

柏基环球——日本基金

2023 年 12 月 31 日

市场环境

通胀消退和企业收购似乎是第四季度日本市场值得关注的议题；两个因素都预示着来年将迎来更有吸引力的机会。通过取消债券收益率的硬性上限，日本央行继续逐步退出超宽松货币政策。但其坚持不加息立场，使其成为维持负利率的唯一主要央行。

日本对货币政策的鸽派和谨慎立场反映出对通胀暂时性的担忧。很多人认为通胀不会持续或不足以抗击已困扰日本数十年的通缩。通胀开始消退的迹象（11 月核心通胀率大幅放缓）和最近美联储的转向为这一论点提供支持。随后进入年底时日元走强，而银行股下跌，主要因为投资者获利回吐并转向市场中更具增长潜力的领域，这些领域迄今为止受到在 2023 年大部分时间占据主导的“在更长时期保持较高利率”情绪的影响。我们继续审查我们持股的基本面以及我们投资论点的强度。总体而言，我们对支撑投资组合的较长期结构性趋势仍充满信心。

业绩表现

对业绩表现贡献最大的个股是 **Disco**、**Recruit** 和 **Keyence**。Disco 是用于半导体制造的研削切割设备制造商，由于对 5G 和人工智能芯片的需求不断增长，其设备面临强劲的需求。近期财报显示发货量同比增长 10%，营收实现两位数增长。虽然该公司的特点颇具吸引力，但经营处于周期性市场。因此，我们最近对 Disco 减仓，并将资金配置到投资组合中的其他机会。Recruit 因其职位搜索引擎而闻名，实际上是全球最大的职位搜索网站

之一。在 ValueAct Capital Management 收购部分股权的消息发布后，其股价上涨，突显凭借其庞大的数据收集能力，Recruit 有潜力成为在线招聘的全球领导者。该公司还宣布高达 2,000 亿日元的股份回购，市场将其视为利好消息。

Keyence 是工厂自动化产品的全球领导者，最近发布了强劲的业绩报告。由于中国市场疲软，总体销售增长略有下滑，可能由于半导体领域的不利因素所致。然而，美国和欧洲市场实现约 10% 的同比增幅。营业利润率提升至 52%，而毛利率创下 83% 的纪录新高，可能的推动因素包括外汇、采购成本下降和生产力提升。Keyence 近期加速发布新的人工智能相关产品，我们预计这些产品对于自动化提升将必不可少。

业绩表现的拖累个股包括 **Shiseido**、**DENSO** 和 **Mercari**。Shiseido 是一家美容和化妆品公司，由于新冠疫情后来自中国消费者的需求疲软，其表现不佳。尽管大量外国游客前往日本，目前已高于疫情前的水平，但来自中国大陆的游客数量恢复程度明显更低。目前仍比 2019 年 10 月的数字低 65%。这已体现在 Shiseido 近期的业绩中，其报告的销售额出现下降。对福岛核废水排放的担忧也导致消费者对日本产品的需求下降。我们认为这些挑战是短期性质，并且认为 Shiseido 处于有利位置，将从亚洲中产阶级财富不断增长等结构性趋势受益。DENSO 是一家汽车零部件制造商，主要开发实现汽车电气化的技术。有消息称 Toyota Motor 和两家联属公司计划减少他们在 DENSO 的股份，随后该公司股价下跌。如此规模庞大、具有影响力的公司采取该行动，预

示在消除交叉持股和改善公司治理方面取得积极进展，或鼓励其他公司效仿。总体来看，Denso 继续良好表现，由于日本和北美的汽车销售以及电气化产品的扩张，推动其营收稳步增长。Mercari 是一家二手电商平台运营商，发布了稳健的业绩。该市场的商品成交总额同比增长 12%，月活跃用户量增至 2,300 万，突显该公司忠诚计划的强大实力。尽管为加强市场推广而增加投资，核心营业利润率仍高达 40%。金融科技业务一直享受“先买后付”、信用卡和比特币业务带来的稳定增长，并且用户数量已增至 1,600 万。该公司正努力加深其竞争优势，而且尽管实现出色的销售增长，但并未体现在股价中。

尽责管理

我们与 Olympus 首席执行官 Stefan Kaufmann 进行了会谈，以了解在最近食品药品监督管理局（FDA）发出的警告函中所提出问题的诊断和补救方面的状况。本次会谈寻求讨论 FDA 投诉的相关驱动因素，并为今后的监控和潜在沟通建立一个起点。为补救该问题，Olympus 将部署新的 IT 工具，以建立更快速的反馈环路，同时努力形成问题上报更加可取的一种文化。会谈结束时，我们对补救的方向感到乐观，并进一步了解了 Kaufmann 先生为改善患者效果所作出的努力。

