

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL. FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY.



瀚亞投資  
eastspring  
investments

保誠集團成員 

2022年10月

## 瀚亞歐洲基金

王亨

海外股票部

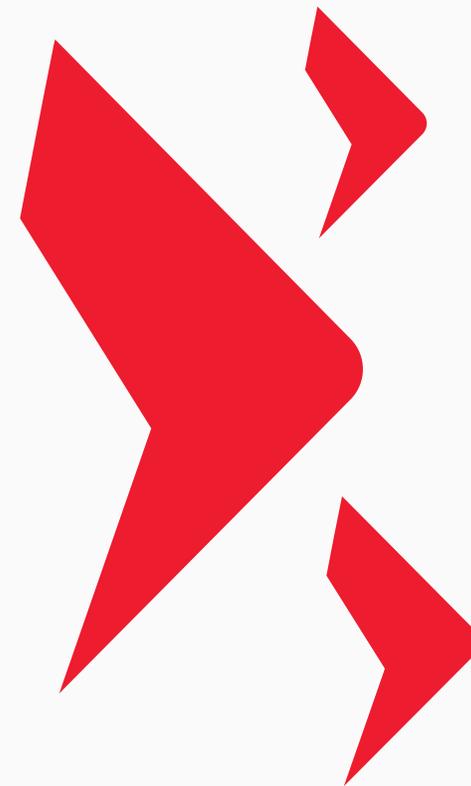
Experts in Asia. Invested in Your Future.

[eastspring.com.tw](http://eastspring.com.tw)

## 報告大綱

---

- 一、歐洲市場現況與展望
- 二、基金現況與投資結論
- 三、附錄



01

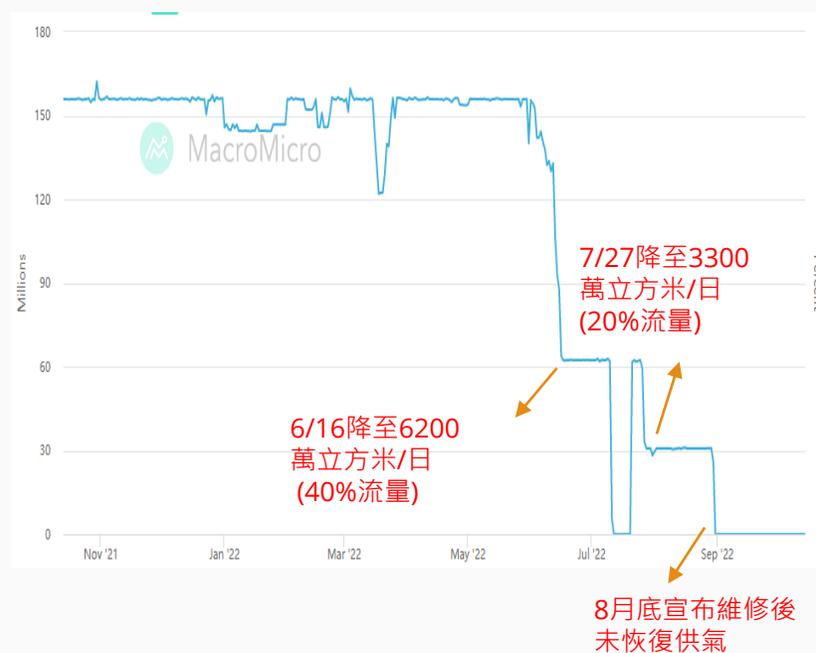
## 歐洲市場現況與展望



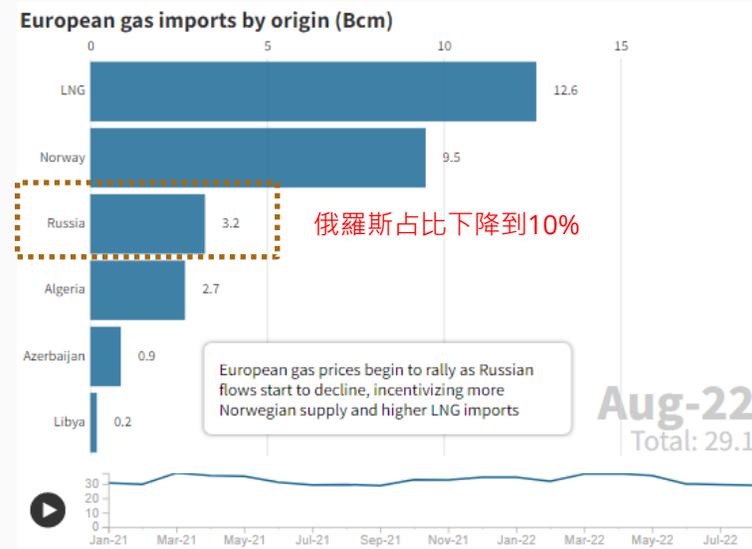
## 短期北溪一號線復供 難度高

- ▶ 俄羅斯停供北溪-1，且後續管線發生爆炸洩漏事件 (修復至少一年半以上)，預期整體由俄輸歐的天然氣供應量較去年下降82%。
- ▶ 歐對俄的天然氣依賴度從超過40%降到10%。

### 北溪一號線天然氣供應歸零



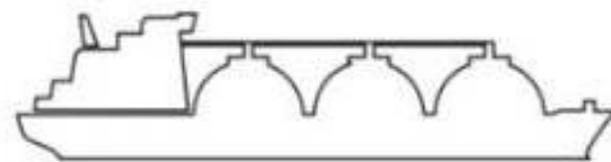
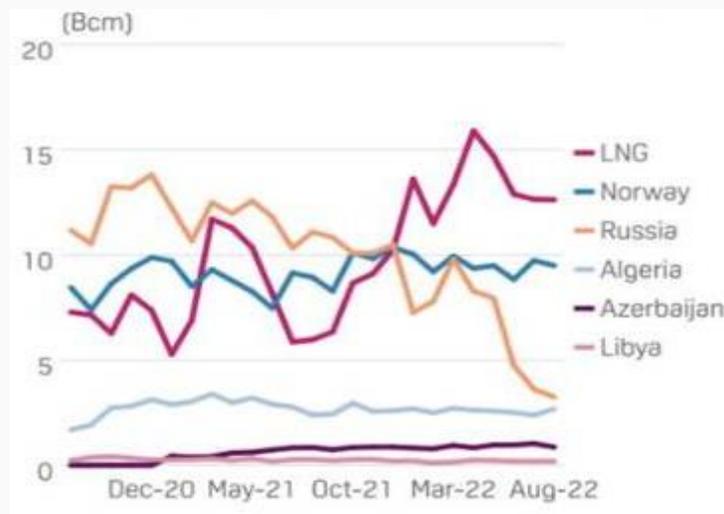
### 歐洲天然氣供應結構



