



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2025年3月

瀚亞歐洲基金

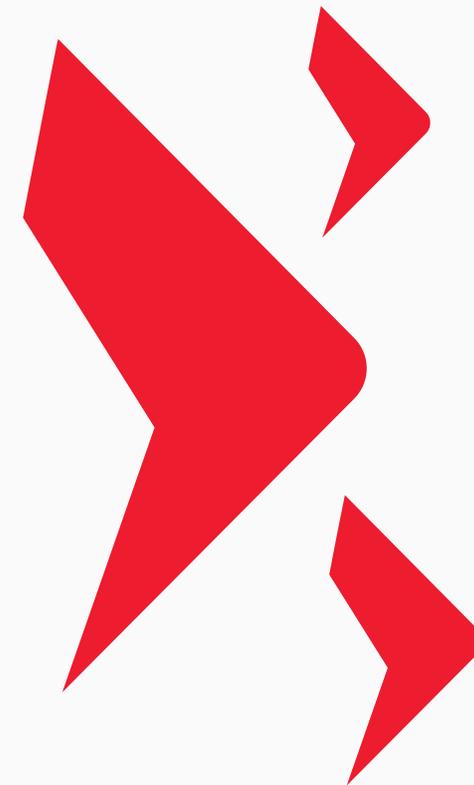
Laura

Experts in Asia. Invested in Your Future.

eastspring.com.tw

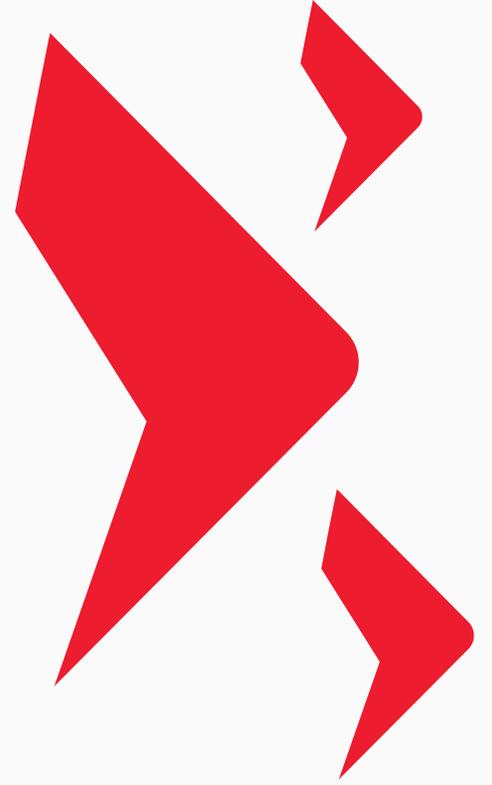
有時候一個世紀也發生不了什麼事，
有時候一周就發生了一個世紀的事。

列寧 (Vladimir Lenin)



01

歐洲市場現況與展望





歐洲風雲不斷，對經濟成長的好消息一波再一波

買進的理由從低基礎轉向成長契機



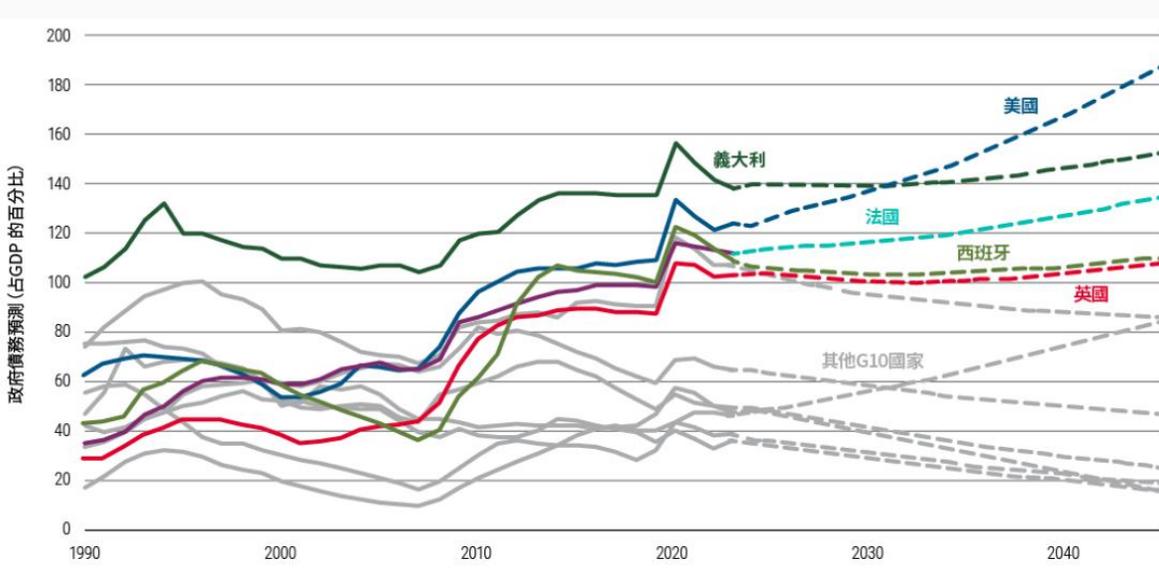
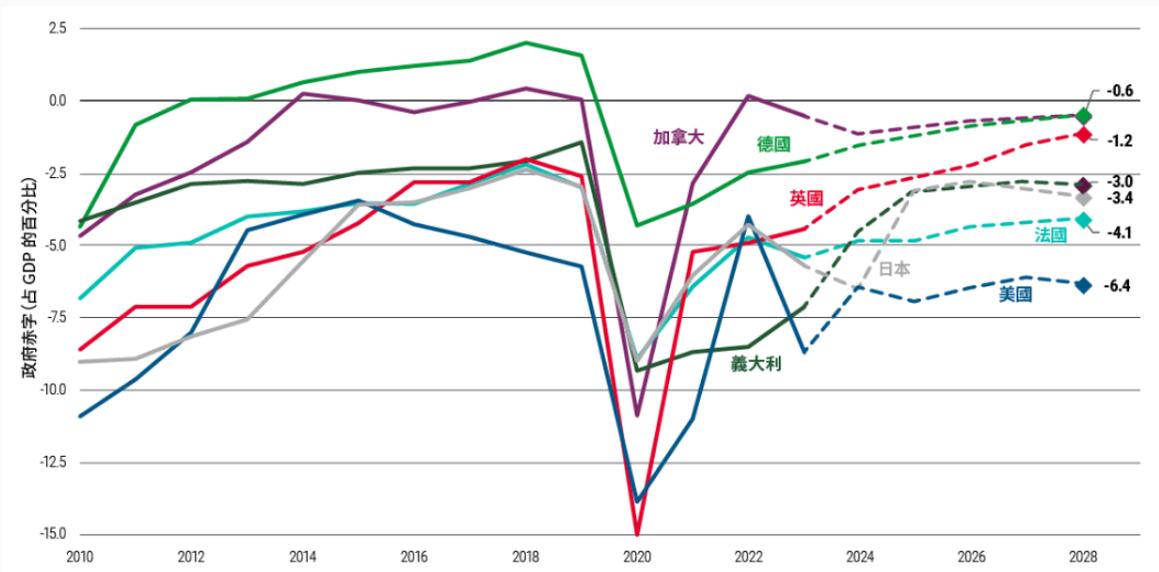


