

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL. FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY.



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2023年4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

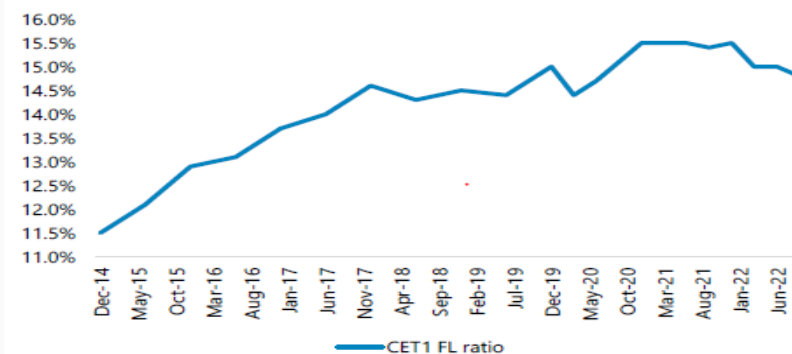
- 1.1 歐洲銀行業體質穩健，信貸收緊對景氣衝擊可控
- 1.2 短期可能進入震盪整理，惟在資產配置中仍具備一定價值



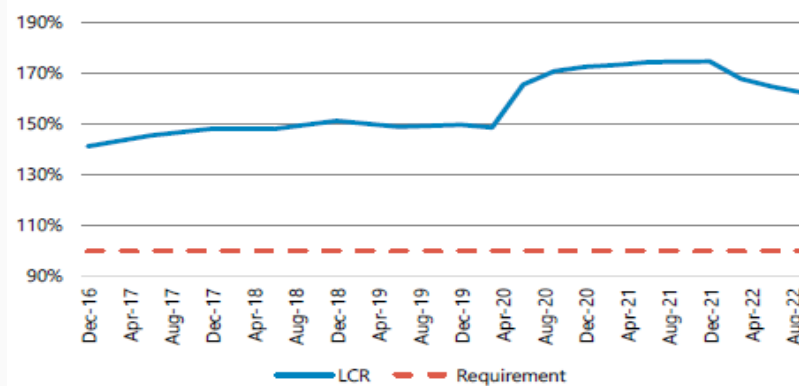
歐洲銀行自過去危機中蛻變並茁壯

- ▶ 抵禦外部風險能力: 行業CET1比率由2014年底的11.5%提升到2022年9月的14.8%。
- ▶ 流動性、資金來源穩定度: 行業的LCR自2016年底的140%上升到2022年9月的163%，在2020年受第三波TLTRO推升，目前則隨過剩流動性消退而下降，但行業LCR仍遠高於疫情前水準。

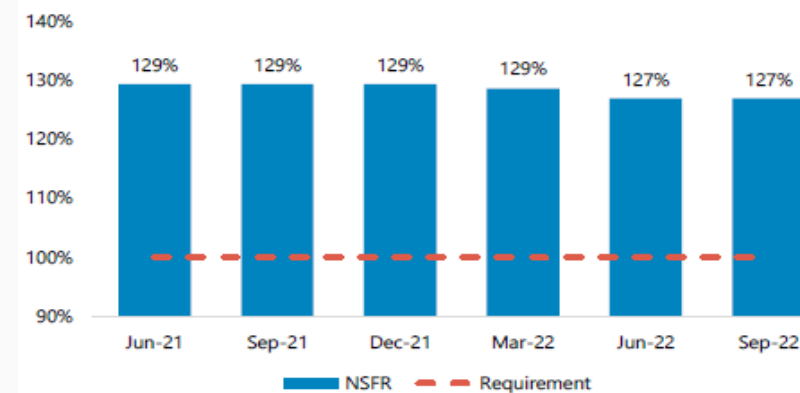
普通股權益第一類資本比率 (CET1)



流動性覆蓋比率 (LCR)



淨穩定資金比率 (NSFR)



備註: 流動性覆蓋率的定義為優質流動性資產儲備與未來30日的資金淨流出量之比率，而穩定資金比率的定義則為可用穩定資金與應有穩定資金之比。此二指標為金融海嘯後巴塞爾銀行監理委員會所提出的金融機構流動性風險管理量化指標，此指標應高於100%以上，愈高代表銀行流動性及資金來源穩定度越高。

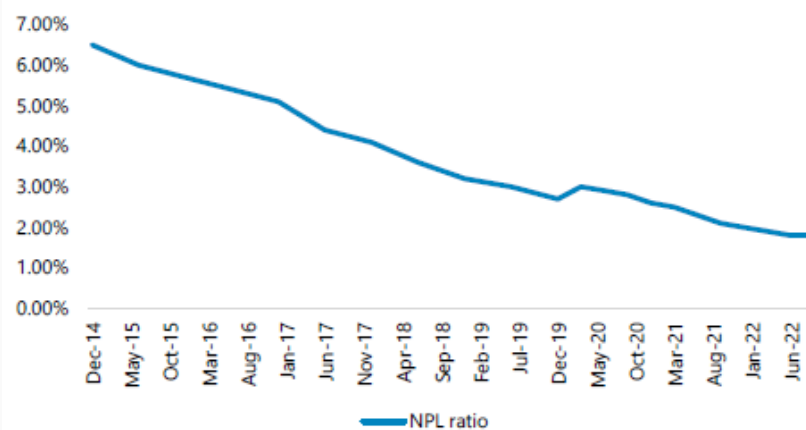
資料來源: 2023/03 · Jefferies; 2023/03 · 富邦

歐洲銀行自過去危機 中蛻變並茁壯

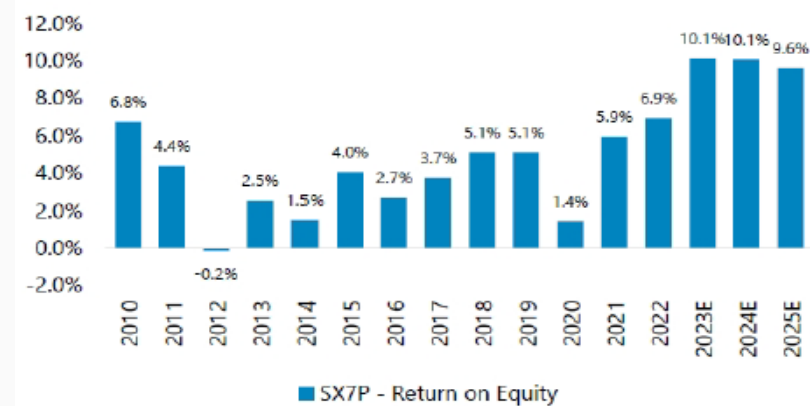
獲利能力:

- 隨資產負債表強化，行業NPL由2015年底的6.5%降至2022年8月的2%。
- 資產品質改善+成本控制，行業ROE由中單位數推升至雙位數水準。

行業逾期放款比率(NPL)



行業股東權益 (ROE)