## 液化天然氣是歐洲目前的救命稻草

- ▶ 液化天然氣進口量大幅增加，從2020/21年的約6000-8000萬立方米/日，增加到過去六個月的約1-1.6億立方米/日。

### 歐洲LNG進口量大幅提升



LNG send-outs into Europe  
(forecast for Q4-22)

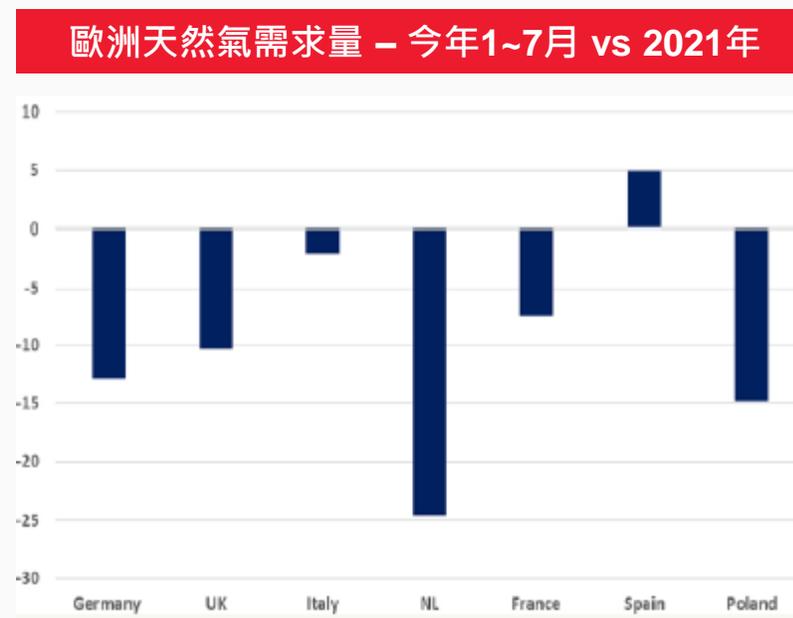
**400** **↑ +68%**  
million cu m/d  
(vs 238 million cu m/d in Q4-21)

## 能源協議出台、需求破壞浮現，部分抵銷供應吃緊的負面效益

- 9/30歐盟召開9月第二次能源緊急會議，通過三項緊急協議

	內容	實行時間
降低用電	減少5%高峰時段用電量，另可自願減少10%	今年12/1 ~ 明年3/31
設定價格上限	設定燃氣以外發電企業收入上限為180歐元/MWh，超過部分用於補貼消費者	今年12/1~明年6/30
課徵暴力稅	針對今年利潤超過2018年水平20%之石化發電業課徵33%以上利潤稅	今明兩年

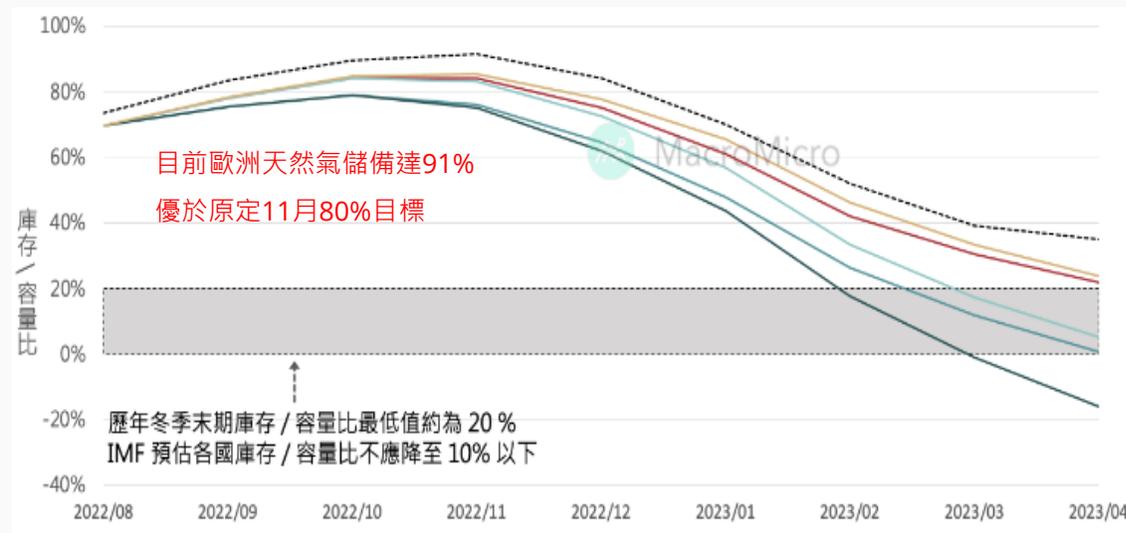
- 需求破壞浮現，今年以來歐元區天然氣需求量較去年平均下滑10%



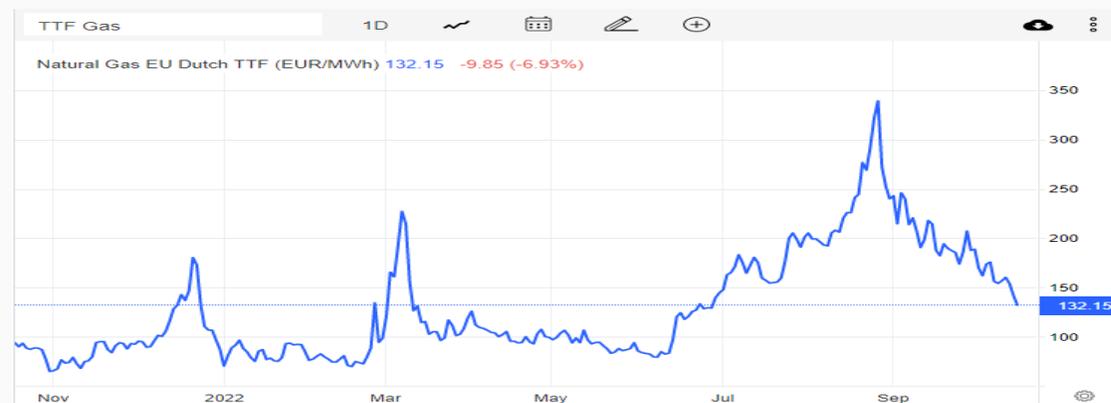
## 歐洲能平安度過今年冬天嗎?

