重點摘錄

- 在央行的寬鬆措施下，歐元區經濟開始出現起色，兼以希臘風險暫解的情況下，建議可佈局投資地區為歐元區產品。而由於我們預估歐元受貨幣政策影響，未來恐持續下探。因此建議標的為 ETF(EZU US EQUITY)或多佈局在循環性類股並且有美元對沖級別的 GAM Star 歐洲大陸股票基金。此外，鑒於西班牙的基本面較德國佳且股市的位階較低，未來也有望補漲，建議佈局(EWP US EQUITY)。
- 中國今年三中全會下調經濟成長目標至 7%，由李克強總理與官員談話可推測 7%為維持整體經濟平穩的底線。2015 年財政赤字率從去年的 2.1%提高到 2.3%，預期中國將透過擴大投資提振經濟成長。中國政府除了加大鐵路投資以外，清潔能源投資亦成為主要項目。近期由紀錄片《穹頂之下》喚起中國人民對燃煤發電的憂慮，加上中國已經宣布二氧化碳減排目標，碳排放量最少的核能發電有望成為下個政府投資目標。建議佈局核電龍頭集團中廣核電力（1816 HK）。
- 我們認為低通膨有利印度政府跨步改革，該國政府已展現財政、貨幣政策相搭配的格局。同時印度 GDP 成長率目標 8.5%超越中國 7%，可望重新吸引投資人目光。且貿易赤字改善有助幣值穩定。推薦買入 iShare MSCI 印度 ETF 與法巴印度基金。

研究團隊

歐股、債券－Joanne Hu

滬深港股－Emma Yu

2015.03 目錄

1. 建議佈局投資較多在循環性類股且有對沖的 GAM 歐洲基金……P2

2. 中國－擴大投資成為經濟主要動力，建議佈局政策支持之核電股…P7

3. 內外兼修，「印」是要得…… P16

4. 本月推薦投資組合……P22

建議佈局投資較多在循環性類股且有對沖的GAM歐洲基金

一、歐洲景氣回顧

歐洲基本面好轉，量化寬鬆開始實施

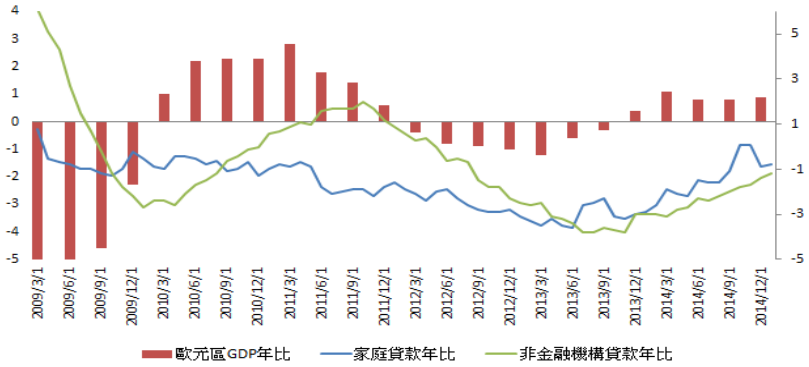
去年9月，歐元區的經濟一度陷入停滯。而在有關單位連串救市的措施下，歐元區經濟開始好轉。歐元區2月CPI年比為-0.3%優於預期及前期，消費者信心有所回升，1月零售銷售成長3.7%創九年新高，家計部門及非金融機構的貸款年比也穩定回升，1月失業率11.2%的表現創2012年4月以來新低。而Stoxx600指數今年至今已上漲15%。

歐央行宣布自3/9起將開始實施每月600億歐元的購債行動，直到明年9月。央行承諾，如通脹水平低迷，將在2016年9月後持續購債。另外只要債券的收益率不低於存款利率-0.02%，央行都會進行購買。另外，央行將今年經濟增速上調到1.5%，高於去年12月時預期的1%。央行認為，隨著QE項目推出，2016年歐元區經濟增速有望達到1.9%，2017年達到2.1%。雖在油價下跌的情況下CPI未來幾個月應還會維持在低檔，但在今年Q4將有望回升至正的通貨膨脹率。

圖1：歐元區消費者信心及零售銷售(2005/3~2015/2)

資料來源:Bloomberg

圖2：歐元區各領先指標



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

此外，希臘與歐元區在 2/20 終於達成協議，延長援助計劃四個月。但希臘需遞交改革和預算方案，歐元區財長也於 2/24 通過希臘的改革方案。希臘本月必須償還 15 億歐元的 IMF 貸款，有三筆貸款將分別於本月 13 日、16 日和 20 日到期。此外，希臘還需要 32 億歐元再融資，用於應對到期的短期國債。希臘將繼續與貸款方就獲得救助款所需的改革措施進行談判。在這樣的情況下，預計希臘將會向歐元區讓步。

二、投資亮點

國際資金大量流入歐洲，企業財報表現亮眼

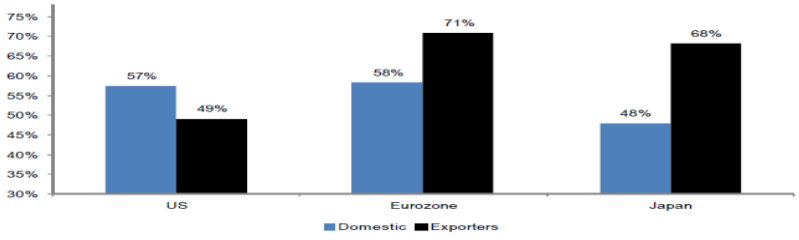
在近期經濟數據呈現明顯回溫的同時，央行也採取積極的貨幣政策，近 1.1 兆的資產購買規模相當於歐元區 GDP 的 11.3%，與美國過去量化寬鬆的規模相近。國際資金自央行於 1/22 央行宣布實施資產購買後，也開始大量流入歐洲，累積至 3/12 流入歐洲的資金高達 360 億美金，同期間流出美國的資金為 470 億美金，因歐美的貨幣政策開始出現分歧。從企業公布的財報來看，截至 3/10 Stoxx600 成分股中已有 67%的企業公布 Q4 財報：其中有 50%的公司 EPS 表現優於預期，且平均 EPS 的成長率為 9%。據 JPMorgan 調查弱勢歐元對歐洲的出口商產生了顯著的影響，有 71%的企業 Q4 財報將達到預期的目標。預期在希臘風險暫解、歐洲基本面轉好、已開始實施資產購買的情況下，歐股將開啟多頭走勢。

