



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2023年9月

瀚亞巴西基金

海外股票部 - 王亨

Experts in Asia. Invested in Your Future.

eastspring.com.tw

01

巴西市場現況與展望



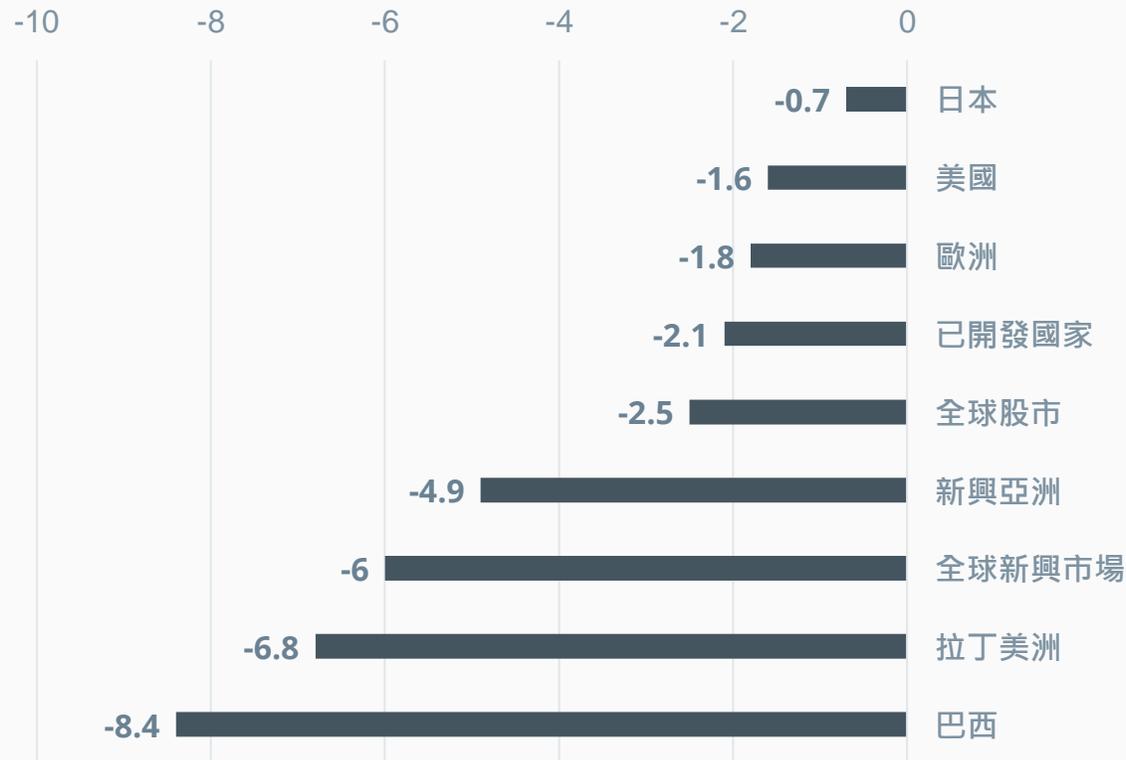


績效回顧 – 首次降息後獲利了結賣壓、IoC稅負優惠恐取消等因素為落後主因

過往首次降息後巴西易出現獲利了結賣壓，呈先抑後揚走勢。

政府為達到新財政框架目標，積極尋求提升財政收入措施，企業IoC稅負優惠若取消將對企業獲利造成衝擊。

8月份巴西表現落後拉丁美洲及全球新興市場



過往首次降息後巴西先跌後漲

MSCI巴西	-1M	+1M	+2M	+3M
P1	13%	3%	6%	-5%
P2	11%	11%	-4%	18%
P3	-2%	-13%	12%	-7%
P4	-9%	-13%	4%	12%
P5	11%	-12%	4%	7%
平均	5%	-5%	4%	7%

近期重點事件整理

▶ 信評機構對巴西轉為正向

- 6/14 S&P將巴西的信用評級展望從「穩定」變為「積極」。
- 7/27 Fitch上調巴西信評級至BB:養老金改革、央行獨立性，新財政框架和稅改措施鞏固財政情況。

▶ 新財政框下正式通過、稅改進行順利

- 7/7眾議院通過稅改法案，將現有五種稅制合併為一種增值稅，稅收改革過渡期由2026~2032。
- 8/22眾議院通過新財政框架法案，此限制政府支出增長不超過前一年收入增幅的70%，同時將支出增長限制在比通膨高0.6-2.5%範圍內。

▶ 2Q經濟增速再度展現韌性: 繼1Q由創紀錄的大豆收成驅動農業表現後，2Q GDP達3.4%，再度優於共識預期的2.7%，市場對巴西GDP全年增速預期由年初0.76%上修至2.56%

▶ IoC企業稅賦優惠恐遭縮減: 預估衝擊以個別公司為主，惟國會更傾向政府節制支出，加上銀行等潛在受衝擊者在國會有龐大遊說勢力，實際影響預期有限。

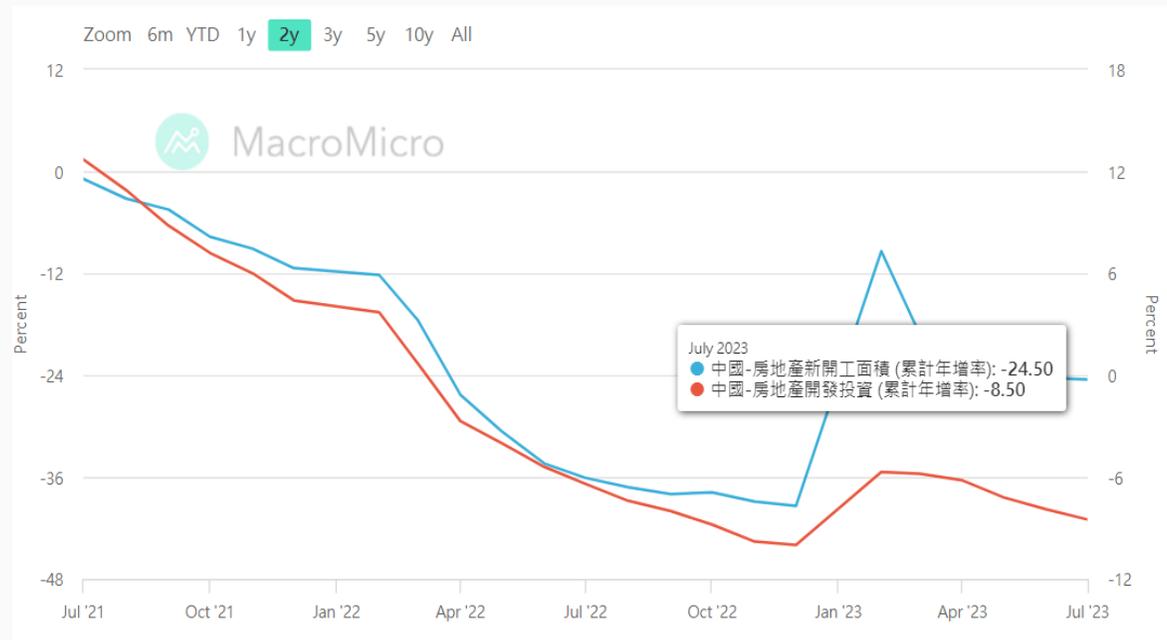


鐵礦砂 - 2H23供過於求有望被政策利多抵銷，預期格將呈現區間震盪

利多:人行貨幣寬鬆、調降利率，祭出「存量房貸置換」、「認房不認貸等托底政策，改善房市買氣。

利空: 1.) 中國房地產前端指標仍疲弱 2.中國鋼鐵業處傳統淡季 (8~10月)，澳洲、巴西2H23增加供應。

中過房地產前端指標仍然疲弱



預期全年中國鋼鐵供需寬鬆

中國	2023e	2024e	2025e
粗鋼產量 (Mt)	1023	1023	1013
改變(YoY)	1%	0.0%	-1.0%
粗鋼需求(Mt)	946	948	953
改變(YoY)	-1.4%	0.3%	0.5%



