

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL. FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY.



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2023年8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

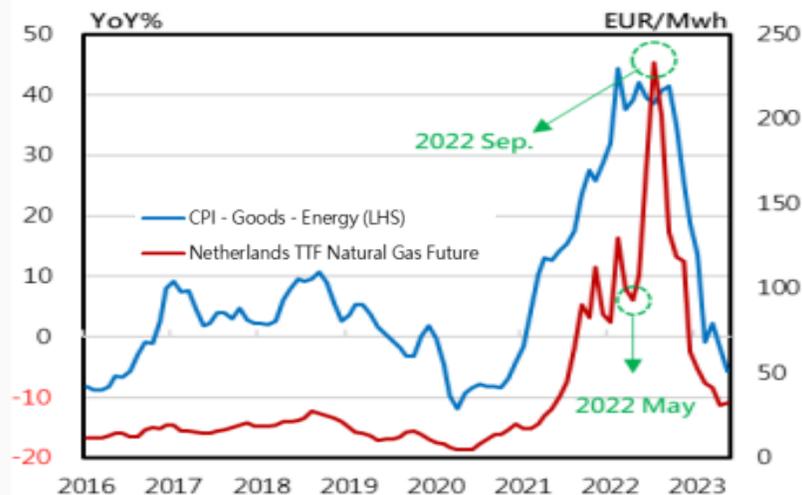
- 一、歐洲市場現況與展望
- 二、基金現況與投資結論
- 三、附錄



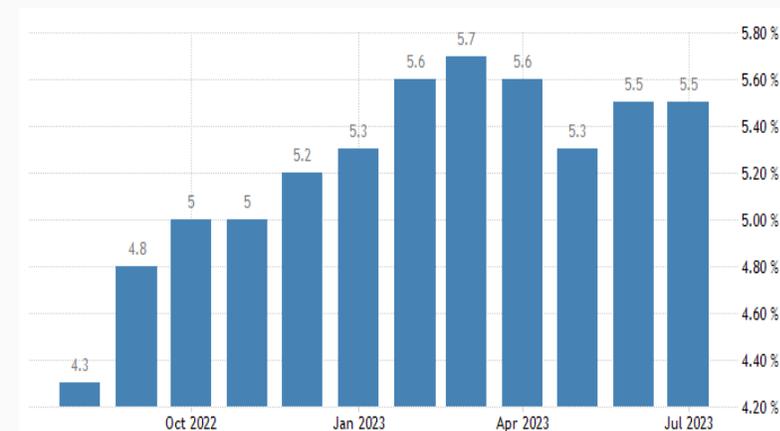
通膨降溫項目日漸廣泛，下行趨勢更加確立

- 7月CPI初值進一步滑落至5.3% (前5.5%)。

能源通膨面臨高基期



核心通膨仍具黏性但亦不再創高



食品、商品通膨皆出現降溫，物價降溫更具廣泛性

YoY (%)	202307	202306	202305	202304	202303	202302
CPI	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5
商品	5.0	5.5	6.8	8.1	8.1	11.1
食品、酒精及煙草	10.8	11.6	12.5	13.5	15.5	15.0
非能源工業產品	5.0	5.5	5.8	6.2	6.6	6.8
能源	-6.1	-5.6	-1.8	2.3	-0.9	13.7
服務	5.6	5.4	5.0	5.2	5.1	4.8
核心 CPI	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6
超核心 CPI	--	5.7	6.0	6.2	6.3	6.3
截尾平均 CPI	--	6.0	6.5	6.7	7.2	8.0

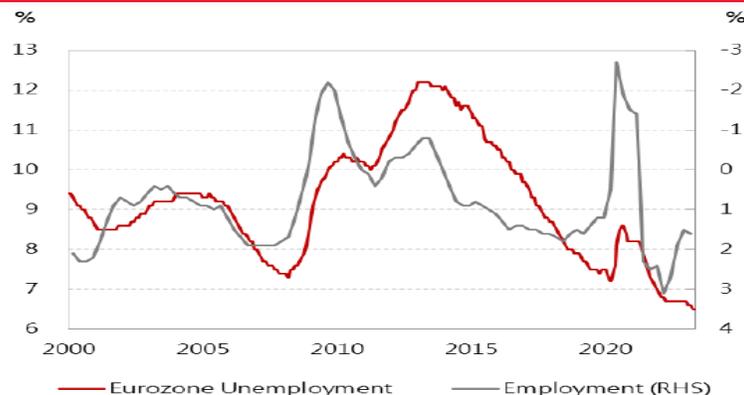
核心通膨雖仍具黏性，但預期第三季底亦開始加速回落

- ▶ 歐盟執委會服務業信心調查中的預期價格指數，對於服務類通膨具約莫半年的領先性。
- ▶ 新增就業年增率放緩至1.6%，德國職位空缺數降至兩年低位，顯示勞動需求已降溫。

