，尽管存在逆差。

因此将上述指标：对美国制造业 PMI、美国服务业 PMI、日本:贸易差额的信号相加，得到海外经贸的总信号。海外经贸综合信号对日经 225 择时，总胜率 61.00%，看多胜率 65.71%，看空胜率 54.72%，赔率 0.95,超额收益-1.39%。

图 38：海外经贸综合择时效果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

表 7：海外综合指标分年度结果

择时年份	年化收益	日经 225	超额收益	回撤	波动	Sharpe 比率	calmar 比率
2014	3.06%	9.69%	-6.63%	6.07%	10.80%	0.35	0.50
2015	-4.74%	9.33%	-14.07%	20.58%	17.43%	-0.19	-0.23
2016	24.75%	3.60%	21.15%	14.73%	20.58%	1.04	1.68
2017	12.77%	16.18%	-3.41%	4.56%	9.13%	1.38	2.80
2018	-17.90%	-14.85%	-3.05%	21.27%	14.06%	-1.35	-0.84
2019	13.38%	20.93%	-7.55%	6.89%	10.84%	1.24	1.94
2020	7.44%	18.27%	-10.83%	18.11%	15.22%	0.43	0.41
2021	2.06%	5.63%	-3.57%	10.45%	14.44%	0.17	0.20
2022	13.88%	-10.95%	24.83%	8.86%	12.22%	1.14	1.57
2023	29.19%	30.13%	-0.94%	6.44%	13.61%	1.97	4.54
2024	17.13%	15.37%	1.76%	4.64%	8.62%	3.25	3.69
total	8.66%	10.05%	-1.39%	31.16%	14.51%	0.65	0.28

数据来源：万得，西南证券整理

3.3 汇率预期有效影响资本动向

3.3.1 美日利差扩大推升日经指数

根据本文第二节的分析，日本自 1999 年首次实施“零利率”政策以来，长期实施超宽松政策，政策目标利率始终低于 0.5%，使得利率与基本面明显“脱钩”。这一背景下美日利差成为日本股、汇共同定价的关键因素。

美日利差扩大，日元受套息交易影响贬值，而同时由于日企海外收入占比较高，推升日经指数。另外，美日利差也反映了两国间经济政策的差异，影响投资者的风险偏好。例如，如果美国正在提高利率，这可能表明其经济状况强劲，增加了投资者对股市的信心，可能会导致资金流入股市，包括日本股市。

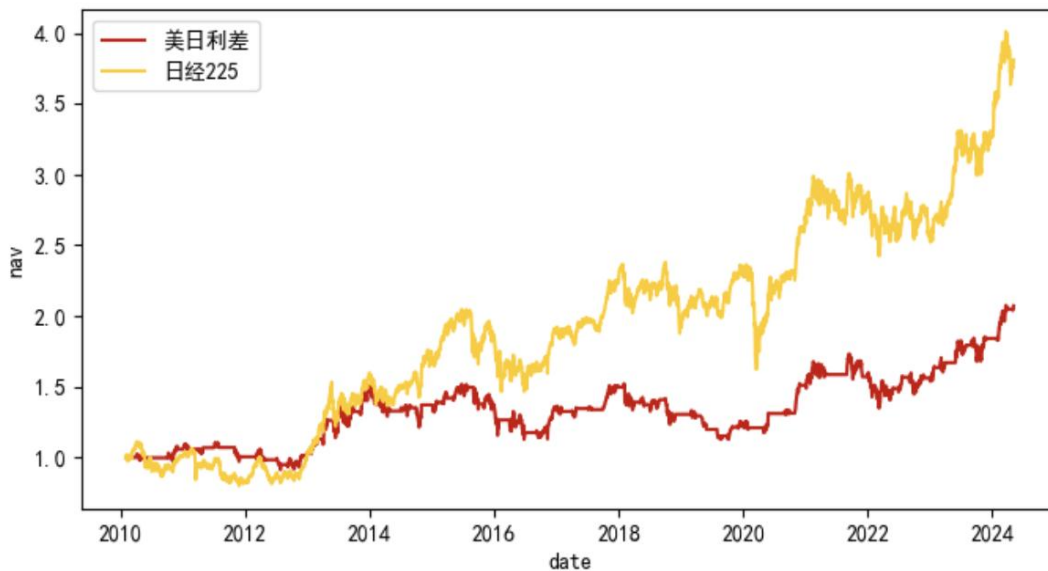
我们测试美日利差对日股的择时效果。当该月美日利差较上月上涨，看多日股，否则空仓，美日利差指标在一定程度上能规避日股下跌的行情。

表 8：利差单指标择时效果

指标	信号处理	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额年化收益
美日利差 = 美国:国债收益率:10年 - 日本:国债利率:10年	一阶差分 > 0	47.37%	56.52%	36.71%	1.49	-2.44%

数据来源：万得，西南证券整理

图 39：美日利差择时效果



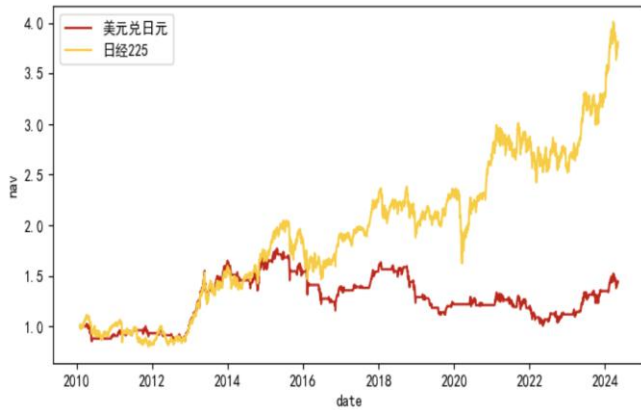
数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

3.3.2 日本汇率与日股同步负相关

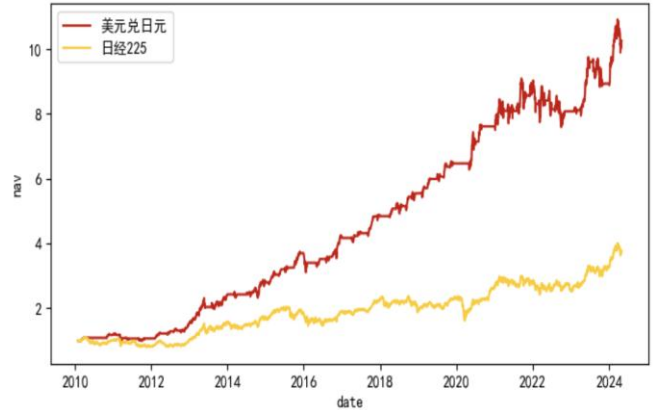
汇率变动从分子端和分母端都会对日股产生影响。本文的第二节详细分析了日本股汇负相关的原因，本节将针对日本汇率变动测试其对日股的择时结果。

