



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2024年3月

瀚亞歐洲基金

海外股票部 - 王亨

Experts in Asia. Invested in Your Future.

eastspring.com.tw

01

歐洲市場現況與展望

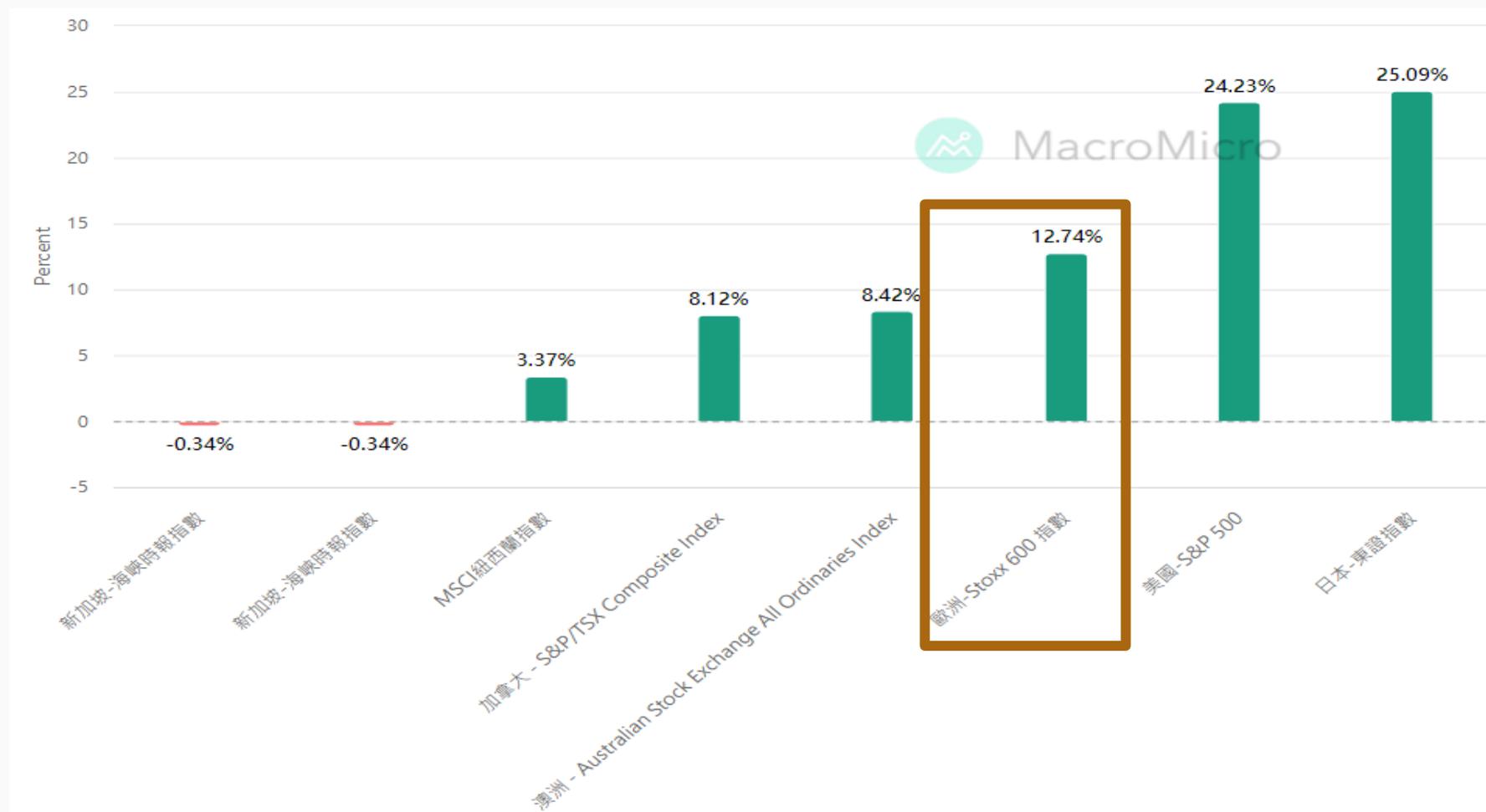




2023年回顧: 成長停滯的背景下，逆風繳出雙位數報酬率

歐股去年在已開發國家中表現僅落後美國、日本。

全球主要已開發市場2023年報酬率





2023年回顧: 海外營收比重高，為歐股提供一定支撐

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。

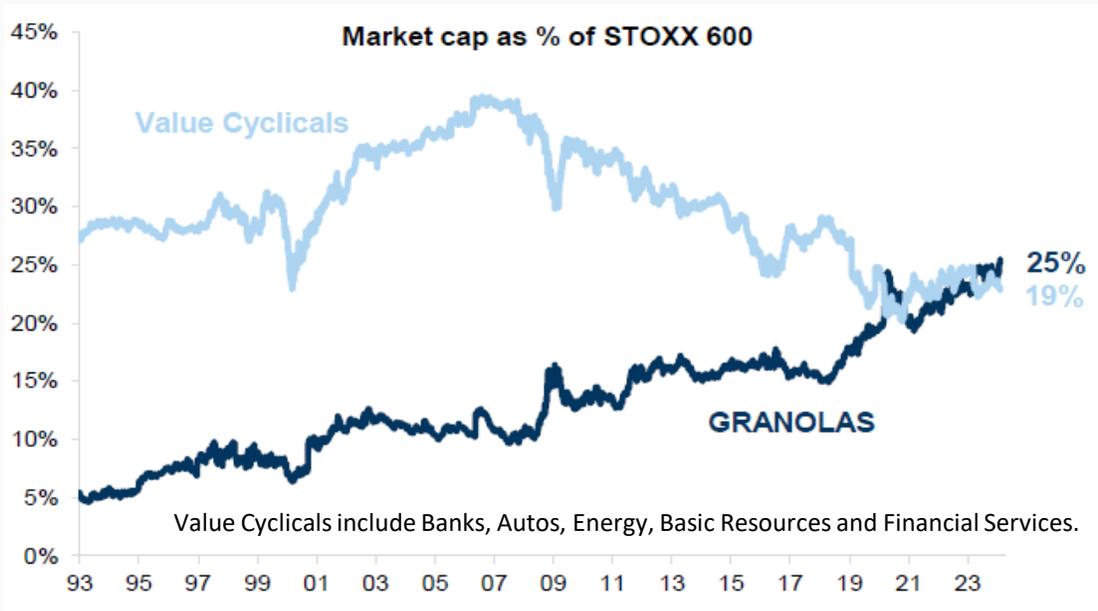




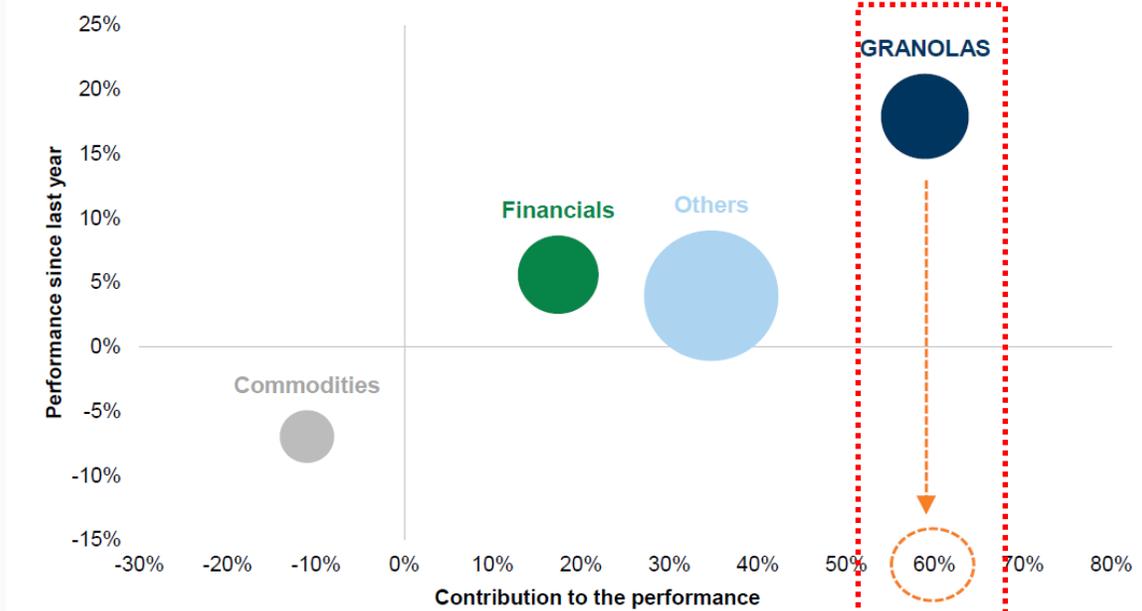
2023年回顧: GRNAOLAS權重提升，支撐歐股表現

GRANOLAS: GSK、Roche、ASML、Nestle、Novartis、Novo Nordisk、L'Oreal、LVMH、Astrazeneca、SAP、Sanofi 等優質企業營運體質佳、獲利增速強勁，且自由現金流穩定，成為歐股表現支柱。