美國DOGE，growth fear再現，資金流至低基期的市場

美國的債務比急劇上升，馬斯克背負著減少支出的使命
過去20年財政支出推升了GDP，現在減少財政支出就會拖累GDP

預算赤字：相反的，德國有很多空間可以舉債花錢

債務占GDP比：再不收斂，美國債務會爆炸性增加
收入<支出，只能以債養債





歐股買進時機悄然來到→繼續買進的三大亮點

在歐洲股價、匯率大跌後，現在買歐洲可賺較高的股息+資本利得+匯率升值

| | 基本面 | 技術面 | 建議 |
|------|---|---|-----------------------------|
| 有利因素 | <p>政府急了：財政政策 亮點三：德國計畫(不計一切代價) 央行急了：貨幣政策採持續降息</p> <p>歐元已貶，對出口有利； 利率已降，對企業盈餘有利</p> <p>亮點一： ① 全球PMI<u>製造業</u>1月開始向上，新訂單成長加速，有利以出口為主的歐洲 ② 本益比低：便宜+有增長的潛力就是最大的利多</p> <p>原先在AI競賽大落後，但DeepSeek的出現，顯示歐洲就算沒有大的資本支出，也不至於OUT</p> <p>亮點二：烏克蘭停火重建題材</p> | <p>歐洲股票指數突破半年以來的區間盤整</p> <p>美元有走弱可能</p> | <p>趁美國衰退議題回檔逢低買進</p> |
| 風險 | <p>川普繼加、墨、中之後，關稅大刀砍向歐洲</p> | <p>美元居高就是不下</p> | <p>分批下注</p> |



