M&G 亞太股票團隊共同主管 Carl Vine：日本韌性並非偶然

日本企業獲利受到企業行為轉變、經濟環境改善以及全球人工智慧相關支出支撐。展望未來，M&G 英卓投資管理亞太股票團隊共同主管 Carl Vine 建議，投資人需要辨識獲利韌性的持久來源，並考量哪些因素已反映在股價中。

過去數年來，我們一直主張日本的經濟與企業模式正在演變，企業透過自身改革提升獲利的成效也日益顯現。2026 年第三季的表現，進一步印證了這種內在韌性。

定價策略成效顯著

定價或許是最鮮明的體現。日本企業在將成本壓力轉嫁給客戶方面，不僅愈發大膽，也愈發得心應手。然而，這已不僅僅是單純的成本回收。企業正針對那些歷史上其價值過去未獲充分認可的產品與服務，進行重新定價。

「管理團隊正在優化資源……並將資本重新配置至回報率更高的領域。」

成本紀律依然顯著，儘管其性質已有所演變。管理團隊不再僅追求同口徑單位成本的降低，而是優化資源、精簡產品與投資組合，並將資本重新配置至回報率更高的領域。因此，定價策略正透過價格與產品組合雙重層面發揮成效。

在宏觀經濟層面，這種定價策略體現在名目成長作為經濟背景的回歸上。1%至 1.5%的 GDP 成長率，看似僅比過去十餘年的表現略為好一些，但名目成長率約為 5%的經濟體，情況卻截然不同。

企業營收與獲利同樣以名目值計。更高的價格、工資和租金正日益反映在公司的損益表中。若名目工資的上升最終能轉化為持續的實質工資成長和消費，市場可能還會出現新的變數。

市場對這種動態的定價並不總是保持一致。房地產便是個很好的例子。利率上升已對日本優質不動產持有企業的評價造成壓力，因為投資人直接套用較高的折現率和資本化率(註 1)。然而，東京市中心精華地段的租金正以每年約 6-8%的速度成長。同樣的名目經濟環境在推高利率的同時，也帶來更高的租金收入。

若僅將這些企業視為長期固定年金投資，便忽略了其租金與現金流中內嵌的通膨保護機制。

人工智慧熱潮帶來的益處

當然，日本獲利韌性並非全憑自身實力。全球人工智慧基礎設施熱潮已帶動多方受惠，日本亦不例外。與人工智慧相關的資本支出，已使半導體設備、材料、光學及其他基礎設施供應商受惠。

短期內，超大規模雲端服務供應商的支出仍顯強勁，但市場日益關注 **2027** 年與 **2028** 年的動向，而市場對這兩年的預期已然很高。我們推測，資料中心擴建面臨的實體條件限制將使成長率低於樂觀派所預期。另一方面，這些限制也可能使相關支出更具持續性。

「日本在降低運算單位成本所需的技術領域中佔有重要地位。」

與其試圖預測整體人工智慧資本支出的走勢，我們更關注的是，日本在降低運算單位成本所需的技術領域中佔有重要地位，包括特殊半導體材料與矽光子學。在當前這個本就棘手的人工智慧半導體領域中，我們已據此進行了相應佈局。

評估獲利韌性

展望未來，我們不願假裝能精確預測獲利走勢。日圓匯率是其中一個重要變數。若日圓大幅升值，將透過匯率換算對出口商獲利直接造成壓力，但其對股價的影響將取決於當下的全球經濟成長環境。

日圓走強伴隨全球經濟穩健成長，與日圓走強伴隨全球經濟放緩，兩者情況截然不同。事實上，**2022** 年的經驗提醒我們：當出口商在日圓急速貶值的背景下表現仍遜於大盤時，經濟成長的隱憂可能壓過貨幣貶值對獲利的機械性影響。