- 假如天然氣供需現況維持，消費量等同2017~2021年冬季均值，我們推估明年3月底歐盟天然氣庫存/容量比將消耗至22%，預期能低空度過能源危機，惟寒冬、俄羅斯進一步削減供應為觀察變數。

### 歐洲天然氣庫存 – 情境分析



### 歐洲天然氣價格見頂回落



## 市場為何不看好英國的財政刺激措施

- ▶ 財政紀律惡化: 減稅是否導致財政長期赤字、政府債務壓力增加。
- ▶ 債市淨供給大增: 央行縮表、政府加大發債。

降稅計畫	內容
企業稅	取消提高到25%計畫，維持在19%。(10/14宣布恢復提高)
個人所得稅	基本稅率從 20% 降至 19%。(10/18宣布取消調降)
	取消個人所得稅率最高45%的級距。(10/3 宣佈此項目將移除)
能源補貼	補貼家庭、企業能源支出，家戶能源支出將降低1000英鎊/年，預計能源補貼為期 2 年。(10/18宣布僅持續至明年4月)
其他政策	增加購房印花稅免稅額度 取消調升國民保險稅 1.25%

政府收入每年減少 154 億英鎊

未來2~3個財年支出恐達到 1,000 億英鎊

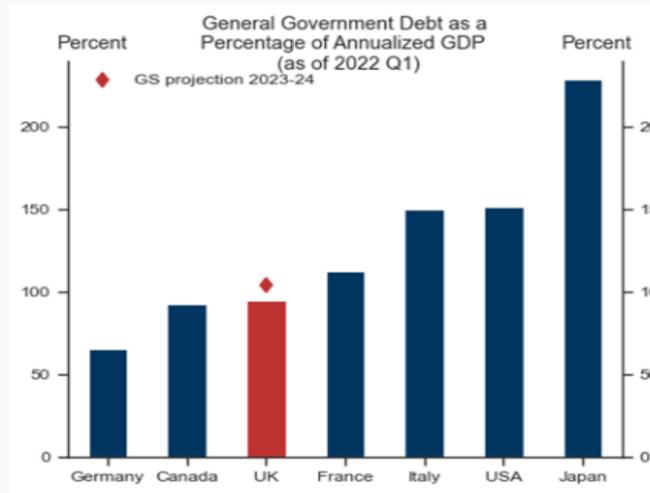
### 英國政府未來幾年支出大幅增加



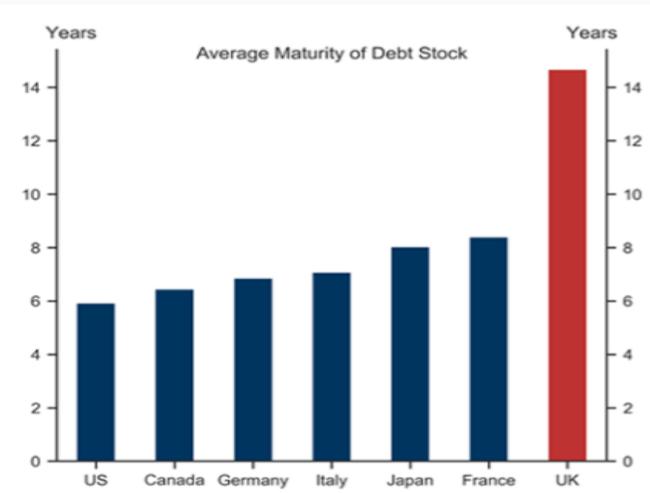
預期重大金融風險發生機率低

- ▶ **政府端:**英國政府債務/GDP 水準僅高於德國債，且債券到期時間長。

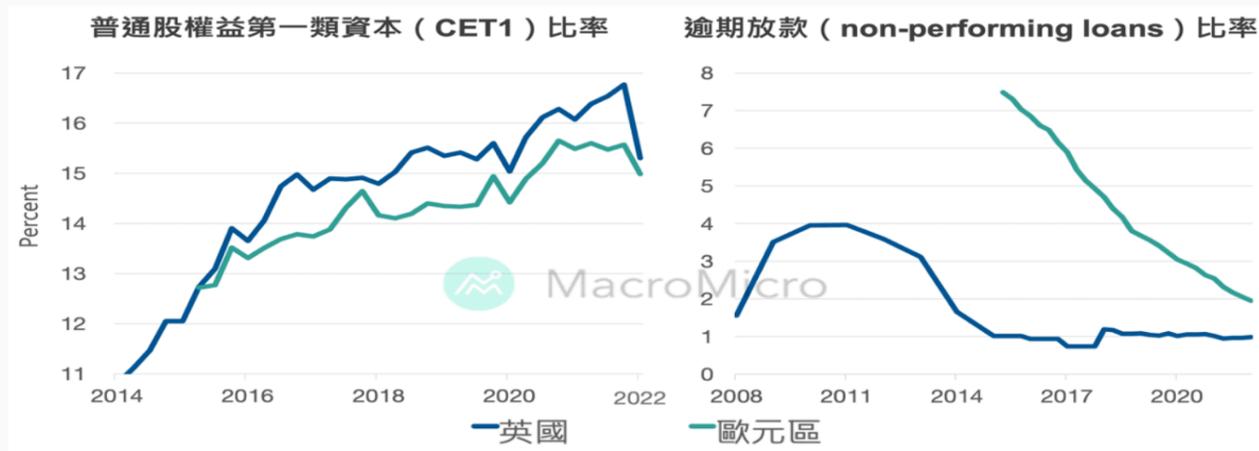
G7國家中英國負債比偏低



英國債券平均到期時間長



- ▶ **民間金融機構:** 資本適足率改善、壞帳率低位。除此之外，BOE去年底公佈壓力測試報告，模擬英國出現嚴重經濟衰退情況，重要金融機構均連續第五次通過。



備註: 測試情境:英國 GDP出現8,000億英鎊損失、失業率達12%峰值以及同期英國住宅和商業房地產價格下跌33%等。  
資料來源: 高盛 · 2022/10/5; 財經M平方 · 2022/10/4

