NB 日本股票基金

投資組合經理人：日本股票團隊

市場環境

2026年第三季，基準指數MSCI日本小型股指數上漲1.20%，落後上漲約2.85%的東證股價指數（TOPIX），但優於同期下跌4.72%成分股較集中的日經225指數[1]。

第三季市場走勢前後迥異。7月，日本AI與半導體相關個股全面大幅修正，主要受到市場憂慮超大規模雲端服務商將嚴控資本支出，以及中國AI模型帶來競爭衝擊所影響。7月28日，中國一家記憶體製造商於上海上市，再度引發市場對中國企業在NAND及DRAM領域競爭加劇的疑慮，令市場進一步受挫；日經225指數更出現自2024年「黑色星期一」事件以來最劇烈的單日跌幅之一。8月市場一度呈現不均衡的局部復甦，但隨著美伊停火協議於8月18日實質破裂，加上聯準會主席華許在傑克森霍爾全球央行年會發表鷹派談話，強化全球政策進一步緊縮的預期，反彈動能隨之消退。9月市場相對平靜。整體而言，日經225指數創下了一段時間以來最差的季度表現，而涵蓋範圍較廣、分散程度較高的TOPIX則實現了小幅正報酬，延續7月以來市場由大型AI股集中行情轉向更多類股參與的輪動趨勢。

在貨幣政策方面，日本央行於上季末及本季各升息一次，分別於6月將政策利率調升至1.00%，並於9月18日進一步調升至1.25%。是自1995年以來的最高政策利率水準，升息頻率加快至約每三個月一次，並逐步朝約2%的中性政策利率邁進。日本政府公債殖利率本季走升，10年期公債殖利率於9月1日收在3.0%以上，創下近30年來的新高，不僅反映了日本央行的緊縮政策，也反映了市場持續憂慮高市首相政府推動的財政擴張措施，包括政府可能將國防支出提高至GDP的3.5%。國內政治方面，高市政府的支持率在夏季逐步下滑，其後於內閣改組後小幅回升。她於9月17日進行首次內閣改組，留任包括財務大臣片山在內的主要經濟團隊，顯示即使政府持續推動財政與結構性改革議程，政策仍將維持延續性。

日圓本季走勢波動，在升值與再度走弱之間來回擺盪，但季末整體仍較季初升值。7月底公布的日美聯合干預措施及日本央行本季升息，一度為日圓提供支撐；日本與美國財政官員持續警告不宜讓日圓進一步走弱，也有助於抑制貶值壓力。

本季地緣政治風險持續處於高檔。中東緊張局勢於7月及9月初進一步升溫。沙烏地阿拉伯能源相關設施據報遭到攻擊，其後胡塞組織控制紅海港口摩卡，再度引發市場對荷姆茲海峽石油供應中斷的憂慮。

投資組合回顧

第三季基金績效表現不佳，主要受到選股拖累（-1.47%），產業配置亦造成負面影響（-0.25%）。

選股方面，資訊科技、醫療保健及金融類股的主要持股對績效貢獻最大；工業、非民生必需品及民生必需品類股的主要持股則造成最大拖累。產業配置方面，未配置公用事業及加碼工業類股造成最大負面影響；加碼通訊服務及減碼不動產類股則帶來正面貢獻。

本季主要績效貢獻來源包括顧問服務公司Northsand, Inc.（446A）、地區性銀行山梨中央銀行（8360），以及電信業者沖繩行動電話（9436）。Northsand的股價隨著日本大型企業對AI導入及顧問服務的需求大幅成長，股價本季接近翻倍。山梨中央銀行的股價在淨利息收入強勁成長，以及市場期待日本央行利率正常化的帶動下，估值持續上修；相關預期亦隨9月升息而實現。沖繩行動電話的股價在本季市場普遍波動期間逆勢上漲，部分受惠於第一季獲利優於市場共識，亦受惠於投資人在最新一輪指數調整前，預期該公司將納入TOPIX而提前布局。