鐵礦砂 – 除中國政策外，季節性因素亦主導鐵礦砂價格走勢

農曆新年前庫存回補效應有望為鐵礦砂價格托底。

鐵礦砂價格季節性表現

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
8 Yr Avg	3.81	2.79	-3.07	4.67	-.61	3.97	.95	-2.82	-3.69	-4.54	3.72	9.17
2023	5.54	-.85	4.18	-12.54	-7.56	10.00	2.61	2.13	-.58			
2022	16.14	-4.72	12.86	-6.25	-.19	-13.36	-9.70	-8.69	.37	-17.46	22.81	15.24
2021	2.04	5.97	-6.74	19.42	9.08	5.13	-15.43	-14.27	-21.36	-8.43	-14.41	20.87
2020	3.87	-10.30	.69	2.37	14.53	3.65	11.47	15.19	-4.47	-2.55	5.51	23.74
2019	12.31	2.95	.55	7.23	12.19	14.10	3.92	-25.01	5.94	-8.88	-1.09	2.59
2018	1.17	5.56	-18.65	3.59	-3.34	-1.84	.71	1.84	6.73	12.77	-13.27	9.07
2017	6.89	10.81	-13.25	-18.33	-14.41	9.88	18.58	7.57	-19.12	-8.18	17.77	2.98
2016	-4.61	12.08	14.66	23.68	-28.27	13.56	8.77	-1.72	.82	7.98	26.87	-1.36
2015	-7.36	.00	-14.64	5.66	5.53	.65	-10.73	2.55	1.60	-11.54	-14.43	.23



原油 - OPEC+ 強力減產、歐美交通旺季發酵，供需呈現好轉

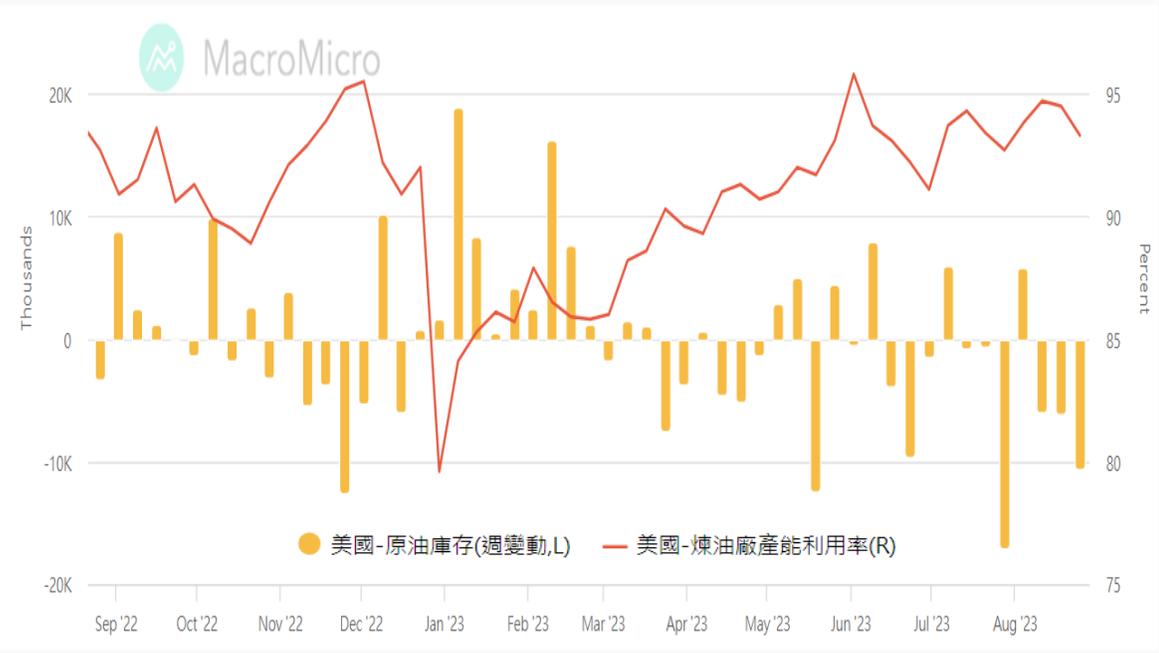
利多: 1. 沙國及俄國延長減產100萬桶、30萬桶至年底 2. 歐美地區受惠北半球暑期旺季、支撐庫存消耗。

