



瀚亞投資  
eastspring  
investments

保誠集團成員 

2024年1月

## 瀚亞歐洲基金

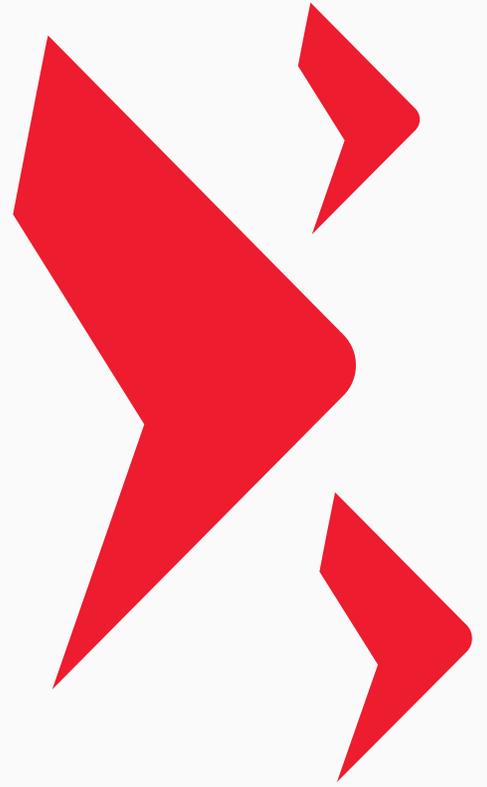
海外股票部 - 王亨

Experts in Asia. Invested in Your Future.

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

01

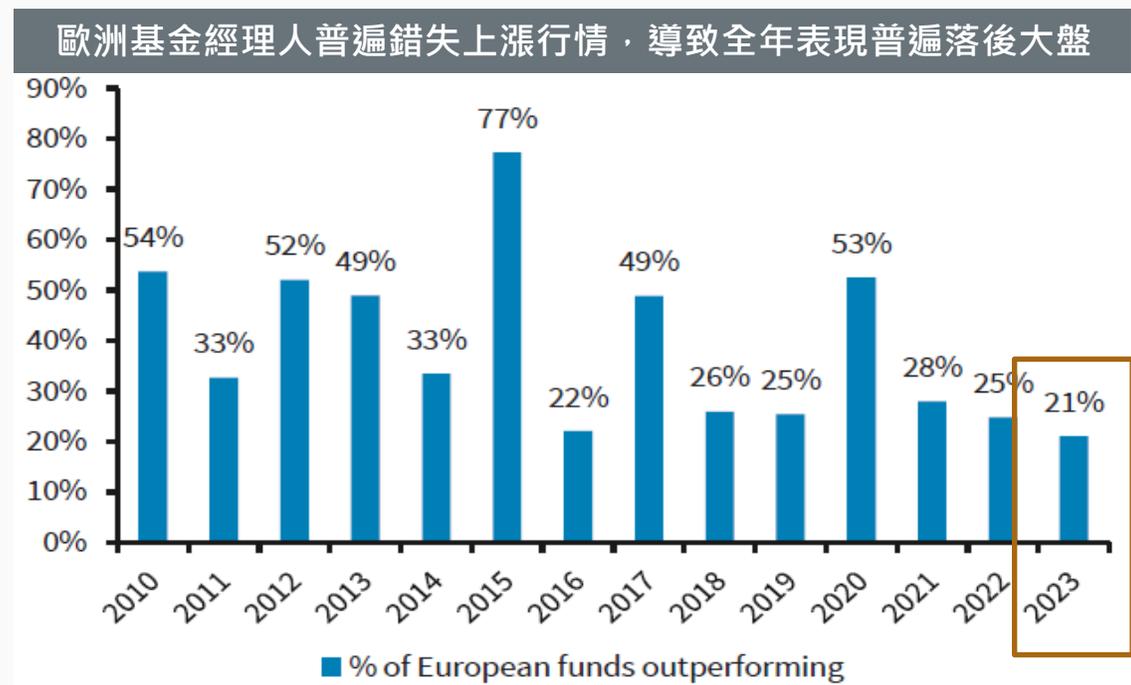
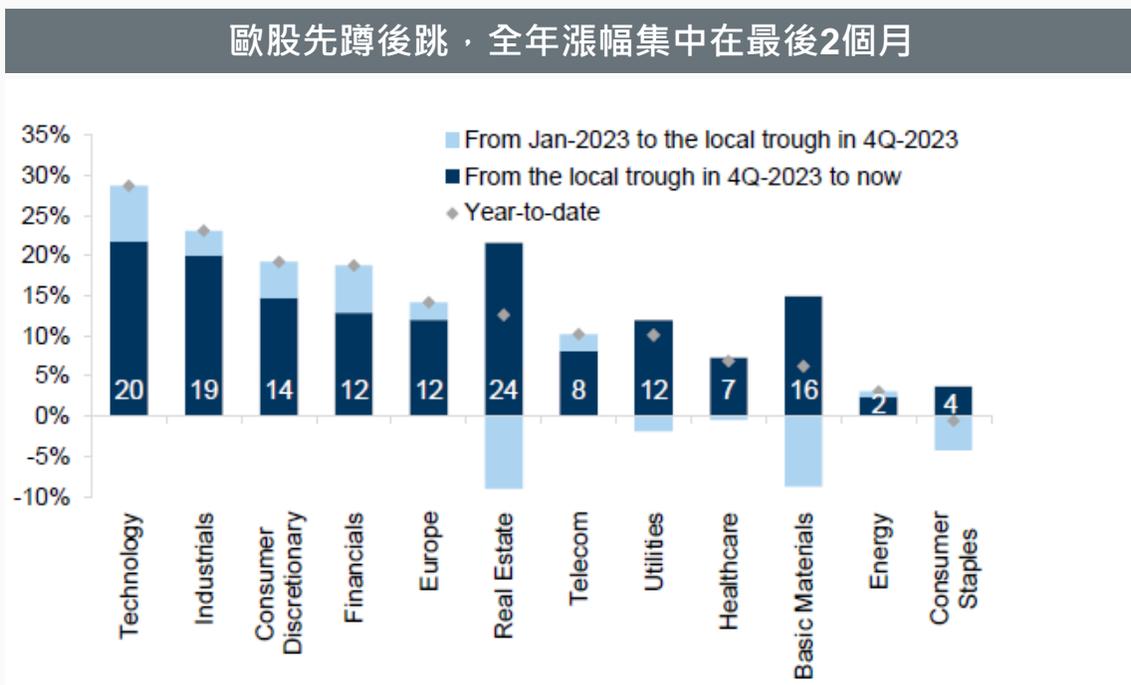
## 歐洲市場現況與展望





# 2023年回顧(一): 景氣反覆築底、擇時難度加大，長期持有更有效率

擺脫2022年底的天然氣危機後，STOXX600正面行情持續至4月，惟隨增長停滯、AI題材落後，歐股盤整走弱至10月底，後隨風險情緒偏好轉佳，全年報酬集中在11、12月。