身為投資人，我們必須留意股價中已反映了哪些因素。隨著投資人逐漸習慣日本企業獲利的韌性，這一點已不再令人意外。

接下來的問題不只是企業獲利能否持續展現韌性，而是這些韌性的來源中，哪些屬於結構性且持久的因素，值得反映在評價中；哪些則只是週期性且暫時的因素。

註 **1**：資本化率（**cap rate**）是房地產領域用以估算潛在回報的財務指標，其計算方式為將物業的淨營運收入除以其資產價值。

【富盛證券投顧獨立經營管理】富盛證券投資顧問股份有限公司為 M&G 系列基金在臺灣之總代理人

(102)金管投顧新字第 019 號 台北市信義區松德路 171 號 9 樓 TEL: (02)2728-3222 / 台中市市政北一路 77 號 14 樓之 11 TEL: (04)2251-3477 / 高雄市苓雅區四維四路 7 號 3 樓 3R16 室

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益亦不必然為未來績效表現。基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書，充分評估基金投資特性與風險，相關資料(如年化標準差、Alpha、Beta 及 Sharp 值等)可至投信投顧公會網站(https://www.sitca.org.tw/index_pc.aspx)查詢。匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動。基金投資無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障，投資人須自負盈虧。基金投資可能產生的最大損失為全部本金。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱公開說明書。基金因短期市場、利率或流動性等因素，波動度可能提高，投資人應選擇適合自身風險承受度之基金。基金風險報酬等級係計算過去 5 年基金淨值波動度，以標準差區間予以分類等級，基於一般市場狀況反映市場價格波動風險，無法涵蓋所有基金風險(如：基金計價幣別匯率風險、投資標的產業風險、信用風險、利率風險、流動性風險等)，不宜作為投資唯一依據，投資人仍應注意所投資基金個別風險基金投資涉及投資新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。依中華民國相關法令及金管會規定，基金直接投資大陸地區有價證券僅限掛牌上市有價證券，且不得超過該基金淨資產價值 20%，故基金非完全投資在大陸地區有價證券，基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度影響，亦可能因產業循環或非經濟因素導致價格劇烈波動，以及市場機制不如已開發市場健全，產生流動性不足風險，而使資產價值承受不同程度之影響，投資前請詳閱基金公開說明書有關投資風險之說明。有關基金之 ESG 資訊，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書或投資人須知所載之基金所有特色或目標等資訊，該等資訊已依規定揭露，投資人可至【FUNDCLEAR 基金資訊觀測站之境外基金資訊公告平台-ESG 基金專區】或至【富盛證券投資顧問股份有限公司官網】查閱。基金到期收益率不代表基金報酬率。晨星評等係根據基金報酬、風險及費用三個面向發展而出，用以呈現同組別基金風險調整後的相對表現，評級結果由最高 5 顆星到最低 1 顆星。詳細評量標準請參考晨星網站說明(http://tw.morningstar.com)。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用，基金配息組成項目揭露於本公司網站(https://www.cgsice.com/)。基金配息率計算公式為：每單位配息金額 ÷ 除息日前一日淨值 *100%= 當期配息率。當期含息報酬率是將收益分配均假設再投資於本基金，加計收益分配後之累計報酬率。所稱營業日係指盧森堡當地之營業日。以上配息基準日和除息日為預定規則，惟實際之基準日與除息日仍以盧森堡實際公告日為準。就申購手續費屬後收型之級別，手續費雖可遞延收取，惟每年仍需支付 1%的分銷費，可能造成實際負擔費用增加。分銷費用反映於每日基金淨資產價值，為每年基金淨資產價值之 1%。在原始申購日屆滿三年之次一營業日，後收級別自動免費轉換為相應的前收級別。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至公開資訊觀測站或境外基金資訊觀測站中查詢或向本公司索取。投資人申購手續費屬後收型級別前，應向銷售機構確實瞭解前收與後收級別之費用差異。非投資等級債券基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人，投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。新興市場與非投資等級債市仍會因市場干擾而波動，投資人須依個人風險承受度衡量相關商品比重。可轉換公司債具有股債雙重特性，因此，投資人需同時考量股債雙重風險，包括市場風險、利率風險、流動性風險、股價波動風險、匯率風險、信用或違約風險等。