領先指標顯示服務業通膨將加速回落



歐元區失業率、就業人數增幅



GS薪資追蹤指標顯示薪資增幅已過高峰



Indicator	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24
CPI (YoY%)	9.3	10.0	8.0	6.2	4.7	3.0	2.8	2.6	2.5	2.4
Core CPI (YoY%)	4.4	5.1	5.5	5.5	5.0	4.0	3.2	2.7	2.5	2.4

歐洲央行鴿派升息， 預期已逼近利率終點

- 7月會議升息一碼，首度釋出暫停升息訊號。

貨幣政策

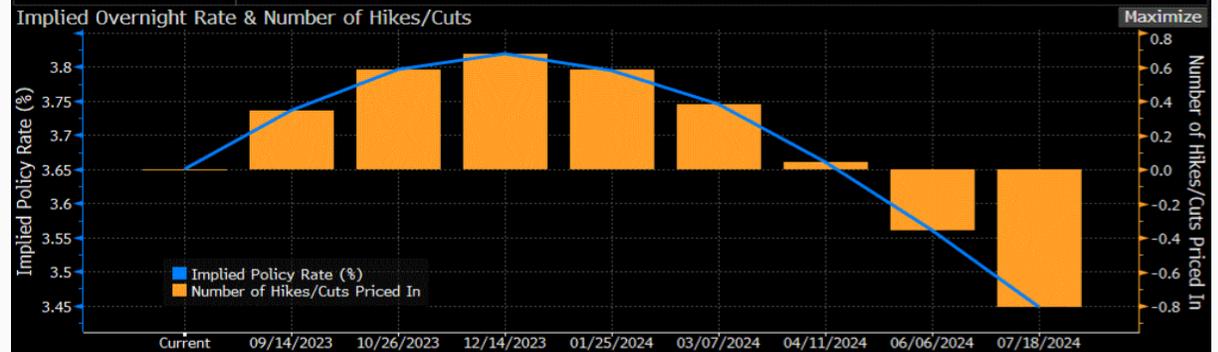
- 7月後將開始加速被動縮表，完全停止 APP 再投資。
- PEPP再投資期限至少到 2024年底。
- 未來貨幣政策取決於通膨前景與貨幣政策傳導效果。
- 不再提供持續升息的前瞻指引。

記者會談話

- 歐元區短期經濟前景惡化，高利率與高通膨對製造業傷害最大。
- 通膨開始下降，但仍然處於高位太久的時間。
- 9月會議以及之後的會議，可能升息或者暫停，這取決於經濟數據的表現。** (前次: 工作尚未完成—很有可能升息)

利率期貨顯示ECB升息循環已近終點

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
09/14/2023	+0.345	+34.5%	+0.086	3.736	0.250
10/26/2023	+0.586	+24.1%	+0.146	3.796	0.250
12/14/2023	+0.678	+9.2%	+0.169	3.819	0.250
01/25/2024	+0.583	-9.5%	+0.146	3.795	0.250
03/07/2024	+0.381	-20.2%	+0.095	3.745	0.250
04/11/2024	+0.043	-33.8%	+0.011	3.660	0.250
06/06/2024	-0.358	-40.1%	-0.089	3.560	0.250
07/18/2024	-0.806	-44.8%	-0.201	3.448	0.250



利率路徑仍具不確定性，惟終點利率已由峰值大幅下調

- ▶ 6:3 票數升息1碼(2名委員支持升2碼，1名委員不支持升息)。
- ▶ 工資通膨造成的第二輪效應消退需要比原先預期更長的時間。
- ▶ 通膨在Q3開始快速下降仍然是央行的基本情境 (2023:5%、2024:2.5%)。

BOE不再預期經濟衰退

	2023	2024	2025
實質GDP	0.50%	0.50%	0.25%
	前(-1.5%)	前(-1.25%)	(前 0.50%)
失業率	4.00%	4.50%	4.75%
	(前4.75%)	(前 5.75%)	(前 6.50%)
通膨 (CPI)	5.00%	2.50%	1.50%
	(前 5.50%)	(前1.50%)	(前0.5%)

終點利率預期下調至5.75%(前峰值6.5%)



通膨主要貢獻項目

- **能源**: 能源通膨雖自歷史高點下滑至23.3% (高點為90%)，主因是英國家庭能源費用由天然氣暨電力市場管制局制定上限，導致今年能源價格下滑的效益出現滯後效應。
- **通訊費**: 今年4月主要電信商一同調漲通訊費，使CPI通訊費年增率達到9.5%。