GRANOLAS權重持續上升，歐股相較過去更有長線趨勢性



2023年歐股六成報酬貢獻來自GRANOLAS





2024年展望: 風險回報比呈改善，外資券商轉評級轉趨正向

德銀、花旗皆調升歐股的投資評級。

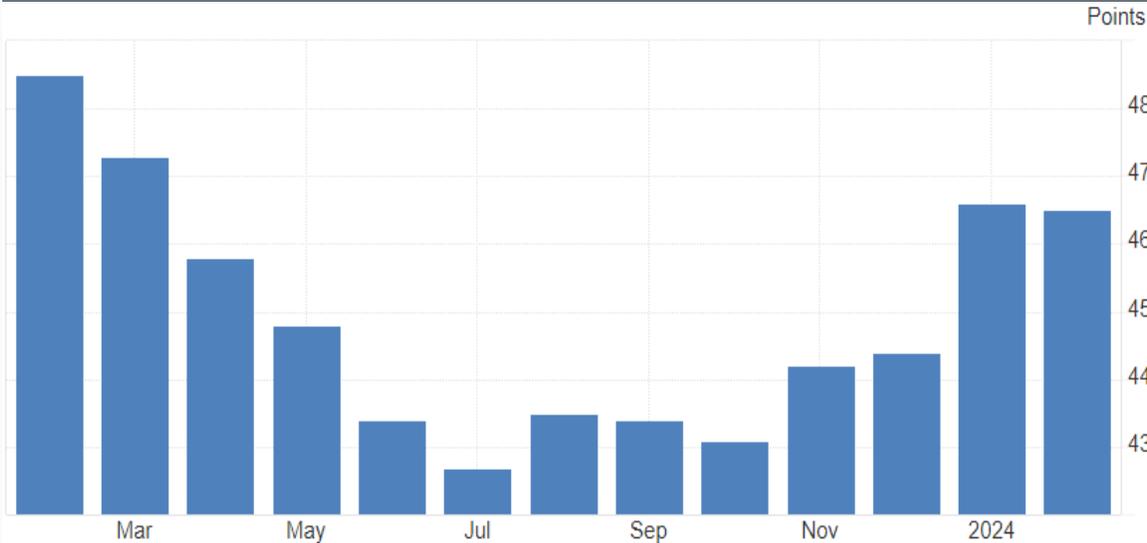
券商	投資評級 (相較半年前)	24-25 EPS	24年底 目標價	觀點
Goldman Sachs	OW→OW	7%/4%	510	物價降溫速度快於預期，核心通膨於今年中即回落至2.7%，此將帶動實質薪資回到正增長並給予民間消費支撐，同時通膨降溫亦將推動評價面回升。除此之外，歐股資金面並不壅擠，而企業持續回購庫藏股也扮演正面推手的腳色。
Barclays	EW→EW	5%/4%	485	基期效應使今年中位數企業獲利增長預期有望實現，雖央行短期不急於改變政策方向，惟隨通膨進一步下行，ECB將於下半年進行降息，此有助於2025年恢復成長。惟考量基本面轉強前仍有顛簸，加上技術面在空頭擠壓後略顯過熱。
Deutsche	EW→OW	3%/8%	510	歐股表現於去年2Q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。此外，市場預期2024年歐股企業獲利增速僅2%，預期不高的前提下擊敗市場的門檻低。
Citi	EW→OW	3%/6%	510	利率/通膨正在下降，地緣政治風險已經減緩，製造業景氣可能已經觸底。預期明年企業獲利增速為3%，而根據花旗模型評估，歐股目前反映了5%企業獲利衰退，此為進一步的獲利下修提供緩衝且ECB下半年開始降息亦將推升估值回升。
Bank of America	UW→UW	N/A	420	2023年景氣韌性導致風險溢價明顯回落，亦導致企業獲利呈現續揚，惟隨著高利率環境對經濟遞延效果發酵，成長動能將大幅轉弱。預期Stoxx 600未來12個月的市盈率(P/E)從目前的12.2倍下降到第二季度中期約11倍的低點，然後在年底反彈到13.5倍。
	OW:3 EW:1 UW:1	3.6%/5%	487	



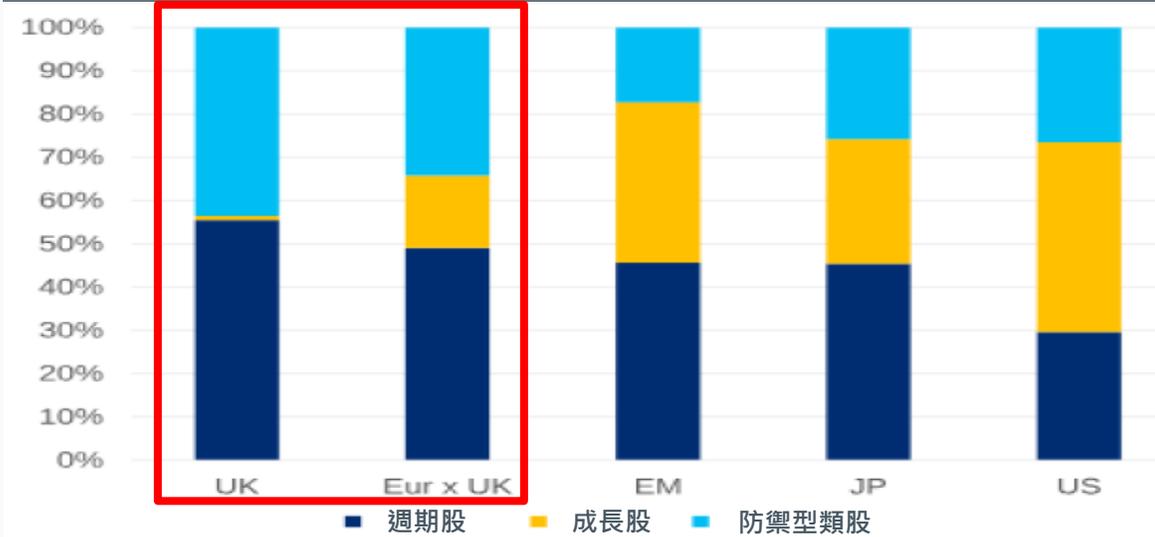
景氣面: 雖步伐緩慢，但製造業脫離底部並轉趨復甦的態勢確立

新訂單、產出增速下滑幅度低於3Q23低點，分別為過去1年、10個月以來最小，顯示經濟前景不明之際業者對擴大生產、投資意仍保守，惟邊際持續出現改善。

歐元區製造業PMI於去年底觸底後，開始呈現逐步復甦



歐股的景氣循環股配置高於其他主要國家/地區



	2024 (Feb)	2024 (Jan)	2024 (Dec)	2023 (Nov)	2023 (Oct)	2023 (Sep)	2023 (Aug)	2023 (Jul)	2023 (Jun)	2023 (May)
實際	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8
預期	46.1	46.6	44.2	43.8	43	43.4	43.7	42.7	43.6	44.6
差異	0.4	0	0.2	0.4	0.1	0	-0.2	0	-0.2	0.2



