



2023年12月

瀚亞非洲基金 (本基金配息來源 可能為本金)

海外股票部 - 王亨

報告大綱

- 一、非洲市場現況與展望
- 二、基金現況與投資結論
- 三、附錄



01

非洲市場現況與展望

- 1.1 南非: 限電規模有望下滑, 風險報酬率改善
- 1.2 奈國: 正面看待政府改革, 惟短期陣痛在所難免
- 1.3 埃及: 財政經濟面臨挑戰, 貨幣近期仍面臨壓力



▶ 績效回顧 – 南非過去一年內憂外患夾雜，惟風險報酬率已得到改善

除美債殖利率走升、聯準會持續鷹派等外部因素，俄羅斯貨輪Lady R號疑雲、法規修改允許當底法人增持海外金融資產、11月預算案前市場擔心政府降上調財政赤字預測、持續限電導致經濟生產力受限皆壓抑南非股市表現。

官方獨立調查並未發現南非向俄羅斯運輸武器的證據

	FX (vs. USD)	Sov. Credit	Local Bonds	Equity (local FX)	Ranked Returns				
					FX	Cred	Bnds	EQ	AVG.
Hungary	13.4%	7.0%	30.7%	27.5%	3	4	2	2	2.8
Poland	11.2%	6.0%	22.4%	26.2%	5	5	4	3	4.3
Brazil	12.9%	9.9%	25.5%	8.7%	4	2	3	9	4.5
Colombia	30.3%	9.1%	49.1%	(22.3%)	1	3	1	18	5.8
Mexico	19.8%	5.1%	20.8%	10.9%	2	9	5	8	6.0
Czech Rep.	1.3%	-	9.5%	20.4%	8	-	7	5	6.7
Peru	3.4%	5.8%	15.6%	8.4%	6	7	6	10	7.3
Turkey	(12.7%)	15.5%	(54.7%)	52.2%	18	1	18	1	9.5
Chile	1.5%	5.9%	3.1%	(3.9%)	7	6	11	15	9.8
Philippines	1.2%	4.6%	9.0%	(2.4%)	9	11	8	13	10.3
Indonesia	1.1%	4.4%	7.7%	(0.5%)	10	12	9	12	10.8
India	1.1%	2.9%	5.6%	12.2%	11	16	10	7	11.0
Taiwan	(6.0%)	-	0.3%	22.3%	15	-	14	4	11.0
Korea	(5.0%)	4.1%	0.9%	15.6%	13	13	13	6	11.3
South Africa	(6.1%)	5.4%	(1.4%)	2.5%	16	8	17	11	13.0
Mainland China	(5.4%)	3.9%	1.2%	(11.5%)	14	14	12	16	14.0
Malaysia	(7.6%)	4.8%	(0.7%)	(3.2%)	17	10	16	14	14.3
Thailand	(4.1%)	3.6%	0.1%	(16.1%)	12	15	15	17	14.8
EM a vg.	2.8%	6.1%	8.0%	3.6%					



中立立場遭質疑，市場擔心南非遭美制裁，所幸調查結果消除投資人疑慮

美國駐南非大使布里格蒂表示俄羅斯貨輪Lady R號曾於去年十二月在開普敦附近的一個海軍基地裝運武器後返回俄羅斯，惟調查並未發現相關證據。

官方獨立調查並未發現南非向俄羅斯運輸武器的證據



〔即時新聞 / 綜合報導〕美國駐南非大使今年5月份表示，去年底停靠在南非海軍基地的1艘俄國船隻，將武器自南非運往俄國，引發軒然大波。南非總統拉瑪佛沙（Cyril Ramaphosa）3日鄭重表示，經該國獨立調查後，未發現與俄國船隻有關的任何證據。

據《路透社》報導，美國駐南非大使布里吉提（Reuben Brigety）5月份暗指南非軍援俄羅斯，導致嚴重外交爭端，外界紛紛質疑南非在俄烏戰爭中的不結盟立場，事件更對南非的經濟及國際地位產生了破壞性影響。

拉瑪佛沙3日表示：「經專家調查後，沒有證據顯示這艘船將武器從南非運往俄羅斯。我國並未提供武器出口許可，也沒有出口任何武器。」

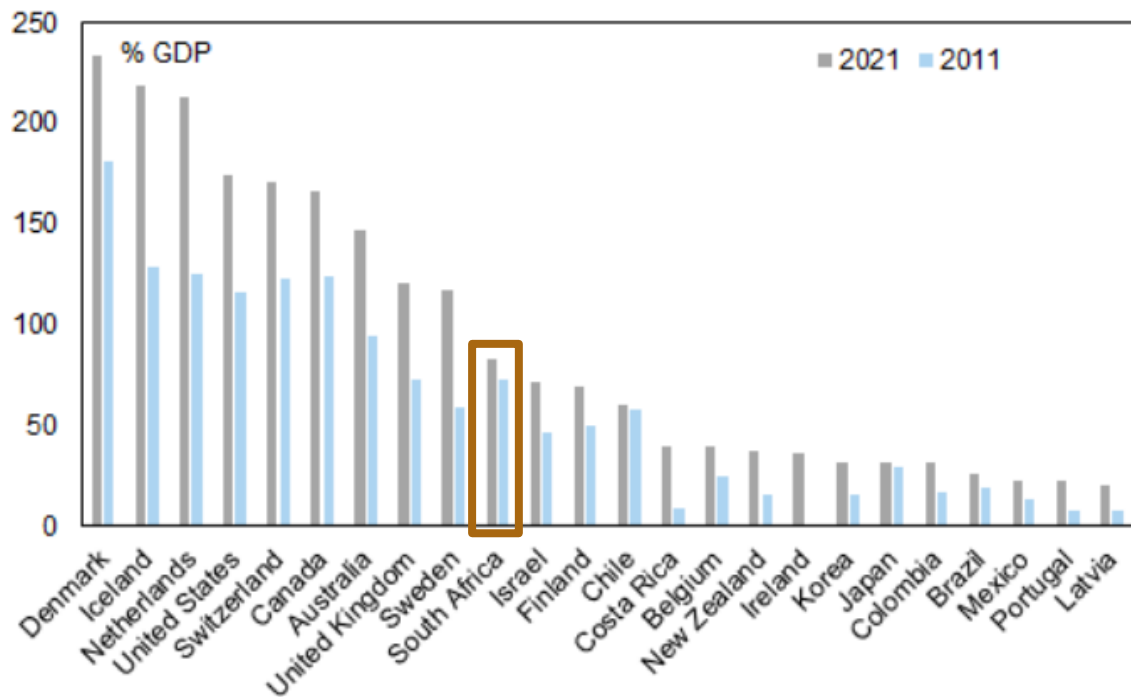
拉瑪佛沙指出，俄國船隻停靠在該國海軍基地，目的是運送南非國防軍（South African Defence Force）所訂購的軍事設備。