薪資仍在成長

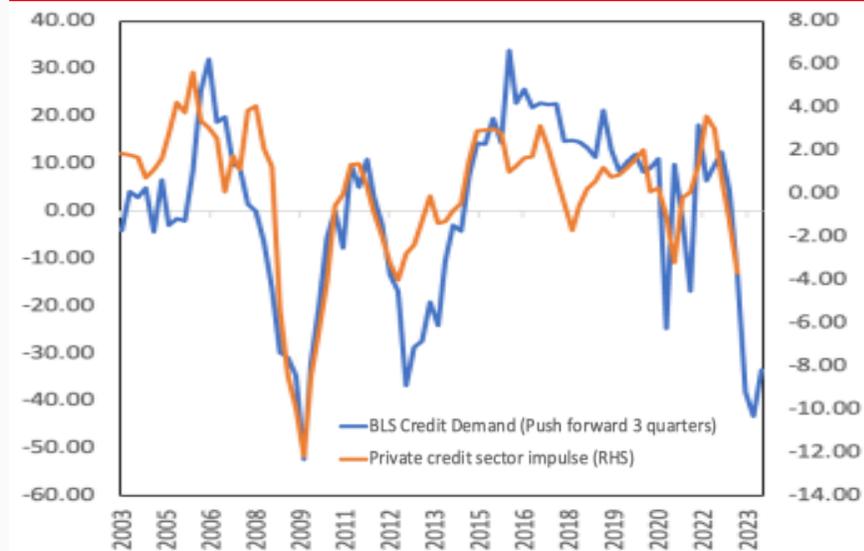
- 英國薪資與經常性薪資年增率分別成長6.9%、7.3%，今年以來罷工件數創1930年以來新高，薪資與工時談判在今年扮演薪資成長重要因素，其中以醫護薪資中位數成長最高，年增率高達28.4%。
- 自脫歐公投、新冠疫情以來英國外國人口已減少約20萬人，英國2021年的淨移民比2015年減少約27%。

銀行家信貸調查顯示貨幣政策緊縮效應逐漸發酵

- ▶ 貸款需求指數領先對信貸脈衝指數具有領先性，意謂下半年內需仍有降溫壓力。



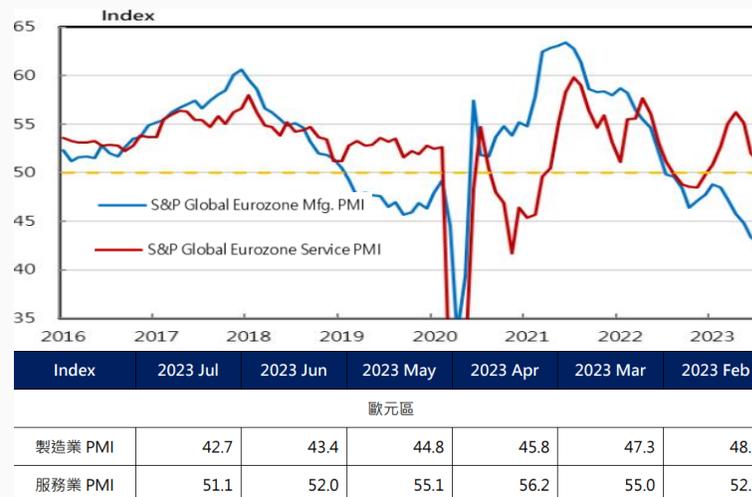
歐元區貸款需求調查與信貸脈衝



製造業景氣延續降溫，服務業亦開始面臨壓力

- ▶ **製造業:** 隨著新訂單進一步下滑、積壓訂單消耗，廠商對未來生產預期指數回落至9個月來新低。
- ▶ **服務業:** 超額儲蓄逐漸消耗、熱浪衝擊旅遊業復甦，服務業新訂單出現7個月首次下滑。