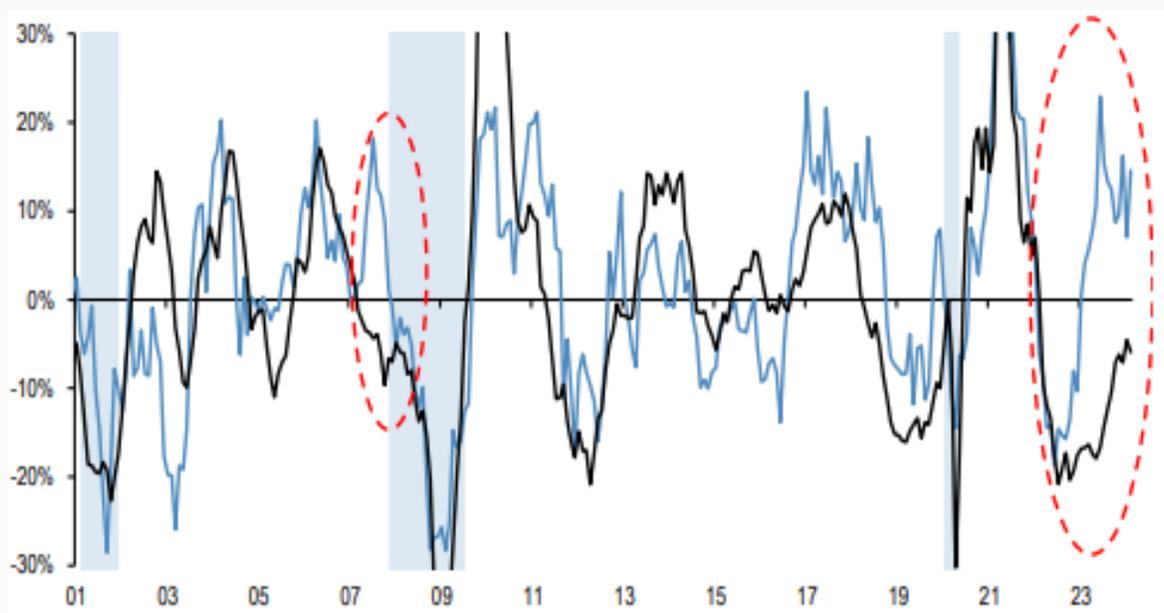
製造業數據開始從不如預期轉為優於預期



景氣面: 製造業景氣與歐股的風險偏好、企業獲利連動性高

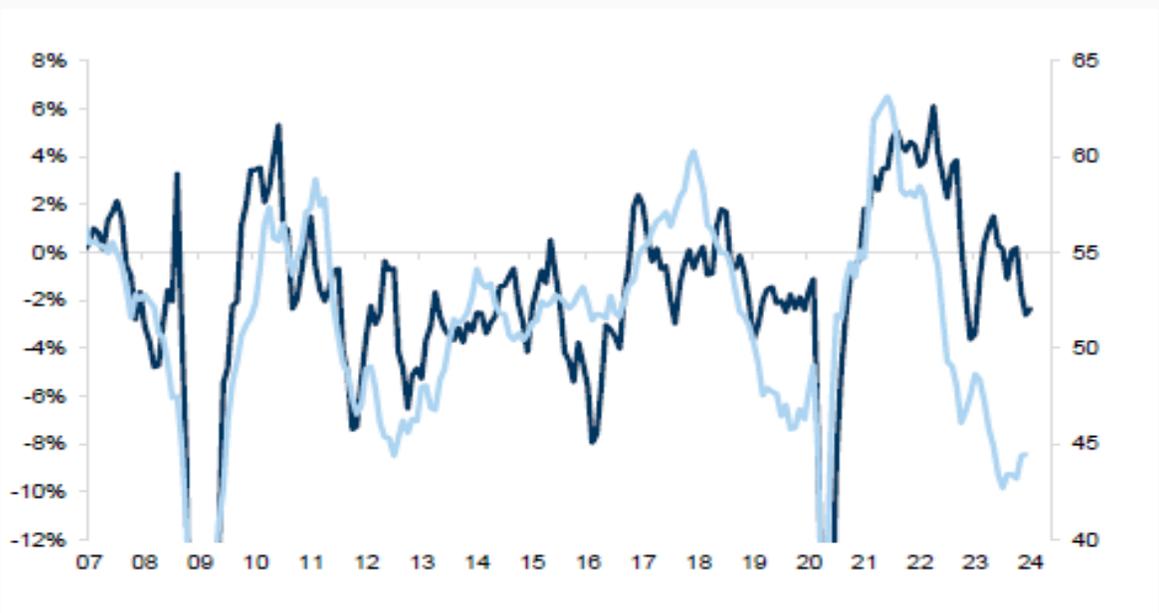
相較其餘國家/地區，歐股的配置以週期股為大宗，因此風險偏好變化、企業獲利修正皆與製造業高度連動。

週期股/防禦型類股與製造業PMI的走勢相輔相成



—— 週期股/防禦型類股相對走勢(%YoY) —— 歐元區製造業PMI (%YoY)

製造業漸脫離底部，企業獲利修正值有望止穩



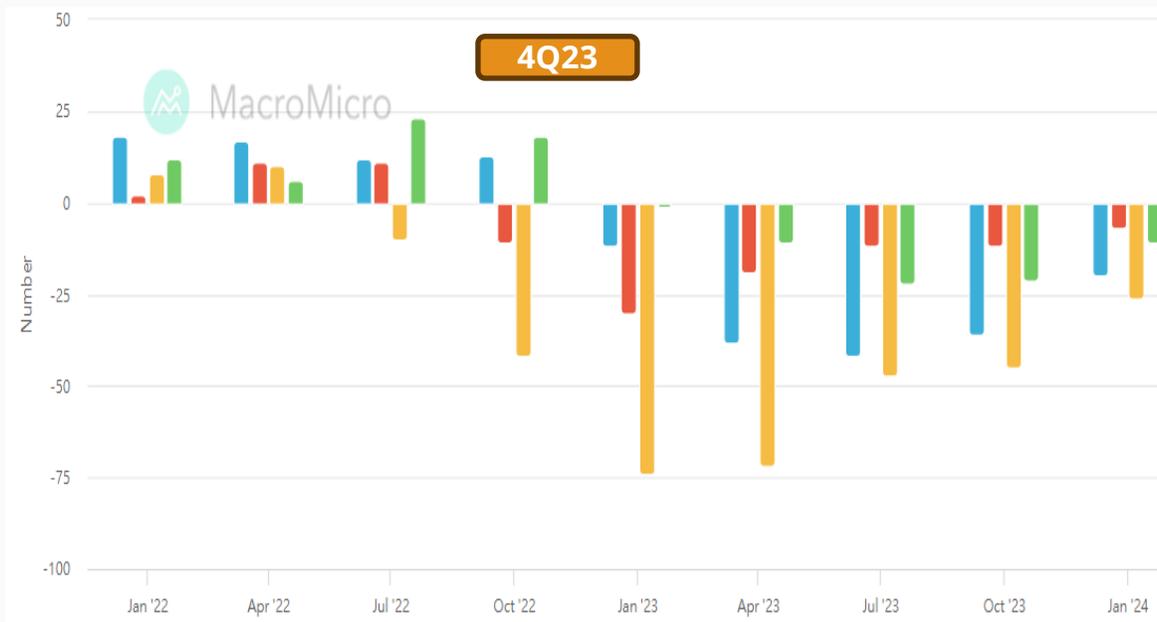
—— 過去三個月STOXX600企業獲利預期修正值
—— 歐元區製造業PMI



景氣面: 歐洲央行調查家庭與企業信貸需求持續回升

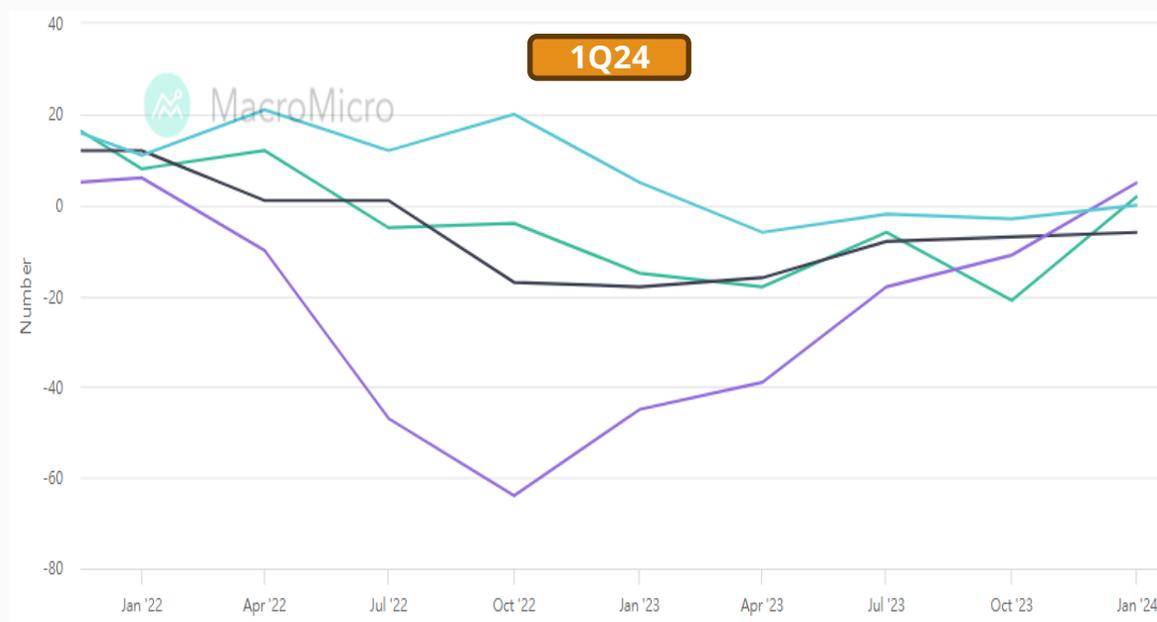
根據ECB最新的信貸調查，不論是企業、消費、購屋等貸款需求均出現連續兩季度回升，預期值亦同步改善。

在貨幣政策即將轉向、通膨持續回落的背景下，4Q23當季、1Q24預期的信貸需求持續回升



Q1 2024

- 企業貸款-現況: -20.00
- 家庭消費貸款-現況: -7.00
- 家庭購屋貸款-現況: -26.00
- 企業短期貸款-現況: -11.00



Q1 2024

- 企業貸款-預期: 2.00
- 家庭消費貸款-預期: -6.00
- 家庭購屋貸款-預期: 5.00
- 企業短期貸款-預期: 0.00



相較美股: 評價面更具吸引力，惟科技股配置不足

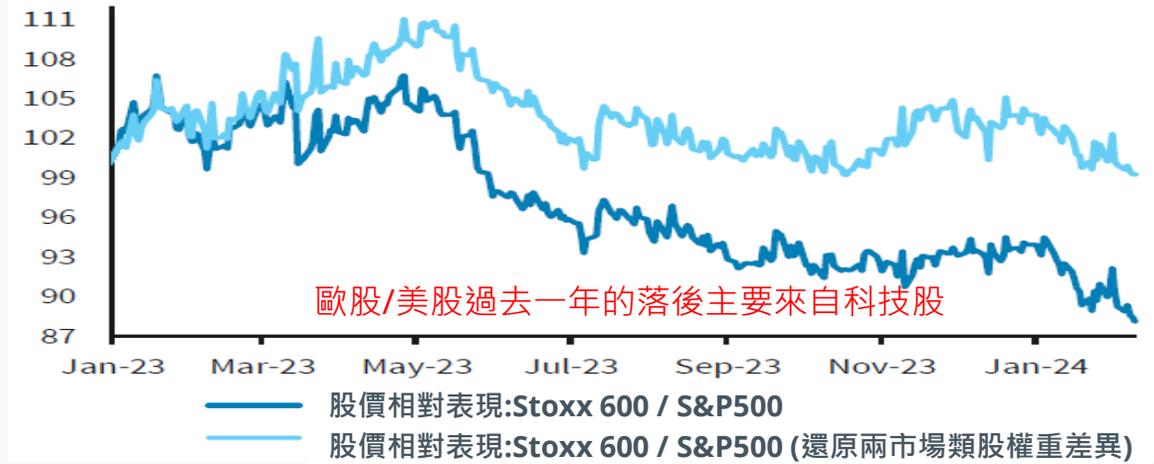
- 歐洲與美國的景氣增速差預期將逐漸收斂，且相對折價亦處於歷史高點，但在AI趨勢興起、成長股重回投資人視野的背景下，科技配置差異(Stoxx600:7%、S&P500:29%)仍使歐股短期內表現難以跑贏美股。

