



瀚亞投資  
eastspring  
investments

保誠集團成員 

2023年11月

## 瀚亞巴西基金

海外股票部 - 王亨

Experts in Asia. Invested in Your Future.

[eastspring.com.tw](http://eastspring.com.tw)

01

## 巴西市場現況與展望





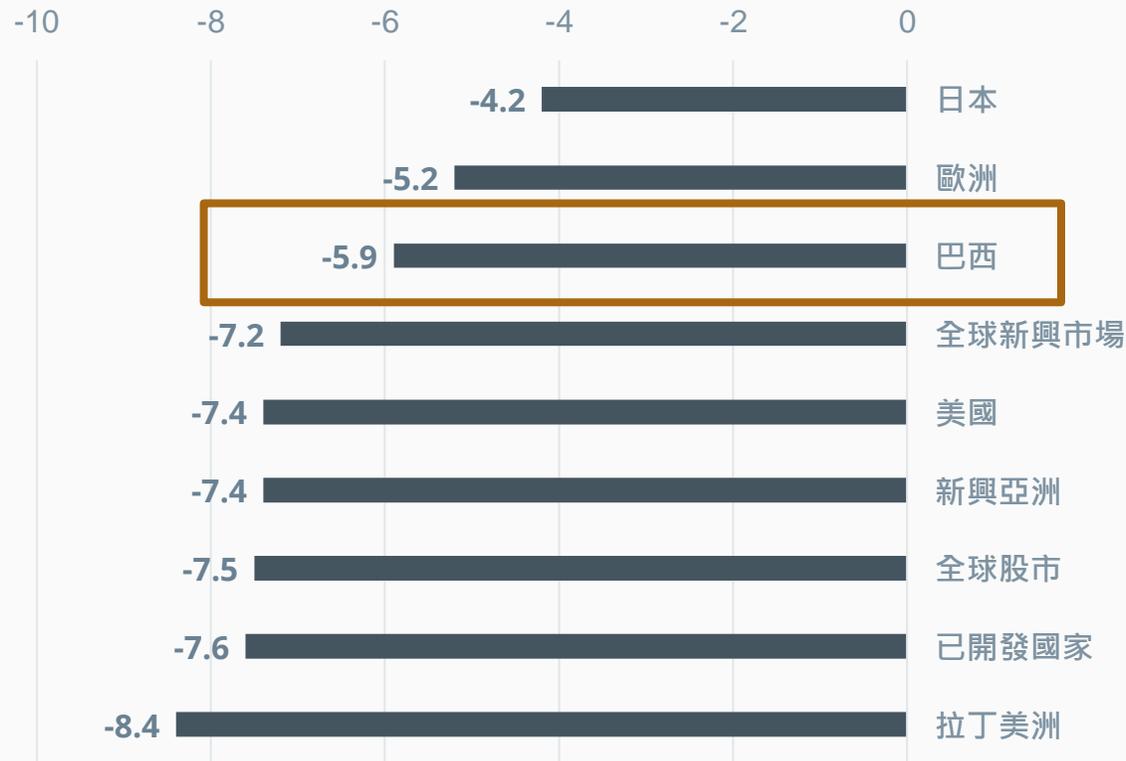
# 績效回顧 – 內外部因素疊加導致巴西股市波動，惟修正後提供長期買入機會

8月在巴西央行首次降息、企業稅賦IoC優惠恐取消等不確定性導致股市出現獲利了結賣壓。

9月、10月股市壓力則來自美債殖利率上揚、美元指數攀升等外部因素造成，惟表現優於整體市場表現。

過去兩個月巴西表現由於全球新興市場及拉丁美洲

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%
本輪降息	4.8%	-8.4%	-2.1%	-3.8%



# 外部衝擊 – 美債殖利率、美元指數回落對新興市場壓抑有望緩解

美財政部縮減發債: TGA餘額已回補至需求水位、共和黨眾議院選出右派議長，預算將受在野黨更嚴格監督。  
美國景氣由強勁轉溫和: 超額儲蓄耗盡、學貸重啟有助經濟溫和不過熱。

## 美財政部下修發債額度

### 財政部 2023 Q4 ~ 2024 Q1 發債融資金額預估

單位: 10億	資金需求	發債融資金額	預估季度現金變化	TGA 季底現金預估
2023 Q1	656	657	-269	178
2023 Q2	181	657	225	402
2023 Q3	520	1,010	254	657
<b>2023 Q4</b>	<b>407 (前 487)</b>	<b>776 (前 852)</b>	93	750
2024 Q1	548	816	0	750



## 美國景氣預期由強勁轉溫和

Indicator	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24
Economic Activity									
Real GDP (QoQ% SAAR)	2.6	2.2	2.1	4.9	0.7	0.3	0.6	1.3	1.7

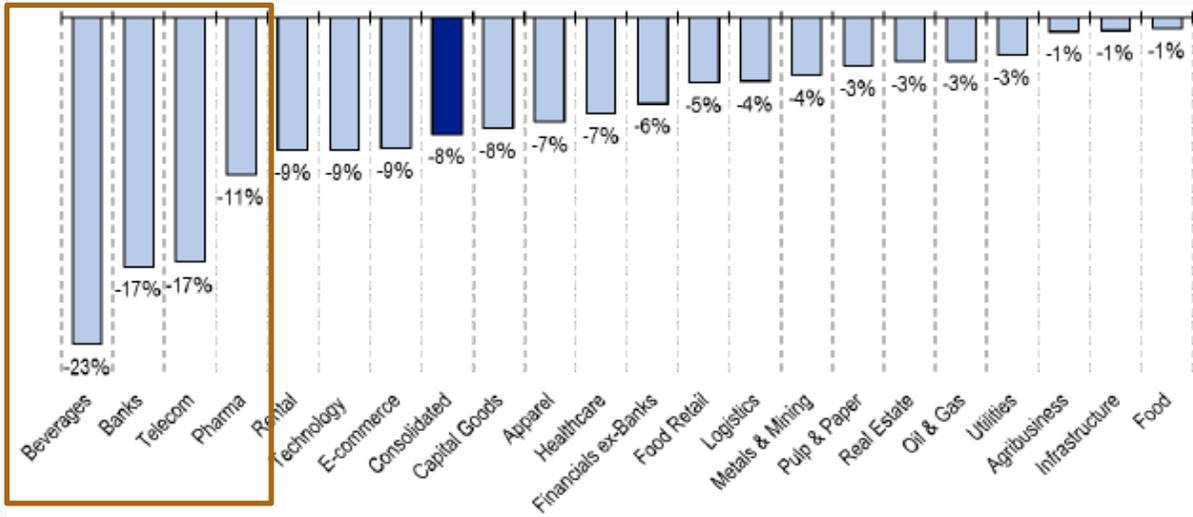




# 內部衝擊 – 政府預期將調整財政支出平衡目標，增稅不確定性有望淡化

財政部表示增稅措施在國會遇到阻力，市場預期其將下調財政平衡目標(0%)至赤字(-0.25-0.50%)。刪減IOC稅賦優惠的議案必須在年底前通過，時間緊迫、遊說勢力阻擋，此議案高機率將落空。