若仅观察当月日本汇率月末值相较上月变化，测试日元汇率对日股的择时结果，发现当日元贬值在 2014 年前有较好的择时能力，而 2014 年之后并无择时效果。

而若在每个月初得知当月的日本汇率涨跌幅，对日股进行择时，则能对日股进行有效择时。该结果说明日本汇率与日股的负相关性是**同步的负相关**，而之前的汇率变动并不能对日股有一定的预测作用。

图 40：上月日元贬值择时图


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

图 41：当月汇率贬值择时图（使用未来数据，不具备实战意义）


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

3.3.3 构建日元预期指标

若在每月初得知当月日元汇率的变动，在日元贬值时做多日股，则有显著的胜率。但预测日元汇率变动与预测日股的复杂程度相当，因此本文选择将美日利差和汇率相结合的四象限，从而对汇率做出赔率更高的预测。

利用美日利差和美日汇率构建汇率预期信号。若将当月的美日利差和美元兑日元汇率涨跌划分成四个象限，通过统计下个月日股和美元兑日元的变动幅度均值，可发现规律：第一象限（当月美日利差走阔且日元升值），下个月日股平均上涨 1.26%，日元平均贬值 0.61%；第三象限（当月美日利差收窄且日元贬值），下个月日股平均下跌 0.45%，日元平均升值 0.12%。说明当美日利差已然走阔但日元还未反应时，下个月大概率日股上涨，日元贬值。

表 9：日本汇率-美日利差四象限

下月日股平均收益率	美日利差收窄	美日利差走阔
日元升值	0.68%	1.26%
日元贬值	-0.45%	0.47%
下月美元兑日元变化率	美日利差收窄	美日利差走阔
日元升值	0.17%	0.61%
日元贬值	-0.12%	0.08%

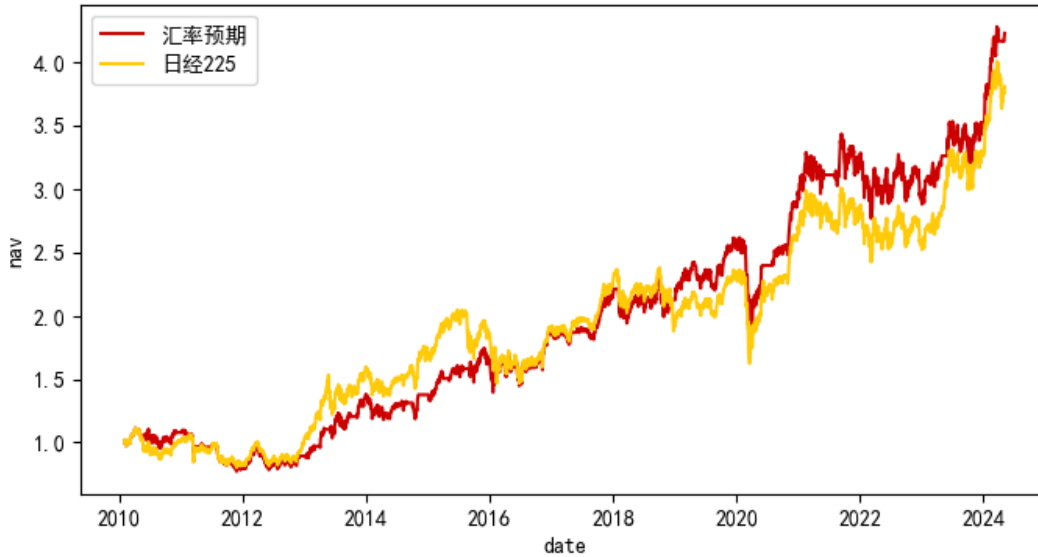
数据来源：万得，西南证券整理

因此我们可将该策略通过当月美日利差和日元汇率涨跌划分四个象限，构建日元预期贬值指标：

- 1) 当月美日利差走阔，而日元升值，那么市场对于下一个月的汇率贬值预期上升，下个月日元贬值概率提升，对应日股有概率上涨，信号为 1。
- 2) 当月美日利差缩窄，而日元贬值，那么市场对于下一个月的汇率升值预期上升，下个月日元升值概率提升，对应日股有概率下跌，信号为 -1。
- 3) 其余两个象限中，对于未来日元和日股走势没有较为一致的预期，因此不做判断，信号为 0。

日元预期贬值信号对日经 225 择时总胜率 56.98%，看多胜率 58.78%，看空胜率 45.83%，赔率 1.20，超额收益 0.92%。

图 42：日元预期贬值指标择时效果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

表 10：日元贬值预期指标分年度结果

择时年份	年化收益	日经 225	超额收益	回撤	波动	Sharpe 比率	calmar 比率
2010	7.79%	-1.37%	9.16%	14.30%	18.36%	0.53	0.54
2011	-25.99%	-18.68%	-7.31%	29.87%	21.59%	-1.30	-0.87
2012	10.49%	21.44%	-10.95%	19.11%	15.55%	0.80	0.55
2013	54.72%	52.42%	2.30%	9.93%	21.83%	2.14	5.51
2014	2.00%	9.69%	-7.69%	13.72%	18.38%	0.07	0.15
2015	20.53%	9.33%	11.20%	9.80%	17.96%	1.15	2.09
2016	15.06%	3.60%	11.46%	14.91%	24.05%	0.58	1.01
2017	12.97%	16.18%	-3.21%	6.61%	11.33%	1.37	1.96
2018	-3.88%	-14.85%	10.97%	12.86%	16.47%	0.04	-0.30
2019	20.93%	20.93%	0.00%	9.17%	13.33%	1.53	2.28
2020	17.56%	18.27%	-0.71%	31.27%	23.59%	0.73	0.56
2021	9.55%	5.63%	3.92%	10.24%	16.95%	0.59	0.93
2022	-10.95%	-10.95%	0.00%	15.73%	20.10%	-0.40	-0.70
2023	21.67%	30.13%	-8.46%	9.56%	15.48%	1.27	2.27
2024	21.32%	15.37%	5.95%	3.52%	8.36%	4.02	6.05
total	10.97%	10.05%	0.92%	31.27%	18.80%	0.65	0.35