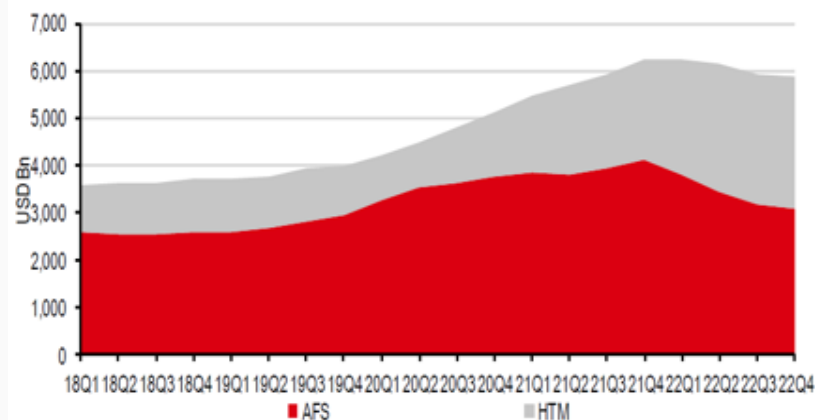


歐洲銀行並無類似SVB 風險

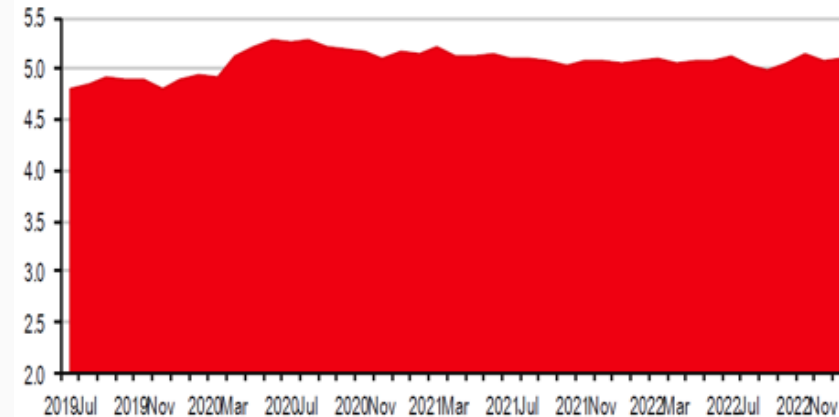
SVB的問題在於：

- 存款端：缺乏資金多元化，集中在特定產業。
- 資產端：將存款大量轉投資長期性證券商品，且結構中以持有至到期投資為主，導致大量提款時面臨流動性不足的問題。

美國銀行業投資的有價證券快速增加



惟歐洲銀行業並未大幅增加投資部位



歐洲銀行並無類似SVB 風險

- ▶ 歐洲銀行的投資部位/存款平均僅19%，遠低於SVB的70%。
- ▶ 法國農業信貸銀行(CASA)雖投資部位/存款亦高，但結構以備供出售為主，持有至到期僅占不到30%，亦遠低於SVB的75%。

€ bn, %	Total AFS (debt securities)	Total HTM (debt securities)	Total AFS + HTM (debt securities)	Portfolio as a % of total deposits
UK & Ireland				17%
BARC	73	51	125	20%
LLOY	26	11	37	6%
NWG	19	15	33	6%
HSBC	238	158	396	27%
STAN	105	56	160	34%
AIB	12	4	16	16%
BKIR	4	4	9	9%
France				28%
BNP	36	114	150	15%
CASA	204	87	291	59%
Soc Gen	37	21	59	11%
Benelux				18%
ING	29	48	77	12%
ABN AMRO	38	3	42	16%
KBC	12	52	64	25%
Spain				19%
BKT	3	9	12	17%
BBVA	59	44	103	26%
SAB	6	21	27	17%
SAN	75	74	149	15%
CABK	12	78	89	23%
Italy				26%
ISP	52	52	103	22%
UCG	54	71	125	24%
BAMI	9	26	35	32%
Nordics				17%
DANSKE	16	20	36	23%
DNB	14	12	25	19%
SHBA	15	0	15	12%
NDA	0	0	0	16%
SEB	22	1	23	15%
SWEDA	7	12	19	16%
Germany				13%
DBK	32	15	46	7%
CBK	34	31	65	18%
Portugal				27%
BCP	7	13	20	27%
Austria				20%
BAWAG	3	3	6	17%
Erste	9	41	50	22%
Switzerland				11%
UBS	2	42	44	9%
CSG	1	1	2	1%
BAER	14	4	17	23%
European Banks wtd.avg.				19%

瑞信營運惡化屬於特殊案例

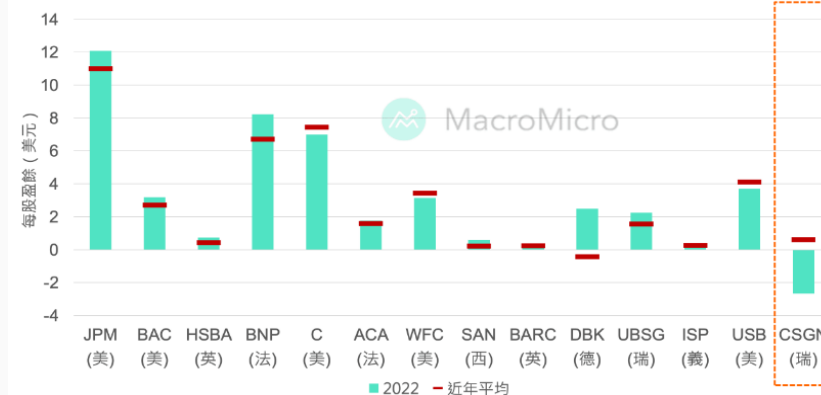
- ▶ 財務惡化原因1: 連年不斷的內控問題與醜聞，包含訴訟罰款、投資失利導致財務虧損。

內控問題、高層醜聞不斷

時間	事件
2012年	涉嫌操縱Libor被調查
2013年	美國司法部調查MBS銷售行為
2014年	承認為客戶逃稅，遭美方罰款28億，CEO隔年下台
2015年	涉嫌限制利率互換市場競爭，遭退休基金控告
2017年	支付53億罰金，與美國司法部和解MBS銷售訴訟
2018年	招聘中國高幹子女任職，遭美方罰款4,700萬
2019年	莫三比克20億借款案，遭員工詐欺至少2億
2020年	高層內鬥爆發間諜事件，CEO下台
2021年	大客戶Archegos爆倉，損失55億 Greensill Capital倒閉，損失17億
2022年	董事長、CEO下台，遭瑞士法院判決洗錢罪成立

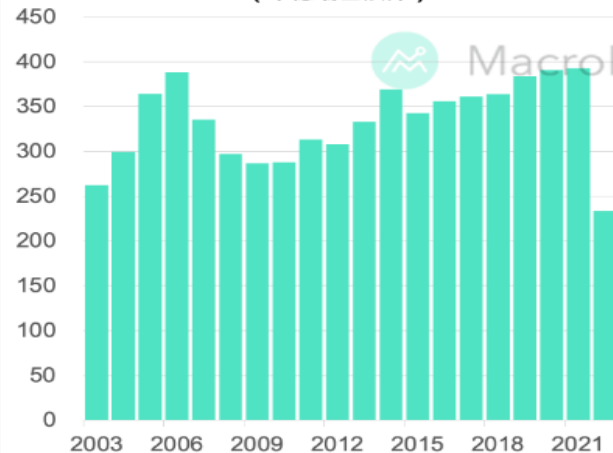
單位：美元

全球主要銀行去年僅瑞信出現大幅虧損

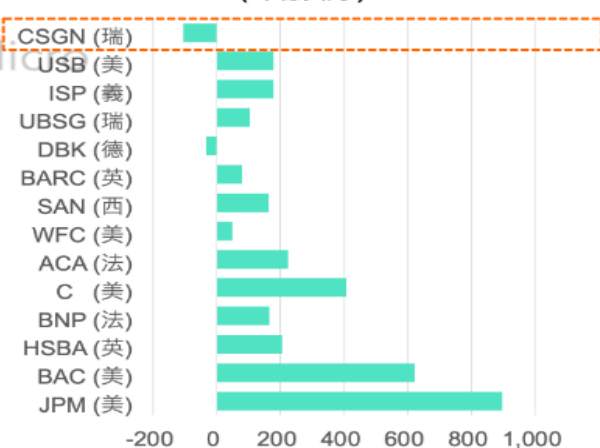


- ▶ 財務惡化原因2: 2022年底現金流較期初減少963億法郎，現金流失除了反映盈利下滑外，存戶信心下滑也使瑞信客戶存款較去年同期減少1595億法郎。

瑞信客戶存款大量流失
(十億瑞士法郎)