### IOC稅賦優惠若徹底刪除對2024年各行業的EPS衝擊預估



### 刪減IOC稅賦優惠的法案高機率將落空

	Revenue estimates for 2024				Bill type	Congress required	Status
	HSBC		Govt				
	BRL bn	% GDP	BRL bn	% GDP			
<b>Revenue-raising measures</b>	<b>73.0</b>	<b>0.6%</b>	<b>168.5</b>	<b>1.5%</b>			
Change Carf votings*	40.0	0.4%	97.9	0.9%	OLP	Yes	Approved
Tax on exclusive funds & offshores	12.0	0.1%	20.3	0.2%	LP	Yes	LH approved
Regulation of fiscal credits (ICMS)	20.0	0.2%	35.3	0.3%	MP/LP	Yes	LH pending
<b>End deductibility of IOC</b>	-	-	10.4	0.1%	LP	Yes	LH pending
Tax on online betting websites	1.0	0.0%	1.6	0.0%	LP	Yes	LH approved
Import tax on international retailers			2.9		-	No	-



# 鐵礦砂 – 基本面改善，大行上調價格預測

中國政府積極出台房市振興措施，地產行業不景氣對鐵礦砂負面衝擊將邊際改善。拉拔經濟優先於節能減排，限制鋼鐵生產舉措發生機率低。

### 中國新屋開工明年有望趨穩



### JPM上調鐵礦砂價格預測

Iron ore	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
Iron ore 62% Fe fines (US\$/dmt)	159	120	125	111	115	118	117	110	105
Change (%)	0%	0%	0%	0%	10%	18%	6%	13%	17%

