

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL. FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY.



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2023年6月

瀚亞歐洲基金

王亨

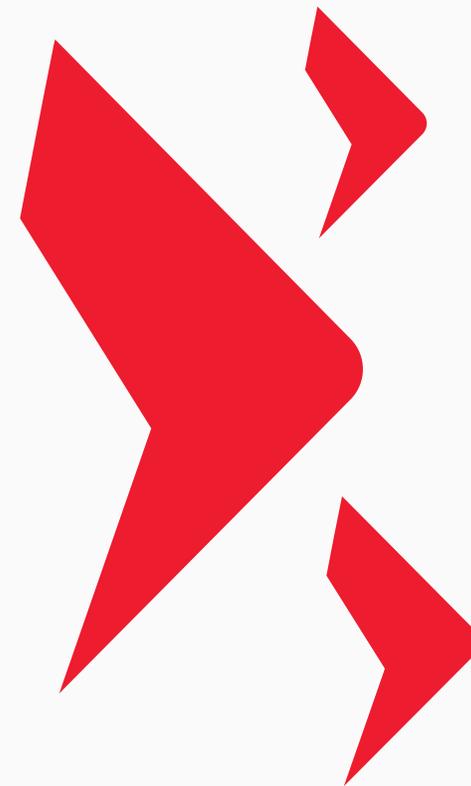
海外股票部

Experts in Asia. Invested in Your Future.

eastspring.com.tw

報告大綱

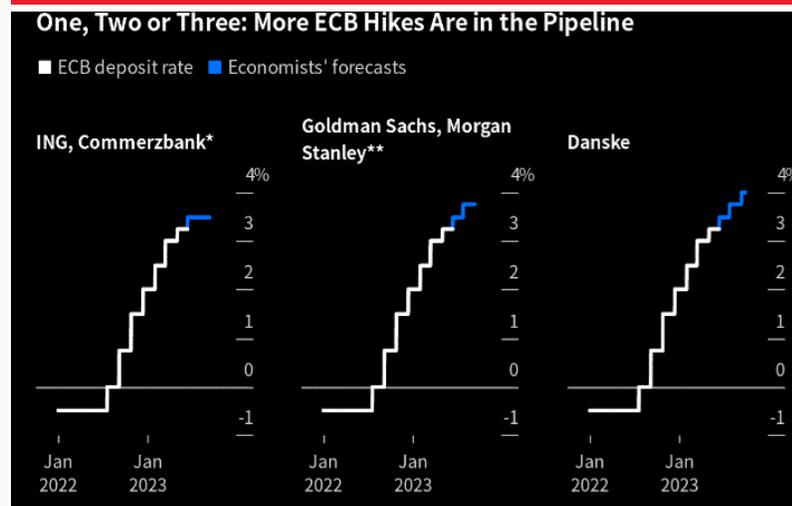
- 一、歐洲市場現況與展望
- 二、基金現況與投資結論
- 三、附錄



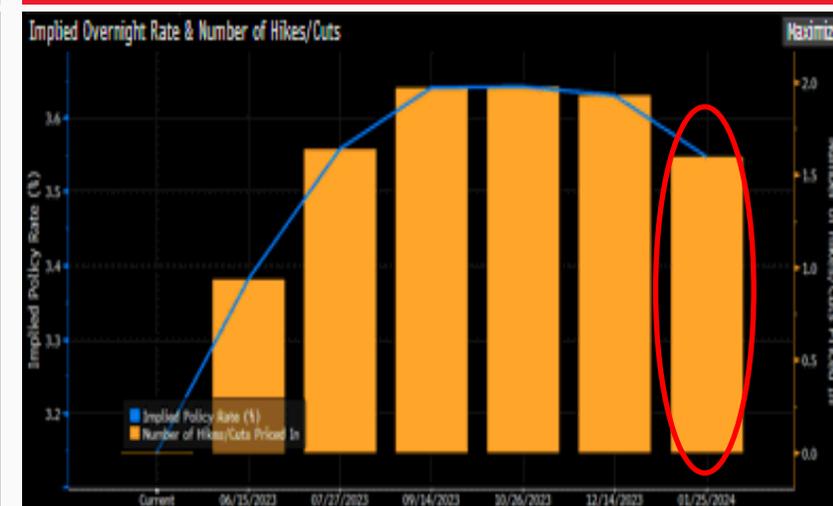
貨幣緊縮仍未結束， 升息終點預期延到第 三季

- ▶ **More ground to cover:** 即使FED會暫停升息，ECB仍可以繼續收緊。
- ▶ **加速縮表:** 7月後每月 APP 縮表的速度約為每月250億歐元 (3 ~ 6 月為150億歐元)。
- ▶ **升息終點:** 利率期貨定價歐洲央行升息終點時間延到Q3。

賣方普遍預期仍有1-3碼升息空間



利率期貨顯示ECB明年初才有降息空間



惟核心通膨終見回落， 整體物價，給予ECB喘息空間

- ▶ 食品、服務通膨皆開始走低，通膨的降溫開始更具有廣泛性。
- ▶ 能源通膨的高基期效應於6-9月特別顯著，疊加服務通膨於第三季底開始進入快速下降期，預期通膨下行趨勢可望延續。

利率期貨預期	%升息機率
6/15	+93.2%
7/27	+70.7%
9/14	+33.0%
10/26	+0.5%
12/14	-4.8%

核心通膨雖具僵固性，但已連續兩個月下滑



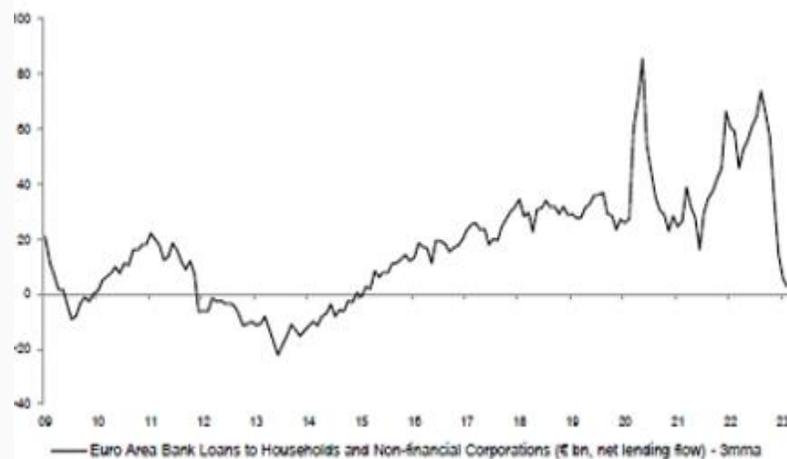
Indicator	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24
CPI (YoY%)	8.0	9.3	10.0	8.0	6.3	4.9	3.1	2.8	2.5	2.3
Core CPI (YoY%)	3.7	4.4	5.1	5.5	5.5	5.0	3.8	3.1	2.7	2.5

