

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

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

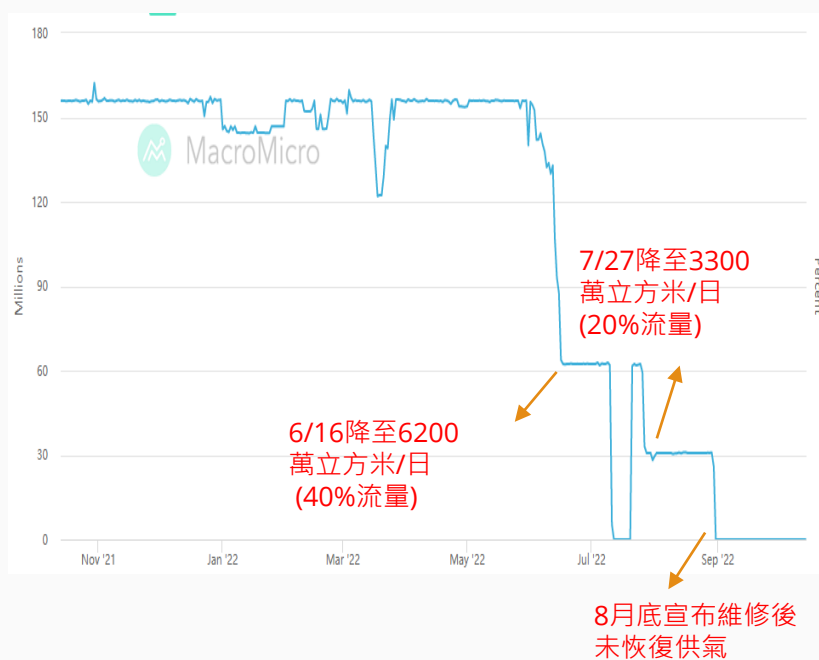
歐洲市場現況與展望



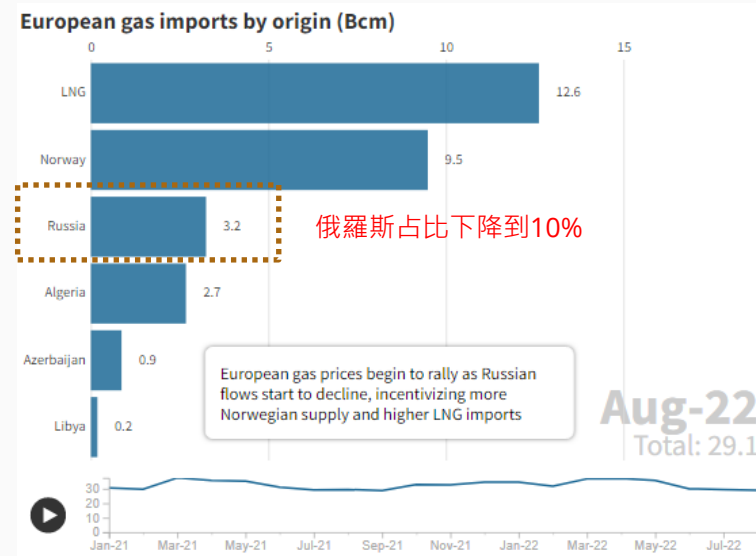
短期北溪一號線復供 難度高

- ▶ 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



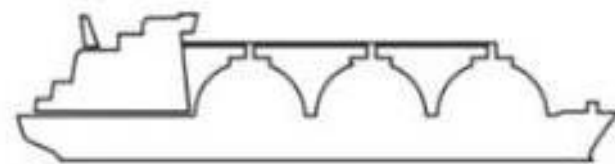
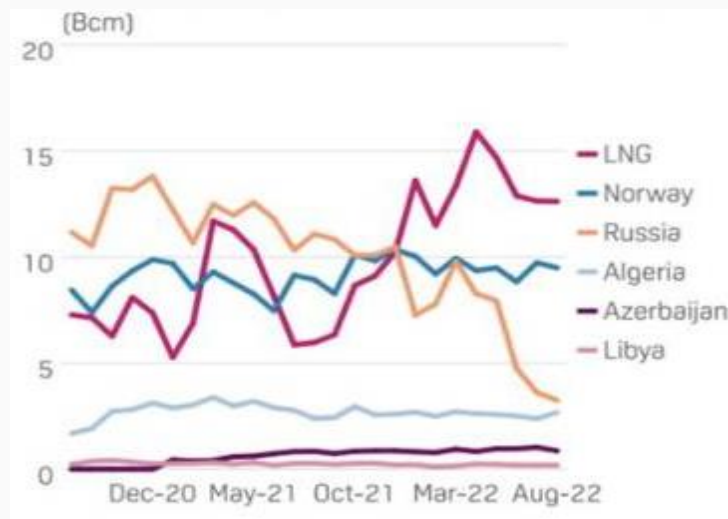
歐洲天然氣供應結構



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)