数据来源：万得，西南证券整理

3.4 就业与薪资是走向通胀的必要环节

日本进入“老龄化社会”的标志性时间点是 1970 年代初，当时 65 岁以上的老年人口比例达到了 7.1%。随后，日本在 2012 年 65 岁以上老年人口达到了 3000 万，占总人口的 24%，从而进入了“超老龄社会”。日本在 1974 年第二次婴儿潮结束后，开始面临长期少子化的问题，生育水平迅速下降，进入“少子化社会”。劳动力是经济增长的重要驱动力之一。充足且高效的劳动力有助于提高生产力，从而推动 GDP 增长。当劳动力市场持续处于短缺状态时，将推动工资水平上升，可能导致企业盈利压力增大，但同时也为求职者提供了更多就业机会，降低失业率。

表 11：就业单指标择时效果

指标	信号处理	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额年化收益
日本:失业率	一阶差分<0	41.76%	53.33%	35.45%	1.04	-9.31%
日本:失业率:季调	一阶差分<0	41.76%	54.76%	37.50%	0.88	-10.24%
日本:雇佣指数:所有行业	一阶差分>0	47.06%	57.14%	35.44%	0.85	-9.46%
日本:雇员报酬:季调	一阶差分>0	57.14%	61.90%	42.86%	0.89	-4.11%
日本:劳动力人数:总计:季调	一阶差分>0	53.53%	62.50%	41.89%	1	-3.10%

数据来源：万得，西南证券整理

根据上述回测结果，选择有效择时指标分别为：日本:雇员报酬:季调、日本:劳动力人数:总计:季调。

图 43：日本:雇员报酬:季调择时效果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

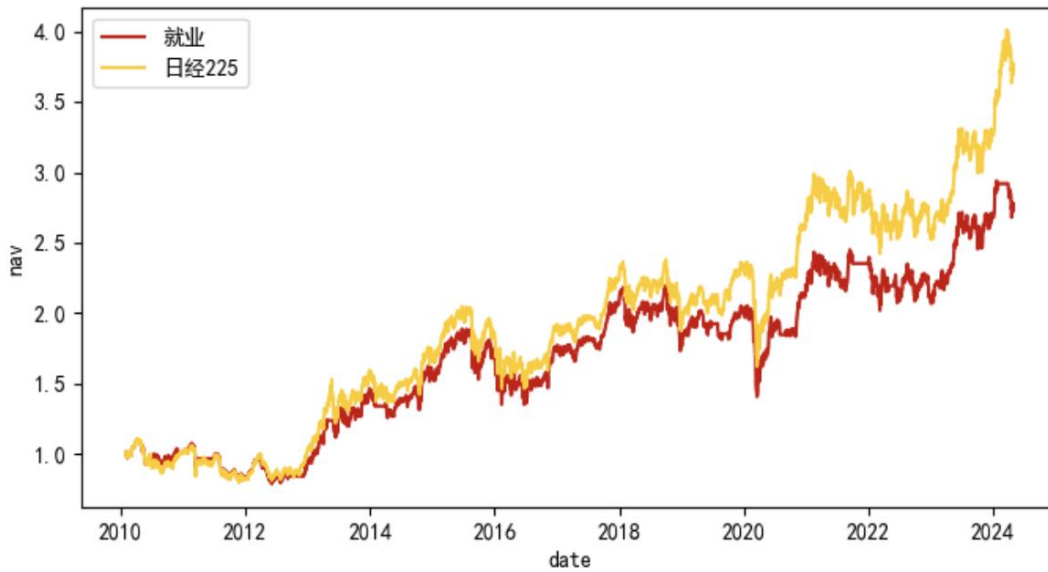
图 44：日本:劳动力人数:总计:季调择时效果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

将上述指标:日本:雇员报酬:季调、日本:劳动力人数:总计:季调的信号进行取最大值运算，得到就业指标的综合信号。

就业综合信号对日经 225 择时，总胜率 56.73%，看多胜率 59.73%，看空胜率 36.36%，赔率 0.99，超额收益-2.39%。

图 45：就业综合择时效果


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

表 12：就业综合指标分年度结果

择时年份	年化收益	日经 225	超额收益	回撤	波动	Sharpe 比率	calmar 比率
2010	1.68%	-1.37%	3.05%	16.97%	17.21%	0.20	0.10
2011	-17.92%	-18.68%	0.76%	25.31%	21.48%	-0.82	-0.71
2012	9.96%	21.44%	-11.48%	17.95%	14.07%	0.84	0.55
2013	53.38%	52.42%	0.96%	10.07%	23.99%	2.05	5.30
2014	10.33%	9.69%	0.64%	13.21%	17.44%	0.52	0.78
2015	9.33%	9.33%	0.00%	18.87%	20.82%	0.53	0.49
2016	3.60%	3.60%	0.00%	18.96%	26.77%	0.15	0.19
2017	16.18%	16.18%	0.00%	6.61%	11.78%	1.56	2.45
2018	-14.85%	-14.85%	0.00%	21.07%	19.03%	-0.59	-0.70
2019	13.77%	20.93%	-7.16%	10.21%	12.55%	0.93	1.35
2020	10.96%	18.27%	-7.31%	31.27%	25.04%	0.47	0.35
2021	8.05%	5.63%	2.42%	11.34%	15.75%	0.53	0.71
2022	-12.36%	-10.95%	-1.41%	15.73%	19.30%	-0.50	-0.79
2023	30.13%	30.13%	0.00%	9.56%	15.87%	1.67	3.15
2024	3.70%	15.37%	-11.67%	8.83%	7.63%	0.80	0.42
total	7.66%	10.05%	-2.39%	35.84%	19.38%	0.48	0.21

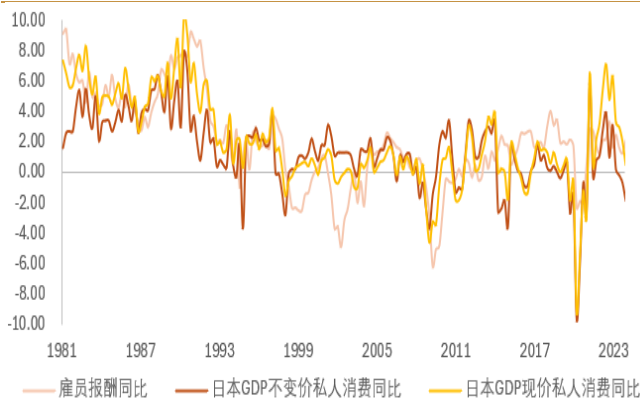
数据来源：万得，西南证券整理

3.5 消费倾向带动日本内需

日本在“失去的二十年”中，企业和消费者的预期逐步从“不涨价-不涨工资-不接受涨价”的旧稳态，社会步入低欲望时代。但近年来日本逐渐走出通缩，日本企业对家庭部门的持续加薪让家庭部门对于未来的消费展望保持乐观，而家庭部门持续的现金流收入，帮助他们在企业涨价过程当中有意愿以及有能力不削减开支，从而形成顺畅的正循环。