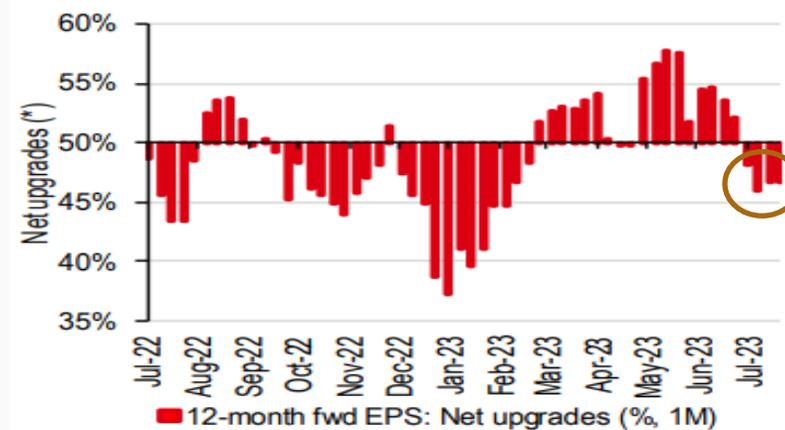
製造業持續降溫，服務業亦開始面臨壓力



製造業PMI<50往往伴隨企業獲利下修

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%

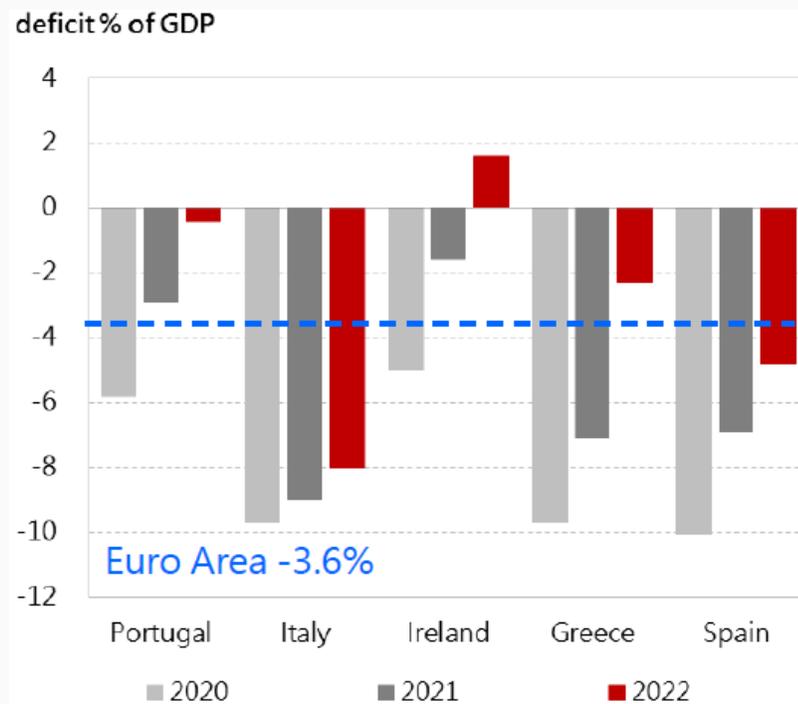
未來12個月企業獲利呈現淨下修



體質改善、額外政策
因應，南歐各國風險
不大

- ▶ 過去兩年南歐各國政府赤字/GDP比重皆顯著收斂，僅義大利水位仍偏高。
- ▶ ECB導入TPI機制，從去年7月進入升息循環以來，各國與德利差不增反減。

南歐各國政府赤字/GDP(%)