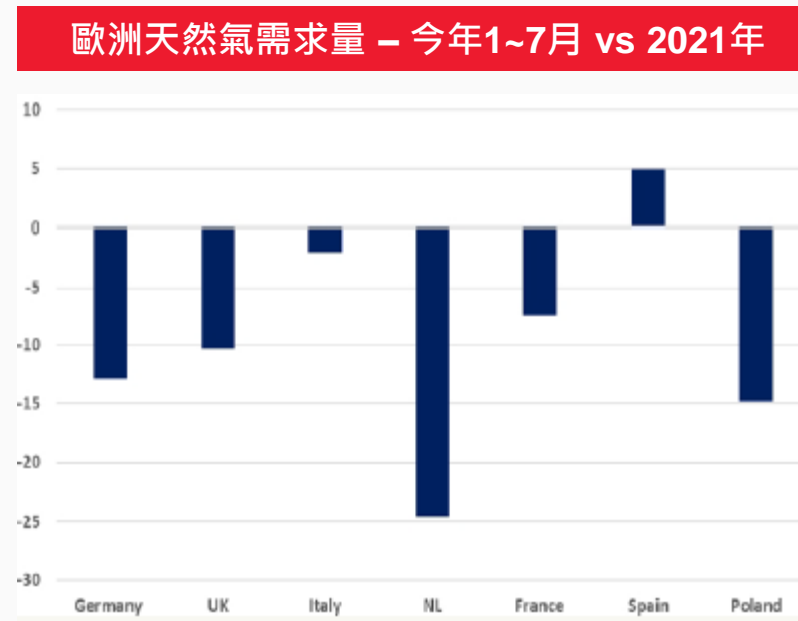
400 million cu m/d **↑ +68%**
(vs 238 million cu m/d in Q4-21)

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

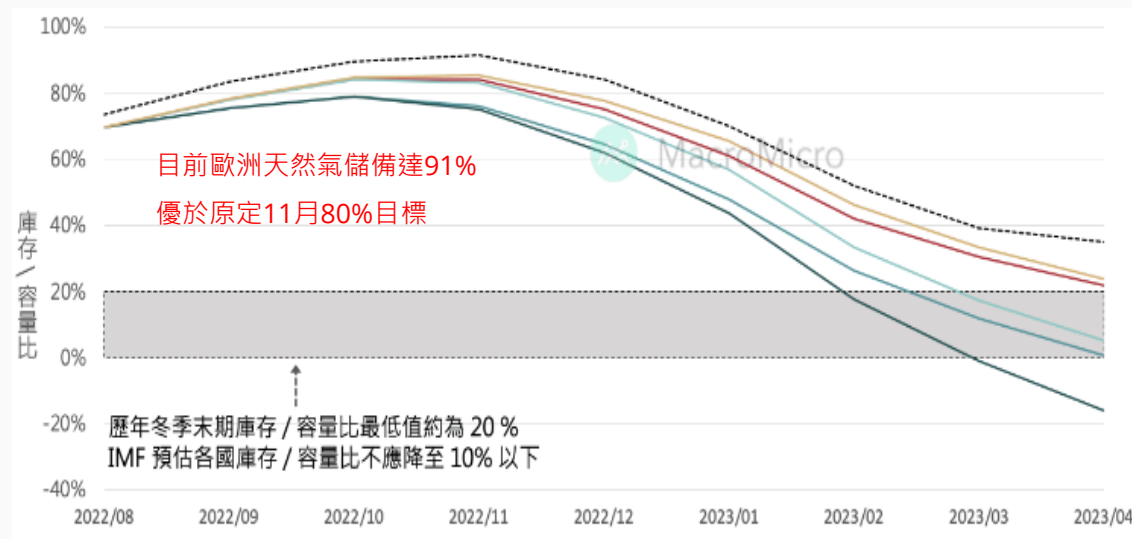
- 需求破壞浮現，今年以來歐元區天然氣需求量較去年平均下滑10%



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

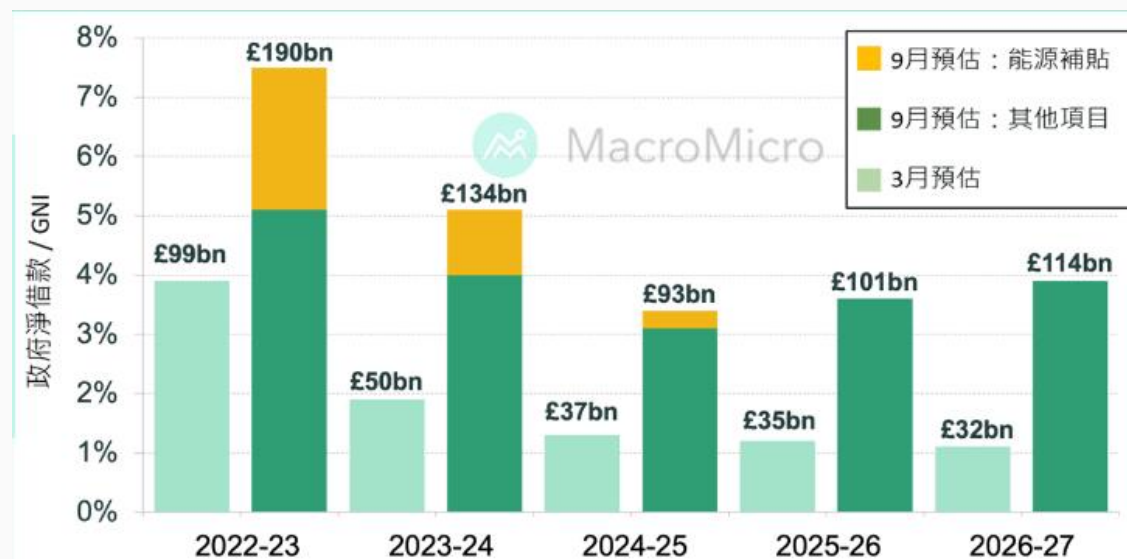
- ▶ **財政紀律惡化:** 減稅是否導致財政長期赤字、政府債務壓力增加。
- ▶ **債市淨供給大增:** 央行縮表、政府加大發債。