利空: 油井生產效率提高: 美鑽井數量繼續回落，但美國頁岩油供給回至1280萬桶 (歷史前高1310萬桶)。

美國產量回升進歷史高點，惟此被沙俄減產抵銷



歐美交通旺季發酵、庫存消耗明顯

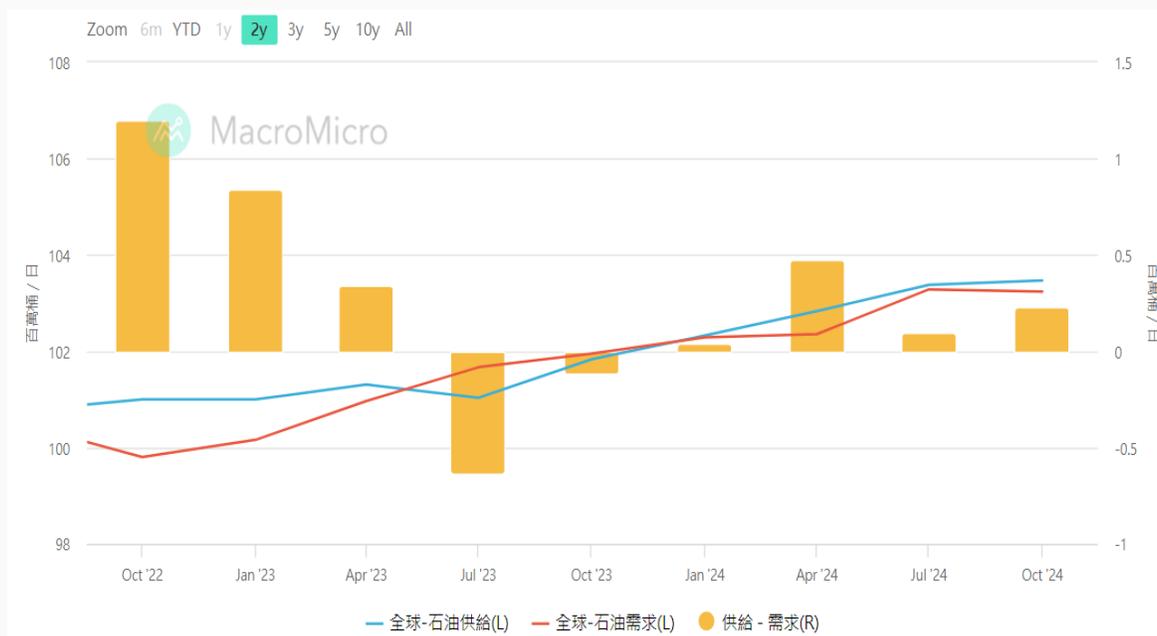




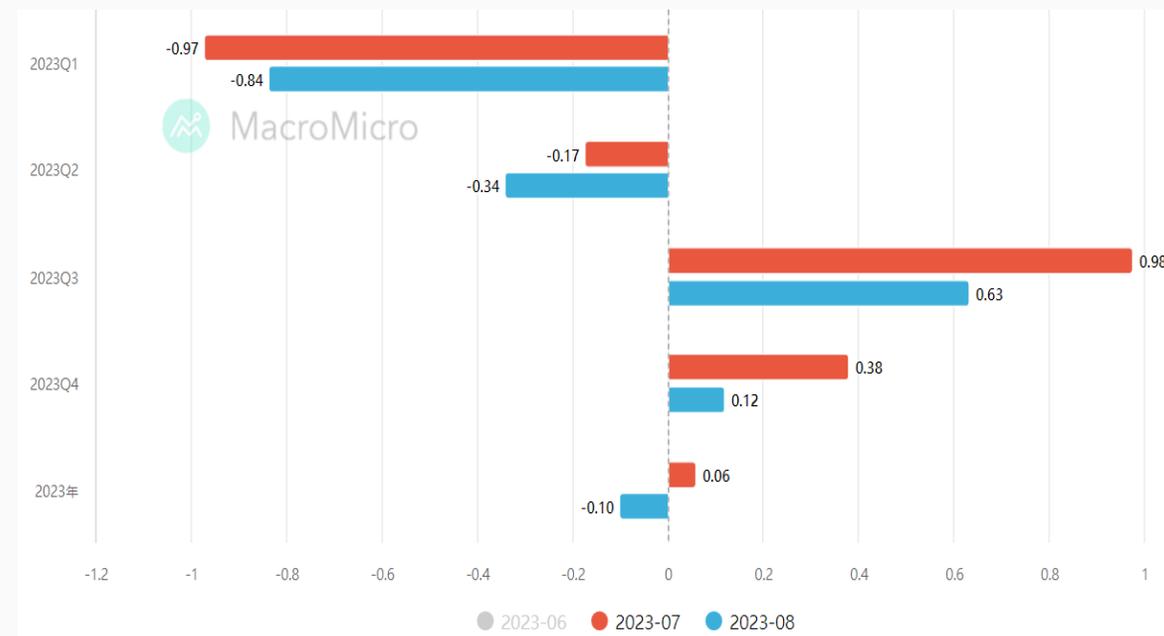
原油 - OPEC+ 強力減產、歐美交通旺季發酵，供需呈現好轉

展望下半年，EIA 預估油市供需將持續趨緊，促使Q3 ~ Q4 全球石油庫存見頂回落，預期每日消耗 63 / 12 萬桶。

EIA能源報告預期全球石油供需下半年呈緊平衡



Q3 ~ Q4 全球石油庫存加速消耗



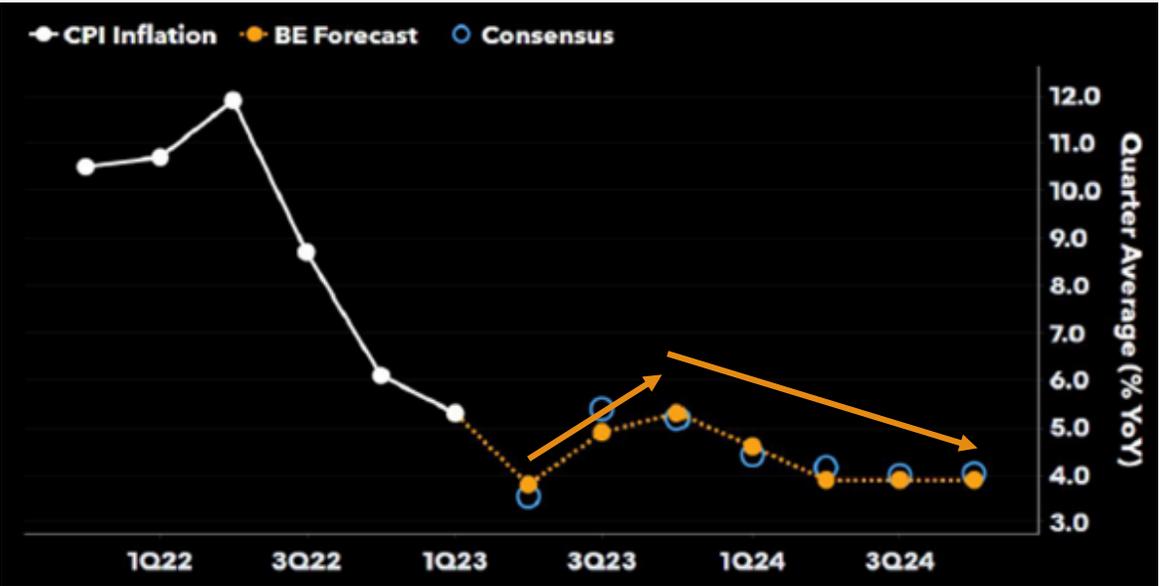
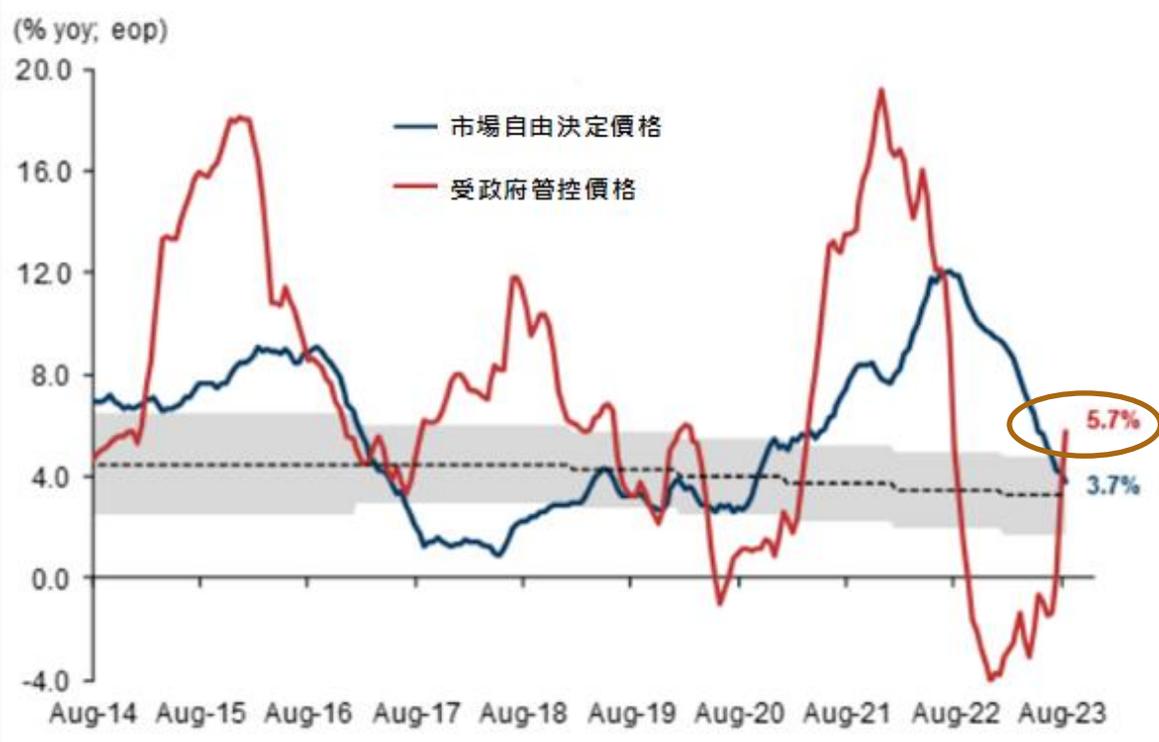


通膨下半年因基期因素短暫回升，惟繼續降溫的大方向並未改變

8月份通膨增速4.24%，高於前月份的3.19%，主因政府復徵燃料稅，包含乙醇、柴油等燃料油費用。基期因素帶動的通膨增速回升在2H23最為顯著，惟明年第一季開始重新降溫。