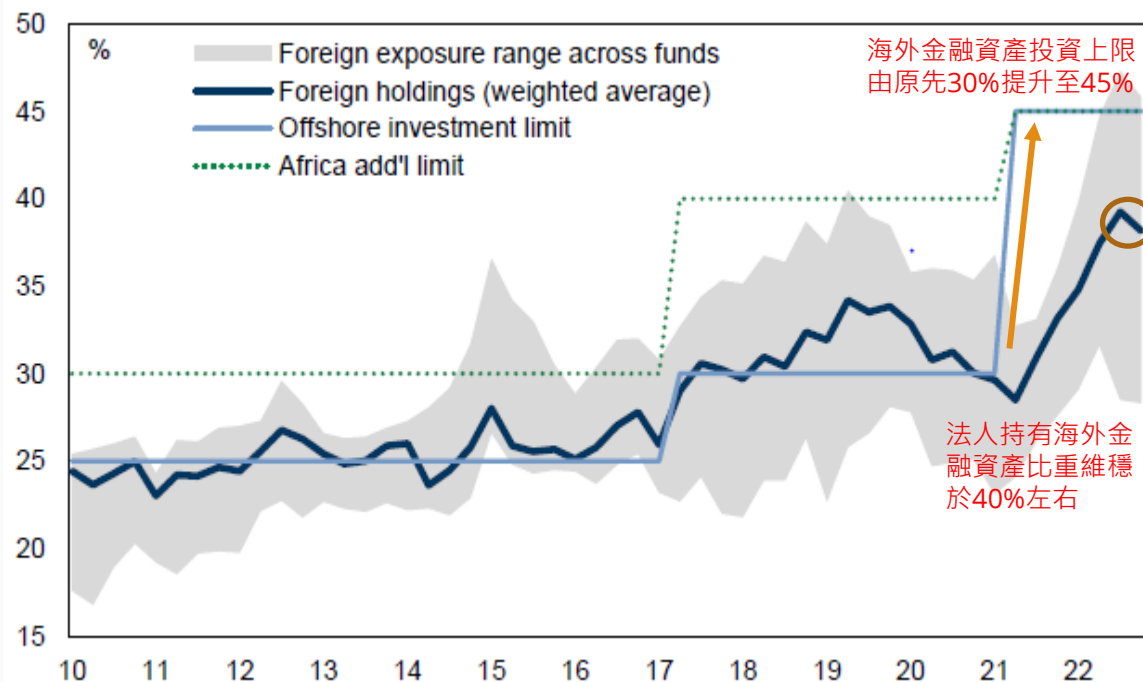
法規修改允許當地法人增持海外金融資產，惟調整已逐步到位

2022年2月監管機關上調南非當地法人(退休基金、壽險)投資海外金融資產限制，從原先30%上調至45%，此導致過去一年法人持續增持海外股/債，惟當前此水位已近40%，預期籌碼面壓力將淡化。