## 歐洲央行下調經濟成長，同時上調通膨預期

- ▶ 歐洲央行大幅下調明年經濟成長預期至0.9% (前2.1%)，預期今年Q3開始至明年Q1經濟成長將陷入停滯，且在負面情境下，明年經濟恐衰退-0.9%
- ▶ 基於天然氣、煤、電力較歷史均值提高5~15倍，預期通膨峰值將延後到今年Q4達9.2%。

### 歐洲央行經濟預測

單位 · %	評估時間	2022	2023	2024
GDP (基礎)	Sep-22	3.1	0.9	1.9
	(悲觀)	2.8	-0.9	1.9
	前次評估	June-22	2.8	2.1
CPI (基礎)	Sep-22	8.1	5.5	2.3
	(悲觀)	8.4	6.9	2.7
	前次評估	June-22	6.8	3.5

### 經濟增速下半年陷入停滯，通膨第四季達峰值



### 歐洲央行預測引用的情境數據

	基礎		負面	
	2022	2023	2022	2023
布蘭特原油 (USD/barrel)	105	90	120	138
天然氣 (EUR/MWh)	168	234	202	360

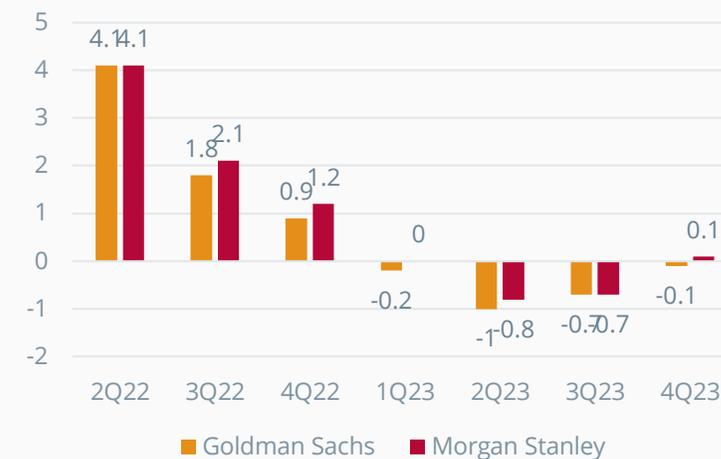
## 市場則普遍預期歐元區明年將步入衰退

- ▶ Bloomberg調查近20間賣方機構，預期歐洲步入衰退的機率達75%。
- ▶ 市場預期歐洲年底經濟陷入停滯，並於明年1Q起步入衰退。

### Bloomberg調查機構對歐洲陷入衰退的預期



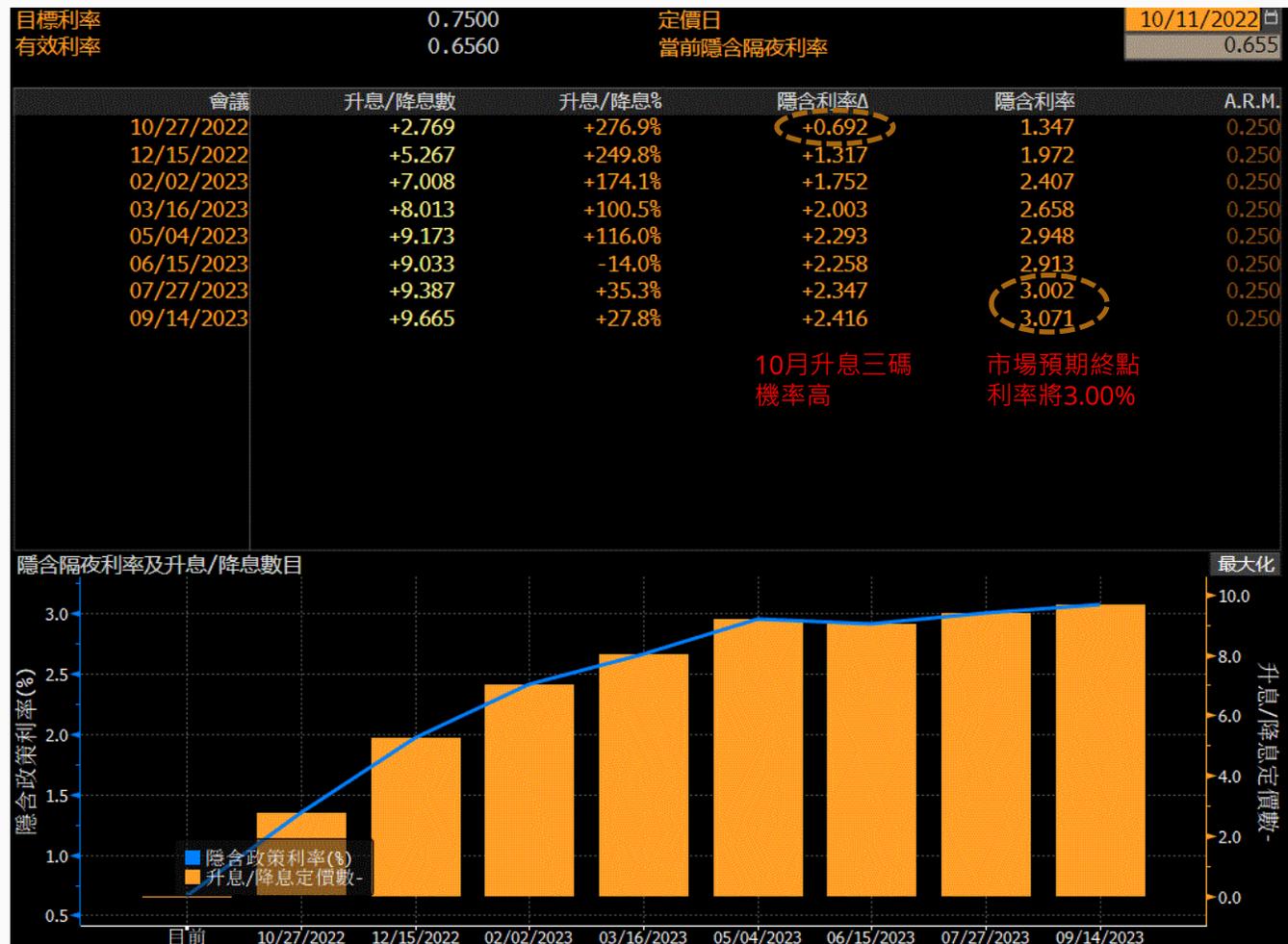
### 2023年陷入衰退成為賣方共識



## 市場再度上調歐洲央行的升息路徑

- ▶ 10月(75bps) 、 12月 (75bps vs 前: 50bps) 、 2月 (50bps vs 前:25bps)=>終點利率:2.75%~3.00% (前2.25-2.50%)