歐洲與美經濟增速差逐季收斂

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
歐洲	1.3	0.6	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
美國	1.7	2.4	2.9	3.1	2.9	2.6	1.7	1.3	1.4
增速差	-0.4	-1.8	-2.9	-3	-2.7	-2.4	-1.4	-0.9	-1.0



歐股科技股配置不高，AI情緒高漲的環境預期仍難跑贏美股





貨幣政策: ECB態度傾向鴿派，6月降息機率高

連續第四次暫停升息、已開始討論“緩和限制性立場”的問題、不需要等到通膨率降到 2%才採取下一步行動。

部分官員表示不排除四月份降息可能，惟市場預期5月新一季度薪資數據出爐後，6月啟動降息機率高。

ECB下調經濟成長、通膨預期

經濟指標	2022	2023	2024	2025	2026
實質GDP	3.40% (前 3.40%)	0.60% (前 0.60%)	0.60% ▼ (前 0.80%)	1.50% (前 1.50%)	1.60% ▲ (前 1.50%)
失業率	6.70% (前 6.70%)	6.50% (前 6.50%)	6.70% ▲ (前 6.60%)	6.60% ▲ (前 6.50%)	6.60% ▲ (前 6.40%)
通膨 (HICP)	8.40% (前 8.40%)	5.40% (前 5.40%)	2.30% ▼ (前 2.70%)	2.00% ▼ (前 2.10%)	1.90% (前 1.90%)
核心通膨 HICP	3.90% (前 3.90%)	4.90% ▼ (前 5.00%)	2.60% ▼ (前 2.70%)	2.10% ▼ (前 2.30%)	2.00% ▼ (前 2.10%)

- GDP 成長：2024年 0.6% (前 0.8%)、2025年 1.5% (前 1.5%)
- 通膨預期：2024年 2.3% (前 2.7%)、2025年 2.0% (前 2.1%)
- 核心通膨預期：2024年 2.6% (前 2.7%)、2025年 2.1% (前 2.3%)

歐元區薪資增速去年第三季後開始回落

Euro-Area Wage Growth Ticked Down at Year End



Source: ECB

Bloomberg

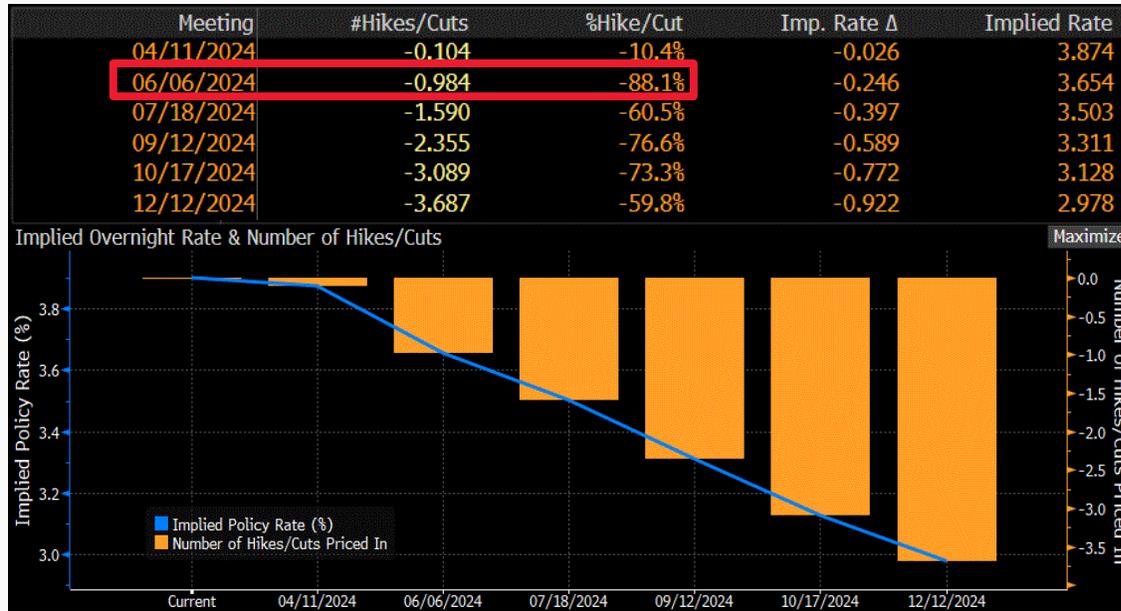


貨幣政策: ECB是否能真能如市場預期與FED同步或甚至更早降息?