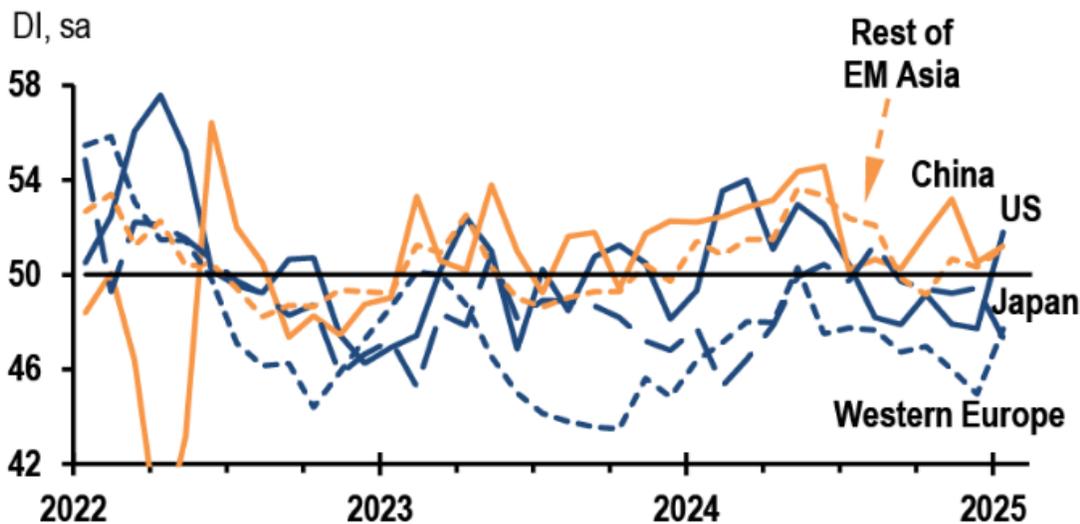
亮點一：全球PMI製造業1月開始向上，有利以出口為主的歐洲

開年第一個月，歐元區綜合PMI回到50以上

全球製造業開始向上

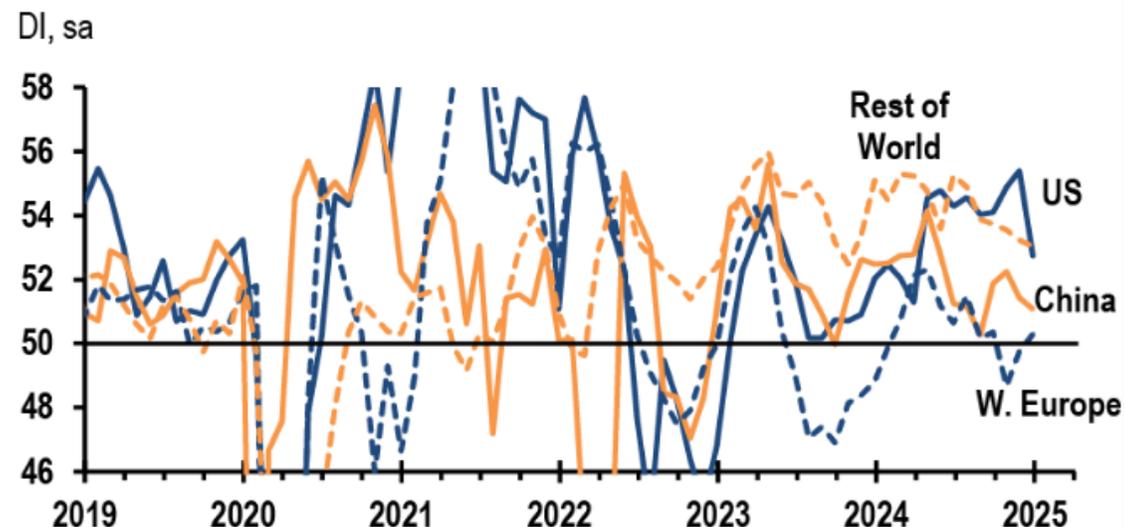
歐元區綜合PMI轉好

Manufacturing output PMI



Source: S&P Global, J.P. Morgan. Note: Rest of EM Asia excludes India.

All-industry output PMI

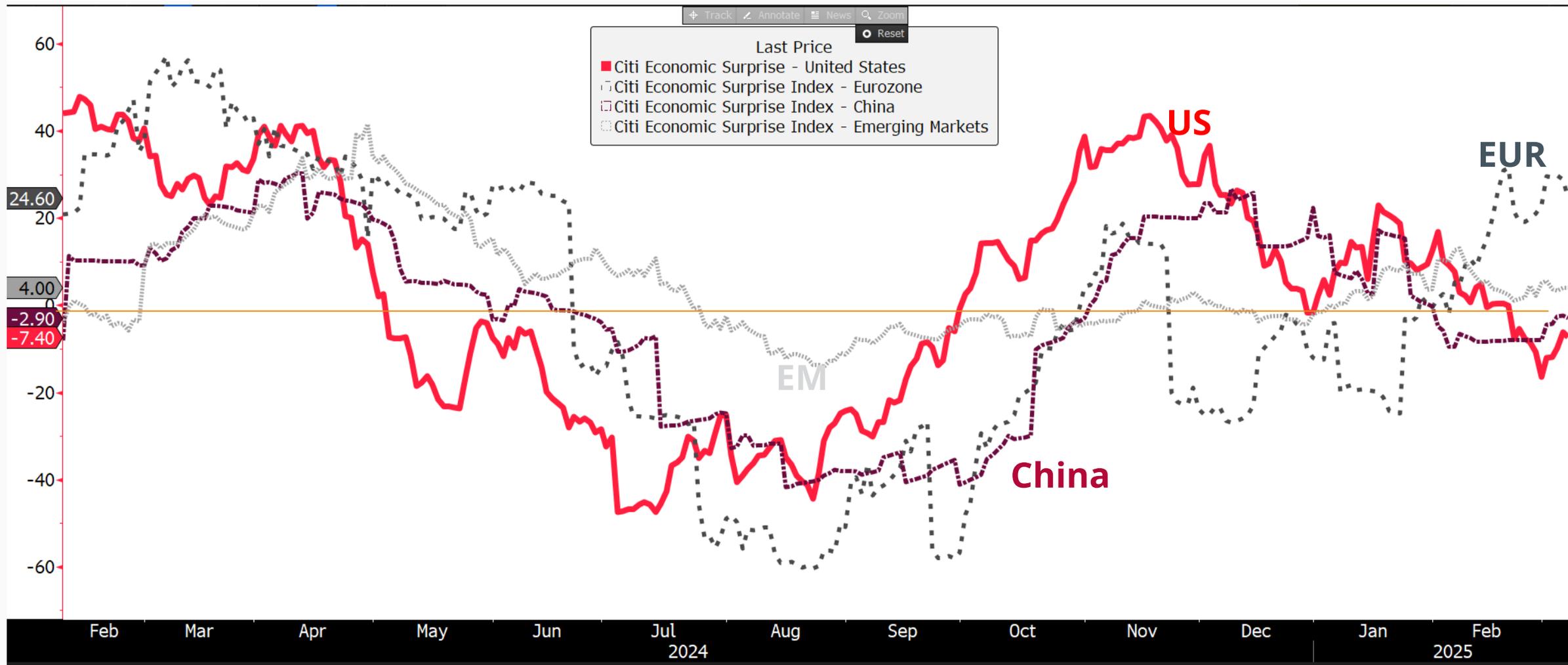


Source: S&P Global, J.P. Morgan.



花旗經濟驚奇指數顯示YTD歐洲經濟升溫

主要地區花旗經濟驚奇指數



亮點二：俄烏停火露曙光，重建商機可期

交戰 | ✓停火 | 和平協議。

- ▶ 烏克蘭: 主戰場，有龐大的重建需求。
- ▶ 據世界銀行、歐洲聯盟、聯合國與烏克蘭政府在2/18公布的聯合評估結果，烏克蘭建物與基礎設施直接損失達到1520億美元，其中前三大占比分別為住宅37%、交通基建22%、商業與製造業11%，並預估未來需耗時將近十年，總計4862億美元的重建費用。
- ▶ 參考第二次世界大戰之後，美國對西歐各國進行經濟援助、協助重建的馬歇爾計劃(Marshall Plan)，也被稱之為歐洲復興計劃(European Recovery Program, EPR)，規模約130億美元(若考慮通膨等因素，相當於當前近1300億美元)，重建二戰期間遭嚴重破壞的西歐城市與基礎建設。
- ▶ 歐元區:受累於2020年新冠疫情、疊加2022年俄羅斯入侵烏克蘭至今，歐元區經濟增長屢屢承壓，GDP年增率更在2023年與2024年全年僅繳出0.4%與0.7%的低增速成績單。惟在國際能源價格已從高點回落，有望支撐民間消費部；潛在烏克蘭重建需求有利於民間投資端與出口端，歐元區經濟動能在中長期逐步回溫的機率高。