核心通膨於第三季底開始加速回落

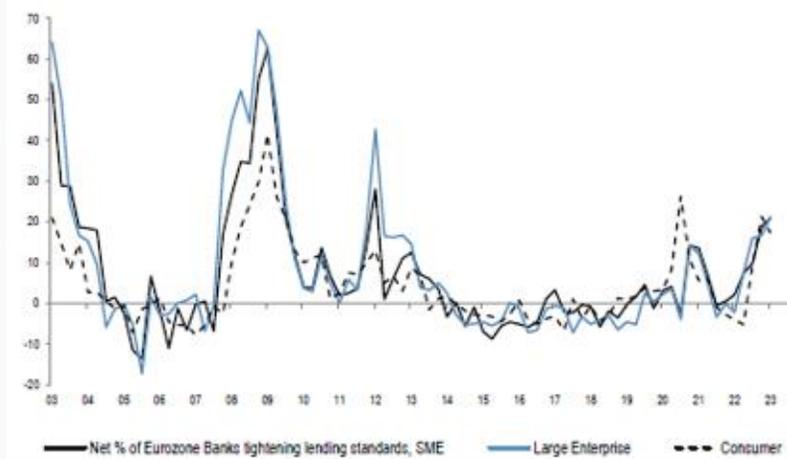
歐洲央行最新調查顯示 歐元區銀行進一步收緊 信貸條件

- 最新一期銀行信貸調查顯示信貸條件進一步收緊，貸款亦同步下滑。

歐洲銀行對家庭及企業的放貸增速(%)



歐洲銀行收緊放貸條件比重(%)



