



公開股票

歐洲小型股票： 三大關鍵主題創造轉折點

霸菱洞察

從不斷變動的利率預期到潛在政治決定，有許多理由讓我們認為歐洲小型企業可能正面臨轉折點。



Nick Williams
小型股票團隊主管



Rosie Simmonds, CFA
小型股票團隊投資組合經理



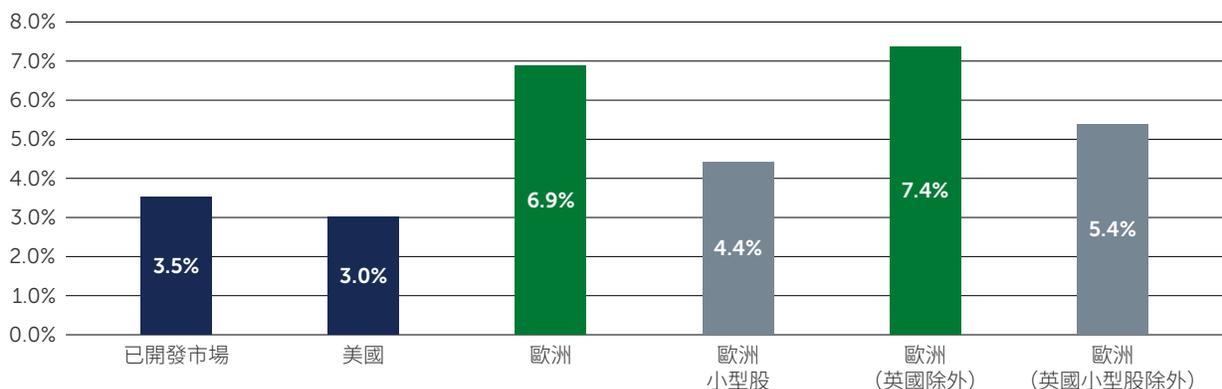
William Cuss, CA, CFA
小型股票團隊投資組合經理



Philip Nicholass, CFA, CAIA
股票客戶投資組合經理

歐洲股票在2025年初呈現強勁打底情勢，表現遠遠超過美國與廣泛已開發市場（圖表1）。此等優異表現部分反映了美國科技企業股票近期的下滑，以及歐洲股票自2022年以來相對表現不佳的反彈，且關稅存在的急迫疑慮已經消失。

圖表1：今年以來歐洲股票表現超越其他市場（以美元計價）



資料來源：霸菱；MSCI；Refinitiv。截至 2025年1月31日的資料。僅供參考，任何預估、推測或預測皆不必然代表未來或可能績效。

此外，相對評價也支持優於大盤的表現。即使是全球交易活絡且具世界領先地位的歐洲企業，目前的股票評價也顯著低於其美國同業¹。與此同時，過去評價顯著高於較大型歐洲企業的較小型歐洲企業，無論從獲利基礎或資產相關衡量指標來看，目前評價都處在前所未有的低水準²。

展望未來，我們認為歐洲各地小型企業可仰賴三大關鍵主題創造轉折點：

1. 利率

較小型企業的評價一向追蹤利率預期。
 隨著歐元區利率持續下滑，潛在的評價向上重估已經浮現。

2. 政治決定

在經歷負成長與政治困境後，法國與德國的政治不確定性，可能會導致國內各黨派對成長願景抱持不同看法。
 政治不確定性的消除與更高的經濟面投資，可為較小型企業帶來復甦的契機。

3. 烏克蘭停火

歐洲的風險情緒無庸置疑的受到歐洲大陸戰爭再起的影響。
 小型企業將可獲得來自停火的正面影響，主因是這些企業獲利來自國內的比例較高，以及一般認為這些企業與歐洲GDP的相關性較高。

1. 資料來源：MSCI歐洲相對於MSCI美國的未來12個月預估本益比，截至2025年1月31日的資料。
 2. 資料來源：MSCI。截至 2025年1月31日的資料。

1. 利率

有起必有落

當我們檢視短期驅動因素時，較小型企業股票的表現在過去和利率預期亦步亦趨（圖表 2）。這個結論是基於較小型企業較具景氣循環特性的看法，以及其經濟體用較高比重的浮動利率債券所做成。