川普3/3下令暫停對烏克蘭的所有軍事援助

2/28 川普在白宮與烏克蘭總統澤倫斯基會談，不歡而散

在之前，2/12 川普亦跳過歐洲、烏克蘭，和俄羅斯進行和談





亮點三之一：歐盟3/6緊急高峰會 ReArm Europe

危機就是轉機。歐盟史無前例為了國防鬆綁舉債限制！執委會推共同債務，歐洲再武裝，鬆綁赤字上限

提案

- ▶ 川普要求北約成員國將國防支出提高到佔GDP的 5%，目前北約成員國普遍遵循的目標是 2%
- ▶ 歐盟成員國共同發行債券，ReArm Europe，共同承擔償還責任。資金將用於經濟復甦、能源轉型和國防增強等領域。歐洲再武裝（ReArm Europe）財務方案規劃1500億歐元貸款總額。
- ▶ 鬆綁歐盟各國財政赤字上限，增加重要領域的支出。歐盟執委會估計，若歐盟27國平均多拿出約當1.5%GDP的國防預算，合計將有近6500億歐元（約新台幣22.5兆元）。

影響

- ▶ 經濟增長：支持經濟復甦和增長。
- ▶ 財政穩定：共同承擔債務降低了個別國家的財政壓力，維持整體財政穩定。
- ▶ 政治團結：顯示歐盟成員國之間的團結和合作，加強政治凝聚力。
- ▶ 市場信心：共同發行債券提高市場對歐盟經濟的信心，降低借貸成本。

風險：需要奧地利和匈牙利支持？（所有 27 個歐盟成員國必須同意《成長與穩定公約》（SGP）的規則變更*。）



亮點三之二：又快又大！3/5 德國二黨協力打開財政剎車Fiscal Brake禁忌

國防不計入債務剎車+基建5000億+為各州挪出0.35%財政空間

國防支出通過機率高，基建等支出仍需爭取同意

德國國防支出，2023年不到2%，更達不到川普的要求

▶ 聯邦選舉CDU/CSU勝出，從三黨變成二黨聯合執政

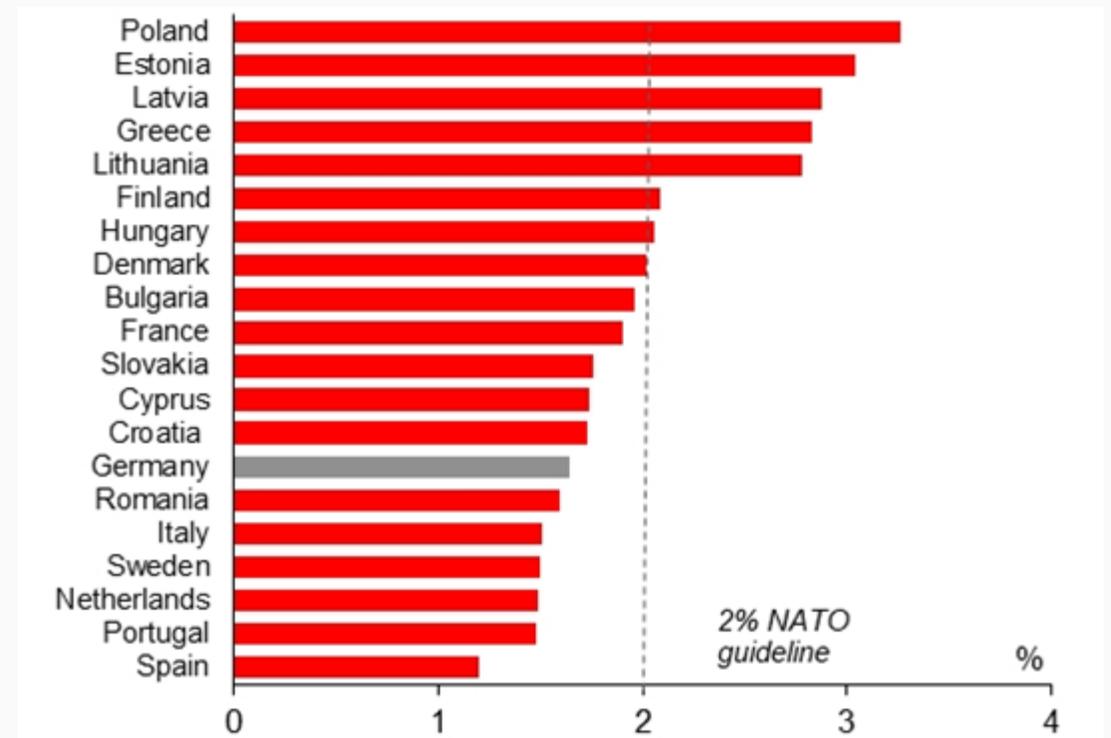
- 2月23日的聯邦選舉帶來了更穩定的政府。
- CDU/CSU和SPD在新一屆聯邦議會成立前提前行動。

▶ 資金決策

- 提議變更憲法債務剎車，排除超過GDP 1%的國防支出。1% +440億→2% +880億
- 提議十年內投入5000億歐元的基礎設施特別基金。
- 州級債務改革，各州每年可新增相當於GDP 0.35%的債務，計150億歐元。