歐元區銀行信貸條件中的第一季現況、第二季預期皆進一步收緊

企業貸款-現況
2023-Q2

27
前值: 27

家庭消費貸款-現況
2023-Q2

10
前值: 17

家庭購屋貸款-現況
2023-Q2

19
前值: 21

企業貸款-預期
2023-Q2

15
前值: 24

家庭消費貸款-預期
2023-Q2

12
前值: 13

家庭購屋貸款-預期
2023-Q2

6
前值: 13

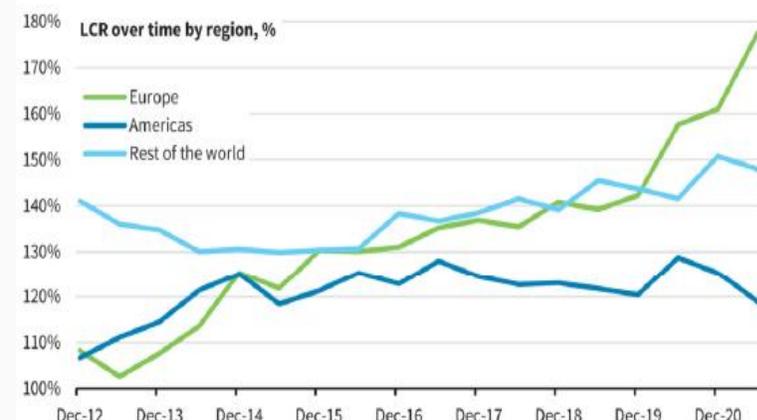
歐洲銀行體質佳，在當前逆風中運營仍展現一定韌性

- ▶ 歐洲金融股價表現維持堅挺: 1. 銀行流動性充沛 2. 商業房地產曝險僅9%，低於美國的25% 3. 並無將存款大量轉投資長期性證券商品。

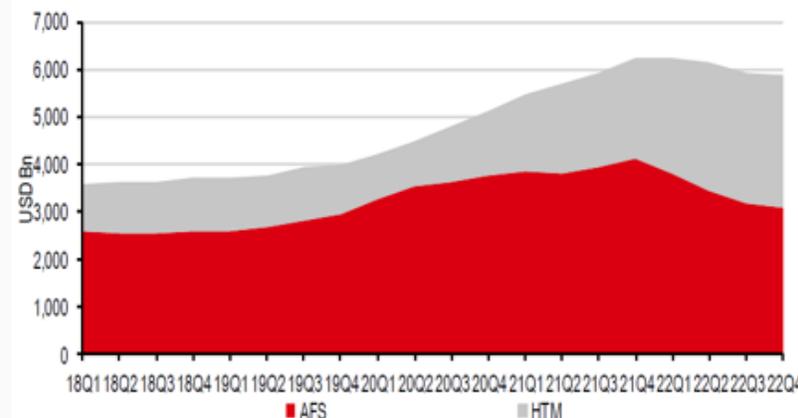
歐洲金融股表現維持堅挺



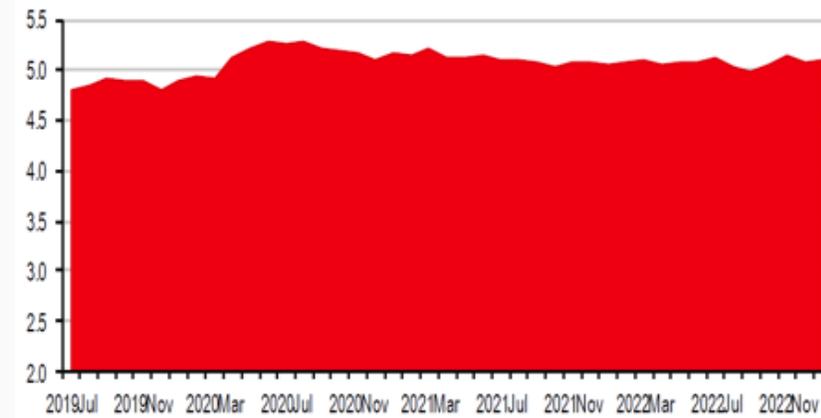
歐洲銀行流動性充沛



美國銀行將存款大量轉投資長期性證券商品



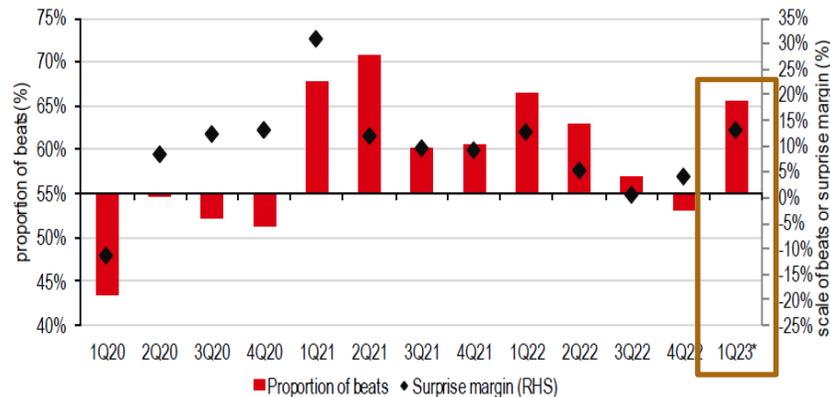
歐洲銀行則並無大量轉投資行為



1Q23在共識過度悲觀的預期下，財報整體優於預期

- ▶ 共識過度悲觀的背景下，企業獲利明顯超越市場預期，也使1Q23企業獲利由初始的-1.3%上修至15.1%。

獲利優於預期的比重及幅度皆優於近幾季表現

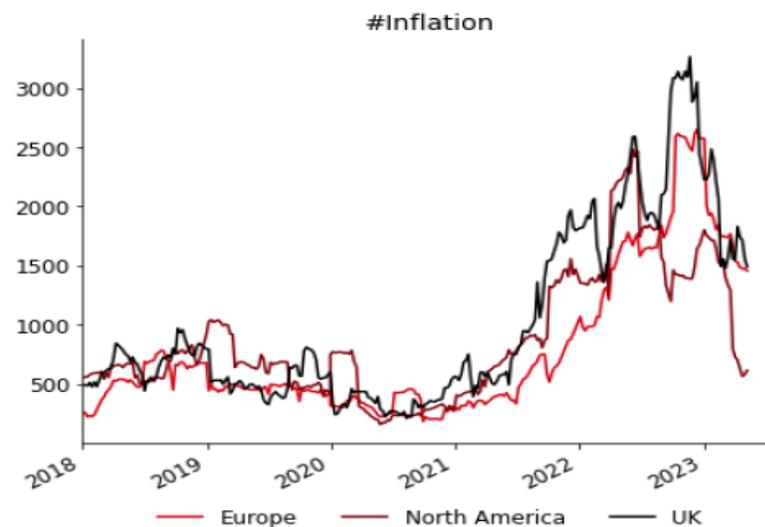
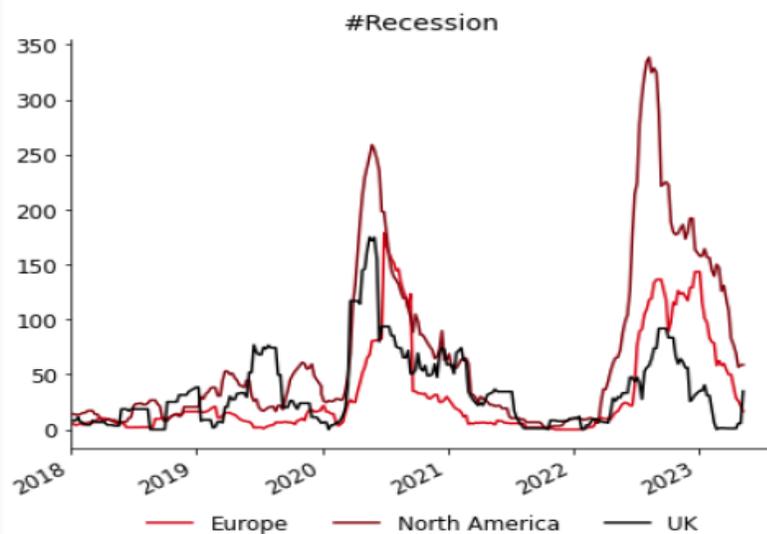


1Q23企業獲利大幅上修

1Q23 EPS Beat, Hit, Miss Growth Table	Report Count	% Mcap Reported	Relative to Reporting Day			1Q23 Growth Rate		Contribution to Surprise
			Beat	Hit*	Miss	Start of Season	Current	
MSCI Europe	236	100.0%	68.1%	10.1%	21.8%	-1.3%	15.1%	100.0%
Financials	43	100.0%	72.1%	4.7%	23.3%	22.3%	44.8%	29%
Energy	11	100.0%	88.9%	0.0%	11.1%	-12.9%	1.6%	20%
Industrials	54	100.0%	72.2%	7.4%	20.4%	-7.6%	21.2%	17%
Utilities	17	100.0%	76.5%	11.8%	11.8%	-8.0%	26.5%	13%
Health Care	27	100.0%	59.3%	3.7%	37.0%	-5.2%	4.0%	8%
Consumer Disc.	22	100.0%	81.8%	0.0%	18.2%	-4.4%	8.0%	6%
Technology	14	100.0%	83.3%	11.1%	5.6%	33.1%	48.7%	3%
Materials	17	100.0%	58.8%	5.9%	35.3%	-56.3%	-47.6%	3%
Consumer Stap.	17	100.0%	52.9%	17.6%	29.4%	0.4%	4.3%	1%
Comm. Serv.	14	100.0%	37.5%	56.3%	6.3%	0.3%	1.0%	0%

Source: Bloomberg Intelligence, as of May 18th, 2023
Note: Hit* counted as within +/- 2% of consensus estimates. Index Shares Methodology.