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%

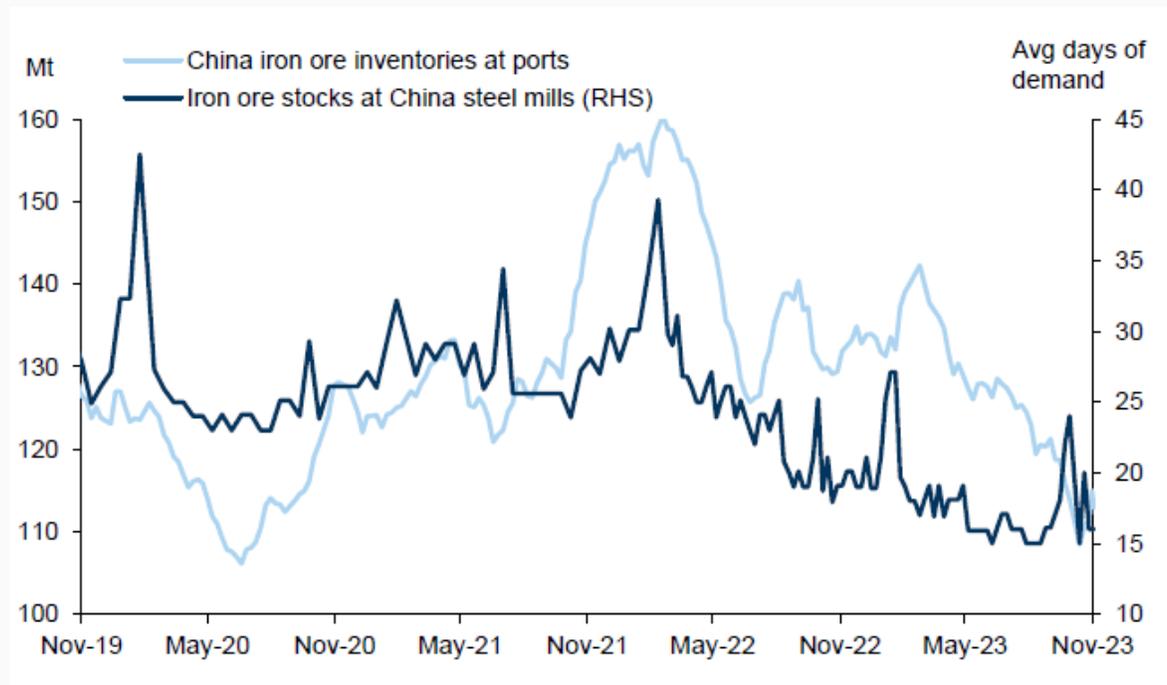


# 鐵礦砂 – 基本面改善，大行紛紛上調價格預估

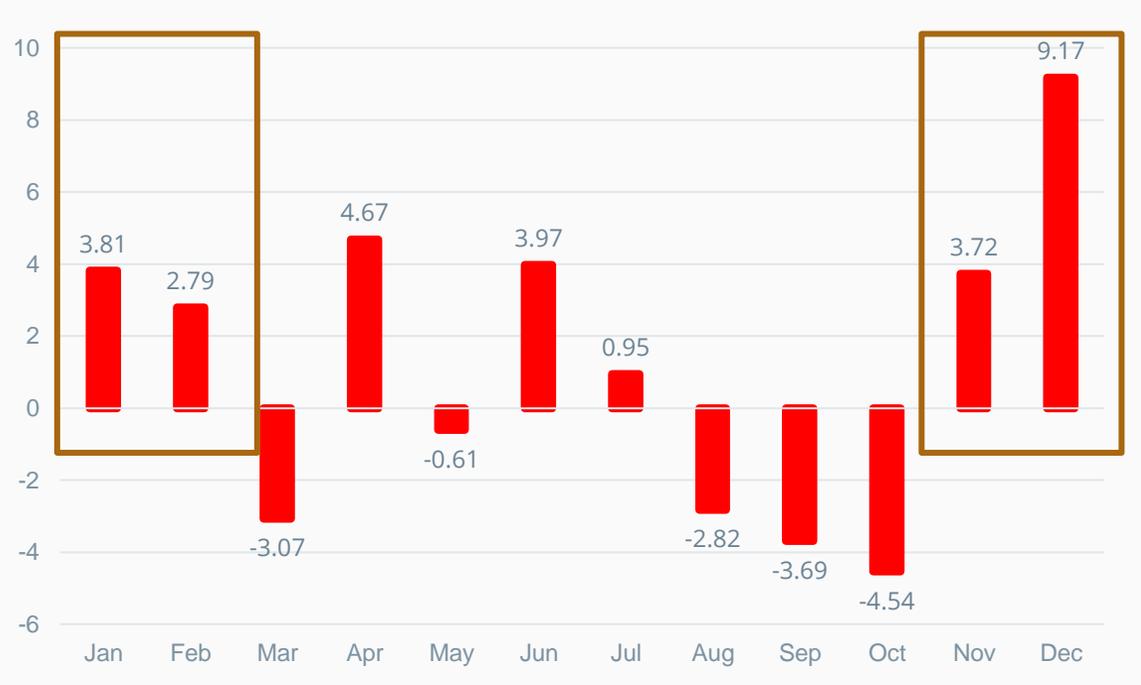
中國鋼鐵廠庫存目前為16天，低於5年平均的24天，港口庫存亦處5年低點。

過往11、12、1月為一年中表現最好的月份，主因中國農曆新年前庫存回補效應。

### 中國鋼鐵廠/港口鐵礦砂庫存水位



### 鐵礦砂歷史平均月報酬(%)





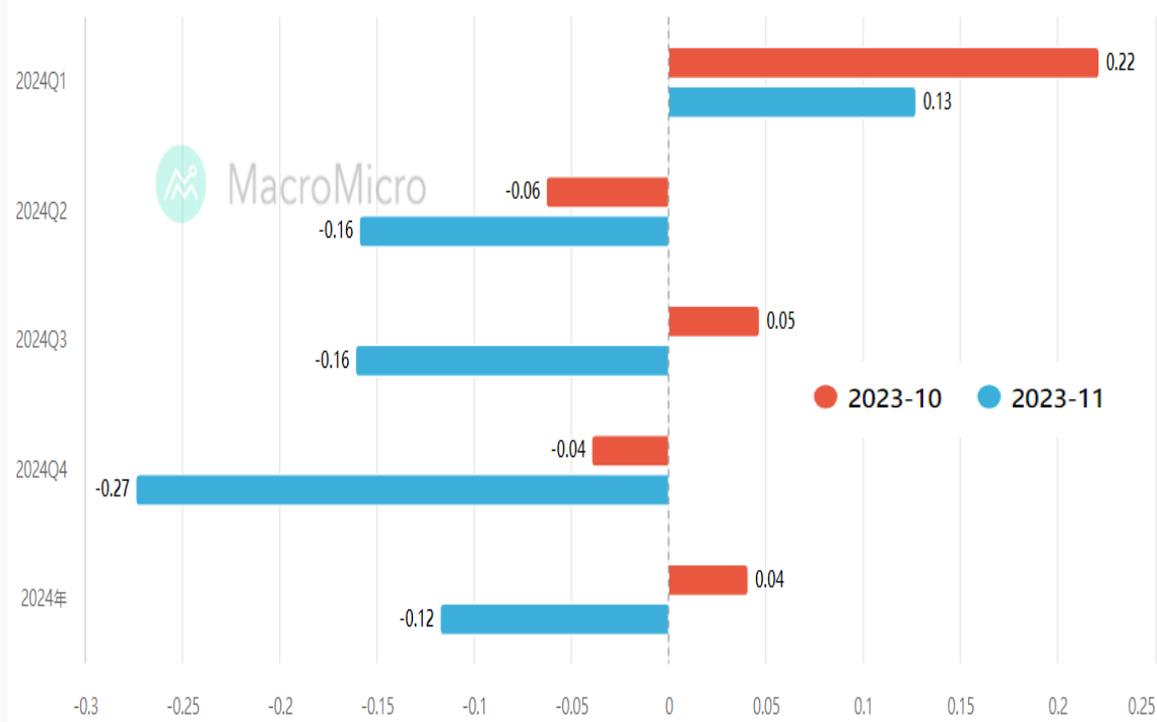
# 原油 – 地緣政治風險消退、歐美用油旺季結束，供需出現鬆動

美國頁岩油供給突破歷史高點，伊朗產量、出口亦來到2018年美國退出核協議後新高，抵銷OPEC+減產計畫，加上歐美用油旺季結束，供需預期在明年第二季後開始鬆動。