南非退休金資產管理規模為新興市場最高



當地法人增持海外金融資產的籌碼壓力已減緩

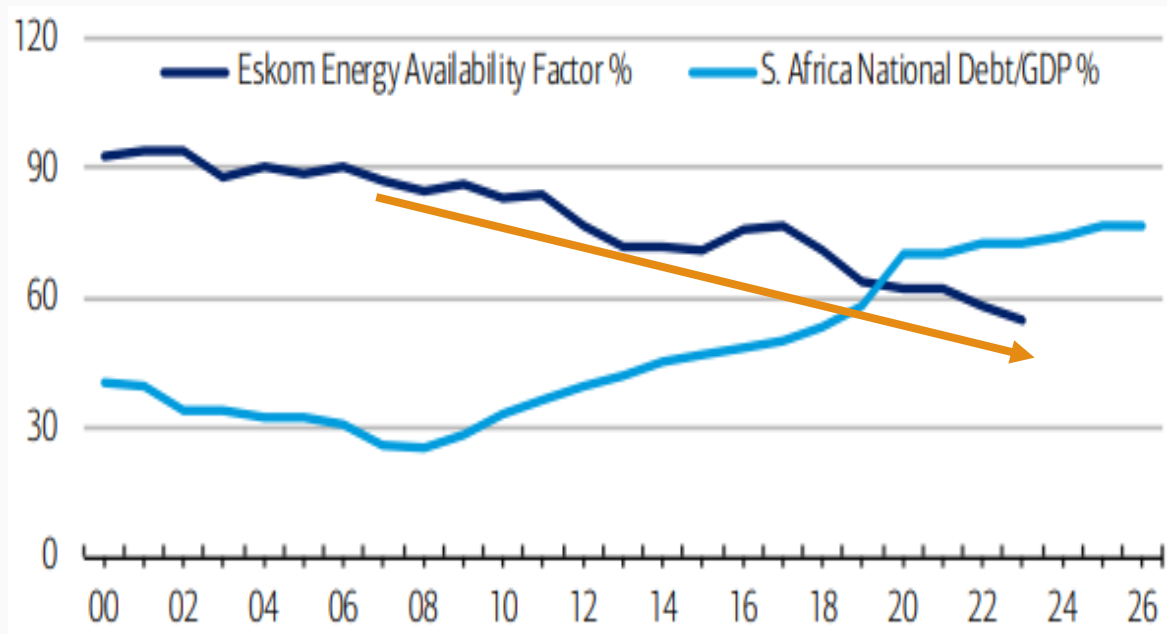




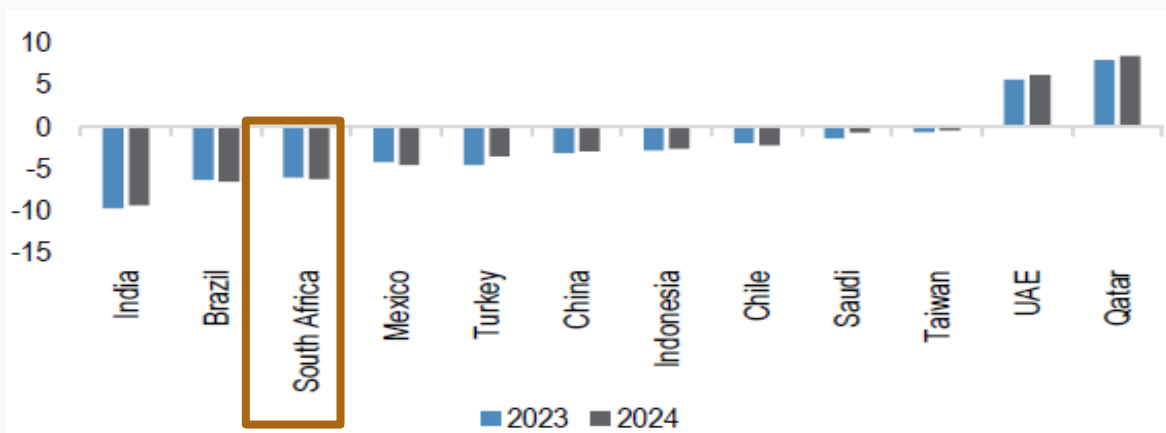
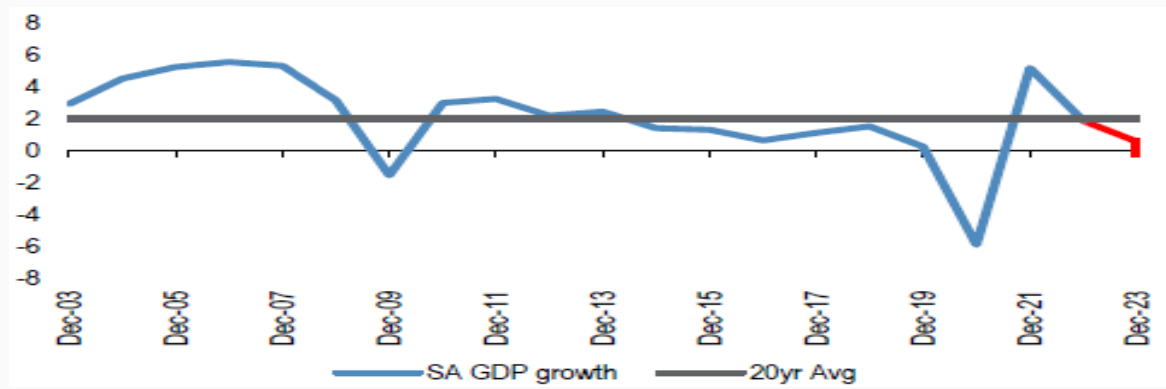
限電造成南非財政赤字高企、經濟增速低於長期平均

政府錯誤決策、電力基礎建設投資不足、設備疏於維護等種種原因導致長久以來南非發電效率每況愈下。補貼ESKOM虧損、電力設備維修導致財政情況惡化，頻繁限電亦造成經竟生產力受限。

過往數十年ESKOM發電效率每況愈下



缺電間接導致財政赤字高企、經濟增速低於長期平均

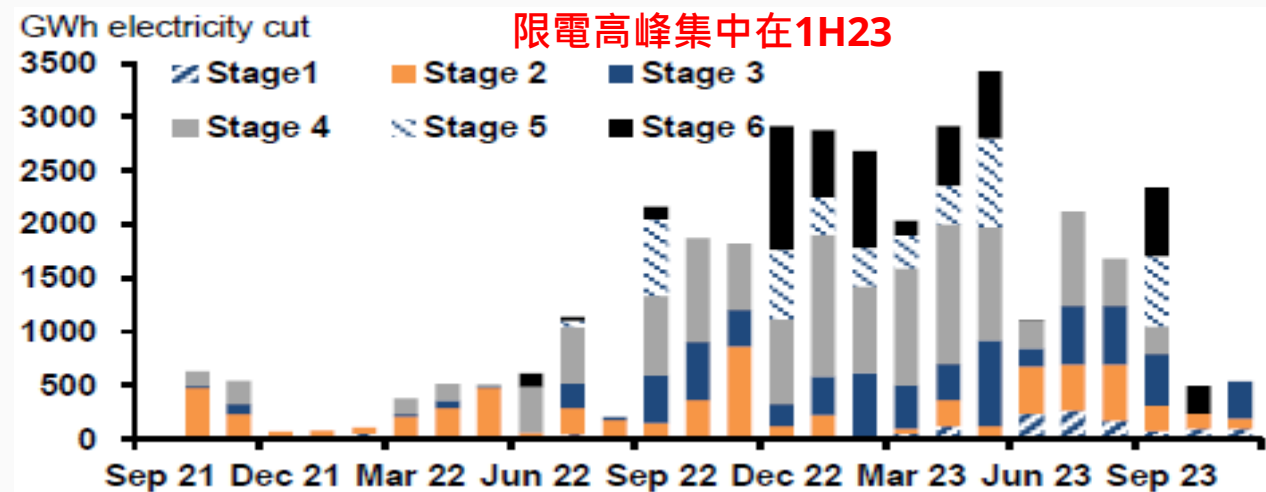




最壞情況已過，明後兩年限電規模有望下降

2023年預期限電規模達31TWh，較去年增加170%。雖限電問題並非一時半刻便能徹底解決，但隨民營發電廠啟用貢獻、ESKOM機組維修完成，JPM預期至明年底限電規模將較今年下降45%。

2023年將為限電高峰，明後兩年限電規模有望降至較不嚴重的1~2級



GWh energy by source	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Eskom	233,136	228,480	215,192	217,650	208,583	185,628	194,388	194,388
Non Eskom	23,200	24,098	24,267	26,672	26,202	26,202	27,442	28,683
Embedded Generation (intensive energy users)						1,758	7,565	10,264
Total	256,336	252,578	239,459	244,322	234,785	213,588	229,395	233,334
Demand assumption for the year	256,528	253,930	241,257	246,843	246,314	245,082	243,857	242,638
Shortfall in GWh (Supply less demand)	-192	-1,352	-1,798	-2,521	-11,529	-31,494	-14,462	-9,303
Equivalent avg. daily stage for the year	sub 1	sub 1	sub 1	sub 1	1	4	2	1