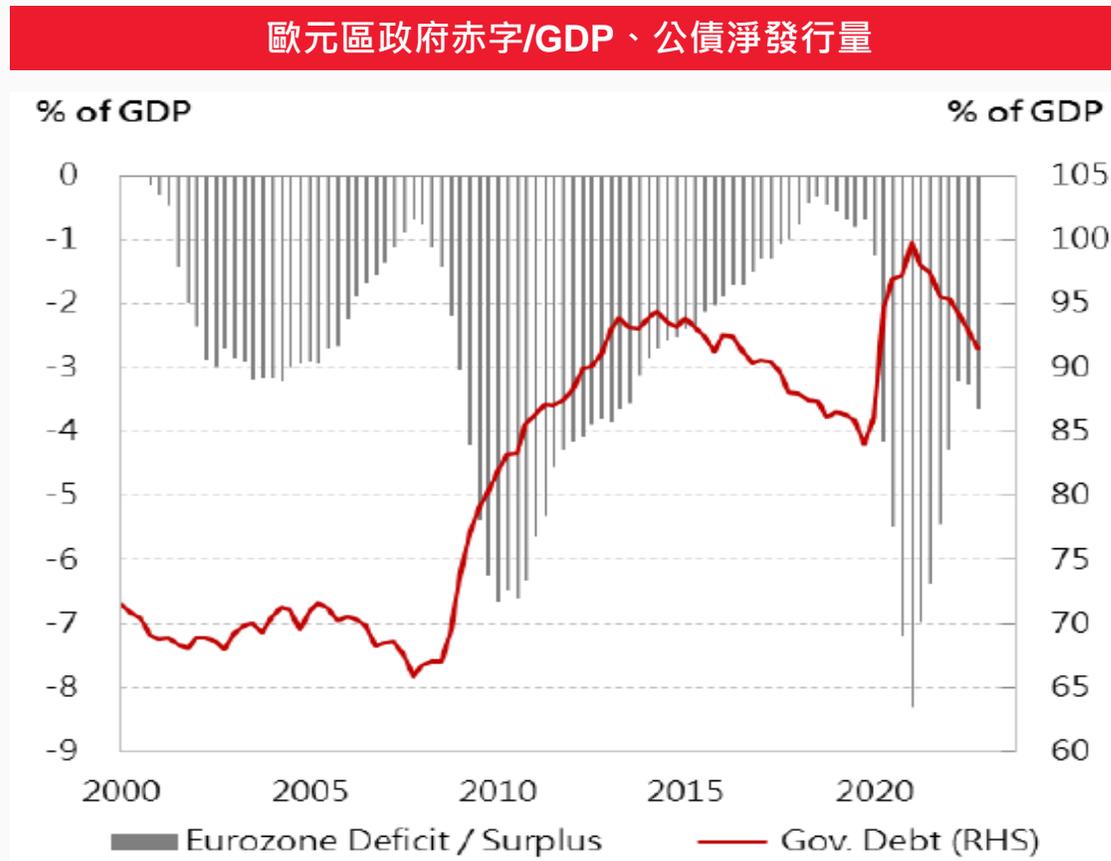


南歐國家與德公債利差



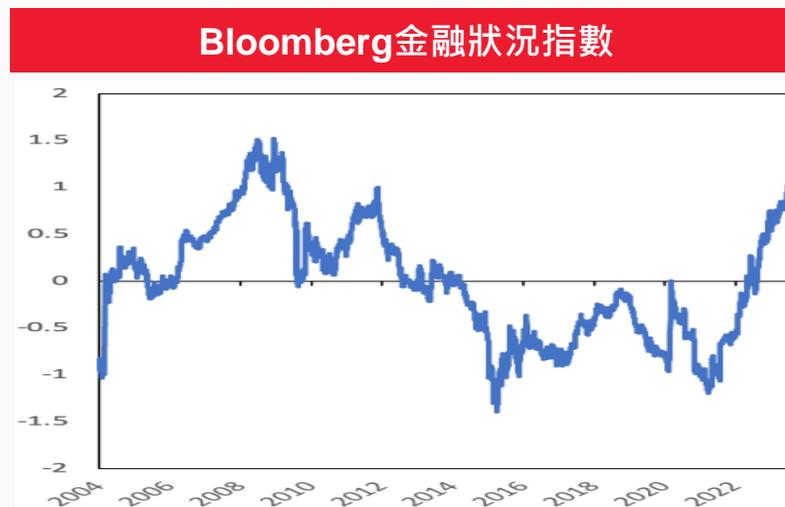
歐元區財政壓力舒緩

- ▶ 天然氣價格大幅回落，各國政府補貼壓力消退，歐元區財政赤字率降至4%之下。
- ▶ 第二季公債淨發行量達328億，全年則預估為950億，分別為十季/四年新低。



金融體系流動性充裕、 金融壓力處於低檔

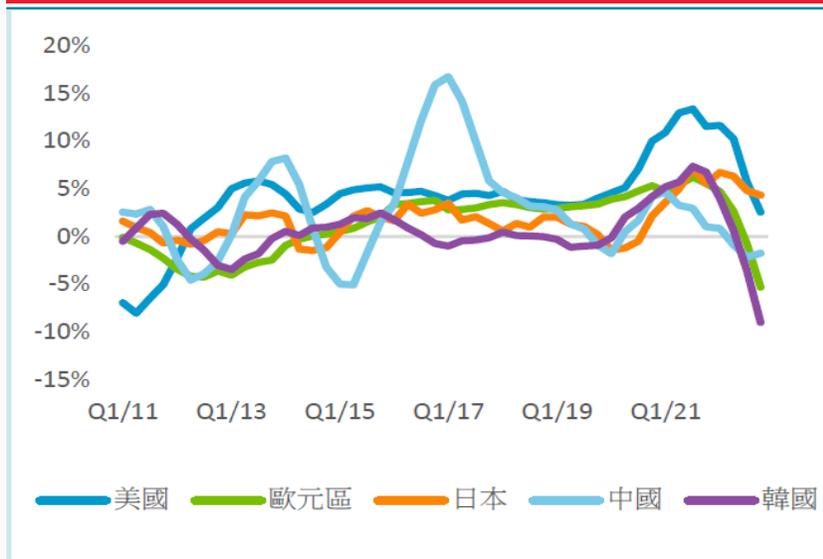
- ▶ 衡量歐元區金融狀況鬆緊程度的Bloomberg 歐元區金融狀況指數持續處在象徵資金仍然充裕的0分界點之上，而判別歐元區金融壓力的參考指標亦維持於低檔。



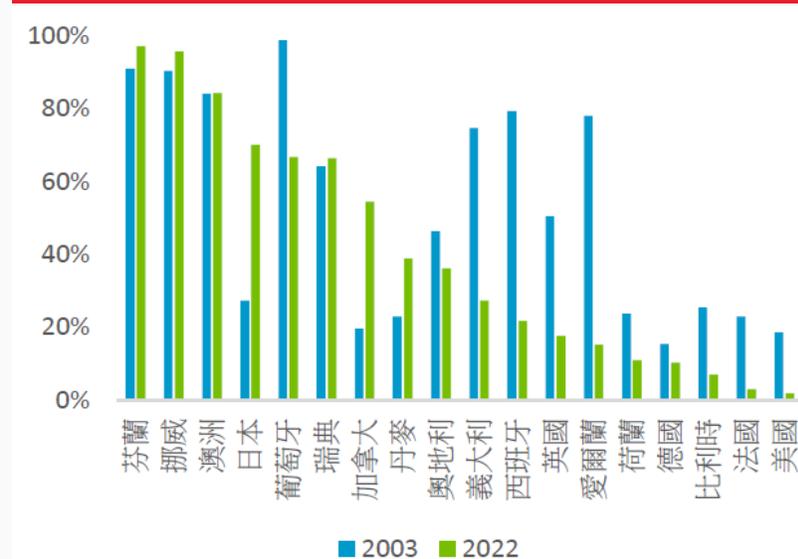
雖利率環境收緊，但歐洲房市壓力不會像過去海嘯般嚴峻

- ▶ 除北歐國家之外，歐洲前幾大經濟體如德國、法國、英國、義大利抵押貸款承作都以固定利率為主流，在升息環境下，固定利率會使貨幣政策傳導效果不明顯，民眾及企業的還款壓力因此未明顯擴增。

