

基金經理問答

日本 - 發掘投資市場中的「滄海遺珠」 (上半部)

2021 年 8 月



李青 (Sophia Li)
基金經理

基金經理李青 (Sophia Li) 於 2009 年以研究生身份加入首域盈信資產管理，投資範疇廣泛覆蓋北亞市場公司。李青現負責管理日本股票策略，為首域盈信日本股票策略基金經理。

投資者對日本市場的最大誤解是甚麼？

投資策略師慣常認為，在全球主要經濟體中，日本大概是最易受到週期性因素影響的市場，而且其利潤與全球貿易的相關性較高。然而，我們不同意有關觀點。雖然不少大型指數成份股公司都是經營大量海外業務，或外匯敏感度較高的企業，但我們相信日本經濟本身具備極高防守力，並且主要受到國內需求所推動。事實上，日本的出口佔國內生產總值不足 20%，遠低於德國或韓國的超過 40%。

有關日本市場的另一項誤解，是當地人口老化和通縮持續，導致缺乏高增長和回報的優質企業。我們對此亦不敢苟同。尤其是，按照由下而上的角度來看，日本市場的投資範疇極廣，其中不乏優質企業。這些公司重視持續創造增長及回報，並且不受全球宏觀環境所影響。

為何日本市場值得投資者考慮呢？

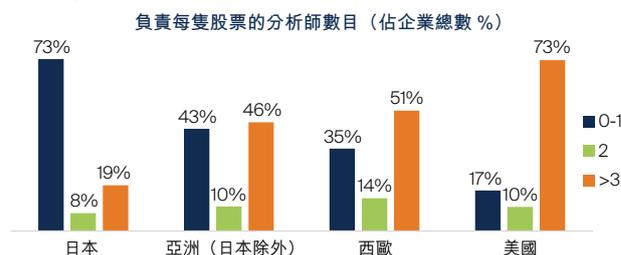
首先，我們相信日本擁有大量實力雄厚的全球企業，而且這些公司在長期增長的行業中佔據極高市佔，有關行業包括工廠自動化、機器視覺、醫療設備及半導體等。

第二，日本的強大消費品牌能夠受惠於亞洲的人口結構利好因素，而亞洲佔全球人口的超過 60%。除此以外，該區的中等收入家庭數目不斷上升，消費力與日俱增。

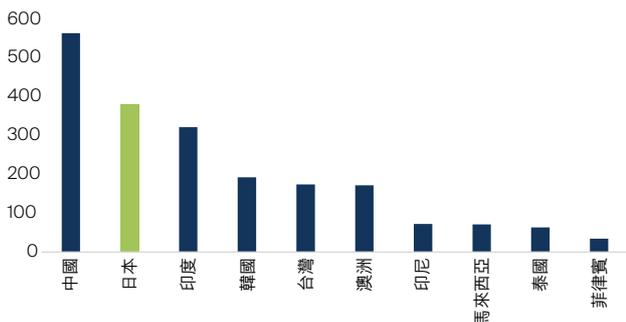
第三，我們相信日本的純國內企業可以提供更多投資機會。我們傾向於日本滲透率較低及新興的行業中發掘投資良機，例如電商、電子支付及軟件即服務行業等。這些行業往往缺乏足夠的市場研究，我們認為這是日本值得投資者留意的真正原因。

從下圖可見，超過 70% 的日本上市公司只有一名分析師，甚至完全沒有分析師負責追蹤。另外，假如我們看看日本的十倍股（即過去 10 年的回報相當於原來投資額 10 倍以上的企業），便會發現當地的十倍股數目僅次於印度，並遠多於中國或其他亞洲國家。由此可見，日本的市場效率機制並未失效，這有別於大眾的認知。

缺乏研究



自 2011 年起十倍股的數目



計算期為 2011 年 8 月至 2021 年 8 月 (企業市值下限為 5 億美元)。由於以四捨五入的方法計算，數字總和未必等於總數。
資料來源：彭博及傑富瑞 (數據截至 2020 年 7 月 15 日)

對我們來說，日本市場的投資理據與宏觀環境無關。我們希望支持具備全球競爭力的企業和日本國內的革新者，協助他們從固步自封的現有企業手中奪走市佔。綜上所述，我們相信日本市場適合採取由下而上方針的主動型投資者。舉例來說，首域盈信資產管理便能利用其獨樹一格的投資觀點賺取主動回報。

首域盈信資產管理的日本策略有何獨特之處？

首先，我們的投資理念不受指標影響，我們的策略通常擁有較高的主動投資比重，以往的比率介乎 70% 至 90%。另外，我們將風險視為永久損失資本，而非落後於指標或短期股價波動。

作為由下而上的投資者，首域盈信的日本策略是由下而上地逐一挑選股票建立，極少受到指數持倉的影響。故此，我們的投資組合集中度頗高，大約由 40 至 45 隻高度看好的股票組成。首域盈信資產管理的團隊相信，避開某類股票與買入某類股票同樣重要。有鑑於此，我們不會投資於對社會或環境造成直接危害的行業，也不會買入存在結構性問題，或者純粹由全球宏觀週期推動的公司。