不過令人振奮的是，較小型企業的負債金額正在持續減少，且償還債務的能力因此持續獲得改善³。此外，隨著歐元區利率開始下滑，潛在評價上修的催化劑已經浮現。

圖表 2：較小型企業評價持續和利率預期亦步亦趨



資料來源：霸菱。截至 2024 年 12 月 31 日的資料。依據相關 MSCI 指數繪製。僅供參考，任何預估、推測或預測皆不必然代表未來或可能績效。

2. 政治決定

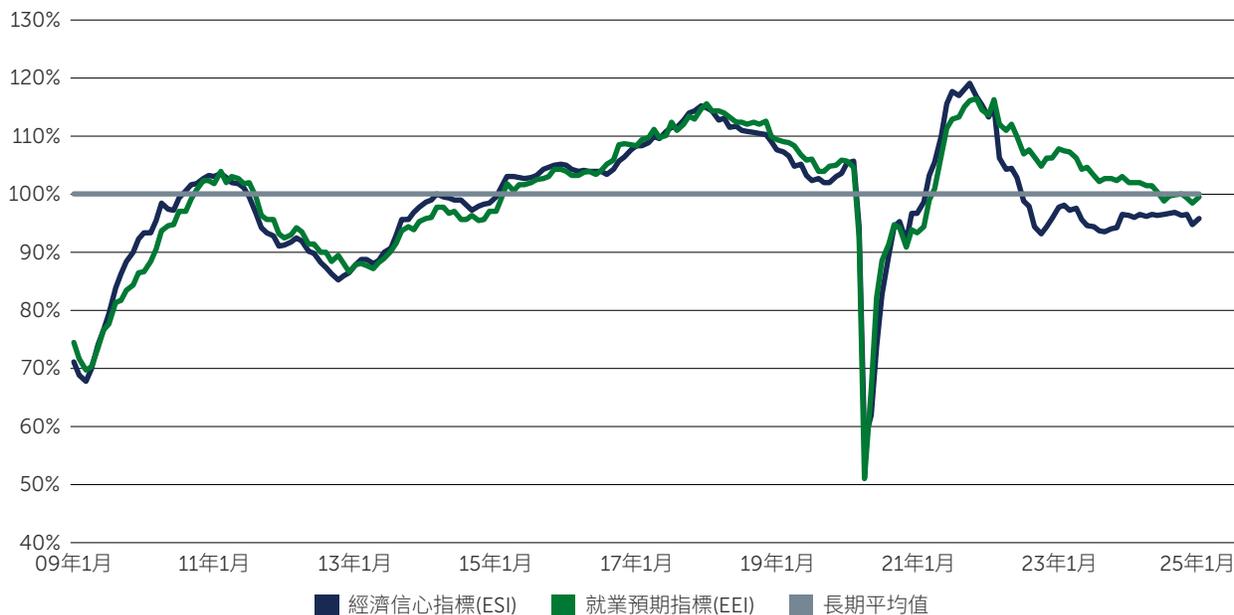
各種經濟成長願景的競爭

法國與德國一直以來都被視為歐元區最重要的領導者與成長引擎，但兩國都同樣必須對抗來自國內的各項挑戰。在此同時，美國與中國不斷升高的保護主義則加劇了競爭挑戰、阻礙了投資並對企業獲利帶來壓力。法國與德國的大選對兩國預算、稅收與改革的展望帶來了額外的不確定性，因此導致消費者信心持續下滑以及就業前景持續疲軟。