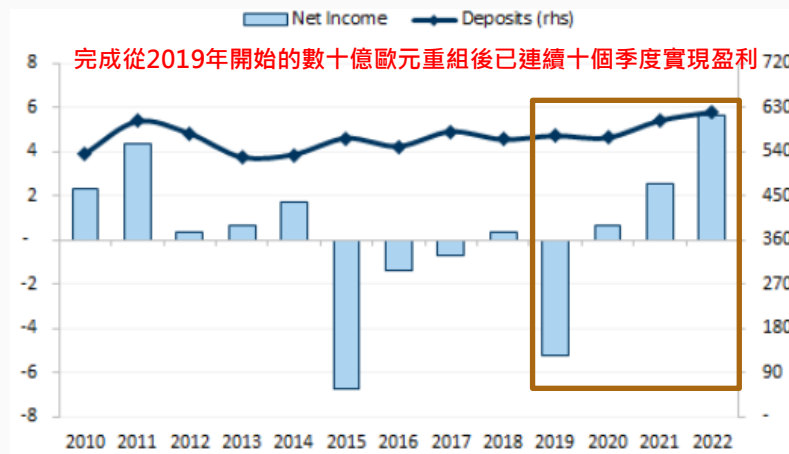
瑞信近五年存款減少超越其他主要銀行
(十億美元)