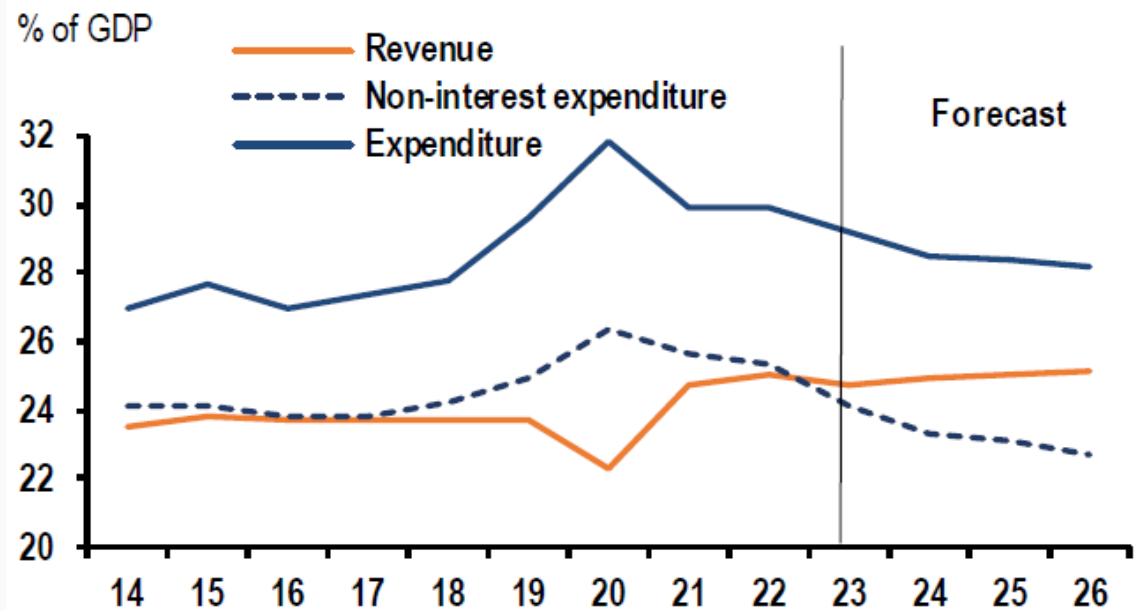
2023年為缺電高峰，明後兩年限電隨無可避免，但有望降為規模較小的1、2級



財政部公布期中報告，嚴守財政紀律，財政惡化幅度低於市場預期

由於財政收入未達標，2023年、2024年與2025年財政支出分別將減少210億蘭特、640億蘭特與690億蘭特，並優先將預算撥給醫療、教育與警政等部門，因此財政赤字惡化程度低於市場預估。

政府維持財政紀律，大幅下修支出



財政赤字下修幅度不如市場預期的悲觀

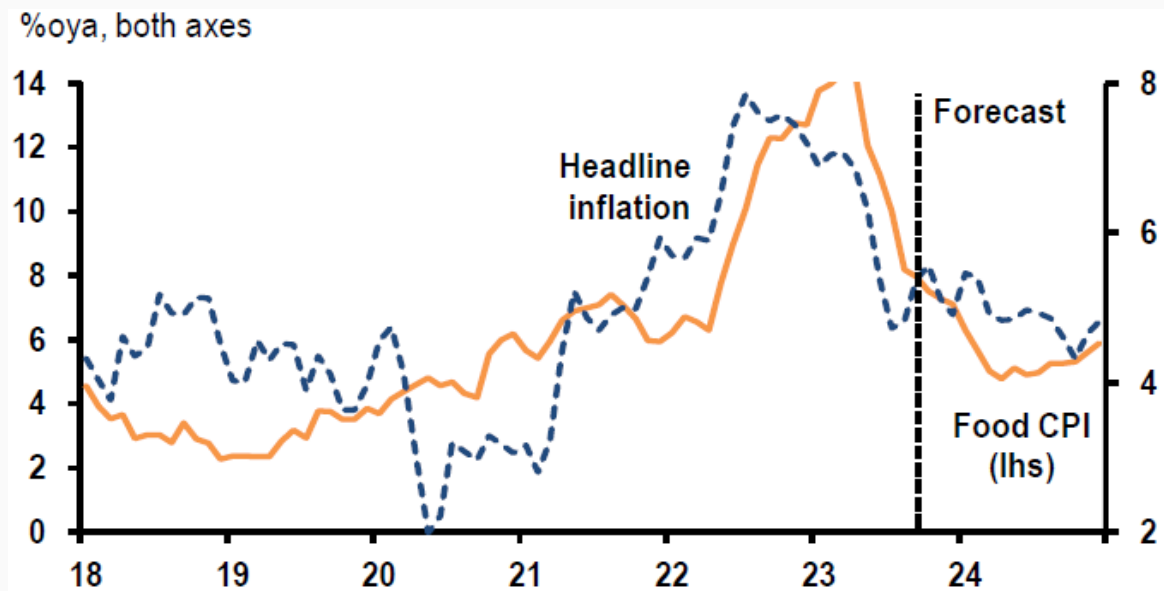
	年初預期	最新預期	市場預期
FY23/24	4.0%	4.9%	5.3%
FY24/25	3.8%	4.6%	5.2%
FY25/26	3.2%	4.2%	4.8%
FY26/27	-	3.6%	-



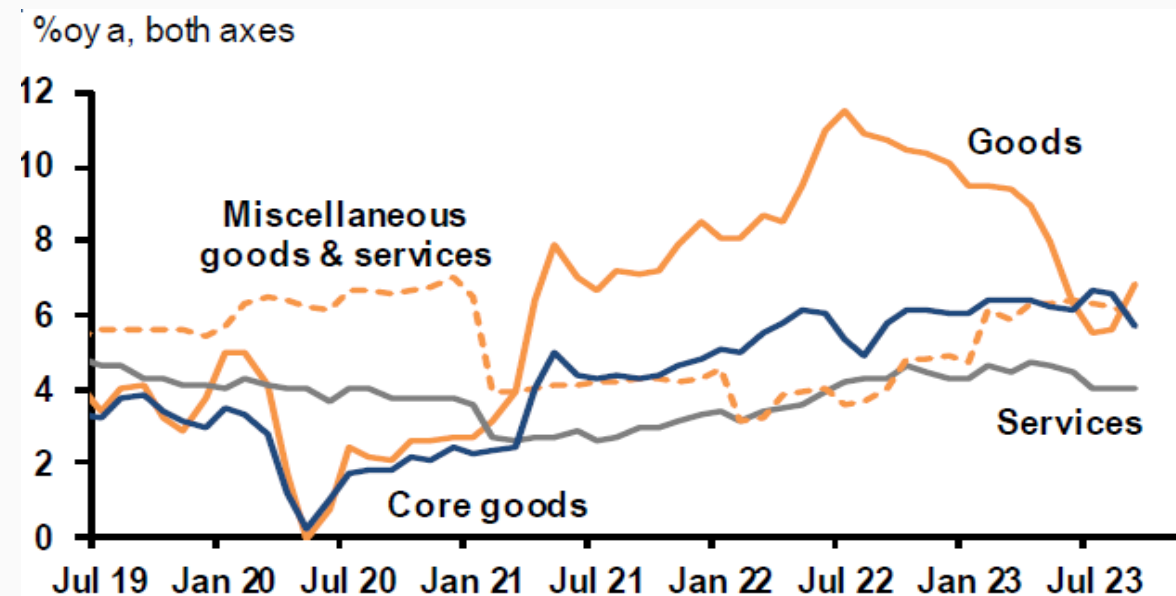
受限電及蘭德貶值導致通膨率短暫回升，惟物價壓力緩解趨勢不變

南非10月CPI年增率為5.9%，略高於前值的5.4%，主要受到燃料、食品與電力價格上升導致。惟通膨率已回升至目標區間3~6%，且隨供給衝擊邊際改善，物價壓力緩解趨勢未變。