我們是長線投資者，投資期介乎三至五年，甚至更長。我們的投資理念核心，是發掘不受宏觀環境影響，能夠持續帶來投資回報和增長的優質企業。一旦我們對企業建立了足夠的信心，我們便會嘗試以合理價格買入和長期持有股票。

投資組合對股票有甚麼要求？

我們會從三個方面評估企業，包括業務及管理質素，以及增長可持續性。

首先，在業務方面，我們會尋找在小眾行業佔據極高市佔，並且逐漸進軍相關市場的企業。

此外，我們傾向投資於採用輕資產業務模式的公司。在我們眼中，這是企業在經濟低迷時維持高投入資本回報率及強大盈利抗跌能力的關鍵。我們亦較喜歡投資於能夠持續創新的企業，並期望這些公司可以擊敗現有業者及奪走市佔。

在管理方面，我們會以領導層敢於破格的日本公司為目標，而非管理風格欠缺特色的企業。傳統的日本公司通常因循守舊，企業文化一成不變，並往往按照年資決定升職，重視僱員遵從規則的能力多於實際表現。我們相信，這是當地企業在經濟泡沫爆破後表現不濟的原因之一。

我們要求投資對象的管理層抱持開放和積極心態、迅速作出決策、於短時間內修正錯誤，並因應瞬息萬變的外圍環境調整策略。

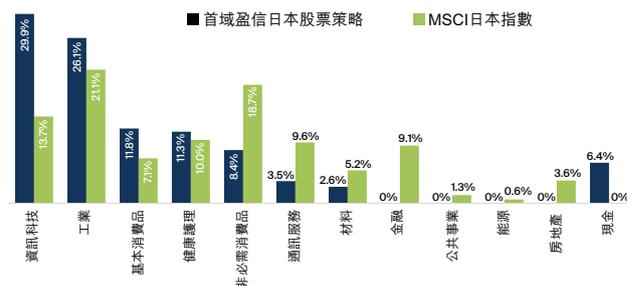
最後，我們重視企業的增長可持續性。我們會嘗試找出日本企業和消費者行為的結構性趨勢，並力求把握受惠於這些長期驅動因素的投資良機。我們銳意發掘業務模式創新，或不斷推出新產品的企業，預期這些公司將可從現有業者手上取得市佔。由於日本經濟發展成熟，大部分行業已經接近飽和，這一點尤其重要。另外，我們亦傾向投資於高防守力、低客戶流失率，並從經常性來源產生收入的業務模式。

現時的投資策略有甚麼部署？

正如下方的投影片所示，我們在金融、公用事業和房地產行業的投資極少，這些行業面對結構性問題，增長機遇欠奉。

行業分佈—日本股票策略

截至 2021 年 3 月 31 日



資料來源：首源投資。由於以四捨五入的方法計算，數字總和未必等於總數。

看上去，我們似乎擁有大量工業股，但我們持有的超過 90% 工業股都是商業服務公司，包括併購顧問、招聘服務及電商企業等。例如，瑞可利控股 (Recruit Holdings) 便是一間招聘業務公司，而 Benefit One 則從事業務流程外判服務。這兩間公司均分類為工業股，實際上，他們的業務模式具備極高防守力。

瑞可利擁有全球最大的職位搜尋引擎 Indeed。最近五年，該公司的增長率超過 25%。我們相信，Indeed 將會延續強勁增長，主要推動力來自美國及其他發達國家的就業市場復甦。

瑞可利亦擁有多個頂尖的日本營銷媒體入口網站，例如 Jalan.net (為旅遊資訊及住宿預訂網站) 和 Hot Pepper Gourmet (為網上餐廳評價及預訂網站)。在本年下半年經濟開始重啟時，相信有關業務將迎來反彈。

我們持有最多的資訊科技股，這主要反映我們長期看好日本的工廠自動化、半導體生產設備和軟件行業。

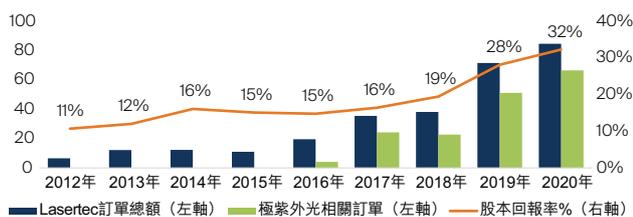
你能分享看好的資訊科技股嗎？

過去 12 個月，我們於半導體生產設備市場買入多間新公司，原因是半導體的戰略價值大幅上升。我們相信，世界各地的主要經濟體（例如美國及歐洲）將會逐漸建立本地化的半導體供應鏈，而非單純將供應鏈設於台灣或南韓。