風險：

另類選擇黨不支持改債務剎車；左派黨偏好裁軍。二黨雖然一個極右，一個極左，但仍有機率聯合反對此方案。因此準總理梅爾茨趕在新國會成立前修憲投票。



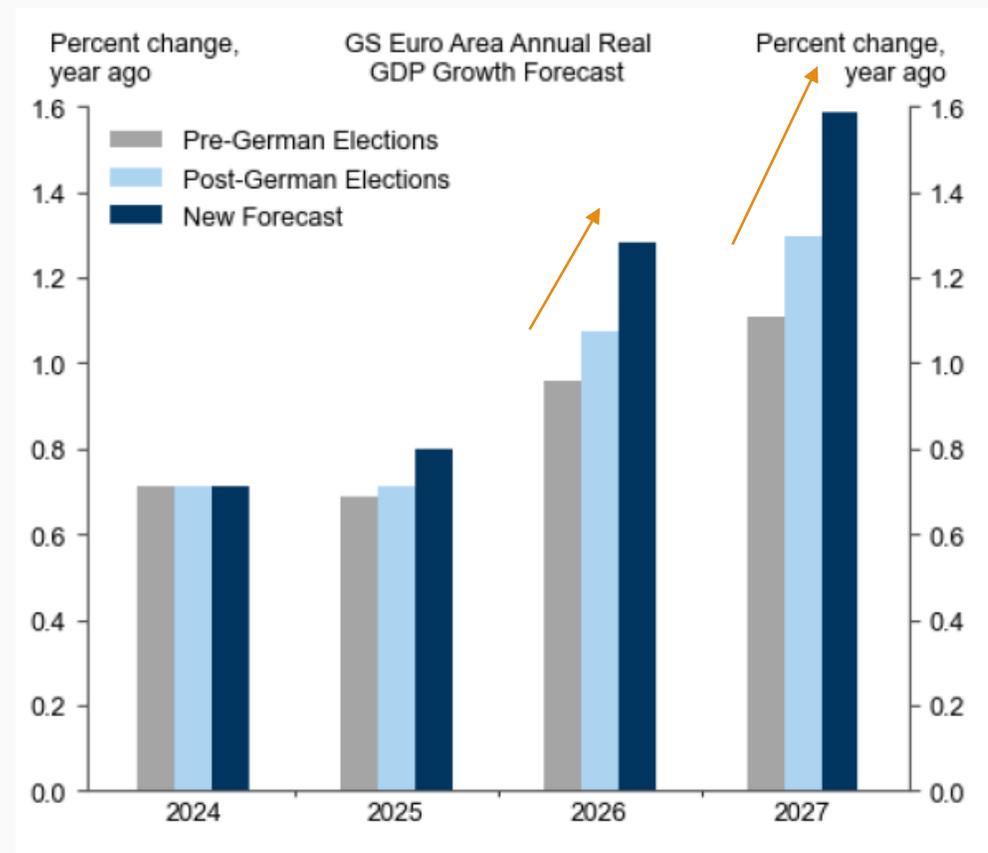
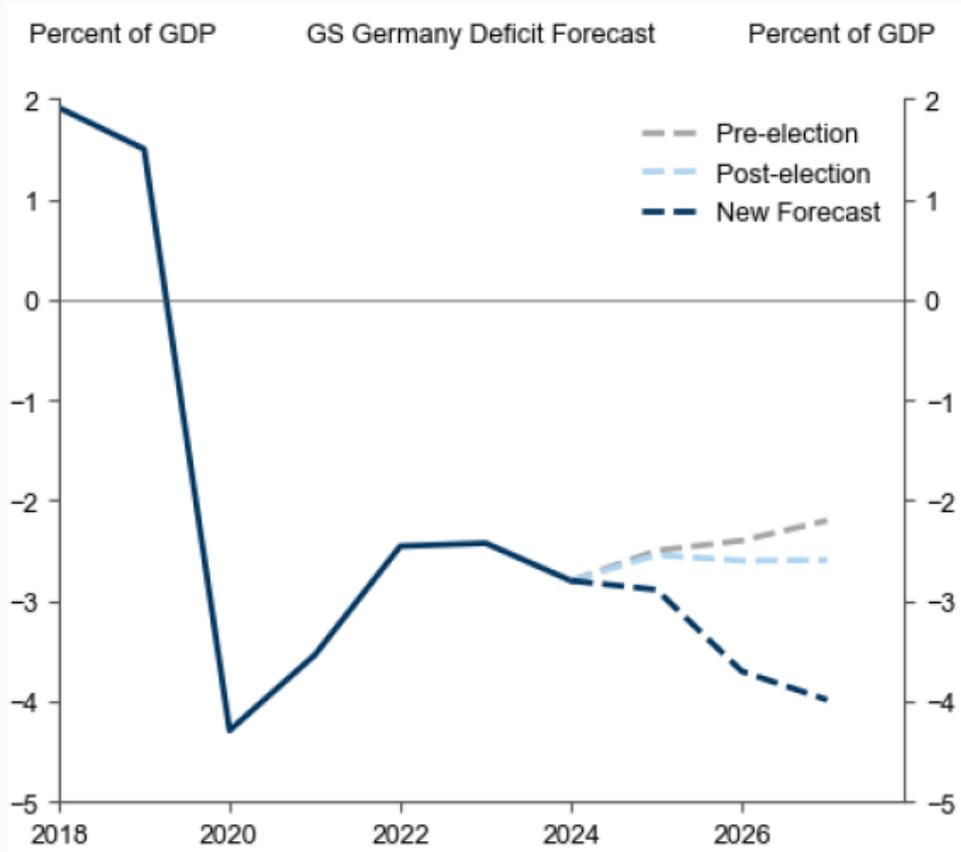