食物價格壓力亦開始降溫



核心商品價格已見頂，而服務價格維持平穩





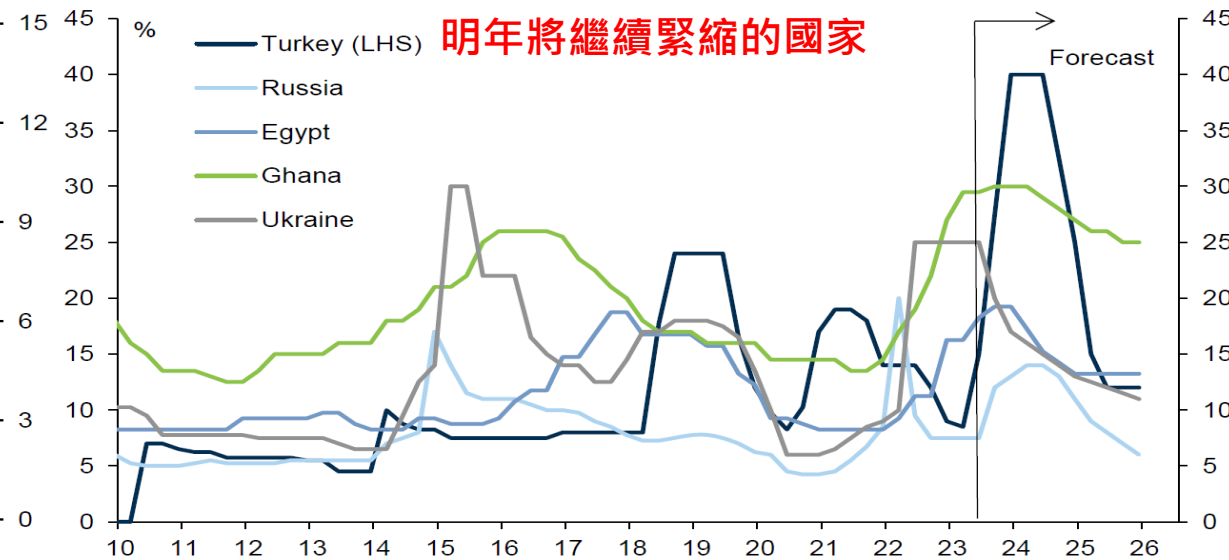
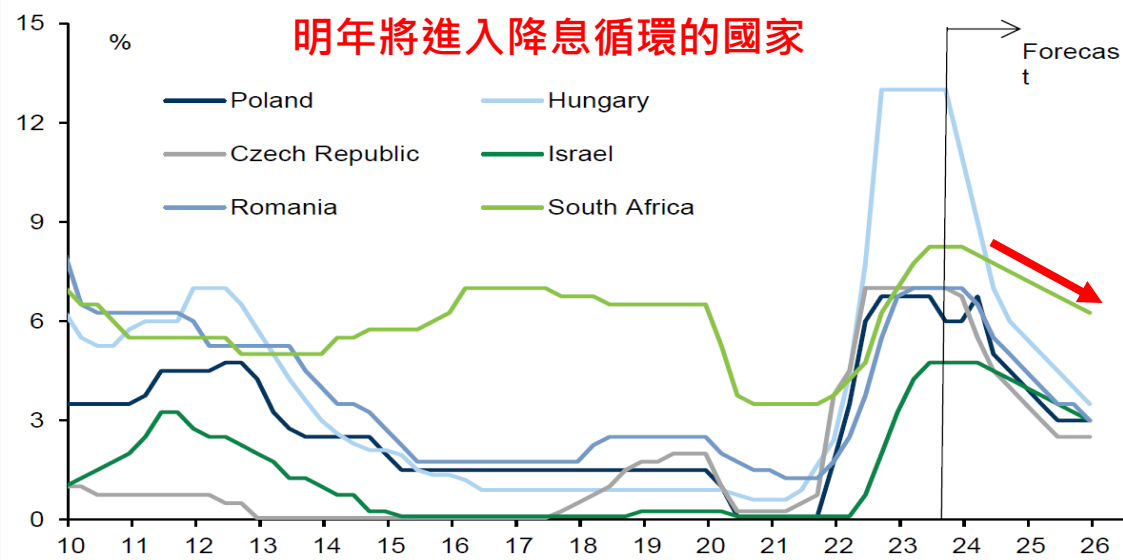
通膨率已處於目標區間，明年南非央行有望審慎降息

SARB 11月央行會議將利率維持於8.25%不變，連續三次維持利率不變，不支持/支持升息的委員為5:0 (前3:2)。雖取決於供給衝擊是否如期緩解、蘭德走勢能否維穩，維仍預期南非亦於明年中進入降息循環。

市場預期明年南非央行有望降息3-4碼

	2022		2023		2024			2025		2026		2027
		Previous	Latest	Consensus	Previous	Latest	Consensus	Previous	Latest	Previous	Latest	
South Africa	7.00	8.00	8.25	8.30	7.25	7.25	7.25	6.25	6.25	5.50	5.50	5.50