隨著生產技術持續發展，相信資本開支密集度也會提高。上述因素應有利於半導體生產設備市場的企業，而日本正好在該領域中領導全球。

我們認為，作為日本最大的半導體生產設備公司，Lasertec 有望受惠於這些結構性利好因素。Lasertec 是極紫外光光罩基板和光罩檢測系統的全球龍頭，並且幾乎壟斷整個市場。

極紫外光設備訂單增長及股本回報率趨勢



資料來源：Gartner、聯博、公司資料（截至 2020 財年 12 月末）。

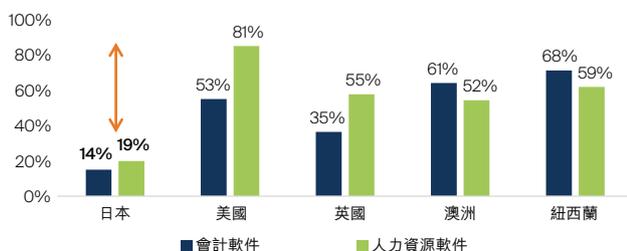
隨著極紫外光技術在先進半導體製造流程日益普及，相信 Lasertec 和歐洲的 ASML 將會成為最大贏家。Lasertec 由專業的管理層負責營運，研發文化完善，故此能夠較競爭對手更快推出新產品。Lasertec 的股本回報率及經營利潤率傲視同業，根據我們的估計，預期該公司的股本回報率很快會突破 40%。

我們亦擁有多間軟件即服務及資訊科技服務公司。我們堅信，日本企業的資訊科技投資持續不足，特別是在軟件方面，因此不久後的「2025 年懸崖」將會引發資訊科技人手短缺的問題。

我們在四年多前投資於 Rakus，當時該公司還是寂寂無名，未有分析師追蹤其表現。時至今日，Rakus 已經成為日本最大的雲端服務商，並為當地缺乏資訊科技知識的中小企提供價格相宜的軟件即服務產品。

正如下圖所示，相比起美國、英國或澳洲，可見日本市場的增長空間不俗。日本的資訊科技開支行業規模龐大（估計價值高達 1,000 億美元），我們相信 Rakus 等企業將會從中贏得市佔，延續可觀的長期增長。

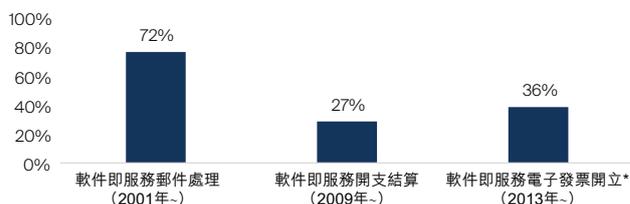
日本的軟件即服務滲透率仍然偏低



資料來源：公司資料（截至 2020 年 3 月）、大和（於 2020 年 4 月發表）。

另外，Rakus 亦是開支結算及電子發票開立等小眾應用程式市場的龍頭。Rakus 的市佔率相當穩定，逾 90% 收入來自經常性來源。在經濟低迷期間，該公司應可發揮不俗的防守能力。

Rakus 於小眾領域取得高市佔，並擴大業務範圍



*市場規模按照 Infomart 及 Rakus 的軟件收入計算。

訂閱制的雲端業務可確保經常性收入



資料來源：公司資料（截至 2020 年 3 月）、大和（於 2020 年 4 月發表）。

投資組合持有大量消費品股。你能舉出一些例子嗎？

我們主要擁有兩類消費必需品公司，分別是實力雄厚的日本消費品牌和日本專門零售商。

以資生堂為例，該公司是日本首屈一指的消費品牌，市佔率超過 20%。資生堂的大部分盈利來自海外國家，例如對高檔化妝品需求殷切的中國。另一個例子是嬌聯（Unicharm）。該公司的嬰兒和成人紙尿片及衛生巾產品稱霸一眾主要的亞洲國家市場，包括日本的當地市場。

與此同時，我們也持有多間日本專門零售商。這些公司以相宜的價格提供高質素產品，例子包括迅銷集團（Fast Retailing）和神戶物產（Kobe Busan）。迅銷集團經營優衣庫（Uniqlo）品牌，而且是透過海外市場賺取超過一半盈利的全球企業。由於規模龐大，迅銷集團能夠利用強大的多元化供應鏈，並且發展出強勁的產品研發能力。

至於神戶物產方面，該公司是日本數一數二的零售折扣商，其雜貨產品的售價較日本其他零售商低出 30% 至 40%。儘管日本嘗試透過持續的量化寬鬆措施刺激通脹，但當地消費者仍然緊抱通縮思維，並且日益留意產品價格，有利神戶物產和其他折扣零售商的業務。

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet、理柏及彭博。截至 2021 年 7 月 31 日或另行註明。

免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首源並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。首源、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首域盈信資產管理標誌乃為 MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首源投資（香港）有限公司是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。