主要地區實質房價指數年增率



各國抵押貸款使用浮動利率佔比



雖當前景氣承壓，歐股於資產配置中仍扮演重要角色

- ▶ 歐股俱備評價面低廉、股債利差維持正值，且資金面不壅擠等優勢。

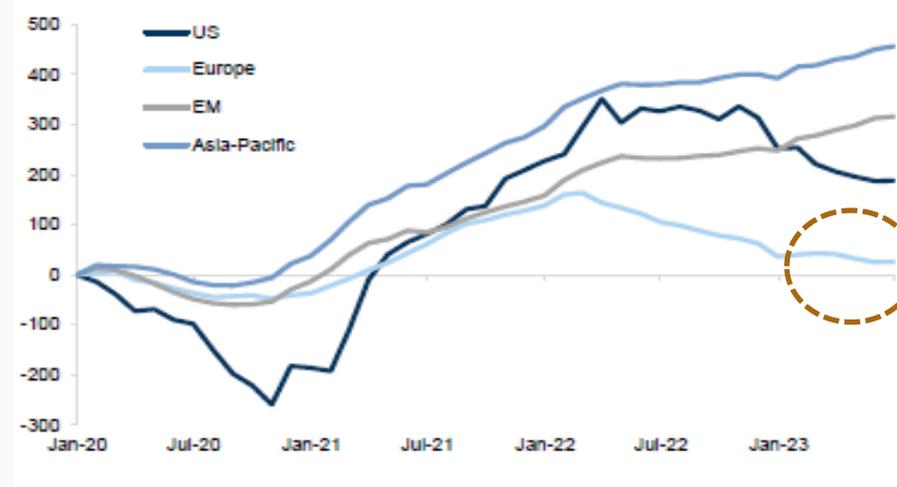
歐股評價面相較美股出於明顯折價



殖利率高且股債利差維持正值

	Dividend yield	10Y Bond yield	Dividend yield minus bond yield
US	1.5%	4.0%	-2.5%
Japan	2.3%	0.4%	1.9%
Eurozone	3.2%	3.0%	0.2%
UK	4.0%	4.7%	-0.6%

歐股資金面並不擁擠



02

基金現況與投資結論



績效表現 (%, 新台幣計價)

- 過去一季績效落後，主因類股輪動: 過去兩個月，原物料 (7.81%)、金融 (7.63%)、能源 (7.09%)領漲，此三者為基金低配族群。

	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	20.2	4.1	14.1	27.6	5.3	12.7	2.9
同類型基金平均	20.0	4.8	13.1	24.7	3.3	10.4	4.5
排名	15/34	22/34	10/34	9/34	14/34	9/34	26/34

	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	19.7	3.9	12.8	25.6	6.8	13.0	5.7

資料來源: Lipper, Bloomberg, 2023/7/31

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

國家	基金配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
英國	20.5	2.2	3.3
丹麥	17.3	-0.5	10.7
德國	15.6	1.9	18.1
荷蘭	13.2	2.3	14.9
法國	9.5	1.3	15.8
瑞士	8.0	0.3	5.4
愛爾蘭	4.4	3.9	27.5
奧地利	2.4	2.9	3.8
西班牙	3.3	0.5	17.2

資料來源: 瀚亞投信整理, 2023/07/31

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

產業	基金配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
工業	27.7	1.5	16.9
金融	13.9	4.2	11.4
循環消費	12.4	0.5	22.4
醫療保健	12.4	1.6	7.4
必須消費	11.2	0.7	4.6
通訊	10.0	1.3	8.1
原材料	6.2	5.1	4.0
科技	3.0	-0.9	24.3

資料來源: 瀚亞投信整理、Bloomberg · 2023/07/31

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	6.9	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	5.2	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	4.4	通訊服務	德國最大的線上房地產分類廣告平台。
AIB Group PLC	4.4	金融	愛爾蘭聯合銀行是愛爾蘭的前四大商業銀行。
DSV A/S	4.2	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	4.1	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	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。
Kuehne + Nagel International AG	3.9	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。
WH Smith PLC	3.7	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。
Akzo Nobel NV	3.6	原材料	總部位於荷蘭，為全球最大的粉體塗料製造商

資料來源:瀚亞投信整理，2023/7/31

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

- ▶ 雖當前核心通膨仍具備黏性，惟參考俱備領先性的服務業售價指數，預期服務通膨亦將於第三季底加速回落，因此預期在歐洲央行的升息循環已近尾聲。
- ▶ 第二季財報公佈近尾聲，整體企業獲利表現雖優於財報季前的預估，惟優於預期的幅度與企業比例皆回落至長期均值以下，且從信貸條件、貨幣供應增速等指標觀察，製造業景氣將繼續降溫，預期短期盤面強勢族群將由景氣循環股輪動至防禦型類股，預期以景氣循環股為主的歐股將呈現震盪整理。