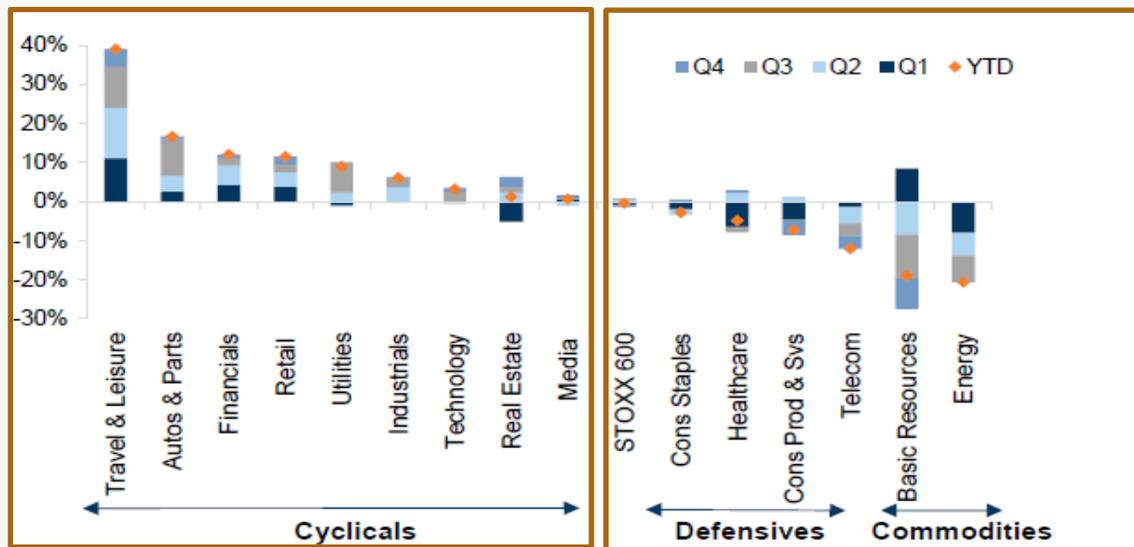
European mutual funds had a difficult year in 2023