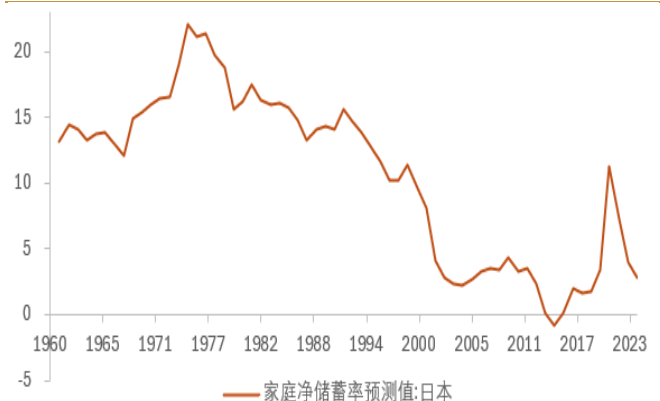
劳动报酬的增加传导至居民消费，雇员报酬与私人消费增速高度正相关，家庭边际消费倾向（1-储蓄倾向）也处于历史高位。因此劳动收入的增加对消费的支撑是毋庸置疑的。私人消费是日本疫后经济复苏的“短板”，但消费者预期仍在好转，2024年实际收入有望转正，故消费仍有修复空间。2023年以来，劳动报酬同比保持在正区间，家庭实际消费虽然没能恢复至2020年之前水平，但多季度维持正增长。但2023年3季度后，私人消费同比转负，截止2024年一季度，同比增长-1.9%。我们认为，由于劳动力市场依然偏紧，春斗结果再超预期，加之通胀处于下行通道，家庭实际可支配收入或转正，再加上股票和房地产的财富效应，日本私人消费有望延续慢修复的状态。

图 46：日本员工报酬与私人消费走势图



数据来源：万得，西南证券整理

图 47：日本家庭储蓄率预测值走势图



数据来源：万得，西南证券整理

表 13：消费单指标择时效果

指标	信号处理	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额年化收益
日本:两人及以上的劳动者家庭:平均储蓄率	同比下降	54.97%	61.17%	45.59%	1.06	-3.08%
日本:两人及以上的家庭:月消费性支出	一阶差分>0	48.52%	57.97%	42.00%	1.24	-5.31%
日本:两人及以上的家庭:月消费性支出:名义同比	一阶差分>0	47.93%	55.29%	40.48%	1.07	-6.97%
日本:两人及以上的家庭:月消费性支出:实际同比	一阶差分>0	47.34%	55.56%	39.77%	1.05	-7.74%

数据来源：万得，西南证券整理

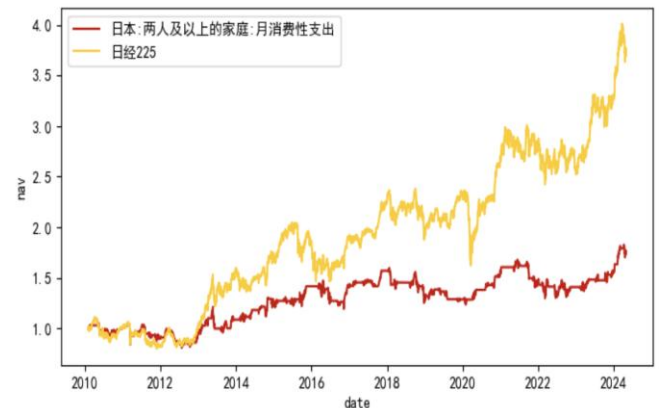
根据上述回测结果，选择有效择时指标分别为：日本:两人及以上的劳动者家庭:平均储蓄率、日本:两人及以上的家庭:月消费性支出:名义同比。