投資建議

- ▶ 歐股未來12個月預期盈餘計算的本益比位於12.6x，雖低於長期平均得13.5倍，考量ECB將“高利率平原期”維持更長一段時間，評價面進一步上調的機率較低，因此短期上維持中性建議。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。



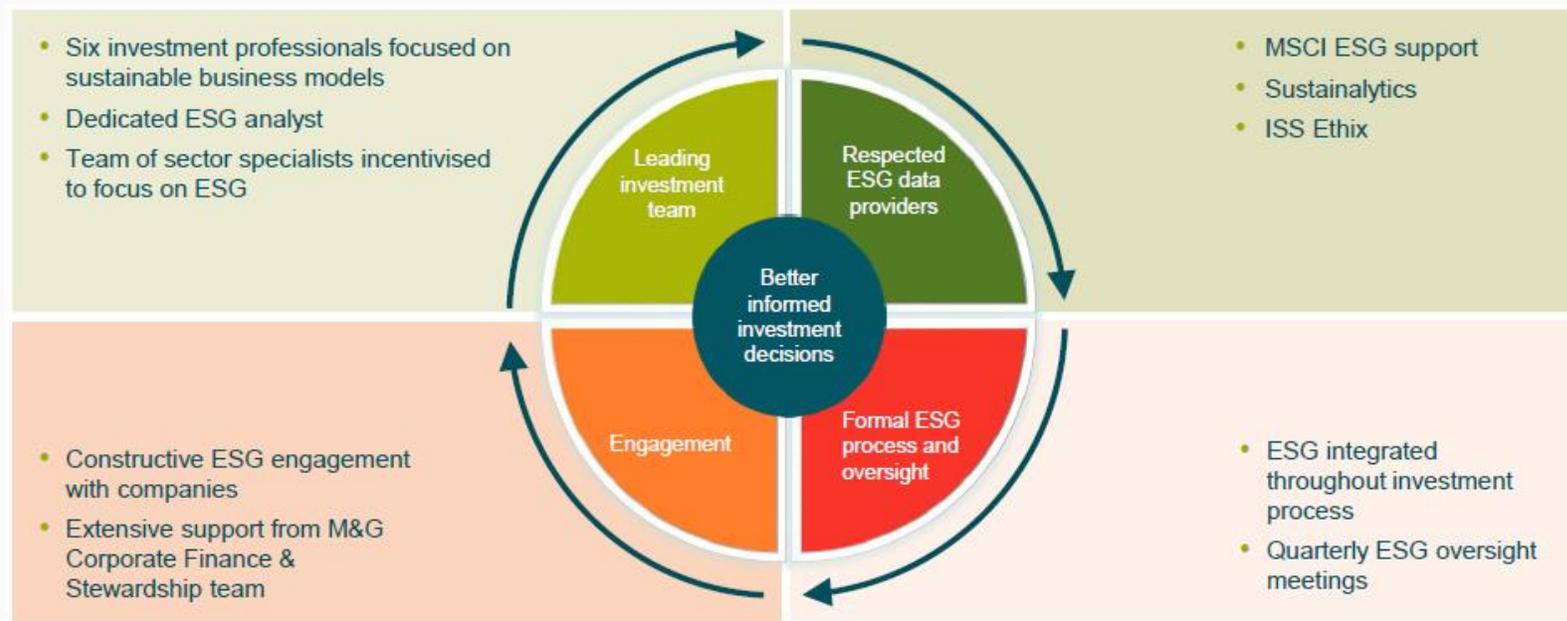
▶ 選股偏好可提供解決方案的廠商，尤其是高排放行業。



▶ 排除石化燃料開採公司，並限制運用石化原料發電的比例。

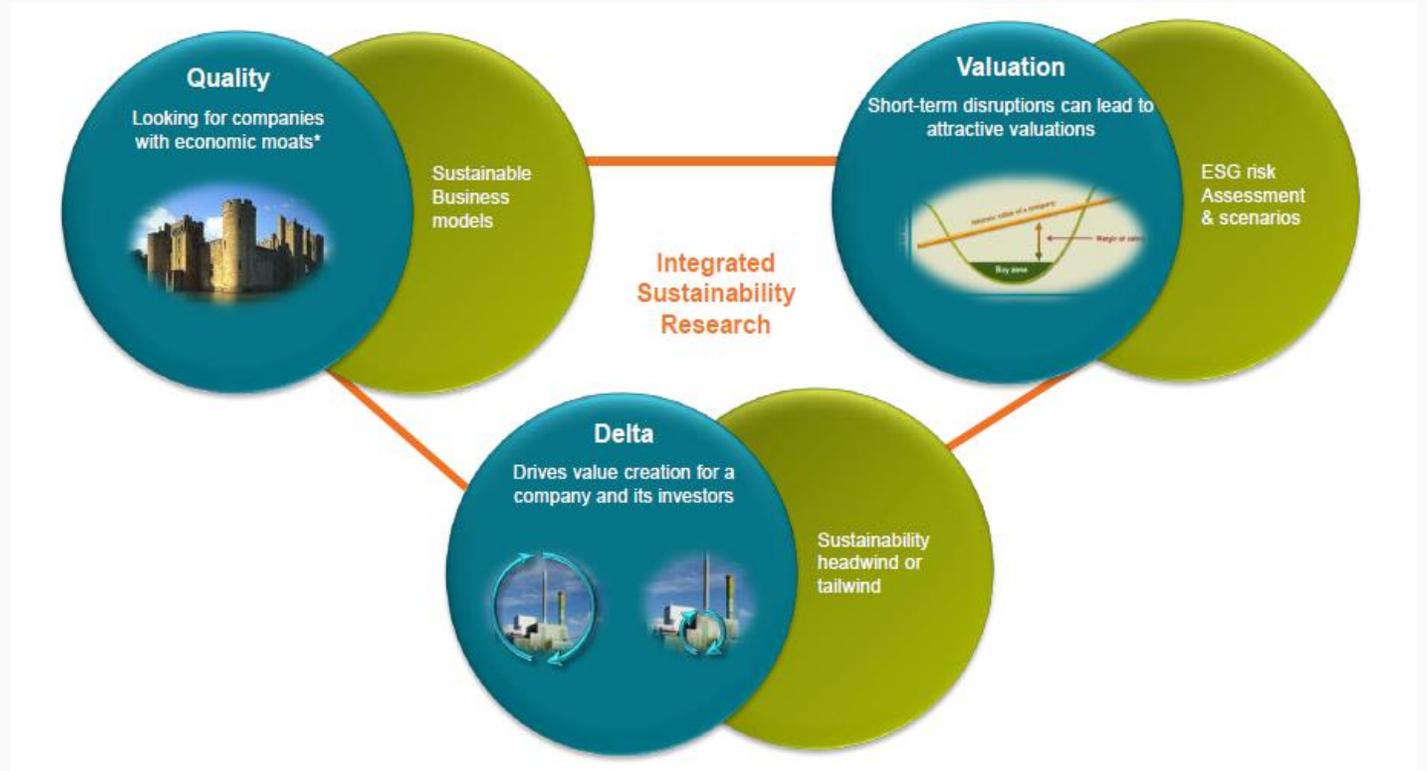