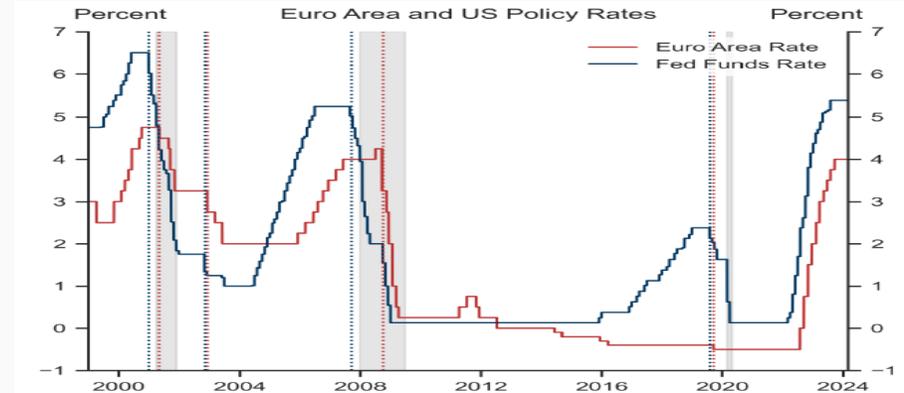
ECB表示首次降息時間取決於內部關注數據，而非其他央行動作。

2001/2007年是由於美國景氣率先走弱，而隨後外溢到其他經濟體。

利率期貨顯示歐洲央行將於6月啟動降息

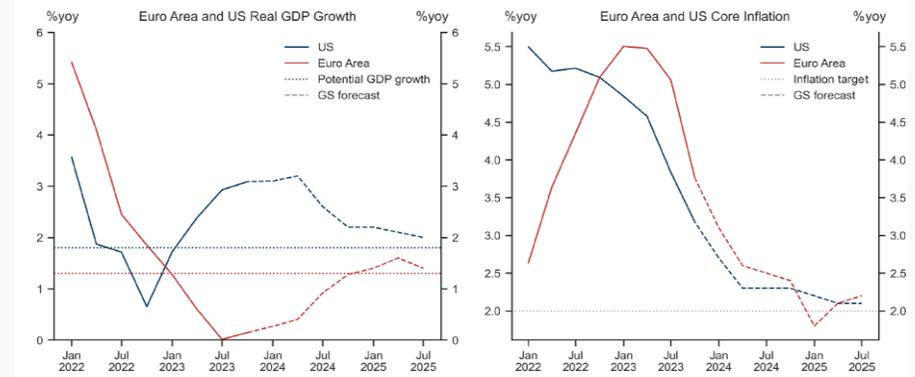


過往三次降息周期皆是FED先行，ECB後來跟上



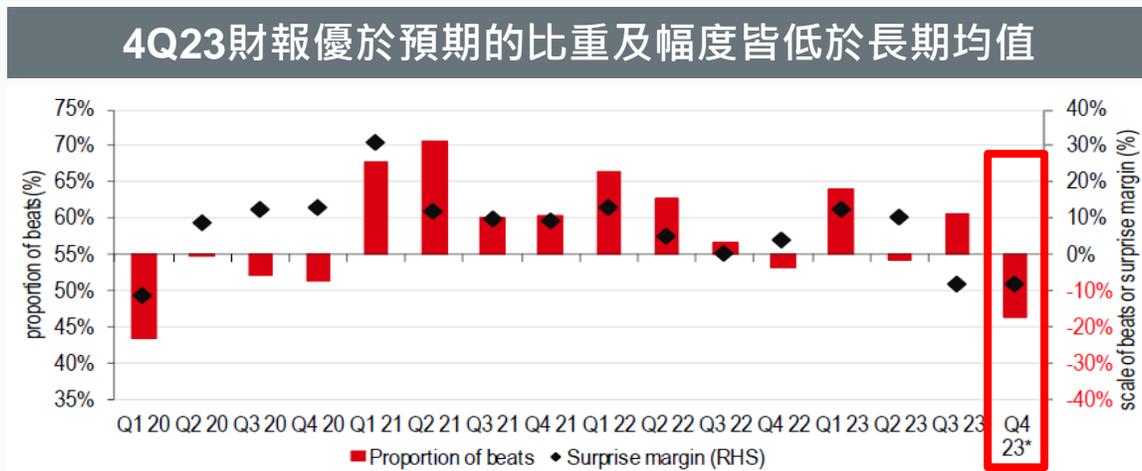
惟當前歐元區景氣韌性不如美國

Exhibit 5: The Euro Area Outlook is Weaker

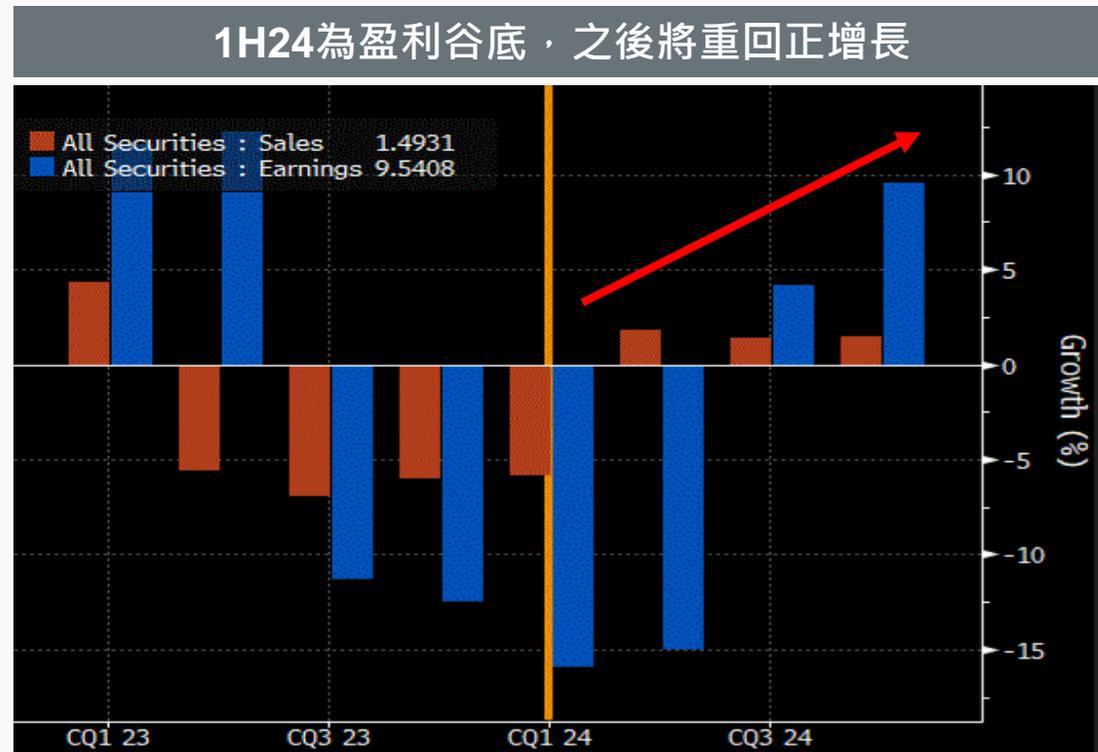
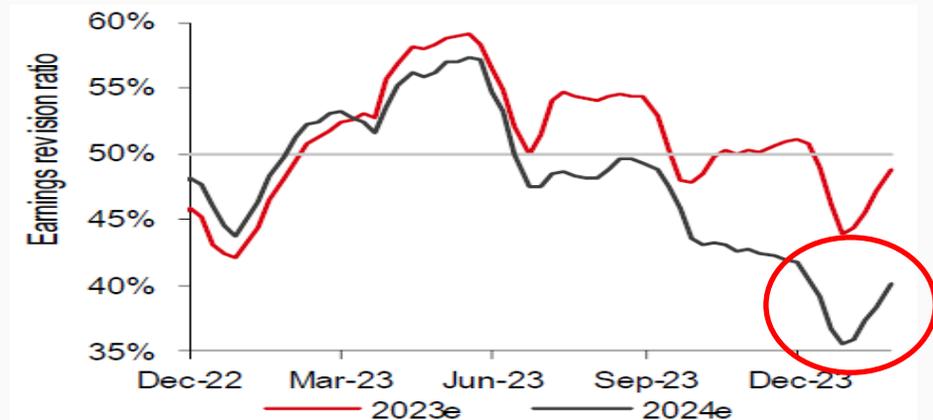