3. 資料來源：MSCI 歐洲（不含英國）指數長期淨負債占稅前息前折舊攤銷前盈餘（EBITDA）比重。截至 2025 年 1 月的資料。

在這樣的環境下，消費者以增加儲蓄加以因應，歐元區的家戶儲蓄率現在已接近三年高點。政治環境的任何改善或穩定都可能為受到壓抑的需求提供支撐。

圖表3：歐盟經濟信心與就業預期



資料來源：歐盟執委會服務處；經濟信心指標，截至2025年1月31日的資料。

深入來看，法國仍深陷政治僵局的泥沼，主要是因總統馬克宏為了改善他在國會的支持度而孤注一擲宣布閃電大選所導致。法國大選的結果陷入了「僵局」，國會由三個派別以接近平均的席次所組成，但各派別的政治光譜並不相同。在此情況下，看守政府能夠做的事情就非常有限，每個派別對法國願景的看法各有不同，而不斷擴大的財政赤字則變得更加嚴重。儘管法國國會已經通過一份短期預算，投資人仍擔憂缺乏資金溢注的各項支出計畫(無論來自政治光譜的左派或右派)將會導致法國赤字增加，且最終將會超過歐元區的上限。以實際情況來說，目前並無法清楚知道法國最終會出現哪種可以有效治理國家的聯盟，以及該聯盟的穩定性與可行性如何。儘管如此，任何決定都能夠降低不確定性並使投資人信心受益，不只法國，還包括更廣泛的歐元區。

德國方面，近期大選舉行時的經濟成長情勢，相較於過去幾年來得遲滯。遲緩的經濟成長部分反映了持續膨脹的能源成本，這點對製造業產值占全國總附加產值達20%的國家來說尤其嚴重，加上德國對中國的出口面臨了來自中國國內越來越激烈的競爭，中國國內品牌小客車的市占率已超過60%⁴。在此等環境下，不穩固的政治聯盟已無法成功解決德國的關鍵問題，例如就業與退休金改革，或是能源政策與國防支出，導致消費者抱持疑慮以及選民的不滿意。

4. 資料來源：中國汽車工業協會；市場占有率資料。截至2025年2月的資料。

在改革可能性方面，德國聯邦銀行(the Bundesbank)、國際貨幣基金、經濟合作發展組織、德國最大工會以及其國家指派的經濟專家委員會，皆同意德國的「債務煞車」已不再適用該國情況。所謂的債務煞車是由德國前任總理梅克爾(Angela Merkel)在2009年所制訂的一項憲法規則，規定聯邦政府的年度赤字在調整經濟循環影響數後，不得超過GDP的0.35%，同時限制德國的16個邦完全不得借款。惟此限制規定的改變必須由更加強大的領導人來帶領，即將接任總理的中右派基督教民主聯盟(Christian Democratic)候選人Friedrich Merz，在競選期間曾暗示將放寬此等舉債規定。債務煞車的任何改變都可能是發展而非革命，因此基礎建設、能源生產與國防產業等領域的投資應該能夠降低不確定性，風險溢酬可能降低，並讓企業擁有配置資本的穩定基礎。

3. 烏克蘭停火

歐陸懸崖危機的解除

即使俄羅斯入侵已經三年，烏克蘭的戰爭情勢依然是痛苦的消耗戰。美國總統川普在此戰爭背景下當選，並於就職時誓言終止烏克蘭戰爭，因此川普就任後有關停火的討論就持續增加。基輔過去雖然拒絕割讓任何領土，但烏克蘭總統澤倫斯基在疲倦與政治現實的逼迫下，態度看起來已有所軟化。在此同時，停火的討論則導致歐洲各國的外交中斷，且此等情況的影響甚為深遠。