重大交易

本季度，我们为基金新买入两只个股。HORIBA 是一家领先的测量和分析设备制造商，其核心技术使该公司在半导体和环境等具吸引力的增长型行业中处于有利地位。Hamamatsu Photonics 是光电倍增管和光电半导体领域的全球领导者，其高度灵敏的光探测器用于生物医学、工业（尤其是半导体）和分析仪器。它是一家优质和利润丰厚的公司，以强大的技术领先地位为基础，少有竞争对手。

个别时段的绩效

	2018年12月31日至2019年12月31日	2019年12月31日至2020年12月31日	2020年12月31日至2021年12月31日	2021年12月31日至2022年12月31日	2022年12月31日至2023年12月31日
基金净回报(%)	19.6	27.9	-3.8	-30.0	9.7
指数回报(%)	19.2	13.0	1.1	-14.9	20.0

	2013年12月31日至2014年12月31日	2014年12月31日至2015年12月31日	2015年12月31日至2016年12月31日	2016年12月31日至2017年12月31日	2017年12月31日至2018年12月31日
基金净回报(%)	不适用	不适用	7.1	35.7	-14.8
指数回报(%)	不适用	不适用	3.5	26.6	-13.7

资料来源：Revolution、日本交易所集团。已扣除费用。以美元计价。
B 类美元累积股份，上午 10 点的股价。指数：东证股价指数，按收盘价对收盘价计算。

风险及其他信息

和任何其他投资一样，客户资本也面临风险。
以往业绩并不预示未来回报。
本基金是 Baillie Gifford Worldwide Funds PLC 的子基金，后者是一个成熟的伞式基金。投资经理和分销商是 Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited（“BGE”）。本文件并未提供您就投资本基金而作出明智决定所需的所有事实。有关投资于本基金的风险的更多详细信息，请参阅投资者重要信息文件(KIID)或招股章程。

本文件中的任何内容均不得解释为建议，因此本文件不构成买卖股份的建议。

本文件包含的投资信息不构成独立研究。因此，此类信息不受独立研究报告的保护，并且柏基及其员工可能已经开始从事相关投资。

Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN
电话 +44 (0)131 275 2000 bailliegifford.com

Baillie Gifford Overseas Limited（“BGO”）为非英国客户提供投资管理和咨询服务。BGO 由 Baillie Gifford & Co 全资拥有。二者在英国均由金融行为监管局授权和监管。本基金在爱尔兰获授权，并由爱尔兰央行监管。柏基亚洲（香港）有限公司（“BGA”）持有香港证券及期货事务监察委员会颁发的第 1 类和第 2 类牌照，可向香港的专业投资者推介和分销柏基的一系列集合投资计划。
BGA 是 BGO 的全资子公司。

所有信息均来自 Baillie Gifford & Co。除非另有说明，所有金额均以股份类别的基准货币为单位，并且是截至本文件发布之日的的数据。所有数字均经四舍五入处理，各数据之和未必等于总计数字。

法律声明

东证股价指数(TOPIX Index Value)和东证(TOPIX)标志由 JPX Market Innovation & Research, Inc.或 JPX Market Innovation & Research, Inc. 的附属公司（下文合称“JPX”）独家拥有，且 JPX 拥有与东证相关的全部权利和专有知识，例如与东证股价指数及东证标志有关的计算、发布和使用。JPX 对东证股价指数的计算错误、发布错误、发布延迟或中断概不负责。

关于其他地域的信息

新加坡：在新加坡，本基金已列入新加坡金融管理局的有限制计划清单中。本文件未在新加坡金融管理局登记为招股章程。因此，不得向新加坡人士直接或间接传播或分发本信息备忘录及与基金股份发售、销售、认购或购买邀约有关的任何其他文件或材料，不得向此类人士发售或销售此类股份，也不得以此类股份为主题向此类人士发送认购或购买邀约，但以下情况除外：(i)根据新加坡《证券期货法》（“SFA”）第 289 章第 304 节的规定对机构客户所做上述活动，或(ii)根据或遵循 SFA 其他适用规定的条件所做上述活动。

联系方式
中介咨询团队
电子邮件: funds@bailliegifford.com
机构咨询团队
电子邮件: Institutional.Enquiries@bailliegifford.com