图 48: 日本:两人及以上的劳动者家庭:平均储蓄率择时效果



数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至: 2024/04/28

图 49: 日本:两人及以上的家庭:月消费性支出:名义同比择时效果

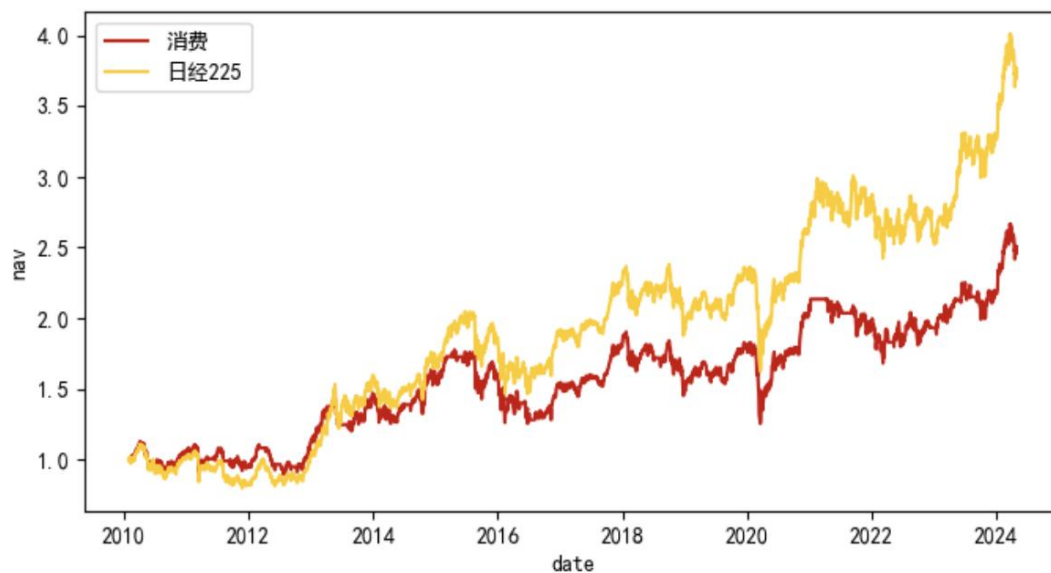


数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至: 2024/04/28

将上述指标: 对日本:两人及以上的劳动者家庭:平均储蓄率、日本:两人及以上的家庭:月消费性支出:名义同比的信号进行取最大值运算, 得到就业指标的综合信号。

消费综合信号对日经 225 择时, 总胜率 54.39%, 看多胜率 57.14%, 看空胜率 37.50%, 赔率 1.04, 超额收益-3.19%。

图 50: 消费综合择时效果



数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至: 2024/04/28

表 14：消费综合指标分年度结果

择时年份	年化收益	日经 225	超额收益	回撤	波动	Sharpe 比率	calmar 比率
2010	4.35%	-1.37%	5.72%	20.16%	18.62%	0.34	0.22
2011	-9.86%	-18.68%	8.82%	20.74%	21.82%	-0.29	-0.48
2012	15.07%	21.44%	-6.37%	19.00%	13.94%	1.17	0.79
2013	28.39%	52.42%	-24.03%	20.50%	21.71%	1.41	1.39
2014	10.75%	9.69%	1.06%	13.72%	19.85%	0.50	0.78
2015	1.29%	9.33%	-8.04%	19.56%	20.28%	0.15	0.07
2016	-3.20%	3.60%	-6.80%	19.43%	25.59%	-0.12	-0.16
2017	16.18%	16.18%	0.00%	6.61%	11.78%	1.56	2.45
2018	-18.14%	-14.85%	-3.29%	23.66%	18.64%	-0.82	-0.77
2019	20.93%	20.93%	0.00%	9.17%	13.54%	1.33	2.28
2020	18.27%	18.27%	0.00%	31.27%	25.47%	0.72	0.58
2021	-5.21%	5.63%	-10.84%	12.31%	14.14%	-0.36	-0.42
2022	-3.08%	-10.95%	7.87%	15.73%	18.88%	0.02	-0.20
2023	12.89%	30.13%	-17.24%	11.58%	14.49%	0.92	1.11
2024	15.37%	15.37%	0.00%	9.34%	10.23%	2.50	1.65
total	6.86%	10.05%	-3.19%	34.03%	19.25%	0.44	0.20

数据来源：万得，西南证券整理

3.6 通胀剪刀差提升企业盈利能力

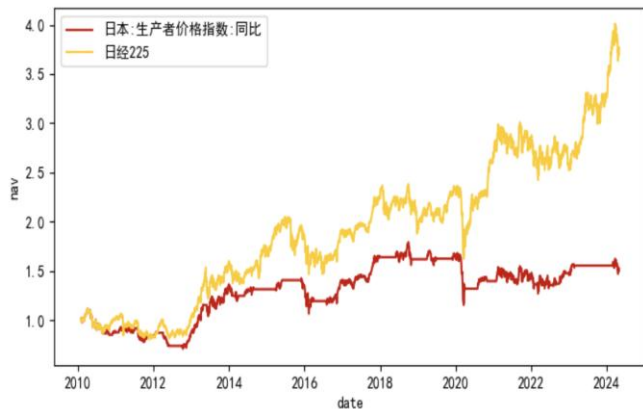
近两年来，日本的 CPI 通胀率持续高于 2%，显示日本经济在摆脱长期的通缩状态，走向通胀。从宏观经济角度看，通胀复归也意味着日本名义薪资的增长，这有助于提升消费者购买力和消费意愿，从而刺激内需。随着消费者逐渐接受价格上涨，需求增加，企业的生产和投资活动得到鼓励，进一步推动经济增长。

CPI 的上升可能反映了消费需求的增强或价格水平的整体上升，如果这种价格上升能够传递到最终产品售价中，企业能够以更高的价格出售其产品和服务。同时，由于 PPI 的下降表明输入成本减少，企业在生产成本方面得到了节约。这种成本下降和收入上升的组合，能显著提升企业的利润空间。因此，CPI-PPI 剪刀差通过提高企业的盈利能力，间接促进了更多的资本积累和再投资，从而支持了企业投资的增长。

表 15：通胀单指标择时效果

指标	信号处理	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额年化收益
日本:CPI:当月同比	一阶差分>0	41.76%	52.11%	34.69%	0.88	-10.50%
日本:核心 CPI:当月同比	一阶差分>0	46.47%	57.89%	37.63%	0.8	-9.92%
日本:生产者价格指数	一阶差分>0	44.71%	55.06%	33.33%	0.95	-8.47%
日本两人及以上家庭月均消费	一阶差分>0	57.14%	67.47%	47.06%	1.2	1.14%
日本:生产者价格指数:同比	一阶差分>0	46.47%	56.98%	35.71%	0.89	-8.34%

数据来源：万得，西南证券整理

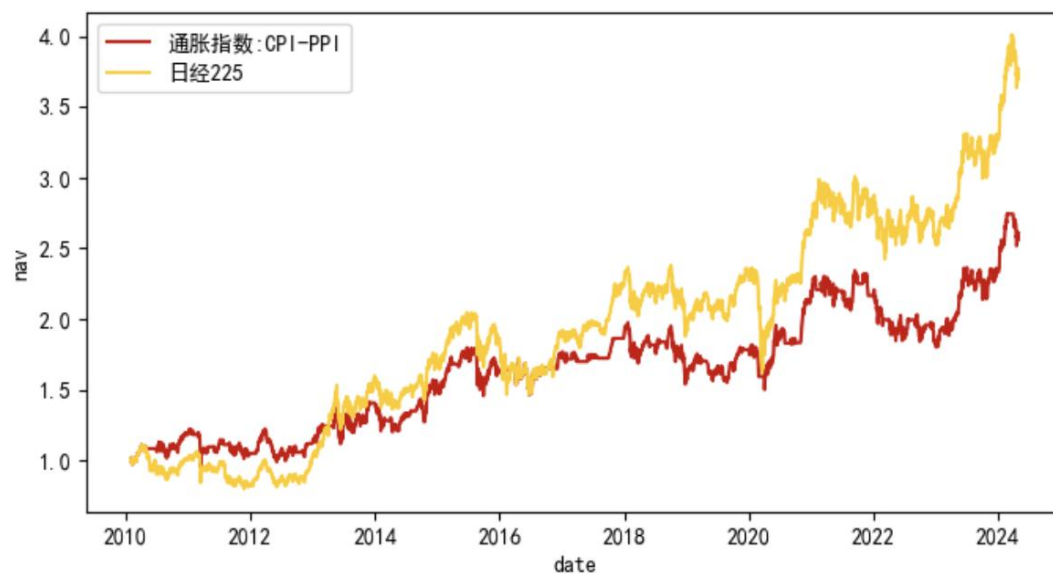
图 51: 日本:生产者价格指数:同比择时效果


数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至: 2024/04/28

图 52: 日本:CPI:当月同比择时效果


数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至: 2024/04/28

将上述指标: CPI:当月同比、日本:生产者价格指数:同比的信号进行相减, 构建通胀剪刀差信号。通胀剪刀差指标总胜率 57.89%, 看多胜率 60.47%, 看空胜率 50.00%, 赔率 1.00, 超额年化收益-1.98%。