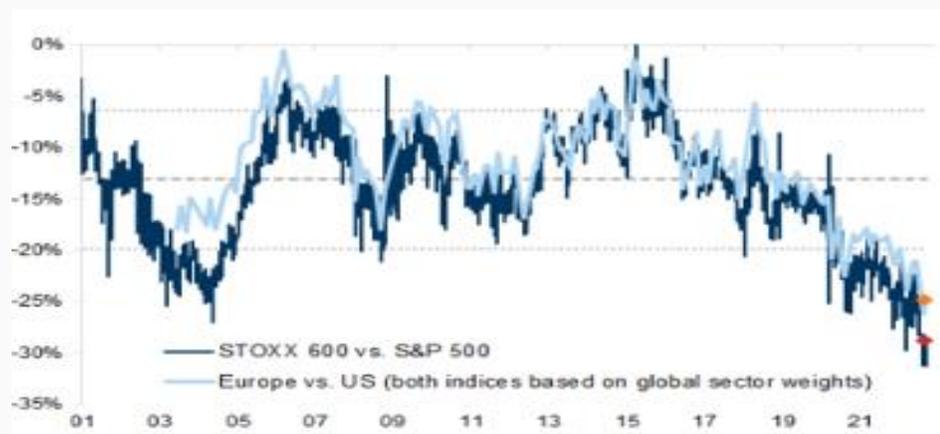
### 從利率期貨預期ECB升息路徑



雖評價面已明顯修正，  
但尚未完全反映衰退  
情境

- ▶ 相較美股以及自身歷史均值，歐股評價面已呈現較高折價。
- ▶ 惟與過往歐股衰退期間的估值相比，當前評價面仍有修正空間。

### 歐股/美股的評價面處於大幅折價

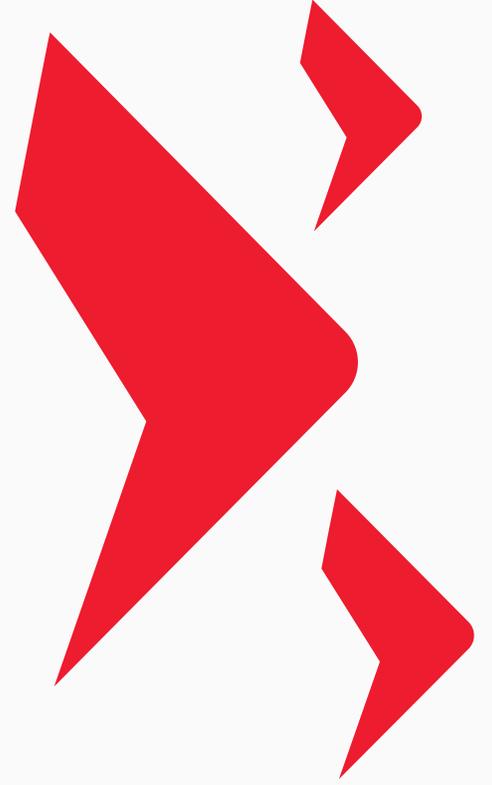


### 過往衰退期間歐股估值處在9.5倍，低於當前的11.5倍

Bear market	1974	1981	1987	1991	1998	2003	2009	2011	2016	2020	Median	Current	Premium/Discount
Health Care	6.2	6.3	7.1	10.3	20.5	14.1	9.5	9.8	15.8	15.2	10.0	16.3	63%
Cons. Staples	8.6	10.0	8.6	9.7	17.7	10.3	10.2	11.6	17.4	14.6	10.3	16.6	61%
Telecom	3.7	7.4	8.5	8.4	20.9	14.4	8.3	9.2	16.2	11.2	8.8	13.1	48%
Utilities	9.3	10.7	10.6	8.0	17.1	9.7	8.0	8.6	12.8	12.4	10.1	14.3	41%
Technology	7.5	6.2	14.4	12.3	22.7	14.3	10.5	10.1	16.8	16.1	13.3	18.8	41%
Industrials	6.5	9.9	10.5	8.1	13.0	8.7	7.2	9.1	13.7	11.0	9.5	12.9	36%
Cons. Discretionary	8.8	8.4	9.2	9.0	15.2	10.0	8.1	9.3	12.2	11.0	9.2	12.3	33%
Financials	12.8	6.6	10.3	9.6	15.5	8.4	5.1	4.1	8.7	6.3	8.6	8.1	-6%
Basic Materials	5.8	8.7	8.2	7.5	10.4	9.8	4.4	7.2	12.8	10.5	8.4	7.8	-7%
Energy	3.0	4.9	8.6	9.9	15.2	11.0	5.9	6.4	12.6	7.9	8.2	6.2	-25%
<b>Market</b>	<b>6.5</b>	<b>7.2</b>	<b>9.9</b>	<b>9.1</b>	<b>16.5</b>	<b>10.3</b>	<b>7.4</b>	<b>7.4</b>	<b>12.9</b>	<b>11.0</b>	<b>9.5</b>	<b>11.6</b>	<b>22%</b>

## 02

# 基金現況與投資結論



## 績效表現 (%, 新台幣計價)

- ▶ 同業表現: 基金配置風格偏向價值型，因此表現相對成長型為主的同業優異。
- ▶ 基準指數: 落後基準指數主要歸因於超配工業、低配能源。

	今年以來	三個月	六個月	一年	二年 (年化)	三年 (年化)	五年 (年化)
基金績效	-21.0	-4.3	-14.5	-19.1	-0.8	-2.3	-3.7
同類型基金平均	-23.2	-4.6	-17.6	-20.5	-1.6	-2.1	-2.0
排名	19/41	21/41	6/41	21/41	21/41	22/41	34/41

## 國家配置

國家	基金配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
英國	21.4	-5.4	-6.6
丹麥	18.3	-9.7	-18.1
德國	17.8	-5.6	-23.7
法國	10.2	-5.9	-19.4
瑞士	8.8	-5.4	-20.3
荷蘭	10.9	-5.8	-19.7
西班牙	3.1	-6.6	-15.5
愛爾蘭	3.7	-9.5	-25.3
奧地利	2.7	-7.1	-30.3

## 產業配置

產業	基金配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
工業	28.1	-6.9	-28.0
醫療保健	14.3	-4.2	-11.8
必須消費	13.6	-5.2	-11.6
金融	13.1	-5.4	-18.5
循環消費	7.8	-8.1	-28.1
通訊	7.7	-11.0	-16.0
原材料	6.7	-5.5	-21.3
科技	5.6	-8.2	-34.6