### 全球原油產量(扣除OPEC+俄羅斯)



### 原油供需預期在明年第二季後轉為過剩





# 原油 – 美國戰略石油儲備回補需求、沙國堅守生產成本，價格高檔震盪

美國預期未來兩年將逐步回補先前釋出的戰略石油儲備、沙國的財政平衡油價約80-85美元。

### 美國戰略石油儲備水位處近代以來低點



### 市場預期油價下檔仍有支撐

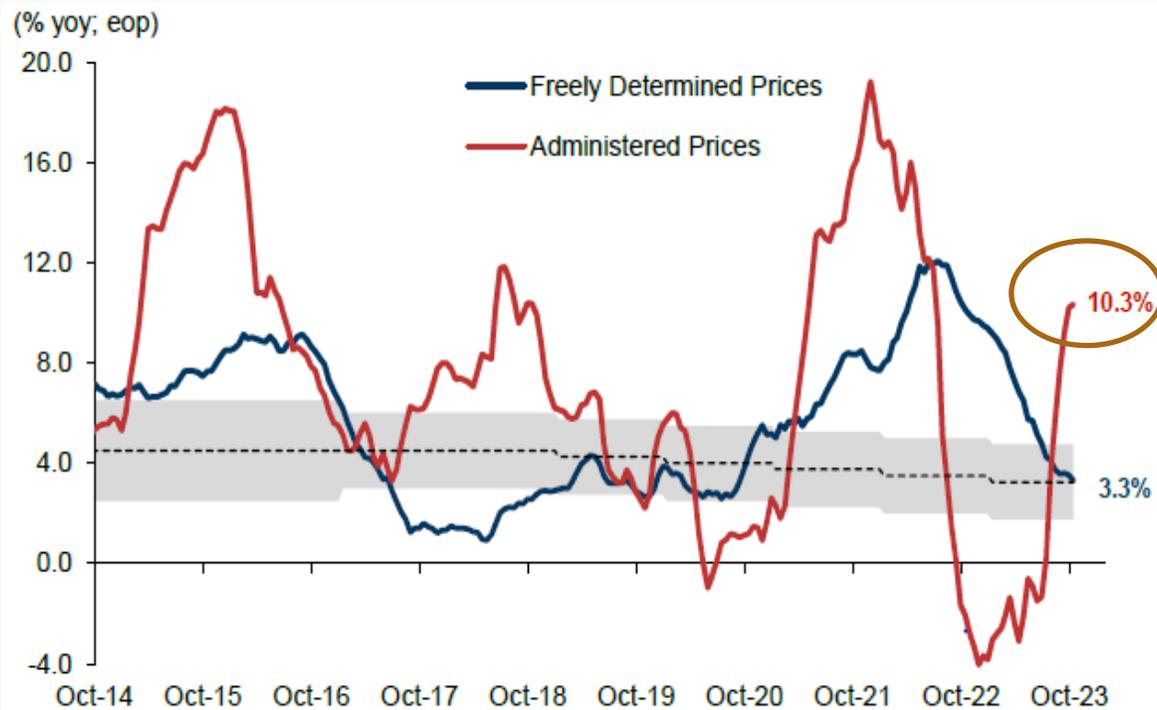
	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
GS	92	94	98	100	100
BofA	96	94	92	88	86
MS	95	92	90	88	85
JPM	85	83	83	81	85
Macquarie	88	85	82	80	82
<b>平均</b>	<b>91</b>	<b>89</b>	<b>87</b>	<b>84</b>	<b>85</b>