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

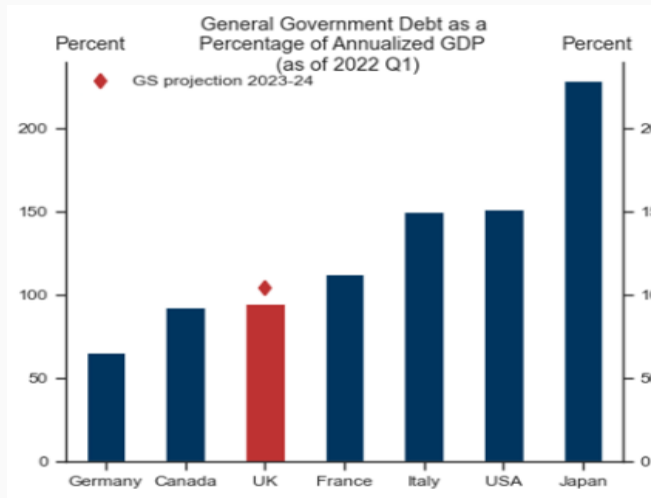
英國政府未來幾年支出大幅增加



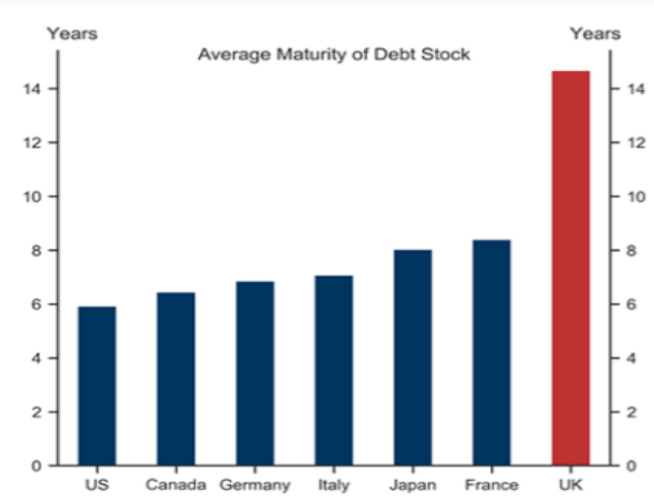
預期重大金融風險發生機率低

- ▶ **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。

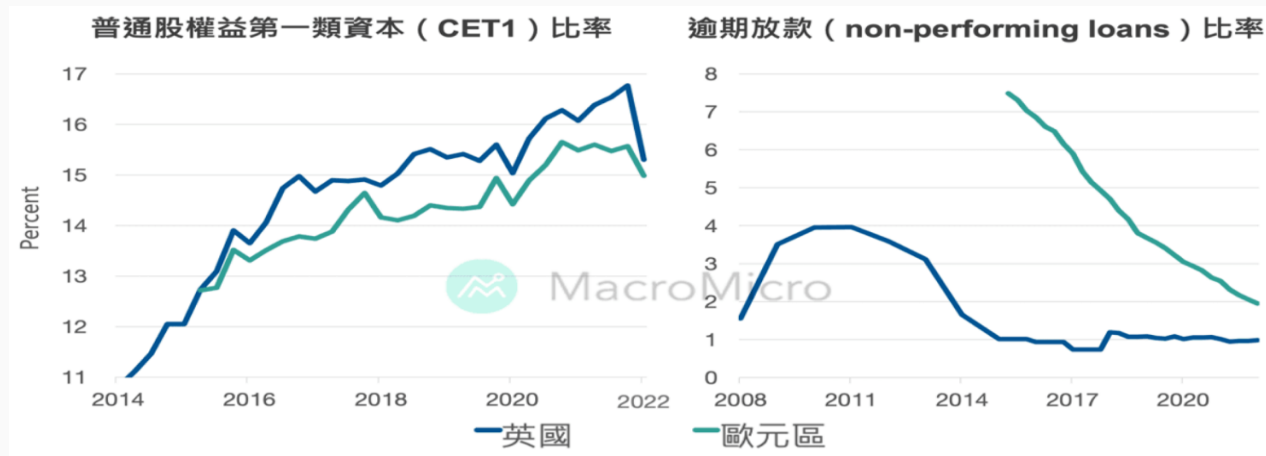
G7國家中英國負債比偏低



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

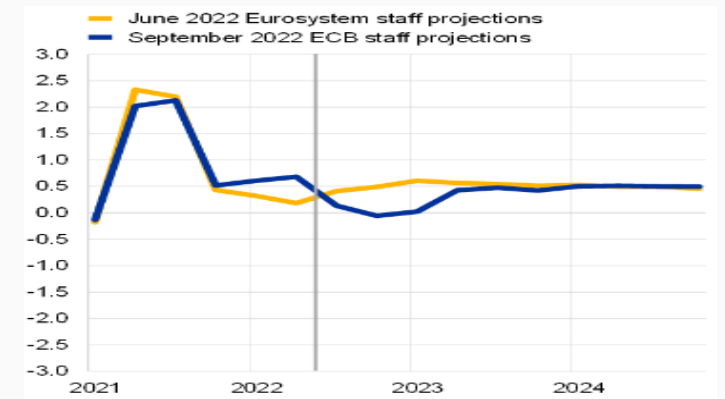
歐洲央行下調經濟成長，同時上調通膨預期