在歐非中東地區，明年南非的貨幣政策偏向為中性，因其降息幅度不如匈牙利、捷克、以色列等國，但較部分因貨幣面臨貶值壓力將繼續緊縮的土耳其、埃及、俄羅斯等國家寬鬆。

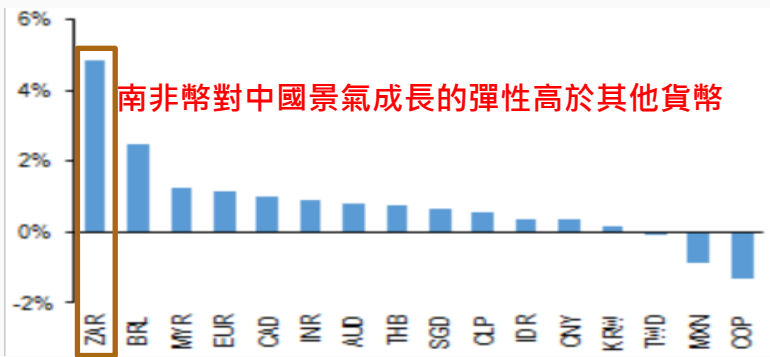
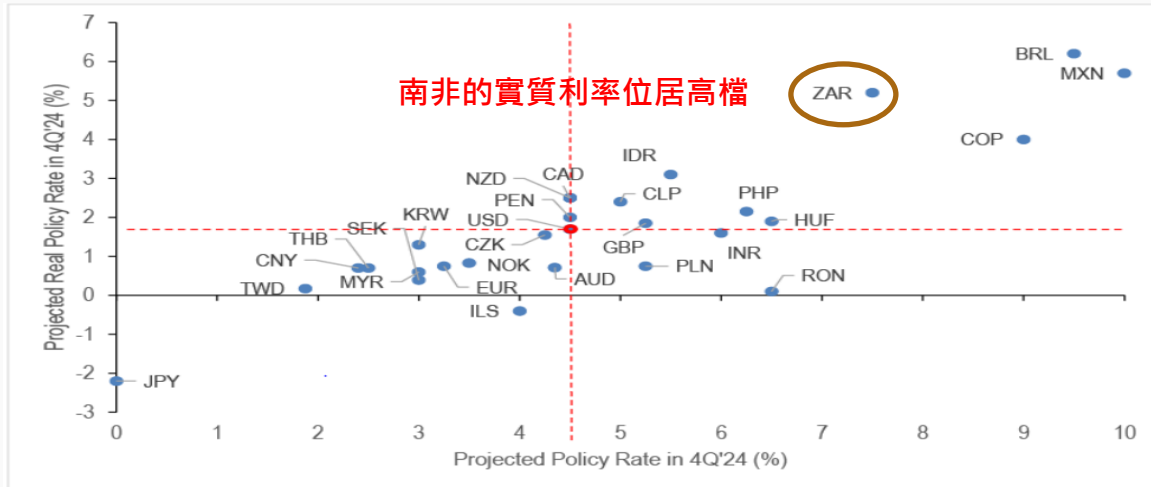




南非幣走勢明年有望趨於穩定

實質利率高位於高檔、中國密集出台刺激政策、南非景氣重新加速。

南非幣走勢明年有望止穩



市場對南非幣走勢預期

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Morgan Stanley	19.0	19.5	19.0	18.5	18.0
Bank of America	18.9	18.6	18.5	17.7	17.8
JP Morgan	19.3	19.5	20.0	20.5	20.5
Bloomberg	18.9	18.8	18.5	18.5	18.5
平均	19.0	19.1	19.2	19.2	18.7

01

非洲市場現況與展望

1.1 南非: 限電規模有望下滑, 風險報酬率改善

1.2 奈國: 正面看待政府改革, 惟短期陣痛在所難免

1.3 埃及: 財政經濟面臨挑戰, 貨幣近期仍面臨壓力

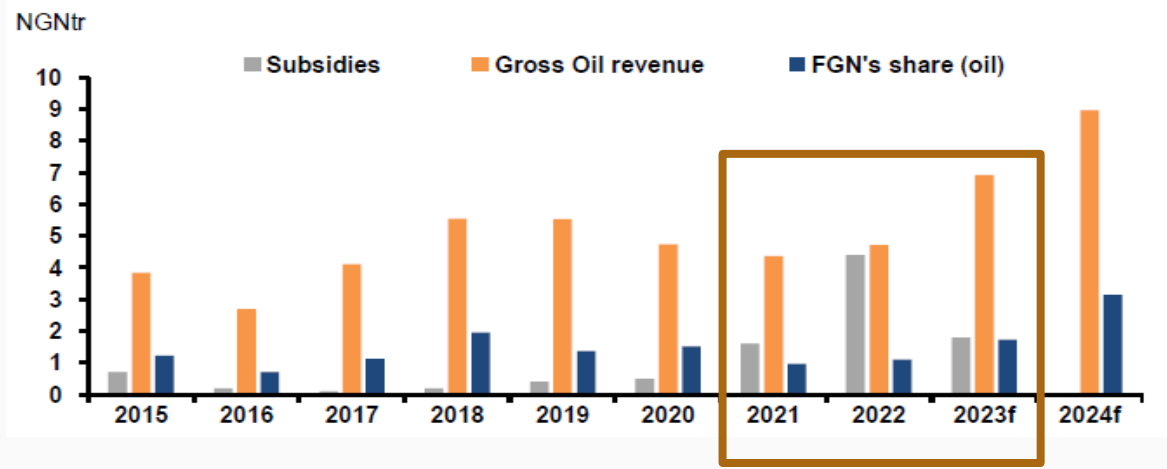
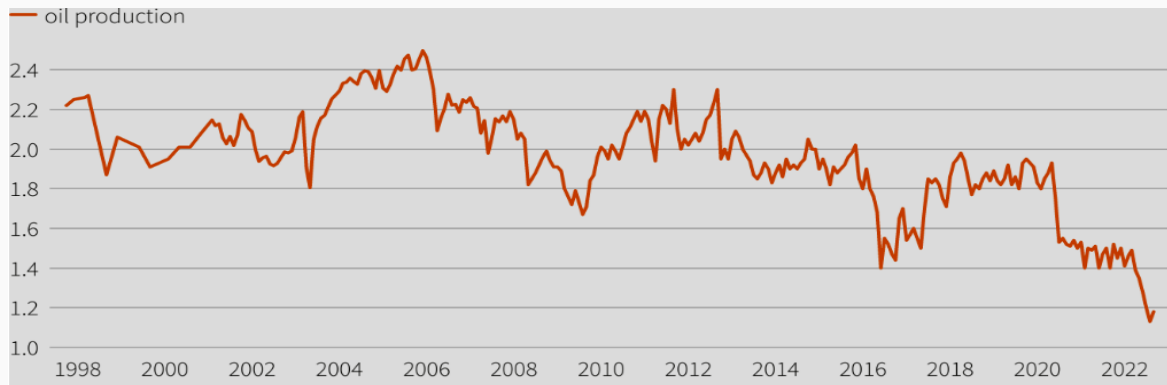