基金投資流程: 導入 ESG投資概念

- ▶ 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

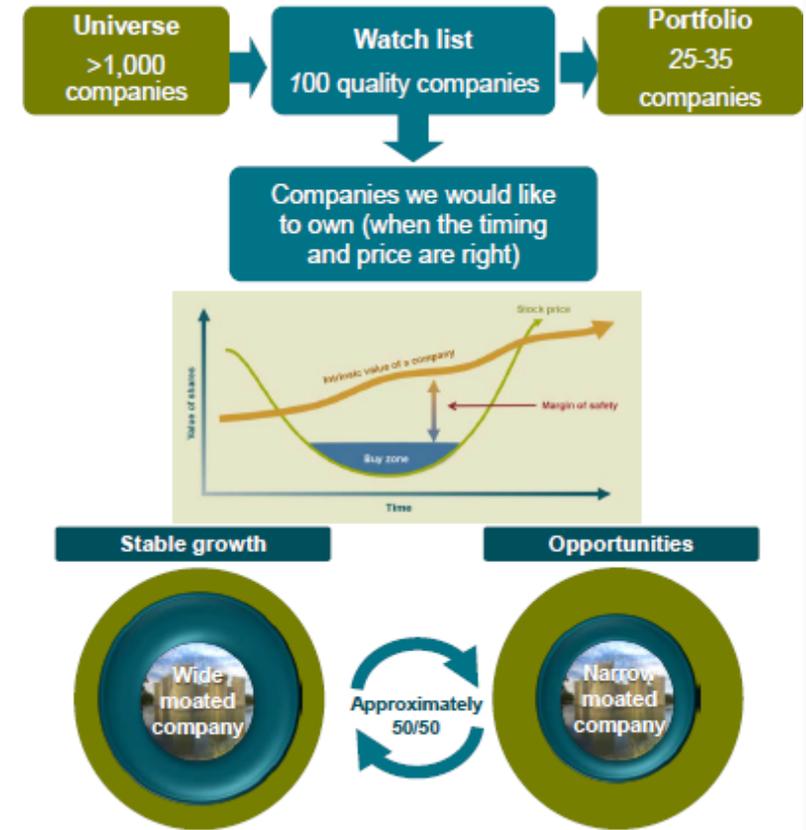
Companies with a long-term competitive advantage to protect their profitability

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





敬語

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。