- ▶ 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



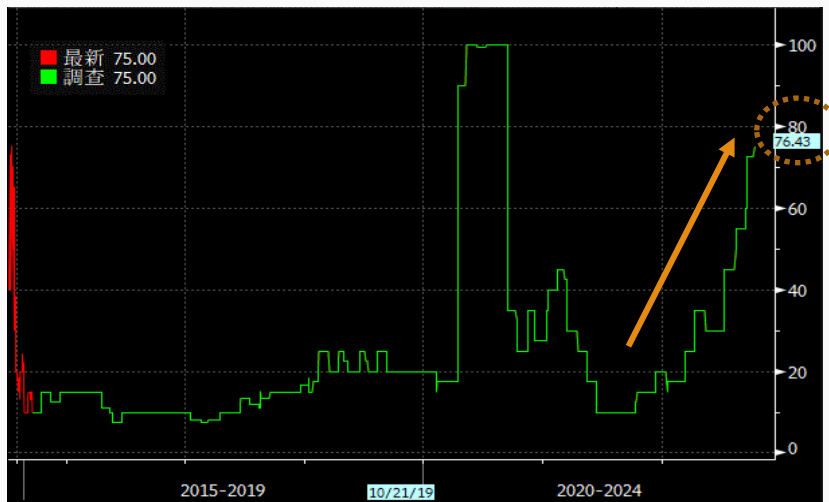
歐洲央行預測引用的情境數據

	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

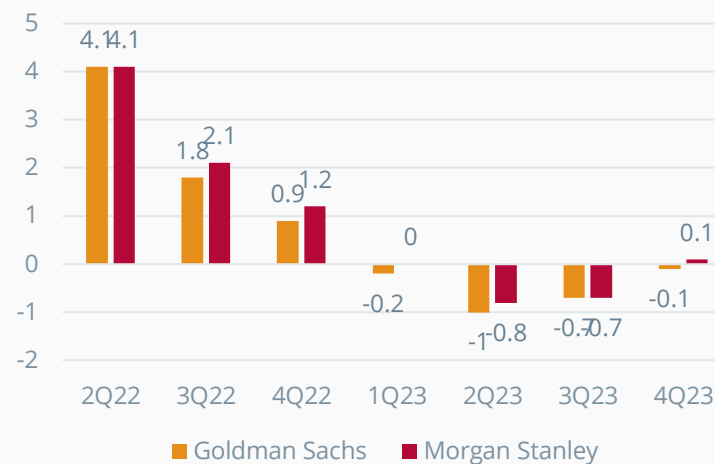
市場則普遍預期歐元區明年將步入衰退

- ▶ 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



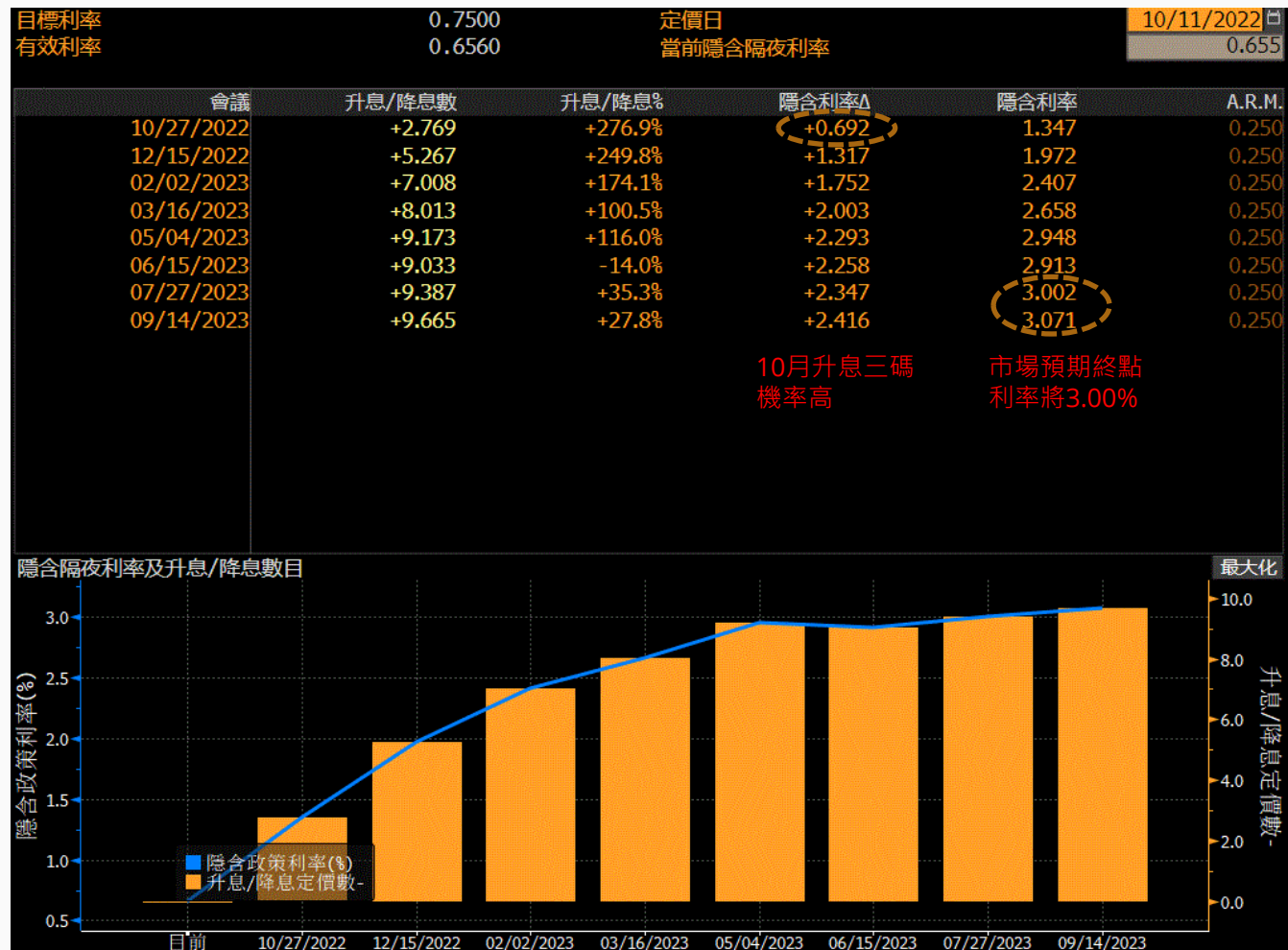
2023年陷入衰退成為賣方共識



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%)

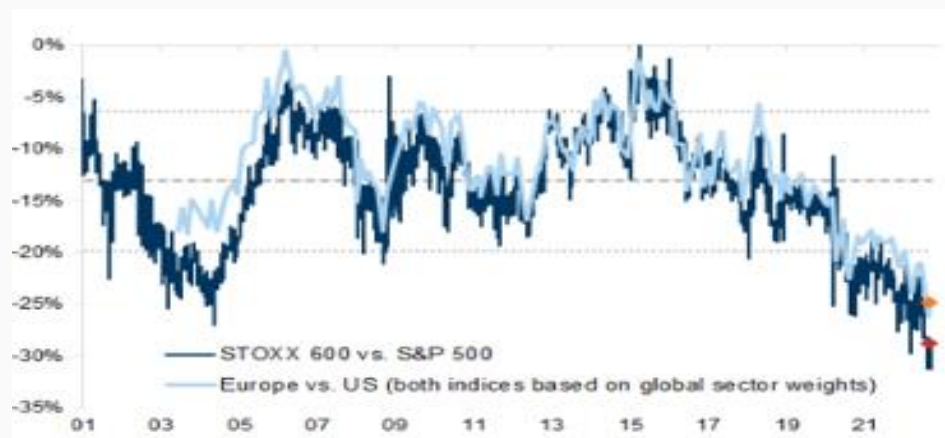
從利率期貨預期ECB升息路徑