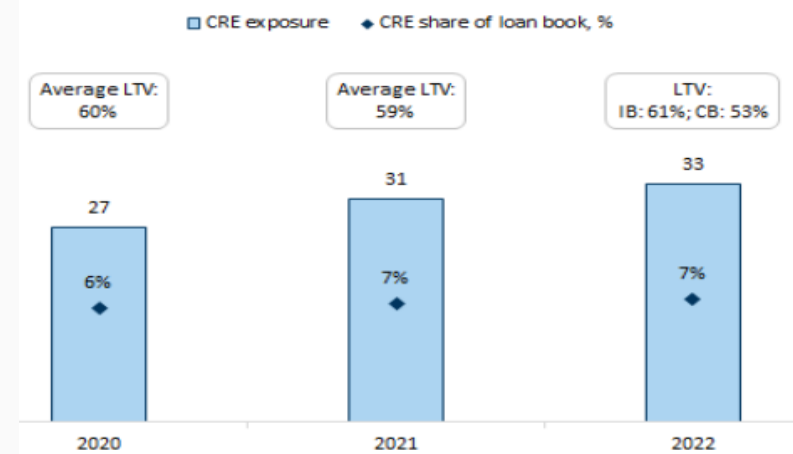
德銀預期不會是下一個瑞信

CDs 飆升的可能原因: 1. 德銀為過去歐元區銀行業危機常客 2. 商業地產風險敞口

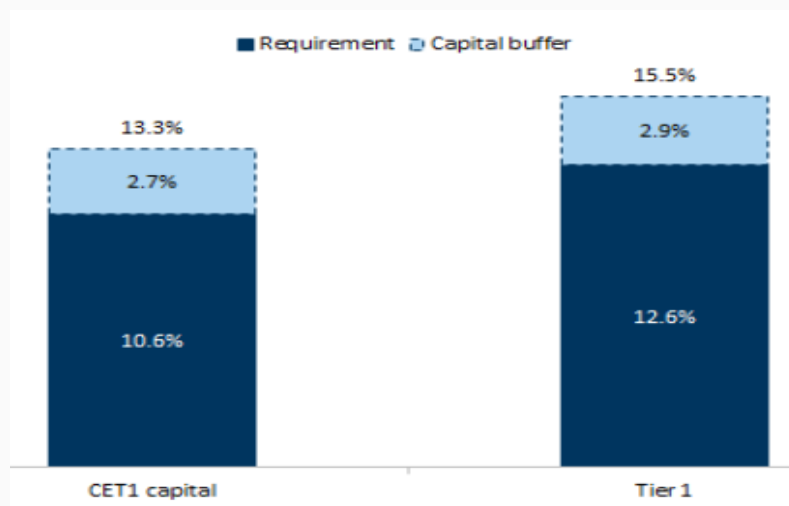
德銀已擺脫虧損，重返盈利增長軌道



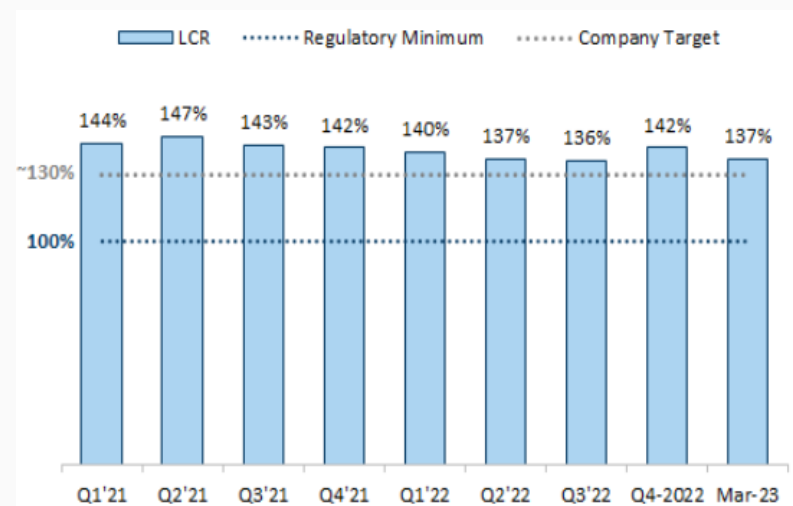
商業地產占德銀放貸金額約7%



資本適足率高於法規要求

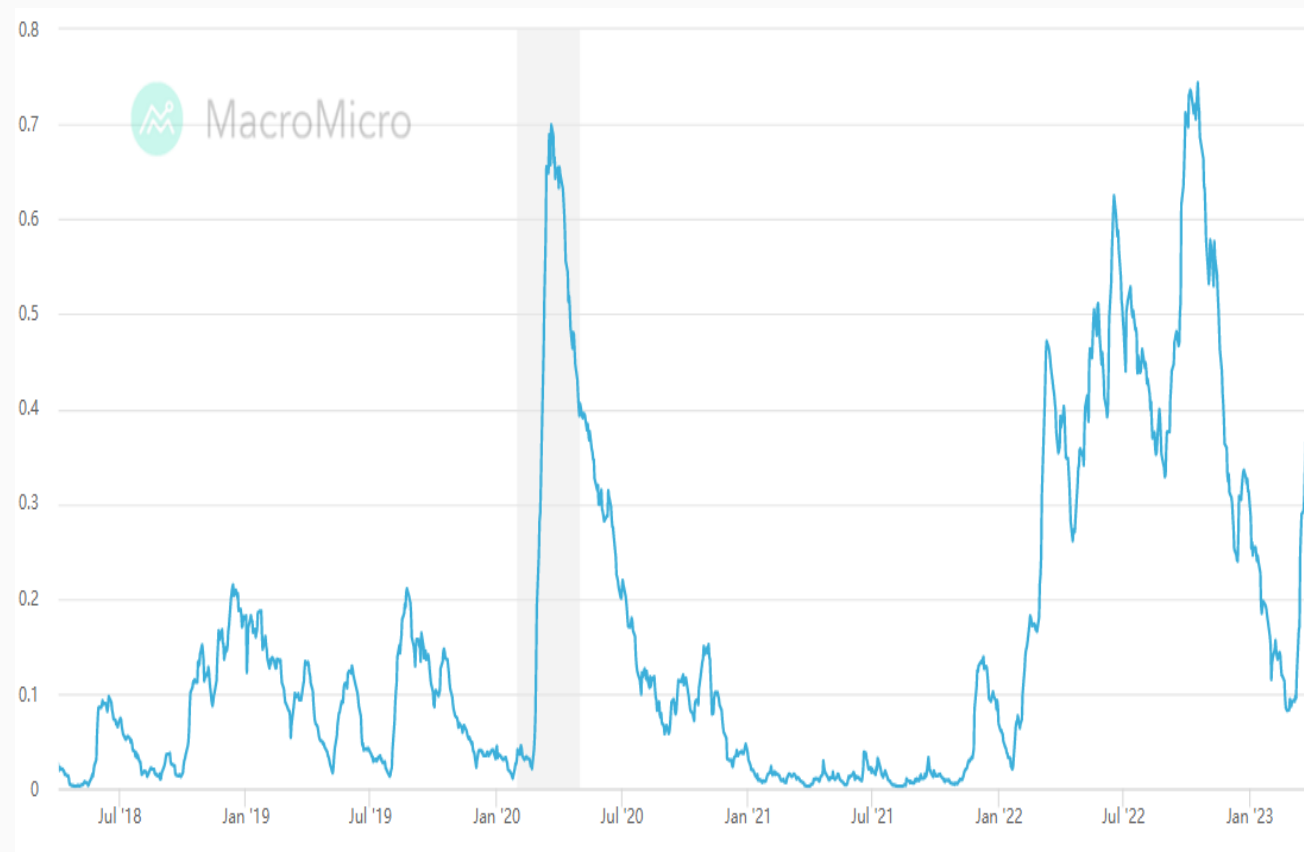


流動性充足



歐元區金融壓力上升 但離前波峰值仍有一段距離

歐元區系統壓力綜合指標



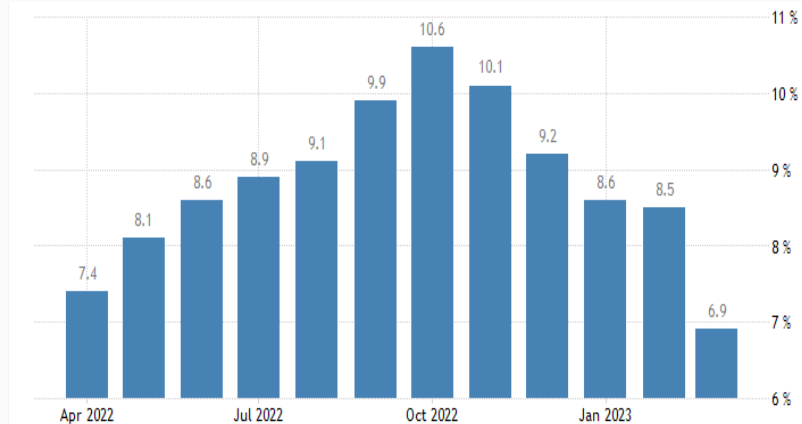
備註: 歐元區系統壓力綜合指標為ECB判別歐元區金融壓力的參考指標, 參考變數包含銀行類股股價與估值、各國公債與公司債利差與波動率、歐元匯率波動率等。

資料來源: 2023/03 · M財經平方

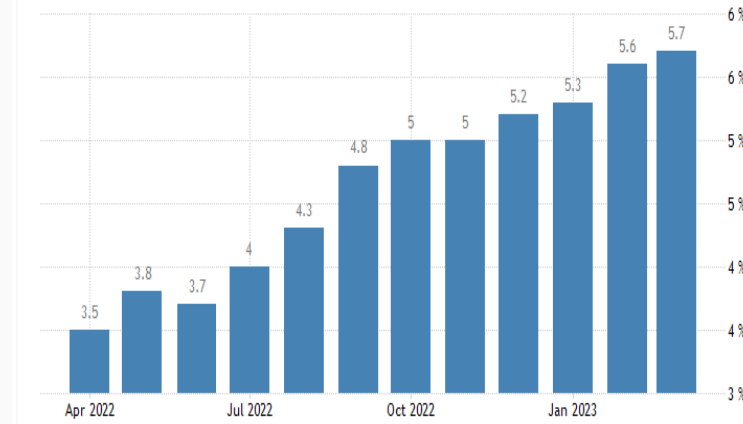
能源價格降溫，歐元區
通膨高峰已過，惟核心
通膨仍有黏性

- ▶ 3月通膨初值由前值8.5%降至6.9%，低於預期的7.1% (能源通膨回落)。
- ▶ 3月核心通膨繼續創新高至5.7% (商品轉服務趨勢延續、勞動力市場緊俏)。

歐元區通膨連續五月回落



惟核心通膨仍居高不下



能源通膨面臨高基期快速回落



預期核心通膨回落速度緩慢

INDICATOR	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
GDP, QoQ%	0.4	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
Unemployment Rate	6.7	6.7	6.8	6.9	7.0	7.0	7.0	6.9
Headline CPI, YoY%	9.3	10.0	8.0	6.7	5.5	3.6	3.1	2.3
Core CPI, YoY%	4.4	5.1	5.5	5.6	5.5	4.6	3.8	3.2

ECB維持升息步調，但由於信貸條件收緊形同升息，終端利率水位有望下調

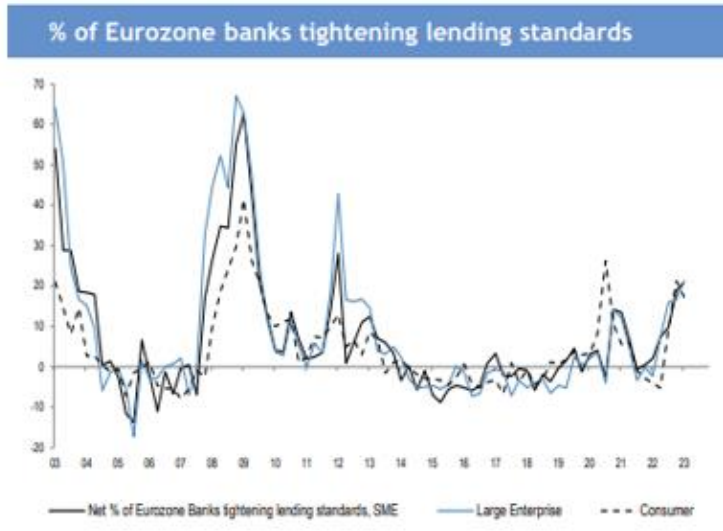
- ▶ 本次聲明稿中不再提供未來升息路徑的前瞻指引，僅強調仍有許多工作要做（more ground to cover）。