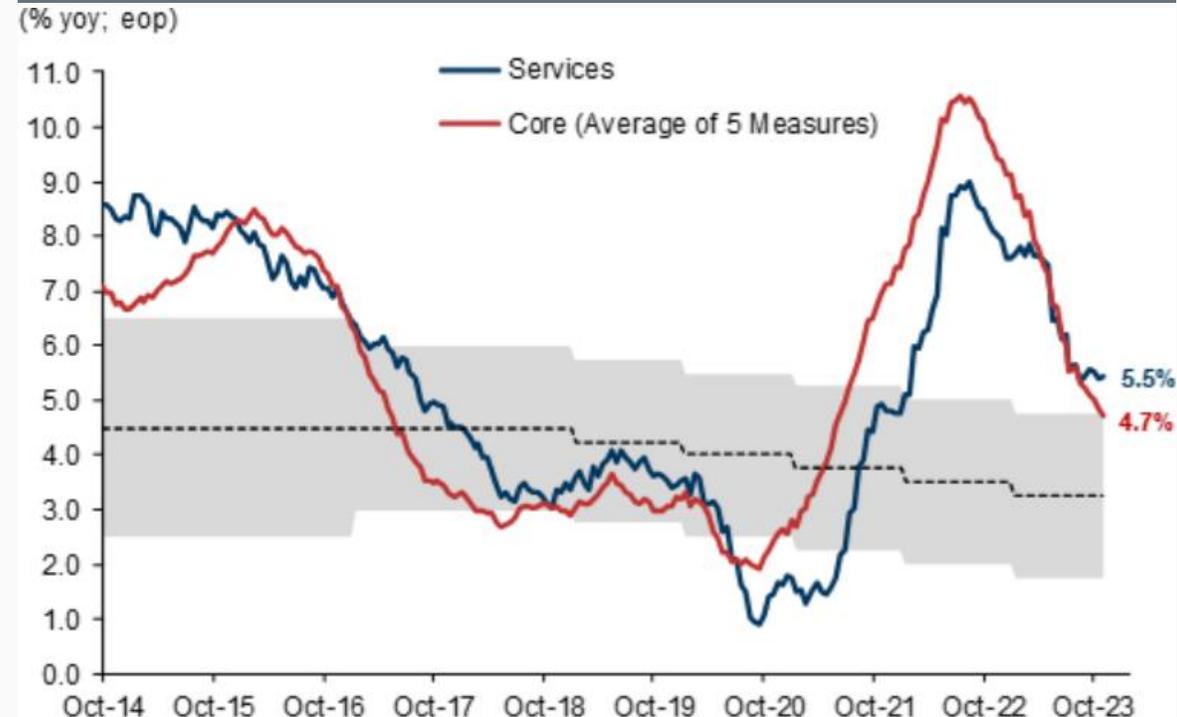
## 通膨下半年因基期因素短暫回升，惟繼續降溫的大方向並未改變

10月份通膨增速4.87%，低於前月份的5.19%，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。

### 燃料稅復徵帶動管制價格回升



### 核心及服務價格回落趨勢未改





# 中長期通膨維持穩定下，預期不影響央行短期降息步調

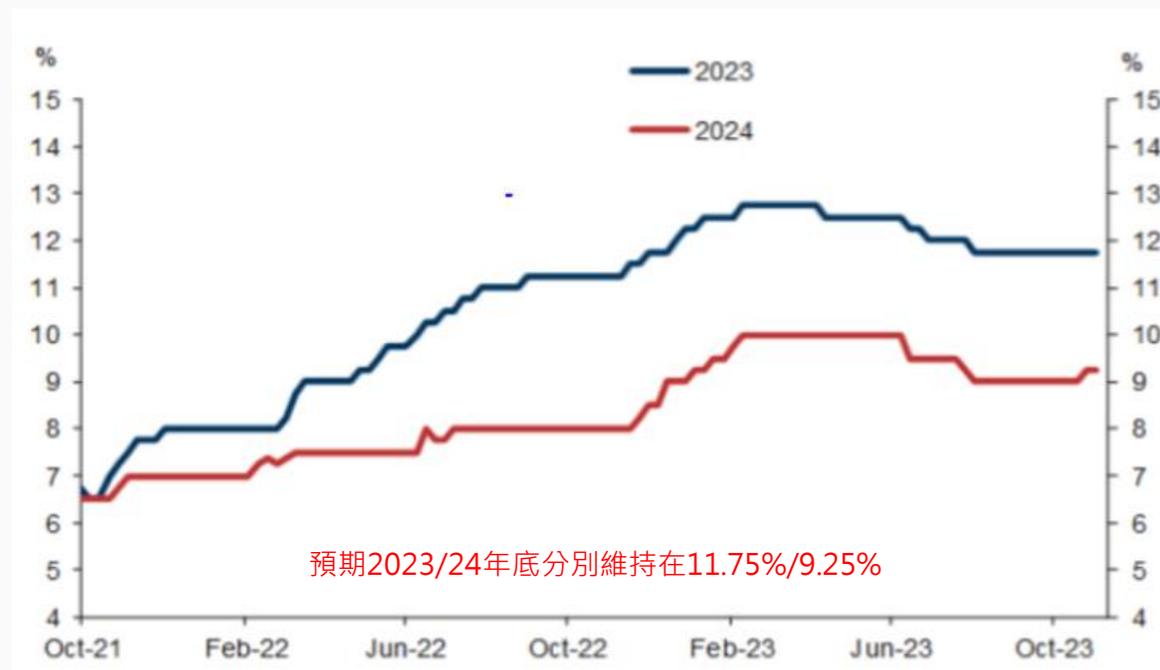
降息2碼至12.25%，維持未來繼續以2碼的幅度調降利率。

重申維持緊縮性貨幣政策，至通膨貨預期(2024/2025: 3.91%/3.5%)錨定中長期目標 (3.00%)。

### 中長期通膨預期維持穩定



### 市場對利率下降步調的預期並無重大變化



預期2023/24年底分別維持在11.75%/9.25%



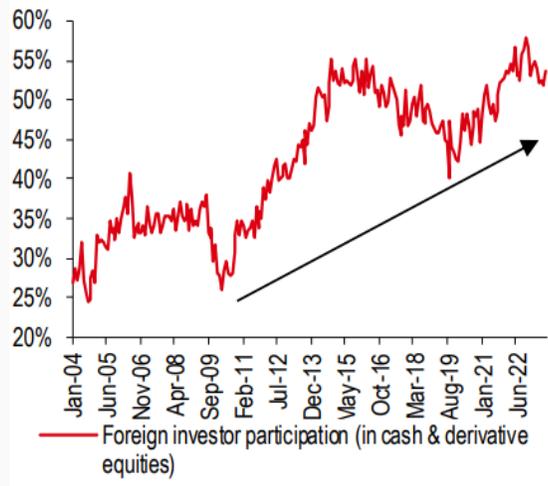
# 內資逐步回流有望成為下一個催化劑

巴西股市當前投資氛圍呈現內外不同調，主因國內利率高企，投資股票的機會成本高。美銀經理人調查顯示利率降至11%後，投資人於資產配置中增持股票意願開始回升。

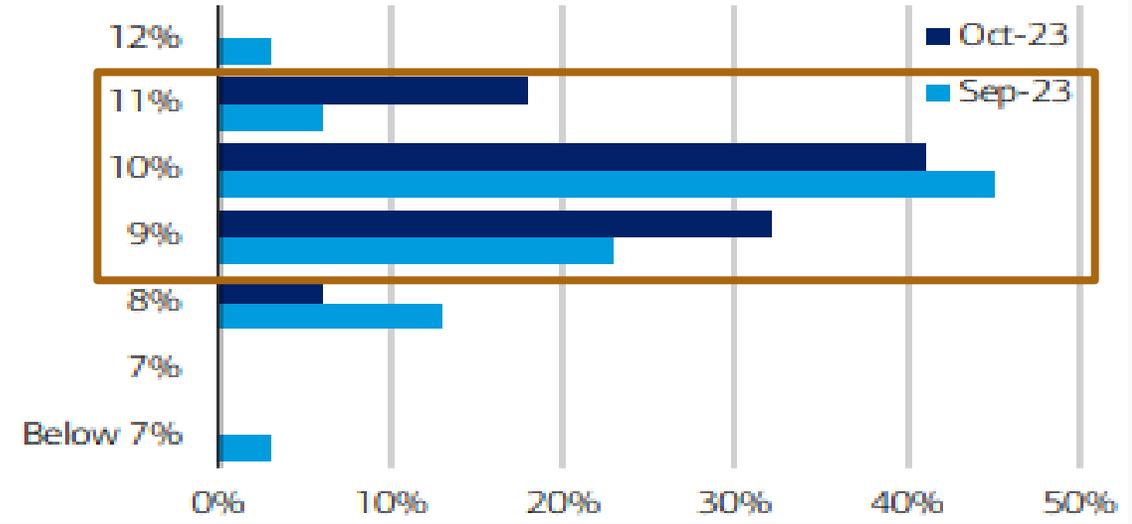
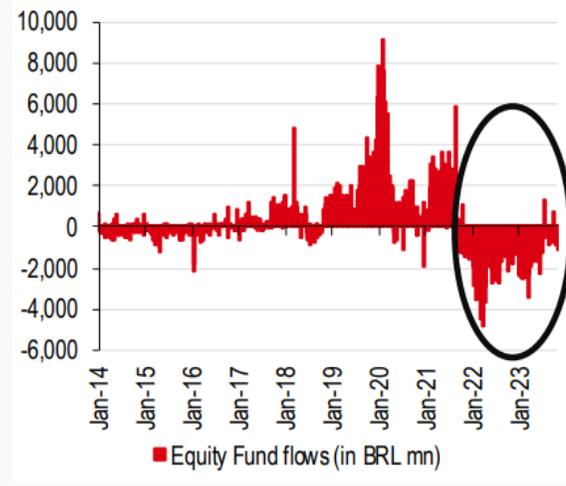
### 巴西股市投資氛圍內外資呈現不同調