图 53: 通胀综合择时效果


数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至: 2024/04/28

表 16: 通胀综合指标分年度结果

择时年份	年化收益	日经 225	超额收益	回撤	波动	Sharpe 比率	calmar 比率
2010	13.92%	-1.37%	15.29%	12.84%	16.90%	0.90	1.08
2011	-9.11%	-18.68%	9.57%	18.74%	21.34%	-0.27	-0.49
2012	4.15%	21.44%	-17.29%	19.11%	14.46%	0.44	0.22
2013	21.12%	52.42%	-31.30%	20.36%	24.15%	0.93	1.04
2014	9.97%	9.69%	0.28%	11.96%	18.37%	0.62	0.83
2015	9.42%	9.33%	0.09%	18.87%	20.40%	0.54	0.50

择时年份	年化收益	日经 225	超额收益	回撤	波动	Sharpe 比率	calmar 比率
2016	7.07%	3.60%	3.47%	14.91%	17.40%	0.31	0.47
2017	3.50%	16.18%	-12.68%	7.59%	7.90%	0.80	0.46
2018	-10.17%	-14.85%	4.68%	21.07%	17.86%	-0.52	-0.48
2019	22.86%	20.93%	1.93%	6.87%	12.82%	1.53	3.33
2020	14.90%	18.27%	-3.37%	13.84%	17.24%	0.91	1.08
2021	-0.12%	5.63%	-5.75%	15.12%	14.65%	0.02	-0.01
2022	-10.32%	-10.95%	0.63%	16.04%	17.03%	-0.56	-0.64
2023	30.13%	30.13%	0.00%	9.56%	15.87%	1.67	3.15
2024	17.17%	15.37%	1.80%	6.80%	8.66%	3.24	2.52
total	8.07%	10.05%	-1.98%	25.52%	17.54%	0.53	0.32

数据来源：万得，西南证券整理

3.7 其他指标

3.7.1 外资是驱动日股上升的重要动力

外资对日本股市的影响首先表现在资本流动上。外资进入日本股市，尤其是大规模的机构投资者投资，可以提高市场流动性，增加市场参与度，并且可能会推高股价。在全球投资者寻求多元化投资组合的背景下，日本市场作为亚洲主要经济体之一，往往成为国际资金流入的目的地。外资流入不仅仅提高了个别股票的交易量，还可能影响整体市场的情绪，引发股市整体趋势的变化。

然而，外资流动的双向性也带来了不确定性和潜在的波动性。当外部经济情况或者全球市场情绪发生变化时，外资可能快速撤出，引起市场的剧烈波动，特别是对于那些在外资投资中占比较大的股票或板块。此外，外资在日本股市中的活动也受制于国际与地区政治经济情势的影响，如货币政策的变化、地缘政治紧张等因素都可能引发外资的快速流出。长期来看，外资对日本股市的积极参与有助于推动市场的现代化和国际化，但短期内却可能给市场带来不稳定性。

由于该指标公布日期较晚，每个月 8-10 日公布前一个月上中下旬三个数据，加入到总择时中效果不佳，因此最终不计入综合指标择时。

表 17：外资单指标择时效果

指标	信号处理	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额年化收益
日本:国外主要投资者:对国内证券投资:权益 证券:净买入(净资本流入)	一阶差分>0	52.35%	62.31%	45.54%	1.32	-10.50%
日本:国外主要投资者:对国内证券投资:总计: 净买入(净资本流入)	一阶差分>0	54.71%	62.96%	47.19%	1.08	-9.92%

数据来源：万得，西南证券整理

图 54: 日本:国外主要投资者:对国内证券投资:权益证券:净买入(净资本流入)择时效果



数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至: 2024/04/28

图 55: 日本:国外主要投资者:对国内证券投资:总计:净买入(净资本流入)择时效果

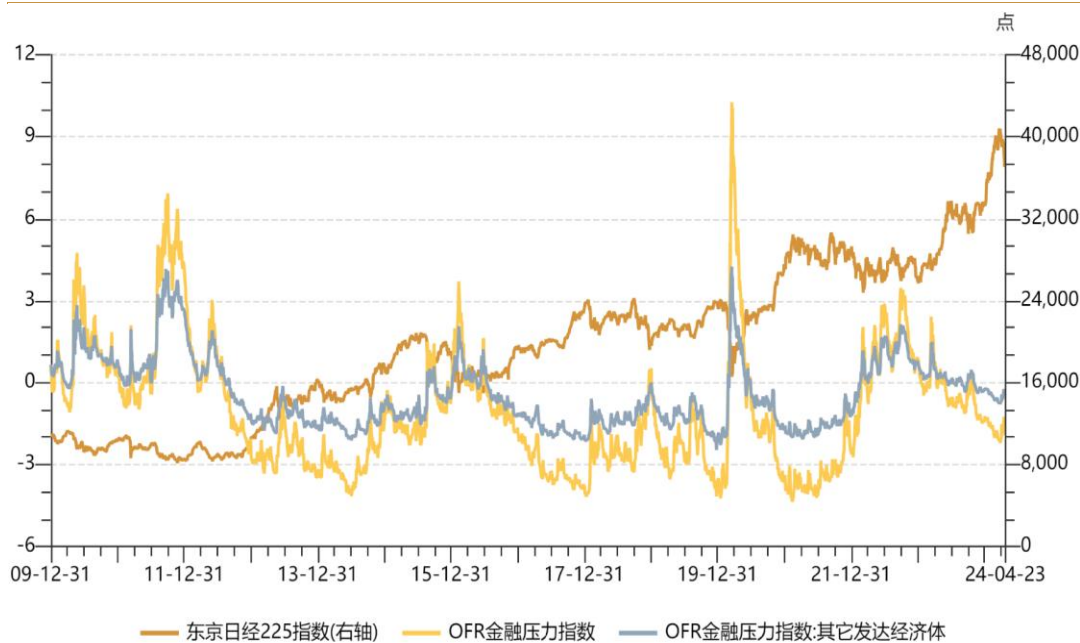


数据来源: 万得, 西南证券整理, 数据截至: 2024/04/28

3.7.2 金融压力影响投资者风险偏好

金融压力指数也是判断经济情况, 并进一步影响股市走向的重要指标。当金融指数显示市场压力增大时, 其带来的不确定性和风险厌恶情绪可能会影响到投资者, 使其对风险资产的偏好降低, 投资者可能会从股市撤资转向更为安全的资产, 从而导致股市整体的波动甚至下跌; 反之, 当指数显示市场压力较小时, 投资者则会对市场的未来产生更加乐观的估计并进行更多有风险的投资, 从而使股市整体预期上涨。