圖 3：歐洲與美國量化寬鬆的規模比較

Policy	Amount ($Bn)	% of GDP
QE1	1750	11.9%
QE2	900	5.8%
QE3	1590	9.7%
ECB QE	1311	11.3%

資料來源:JPMorgan

圖 4：各國 Q4 財報中達到預期的百分比

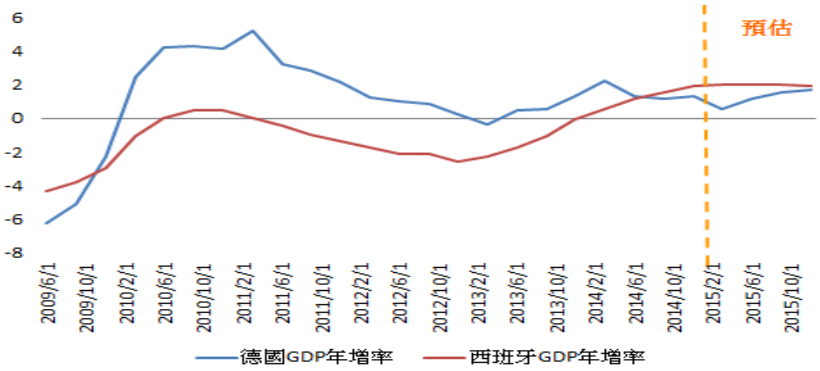


資料來源:JPMorgan

西班牙的 GDP 及製造業 PMI 表現較德國亮眼，股市有望補漲

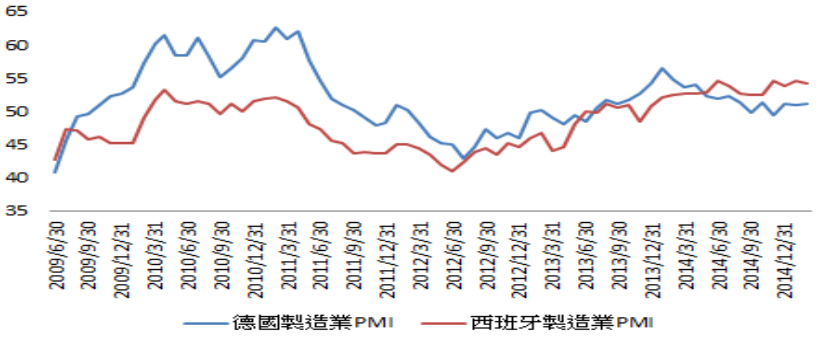
由於歐洲央行的量化寬鬆政策在各個國家中以德國最為受惠，獲得最多資金且受惠於歐元貶值的程度最大，在 2 月的月報中建議投資人選擇投資地區為德國的 ETF，德國 DAX 指數年至今也已上漲了 21%，並創下歷史新高。相較之下西班牙的基本面已明顯回升甚至在 GDP 及製造業 PMI 的數據表現上較德國優異，信貸成本也較過去明顯下降，但股市的位階明顯較德國低，我們看好其股市可望補漲。

圖 5：德國與西班牙的 GDP 成長率(2009/6-2015/12)



資料來源: Bloomberg、第一資本整理

圖 6：德國與西班牙的 GDP 成長率(2009/6-2015/3)



資料來源: Bloomberg、第一資本整理

圖 7：德國與西班牙的大盤走勢圖(2009/6-2015/3)

資料來源: Bloomberg

三、投資策略

GAM Star 歐洲大陸股票基金多佈局在與景氣連動度較高的循環性類股且有美元對沖

在希臘風險暫解、歐洲地區基本面轉好、量化寬鬆政策開始實施的情況下，建議可佈局投資地區為歐元區的 ETF(EZU US EQUITY)或多佈局在循環性類股的 GAM Star 歐洲大陸股票基金。

由於循環性類股與景氣的連動度較高，在歐洲基本面好轉的情況下，循環性類股未來的盈利成長動能會最強。而在各對沖美元的歐洲基金中 GAM 投資在循環性類股的比重最高(詳見表 1)，故建議佈局。因歐元受貨幣政策影響，年至今已下跌 25%，在大規模資產購買剛開始的情況下，未來歐元恐持續下探，高盛更預期在未來一年歐元會跌到 0.95，在 2017 年更會跌至歷史新低 0.8，為市場上目前最悲觀的預估。

雖量化寬鬆政策在各個國家中以德國最為受惠，但西班牙的基本面較德國佳且股市的位階較低，因此建議在個別國家中，也可佈局投資地區為西班牙的 ETF(EWP US EQUITY)，歐盟預估西班牙 2015 及 2016 年的 GDP 成長率分別為 2.3%及 2.5，預估德國的 2015 及 2016 年的 GDP 成長率則為 1.5%及 2%，顯示西班牙股市未來有望補漲。但由於 ETF 的價格會受到歐元貶值的匯率影響，因此建議等歐元止穩後再進場佈局。

圖 9：西班牙股市及 ETF 產品走勢圖(2014/3-2015/3)

資料來源: Bloomberg

表 1：對沖美元歐洲基金的產業分佈

	JB	法巴	GAM	GLG
金融	28.9	17.48	12.65	19.98
工業	9.8	14.71	19.36	14.57
選擇性消費	9.7	12.9	28.27	6.46
資訊科技	10.2	10.34	9.07	9.02
加總	58.6	55.43	69.35	50.03

資料來源:第一資本整理

圖 9：GAM STAR 歐洲大陸股票基金(2014/9~2015/3)

資料來源: Bloomberg

圖 10：GAM 歐洲大陸基金的前十大持股

Name	Industry	% of Fund
Roche	Healthcare	5.0
Henkel	Consumer Staples	4.8
Cap Gemini	Information Technology	4.1
Publicis	Consumer Disc	4.0
Pernod Ricard	Consumer Staples	4.0
Novo Nordisk A/S	Healthcare	4.0
Adecco	Industrials	3.8
Kingspan	Industrials	3.5
Paddy Power	Consumer Disc	3.4
Euronext	Financials	3.2
Total		**39.8**