### 美銀調查投資人願意將資金配置轉往股票的利率水位

#### 外資參與度處於高檔



#### 本土資金流出股市





# 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7.7倍，低於過往降息週期間的平均估值，評價回升可期。

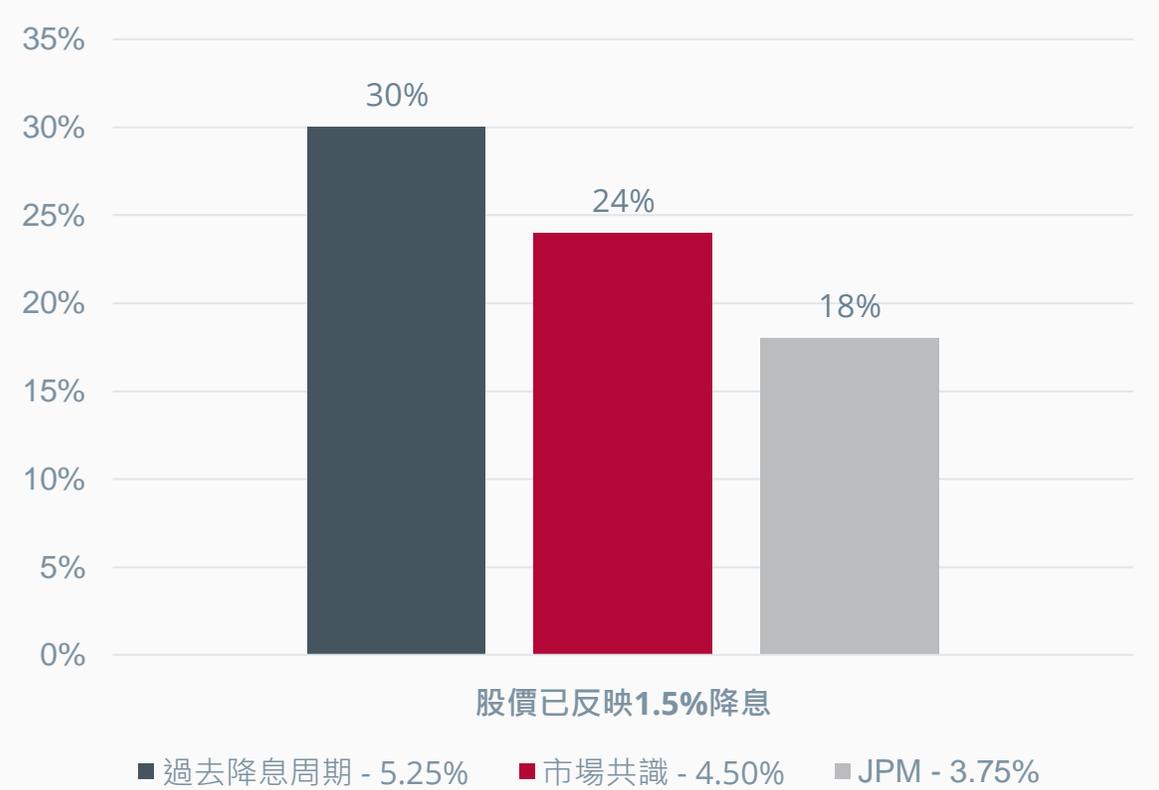
JP Morgan預估利率每調降1%將挹注巴西股市8%報酬。

### 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
<b>平均</b>	<b>7.75</b>	<b>12.76</b>	<b>10.64</b>

9.5倍 = 23%  
10.5倍 = 33%

### 在不同情境假設下預期2024年底潛在漲幅



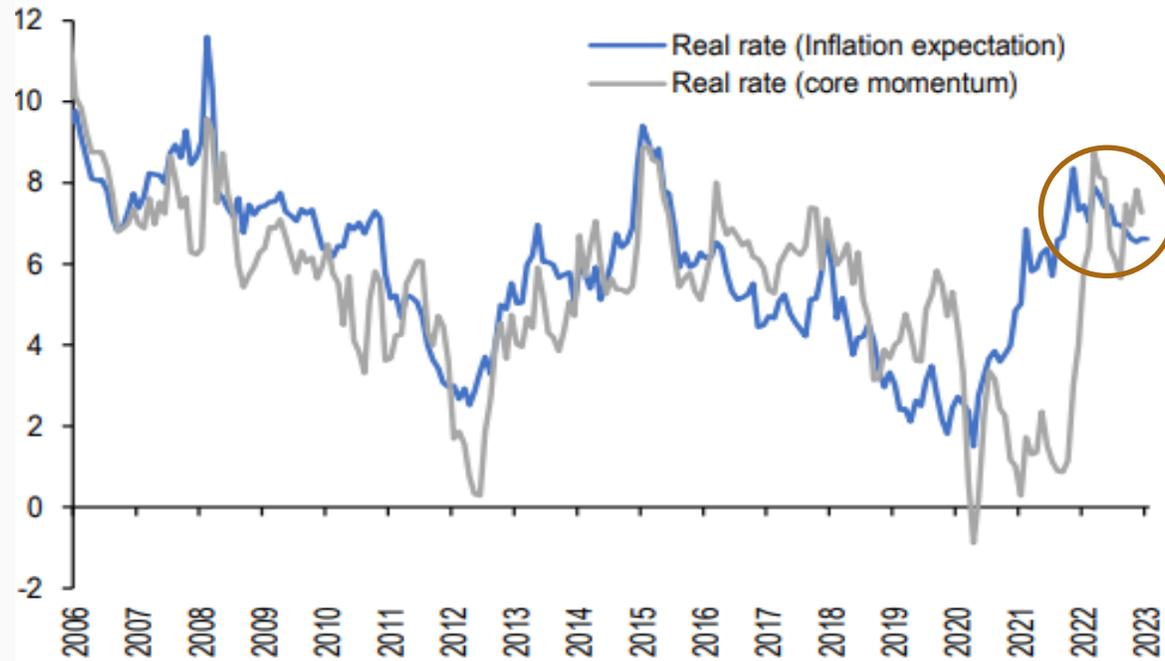


# 實質利率仍高、景氣增速優於預期，里爾走勢仍維持穩定

巴西央行審慎降息(每次不超過兩碼、通膨錨定前實質利率不低於4.5%)。

JPM將巴西2023/2024 GDP增速預測分別由2.4%及1%上修至3%及1.2% (1Q農業產出超預期)。

### 巴西實質利率仍處於多年高位



### 市場預期巴西里爾走勢維持平穩

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Morgan Stanley	(前:5.10) 5.00	(前:5.20) 5.1	(前:5.15) 5.2	(前:5.05) 5.05	(前:4.95) 4.90
Bank of America	(前:4.90) 5.05	(前:4.95) 5.08	(前:5.00) 5.15	(前:5.05) 5.20	(前:5.10) 5.25
JP Morgan	(前:4.70) 4.85	(前:4.90) 5.00	(前:5.00) 5.00	(前:5.00) 5.20	(前:5.00) 5.00
Bloomberg	(前:4.85) 5.05	(前:4.90) 5.06	(前:4.90) 5.03	(前:4.79) 5.00	(前:4.78) 4.90
<b>平均</b>	<b>4.99</b>	<b>5.06</b>	<b>5.10</b>	<b>5.11</b>	<b>5.01</b>



## 降息期間類股表現 - 前期受通膨壓抑、利率敏感型族群領漲

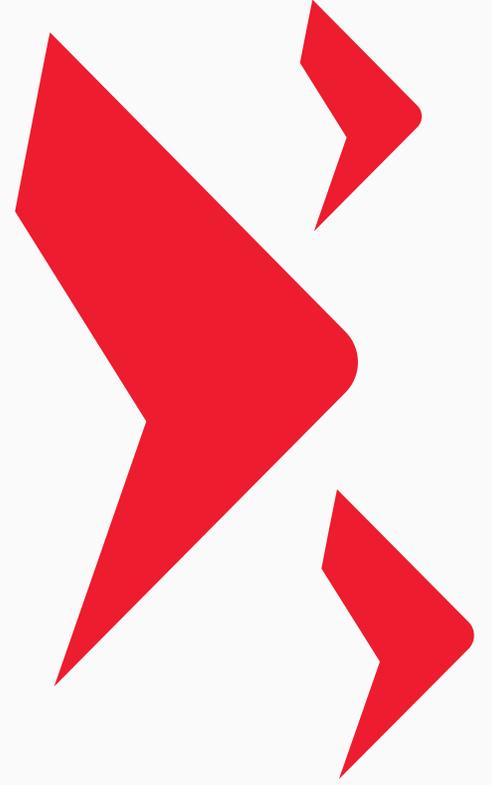
非必須消費、工業、金融等景氣循環股表現優於大盤，通訊服務、公用事業等防禦型類股表現落後大盤。