另一方面，本季主要績效減損來源包括火星塞製造商Niterra Co., Ltd.（5334）、精密工具製造商Union Tool Co.（6278），以及電氣工程公司Kinden Corporation（1944）。Niterra回吐上半年大部分漲幅。AI題材反轉持續拖累公司半導體相關零組件業務，加上市場預期第二季獲利疲弱，以及公司近期宣布退出美國汽車零組件業務，令股價進一步承壓。另一方面，儘管AI伺服器相關的印刷電路板鑽針需求強勁，帶動Union Tool上半年業績創新高，但股價先前已大幅上漲，投資人獲利了結使其股價明顯下跌。Kinden Corporation的股價也下滑。即使公司完成公開收購、提高對一家日本電力基礎設施子公司的持股，且第一季獲利優於市場預期，其股價仍受營建與電氣工程產業普遍走弱影響而下跌。

本季，我們持續重新調整投資組合，轉向風險報酬更具吸引力的企業。基於估值考量，我們賣出資訊科技、工業及金融類股各一家公司的持股，並將所得資金用於增持三家工業及金融企業的投資部位。我們認為，這些企業基本面穩健、成長潛力強勁，且估值具吸引力。

公司議合摘要

9月，我們參加亞洲公司治理協會（ACGA）的年度投資者代表團訪問日本，與近20家全球ACGA會員機構的代表共同出席為期四天的會議，就公司治理、資本管理及永續發展等議題，與監管機關、產業組織及主要企業進行交流。我們身為ACGA日本工作小組主席，再度協助領導、籌備及安排本年度大部分會議。本屆代表團具有罕見的政治影響力，首次促成ACGA與日本法務省就《公司法》修法草案舉行會議，並首次與自由民主黨（LDP）的「成長導向公司治理專案小組」成員會面。該執政黨組織目前正推動日本《公司法》十多年來最具影響力的改革。

我們與監管機關討論的核心，是向包括金融廳（FSA）及東京證券交易所（TSE）在內的多數與會者提出同一問題：改革動能是否正在減弱？新版《公司治理守則》已由83項精簡至30項，並將多項股東保障條款由具約束力的「原則」降為不具約束力的指引，包括反收購措施、管理層收購（MBO）等可能稀釋股權的資本行動，以及關係人交易，這最初引起我們的警覺。然而，在直接向監管機關表達關切後，我們認為此舉較像重新校準，而非改革倒退。官員表示，守則縮短後，每項保留原則的合規標準反而提高，代表監管方向正轉向「遵循且解釋」。未來一年，我們將持續檢視此一說法，包括透過獨立董事進行評估。獨立董事建議投資人不應只看公司對外說法，而應關注提名委員會主席及財務長，藉此判斷企業真正推動改革的決心。資本配置方面，日本經濟產業省（METI）明確指出，估計日本企業約65%的投入資本仍未達到資金成本門檻，因此正推動董事會採用「最佳所有者原則」及以經濟利潤為基礎的管理紀律。這項轉變已在企業層面顯現，包括一家大型銀行的財務長進一步推動解除政策性持股，以及一家主要汽車製造商的資本策略團隊討論將中期股東權益報酬率（ROE）目標訂為20%。

討論最激烈的焦點是《公司法》修法。我們就此與法務省舉行ACGA歷來首次會議。最具爭議、且遭ACGA會員強烈反對的提案，是取消股東提案長期採用的「300個表決權單位」替代門檻，改為一律要求1%的持股比例。這項改變可能使日本最大型企業實質免於面對股東提案。官員似乎對投資人的強烈反對感到意外，並承諾將相關意見轉達修法小組委員會。另一項建立受益所有權人識別制度的提案亦在審議中，其可能的交換條件是：賦予已識別的機構投資人更明確的股東大會發言資格。

在我們首次與執政自民黨改革專案小組的會議中，國會議員以建立「公平條件」為由，為修改股東提案門檻辯護，同時更明確地區分「良好」與「不良」投資人。我們認為，這證明日本改革並未停滯，但下一階段的改革方向正受到積極辯論。隨著相關提案進入定案階段，ACGA與我們直接參與討論的重要性也更加凸顯。

展望

日本股市於 2025 年表現強勁，並將穩健動能延續至 2026 年上半年，使 TOPIX 及日經 225 指數過去兩年均優於全球同業。然而，受到 AI 與半導體相關市場情緒大幅反轉、全球利率上升及日圓持續波動影響，日本股市第三季面臨更具挑戰的環境。儘管如此，我們仍看好日本股市前景。