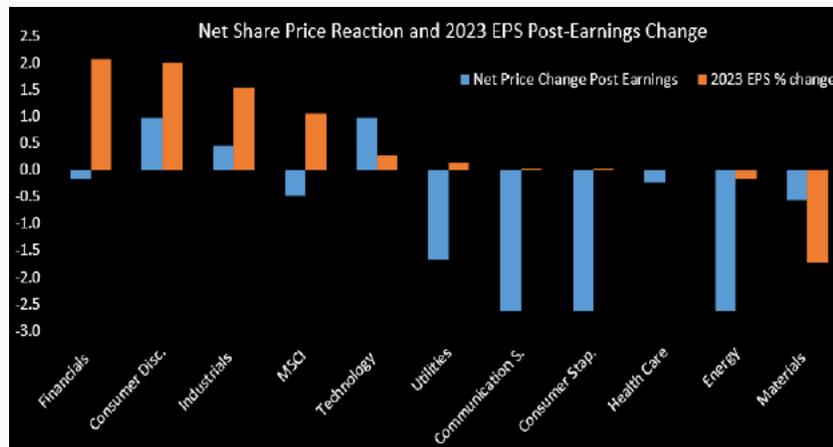
管理層在電話會議提及“衰退”及“通膨”的次數大幅下降



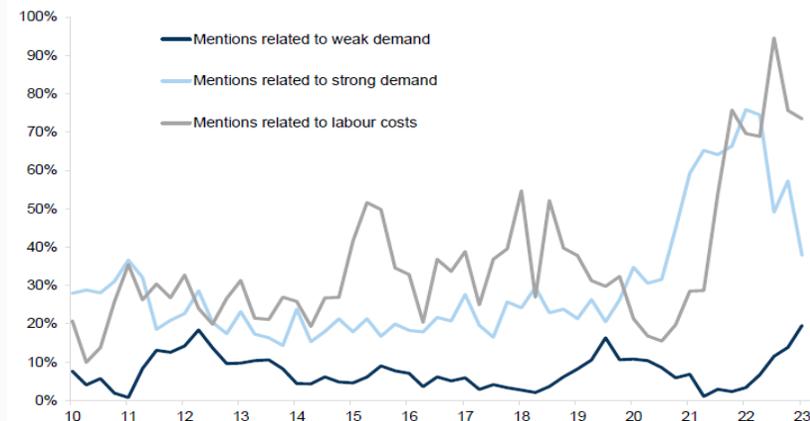
景氣趨緩背景下，企業獲利預期仍將反覆調整，惟最壞下修潮已過去

- ▶ 市場預期歐股企業全年獲利增速持平，意謂未來幾季增速仍面臨壓力，且貨幣緊縮對景氣的延遲效應也恐導致獲利預期反覆調整，惟最壞下修周期已過去。

獲利上修並未驅動股價表現



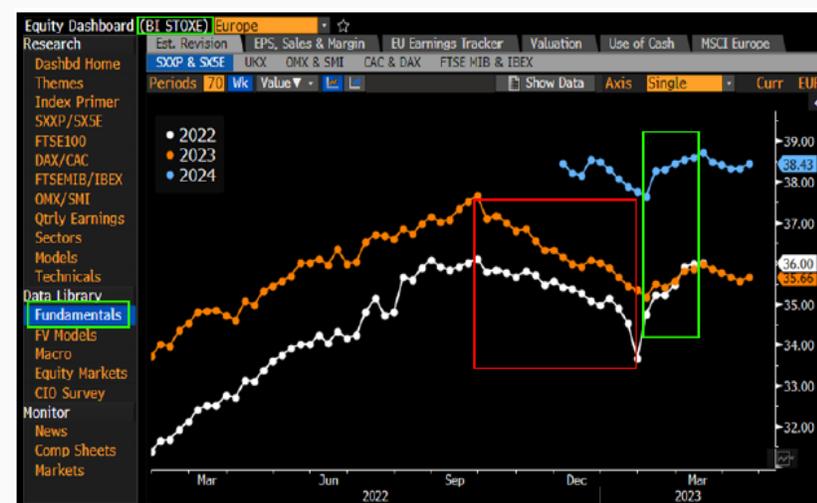
管理層仍對景氣維持保守看法



近期企業獲利增速仍處下行

Name	2025	2024	2023	2022
Updated as of June 1st, 2023				
▼ SXXP Annual Earnings (€/Share)	10.5%	7.0%	-0.5%	25.3%
▶ Communication Services	7.4%	9.0%	7.8%	-8.8%
▶ Consumer Discretionary	9.2%	11.4%	8.8%	9.7%
▶ Consumer Staples	50.0%	9.4%	4.1%	20.2%
▶ Energy	-5.0%	-4.2%	-23.5%	182.2%
▶ Financials	7.6%	7.2%	19.3%	3.3%
▶ Health Care	13.8%	11.7%	4.2%	18.1%
▶ Industrials	12.1%	10.1%	0.0%	37.3%
▶ Information Technology	11.1%	14.9%	8.5%	2.4%
▶ Materials	-0.4%	3.4%	-30.1%	13.6%
▶ Real Estate	-7.0%	2.4%	-4.5%	-22.8%
▶ Utilities	-2.0%	3.4%	3.5%	43.0%