图 56: 金融指标与日经走势图



数据来源: 万得, 西南证券整理

金融相关指数也会对日本政府的货币政策产生影响。当指数显示市场压力较大时, 日本央行可能采取预防性措施, 减少压力对日本市场的波及, 例如通过实施或加强量化宽松政策来增加流动性, 或通过降低利率来刺激经济; 反之, 则会提高利率以维持经济的稳定。

表 18：金融单指标择时效果

指标	信号处理	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额年化收益
OFR 金融压力指数	当月值-过去 3 月均值<0	43.86%	52.38%	30.30%	1.08	-8.27%
OFR 金融压力指数:资金	当月值-过去 3 月均值<0	53.80%	61.96%	44.30%	1.27	-0.57%
OFR 金融压力指数:美国	当月值-过去 3 月均值<0	45.61%	53.77%	32.31%	1.17	-6.19%
OFR 金融压力指数:信用	当月值-过去 3 月均值<0	48.54%	56.19%	36.36%	1.15	-5.09%
OFR 金融压力指数:波动性	当月值-过去 3 月均值<0	43.86%	52.58%	32.43%	1.17	-7.34%
OFR 金融压力指数:股票估值	当月值-过去 3 月均值<0	45.03%	54.44%	34.57%	1.24	-6.02%
OFR 金融压力指数:安全资产	当月值-过去 3 月均值<0	44.44%	53.93%	34.15%	1.12	-7.51%
OFR 金融压力指数:新兴市场	当月值-过去 3 月均值<0	46.78%	56.32%	36.90%	1.11	-6.50%
OFR 金融压力指数:其它发达经济体	当月值-过去 3 月均值<0	45.03%	53.47%	32.86%	1.09	-7.64%

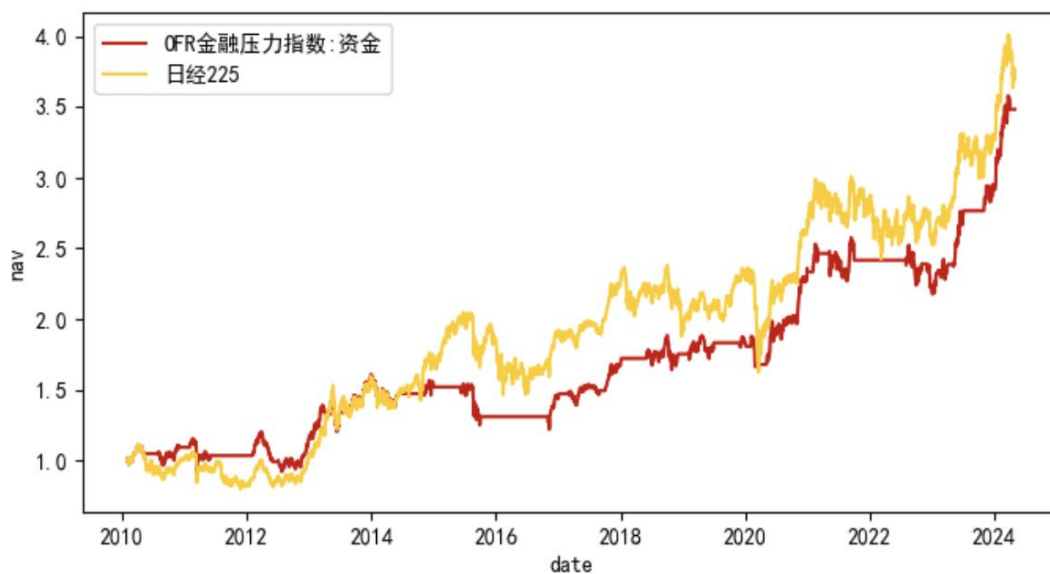
数据来源：万得，西南证券整理

从择时结果来看，OFR 金融压力指数:资金有一定择时效果，金融压力指数中的资金，具体包括美元与其他发达经济市场的汇率和利率进行合成，日本 2023 年作为经济体量第四的国家，其汇率在金融压力指数中也有一定重要性。

表 19：OFR 金融压力指数:资金-具体指标

OFR 金融压力指数:资金-具体指标	经济区域
美债 10 年期收益率 (10-Year US Treasury yield)	美国
德债 10 年期收益率(10-Year German yield)	其它发达经济市场
以美元计价的黄金价格(GOLD/USD Real Spot Exchange Rate)	美国、其它发达经济市场、新兴市场
美元/日元即期汇率(USD/Japanese Yen Spot Exchange Rate)	其它发达经济市场
美元/瑞郎即期汇率(USD/Swiss Franc Spot Exchange Rate)	其它发达经济市场
美元指数 (US Dollar Index)	美国

数据来源：万得，西南证券整理

图 57：OFR 金融压力指数：资金择时效果


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

3.8 总择时

根据回测结果，选择以下 6 个维度的信号：日本经济、海外经济与贸易、汇率、就业、消费、通胀。

表 20：各指标组合方式及择时结果

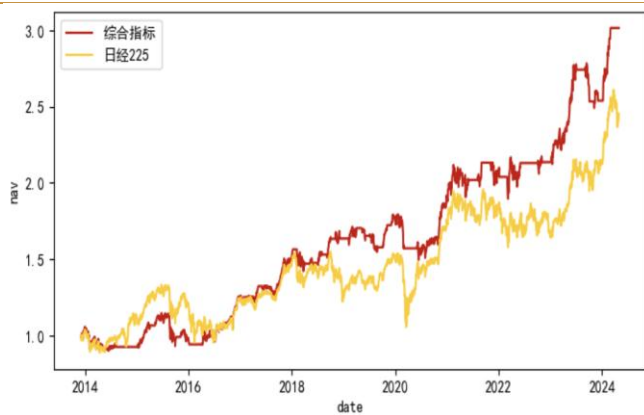
指标	指标组合方式	总胜率	看多胜率	看空胜率	赔率	超额收益
日本经济	日本制造业 PMI + 日本服务业 PMI	59.06%	62.30%	51.02%	1.08	0.16%
海外经济与贸易	美国制造业 PMI + 美国服务业 PMI + 贸易差额	61.00%	65.71%	54.72%	0.95	-1.39%
汇率预期	美日利差 - 美元兑日元	56.98%	58.78%	45.83%	1.2	0.92%
就业	员工报酬+劳动力人口	56.73%	59.73%	36.36%	0.99	-2.40%
消费	日本两人及以上的劳动者家庭平均储蓄率 + 月消费支出	55.56%	58.39%	44.12%	1.21	0.37%
通胀	CPI-PPI	57.89%	60.47%	50.00%	1	-1.98%