資料來源: 瀚亞投信整理、Bloomberg · 2022/9/30  
 附註: 產業報酬率參照MSCI歐洲類股指數(歐元計價)



## 一、緊縮週期下，避開高槓桿標的

- ▶ 基金投資組合中的企業加權負債比率為88%，優於道瓊STOXX600指數的131%。

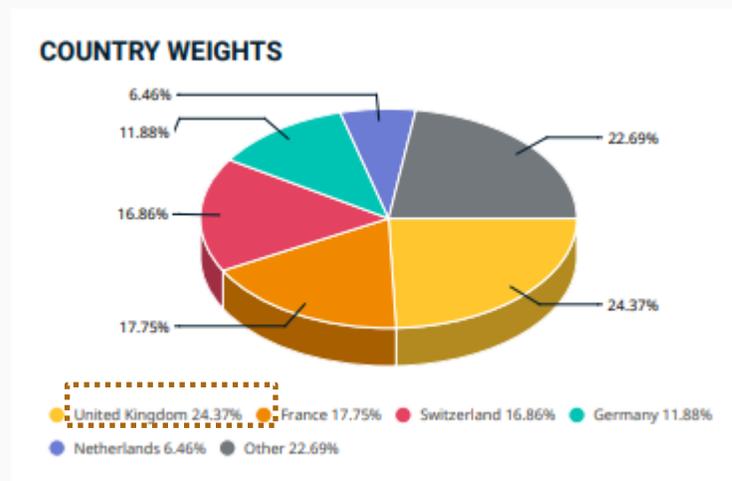
歐洲企業融資走升



## 二、基金於英國的 曝險低於基準指數

- 基金於英國的配置比重為21.5%，若扣除2間在英國掛牌的喬治亞公司，比重為19.5%，低於MSCI歐洲及道瓊歐洲600指數的曝險。

### MSCI歐洲指數的國家配置比重



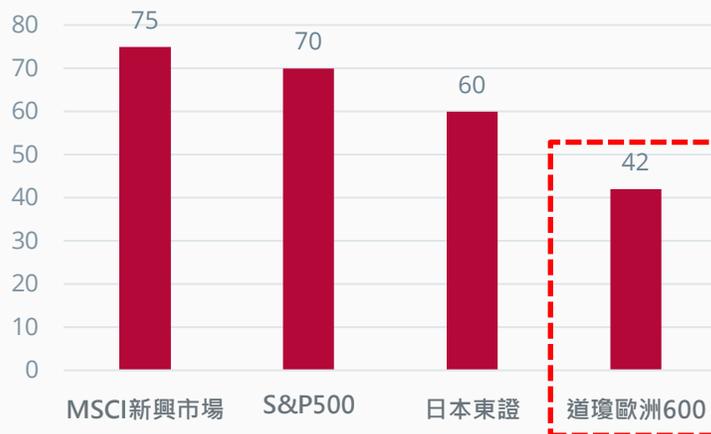
### 道瓊歐洲600指數的國家配置比重

Type	Fund
United Kingdom	24.51
France	17.40
Switzerland	15.39
Germany	11.36
Netherlands	5.88
Sweden	5.30
Denmark	4.16
Spain	3.57
Italy	3.52
Finland	1.75
United States	1.64
Belgium	1.57

### 三、歐元弱勢表現下，關注海外營收占比高的標的

- ▶ 弱勢歐元有助提振海外營收較多的歐股企業，高盛預期歐元每下跌 10%，歐股企業的獲利就會增加約2.5個百分點。
- ▶ 基金於歐洲本土的加權營收比重為45%，略高於基準指數的42%。