德國計劃 + Whatever it takes (不計一切代價) ， 歐元區的經濟成長前景佳

德國GDP可望從0%→1.5~2%

德國大開錢包，財政赤字從-2%→-4%

有利歐元區的經濟成長





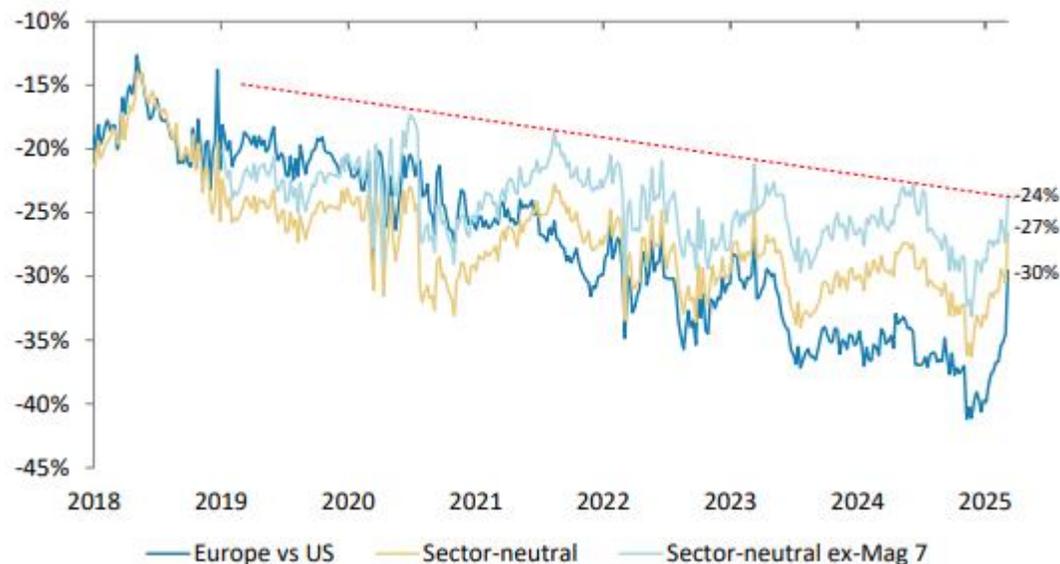
歐洲outperform預計還可持續

高盛(3/10)：美國GDP有可能低於普遍預期，且鑑於大多數全球投資組合中美國部位仍然很大，落後走勢可能還會進一步擴大。

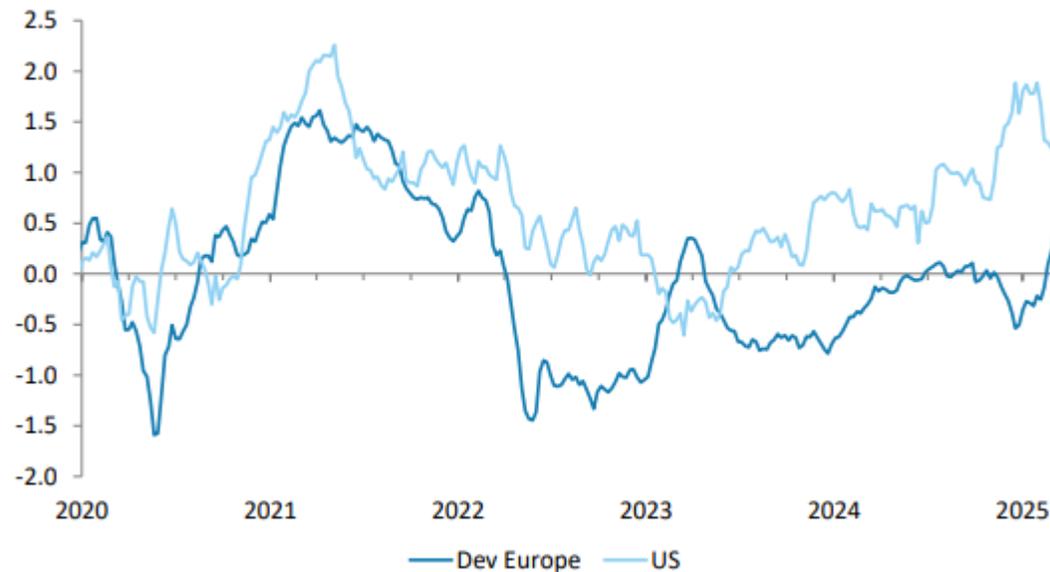
歐洲近期跑贏美國，折價從4成，減到3成，但還在超低的點

歐洲流入，美國流出
歐洲本益比仍未超出歷史均值(目前14.5x)

MSCI Europe vs US: Premium/Discount on NTM P/E



Fund Flows into US & European Equities (3M Annualised % of AUM)



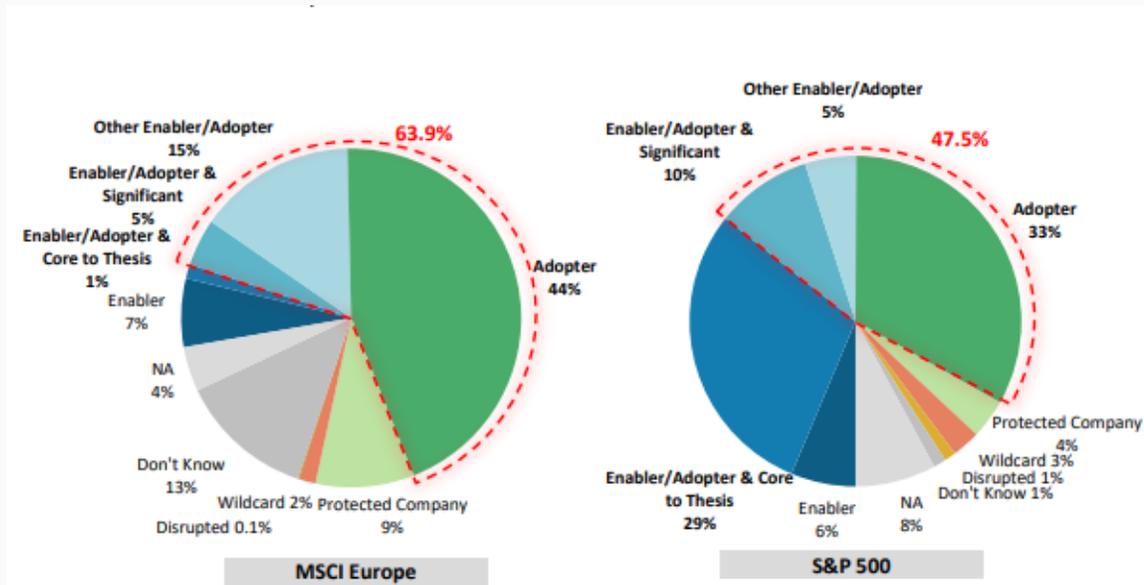


歐洲公司積極擁抱AI應用

SAP, Siemens, Schneider Electric, Legrand, and RELX

歐洲63.9% vs. 美國47.5%

生產力開始改善，對歐洲的助益最大



前紅綠燈三黨聯合執政時，德國總理蕭茲和財長的爭執

蕭茲想花錢；自民黨否決舉債，偏向減(綠)開支來支應；綠黨主張提高舉債+綠色主張

▶ 紅社民黨 (SPD) -- 蕭茲

- 蕭茲領導的社民黨立場中間偏左，其競選政綱表示要設立一個1000億歐元（約3.41兆台幣）的預算外基金。蕭茲還表示要「適度」改革德國政府的舉債規範，讓德國可以增加國防開支以擴軍因應俄國威脅。
- 社民黨還主張對「德國製造」進行獎勵，包括對企業的設備投資提供10%直接退稅。為鼓勵民眾購買德國製造的電動車，社民黨計劃為購車者提供暫時性的減稅優惠。