資料來源:基金月報

中國－擴大投資成為經濟主要動力，建議佈局政策支持之核電股

一、穩投資實現穩增長

7%的經濟成長率應為政策底部

中國於3月三中全會中將2015年經濟成長率目標下調至7%，主要經濟數據亦相映下調（詳見表一）。不過，李克強於會議中表示，很多財稅、金融政策和宏觀調控工具尚未完全使用。如果遇到更大困難，中國中央將會出手，以保持中國經濟平穩增長。另外，國務院發展中心亦表示，中國的增長率不能過低，因為這會導致財政、金融風險和失業率上升，7%的增長率是合理的。由以上表態可以了解，為了控制中國就業與財政金融風險，7%的經濟成長率應為政策底部。

表 1：三中全會主要經濟數據展望

	2015 目標	2014 目標	2014 實際
經濟增長	7%	7.5%	7.4%
通脹	3%	3.5%	2%
M2 增速	12%	13%	12.2%
進出口總額增長	6%	7.5%	3.5%
社會消費品零售	13%	14.5%	12%
固定資產投資	15%	17.5%	15.7%

資料來源：第一資本整理

2015 年財政赤字率從去年的2.1%提高到 2.3%，預期中國將透過擴大投資來提振經濟

李克強指出中國去年投資增長乏力，新的消費熱點不多，國際市場沒有大的起色，穩增長難度加大，一些領域仍存在風險隱患，顯示其對中國經濟情勢已由先前的「穩中求進」轉變，要維持 7%的平穩經濟成長將不容易。而由 2015 年財政赤字率從去年的 2.1%提高到 2.3%（詳見表 2），並提升增加公共產品有效投資來看，中國將透過擴大投資來提振經濟，主要投資領域包括棚戶區改造、中西部鐵路、水利工程、三大網路（信息、油氣和電力）和清潔能源等（詳見表 3）。

表 2：三中全會財政赤字目標

	2015 目標	2014 目標	2014 實際
財政赤字(億人民幣)	-16	-14	-14
財政赤字率	-2.3%	-2.1%	-1.8%

資料來源：第一資本整理

表 2：三中全會公共產品投資項目

主要項目	詳細內容
民生項目	棚戶區和危房改造 城市地下管網
交通項目	公路 內河航道 中西部鐵路－鐵路投資要保持在 8000 億元以上，新投產里程 8000 公里以上
農業項目	高標準農田 水利－已開工 57 個項目，將再開工 27 個項目，投資規模超過 8000 億元
重大網絡項目	信息網路 電力網路 油氣網路
資源保障項目	清潔能源 油氣礦產
生態建設項目	節能環保

資料來源：第一資本整理

由李克強講話可推論 7%經濟成長率為政策底部，並主要透過財政政策擴大投資來保持經濟成長。在去年 11 月份之月報中已和大家介紹擴大鐵路投資下相關鐵路建設受惠股，本期將進一步介紹亦受惠於加大清潔能源產業投資的核能產業類股。

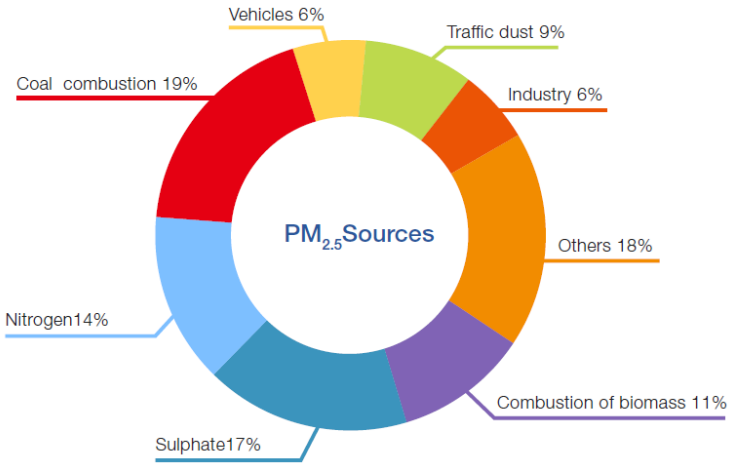
二、投資亮點

（一）柴靜《穹頂之下》引爆清潔能源需求

紀錄片《穹頂之下》喚起中國人民對霧霾的重視與清潔能源的需求

在三中全會前夕，央視前記者柴靜發表了關於中國地區霧霾汙染的紀錄片《穹頂之下》，揭發長期以來空氣汙染的嚴重性及對霧霾對居民健康的影響，影片上傳 48 小時已達到超過 2 億的點擊率，也讓中國政府與人民再度正視霧霾議題。根據綠色和平組織報告顯示，造成霧霾之細懸浮微粒（PM2.5）排放源頭有 19%來自燃煤（詳見圖 1），佔比最高，使得市場再度掀起對煤礦發電的嚴正撻伐，以及對清潔能源的急迫需要。

圖 1：細懸浮微粒（PM2.5）排放來源



資料來源：綠色和平組織

（二）中美共同訂下減排目標

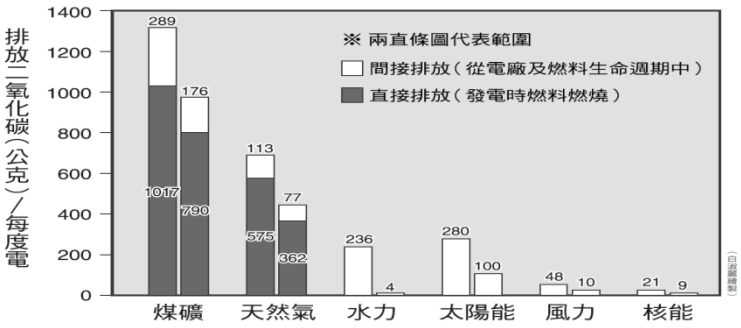
中國宣布二氧化碳排放量在2030 年前後達到峰值，並在2030 年增加能源中非化石燃料的使用比例至 20%

2014 年 11 月 12 日，中美兩國發表《中美氣候變化聯合聲明》，美國總統歐巴馬宣布到 2025 年將美國的二氧化碳排放量降低至較 2005 年少 26%至 28%的水平，同時中國國家主席習近平也宣布讓中國的二氧化碳排放量在 2030 年前後達到峰值，並在 2030 年增加能源中非化石燃料的使用比例至 20%，此共同聲明顯示兩大碳排放國減排的決心。

根據國際原子能總署（International Atomic Energy Agency, IAEA）統計各類發電方法的單位發電量所排放之二氧化碳，即便是乾淨的太陽能發電，製造晶片過程中仍排放不少二氧化碳，而核能發電的二氧化碳排放則是所有發電方法最低（詳見圖 2）。因此我們認為中國為了同時控制霧霾與降低二氧化碳排放，核能發電將成下一波中國中央大力投資的目標。