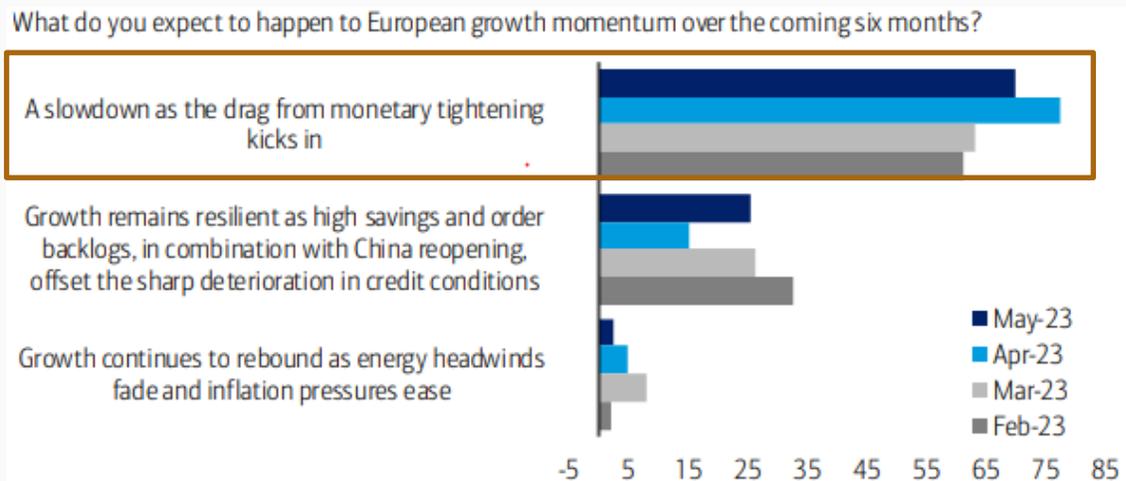
惟整體而言最壞的獲利下修周期已經過去



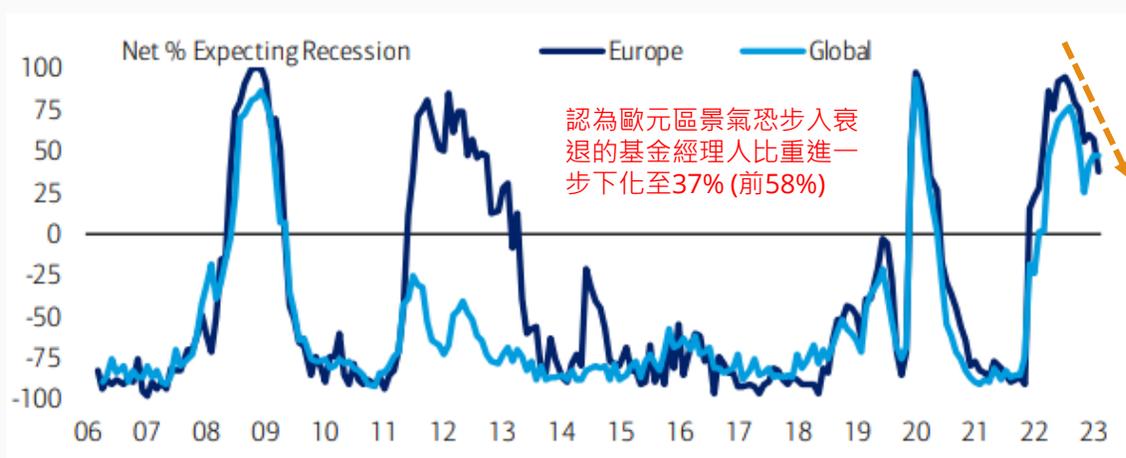
景氣雖仍面臨壓力，
惟軟著陸情境已逐漸
成為市場共識

- 調查顯示多數經理人認為貨幣緊縮的遞延效應將導致景氣繼續面臨壓力，惟景氣落底的過程更可能以軟著陸方式進行。

景氣壓力主要來自貨幣緊縮的遞延效應發酵



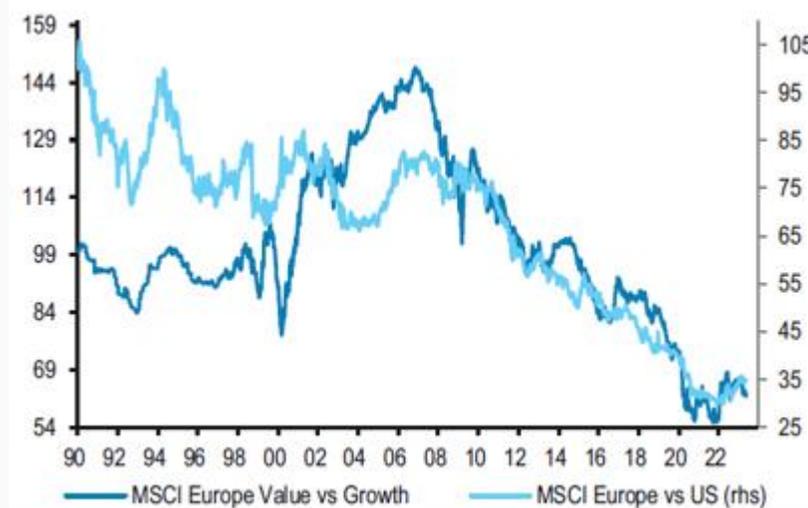
歐元區陷入衰退的疑慮進一步淡化



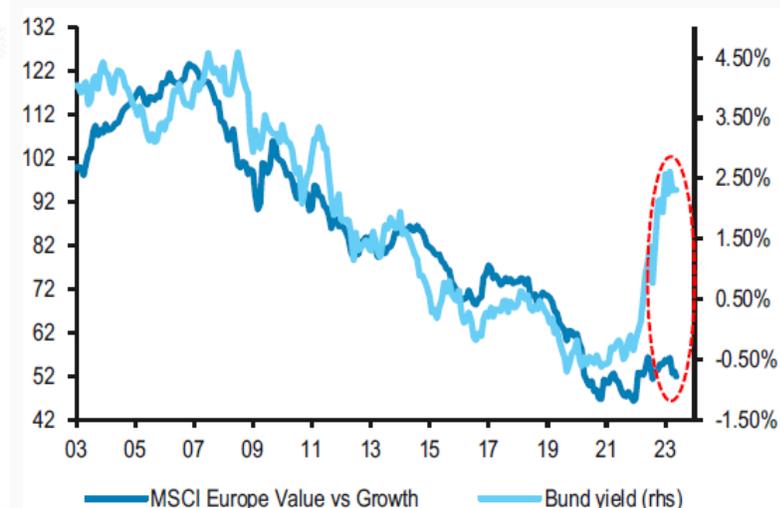
低利時代的結束，意謂歐股於資產配置的重要性高於過去

- ▶ 金融海嘯前歐股/美股、價值/成長互有消長，隨後而來的低利環境導致成長股及美股表現優於價值股及歐股。
- ▶ 雖通膨見頂、央行緊縮進入尾聲導致殖利率高點回落，惟低利時代結束意謂風格轉換將更為頻繁。

長期低利率導致成長(美股)表現優於價值(歐股)