新總統上任祭出改革措施(一)取消燃料補貼，紓緩財政壓力

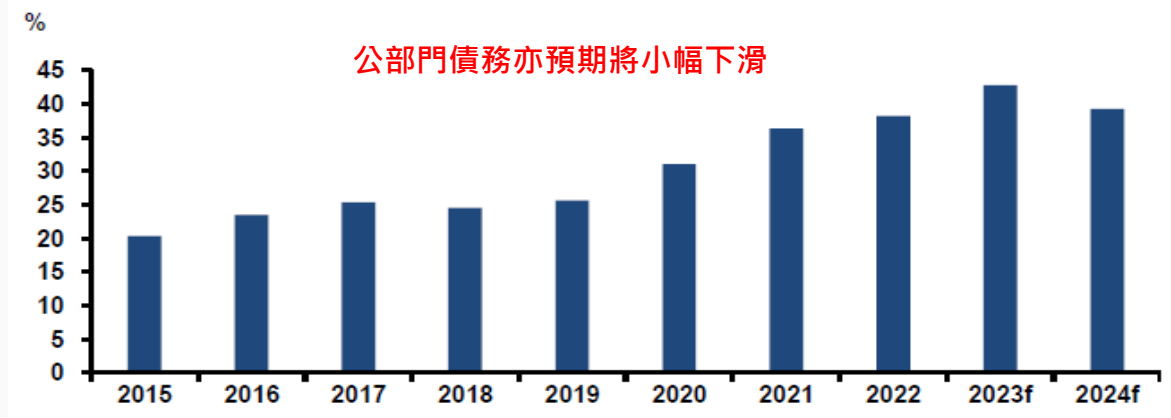
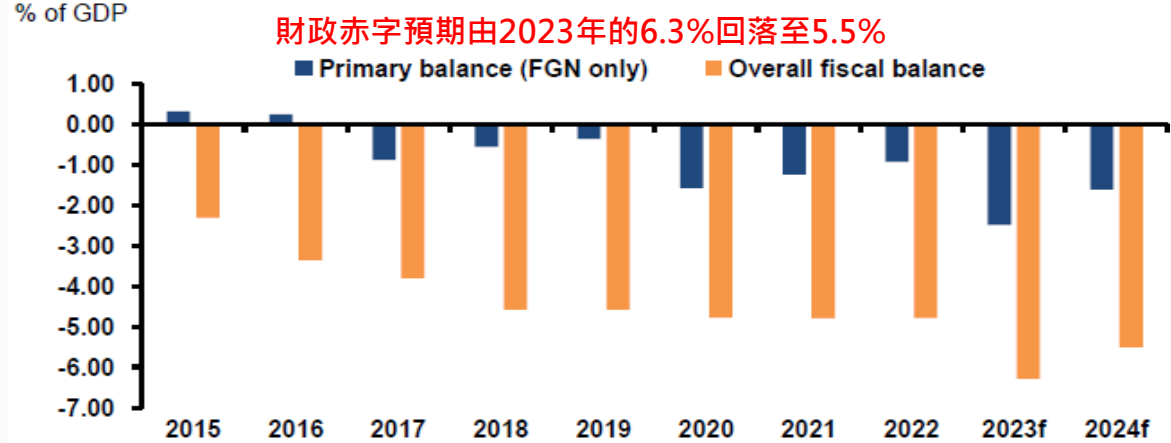
奈及利亞因投資不足及石油設施維修問題，產油效率差，加上政府補貼能源費用，導致石油淨收入低迷，如今新政府將取消補貼，除可緩解財政壓力，未來投資於衛生、教育、基礎設施等財政空間亦將改善。