基期不一致的背景下燃料稅復徵帶動管制價格回升

今年下半年通膨短暫回升後繼續回落

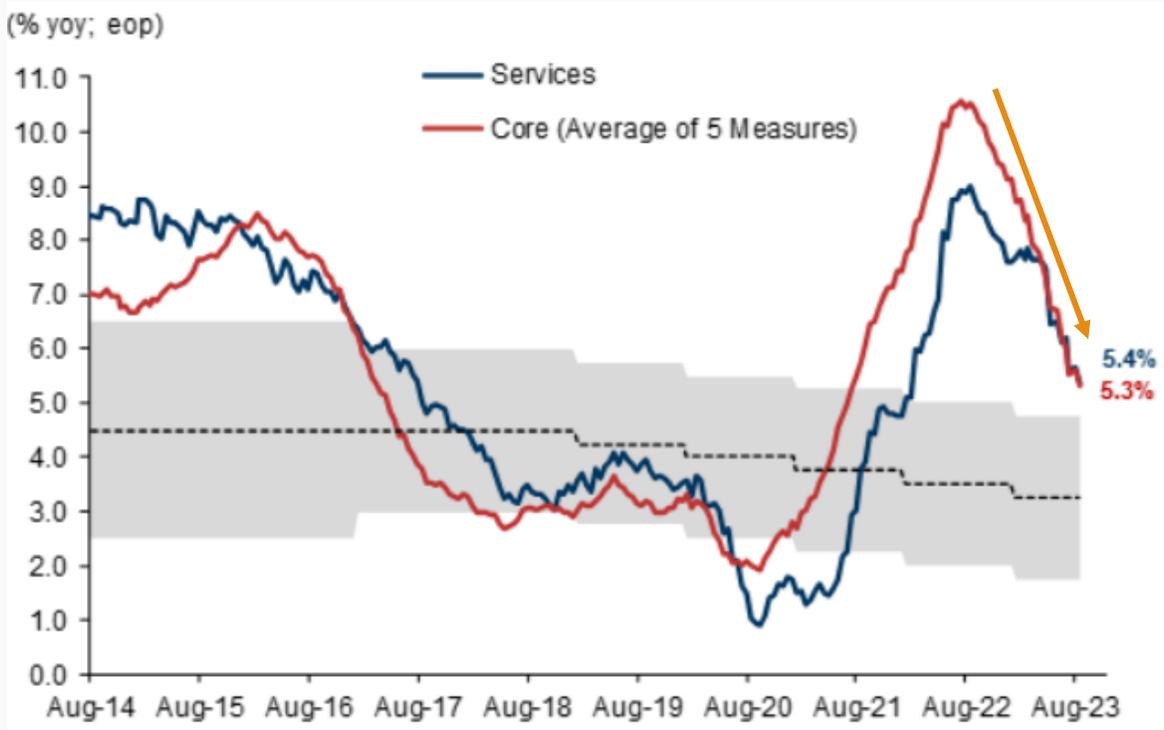




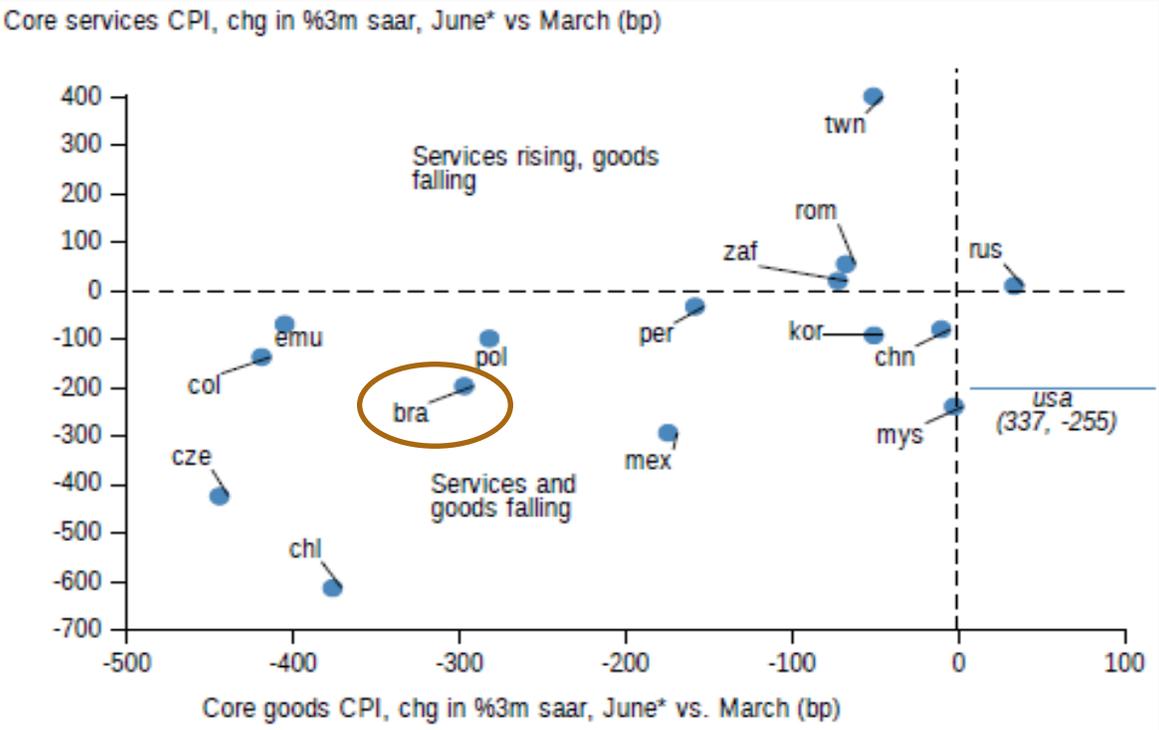
核心通膨及服務業價格回檔有感

8月份服務通膨增速續降至5.36%，低於前月份的5.63%，主因機票價格、租金、外食費用回落。

核心通膨及服務價格下行趨勢明確



巴西的核心物價增速回落幅度優於多數新興市場



中長期通膨仍維持穩定

只要通膨預期能維持穩定、甚至回落，巴西央行預期將維持既有降息步調。

市場2023-2025年通膨預期

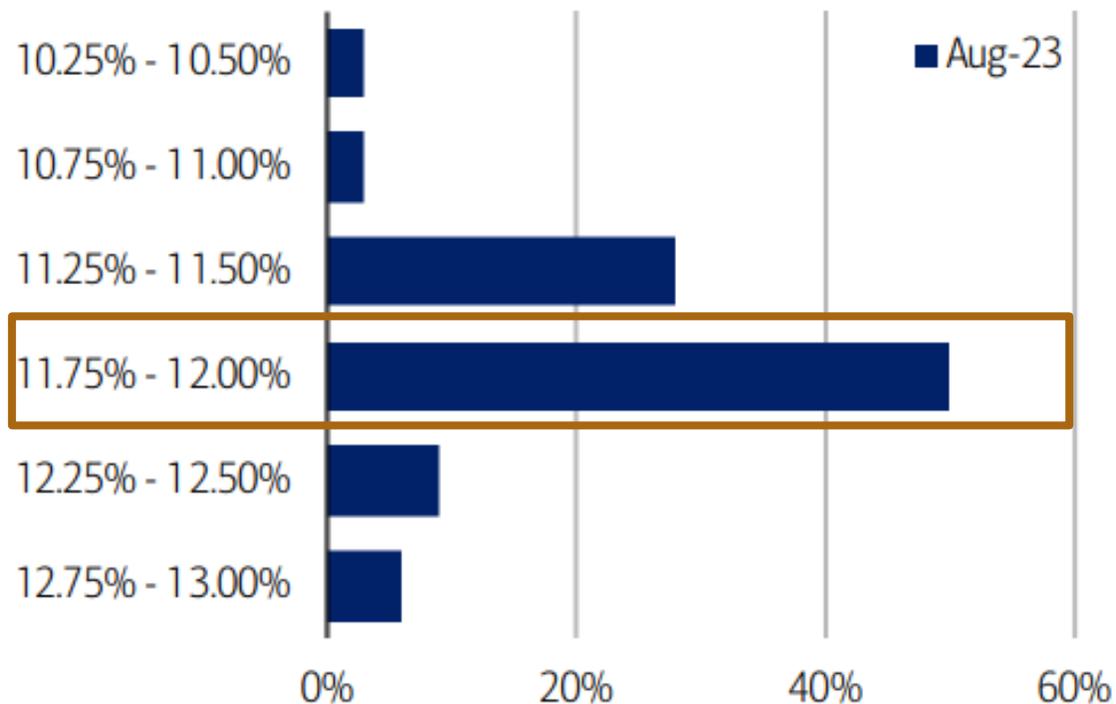




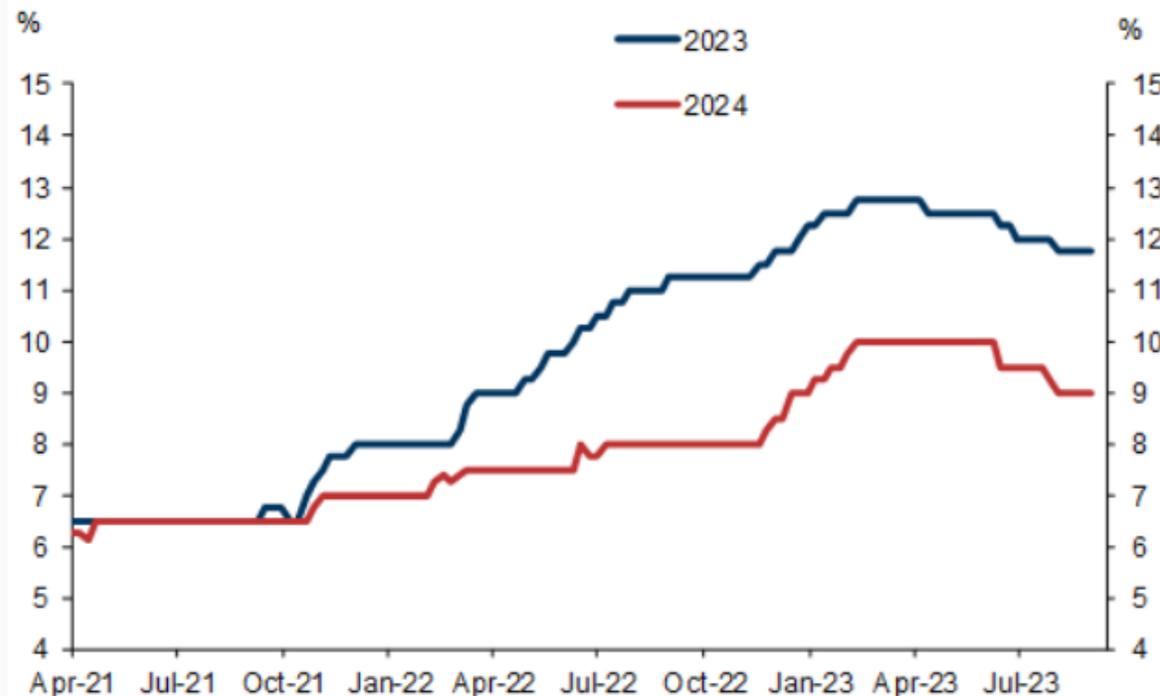
膨展望改善的背景下，降息態勢確立

巴西央行於8月會議以5:4降息兩碼至13.25%，並預告年底剩餘三次會議將以同樣步調繼續降息。將利率維持在限制性水位直至通膨預期與中長期目標錨定 (實質利率至少4.5%)。