# 2023年回顧(二): 雖企業獲利增速修持平, 惟海外景氣韌性佳, 景氣循環股獲利普遍獲得上修

雖歐洲景氣成長邁入停滯, 惟海外營收占比高提供一定支撐, 帶動景氣循環股獲利上調。

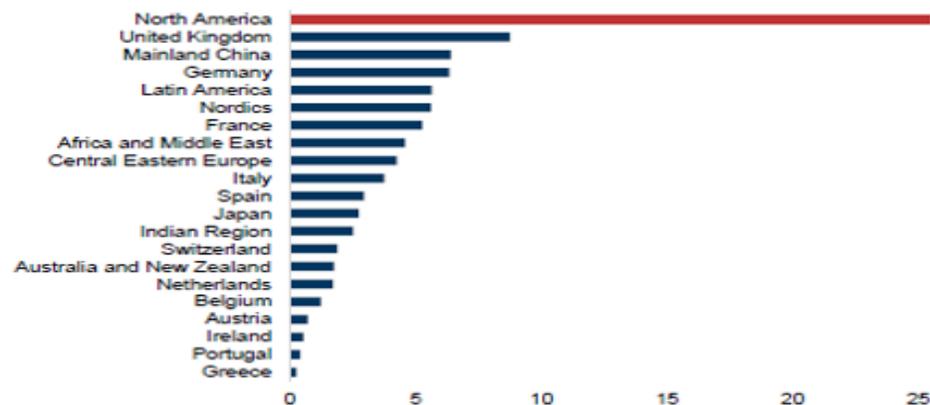
企業獲利修正值呈持平, 惟結構分化



歐股海外營收占比創新高, 且以景氣韌性佳的美國佔比最高



STOXX Europe 600 - Geographic Revenue Exposure

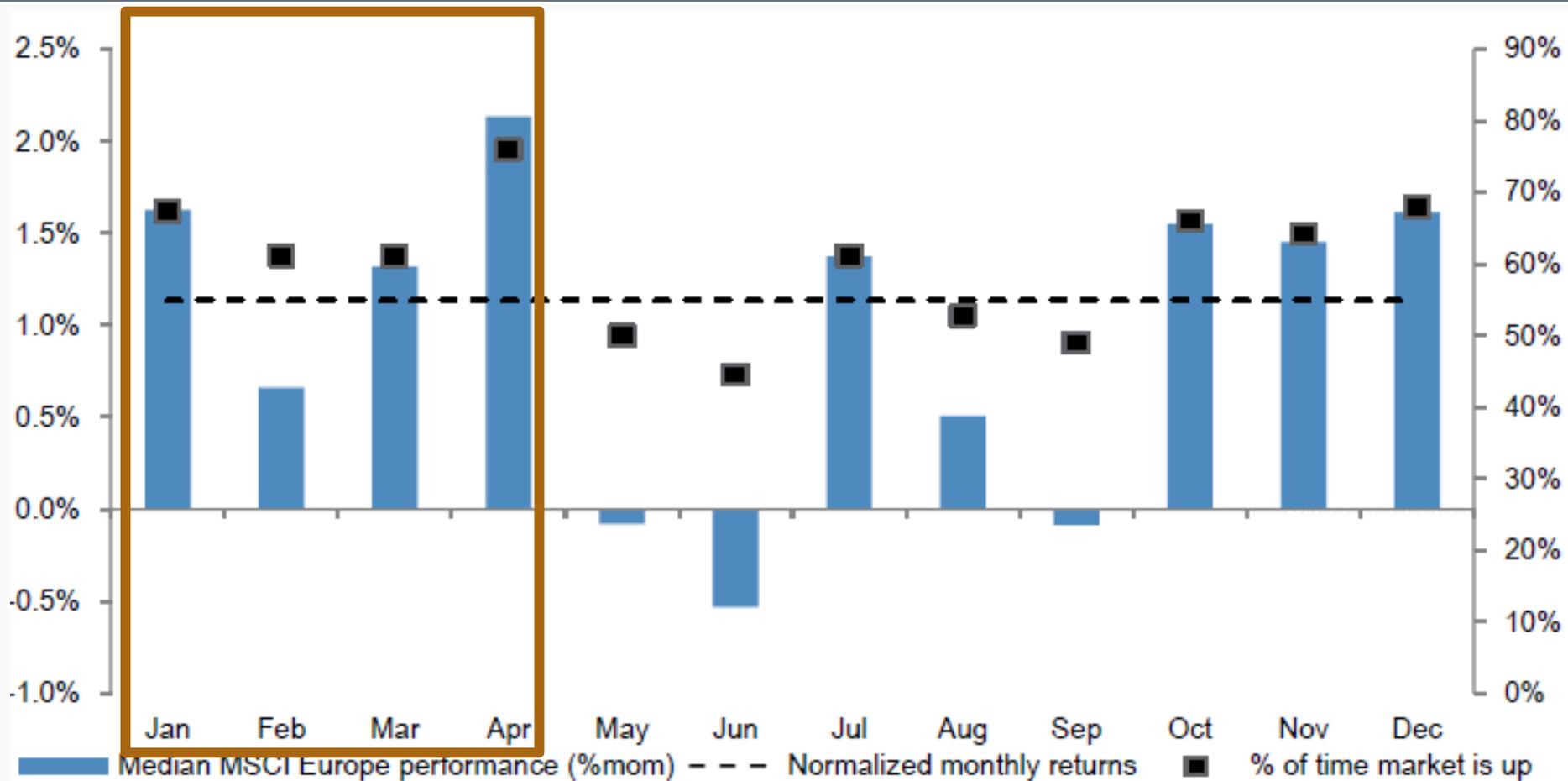




## 季節性因素有望歐股支撐

第一季仍惟為歐股報酬/勝率較高的一季。

### MSCI歐洲指數季節性表現



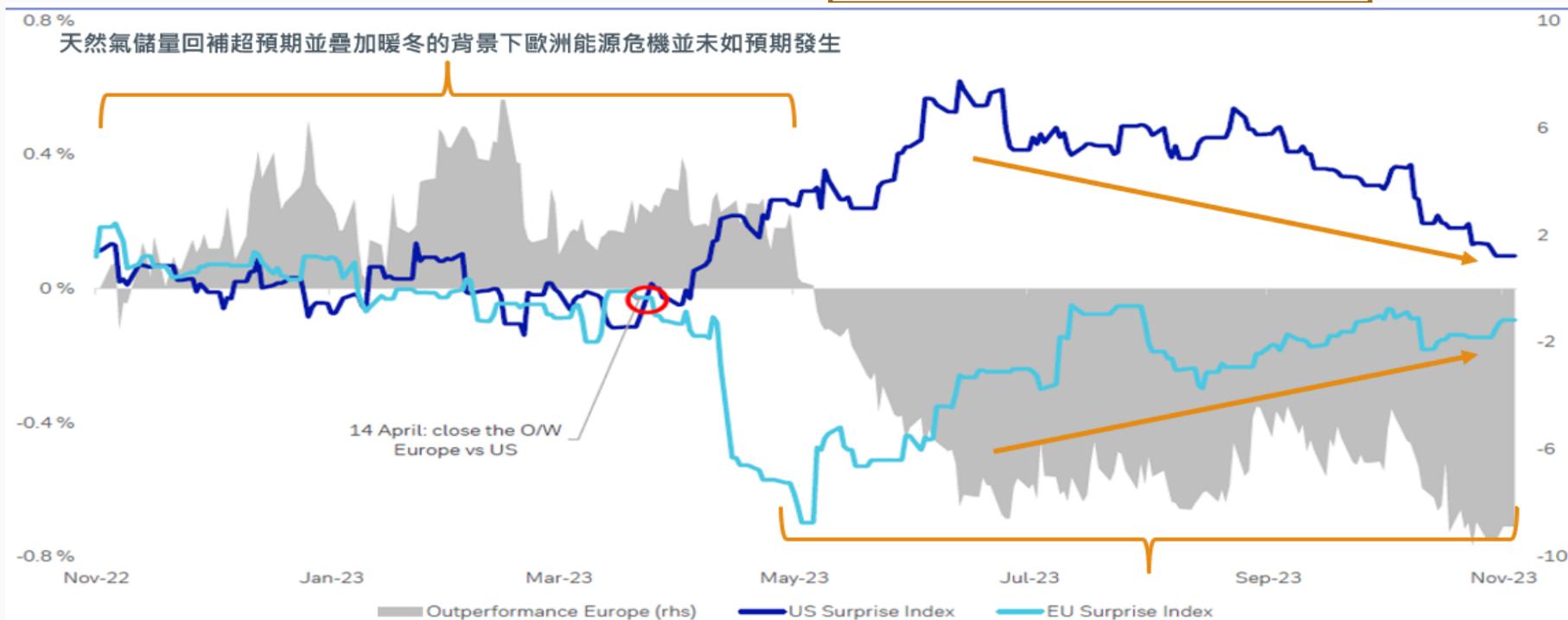


# 2024年美歐經濟增速、市場預期差距收斂

在此背景下，預期歐股表現不再落後美股。

## 美國與歐洲的經濟增速、經濟驚奇指數皆逐漸收斂

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
美國	1.7	2.4	3	2.5	2	1.5	0.6	0.7	1.2
歐洲	1.3	0.6	0	0.1	0.2	0.2	0.6	1	1.3
增速差	0.4	1.8	3	2.4	1.8	1.3	0	-0.3	-0.1