核能發電為碳排量最少的發電方式

圖 2：各種發電方式下的二氧化碳排放



資料來源：《科學月刊》

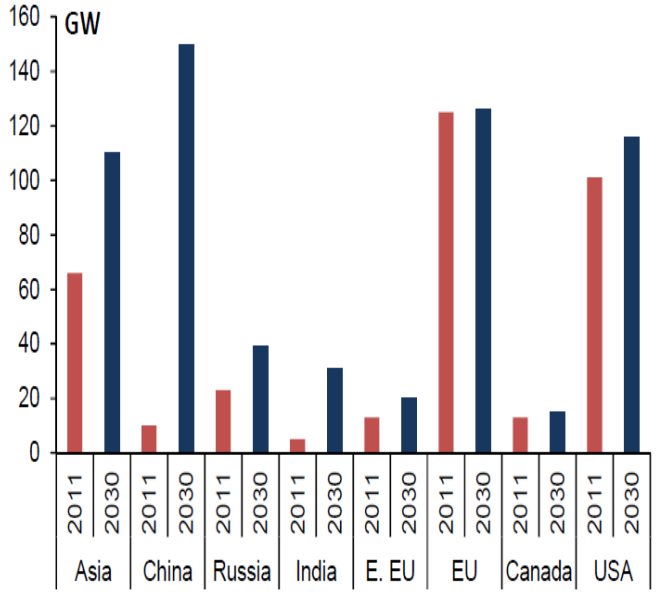
為了完成 2020 年能源發展目標，預估每年的核電投資將超過 850 億元，核電設備約每年 450 億元。

（三）核電機組建設時隔 4 年再度重啟

3/11 中國國家發改委向中國廣核集團下發了《關於核准遼寧紅沿河核電二期工程請示的通知》，批准紅沿河核電 5、6 號機組的建設，終結了中國連續四年沒有核電新專案獲批的局面，顯示核電建設正式重啟。根據中國國務院去年印發的《能源發展戰略行動計畫(2014~2020 年)》，截至 2020 年中國核電裝機容量將達到 580 億瓦，在建容量將達到 300 億瓦。而截至 2014 年底，中國在運及在建的機組卻不到 500 億瓦。若要達到規劃目標，券商預計 2015 年至 2020 年新開工和完成裝機量在 390 億瓦左右，未來 6 年年均新開工和完成裝機量大約在 65 億瓦左右，每年的核電投資將超過 850 億元，核電設備約每年 450 億元。若考慮核電出口，實際拉動的設備需求有望再提升 10%-20%。

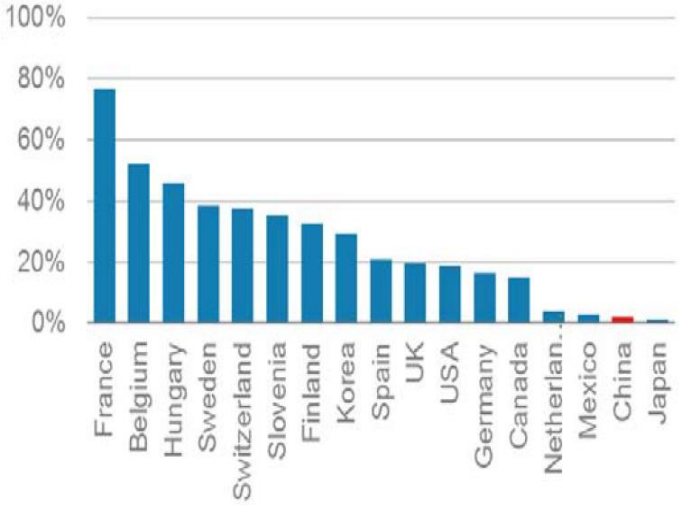
根據世界核能協會預估，中國核電產能將自 2011 年 100 億瓦大幅成長至 2030 年的 1,500 億瓦，成長速度優於全球（詳見圖 3）；而觀察各國使用核能發電比例，中國距離其他國家仍有大幅成長的空間（詳見圖 4）。

圖 3：2011-2030 年全球主要國家核電產能預估



資料來源：美銀美林

圖 4：全球主要國家核能發電佔比



資料來源：申銀萬國

三、投資策略

中廣核電力目前運營管理 11 台核電機組，產量為 11.6 億瓦。

投資標的推薦中廣核電力（1816 HK）。中國廣核電力股份有限公司控股股東為國務院國資委監管的中國廣核集團（China General Nuclear Power Corporation, CGN ），公司由 10 多家聯屬公司組成。截至目前運營管理 11 台核電機組（紅沿河基地 2 台、寧德核電站 2 台、大亞灣基地 6 台、陽江基地 1 台），產量為 11.6 億瓦。

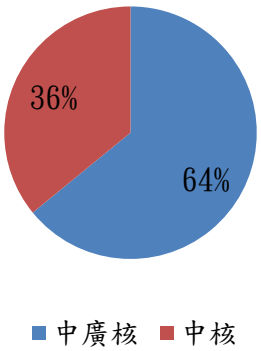
圖 5：中廣核核電基地分佈圖

資料來源：公司網站

中廣核為中國整體核電產能和在建產能佔有率最高之核電集團

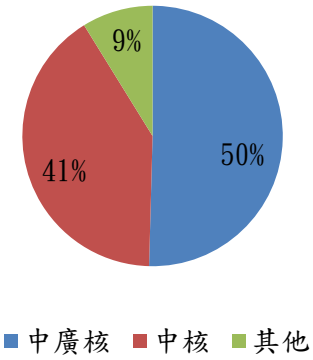
由圖 6 和圖 7 可以看出，中廣核集團與中核集團（中國核工業集團，China National Nuclear Corporation, CNNC）為中國兩大核能發電企業，其中中廣核於 2014 年上半年中國整體核電產能的佔有率高達 64%，在建核電產能的佔有率亦高達 50%，為中國龍頭核電集團。

圖 6：中國整體核電產能佔有率分佈



資料來源：Morgan Stanley

圖 7：中國在建核電產能佔有率分佈



資料來源：Morgan Stanley

同時具備龍頭地位與本土技術，美銀美林預期產能年複合成長率將達 23.9%

在前文提到 3/11 由中國發改委通過可新建二期工程之紅沿河核電發電站即為中廣核持股 45%的聯營公司紅沿河核電有限公司旗下之發電站，目前 1 和 2 號站正在營運，3 和 4 號站還在建設當中，其 5 和 6 號站又於今年獲得發改委批准建設。根據紅沿河核電有限公司總經理介紹，紅沿河核電站二期工程規劃建設的兩台核電機組將使用中國自主核電技術品牌—ACPR1000。作為四年以來首度展開核電站建設案，同