50%基金經理預期今年底利率降至11.75% - 12.00%



經濟學者預期今年底利率降至11.75%





從均值回歸及利率敏感度分析量化本輪降息周期的潛在漲幅

當前巴西股市未來12個月預估本益比位於8.1倍，低於過往降息週期間的平均估值，評價回升可期。

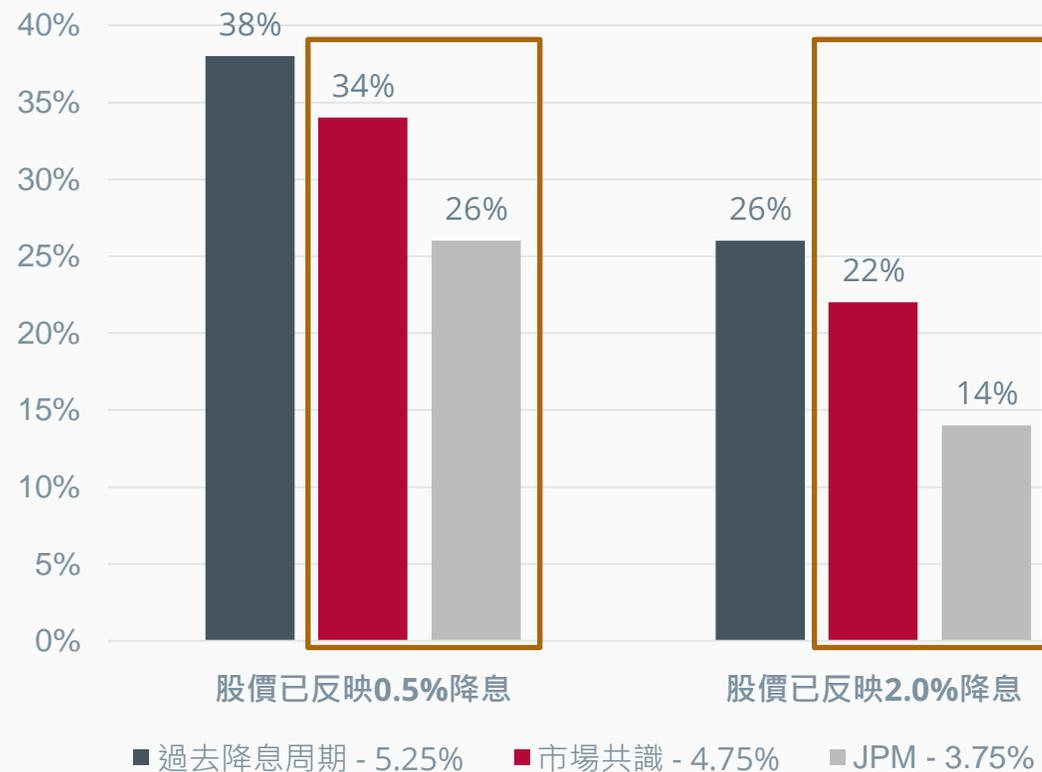
JP Morgan預估利率每調降1%將挹注巴西股市8%報酬。

過去降息周期平均估值

	最低	最高	平均
2005/9-2009/9	5.16	13.08	9.87
2009/1-2009/7	7.38	11.18	9.16
2011/8-2012/10	7.69	11.26	9.30
2016/11-2018/3	10.60	14.03	12.64
2019/6-2020/9	7.93	14.27	12.22
平均	7.75	12.76	10.64

9.5倍 = 17%
10.5倍 = 31%

在不同情境假設下預期本輪降息周期潛在漲幅





降息期間類股表現 - 前期受通膨壓抑、利率敏感型族群領漲

非必須消費、工業、金融等景氣循環股表現優於大盤，通訊服務、公用事業等防禦型類股表現落後大盤。

過往降息期間族群表現

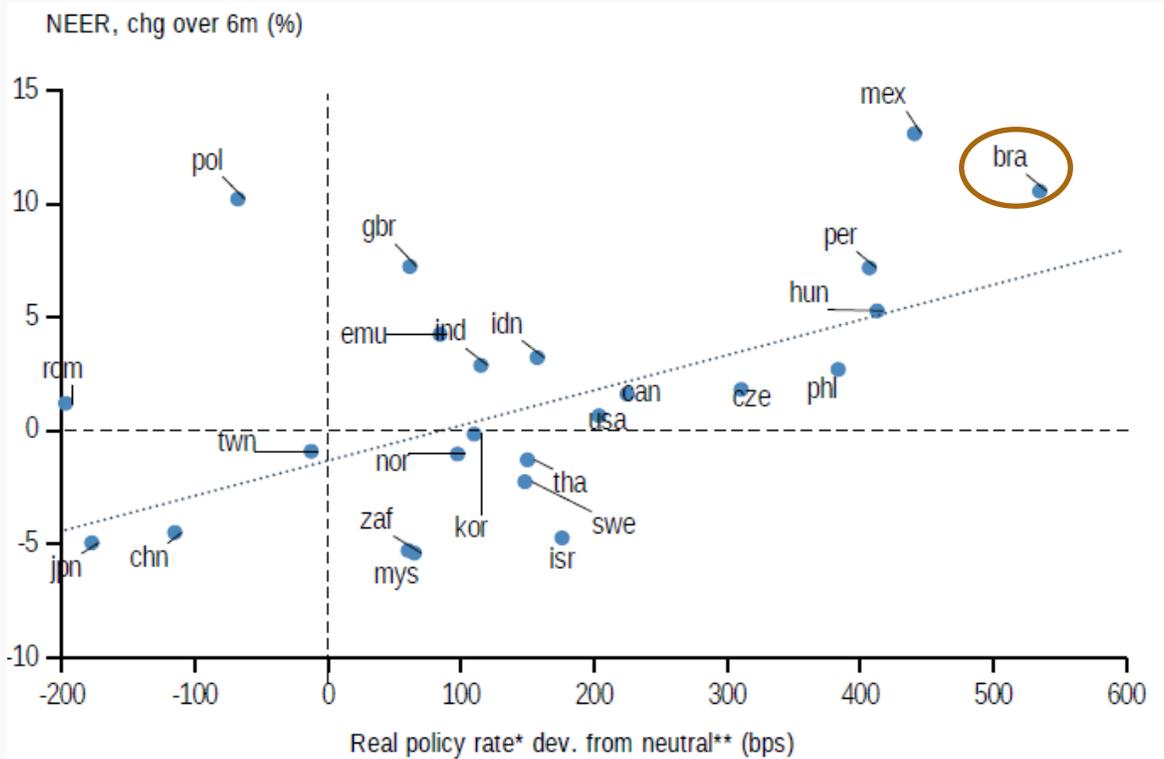
開始	期間	IBOV	MSCI巴西	優於大盤				持平大盤		落後大盤			
				非必須消費	工業	金融	醫療保健	原材料	必須消費	通訊	公用事業	科技	能源
2005/09	2007/09	86%	75%	149%	46%	75%	39%	117%	46%	38%	54%	-	63%
2009/01	2009/07	38%	30%	54%	6%	45%	-	24%	33%	17%	7%	5%	38%
2011/08	2012/10	11%	13%	12%	41%	17%	26%	(4%)	51%	(8)%	7%	51%	7%
2016/11	2018/05	38%	31%	20%	37%	45%	34%	49%	34%	27%	4%	(17%)	23%
2019/06	2020/09	(6%)	(9%)	39%	39%	(28%)	37%	16%	37%	(5%)	(8%)	(42%)	(27%)
	平均	33%	28%	55%	34%	31%	34%	40%	27%	13%	7%	(1%)	21%
	中位數	38%	30%	39%	39%	45%	35%	24%	33%	7%	(2%)	(6%)	23%
	勝率	80%	80%	100%	100%	80%	NM	80%	80%	80%	40%	NM	80%



財政情勢改善、實質利率仍高的背景下，預期里爾走勢維持穩定

惠譽調升投資信評至BB: 養老金改革、央行獨立性，預期新財政框架和稅收措施，將逐步鞏固財政狀況。經常帳餘額預期由2022年-3%縮窄至2024年的-1.8%; 實質利率預期2024年底仍高於多數新興國家。