道瓊歐洲本土營收約42%



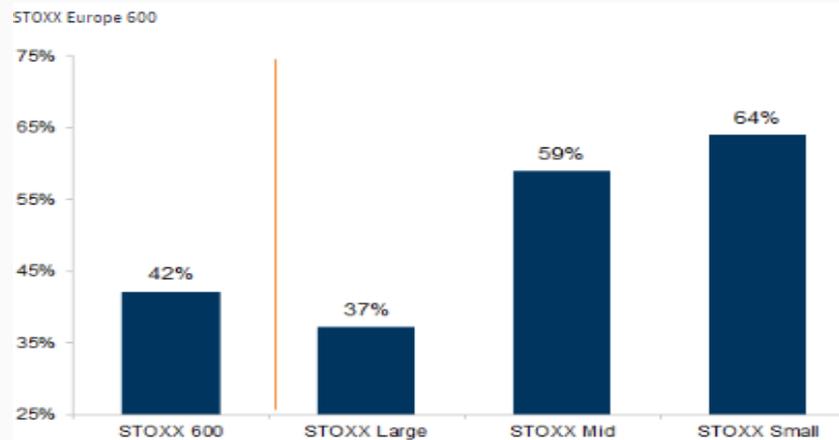
歐元今年以來貶值約14%



## 四、大型股優於小型股

- ▶ 小型股營運集中於歐洲本土，容易受民眾消費力道下滑、歐元貶值拉升成本等負面衝擊。
- ▶ 基金大型股占比67%、中型股30%，小型股0%。

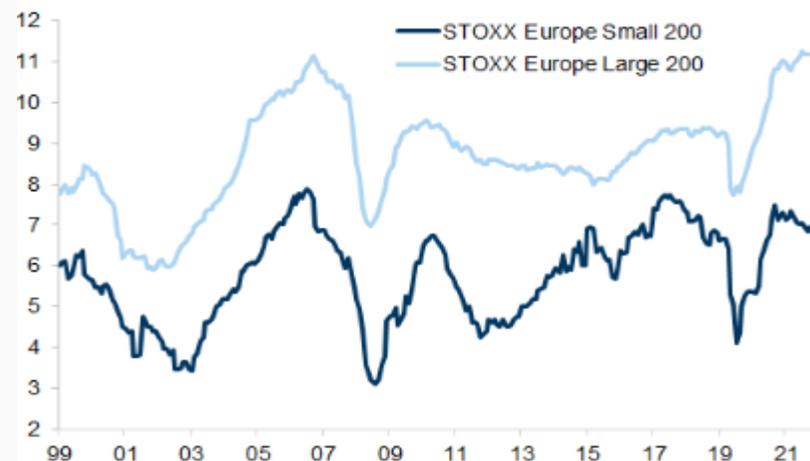
基準指數的中、大型股於歐洲本地營收曝險較低



小型股對歐元貶值更為敏感



大型股的淨利潤率在當前環境維持高檔



## 前10大持股

前十大持股	比重(%)	產業類別	介紹
Novo Nordisk A/S	7.1	醫療保健	丹麥製藥企業，為糖尿病、生長激素、血友病提供製品和服務
Schneider Electric SE	5.5	工業	法國最大能源管理公司，為基礎設施、工業控制、資料中心，提供斷路器、感測器、控制器等產品。
Nestle SA	5.2	核心消費	瑞士跨國食品和飲料公司，亦為全球最大的食品製造商。
Unilever PLC	4.6	核心消費	全球第三大跨國消費品公司，產品包括食品，飲料，清潔劑和個人護理產品。
Scout24 SE	4.1	非核心消費	德國最大的線上房地產分類廣告平台。
ALK-Abello A/S	4.0	醫療保健	丹麥的製藥公司，專門從事過敏症預防和治療的免疫過敏治療產品的開發和製造。它是世界上最大的變應原免疫治療產品製造商之一
WH Smith PLC	3.9	核心消費	英國連鎖便利店，在商店街、火車站、機場、港口、醫院等地經營連鎖便利店。
RELX PLC	3.8	工業	全球跨產業專業與商業客戶的資訊及分析供應商。
AIB Group PLC	3.7	金融	提供全方位金融服務的愛爾蘭零售和商業銀行。
Kuehne + Nagel International AG	3.6	通訊服務	全球領先的貨運代理及物流業者之一，海運貨代市佔率行業第一。

## 投資結論

- ▶ 北溪一號線斷供，加上管線發生爆炸洩漏，短期來自俄羅斯的供應難以恢復，雖加大液化天然氣進口、天然氣儲存提早到位，使歐洲有望躲過入冬的能源危機，惟仍須觀察寒冬、供應近一步下滑等變數。
- ▶ 歐洲經濟已經因為高通膨、製造業下行等因素成長明顯放緩，且在歐洲央行仍選擇加速升息打通膨下，歐元區今年底經濟成長將呈現停滯，並於明年恐陷入衰退，上述因子短期仍將壓抑市場情緒。
- ▶ 雖當前缺乏利多因子，惟從資金面觀察歐股並不擁擠，且歐股以價值股為主，搭配高殖利率保護，在當前利率上升的環境中仍有一定抵禦力，投資組合中與美股形成一定互補性，建議長線投資人在市場逆風中維持定期定額投入，以掌握低檔布局的時機。