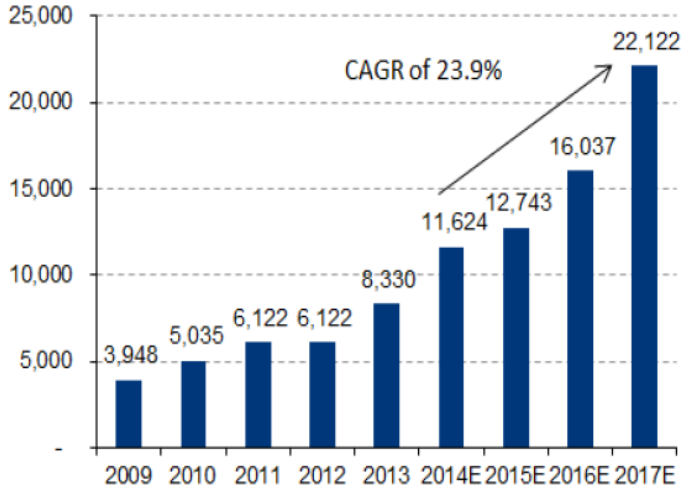
時具備國企背景與本土技術能力，隨著中國對清潔能源需求持續擴大，美銀美林預期中廣核旗下之發電站建構計畫將於未來 5 年內逐步完成（詳見圖 8），使其總產能於 2017 年到達 221 億瓦，預估平均複合成長率高達 23.9%（詳見圖 9）。

圖 8：中廣核發電站建構計畫與預估完成時間

	CGNP guidance	BofAML estimate
Yangjiang Unit 2	2H15	2016-Mar
Yangjiang Unit 3	1H16	2017-Jan
Yangjiang Unit 4	2H17	2018-Mar
Yangjiang Unit 5	2H18	2019-Mar
Yangjiang Unit 6	2H19	2020-Mar
Ningde Unit 3	2H15	2016-Mar
Ningde Unit 4	2H16	2017-Mar
Hongyanhe Unit 3	1H15	2015-Oct
Hongyanhe Unit 4	2H15	2016-Mar
Taishan Unit 1	1H16	2017-Jan
Taishan Unit 2	2H16	2018-Jan

資料來源：美銀美林

圖 8：中廣核核電產能預估（單位：百萬瓦）



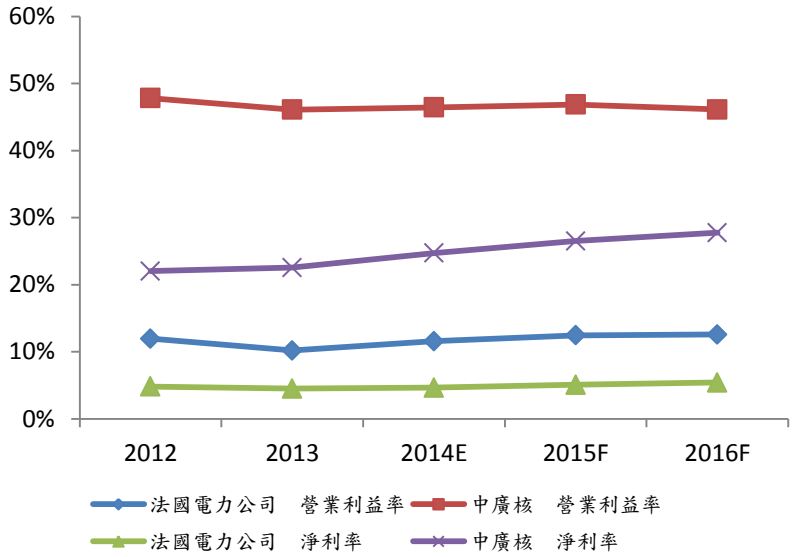
資料來源：美銀美林

根據圖 4 我們可以知道法國為全球使用核能發電佔比最高國家，而其中法國電力公司（EDF FP）為法國最大發電和配電公司，目前擁有 58 個核反應爐，使用核電發電佔公司總發電量的 74.5%。2014 年營業收入達 729 億歐元，淨利達 37 億歐元。

我們進一步比較這兩間發電廠過去營益率與淨利率表現，中廣核表現明顯優於法國電力公司，過去兩年營益率接近50%，預期未來也將維持在40%以上水準（詳見圖9）。預期中國核能發電尚於剛起步階段，隨著核能發電使用量逐步增加，與法國電力公司同樣具有龍頭地位之中廣核有望能達到其全盛時期之本益比30倍（詳見圖10），若參考美銀美林給予之2015年EPS預估為0.1664港幣，預期目標價為4.99港幣，尚有上檔空間57%。

中廣核較法國電力公司擁有較高的營益率與淨利率

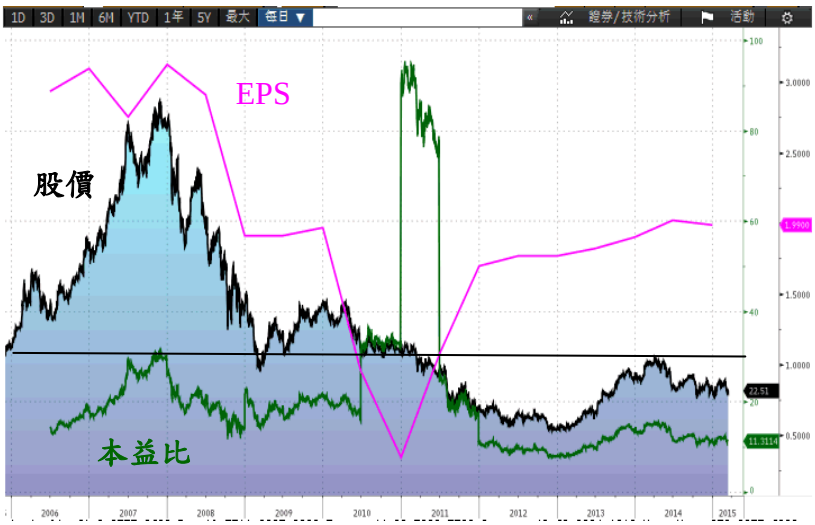
圖9：中廣核與法國電力公司獲利率表現走勢



資料來源：第一資本整理

圖10：2006年至今法國電力公司股價、EPS與本益比走勢

隨著中國核能發電需求逐步提升，中廣核有望達到法國電力公司全盛時期之30倍本益比，目標價為4.99港幣，尚有23.9%上檔空間



資料來源：Bloomberg

表 3：中廣核（1816 HK）營運狀況（單位：百萬人民幣）

	2012	2013	2014	2015	2016
營收	18,813	18,615	22,449	23,028	25,859
營業利益	8,995	8,581	10,426	10,794	11,925
淨利	4,145	4,195	5,551	6,102	7,178
年增率					
營收	--	-1%	21%	3%	12%
營業利益	--	-5%	32%	10%	18%
淨利	--	1%	32%	10%	18%
獲利率					
營業利益	48%	46%	46%	47%	46%
淨利	22%	23%	25%	26%	28%