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%

## 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	16.3	-9.0	15.6	1.1	21.7	18.7	0.9
同類型基金平均	10.8	-10.9	11.7	-4.4	15.4	11.5	-1.8
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	14.7	-8.8	14.4	3.1	22.4	18.1	1.4
MSCI拉美	13.9	-11.0	6.5	4.7	19.2	19.1	2.5
MSCI新興市場	3.5	-9.5	0.5	11.6	-5.3	0.8	2.9

## 產業配置

相對配置: 超配循環消費、工業，低配公用事業、能源、醫療、必須消費。

IOC稅賦優惠: 若遭刪除，衝擊最大的產業為飲料、通訊服務、金融，基金相對配置為-1.3%、-1.4%、+1.6%。

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	8.5	6.2	-6.6	-26.1	優於大盤
金融	27.3	1.6	-3.7	1.2	優於大盤
工業	9.7	1.3	-9.5	-4.3	優於大盤
原材料	19.8	0.8	-1.3	-19.8	持平大盤
科技	0.0	-0.8	-6.9	-8.8	落後大盤
必須消費	7.0	-1.3	-4.2	-13.3	持平大盤
通訊	0.5	-1.4	2.9	20.2	落後大盤
醫療	1.1	-1.4	-19.4	-29.2	優於大盤
公用事業	6.2	-2.9	-4.8	-3.3	落後大盤
能源	15.5	-6.6	-0.6	36.5	落後大盤

# 前10大持股

前十大持股	比重(%)	產業類別	MTD報酬	YTD報酬	介紹
CIA VALE DO RIO DOCE	10.1	原材料	3.4%	-22.4%	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	9.5	能源	0.8%	41.8%	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。
ITAU UNIBANCO HLDG SA PEF SHS	7.7	金融	-1.6%	7.3%	巴西最大的銀行，也是拉丁美洲和南半球最大的銀行。
BANCO BRADESCO SA PEF SHS	7.6	金融	-1.8%	-7.7%	巴西最大的保險提供商、第三大銀行。
SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	4.8	原材料	-4.2%	6.9%	全球最大紙漿生產商。
BANCO DO BRASIL SA	4.3	金融	1.5%	39.2%	巴西最大國有銀行，亦為巴西第二大銀行。
VIBRA ENERGIA SA	4.1	非核心消費	5.0%	27.3%	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)
B3 SA - BRASIL BOLSA BALCAO	3.7	金融	-9.1%	-16.0%	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。
CCR	3.0	工業	-6.5%	10.7%	拉丁美洲五大基礎建運營商之一，特許經營項目包含高速公路、地鐵、機場。
RAIZEN SA - PREFERENCE PEF	2.9	能源	1.7%	-2.9%	荷蘭皇家殼牌和Cosan SA的合資企業，是全球最大的糖產商和出口商。
<b>總計</b>	<b>57.6</b>				



## 投資結論

### 投資建議: 買進

- ▶ 美財政部下修發債、美國景氣由強勁轉為溫和，美債殖利率、美元指數稍早攀升壓力緩解，傳遞給新興股市的壓力亦逐漸淡化。
- ▶ 巴西預期下修明年的財政收支平衡目標，而先前市場擔心政府為增加財政收入而調整的稅賦優惠的不確定性或得到移除，且預期受此潛在影響較大的銀行業者在國會有龐大遊說勢力，預期此事件發展不會往壞快情境走
- ▶ 中國房市政策出台支撐、農曆年前有望進行庫存回補的背景下，鐵礦沙基本面改善，而原油則在美國將逐步回補先前釋出的戰略石油儲備、沙國堅守財政平衡油價的背景下呈現高檔震盪，而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。