03

附錄



## 基金投資流程: 選股 符合巴黎氣候協議概念



▶ 投資組合中的個股平均碳使用比指數低 50%。



▶ 所有高於上述標準的公司都必須制定科學基礎的減碳目標。



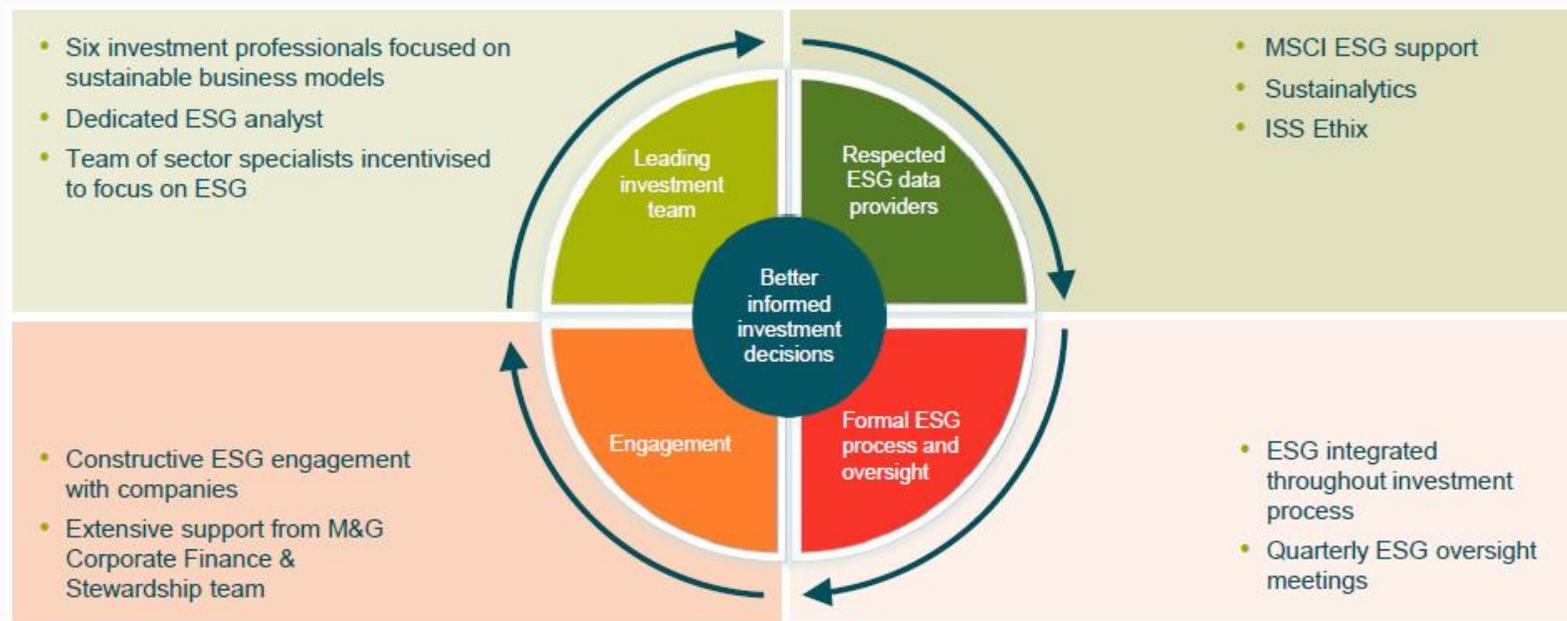
▶ 選股偏好可提供解決方案的廠商，尤其是高排放行業。



▶ 排除石化燃料開採公司，並限制運用石化原料發電的比例。

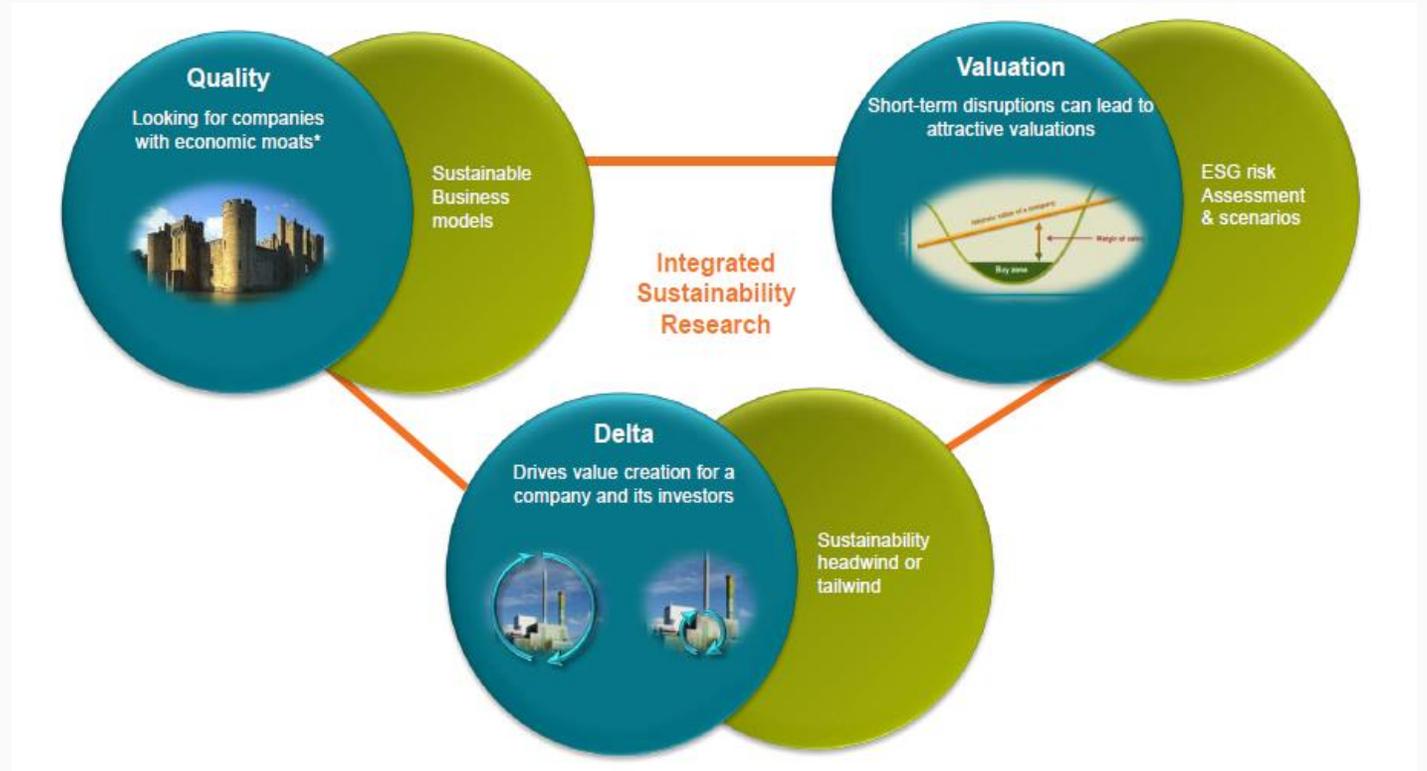
## 基金投資流程: 導入 ESG投資概念

- ▶ 用5至10年的投資概念，專注找到好公司，並且定期檢視持股。



## 基金投資流程: 導入 ESG投資概念

- ▶ 用5至10年的投資概念，專注找到好公司，並且定期檢視持股。



## 基金投資流程: 導入 ESG 投資概念

- ▶ 兼具穩定成長及投資機會。



# 基金投資流程

## 1) We select 'moated' companies

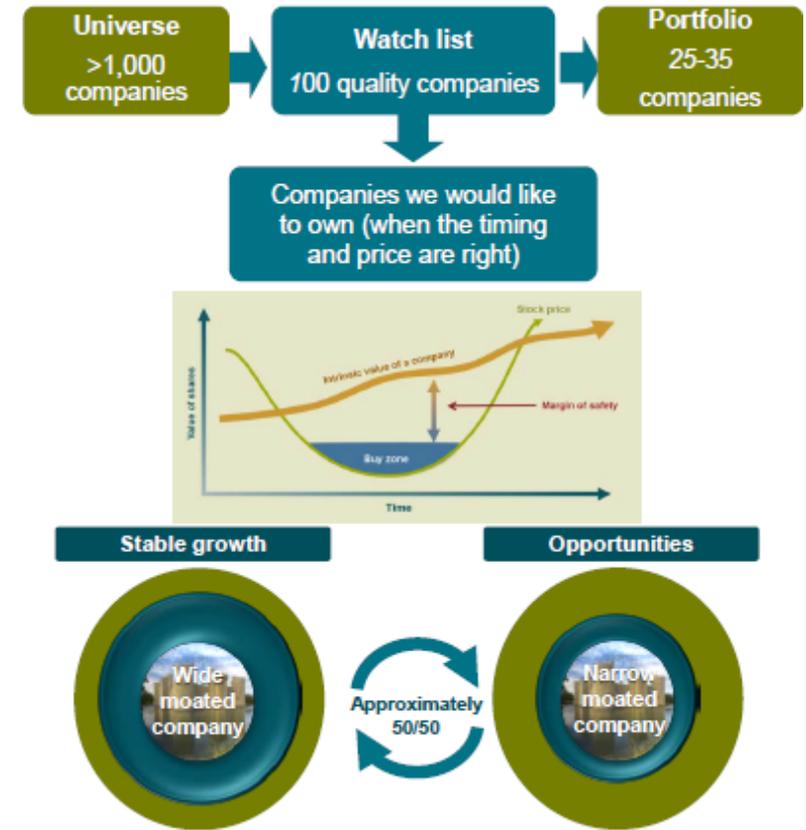
Companies with a long-term competitive advantage to protect their profitability

## 2) We wait patiently for disruptions

Investing when short-term investor behaviour has provided a clear valuation opportunity

## 3) We stay focused

A concentrated but balanced low-turnover portfolio





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；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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。基金經理人將儘可能分散投資風險，但無法保證完全彌平風險。

有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至下列網址查閱：公開資訊觀測站：<http://newmops.tse.com.tw>、瀚亞證券投資信託股份有限公司：<http://www.eastspring.com.tw>或於本公司營業處所：台北市松智路1號4樓，電話：(02)8758-6699索取/查閱。瀚亞投信獨立經營管理。