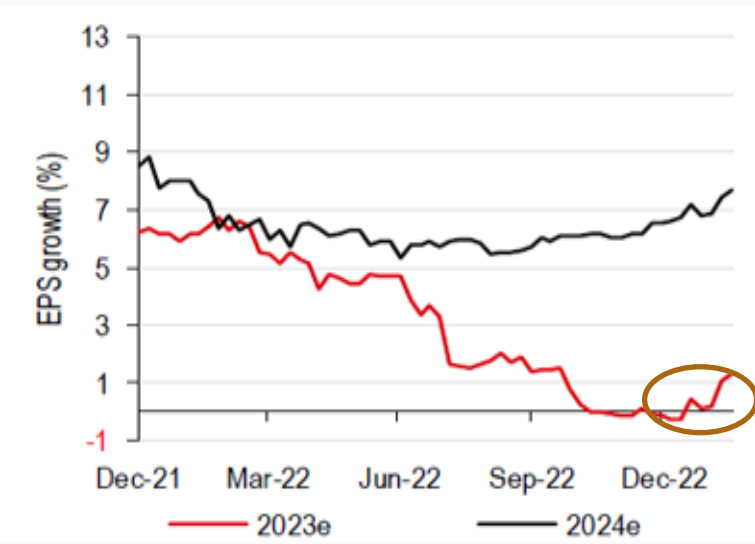
	March	May	June	July
銀行風波前	2碼	2碼	1碼	1碼
銀行風波後	2碼	1碼	1碼	--

銀行業恐導致歐股整體企業獲利進一步下修，惟幅度有限

- ▶ 市場預期歐洲金融業2023年企業獲利增速達13.6%，高於整體企業獲利持平水準，隨信貸條件收緊，企業獲利恐有近一步下修空間。



企業獲利下修高峰已過



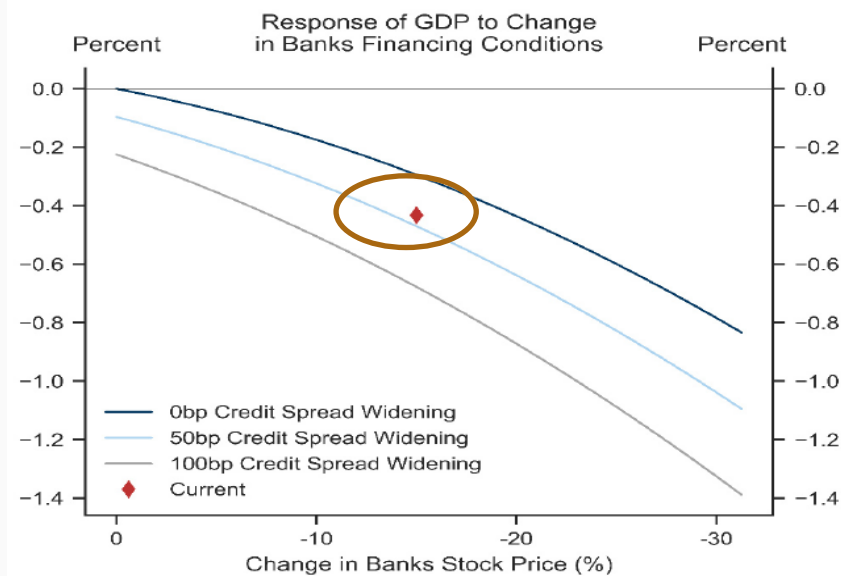
金融原為2023年歐股企業獲利提供支撐

Name	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Updated as of Mar 10th, 2023							
▼ SXXP Annual Earnings (€/Share)	25.5	25.6	17.5	29.2	36.0	35.9	38.6
▶ Communication Services	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
▶ Consumer Discretionary	2.9	2.5	0.8	3.1	3.4	3.5	3.9
▶ Consumer Staples	2.6	2.5	2.5	2.6	3.1	3.2	3.6
Energy	2.0	1.7	0.1	2.1	6.1	4.8	4.5
▼ Financials	6.7	7.3	4.7	7.8	8.1	9.2	10.0
Banks		4.1	1.8	4.1	5.0	5.4	5.8
Diversified Financials		1.1	1.2	1.8	1.1	1.4	1.5
Insurance		2.2	1.6	1.9	2.0	2.5	2.7
▶ Health Care	2.9	3.1	2.9	3.3	3.8	4.0	4.5
▶ Industrials	2.9	3.1	1.6	3.0	3.9	3.9	4.4
▶ Information Technology	0.8	1.0	0.9	1.3	1.4	1.6	1.8
Materials	2.2	1.9	1.6	3.3	3.4	2.7	2.8
Real Estate	0.3	0.4	0.3	0.6	0.4	0.4	0.5
Utilities	0.9	1.1	1.0	1.0	1.4	1.4	1.5

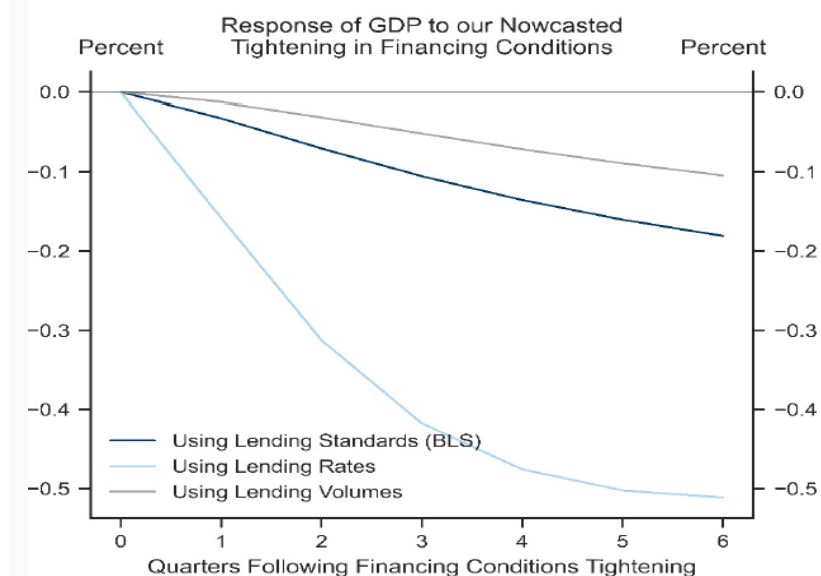
金融壓力對景氣衝擊
可控，軟著陸仍然有
望

- 高盛的模型預期近期金融壓力升溫將對歐元區造成0.3-0.4%衝擊。

從銀行股價及信用利差衡量景氣衝擊



從不同金融參數衡量景氣衝擊



同比增長(%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Bloomberg	1.1 (前0.6)	0.4 (前-0.2)	0.3 (前-0.3)	0.6 (前0.4)
Morgan Stanley	1.4 (前1.1)	0.7 (前0.3)	0.5 (前0.2)	0.7 (前0.3)
Goldman Sachs	1.3 (前1.3)	0.5 (前0.6)	0.3 (前0.5)	0.6 (前0.8)