# 03

---

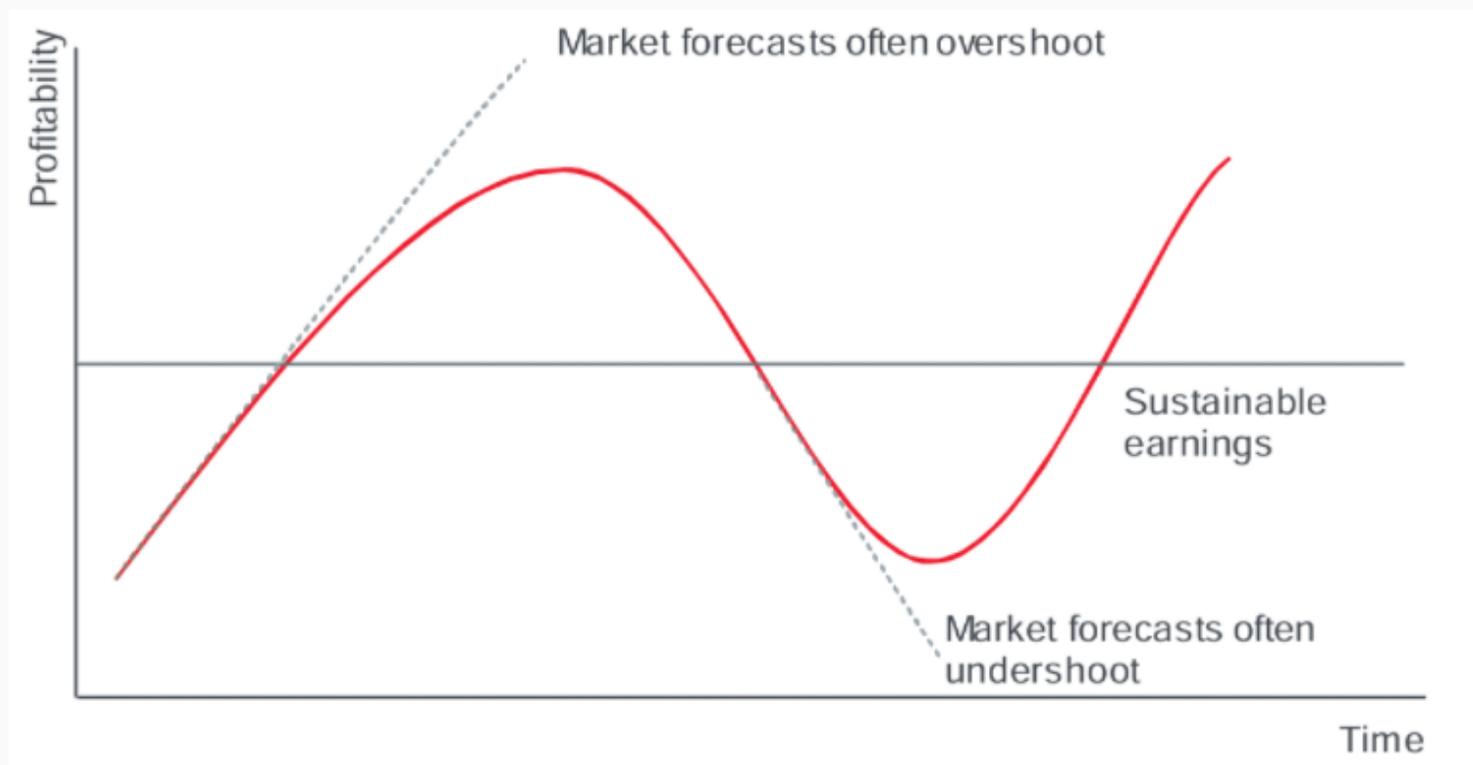
## 附錄





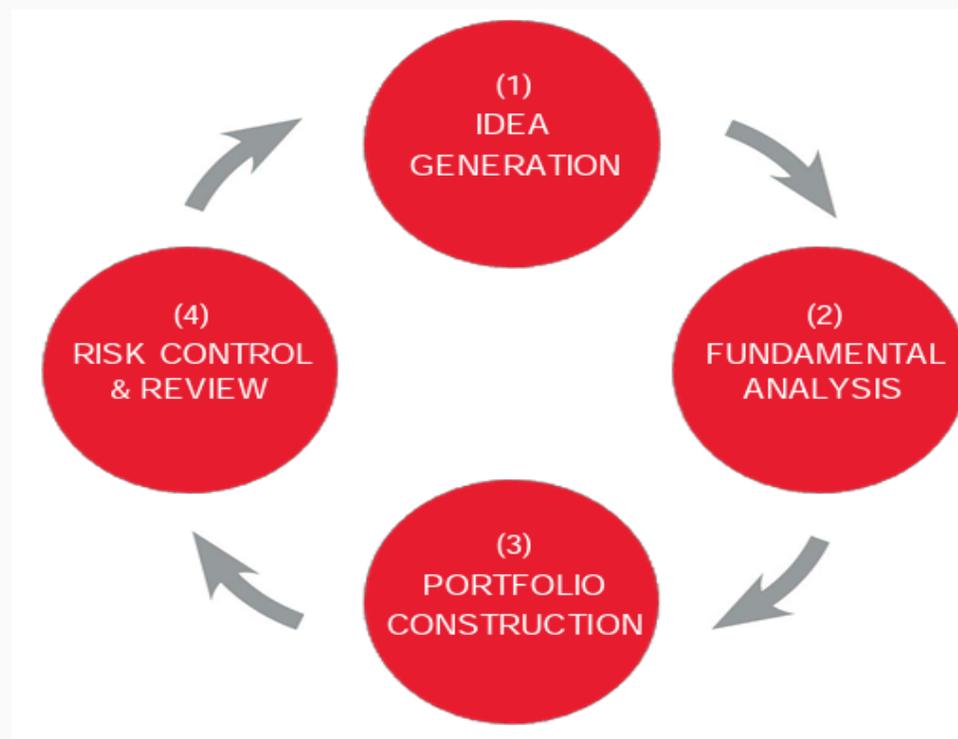
## 投資利基

- ▶ 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

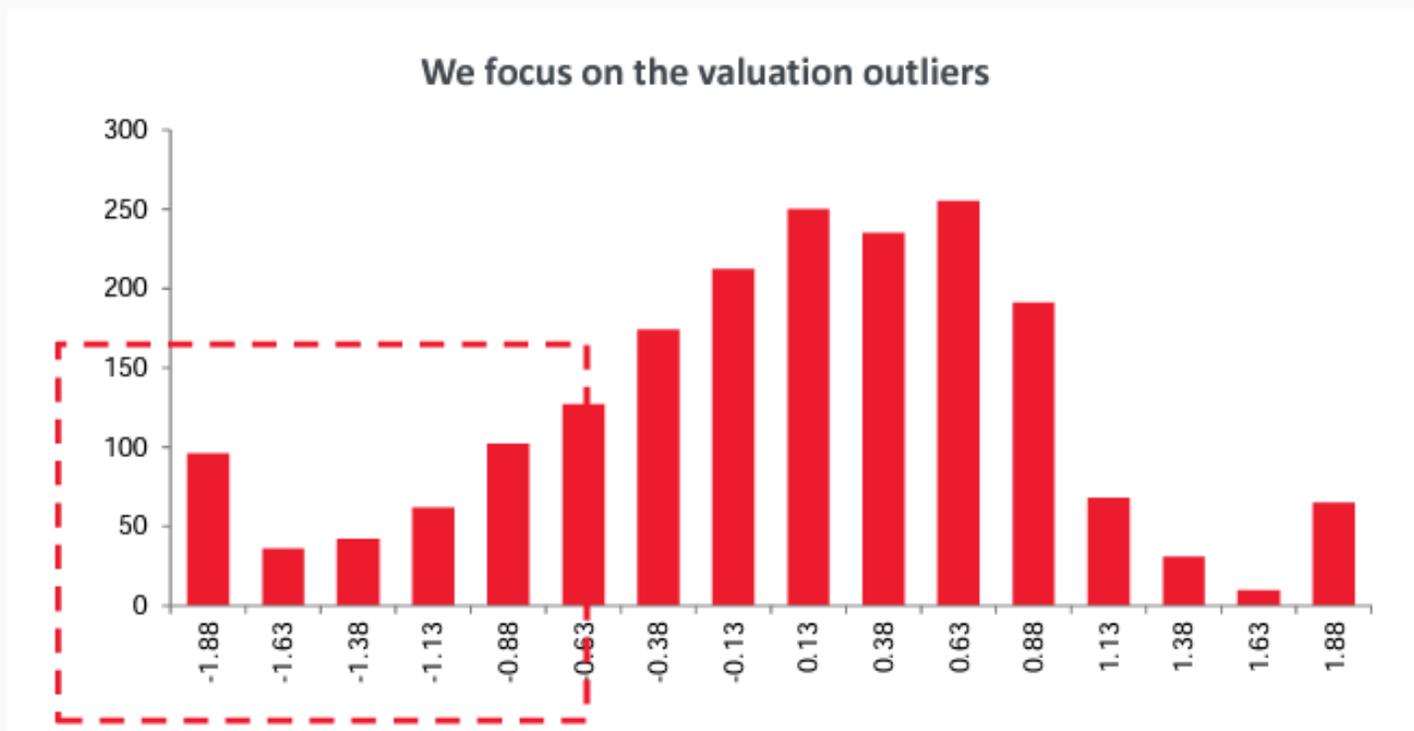
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。





## 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。