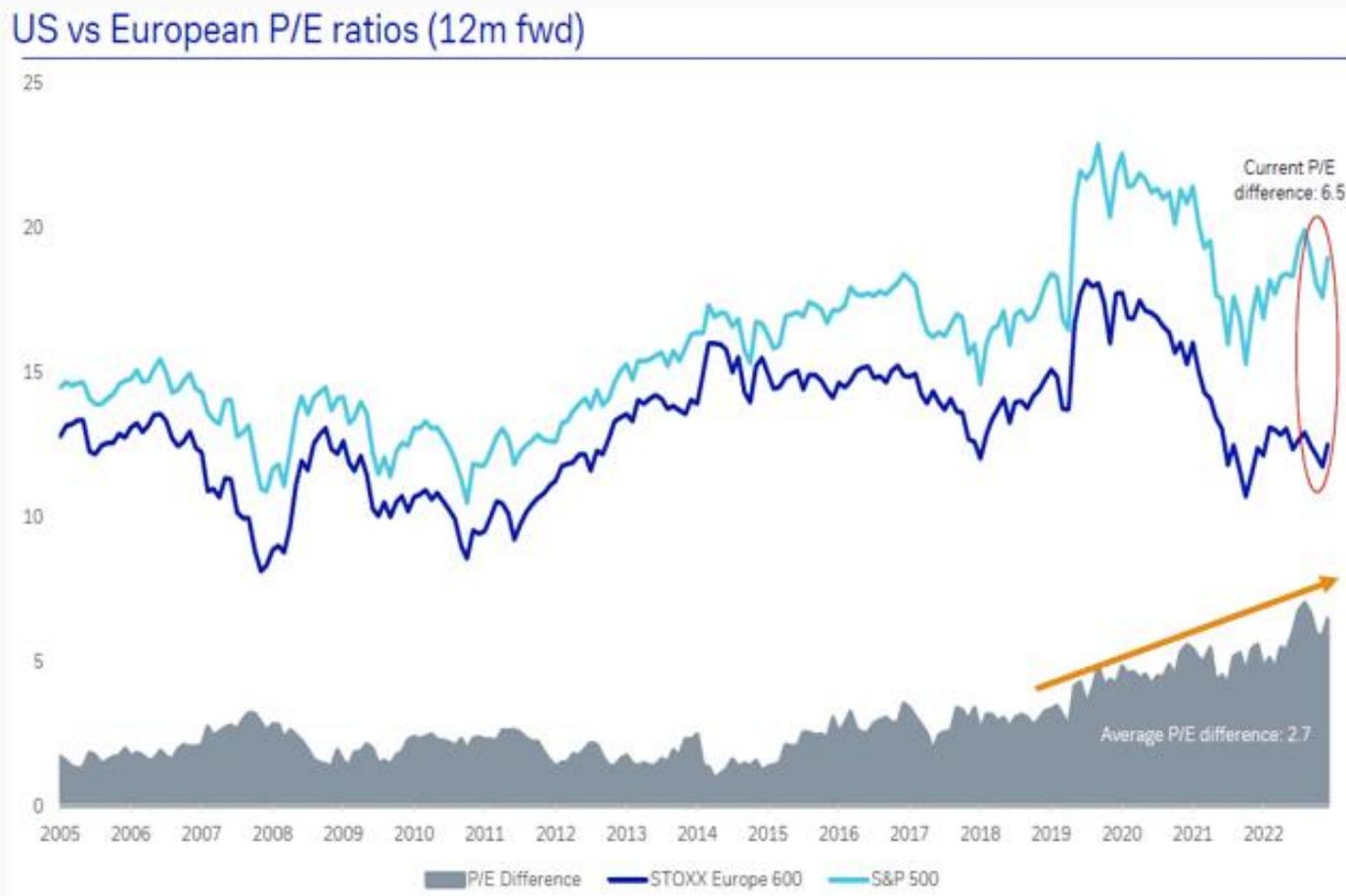
AI題材發酵支撐科技股比重較高的美股，加上歐元區景氣韌性不如美國



## 歐股相較美股估值折價維持在歷史高檔

由於成長性較優、資金偏好的科技產業於美股配置比重較高 (美/歐分別為29%/7%)。

### 歐股與美股評價面差距處於歷史高位

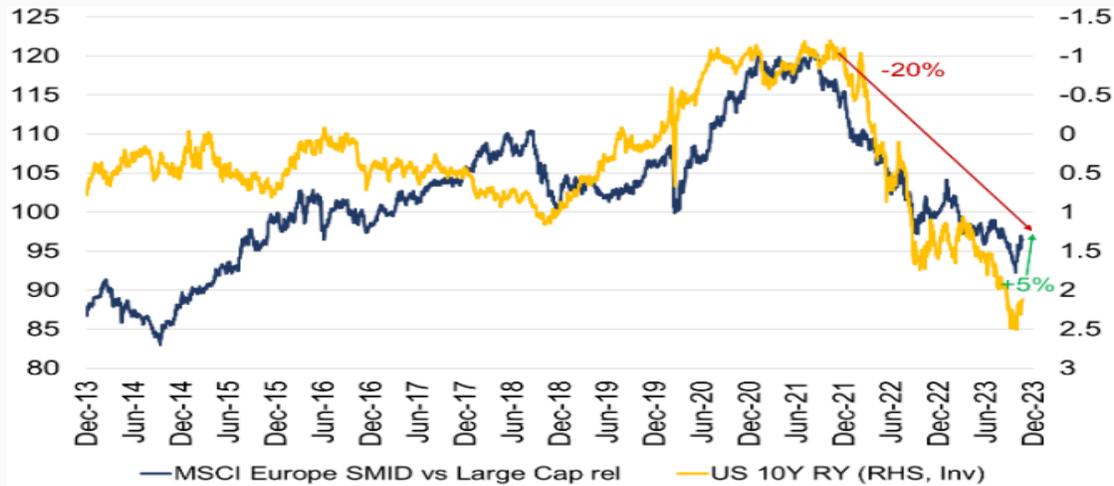




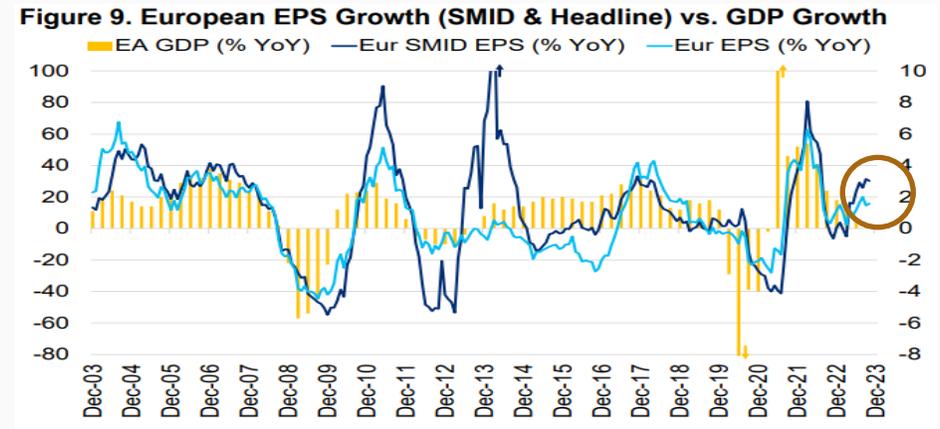
# 市場逐漸開始看好中小型股，兩年來首次，此意謂風險偏好已大幅改善

先前高通膨、歐元貶值，運營以歐元區本地為主的中小型企業受衝擊高於大型國際企業，惟利率跟物價壓力面臨轉折點，疊加相對大型股的長期溢價已消弭，中小型股的風險報酬比明顯改善。

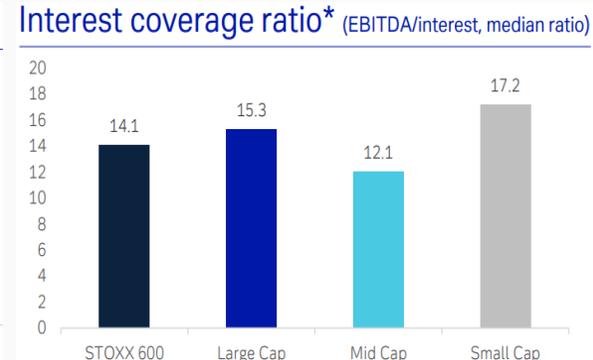
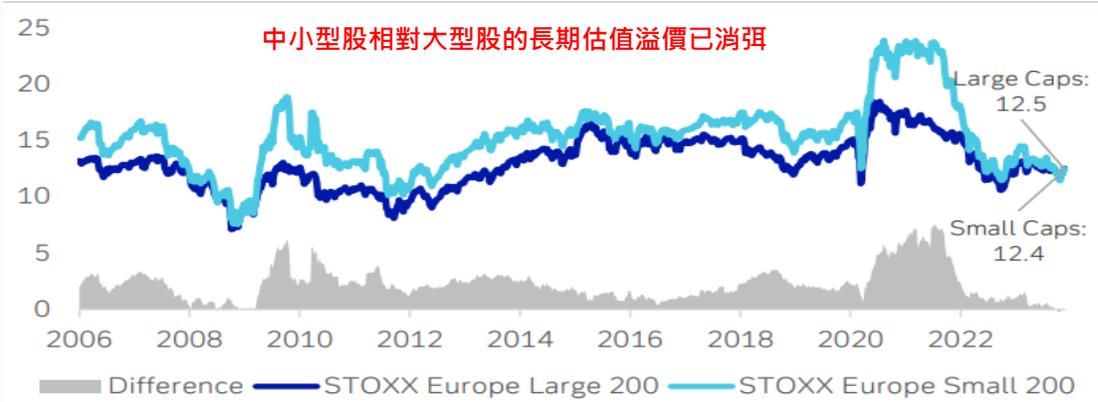
### 中小型股的股價於21年底始便大幅落後大型股