巴西2024年的預期實質利率仍高於多數新興市場



市場預期巴西里爾走勢維持平穩

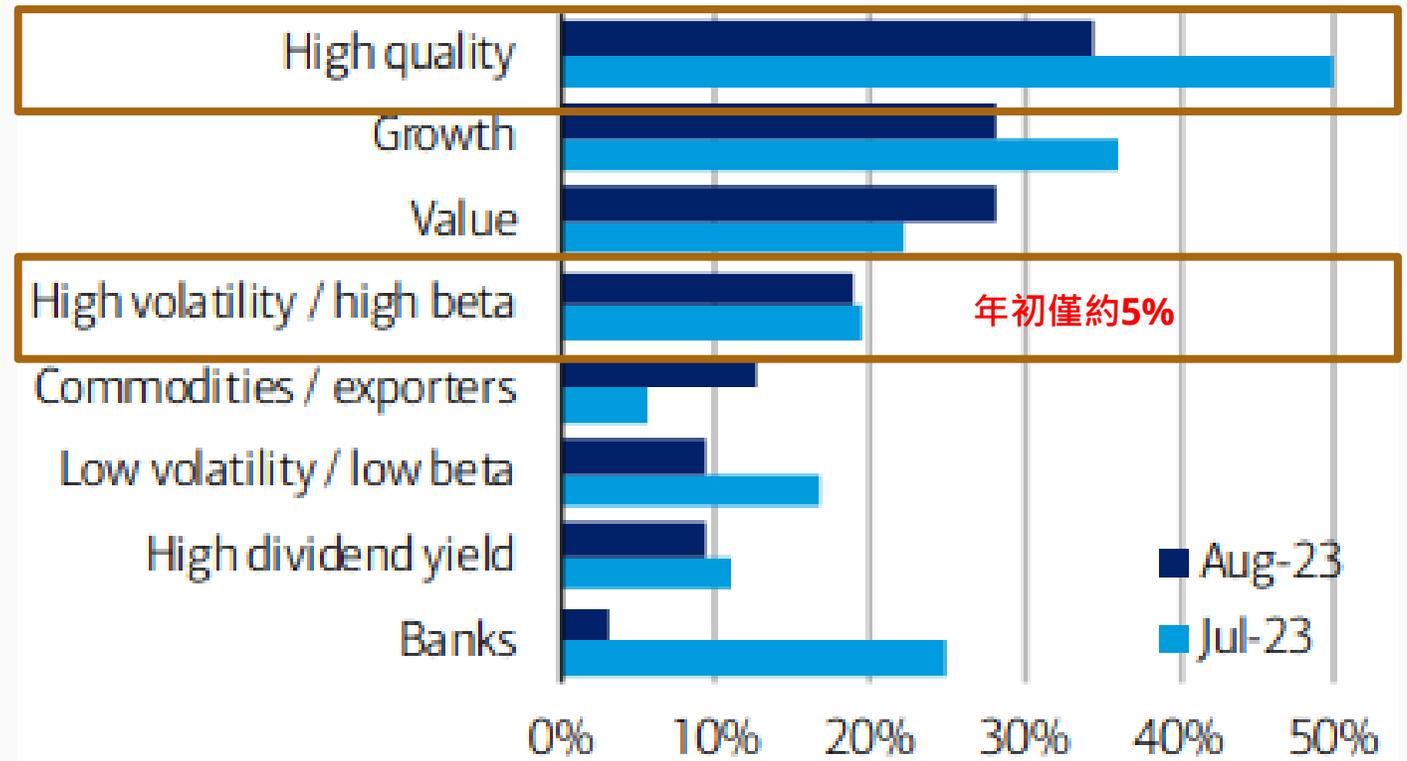
	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Morgan Stanley	5.10	5.20	5.15	5.05	4.95
Bank of America	4.90	4.95	5.00	5.05	5.10
JP Morgan	4.70	4.90	5.00	5.00	5.00
Bloomberg	4.85	4.90	4.90	4.79	4.78
平均	4.88	5.00	5.02	4.95	4.91



偏好品質股的受訪者比重較前月及年初明顯回落，而願意投資高波動/Beta標的的受訪者則較年初時大幅增加。

投資風格轉換顯示基金經理風險偏好改善

美銀基金經理人調查
顯示投資人情緒維持
正向

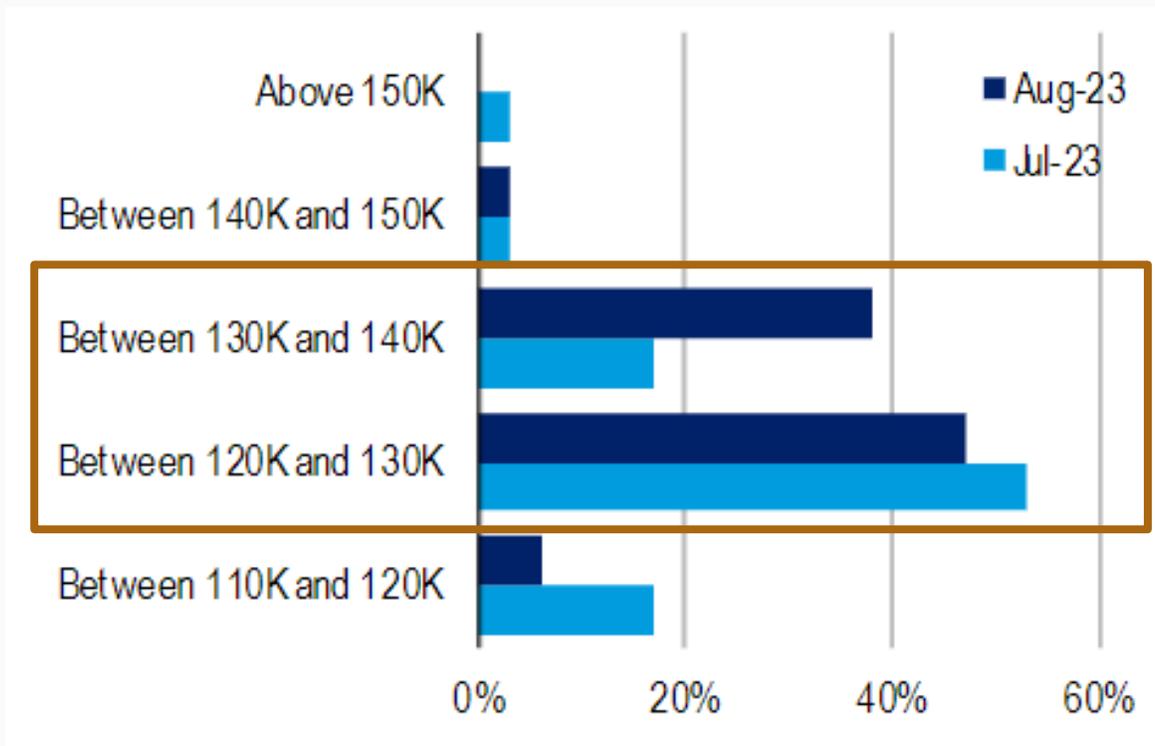




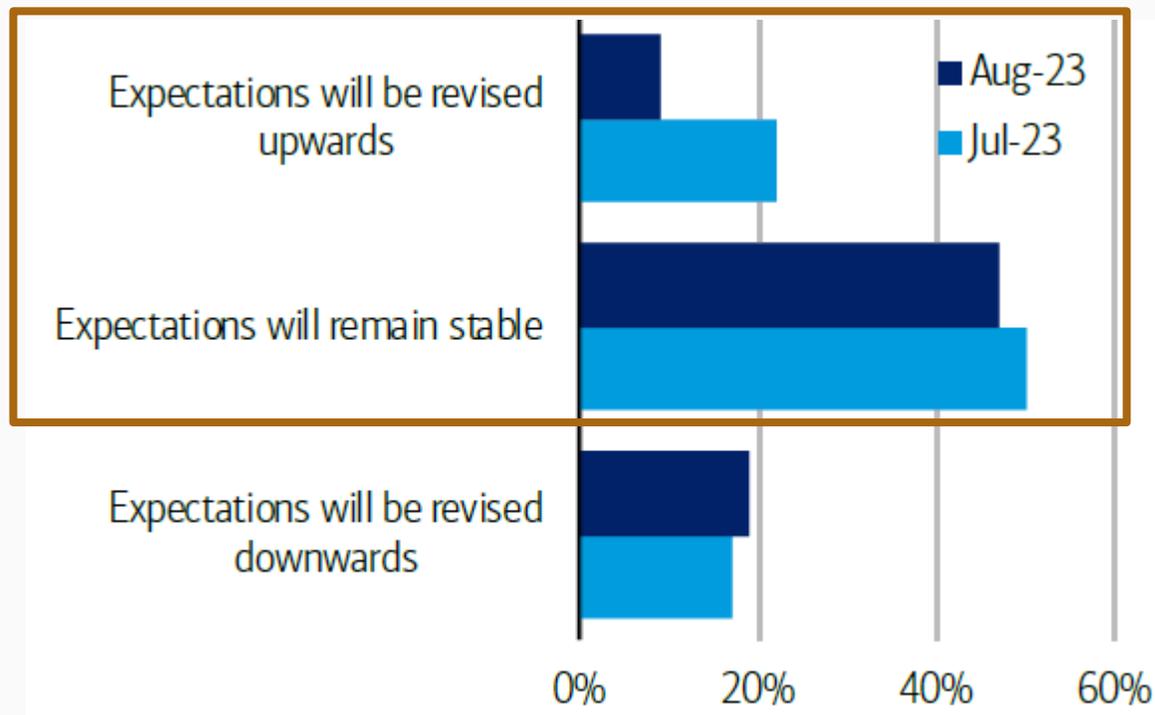
美銀基金經理人調查顯示投資人情緒維持正向

88%受訪人預期巴西股指年底水位將達120K以，其中41%預期將達130K以上，高於前月的23%。
56%受訪人預期企業獲利有望維持穩定或上修，較前月份72%回落，但仍高於第一季時30%低點。