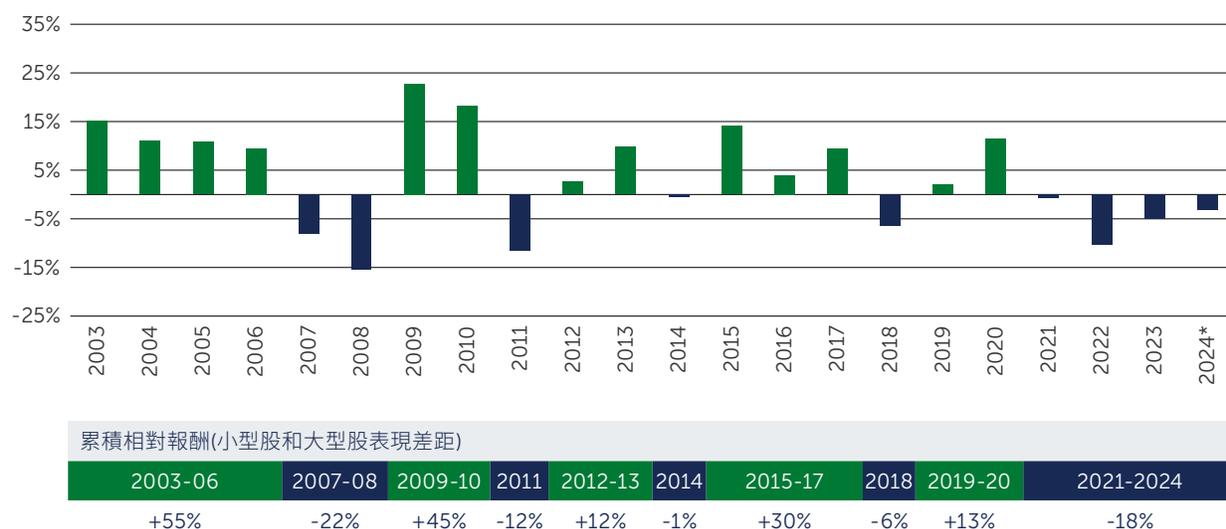
從我們的角度來看，停火可能從三大領域、支撐歐洲小型企業的發展。首先，停火的直接影響是歐洲的風險情緒將會持續下降，並將推升歐洲股票評價，較小型企業等風險資產可能會因此獲得顯著較高比例的支撐。第二，停火決定將可能導致歐洲能源價格下跌，使消費者與產業同時受益，德國的東歐生產中心將可因此而部分受益。此外，成長預期的上修，可能會鼓勵投資與改善信心。較小型企業的銷售與獲利來自國內的比重較高，且其相對股價表現也與歐洲GDP成長率及產業活動呈現正相關。因此，停火可能導致歐洲較小型企業股價有大幅上揚的潛力。

評價：掌握長期契機，目前是具吸引力的切入點

在過去幾年地緣政治挑戰的影響下，歐洲較小型企業的股價表現遠不如同業較大型企業，前次類似狀況是在2008年全球金融危機時。儘管如此，在全球金融危機解除後，歐洲小型股在 2009 年與 2010 年的表現，無論從相對或絕對基礎計算，都顯著超越大型股（圖表4）。雖然並非絕無風險，但我們認為這代表了較小型企業在未來幾年內，表現優於較大型企業的機會甚大。

無論從絕對或是相對評價來看，較小型企業都獲得了支持，本益比與股價淨值比顯示，相較於歷史水準與較大型企業而言，歐洲較小型企業的評價都處於十年低點⁵。

圖表4：歐洲(不含英國)較小型企業與較大型企業之表現差距



資料來源：歐盟執委會服務處；經濟信心指標，截至2025年1月31日的資料。

重點概要

在歐洲股票市場中，較小型企業潛在擁有較多獲利機會。我們尤其看好三大關鍵主題，可支撐此資產類別的未來發展：利率預期的變動、德國懸而未決政治僵局的解決，以及烏克蘭停火的可能。

儘管如此，在未來須面對各種風險與未知事件的情況下，波動性仍可能升高。基於此一理由，我們認為基本面且自下而上的選股方式依然非常重要。此外，市場廣度夠大且資源夠多的主動操作經理人，尤其能夠掌握歐洲小型股浮現的投資契機。

5. 資料來源：MSCI歐洲（英國除外）相對於MSCI歐洲（英國除外）的未來12個月預估本益比，截至2025年1月31日的資料。

霸菱為一家管理4,213億美元*資產的全球投資管理公司，與機構、保險和中介客戶合作，並透過靈活的融資解決方案支持領先企業。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，利用其全球規模以及公開和私募固定收益、實體資產和資本解決方案方面的能力，力求提供超額報酬。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司

台北市信義區信義路五段7號55樓A室(台北101大樓)

一百零六管投顧新字第零零貳號 0800 062 068

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。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文提及之經濟走勢預測亦不代表相關基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢或向霸菱投顧索閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*截至2024年12月31日

TW25-4313670 出刊日期：2025年3月13日