### 預期24年中小型股的EPS增速優於大型股



中小型企業負債比、利息覆蓋率等指標穩健度不輸大型企業





# 製造業逐漸脫離底部，惟新訂單透明度低，復甦步伐緩慢

正面: 新訂單增速下滑幅度低於3Q低點、整體製造業未再破底、德國製造業仍在反彈。

負面: 新訂單、生產仍為主要拖累項目，前者連9個月下滑，凸顯經濟前景不明之際業者對擴大生產、投資意仍保守。

歐元區製造業未再破底、德國延續反彈						
	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12
歐元區						
製造業PMI	42.7	43.5	43.4	43.1	44.2	44.2
服務業PMI	50.9	47.9	48.7	47.8	48.7	48.1
德國						
製造業PMI	38.8	39.1	39.6	40.8	42.6	43.1
服務業PMI	52.3	47.3	50.3	48.2	49.6	48.4



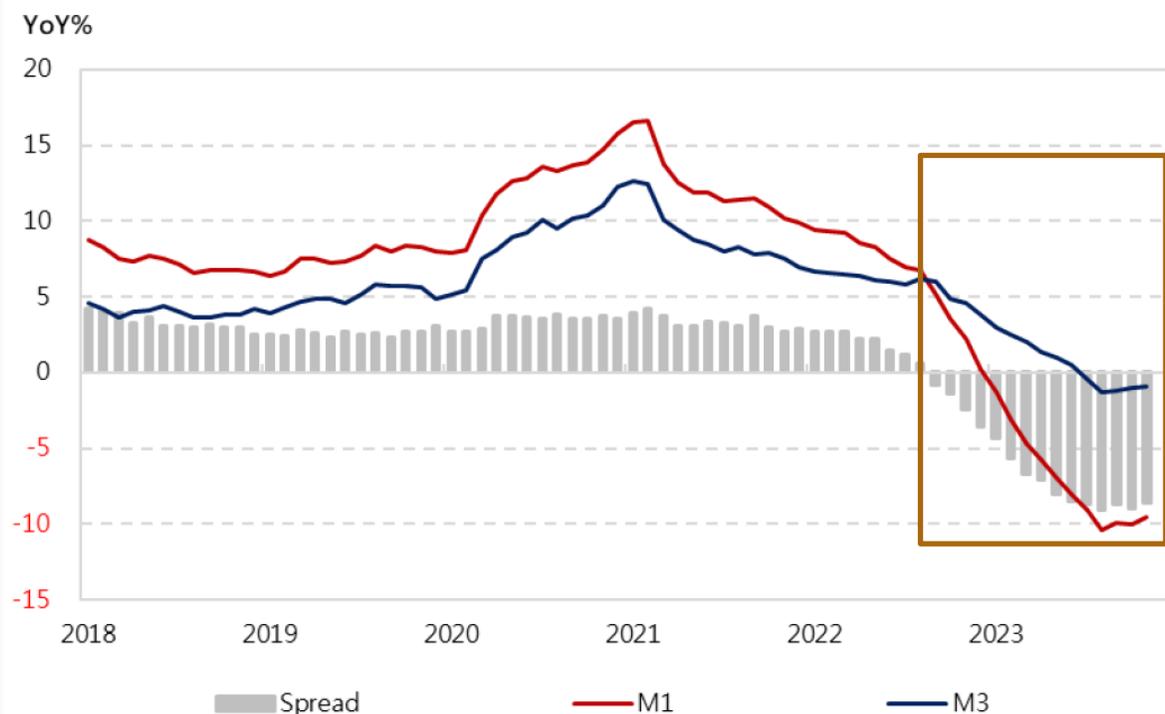


## 貨幣環境並未越發趨緊，企業融資狀況好轉

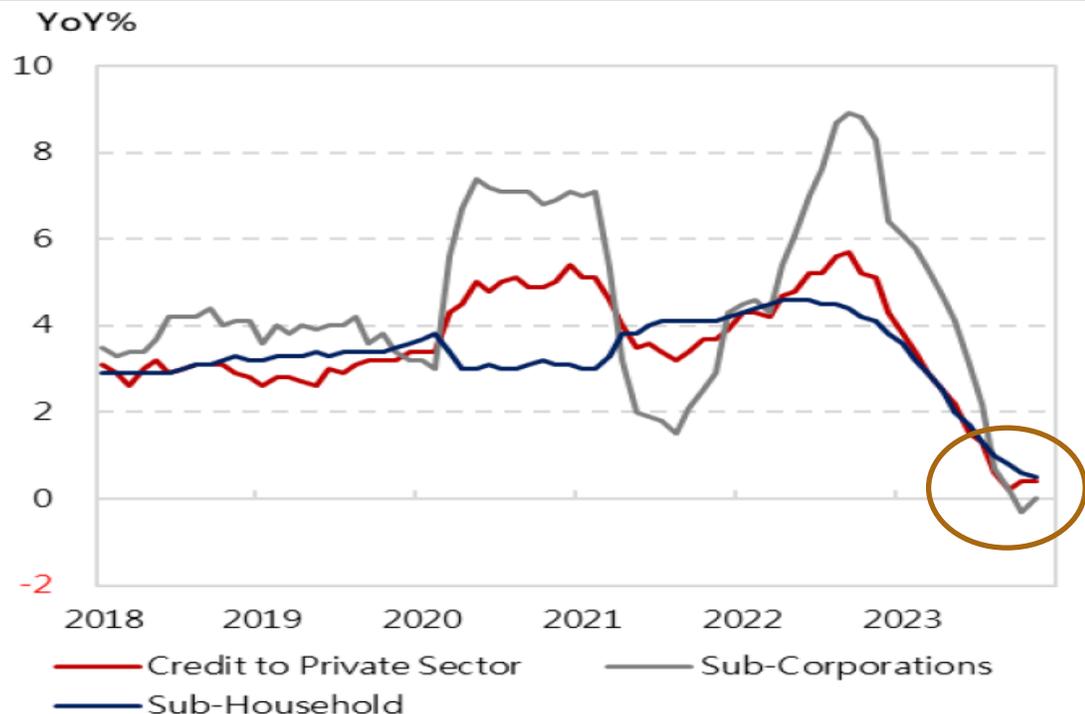
M3及M1的年增率相較3Q21-3Q23下行趨勢，目前已止跌反彈，連續三個月回升。