x 黃自民黨 (FDP) --前財長林德納，因為拒絕暫停舉債上限，被開除財政部長職位

- 中間偏右的「新自由主義」自民黨是最**主張捍衛德國政府財政紀律**的政黨。
- 自民黨和基民黨一樣，同樣提議用減稅來刺激經濟。這些提案包括企業稅降至25%以下，餐飲業銷售稅也降至7%。
- 該黨主張立刻取消「團結附加稅」，該稅是兩德統一後實施，用來籌資以支援較貧困的前東德地區。
- 自民黨也反對政府目前提前2045年達到碳中和的目標，主張以歐盟2050年的目標為準。取消2035年開始禁售燃油車的大限，廢除航空稅，拒絕徵收資產稅。

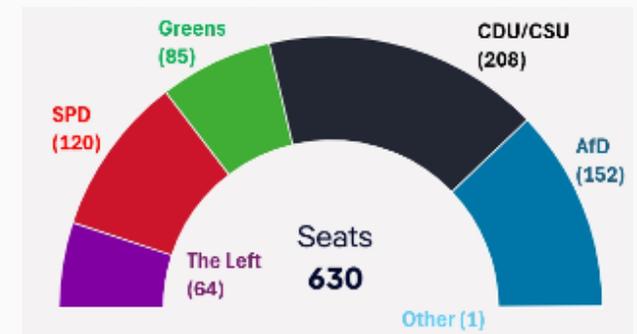
▶ 綠黨 (Die Grünen)

- 提倡改革舉債上限制度，以允許更多公共支出。
- 綠黨提議透過投資來擴大獲得支付退休金的資金。該黨倡議創建一個「公民基金」進行投資，**投資方向要遵循巴黎氣候協定中把全球升溫限制在1.5°C的目標**。
- 綠黨也鼓勵國內投資，所有對德國境內的投資均可獲得10%的政府補貼，為期5年，但補貼對象不包括房地產投資。
- 德國的最低薪資，綠黨主張從時薪12.41歐元上調到15歐元（約512台幣）。

新政府(黑+紅)願意擴大支出，決定3/18提前出手，並爭取綠黨的支持

因為另類選擇黨在新的國會已成第二大黨，新政府提前出手以避免另類選擇黨的反對

- ▶ **黑**基督教民主聯盟 / 基督教社會聯盟 (CDU/CSU) -- 梅爾茨
 - 中間偏右的保守派政黨。
 - 梅爾茨和蕭茲一樣，對於「溫和改革」舉債規範抱持開放的態度。提議為企業和民眾提供大幅的減稅來刺激經濟。
 - 這些措施包括把企業稅率降至25%，餐飲業銷售稅從19%降至7%。廢除全國供應鏈法，並降低電費負擔。
- ▶ 德國左派黨 (Die Linke)
 - 增加公共投資、擴大社會福利、推動稅收改革、促進環境保護和保護勞工權益。
 - 他們主張在基礎設施、教育和醫療保健方面增加投資，對富人和大企業徵收更高的稅收，推動綠色經濟轉型。
 - 反對「債務剎車」(Debt Brake) 過於嚴格的限制。他們認為，這一限制阻礙了必要的公共投資。
- ▶ 德國另類選擇黨 (AfD)
 - 極右翼的另類選擇黨的支持者集中在前東德地區。
 - 另類選擇黨的振興經濟計劃就是「德國脫歐」(Dexit)，認為擺脫歐盟與歐元框架的限制，德國經濟就能獲得振興。
 - 主張減少政府干預和降低稅收。
 - 該黨也主張力守舉債上限，刪除環保減碳開支，削減對外援助經費。





曾評論「歐元、英鎊貶值，ECB/BOE降息，皆為未來創造有利條件」

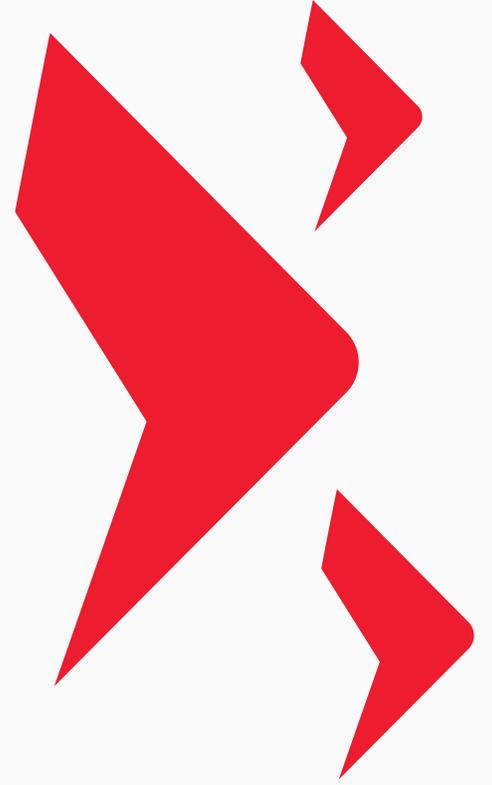
短期美國/川普勢頭不可擋，2025年可關注歐洲的進場點←成真

- ▶ GS: 會下調歐洲的評級，只因為當前的相對收益和經濟動能不佳

- ▶ 但低配亦有風險
 - 與美國相比，歐洲的本益比折價來到金融危機的高點；
 - 利率降低1%一年後，GDP增加1%，而歐洲央行現已降1%；2025年將再降至2% (vs.2024年4月高點的4%) ；
 - 歐元貶值10%，直接和間接地導致EPS增長+ 10% (近期高低點已貶7%) ；
 - 其他一次性因素：
 - a) 石油前景若差，對歐洲有利 (石油價格下降10%使歐元區GDP增加0.2%，歐洲通膨降低0.4%) ；
 - b) 烏克蘭停火可能導致重建 (0.6萬億美元) 和能源價格下降 ；
 - c) 德國選舉可能導致更寬鬆的財政政策。