数据来源：万得，彭博，西南证券整理

根据所有数据最晚发布日期，综合信号为每个月第 5 个交易日换仓。最终本文选取的经济增长、海外经济与贸易、汇率、就业、消费以及通胀等权加总拟合成日股综合择时信号，对日经 225 进行择时，综合信号总胜率 65.85%，看多胜率 64.29%，看空胜率 72.00%，赔率 1.11，超额收益率 4.60%。

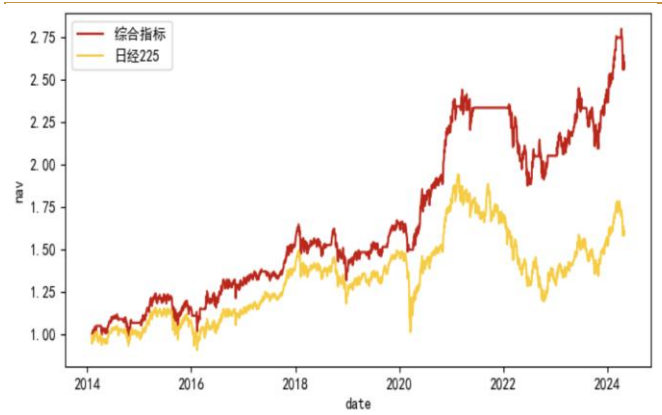
由于日股市场中外资占比较高，考虑到海外投资者多以美元对日股进行投资，因此我们也对以美元计价的日经 225 进行择时，综合信号总胜率 67.48%，看多胜率 65.31%，看空胜率 76.00%，赔率 0.95，超额收益率 5.21%。

图 58：综合指标对日经 225 的择时效果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

图 59：综合指标对美元计价的日经 225 的择时效果



数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

表 21：综合信号对日经 225 分年度结果

择时年份	年化收益	日经 225	超额收益	回撤	波动	Sharpe 比率	calmar 比率
2014	16.34%	9.69%	6.65%	11.25%	14.65%	1.17	1.45
2015	10.68%	9.33%	1.35%	18.87%	20.52%	0.61	0.57
2016	17.04%	3.60%	13.44%	14.91%	23.72%	0.66	1.14
2017	15.69%	16.18%	-0.49%	6.61%	11.43%	1.57	2.37
2018	-13.50%	-14.85%	1.35%	21.07%	18.63%	-0.52	-0.64
2019	23.43%	20.93%	2.50%	6.87%	12.79%	1.56	3.41
2020	29.50%	18.27%	11.23%	13.84%	18.60%	1.40	2.13
2021	6.15%	5.63%	0.52%	9.16%	10.74%	0.55	0.67
2022	5.07%	-10.95%	16.02%	10.75%	17.09%	0.38	0.47
2023	27.06%	30.13%	-3.07%	9.18%	15.11%	1.68	2.95
2024	17.17%	15.37%	1.80%	6.80%	8.66%	3.24	2.52
total	14.65%	10.05%	4.60%	24.60%	17.06%	0.89	0.60

数据来源：万得，彭博，西南证券整理

表 22：综合信号对以美元计价的日经 225 分年度结果

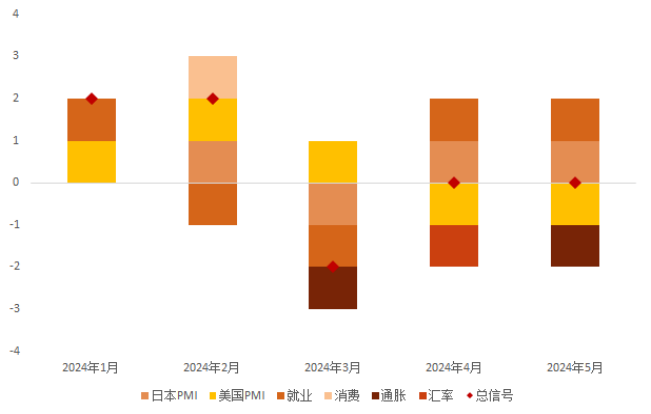
择时年份	年化收益	日经 225	超额收益	回撤	波动	Sharpe 比率	calmar 比率
2014	6.49%	0.86%	5.63%	11.12%	13.43%	0.57	0.58
2015	8.72%	8.44%	0.28%	16.18%	19.41%	0.54	0.54
2016	13.44%	5.65%	7.79%	10.30%	21.15%	0.61	1.30
2017	15.30%	20.40%	-5.10%	4.75%	11.45%	1.52	3.22
2018	-12.04%	-13.12%	1.08%	19.93%	18.42%	-0.44	-0.60
2019	20.59%	20.38%	0.21%	5.41%	12.54%	1.54	3.81
2020	40.17%	23.41%	16.76%	10.56%	18.42%	1.88	3.80
2021	2.99%	-5.51%	8.50%	9.67%	11.03%	0.27	0.31
2022	-12.14%	-22.14%	10.00%	20.35%	18.38%	-0.62	-0.60
2023	18.96%	21.59%	-2.63%	14.50%	16.04%	1.18	1.31
2024	9.91%	5.65%	4.26%	8.60%	9.31%	1.30	1.15
total	10.08%	4.87%	5.21%	23.15%	16.70%	0.66	0.44

数据来源：万得，彭博，西南证券整理

3.9 日股最新信号

本文构建的日股择时信号 2024 年年初发出看多信号，3 月转负发出看空信号，4 月至 5 月持续发出中性信号，日股近期迅速贬值以及盈利预期不如 23 年强劲，认为今年日股可能会出现调整，不建议近期买入。近期日股波动性走势也验证了这一信号的择时能力。

5 月对日股最新择时信号为 0。看多日股的指标：日本经济增长指标、就业指标；看空日股的指标：海外经济与贸易指标、通胀指标；中性指标：日本汇率指标、消费指标。

图 60：综合指标对日股择时的最新信号图


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

图 61：日经 225 近 6 个月的走势图


数据来源：万得，西南证券整理，数据截至：2024/04/28

4 风险提示

本报告结论完全基于公开的历史数据进行统计、测算，文中部分数据有一定滞后性，同时存在第三方数据提供不准确风险；对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议；产品的表现受宏观环境、行业基本面超预期变动、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险，投资者需充分认知自身风险偏好以及风险承受能力，基金有风险，投资需谨慎。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