庫存去化近尾聲、訂單下行速度不再擴大，企業貸款回升至年增持平，睽違14個月以來首先較前月反彈。

### 貨幣環境未進一步收緊



### 企業端融資狀況出現好轉

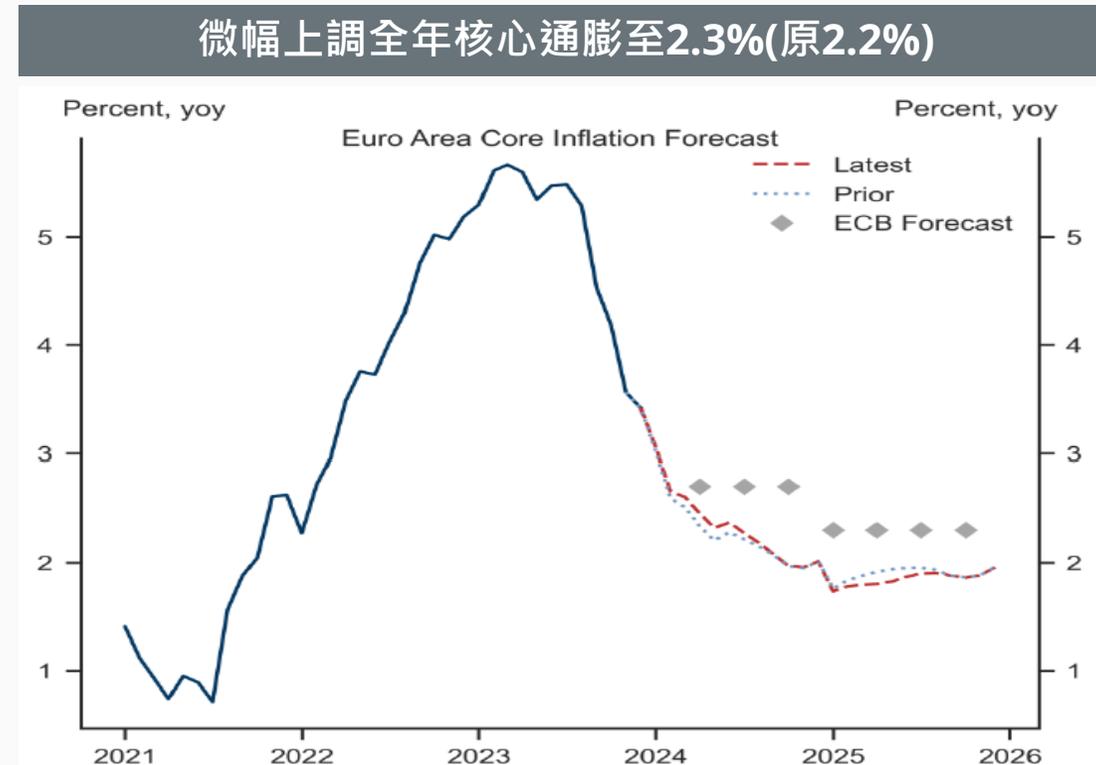
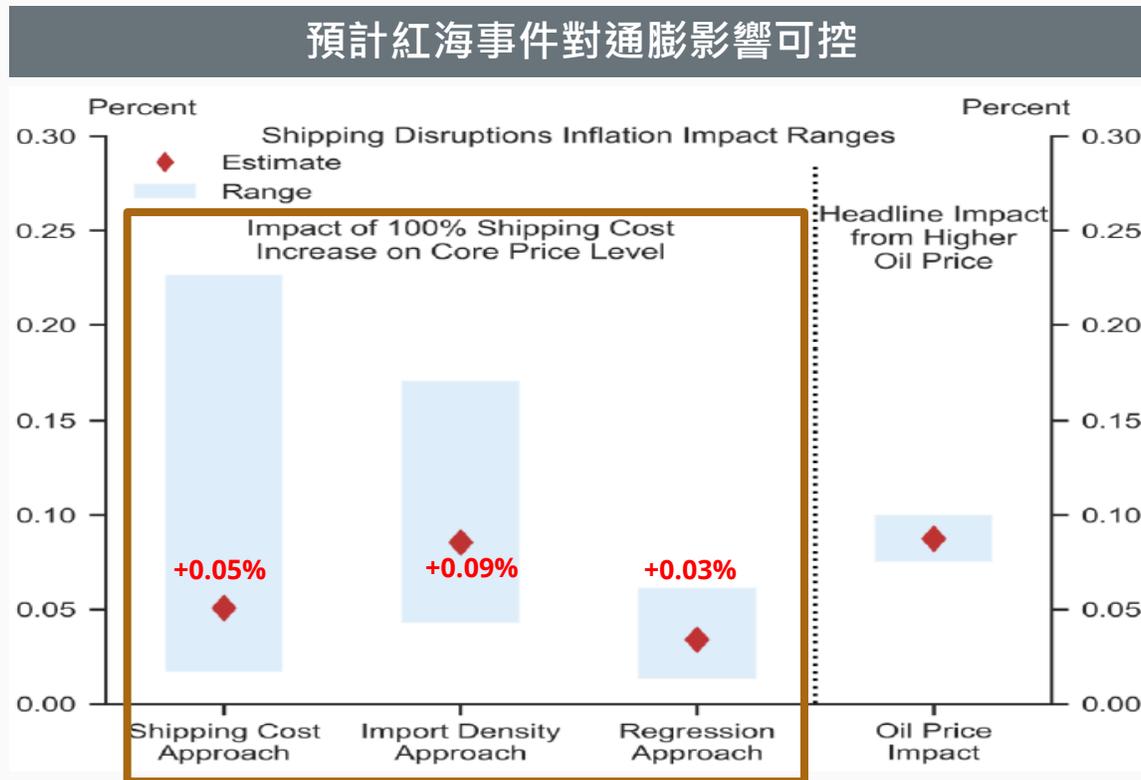




# 預期紅海事件對通膨影響可控，小幅上調核心通膨預期

與20-22年情況不同，運能釋放、無塞港問題。

高盛採用三種方式計算，預期此對2024年歐元區核心通膨影響約在3-9bps，上調全年核心通膨至2.3%(原2.2%)