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 | 兩年 pa. | 三年 pa. | 五年 pa. |
|---------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 基金績效 | 7.95 | 5.45 | 0.12 | 12.27 | 36.05 | 48.67 | 68.47 |
| 同類型基金平均 | 9.17 | 7.25 | 0.53 | 10.87 | 28.62 | 35.49 | 57.98 |
| 排名 | 23/33 | 27/33 | 16/33 | 13/33 | 5/33 | 5/33 | 8/33 |

資料來源與日期：Lipper · 2025/2/27; 同類型指Lipper台灣註冊之主動型歐洲股票型基金。
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

相對配置: 超配丹麥、德國，低配法國、瑞士。

| 國家產業配置 | 比重% | 相對配置(%) | MTD報酬(%) | YTD報酬(%) |
|--------|------|---------|----------|----------|
| 英國 | 23.9 | 1.7 | 2.5 | 7.8 |
| 丹麥 | 17.1 | 12.9 | 7.9 | 3.3 |
| 德國 | 21.5 | 6.9 | 6.1 | 13.3 |
| 荷蘭 | 8.3 | 1.7 | 1.3 | 6.2 |
| 法國 | 9.9 | -6.9 | 3.4 | 10.8 |
| 瑞士 | 4.2 | -10.6 | 6.1 | 11.7 |
| 愛爾蘭 | 5.8 | 4.7 | 9.6 | 11.8 |
| 奧地利 | 2.4 | 2.1 | 11.0 | 15.0 |
| 西班牙 | 3.0 | -1.5 | 11.7 | 15.0 |
| 美國 | 2.0 | 0.1 | -3.7 | -0.8 |

產業配置

相對配置: 超配工業、通訊服務，低配金融、能源。

| 基金產業配置 | 比重% | 相對配置(%) | MTD報酬(%) | YTD報酬(%) |
|--------|------|---------|----------|----------|
| 工業 | 26.1 | 8.8 | 3.8 | 10.5 |
| 金融 | 16.6 | -4.8 | 10.6 | 17.3 |
| 醫療保健 | 12.7 | -2.5 | 7.3 | 10.2 |
| 核心消費 | 10.4 | 0.8 | 7.1 | 6.5 |
| 通訊服務 | 11.1 | 7.0 | 10.7 | 13.9 |
| 非核心消費 | 10.2 | 0.8 | 3.5 | 9.4 |
| 原材料 | 4.3 | -1.3 | 2.4 | 6.7 |
| 資訊技術 | 5.1 | -2.3 | -2.0 | 7.9 |
| 能源 | 0.0 | -4.6 | 1.6 | 8.8 |
| 房地產 | 0.0 | -0.7 | 4.7 | 4.2 |
| 公用事業 | 1.7 | -2.0 | 5.2 | 4.1 |

前10大持股

本月愛爾蘭聯合銀行AIBG和票務娛樂公司CTS Eventim大漲

| 前十大持股 | 比重(%) | 產業類別 | MTD報酬 | YTD報酬 | 介紹 |
|-------------------|-------------|------|--------|-------|--|
| 愛爾蘭聯合銀行集團公開有限公司 | 5.8 | 金融 | 18.3% | 23.1% | 愛爾蘭聯合銀行是愛爾蘭的前四大商業銀行。 |
| 思愛普 | 5.1 | 資訊技術 | 0.7% | 11.7% | 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 |
| 諾和諾德公司 | 4.9 | 醫療保健 | 10.4% | 2.8% | 丹麥製藥企業，為糖尿病、生長激素、血友病提供製品和服務。 |
| CTS Eventim股份兩合公司 | 4.9 | 通訊服務 | 18.0% | 28.4% | 德國最大的票務和Live娛樂活動舉辦商。 |
| 施耐德電機公司 | 4.6 | 工業 | -12.8% | -1.7% | 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公司 | 3.9 | 通訊服務 | 0.1% | 8.9% | 德國最大的線上房地產分類廣告平台。 |
| 荷蘭國際集團 | 3.8 | 金融 | 8.5% | 13.7% | 歐洲前十大，同時也是荷蘭最大的綜合金融集團。 |
| 勵訊公開有限公司 | 3.8 | 工業 | -5.2% | 5.0% | 提供資訊和分析解決方案業者。 |
| 聯合利華公開有限公司 | 3.3 | 核心消費 | -2.7% | -2.0% | 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。 |
| 丹麥得夫得斯國際貨運公司 | 3.2 | 工業 | -2.6% | -6.6% | 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。 |
| 總計 | 43.5 | | | | |



投資結論

投資建議: 買進

- ▶ 2024年歐洲經濟成長谷底復甦的態勢已然確立，雖然速度緩慢，但仍有底氣，隨著通膨降溫，金融逐步寬鬆，本益比仍有望向上
- ▶ 然而2024年年底川普的當選，造成歐股大跌。
- ▶ 2025年金融環境已更為寬鬆、貨幣已更便宜、俄烏戰爭有停戰可能，隨後的烏克蘭重建有利歐洲經濟成長。
- ▶ DOGE的實施， DeepSeek的出現，美國獨霸論消失，資金流向便宜的歐洲
- ▶ 歐盟和德國的財政支出，將推動經濟成長

風險

美國祭出對歐關稅、德國和歐盟的財政支出無法通過



警語

本文件僅作資訊參考之用。本公司自當盡力為讀者及客戶提供正確的意見及消息，但如有錯漏或疏忽，本公司或關係企業與其任何董事或受僱人，並不負任何法律責任。投資人作出投資決定前，不妨向財務顧問尋求建議。過往績效表現並不預示未來的結果。投資涉及投資風險，包括可能損失投資本金。

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，並考慮是否適合本身之投資。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。查詢本公開說明書之網址如下：

<http://mops.twse.com.tw/>；<http://www.eastspring.com.tw>。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書，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