投資人上調對巴西股市年底水位的預期

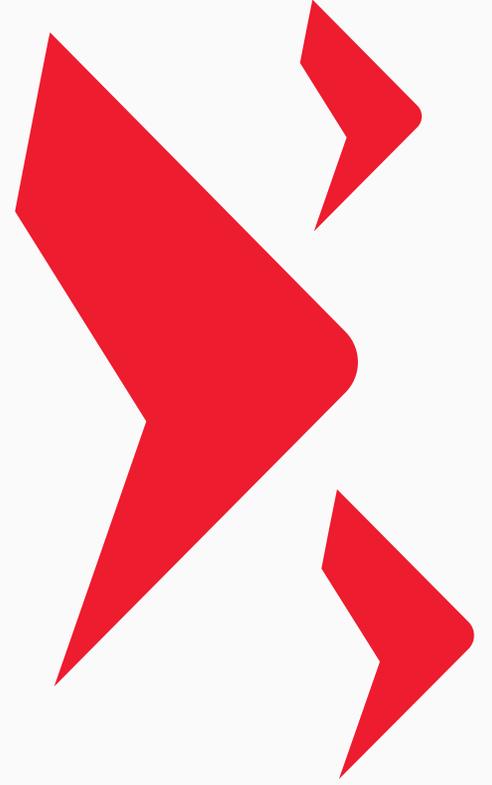


投資人對企業獲利展望趨穩



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	20.0	14.3	23.3	16.6	12.2	15.2	6.6
同類型基金平均	15.4	12.8	19.7	11.5	5.2	8.4	3.6
排名	1/6	1/6	2/6	1/6	1/6	1/6	1/6

	今年以來	三個月	六個月	一年	二年 (年化)	三年 (年化)	五年 (年化)
MSCI巴西	16.9	15.7	21.0	17.2	10.2	13.9	6.8
MSCI拉美	20.4	13.3	17.4	24.8	13.2	17.7	5.5
MSCI新興市場	8.7	7.3	8.3	6.6	-4.1	1.6	2.1

產業配置

相對配置: 超配循環消費、原材料，低配公用事業、能源、醫療、必須消費。

近期動作: 增持能源、減碼金融。

基金產業配置	比重%	相對配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)	降息周期表現
循環消費	7.8	5.2	-4.8	-12.8	優於大盤
原材料	19.4	1.4	-4.1	-22.0	持平大盤
金融	28.0	0.9	-5.9	7.9	優於大盤
工業	9.6	0.3	-6.0	7.9	優於大盤
通訊	1.1	-0.5	0.1	12.0	落後大盤
科技	0.0	-0.8	-5.0	0.9	落後大盤
必須消費	6.8	-2.1	-7.5	-6.8	持平大盤
醫療	1.3	-2.2	-12.4	-10.9	優於大盤
能源	15.3	-3.6	1.0	27.7	落後大盤
公用事業	4.2	-5.0	-5.1	-1.0	落後大盤



前10大持股

建倉RAIZEN，用以降低能源股低配幅度。

前十大持股	比重(%)	產業類別	MTD報酬	YTD報酬	介紹
CIA VALE DO RIO DOCE	10.0	原材料	-5.9%	-26.8%	淡水河谷是世界第二大礦業公司，世界最大的鐵礦石和鎳供應商。
PETROLEO BRASILEIRO SA PFD SHS	9.8	能源	2.7%	30.4%	國有石油業者，主要從事探勘、生產、提煉等業務，其運營的的深海鹽下層油田具有相當的成本優勢。
BANCO BRADESCO SA PEF SHS	8.1	金融	-10.3%	-1.3%	巴西最大的保險提供商、第三大銀行。
ITAU UNIBANCO HLDG SA PEF SHS	7.6	金融	-4.2%	9.7%	巴西最大的銀行，也是拉丁美洲和南半球最大的銀行。
SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	4.9	原材料	4.3%	4.0%	全球最大紙漿生產商。
B3 SA - BRASIL BOLSA BALCAO	4.3	金融	-13.2%	-2.1%	巴西聖保羅一間證券交易所，負責管理證券及衍生品市場，並提供登記，結算及交收服務。
BANCO DO BRASIL SA	3.8	金融	-2.3%	35.6%	巴西最大國有銀行，亦為巴西第二大銀行。
VIBRA ENERGIA SA	3.8	非核心消費	7.8%	18.7%	巴西最大的燃料分銷商，擁有28%市佔率 (零售加油站、B2B、航空燃料)
ITAUSA SA PEF	2.7	金融	-5.5%	9.0%	巴西最大的私營控股集團。
RAIZEN SA - PREFERENCE PEF	2.6	能源	-12.7%	-2.9%	荷蘭皇家殼牌和Cosan的合資企業，是全球最大的糖產商和出口商。
總計	57.6				



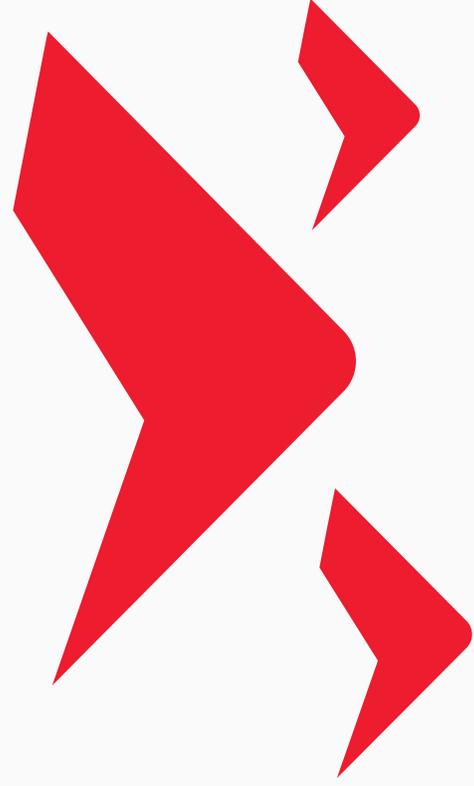
投資結論

投資建議: 買進

- ▶ 國會正式通過新財政框架法案，稅制改革亦有續進行，財政、政治情勢趨於穩定下有助國家風險溢價下滑。
- ▶ 雖鐵礦砂仍面臨供過於求、中國房市前端數據疲軟等因素制約，惟中國支持政策出台為鐵框沙提供下檔支撐，而原油則在OPEC+延長減產時程、歐美地區進入暑期旺季等利多因素支撐下為油價提供正面挹注，同時上述兩商品對應的核心持股如淡水河股及巴西石油皆具低評價、高股利率保護。
- ▶ 由於政府重徵燃料稅，基期因素的扭曲效應將在下半年顯現，帶動通膨短期回升，惟明年初開始通膨預期再次回落，物價增速放緩的趨勢並未改變。
- ▶ 從均值回歸及利率敏感度分析角度量化本輪降息周期的潛在漲幅，報酬率仍然可觀。
- ▶ IoC稅賦優惠若造刪減將對企業獲利造成一定衝擊，惟國會更傾向政府節制支出，加上銀行等潛在受衝擊者在國會有龐大遊說勢力，預期影響有限。