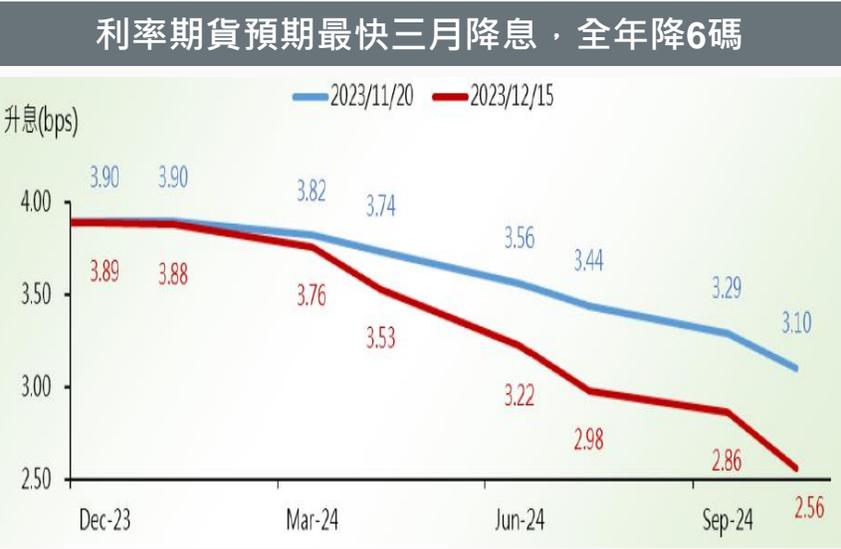


連續第二次暫停升息，未調整利率前瞻指引，官員認為在升息與降息間存在高原期。

下修今年經濟成長及通膨率，凸顯ECB對經濟擴張疲軟、通膨可望繼續回落看法。

**ECB淡化市場降息預期，惟後續政策調整仍將是放鬆而非緊縮**

ECB下修2023、2024 GDP、HICP預估						
歐元區	GDP成長率(%)			HICP年增率(%)		
ECB預測	2023	2024	2025	2023	2024	2025
15-Jun	0.9	1.5	1.6	5.4	3.0	2.2
14-Sep	0.7	1.0	1.5	5.6	3.2	2.1
14-Dec	0.6	0.8	1.5	5.4	2.7	2.1



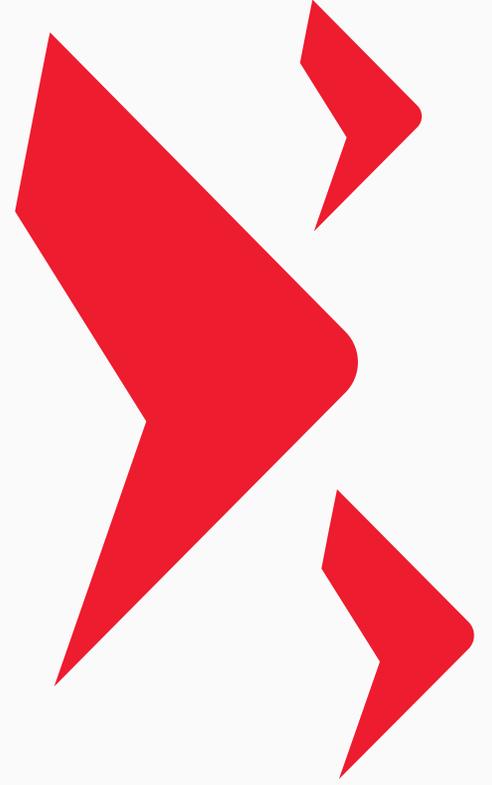
賣方普遍預則相對保守

券商	降息時間點及幅度
Goldman Sachs	04-24開始降息至 <b>2.50%</b>
Barclays	2H24降息50bps至 <b>3.5%</b>
Deutsche	04-24開始降息至 <b>2.50%</b>
Citi	06-24開始降息至 <b>3.0%</b>
JPM	2H24降息50bps至 <b>3.5%</b>
Bank of America	共降息4碼至 <b>3.0%</b>

資料來源: 2024/01 · JPM

## 02

### 基金現況與投資結論



## 績效表現 (新台幣計價)

	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	15.9	-0.4	4.7	37.0	5.3	10.4	3.0
MSCI歐洲 (台幣)	13.4	-1.5	3.5	31.0	6.0	11.2	5.1
同類型基金平均	12.7	-2.3	2.7	31.0	1.7	7.9	3.7
排名	5/35	11/35	11/35	5/35	9/35	13/35	23/35

## 產業配置

相對配置: 超配工業、通訊服務、循環消費，低配能源、公用事業、必須消費。

基金產業配置	比重%	相對配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
工業	28.0	13.9	7.2	24.7
金融	13.6	-2.8	4.0	16.5
醫療保健	13.0	-3.0	3.0	6.4
循環消費	11.6	1.3	3.5	13.4
通訊	9.9	6.2	0.4	10.9
必須消費	9.9	-4.2	0.7	-1.0
原材料	5.9	-0.8	6.3	8.3
科技	3.2	-2.9	4.7	33.1

## 國家配置

相對配置: 超配丹麥、荷蘭、愛爾蘭，低配瑞士、法國、英國。

基金產業配置	比重%	相對配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
丹麥	20.2	15.8	2.6	24.4
英國	19.4	-5.4	3.7	3.8
德國	15.3	3.1	3.3	20.3
荷蘭	12.5	6.0	2.8	14.2
法國	9.7	-7.8	3.2	16.5
瑞士	7.9	-8.5	2.6	3.8
愛爾蘭	3.8	3.8	4.8	23.2
西班牙	3.2	-0.5	0.4	22.8
奧地利	2.7	2.4	4.4	9.9

# 前10大持股

前十大持股	比重(%)	產業類別	MTD報酬	YTD報酬	介紹
Novo Nordisk A/S	7.5	醫療	8.4%	48.9%	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	15.8%	39.1%	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	4.3	通訊服務	-1.8%	36.7%	德國最大的線上房地產分類廣告平台。
AIB Group PLC	3.8	金融	-8.9%	7.3%	愛爾蘭聯合銀行是愛爾蘭的前四大商業銀行。
DSV A/S	3.5	工業	-10.1%	8.1%	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	3.8	必選消費	-6.0%	-9.0%	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	3.4	必選消費	-6.5%	-6.4%	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	4.1	工業	11.0%	34.7%	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	3.8	工業	12.1%	35.9%	提供資訊和分析解決方案業者。
WH Smith PLC	3.2	非必選消費	-0.7%	-10.1%	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。
<b>總計</b>	<b>42.7</b>				