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%
Market	6.5	7.2	9.9	9.1	16.5	10.3	7.4	7.4	12.9	11.0	9.5	11.6	22%

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

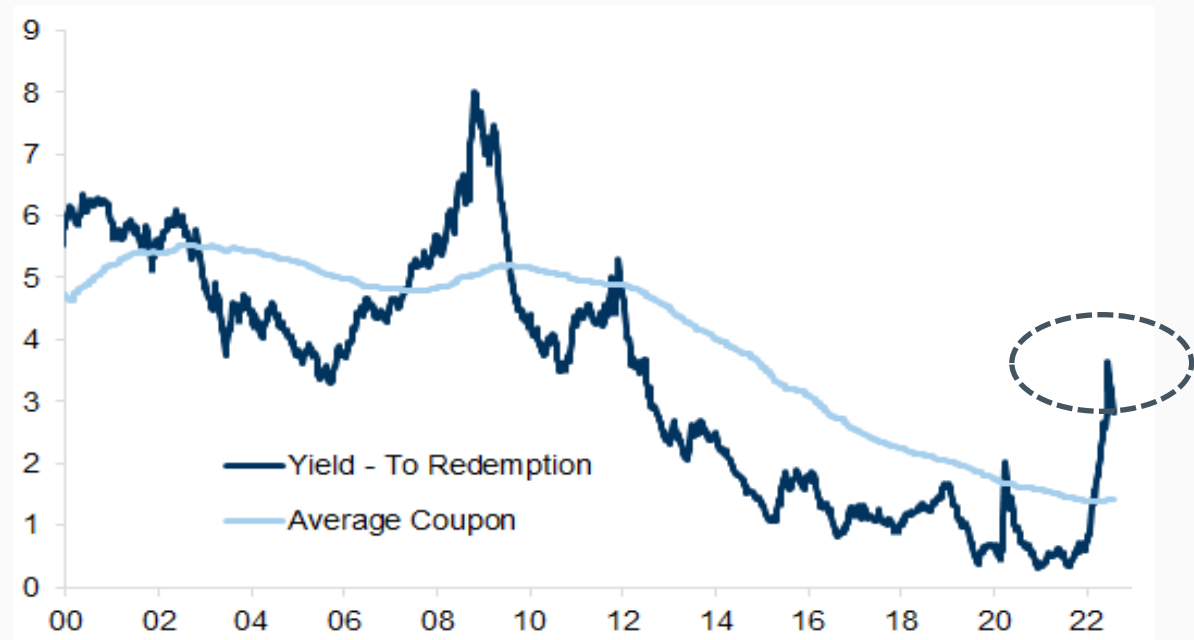
產業	基金配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
工業	28.1	-6.9	-28.0
醫療保健	14.3	-4.2	-11.8
必須消費	13.6	-5.2	-11.6
金融	13.1	-5.4	-18.5
循環消費	7.8	-8.1	-28.1
通訊	7.7	-11.0	-16.0
原材料	6.7	-5.5	-21.3
科技	5.6	-8.2	-34.6