01

歐洲市場現況與展望

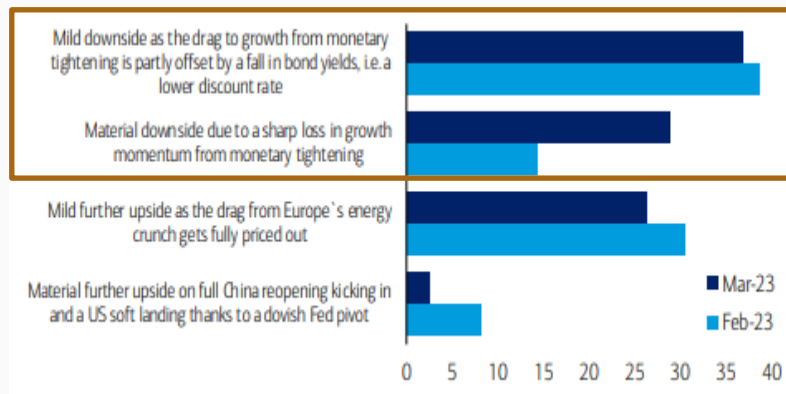
1.1 歐洲銀行業體質穩健，信貸收緊對景氣衝擊可控

1.2 短期可能進入震盪整理，惟在資產配置中仍具備一定價值

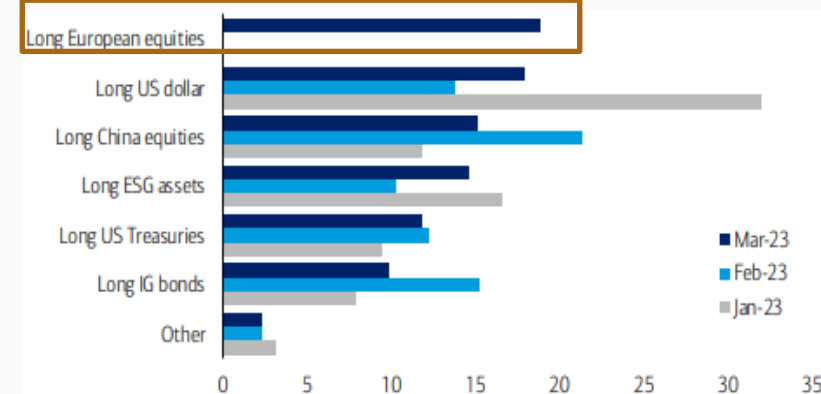


歐洲經理人調查顯示短期歐股將進入震盪整理，惟未來12個月具備溫和上漲空間

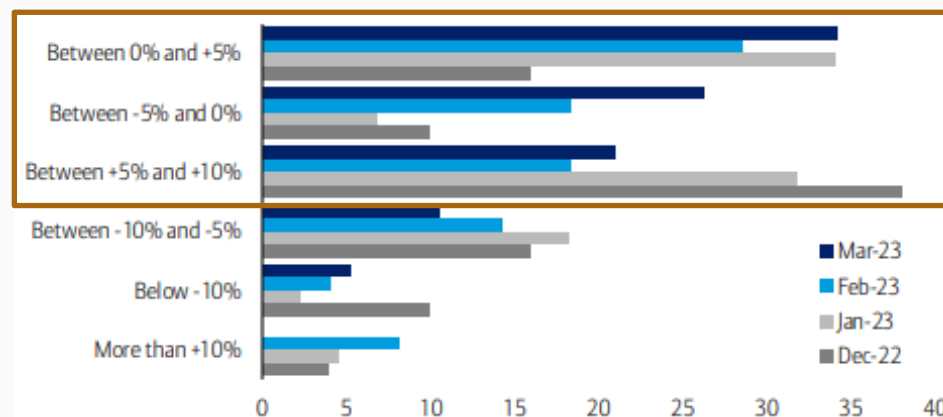
經理人認為歐股短期存在修正空間



經理人認為當前歐股為較壅擠的市場



惟未來12個月仍具備溫和上漲空間

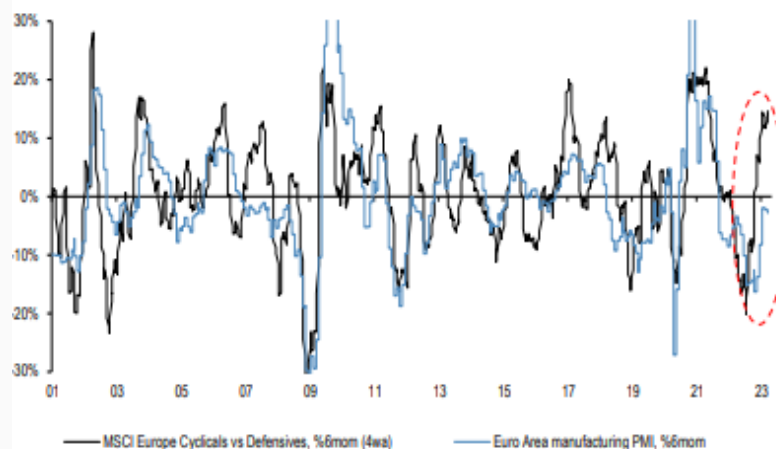


景氣重返擴張的預期短期已反映在股價

綜合PMI的領先指標M1增速仍處於下行



股價走勢已隱含歐元區製造業PMI將重返擴張



PMI需維持擴張企業獲利才能見到穩定上修

Euro Area Manufacturing PMI	European Cyclical vs Defensives 12m Fwd EPS forward change			
	Median		Average	
	+3m	+6m	+3m	+6m
30-35	-13.6%	-14.2%	-14.2%	-13.5%
35-40	-6.2%	3.7%	-9.7%	-5.2%
40-45	-2.9%	-1.8%	-9.6%	-7.6%
45-50	-1.5%	-2.6%	-1.5%	-3.2%
50-55	1.2%	2.1%	1.5%	2.8%
55-60	2.6%	3.6%	2.7%	3.7%
60-65	3.9%	4.9%	5.2%	5.4%

歐股於資產配置的價值 與美股形成互補

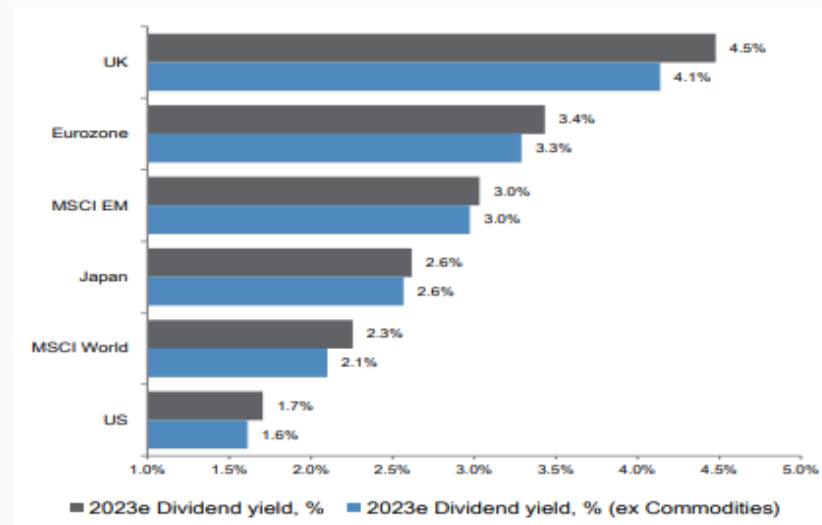
歐股相對美股估值，評價面處於大幅折價



即便還原產業配置，歐股相對評價面仍具優勢



英國及歐元區提供較高殖利率



02

基金現況與投資結論



績效表現 (%, 新台幣計價)