## 投資結論

### 投資建議: 中立，若本益比拉回至12倍左右為逢低布局機會

- ▶ 歐股表現於2Q23初以來持續落後美股，此已反映基本面、景氣韌性不如後者，隨美國經濟轉為溫和成長，兩者稍早的經濟增速差距將收斂，加上歐股相對美股折價處歷史高點，預期明年歐股走勢有望與美股亦步亦趨而非落後。
- ▶ 歐股結構以景氣循環股為大宗，隨庫存去化已經告一段落，製造業進入築底階段，惟新訂單、廠商生產仍然疲弱，復甦動能將為緩步，基本面好轉前仍有顛簸。但整體而言，製造業低檔回穩、貨幣供給增速下滑幅度收斂，企業融資出現回溫，景氣築底態勢確立。
- ▶ 歐元區第四季以來通膨明顯低於預期且加速回落，雖歐洲央行於12月會議尚未討論降息，但基於歐洲通膨已出現令人信服的下滑、勞動力市場供需緊張也逐漸改善，配合聯準會動向，歐洲央行有望最快於今年上半年開始降息，全年至少降息3~4碼。
- ▶ 歐股整體風險報酬比已見改善，惟短期市場情緒轉佳，帶動歐股明顯反彈，當前評價面已回升至13倍，離年底給予的目標值13.5倍差距收窄，建議適逢市場整理拉回時再行布局將有更佳的回報率。

# 03

---

## 附錄





## 基金投資流程: 導入 ESG 投資概念

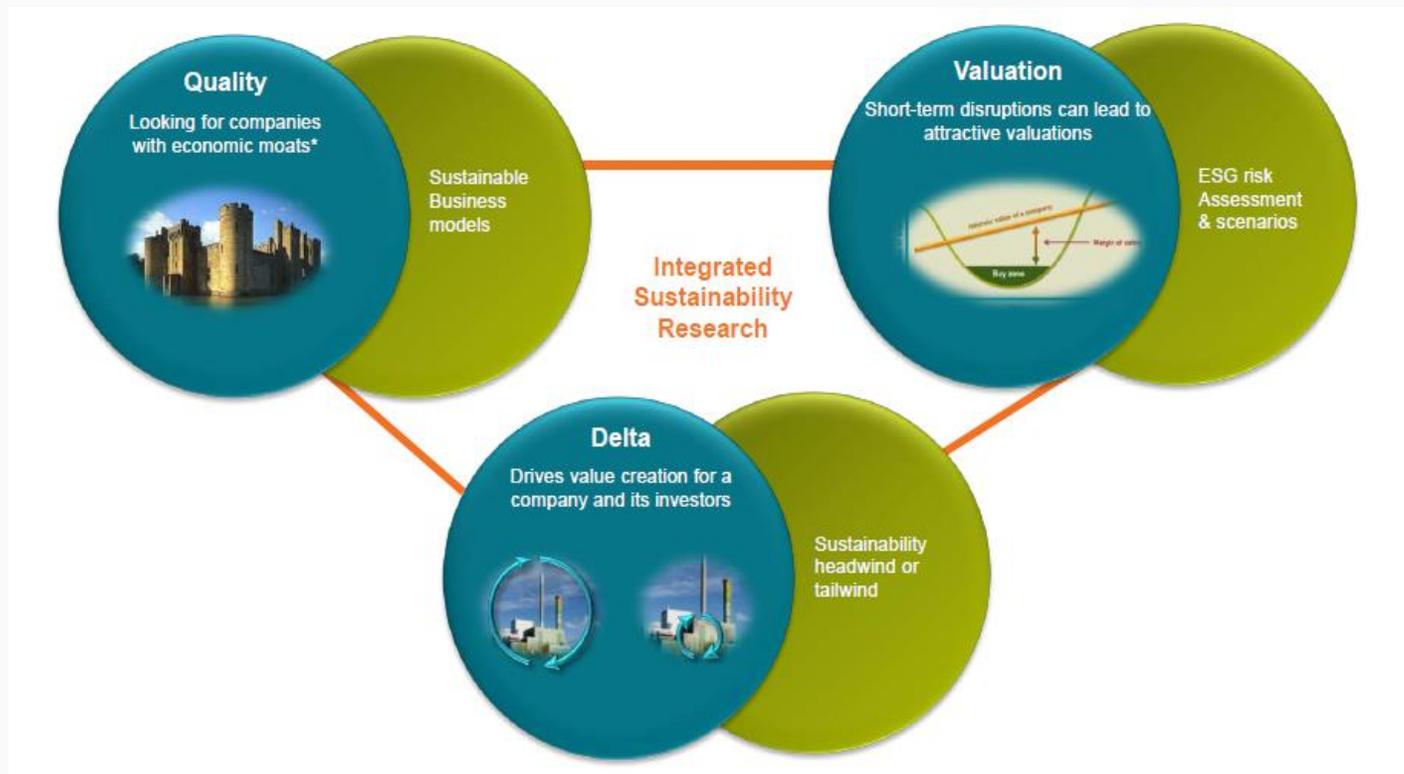
- ▶ 用5至10年的投資概念，專注找到好公司，並且定期檢視持股。





## 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

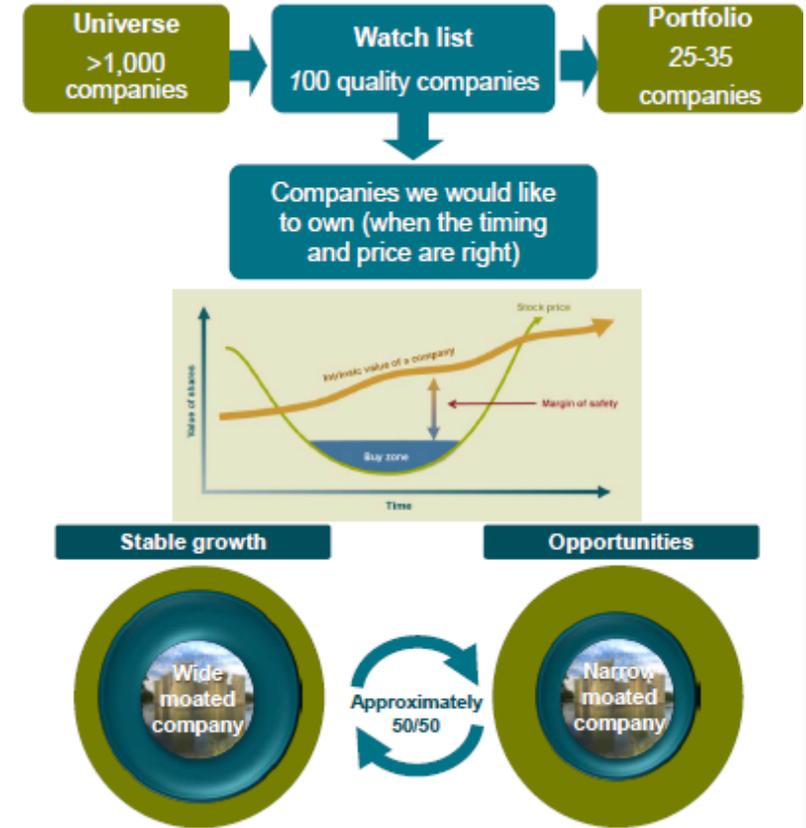
Companies with a long-term competitive advantage to protect their profitability

## 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。