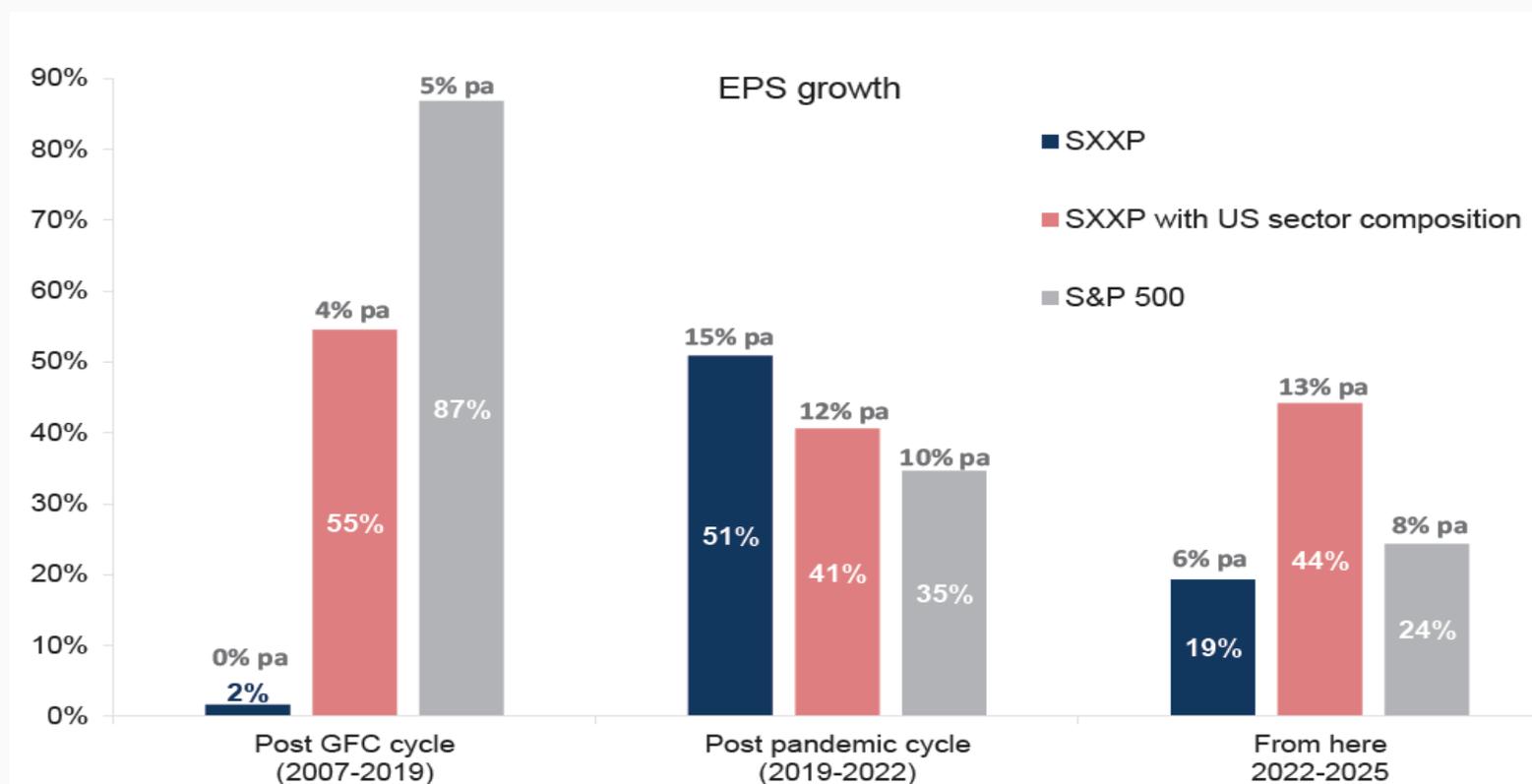


利率回歸正常化有望使風格轉換更為頻繁



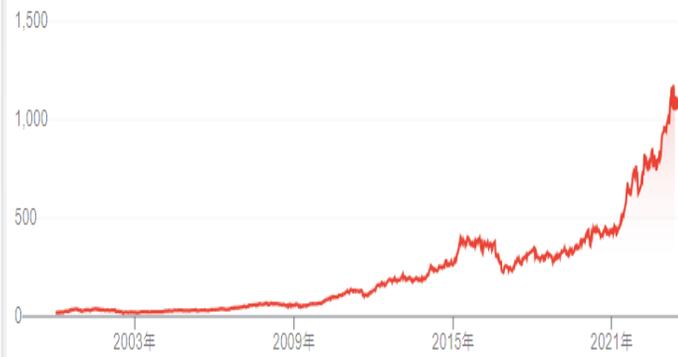
歐股與美股的企業獲利增速預期明顯收窄

- ▶ **2007-2019:** 低通膨、低利率環境，導致金融、原物料、能源等於歐股權重較高的產業獲利呈壓，且科技權重低。
- ▶ **2019-2022:** 殖利率、物價攀升，前期遭受壓抑的產業獲利得到支撐。
- ▶ **2022-2025:** 利率回歸正常化的背景下，歐股獲利增速雖仍落後美股，但差距明顯收窄。

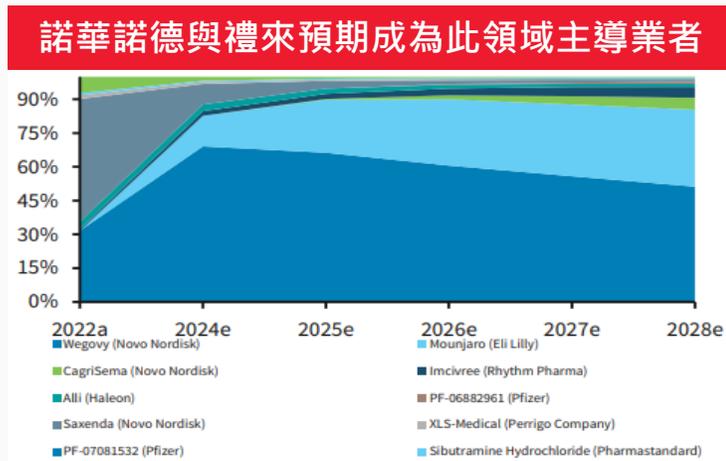
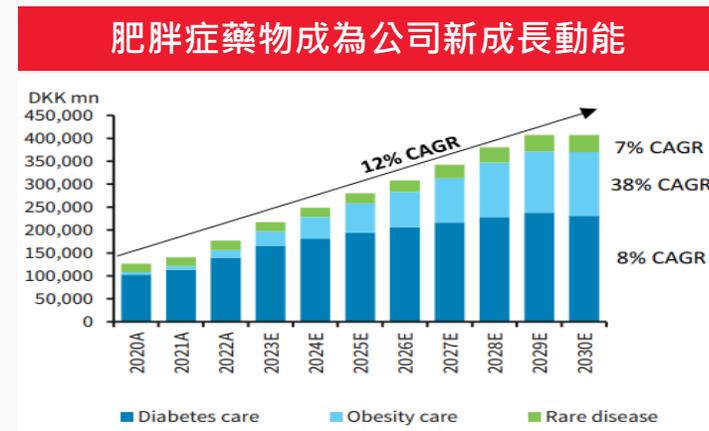
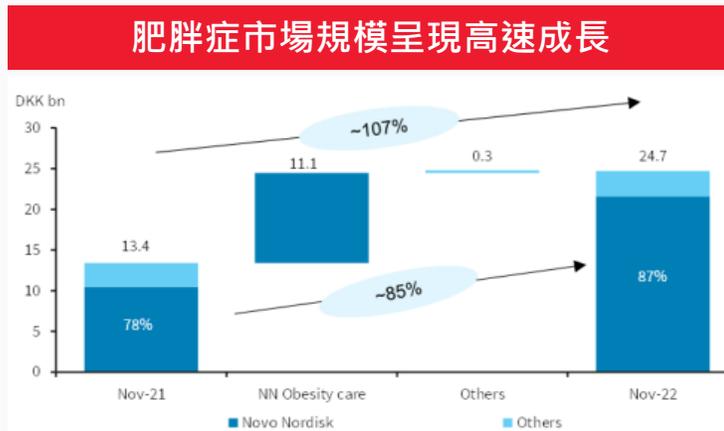


NOVO NORDISK

繼糖尿病後，減肥藥成為新成長動能



- ▶ **糖尿病領域#1:** 為全球供應治療糖尿病的胰島素主要製造商
- ▶ **切入肥胖症市場:** 公司發現糖尿病藥物活性成分具有減重效果，在調整劑量及成分後開發出明星產品Wegovy，預期此市場將由Novo Nordisk及Eli Lilly瓜分。