資料來源：美銀美林、第一資本

內外兼修，「印」是要得！

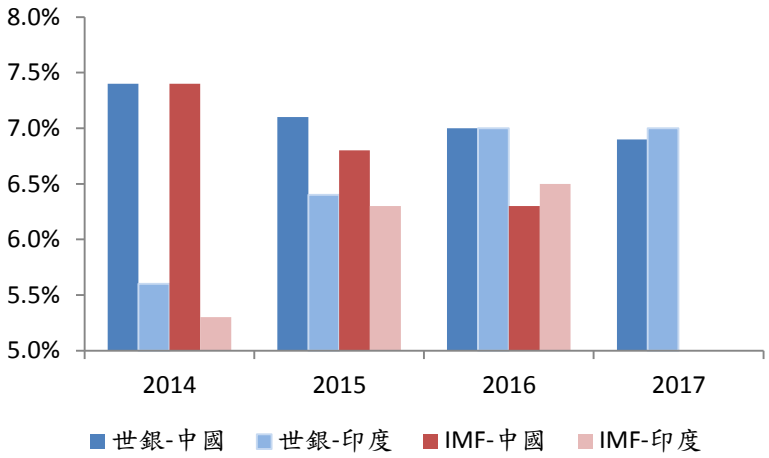
一、 GDP 重拾動能，成長壓中國

印度 GDP 成長率目標訂在 8.5%，壓過中國的 7%

自2008年金融風暴以來，昔日被看好的「金磚四國」(BRICs)紛紛失去光芒。直到OECD於1/13公佈的領先指標顯示，在大型發展中經濟體中，印度和中國的領先指標上升，預示印度的經濟增長將加速，而中國的經濟增長將保持穩定。其中以印度受惠於「天時地利」的大環境配合，使得國際組織均看好印度未來成長動能。

1/20， 國際貨幣基金會(IMF)預測印度經濟成長速度將在2016年超越中國，成為全球成長最快速的大型經濟體。世界銀行稍早於1/18也提出預測，估計印度的經濟成長率將在2016年與中國並駕齊驅，在2017年超越中國，主要歸功於印度新上任的總理莫迪(Narendra Modi)啟動經濟改造。從下表1可看出，國際機構預估印度經濟成長率將超越中國；而在印度政府自己提出來的2016財政年度目標的8.5%，也明顯優於中國政府提出來的保「7」。

圖1: 中、印經濟預測比較



資料來源：第一資本整理

二、 天時地利，國際看好

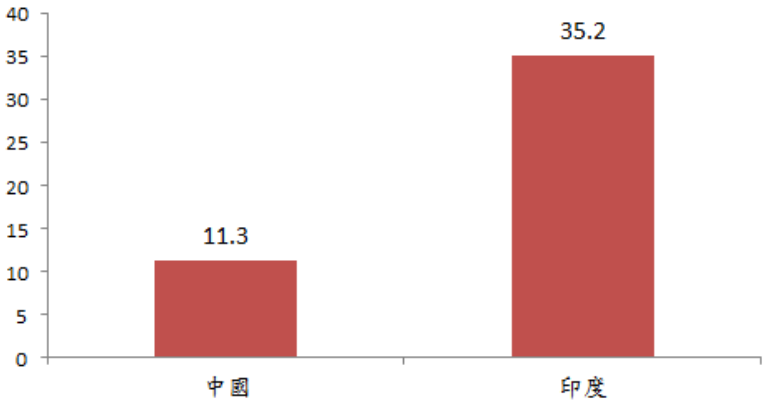
身為金磚四國之一的印度在 2012 年起受到通膨影響，光芒黯淡不少。2012 年通膨高達 11.17%，而 GDP 成長率只剩下 4.4%。然受到三大利多激勵，第一資本看好印度可望重拾成長動能，啟動下一列復甦列車。

1、低油價受惠國

低通膨有利印度政府跨步改革

受到原油價格大跌影響，對於多數能源仰賴進口的新興國家相對有利。因為這些能源淨進口國家可受惠進口原油的成本下滑，改善經常帳赤字。而印度、中國受惠程度則最大(詳見下圖)。

圖 2：中國及印度 2013 年原油佔進口比重　　單位：%



資料來源： Bloomberg

通膨可望維持一段低檔

另外，油價下跌有助降低汽柴油、天然氣與電力價格，對消費者來說，形同減稅的效果，並有助通膨偏高的國家減輕物價壓力，而且也讓不少新興國家央行能夠維持較低利率來刺激經濟成長。印度 2015 年 1 月消費者物價指數(CPI)、躉售物價指數(WPI)分別為 5.11%、-0.39%，通膨數據維持低檔。遠低於印度央行全年 6%的 CPI 目標，顯示通膨壓力遠低於預期。印度央行並預估 CPI 至 2019 年財政年度將降至 4%。

2、貨幣、財政政策，雙管齊下

印度政府已展現財政、貨幣政策相搭配的格局

印度央行於 3 月 4 日下調回購利率 25 個基點，至 7.5%；降低逆回購利率 25 個基點，至 6.5%。維持現金存款準備金率（CRR）4%不變。這是印度今年第二次在常規會議日程之外降息。渣打銀行預估，印度利率將有機會下修至 7%。

印度總理莫迪 2/28 公佈了其第一個年度財政預算。這項對商界有利的預算旨在為該國經濟吸引更大的投資。印度新財年經濟增長率將升至 8.5%，超越中國成為全球經濟增速最快的主要經濟體。印度財政部長 Arun Jaitley 在國會發佈新會計年度預算(4 月 1 日起)，表