企業獲利: 4Q23財報不如預期，關注製造業景氣止穩後企業獲利修正能否止穩

今年上半年仍面臨去年高基期的背景下，企業獲利增速預期下半年重回增長，惟須觀察企業獲利修正能否止穩。



企業獲利修正值雖然仍然為負值，但在景氣觸底回升的背景下，已開始收斂

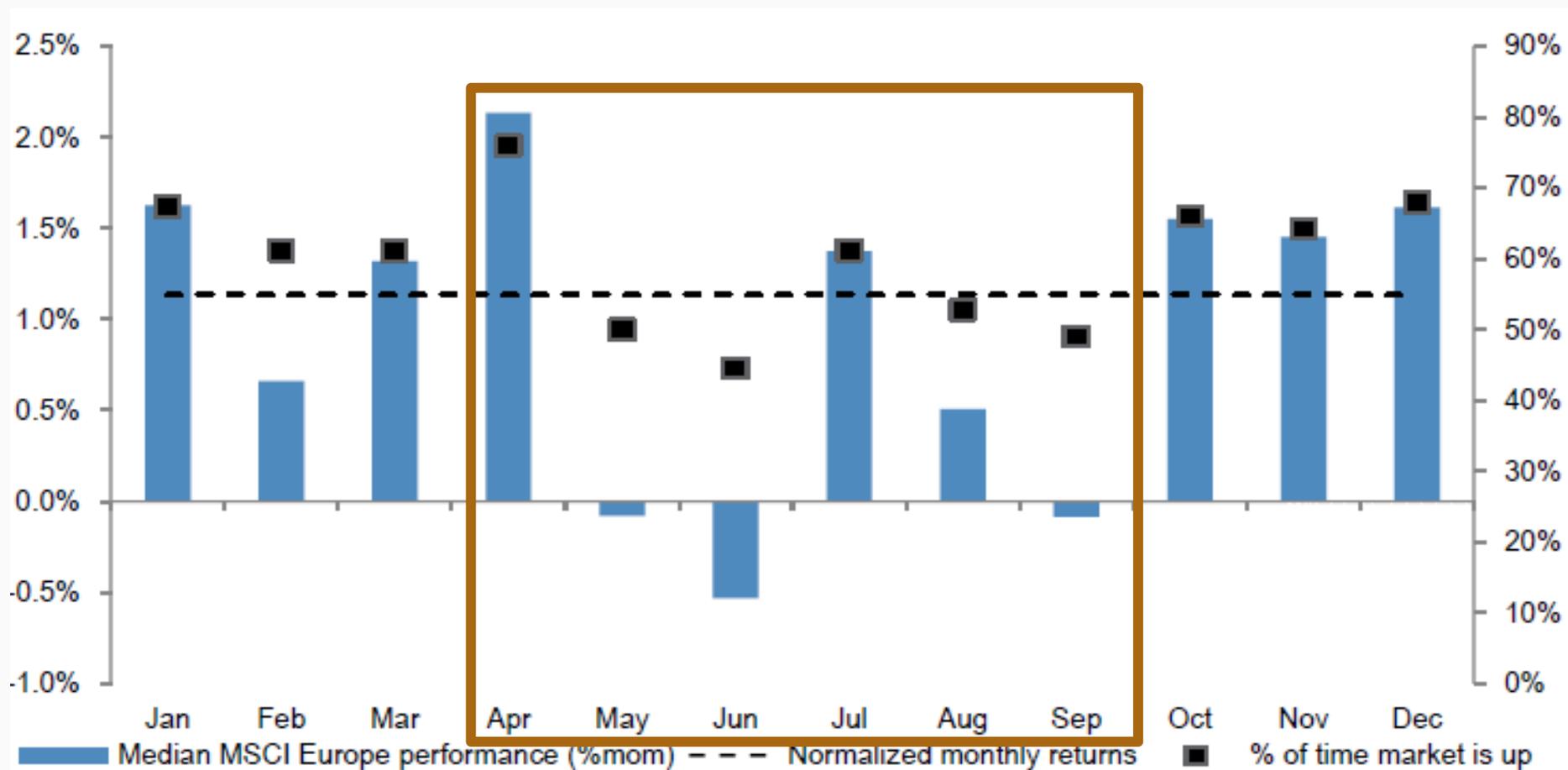




情緒面、市場動能: 季節性動能恐將趨緩

根據歷史經驗，第二、第三季歐股走勢較為震盪。

MSCI歐洲指數季節性表現



02

基金現況與投資結論

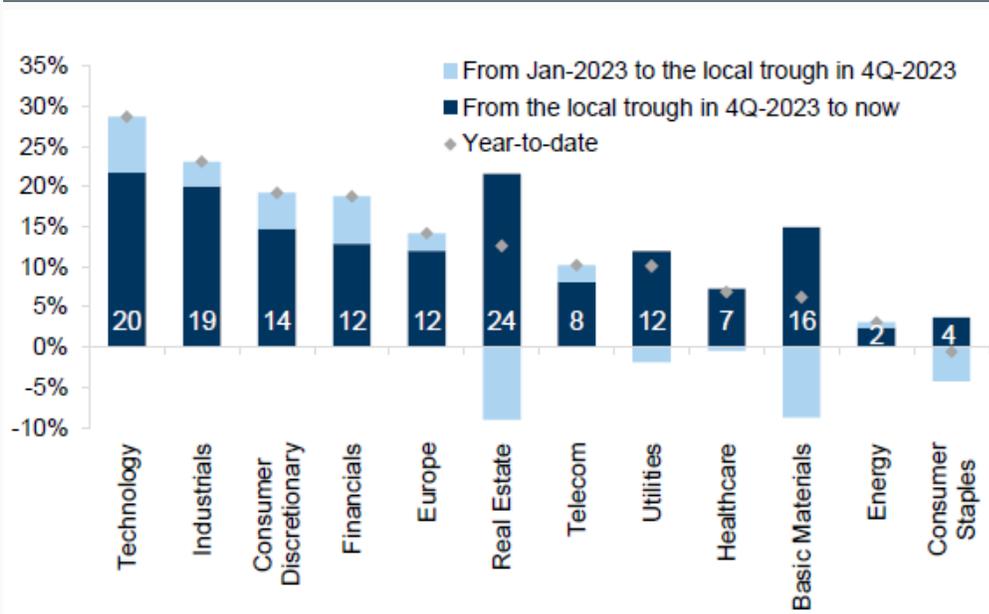




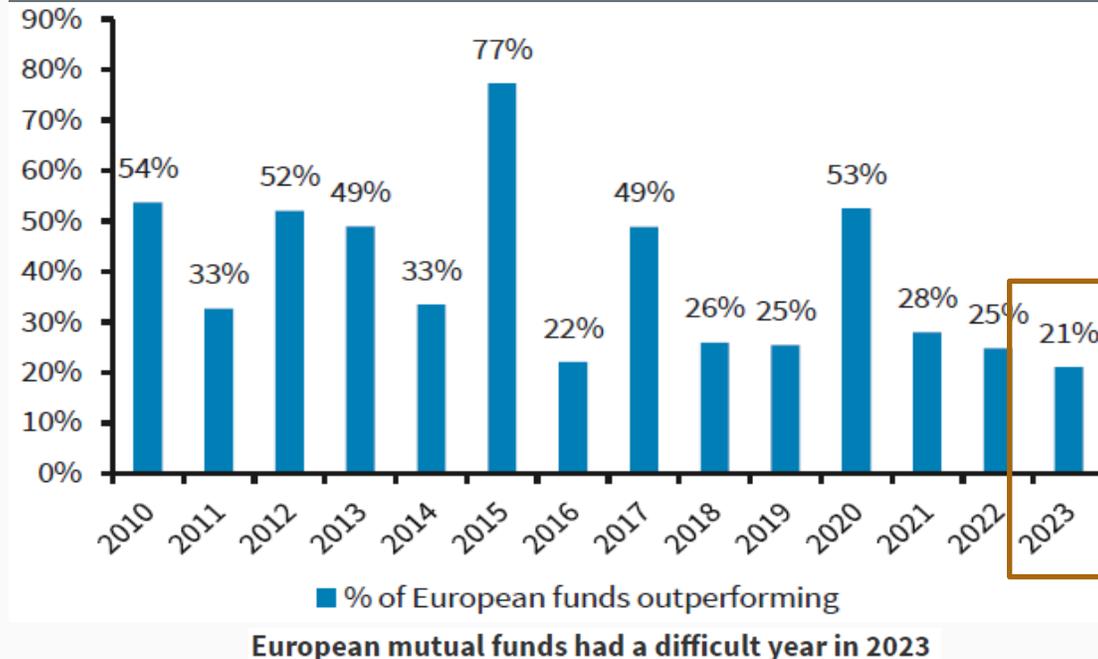
2023年回顧: 景氣反覆築底、歐股主動型基金普遍落後大盤

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。

歐股先蹲後跳，全年漲幅集中在最後兩個月



基金經理人錯失上漲行情，導致全年表現普遍落後大盤



▶ 績效表現 (新台幣計價)

2023年回顧: 基金績效22.26%，優於基準指數的19.71%，優於同業平均的18.89%，排名6/34。

2024年至今: 仍優於基準指數及同業平均，排名領先幅度收斂主因低配精品、科技族群。

	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	4.97	8.23	6.77	21.18	15.05	10.49	6.30
MSCI歐洲 (台幣)	4.48	7.77	7.37	16.82	12.05	10.52	7.87
同類型基金平均	4.58	8.17	6.47	16.09	10.40	7.36	6.93
排名	14/33	15/33	13/33	5/33	3/33	7/33	20/33

國家配置

相對配置: 超配丹麥、荷蘭、德國，低配法國、瑞士、英國。

基金產業配置	比重%	相對配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
英國	18.9	-3.9	0.0	-1.3
丹麥	21.3	15.9	4.0	11.0
德國	16.1	3.9	4.6	5.5
荷蘭	11.7	4.4	3.7	7.8
法國	10.1	-7.3	3.5	5.1
瑞士	7.2	-7.0	0.9	2.7
西班牙	2.5	-1.2	-0.8	-1.0
其他	9.3	-7.7	N/A	N/A

產業配置

相對配置: 超配工業、通訊服務，低配能源、科技。

基金產業配置	比重%	相對配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
工業	27.7	10.3	5.8	6.6
金融	13.9	-3.5	2.2	3.3
醫療保健	14.3	-0.2	0.0	3.8
必須消費	9.1	-1.1	-3.3	-2.4
通訊	10.3	7.3	-1.4	2.1
循環消費	10.5	-0.8	7.4	9.8
原材料	5.6	-1.2	0.7	-3.0
科技	3.8	-4.4	6.0	16.3
能源	0.0	-5.1	-1.7	-3.9
房地產	0.0	-1.6	NA	NA