資料來源: 2023/05 · Barclays

資料僅作說明使用，無任何推薦投資標的之意圖，市場有潛在風險，過去績效不代表未來之績效表現。

SCHNEIDER ELECTRIC 能效管理、數位及自動 化等趨勢下的受惠者

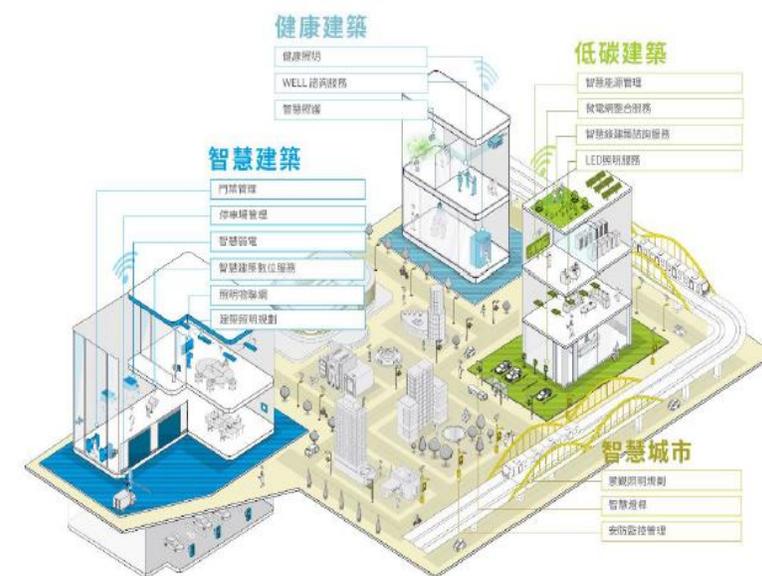


▶ 能源管理

- ✓ 資料中心: 電力、配電系統、機架、散熱、資料中心管理系統，新伺服器平台如能耗提升將帶動更高瓦數電源需求量及設計複雜化。
- ✓ 樓宇自動化: 提供建築物內的能源、環境及安全設施自動監控及管理，提高樓宇安全可靠、節省人力，並降低設備空轉以達節約能源目的。

▶ 工業自動化: 提供自動化解決方案，協助工廠生產作業流程自動化。

資料中心供電、樓宇自動化管理皆提供完整解決方案

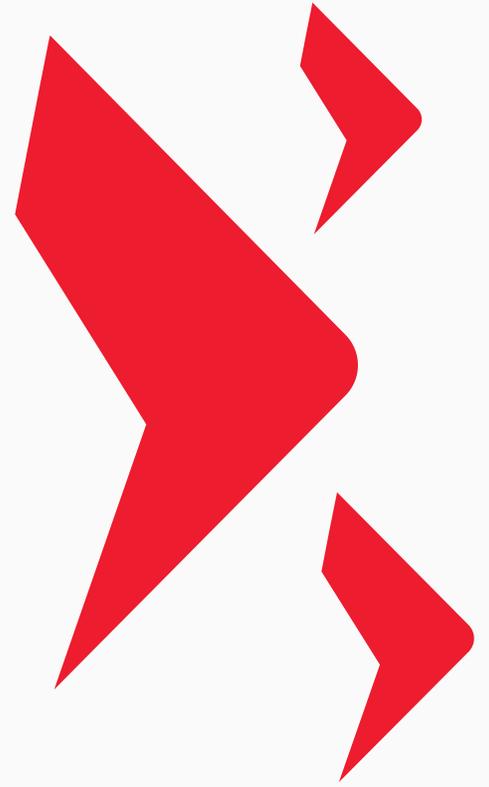


資料來源: 2023/05 · Schneider、台達電

資料僅作說明使用，無任何推薦投資標的之意圖，市場有潛在風險，過去績效不代表未來之績效表現。

02

基金現況與投資結論



績效表現 (%, 新台幣計價)

- ▶ 正報酬: G24(+0.28%)、DSV (0.24%)、CTS Eventim AG & Co KGaA (0.20%)。
- ▶ 負報酬: ANDRITZ (-0.4%)、Unilever (-0.2%)、NESTLE(-0.2%)。

	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	4.5	12.3	14.0	0.9	12.2	2.0
同類型基金平均	9.4	1.8	9.1	10.1	-0.6	9.5	3.1
排名	10/35	5/35	9/35	8/35	12/35	7/35	23/35

	今年以來	三個月	六個月	一年	二年 (年化)	三年 (年化)	五年 (年化)
MSCI歐洲	8.4	1.2	7.8	10.8	2.5	11.3	4.6

資料來源: : Lipper, Bloomberg, 2023/5/31

資料僅作說明使用，無任何推薦投資標的之意圖，市場有潛在風險，過去績效不代表未來之績效表現。

國家配置

- ▶ 丹麥表現居前: Novo Nordisk 5月股價持平 (佔指數比重約25%)。
- ▶ 英國表現落後: 能源及必選消費表現落後 (佔指數比重約35%)。

國家	基金配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
英國	21.3	-5.4	-0.1
丹麥	17.8	-0.8	11.5
德國	18.1	-1.6	12.5
荷蘭	12.0	-1.3	8.7
法國	9.8	-5.2	9.7
瑞士	7.9	-1.9	4.6
愛爾蘭	4.0	0.4	19.0
奧地利	2.5	-6.6	-2.7
西班牙	3.5	-2.1	10.0

資料來源: 瀚亞投信整理, 2023/05/31

資料僅作說明使用, 無任何推薦投資標的之意圖, 市場有潛在風險, 過去績效不代表未來之績效表現。

產業配置

- ▶ **優於大盤:** 科技股一枝獨秀，生成式AI帶動半導體走勢 (ASML權重約33%)。
- ▶ **落後大盤:**
 - ✓ 通訊服務: 權值股Deutsche Telekom、Vodafone皆因財報不如預期股價明顯修正。
 - ✓ 必須消費: 食品產業遭到下修投資評級、Unilever財測不佳

產業	基金配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
工業	28.3	-1.7	11.8
金融	13.4	-3.7	2.8
醫療保健	12.7	-1.6	6.6
循環消費	12.6	-4.3	15.2
必須消費	11.4	-6.2	2.7
通訊	9.7	-7.0	9.5
原材料	5.9	-5.0	-3.6
科技	3.0	8.0	24.0

資料來源: 瀚亞投信整理、Bloomberg、2023/05/31

附註: 產業報酬率參照MSCI歐洲類股指數(歐元計價)

資料僅作說明使用，無任何推薦投資標的之意圖，市場有潛在風險，過去績效不代表未來之績效表現。

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	5.4	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。
Scout24 SE	4.5	通訊服務	德國最大的線上房地產分類廣告平台。
DSV A/S	4.3	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	4.2	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。
WH Smith PLC	4.2	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。
AIB Group PLC	4.0	金融	愛爾蘭聯合銀行是愛爾蘭的前四大商業銀行。
Unilever PLC	3.8	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。
Kuehne + Nagel International AG	3.7	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。

資料來源:瀚亞投信整理，2023/5/31

資料僅作說明使用，無任何推薦投資標的之意圖，市場有潛在風險，過去績效不代表未來之績效表現。

投資結論

市場總結

- ▶ 在上半年核心通膨仍具備黏性的情況下，歐洲央行維持鷹派底氣，而未來仍有升息空間，惟從最新公布的通膨數據來看，相較先前物價降溫較集中於能源端，觀察到食品、服務通膨皆開始走低，通膨的降溫開始更具有廣泛性，預期歐元區終端利率進一步上修的機率縮小。
- ▶ 貨幣政策緊縮的遞延效應逐漸發酵下，雖歐元區製造業數據繼續承壓，惟整體服務業維持堅挺仍給予景氣一定支撐，因此預期景氣落底前仍將面臨企業獲利預期調整、經濟數據反覆，惟過程仍更可能是以軟著陸的方式進行。