放寬政府赤字預算，但仍屬近年低檔

示將額外增加 7,000 億印度盧比(110 億美元)開支，用於鐵公路港口等建設。為了增加基礎建設，預算赤字佔 GDP 比重從原訂目標的 3.6%、放寬至 3.9%，但是仍為 2008 年以來新低。同時承諾簡化稅制，未來四年企業稅將由現行的 30%降至 25%。去年年底，印度更在國際能源價格大跌下，撤銷柴油價格管制的政策改革。

由印度央行提前降息動作看來，顯示政府和央行擁有共同和的目標，財政與貨幣政策將起到互補作用”印度央行行長 Raghuram Rajan 在提到貨幣政策框架協定時表示，“總的來說，政府希望提高調整的品質以彌補財政整固的延遲。”Morgan Stanley 指出，受惠於低通膨，政府在土地、勞動、賦稅、基礎建設及經商環境的鬆綁與改革將更能展現成效。

3、地緣政治地位提升，國際資源紛至

代表開明的總理莫迪上台後，正逢美俄、中日在國際政治上衝突不斷。因此上述國家也紛紛試圖拉攏印度，使得印度在國際資源左右逢源(詳見表1)。

表1：美、俄、中、日高層訪印一覽

國家/訪問時間	訪問重要成就
2015 年 1 月	美國總統歐巴馬完成兩國高層互訪，並同意向印度提供 40 億美元的投資與貸款。印度總理莫迪曾經在去年 9 月底訪問美國。美印發表共同聲明指出，兩國致力於和其他亞太國家就此密切合作，展開磋商與對話，並且進行聯合軍演。
2014 年 12 月	俄羅斯總統普丁訪問印度，同意在未來 20 年內為印度建造 12 座核電站，並與印度成立合資公司，共同開發亞洲的水電工程項目。此外，俄羅斯國有石油公司 Rosneft、Gazprom 分別與印度簽署了初步協議，將在未來 10 年裡為印度供應 1,000 萬噸石油天然氣。俄羅斯還邀請印度共同開發“北極”的專案。
2014 年 9 月	中國國家主席習近平訪問印度總理莫迪的家鄉-古吉拉特邦。莫迪在自己的 64 歲生日宴會中招待習近平。在高峰會議中，雙方簽署一系列包括核能合作在內的協議，並討論中印邊境問題和促進經貿合作等問題。

2014 年 9 月	日本首相安倍晉三與印度總理莫迪針對在國防、衛生、道路、潔淨能源、婦女發展等領域簽署了一系列協定。在經濟領域，安倍表示了願意提供資金支援印度引進日本的核電、高鐵技術項目。莫迪則表示會改善印度的稅務和金融等法規條文，促進日本企業赴印投資。

資料來源：各媒體，第一資本整理

4、新一波成長正式啟動

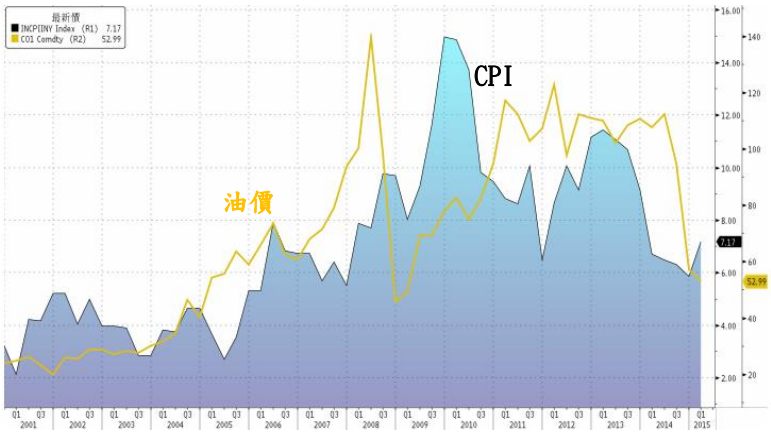
由於頁岩油產出拖累油價，預估低迷油價將維持一段時間。我們預估印度可望趁此段低油價期間透過激勵政策恢復其經濟成長動能。市場主要券商也紛紛看好印度後市。

表 2：主要投行看好印度成長

券商	評論
Goldman Sach	印度即將進入新一輪成長周期，其經濟形勢要好於以前。印度已經縮小經常帳赤字和財政赤字，之前居高不下的通膨也已下降。這可歸功於廉價石油。
Barclays	看好印度將成為未來十年的最大成長力量，主要是受惠於國際政治角力有利印度經濟發展、莫迪主政及商品價格疲軟等三重因素。預期印度將重演 2002-12 年間 GDP 平均成長 7.7%，未來十年經濟成長率將達到 7-8%。
Morgan Stanley	受惠於低通膨，政府在土地、勞動、賦稅、基礎建設及經商環境的鬆綁與改革將更能展現成效。

資料來源：各券商，第一資本整理

圖 3：印度 CPI 與油價走勢

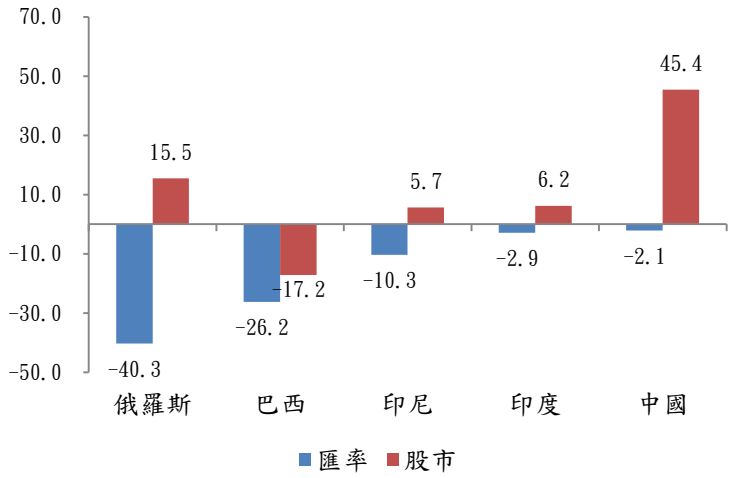


資料來源：Bloomberg，第一資本整理

美元走強對印度衝擊並不明顯

此外，雖然印度的擴張財政政策可能使得預算赤字佔GDP比重放寬至3.9%；但因印度2015年1月進出口年增率已呈現負增長，使得貿易赤字明顯減少，經常帳赤字可望改善。渣打銀行樂觀預估印度盧比可望維持61-63兌1美元的短期目標區間，而長期則可能反應基本面改善而升值。因此我們從圖4也發現，過去半年來，美元走強帶給印度的衝擊並不明顯。反而是俄羅斯、巴西、印尼等國的匯率走弱程度大於預期。