03

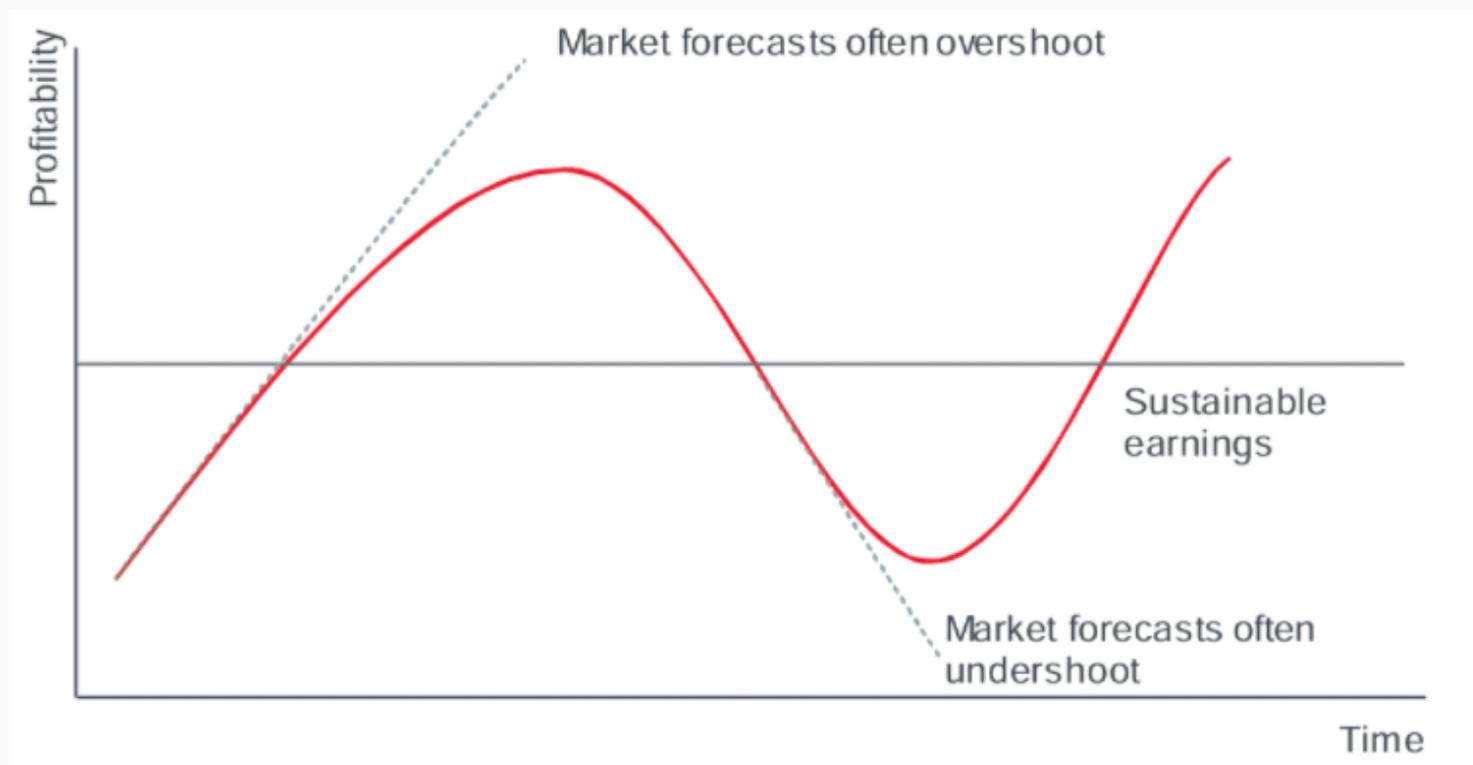
附錄





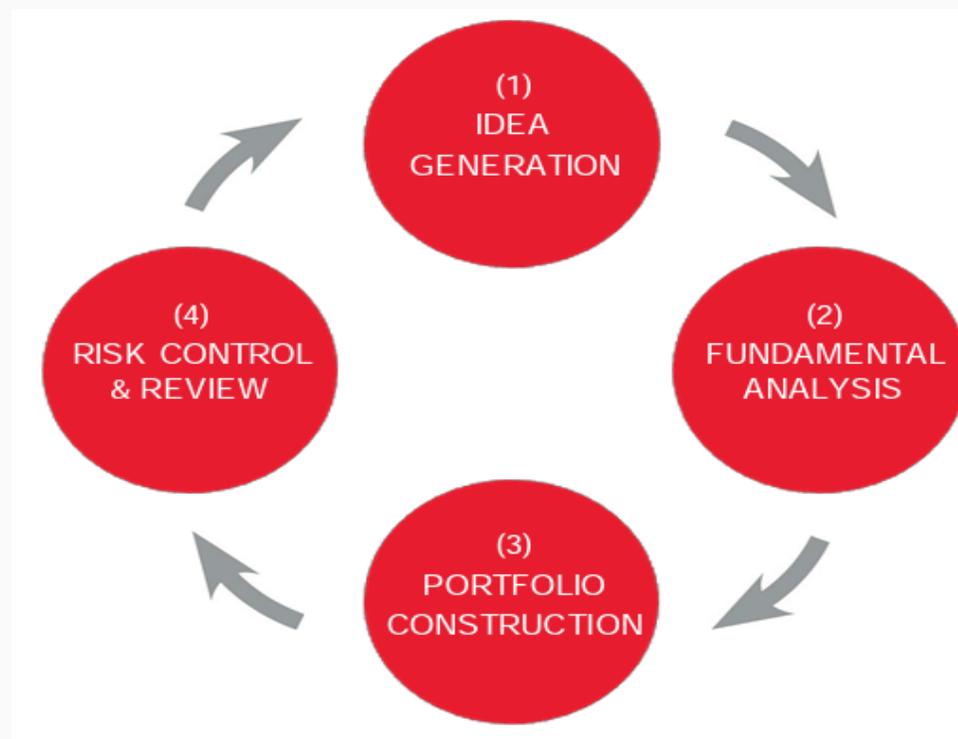
投資利基

- ▶ 透過完整的投資架構、流程和工具，找出定價不合理的個股。
- ▶ 有紀律的投資團隊篩選出評價被市場低估的標的。
- ▶ 以長期投資角度找出穩定的獲利來源。



投資流程

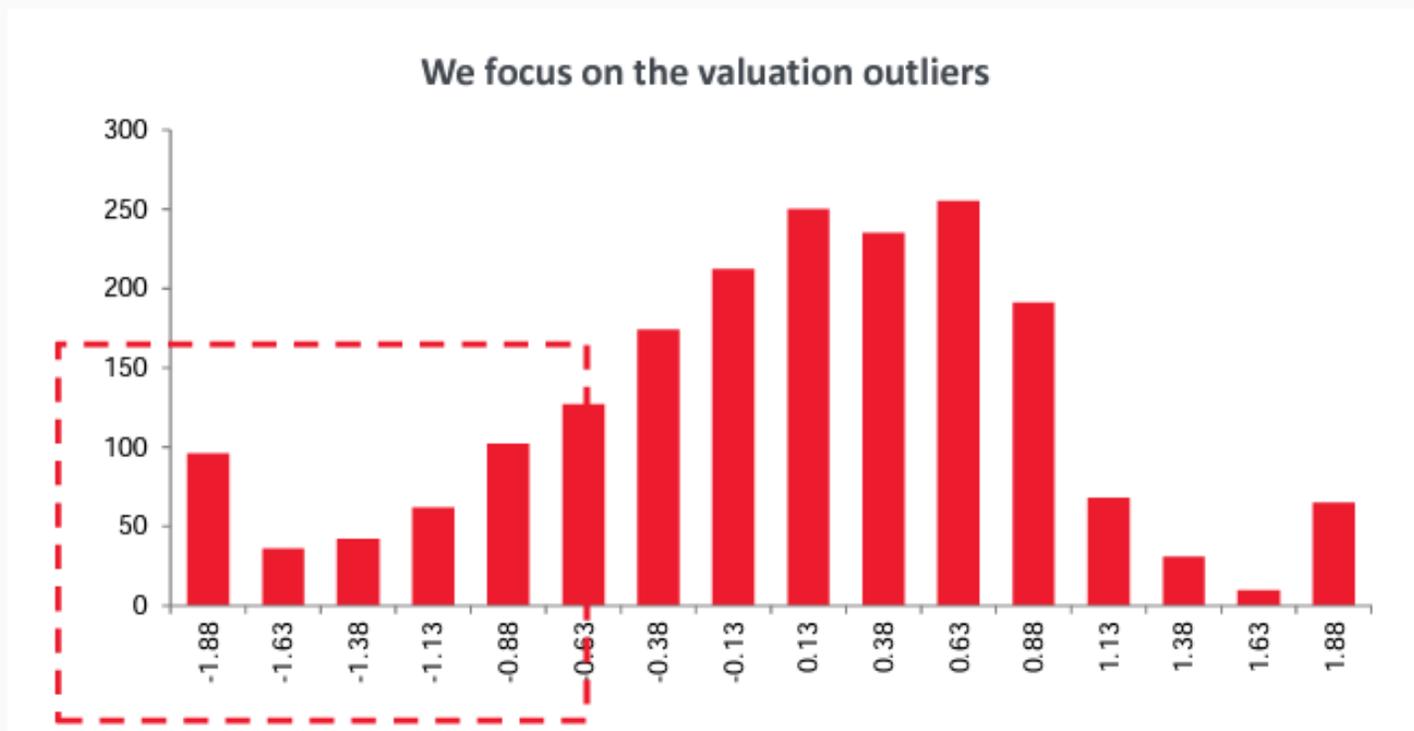
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。





尋找被市場低估的投資標的

- ▶ 從3300檔的投資範疇進行篩選，以減少與整體國家或產業的追蹤誤差。
- ▶ 使用一系列評估指標縮小可投資範疇至500檔。
- ▶ 投入研究資源在最有效率的100檔個股配置。
- ▶ 建立深度研究及投資組合在20-40檔個股。





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。