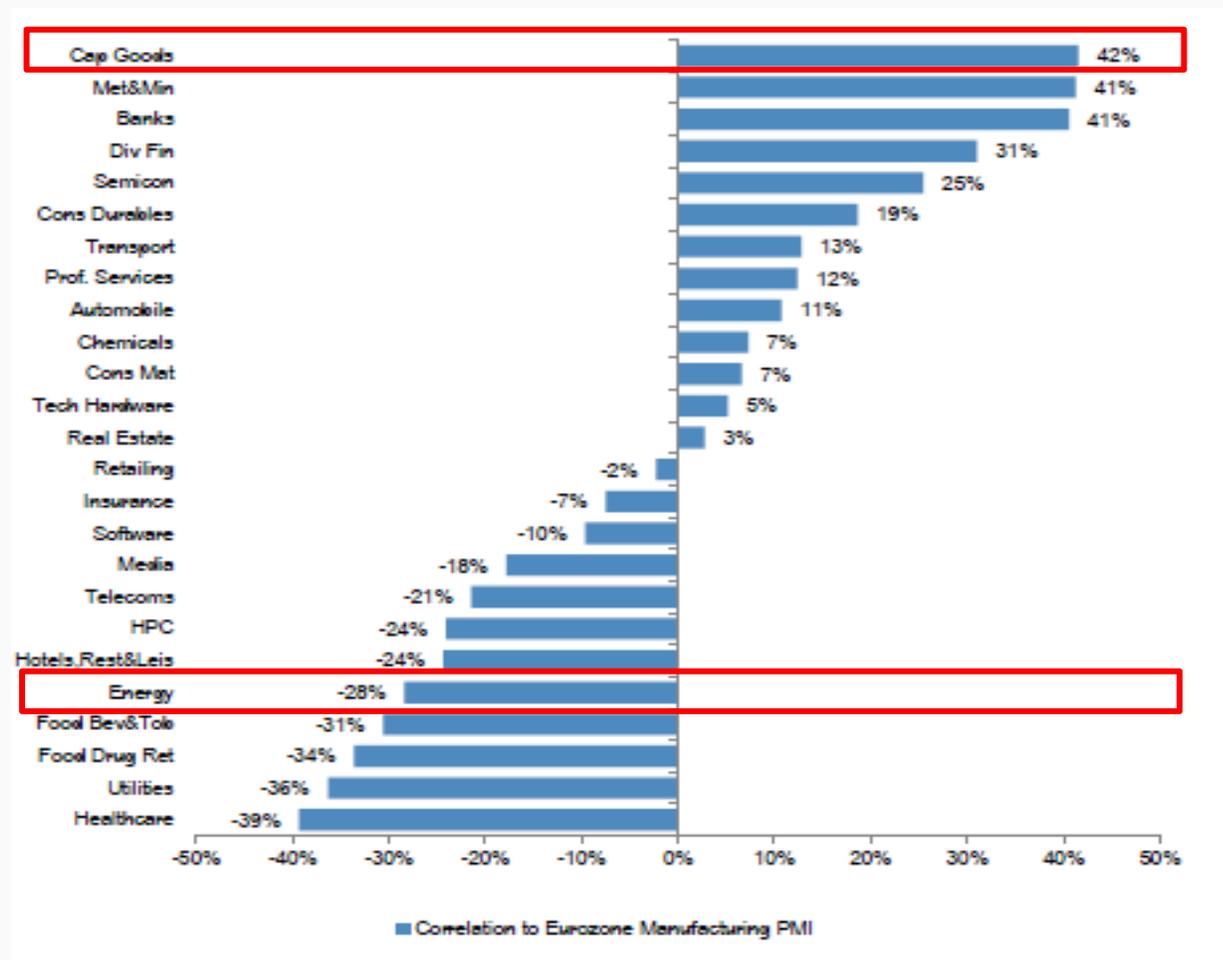


歐元區製造業景氣復甦，基金受益程度如何？

基金於景氣循環股配置比中為57.7%，與MSCI歐洲指數一致，惟結構相對更優。

超配的工業股與製造業景氣最高、低配的能量股則與製藥業景氣較無關聯。

基金產業配置	比重%	相對配置(%)
工業	27.7	10.3
金融	13.9	-3.5
循環消費	10.5	-0.8
原材料	5.6	-1.2
能源	0.0	-5.1





強者恆強、報酬率貢獻高的明星股，基金持有那些？

基金於歐洲明星股配置比重為22.7%，稍高於MSCI歐洲的21%，製藥板塊集中於Novo Nordisk，低配成長股如ASML及LVMH。

明星股	GRANOLAS (高盛)	SUPER 7 (花旗)	Fabulous 5 (德銀)	基金(%)	MSCI歐洲(%)	公司介紹
Novo Nordisk	✓	✓	✓	8.3	3.2	當前歐洲市值最大企業
ASML	✓	✓	✓	0.0	3.1	全球最大光刻機設備商
LVMH	✓	✓	✓	0.0	2.1	全球最大精品集團
SAP	✓	✓		3.8	1.6	全球ERP系統第一大品牌
Schneider		✓		5.9	1.0	全球最大能源管理公司
Ferrari		✓		0.0	0.4	全球領先的豪華車品牌
L'Oreal	✓		✓	0.0	0.9	全球最大化妝品集團
Nestle	✓		✓	3.3	2.3	全球最大的食品製造商
GSK	✓			✓	0.7	全球前10大藥廠
Sanofi	✓			0.0	0.9	全球前10大藥廠
Astrazeneca	✓			0.0	1.6	全球前10大藥廠
Novartis	✓			0.0	1.7	全球前10大藥廠
Roche	✓			0.0	1.5	全球前10大藥廠

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	8.3	醫療	5.8%	17.4%	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	5.9	工業	14.7%	15.4%	全球最大能源管理公司，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	-1.4%	4.6%	德國最大的線上房地產分類廣告平台。
RELX PLC	4.1	工業	6.1%	11.3%	提供資訊和分析解決方案業者。
AIB Group PLC	4.0	金融	5.2%	10.5%	愛爾蘭聯合銀行是愛爾蘭的前四大商業銀行。
Kuehne + Nagel International AG	3.9	工業	1.3%	2.7%	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。
SAP SE	3.8	科技	8.4%	24.3%	德國軟體企業，提供企業資源管理軟體等商業解決方案，近年主攻雲端的應用服務
CTS Eventim AG & Co KGaA	3.6	通訊服務	16.3%	16.1%	德國最大的票務和Live娛樂活動舉辦商。
Unilever PLC	3.3	必選消費	0.2%	3.2%	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。
Nestle SA	3.3	必選消費	-6.9%	-5.9%	瑞士跨國食品和飲料公司，亦為全球最大的食品製造商。
總計	44.4				

諾和諾德持續釋放利多，2024年繼續高速成長

擴大適應症: FDA已批准Wegovy為首個用於減少心血管風險的減重藥物。

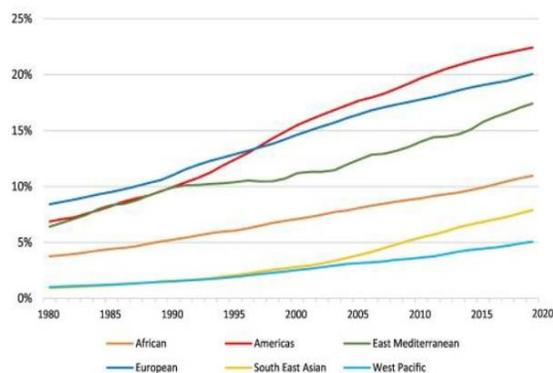
新藥開發: Amycretin一期試驗，12周減重13%，優於Wegovy的6%，2H24進行二期試驗。

新市場開拓: 2月登陸日本，為首個亞洲市場，也可望於今年獲准於中國銷售。

2024年財測: 營收、營利增速:17-25%、19-27%，皆維持雙位數增長。

肥胖症為全球長期趨勢

全球各地肥胖人口增長趨勢

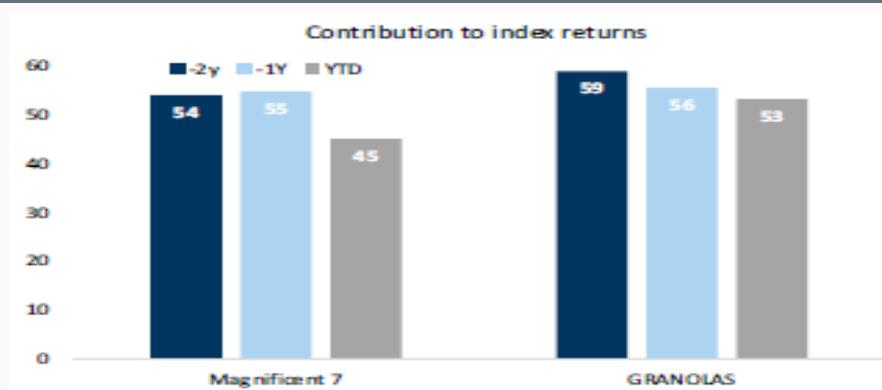


根據World Obesity Atlas 研究顯示，2023年全球肥胖人數有9.88億（佔14%），預計2035年將增長至19.14億（佔24%），其中又以美國滲透率最高、增長最為迅速，成年（20歲以上）肥胖的人口佔比早在2000年就已超過30%，近幾年攀升至40%。

專利加持下，市場預期Novo Nordisk與Eli Lilly將囊括減肥藥市場主要占有率

原料	產品	公司	實驗數據	價格 (US\$/mth)
Semaglutide	Wegovy	Novo Nordisk	<ul style="list-style-type: none"> 一週施打一次 專利：中國 2026 年到期；美國 2032 年到期 適用族群：12 歲以上肥胖或過重且有相關疾病 68 週平均體重 (105.41 kg) 減少 14.9% 可減少 20% 嚴重心血管疾病的風險 	US\$1,349
Tirzepatide (GIP、GLP-1)	Zepbound	Eli Lilly	<ul style="list-style-type: none"> 一週施打一次 專利：美國 2036 年到期 適用族群：18 歲以上肥胖或過重且有相關疾病 72 週平均體重 (109.5 kg) 減少 21.1% 今年年底適應症擴大至肥胖症 	US\$1,060

GRNOLAS對歐股報酬率貢獻度高





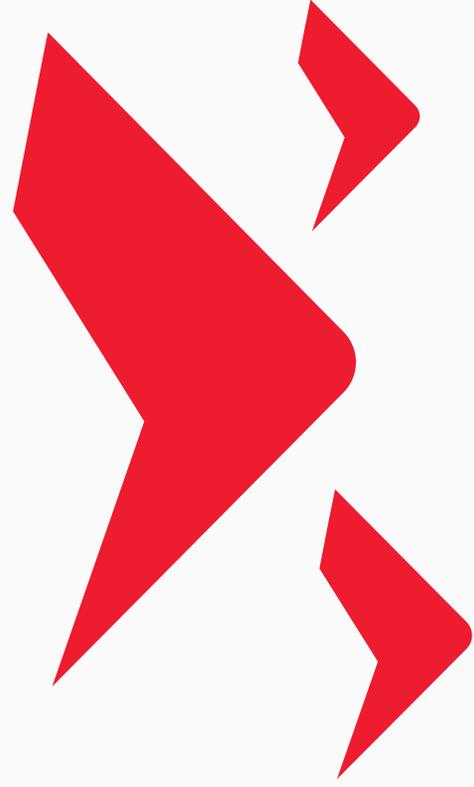
投資結論

投資建議: 逢低買進，本益比拉回至12-13倍左右為逢低布局機會

- ▶ 歐股在2023年景氣成長停滯的背景下，仍繳出低雙位數報酬率，除其結構因海外營收占比高而給予正面挹注外，GRANOLAS等趨勢性明確的優質企業權重提升亦給予指數一定支撐。
- ▶ 展望2024年，雖基本面好轉前仍有顛簸，惟在製造業觸底回升、信貸需求改善的背景下，景氣緩步復甦的態勢已經確立，疊加歐洲央行於6月將首次降息，投資歐股的風險回報比已見改善。
- ▶ 當前評價面已回升至14倍P/E，某些程度已將前述展望反映於股價，疊加從季節性角度觀察，歐股進入第二季轉為震盪整理機會高，建議適逢市場整理拉回時再行布局將有更好的回報率。