- 過去一個月基金報酬率4.5%，優於同業平均及基準指數的2.1%: 低配三個跌幅較重的板塊。

產業	相對配置(%)	MTD報酬(%)
金融	-4.6%	-9.4
能源	-5.9%	-7.7
房地產	-0.8%	-15.9

- 正報酬: Novo Nordisk A/S (+0.65%)、Kuehne + Nagel International AG (0.48%)、SAP (0.23%)。
- 負報酬: ING (-0.5%)、AIB Group (-0.3%)、CTS Eventim AG & Co KGaA (-0.24%)。

	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	10.7	10.7	30.9	11.9	5.4	15.7	2.1
同類型基金平均	9.9	9.9	27.8	5.0	2.1	14.1	3.7
排名	12/38	12/38	11/38	2/38	8/38	11/38	28/38

國家配置

- ▶ 丹麥表現居前: Novo Nordisk 3月份上漲9% (佔指數比重約25%)。
- ▶ 英國表現落後: 金融及能源表現弱勢 (佔指數比重約30%)。

國家	基金配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
英國	20.8	-3.1	2.4
丹麥	18.9	4.2	9.7
德國	17.0	1.7	12.2
荷蘭	12.5	0.4	9.7
法國	9.6	0.7	13.1
瑞士	8.1	0.1	3.5
愛爾蘭	3.9	1.5	17.3
奧地利	3.2	-9.5	2.7
西班牙	3.2	-1.7	12.2

產業配置

- ▶ 類股輪動: 週期股 (科技、循環消費)、防禦型類股 (必須消費、醫療保健) 表現皆優於大盤。
- ▶ 金融、房地產表現落後大盤。

產業	基金配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
工業	29.2	0.7	12.5
醫療保健	13.3	3.2	3.4
金融	12.6	-9.4	4.0
循環消費	12.3	3.3	19.3
必須消費	11.4	3.4	6.0
通訊	9.5	0.6	15.1
原材料	6.0	-2.1	2.6
科技	2.8	6.2	20.4

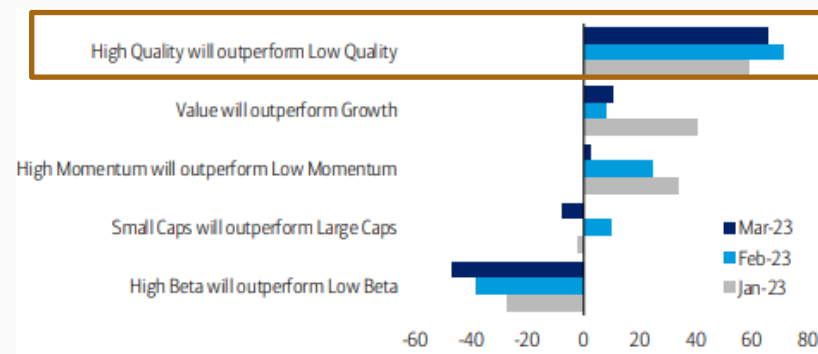
基金配置補充

- ▶ **金融股配置:** 基金於此板塊比重為12.6% (保險: 4.3%、銀行8.3%)，低於MSCI歐洲指數的16.2%。

產業	CET1(%)	LCR(%)	NPL(%)
行業平均	14.8	163	2
法規最低需求	10.6	100	N/A
AIB Group	17.9	192	3
ING Group	14.6	144	2
Bank of Georgia	14.8	112	2

- ▶ **大型股為主:** 高盛認為銀行縮緊信貸條件將不利中小企業，基金大型股占比67%、中型股30%，小型股0%。
- ▶ **基金經理人看好高品質股票:** 基金投組的加權股東權益報酬率為25%，高於基準指數的12%，而加權負債比率(負債/股東權益)為88%，低於基準指數的131%。

近七成經理人看好高品質股票表現



前10大持股

前十大持股	比重(%)	產業類別	介紹
Novo Nordisk A/S	7.3	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	5.3	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。
DSV A/S	4.4	工業	全球第三大貨運代理業者，提供全球空運、海運、公路及鐵路運輸服務。
Nestle SA	4.3	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。
Scout24 SE	4.1	通訊服務	德國最大的線上房地產分類廣告平台。
WH Smith PLC	4.0	非核心消費	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。
Unilever PLC	3.9	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。
AIB Group PLC	3.9	金融	愛爾蘭聯合銀行是愛爾蘭的前四大商業銀行。
Kuehne + Nagel International AG	3.8	工業	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。
RELX PLC	3.6	工業	提供資訊和分析解決方案業者。

投資結論

市場總結

- ▶ 從各項指標檢視歐元區銀行體質，其已從過去危機中蛻變並茁壯，亦無大幅將存款轉投資有價證券情形，預期不易發生與SVB類似情況，而瑞信營運惡化屬於自身案例，並非行業所面臨的共同困境，預期歐洲金融體系仍具備一定韌性。
- ▶ 由於核心通膨仍具備黏性，歐洲央行將繼續升息，惟終端利率水位預期有所下調。而金融壓力走升的衝擊雖可控，但預期仍對歐洲景氣及企業獲利造成一定衝擊，惟景氣落底的過程仍存在軟著陸的可能。

投資建議

- ▶ 當前景氣重返擴張的假設已部分反應於股價，惟景氣落底前仍將面臨企業獲利下修、經濟數據反覆，短期持續向上的趨勢性行情不易出現，惟以價值股為主，搭配高殖利率保護，評價面相較於美股的折價幅度亦處於歷史高點，與美股形成一定互補性，因此歐股仍有被納入資產配置的價值。