投資建議

- ▶ 歐股未來12個月預期盈餘計算的本益比位於12.3x，雖低於長期平均得13.5倍，但考量ECB尚未結束升息循環，評價面進一步上調的機率較低，因此短線上維持中性建議。惟低利時代結束，預期價值股與成長股輪動將更為頻繁，以價值股為主軸的歐股將獲得更多表現機會。除此之外，市場共識亦預期歐股與美股企業獲利增速差距將有所收窄，因此歐股於資產配置的重要性將更勝以往。

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。

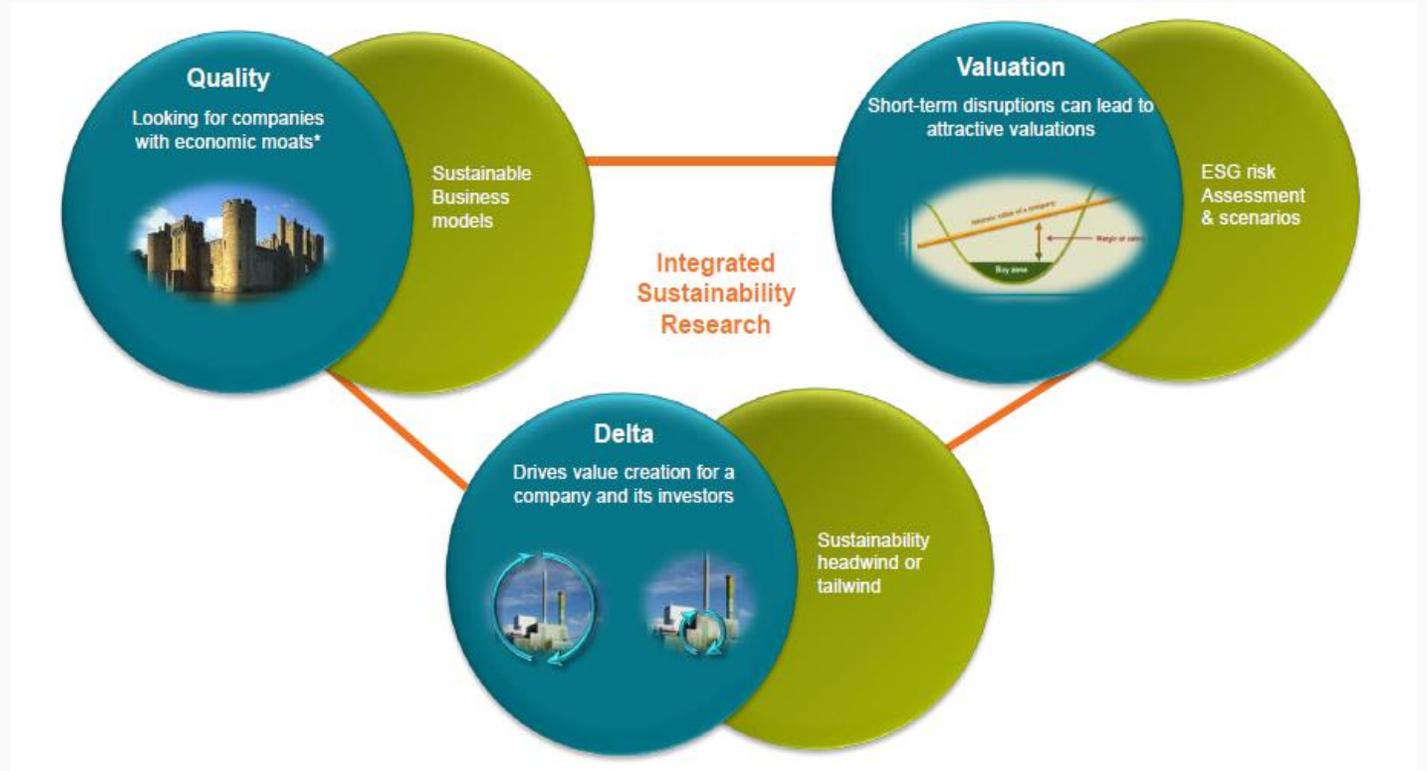
基金投資流程: 導入 ESG投資概念

- ▶ 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

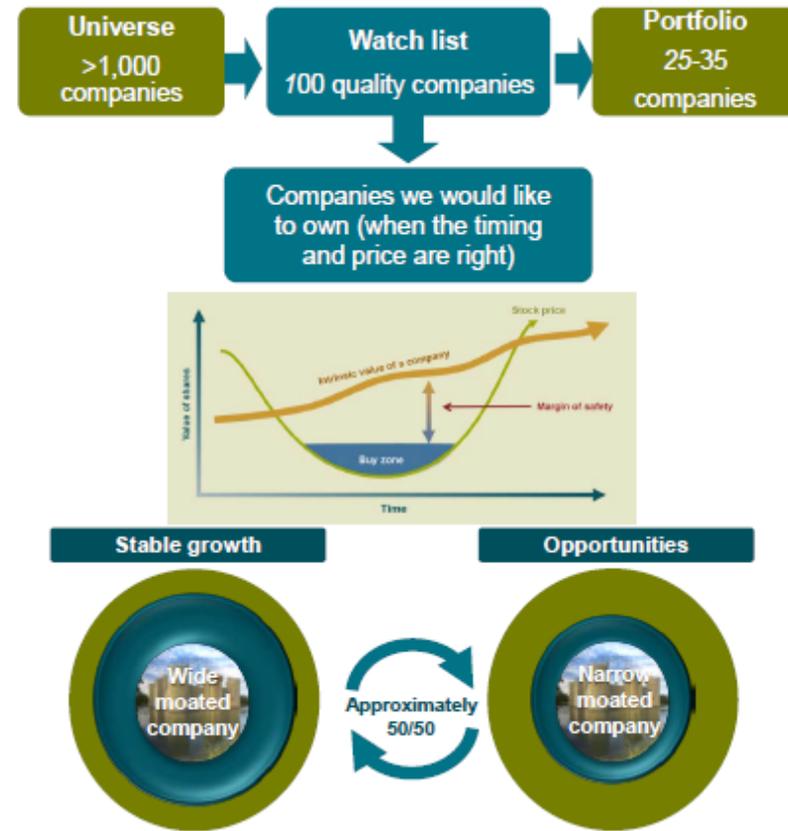
Companies with a long-term competitive advantage to protect their profitability

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。