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%。

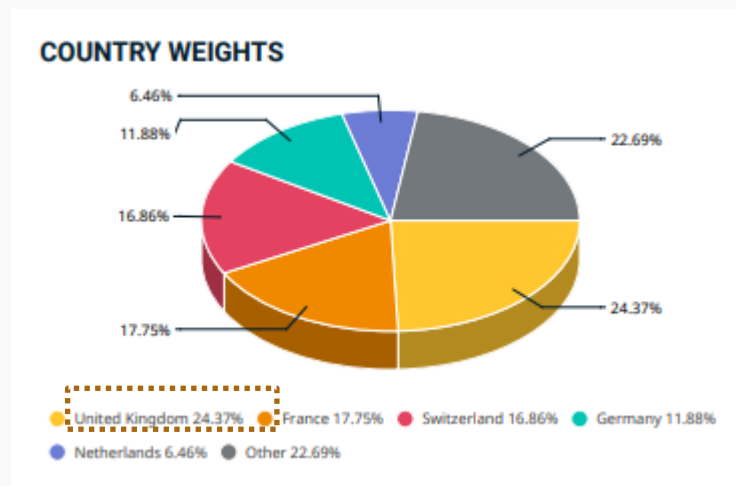
歐洲企業融資走升



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



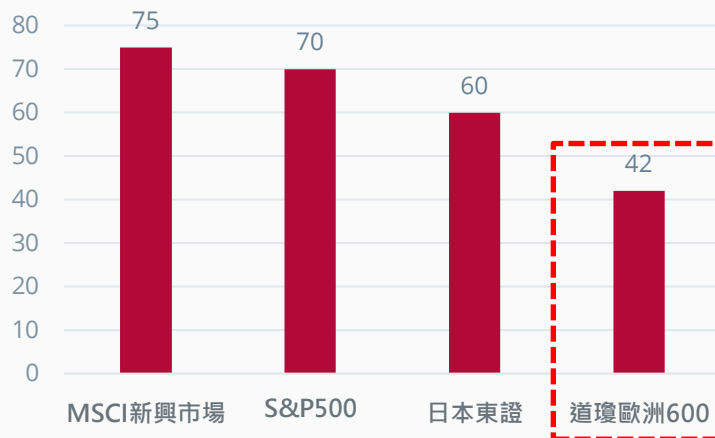
道瓊歐洲600指數的國家配置比重

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%

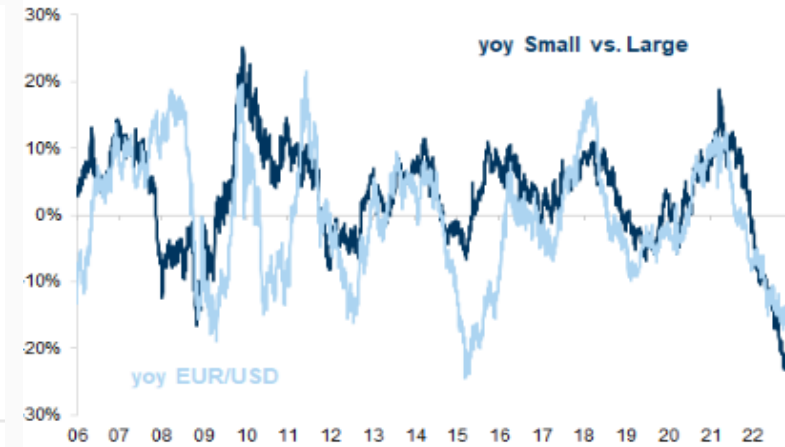
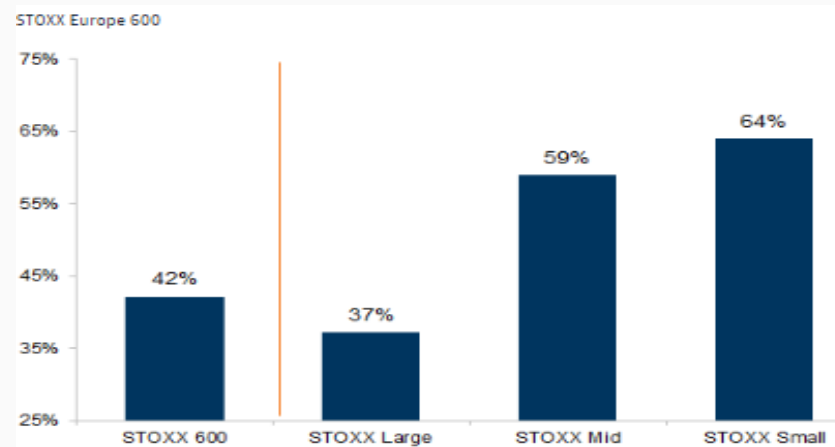