03

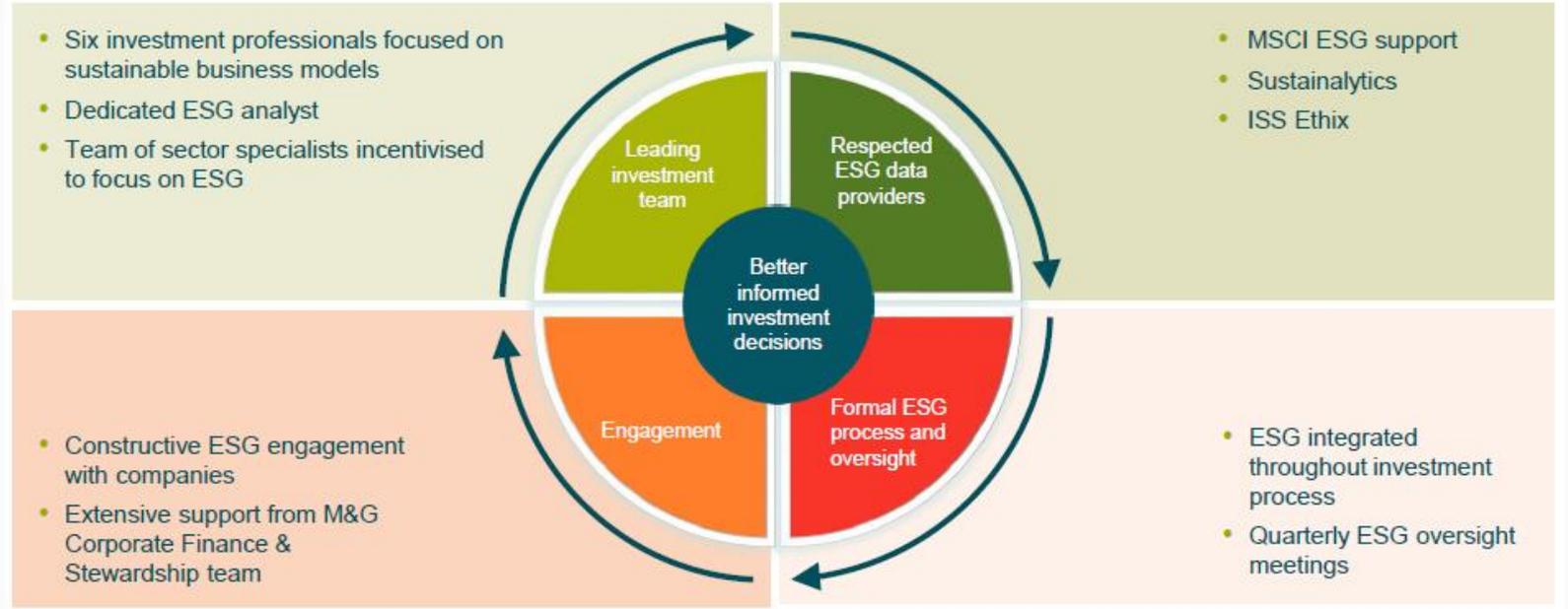
附錄





基金投資流程: 導入 ESG 投資概念

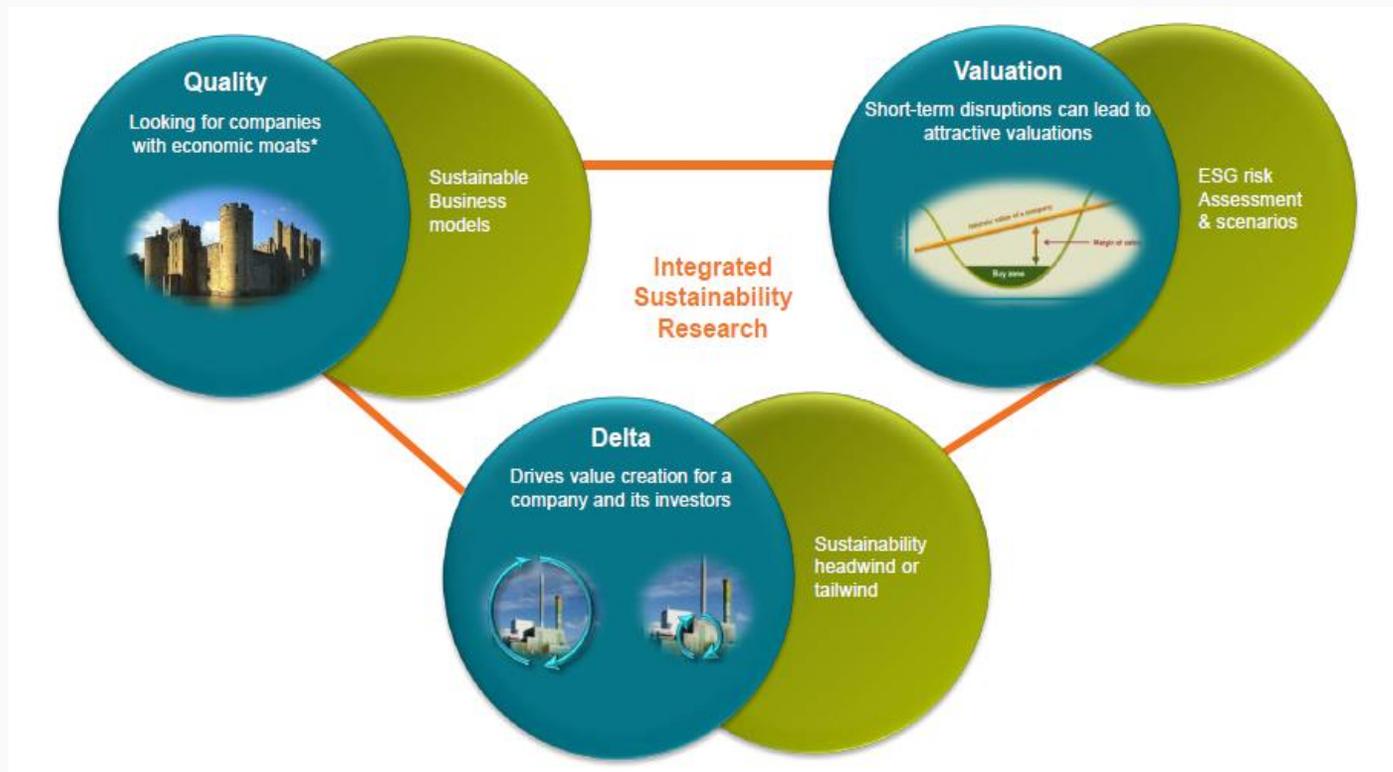
- ▶ 用5至10年的投資概念，專注找到好公司，並且定期檢視持股。





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

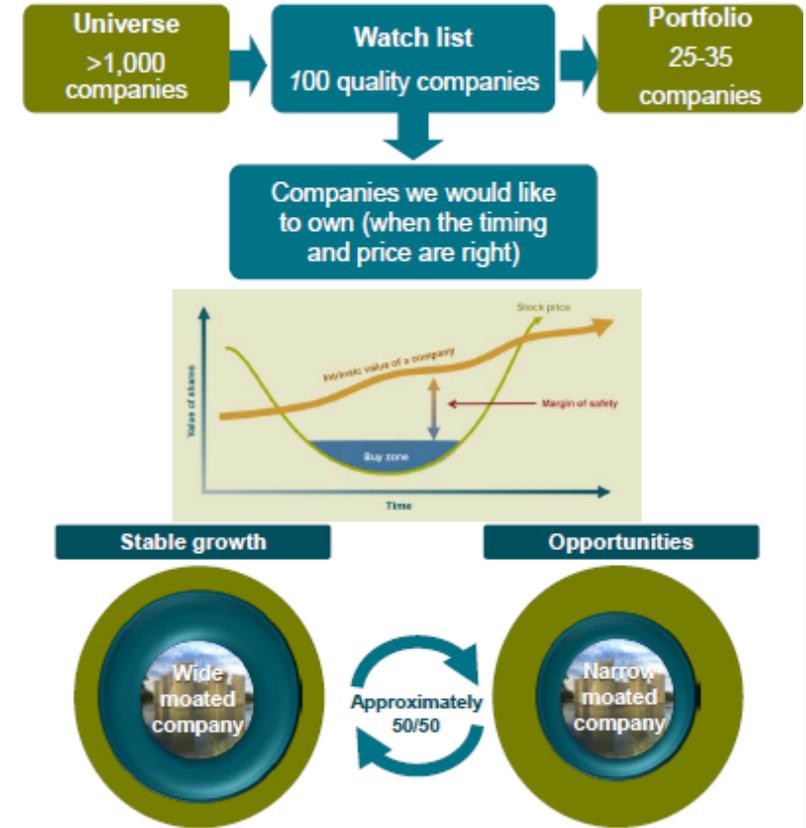
Companies with a long-term competitive advantage to protect their profitability

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。