圖4：近半年五大新興國家股、匯表現　　單位：%



資料來源：Bloomberg，第一資本整理

三、投資策略

我們認為低通膨有利印度政府跨步改革，該國政府已展現財政、貨幣政策相搭配的格局。同時印度GDP成長率目標8.5%超越中國7%，可望重新吸引投資人目光。且貿易赤字改善有助幣值穩定。建議可投資以下產品：

推薦iShare MSCI印度ETF與法巴印度基金

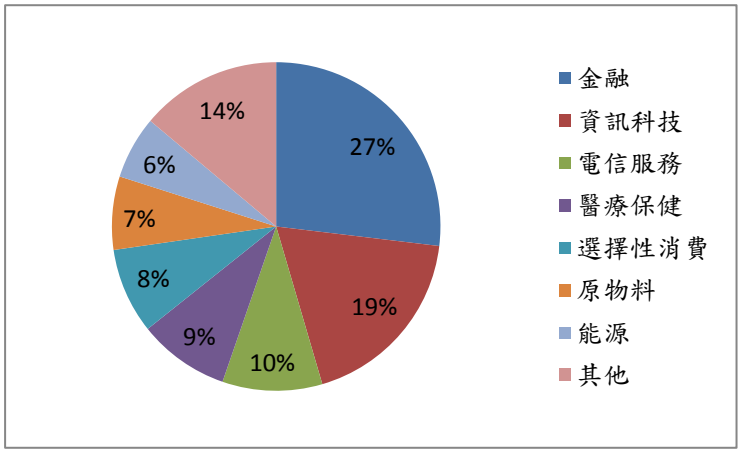
1. iShares MSCI印度ETF

由iShares於2012年成立的印度ETF，迄今資產規模逾30億美元，是目前規模最大的印度指數型股票基金，追蹤指數為MSCI India指數。由於印度政府推出振興方案主要受惠類股為金融、工業類股與資訊業，建議投資人可選擇該檔ETF作為投資標的，享受印度歷經三年修正後，新一波啟動的成長機會。

2. 法巴印度基金

我們也建議投資人可以考慮共同基金。法巴印度基金認為自莫迪上任以來，推出穩定宏觀經濟的措施，促使消費和企業信心改善，使得印度股市表現強勢。對電信、金融持有較高的比重。

表3：法巴印度基金投資產業分布



資料來源：基金月報、第一資本整理

本月推薦組合

推薦 股票/ETF

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
iShares費城交易所半導體／ETF	2014/7/7	10.96%	1.73%	5.82%	25.63%	北美半導體後段BB值持續回升
iShares道瓊運輸／ETF	2014/11/10	0.66%	0.71%	3.29%	20.87%	運輸類股受惠觀光、貨運需求增強，後勢看好
PowerShares德銀美元／ETF	2015/3/9	1.90%	5.67%	11.40%	23.66%	中國降息、歐洲啟動QE，有利美元走強
iShares MSCI德國／ETF	2015/1/27	6.10%	3.03%	8.05%	-1.80%	德國受惠於得到的QE資金最多及歐元貶值
iShares MSCI 歐洲金融／ETF	2014/11/4	-1.49%	0.93%	1.91%	-10.52%	ECB執行寬鬆的貨幣政策，銀行業為主要的直接受惠族群，將有助銀行業的復甦加速
日經225／ETF	2015/3/2	3.11%	7.92%	15.41%	35.96%	外貿轉佳，有利基本面回升
安朔A50／ETF	2014/6/3	51.74%	2.27%	6.94%	54.52%	中國今年至少再降息一次和降準一次，建議逢低佈局
滬深300／ETF	2014/6/3	71.53%	6.42%	12.90%	71.53%	中國今年至少再降息一次和降準一次，深港通展開在即，建議逢低佈局
APPLE	2015/3/2	-3.20%	-2.25%	14.20%	66.04%	Apple Watch3/9發表，熱度可期
中國銀行	2014/12/2	7.86%	0.00%	8.93%	41.16%	中國銀行為多國人民幣清算行，所在國家與中國貿易總額佔中國貿易總額高達25%，建議佈局
中國南車	2014/4/11	46.08%	-3.92%	18.12%	67.32%	財政政策加碼鐵路基建，一帶一路有望帶動海外訂單提升，建議佈局
騰訊	2014/9/26	16.39%	3.91%	25.56%	24.06%	騰訊具移動支付概念，旗下微信擁有中國最大的移動用戶群，微眾銀行亦獲得中國中央支持
中廣核	2015/3/11	2.25%	2.58%	-8.62%	--	環保議題於三中全會中強調，中國亦設下二氧化碳減排目標，核電有望成為下一個政府投資項目

推薦 債券

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
委內瑞拉國有石油	2014/10/17	15.30%	3.18%	28.67%	10.23%	雖油價持續下跌，但只要油價不跌破70美元，公司便可維持既有的營運及還本付息
北大方正	2015/3/6	0.32%	2.08%	-4.91%	-6.06%	北大方正的背景為國企， 北京大學持股70% ，為短天期的人民幣債券，建議佈局

推薦 共同基金

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
柏瑞印度股票基金(美元) A	2015/1/12	6.39%	-1.08%	14.29%	60.42%	原油占印度進口總額達35%，原油下跌可望推升總體經濟動能
GAM Star 歐洲大陸股票基金	2015/3/6	2.54%	9.02%	25.28%	26.07%	基金經理人多佈局在循環性類股，與景氣連動性高，未來成長動能強
GAM Star Credit Opportunities	2014/6/30	2.24%	1.35%	3.20%	7.45%	透過投資發債公司為投資等級但資本結構順位較低的債券，來獲取低風險高報酬
法巴全球高收益債券基金	2015/2/27	-1.07%	-0.16%	4.09%	0.44%	投資成熟市場的高收益債基金，基本面好轉、信用風險下降且預估未來違約率仍維持在低檔
華夏中國機會A股基金	2015/3/6	5.59%	3.98%	--	--	基金選股偏向資訊科技等成長股，目前中國股市板塊正由大型股偏向成長股，建議佈局