四、大型股優於小型股

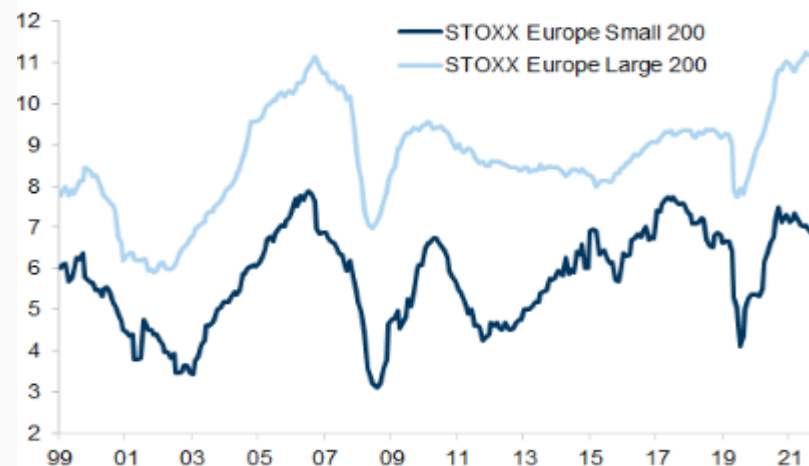
- ▶ 小型股營運集中於歐洲本土，容易受民眾消費力道下滑、歐元貶值拉升成本等負面衝擊。
- ▶ 基金大型股占比67%、中型股30%，小型股0%。