我們的正面看法反映一項信念：隨著通膨趨穩及薪資結構性成長，日本經濟正持續穩步擺脫所謂的「失落數十年」。日本央行於 9 月將政策利率調升至 1.25%，為年內第二度升息，顯示央行日益相信基礎通膨正更持久地穩定於目標附近。此外，我們認為，高市早苗首相及其政府的經濟與財政政策有助於穩健支持日本內需經濟，尤其是 AI、半導體及造船等策略性產業。她於 9 月首次改組內閣時，留任包括片山財務大臣在內的核心經濟團隊，我們視之為政策延續的訊號。然而，政府支持率在夏季不時承壓，提醒投資人未來數月仍須留意政策執行風險。

我們也持續相信，日本政府致力於進一步推動公司治理及資本管理改革，將為日本股市帶來強勁利多。日本於夏季修訂《公司治理守則》，精簡原則並重新分類多項股東保障規定。我們認為，保留下來且具約束力的原則，尤其是要求董事會對資本配置及獲利成長負責的部分，如今具有更高的重要性。此外，TOPIX 第二階段成分股整併將大幅減少指數成分股數量，亦可能成為推動 ROE 更廣泛上升的另一催化因素。依據新的納入規則，目前約 1,700 檔 TOPIX 成分股中，有 683 檔正接受剔除審查；兩年後，成分股總數可能降至略低於 1,000 檔。新規則將鼓勵希望保留基準指數成分股資格的企業彼此競爭，進而加速公司治理及資本效率改革，推動企業價值持續提升。

這一前景展望面臨的風險包括：中東地緣政治局勢迅速演變及其對全球經濟與能源價格的影響、日圓走勢，以及 AI 與半導體相關個股在 6 月底大幅重新定價後再度出現波動。這些因素均不在我們的直接控制範圍內。然而，根據我們在日本市場累積 20 年的投資經驗，我們認為，降低此類不可控風險最有效的方法，是堅守歷經市場考驗的投資策略，專注於以合理價格投資優質企業（QARP）。這些企業具備足以因應不確定性的業務基本面及資產負債表。

我們向來偏好具定價能力的輕資產企業。這類企業較不易受到大宗商品價格衝擊，並可在不犧牲利潤率的情況下轉嫁成本上升。我們相信，這些企業將於中長期持續穩健發展，並將把握價格錯置的機會，以具吸引力的估值倍數建立投資部位。

[1] 資料來源：Bloomberg，截至 2026 年 9 月底。股票指數為東證股價指數（TOPIX，日圓計價）及日經 225 平均股價指數（日經 225，日圓計價），統計期間為 2026 年 6 月 30 日至 2026 年 9 月 30 日。

ESG 相關揭露：本基金全面遵循歐盟對金融服務業永續性相關揭露之規定(SFDR)，且符合 SFDR 第 8 條之規範。路博邁重視永續發展及環境、社會與治理(ESG)的推動，並將其納入投資流程之中。

路博邁證券投資信託股份有限公司獨立經營管理 臺北市信義區忠孝東路五段 68 號 20 樓 電話(02) 8726 8280

本基金經金融監督管理委員會核准，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；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，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。基金淨值可能因市場因素而上下波動。投資人申購或有遞延銷售手續費類股於贖回時才收取手續費用，且贖回手續費會依照投資時間逐年遞減，有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。或有遞延銷售手續費：E 類股為 3%; I 及 A 類股則無； 詳細資訊，請參閱公開說明書中譯本「費用與開支」章節「或有遞延銷售手續費」相關說明。就申購手續費屬後收型 E 類股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。分銷費用將每日累計於基金淨資產價值並於曆月結束時按月後付其數額。分銷費為每年基金淨資產價值之 1%(約每日 0.00274%)。視過渡期或其他於公開說明書做成時與相關類別股東之安排狀況而定，E 類股自申購日起算，於三年後自動轉換成 A 股份。投資人希望於其投資時支付銷售費用者得考量前收手續費類股(例如 A 類股)。投資人希望較晚支付銷售費用者得考量 CDSC 類股(例如 E 類股)。儘管 CDSC 會隨著時間經過而降低 (如投資人須知及公開說明書所載)，分銷費用(目前收取每年基金資產淨值 1%)則會持續地向相關類股收取。詳細資訊，請參閱投資人須知及公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。所提及公司及個股僅供說明之用，不代表任何金融商品之投資推介或建議。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。投資於以外幣計價的基金，或要承擔匯率波動的風險。

©2026 路博邁證券投資信託股份有限公司所有權 NBSITE-2611-396