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。



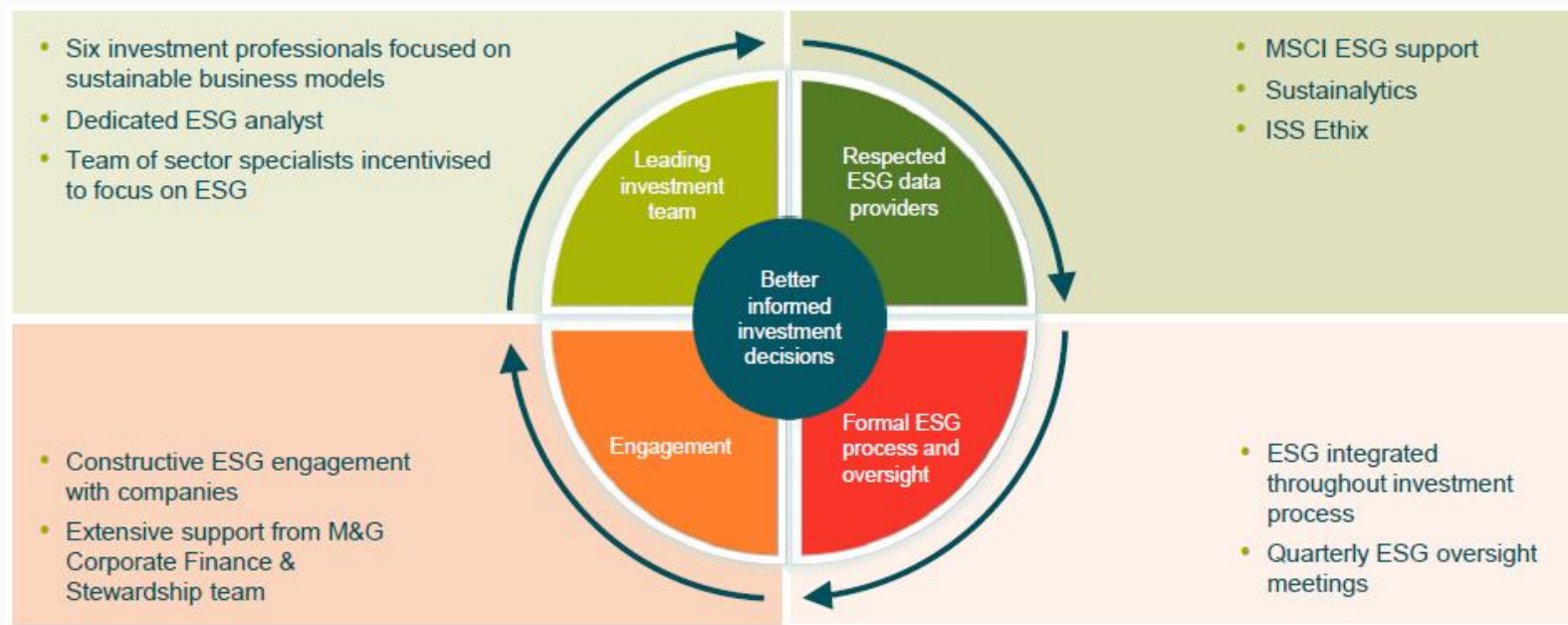
▶ 選股偏好可提供解決方案的廠商，尤其是高排放行業。



▶ 排除石化燃料開採公司，並限制運用石化原料發電的比例。

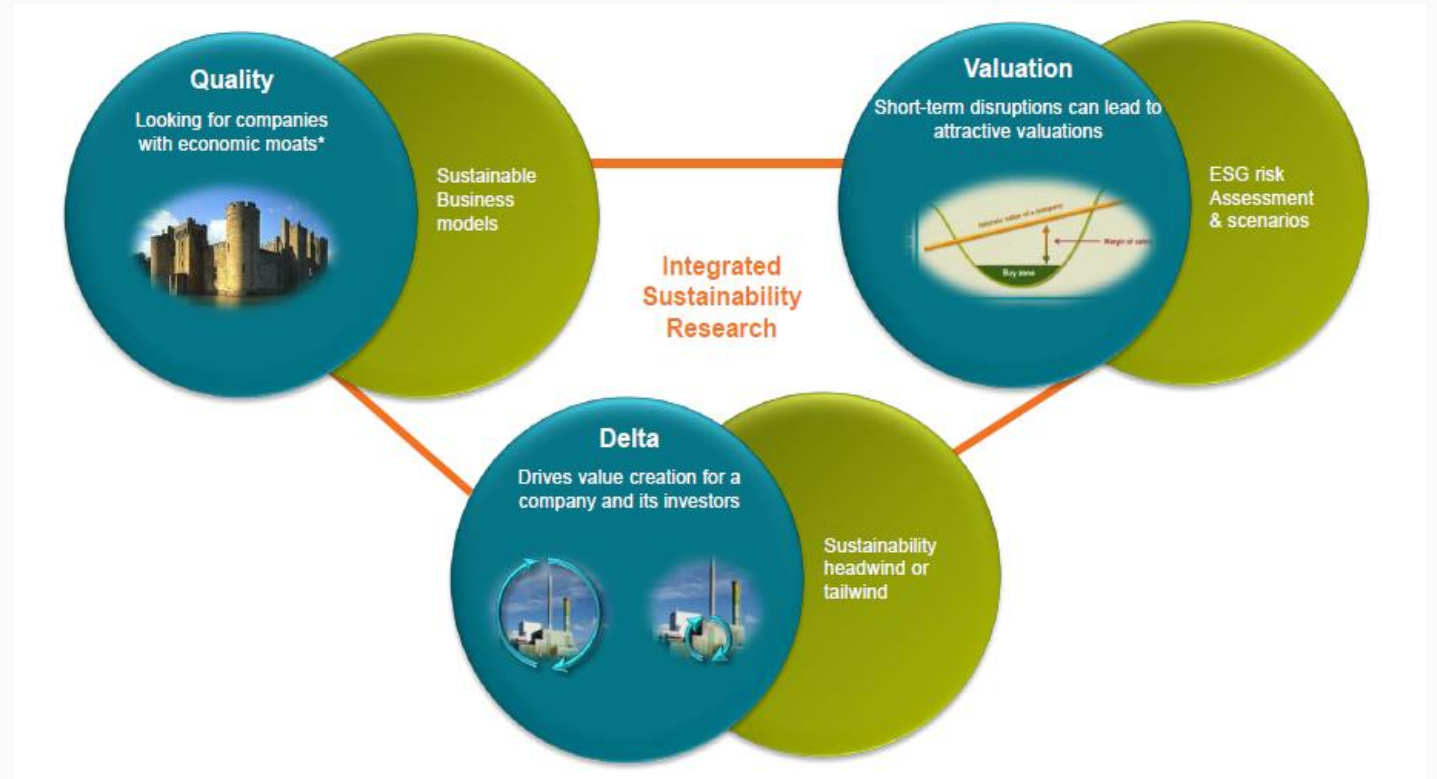
基金投資流程: 導入 ESG投資概念

- ▶ 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

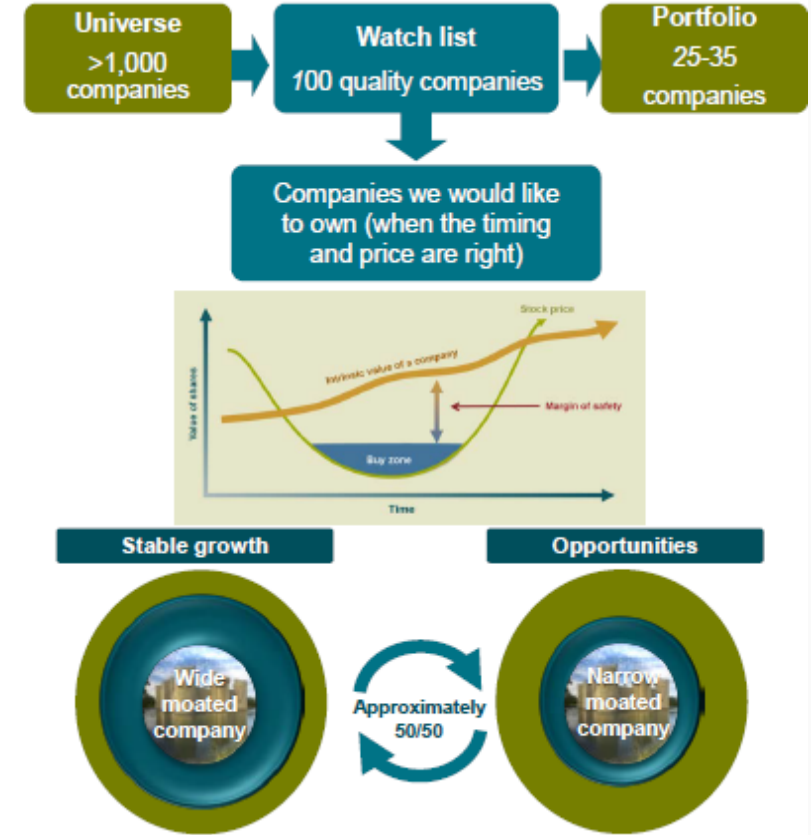
Companies with a long-term competitive advantage to protect their profitability

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。