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。



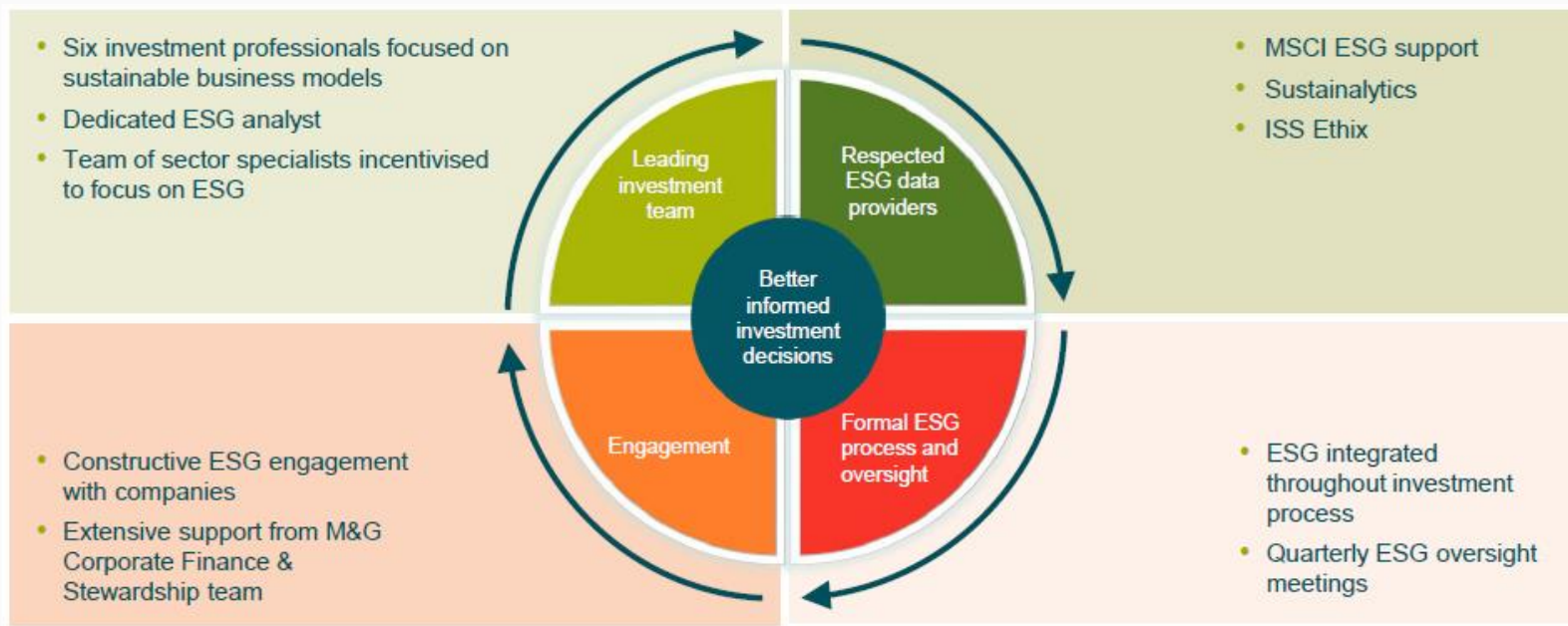
▶ 選股偏好可提供解決方案的廠商，尤其是高排放行業。



▶ 排除石化燃料開採公司，並限制運用石化原料發電的比例。

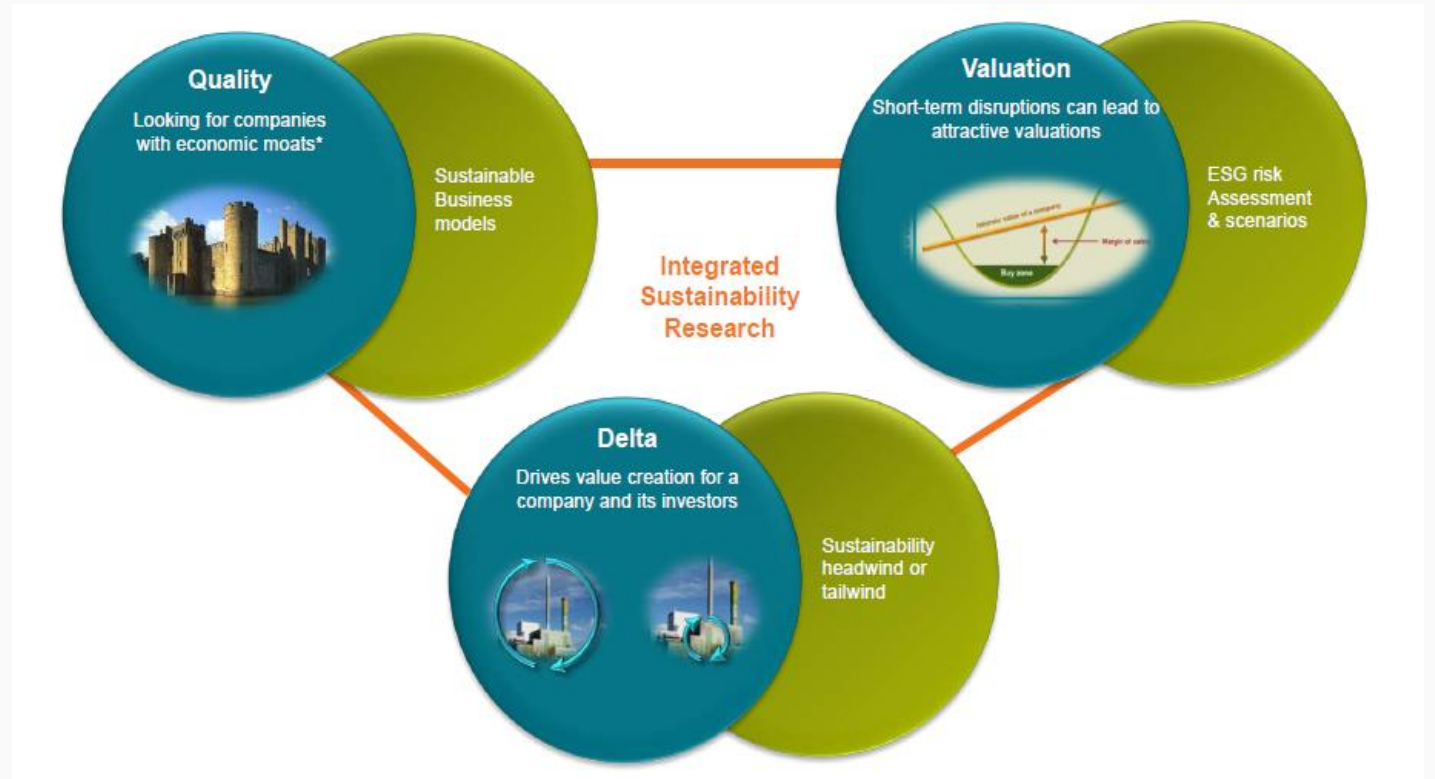
基金投資流程: 導入 ESG投資概念

- ▶ 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

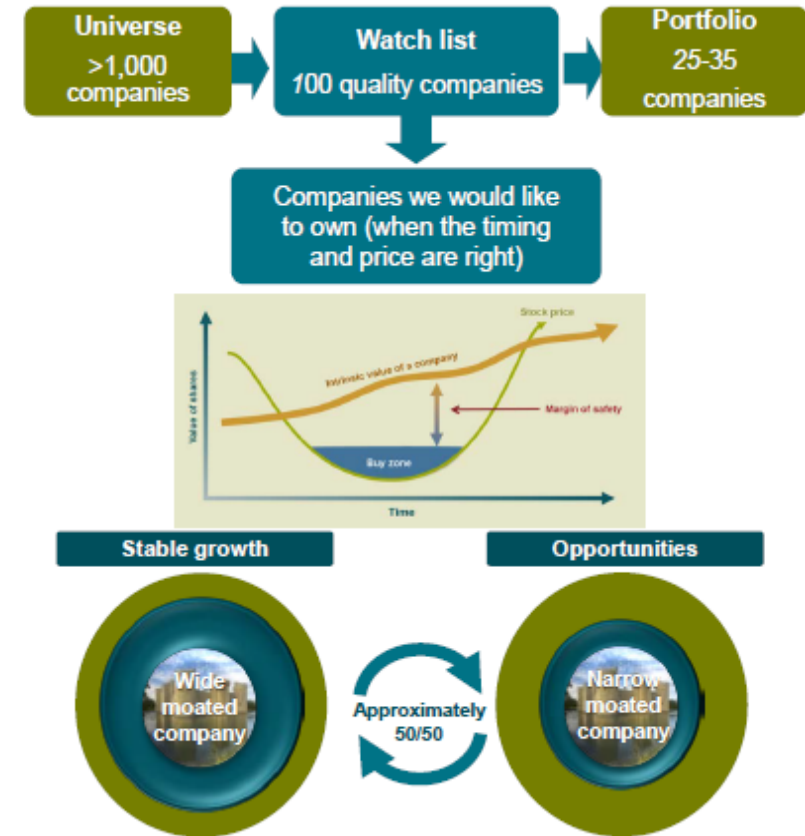
Companies with a long-term competitive advantage to protect their profitability

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。