石油生產效率低、政府補貼燃料費用，導致石油淨收入低迷



過去三年燃料補貼費用尤為高企

政府移除燃料補貼，財政紀律得到改善

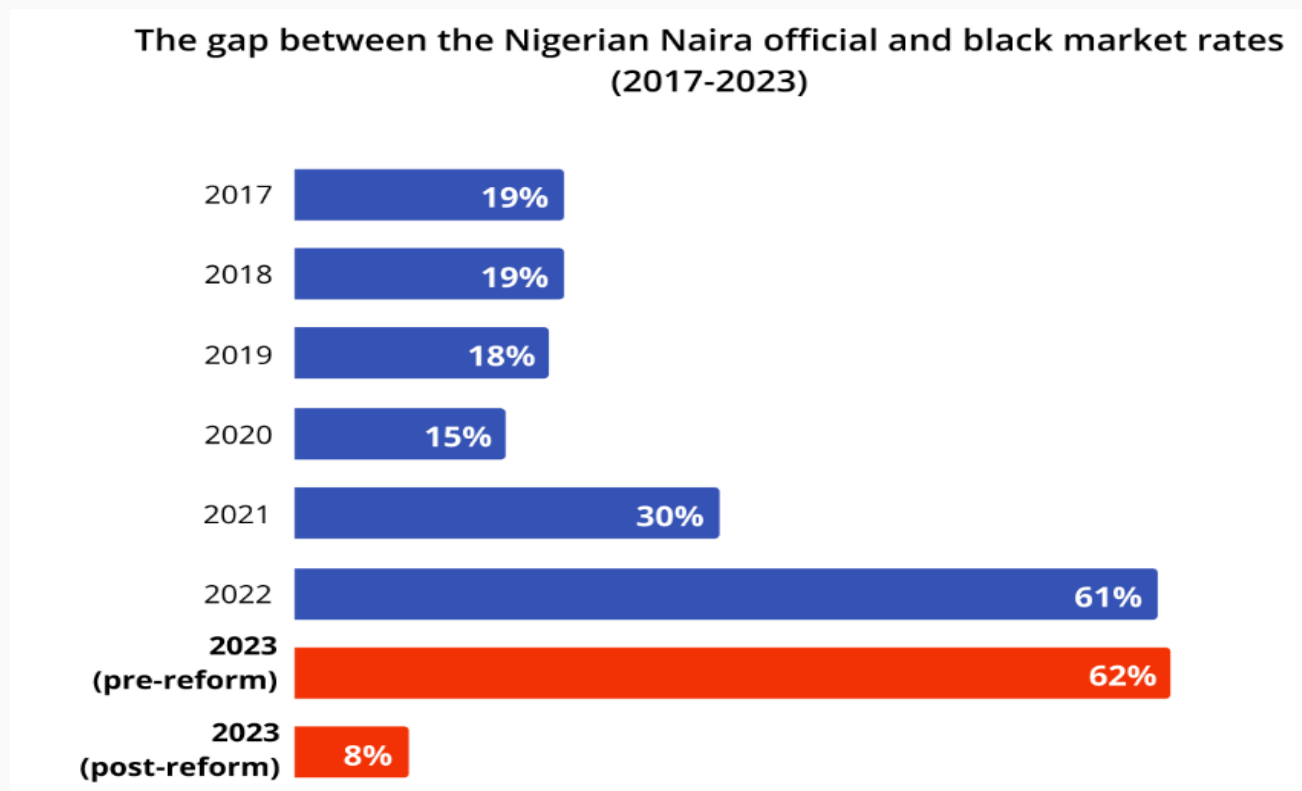




新總統上任祭出改革措施(二)鬆綁匯率管制政策，回歸市場機制

新總統蒂努布上台後，宣布奈拉對美元實施自由浮動匯率機制，此將逐步奈拉官方與黑市匯率缺口高、多重匯率制度情形，有望緩解外資投資奈國時疑慮。

奈拉的官方與黑市匯率缺口收窄

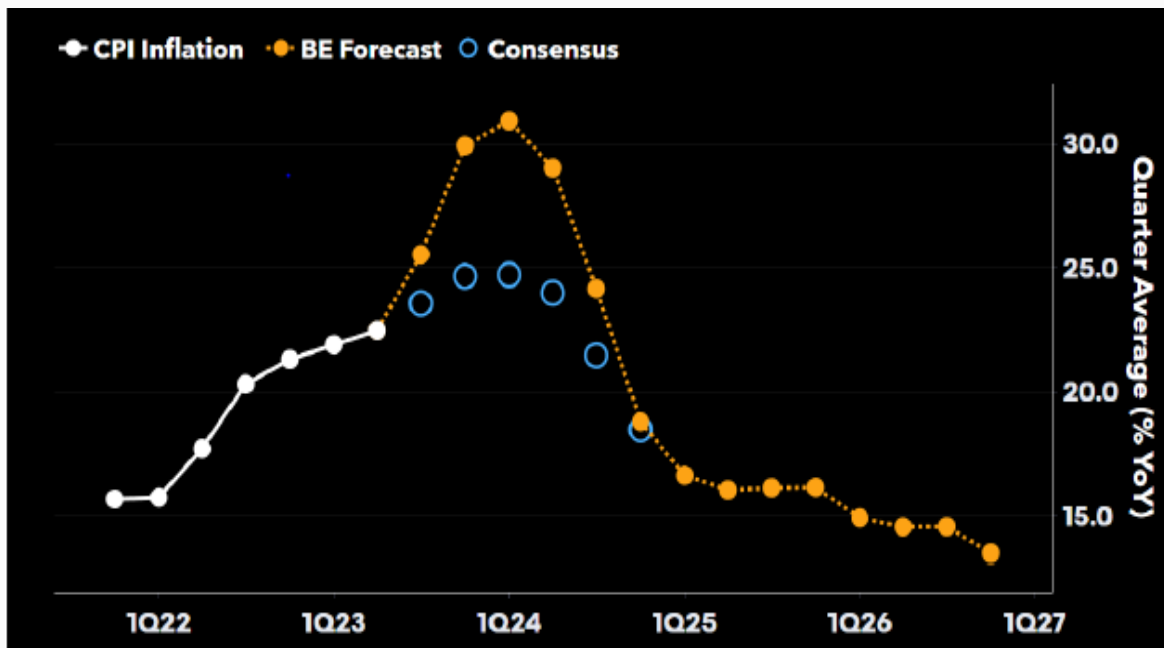




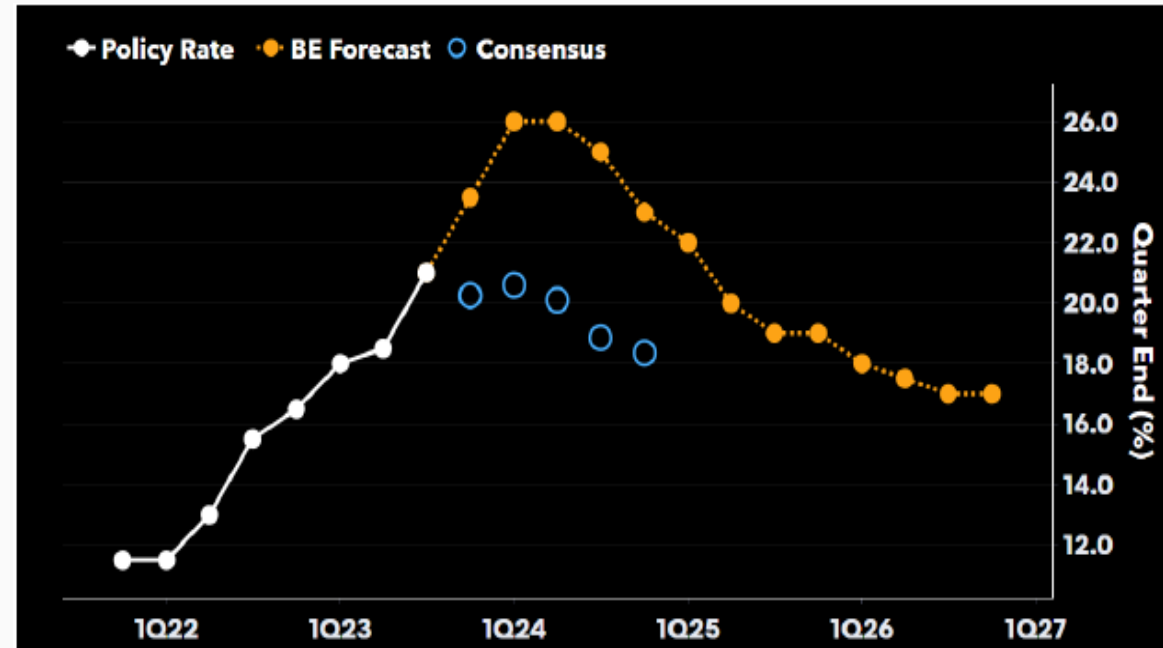
改革造成短期陣痛，疊加奈拉貶值，短期通膨壓力續揚，央行短期維持緊縮

由於貨幣貶值導致輸入型通膨，加上政府移除燃料補貼，短期通膨仍面臨上行壓力。

預期通膨率於1H24才會見頂



奈國央行恐有持續緊縮壓力



01

非洲市場現況與展望

1.1 南非: 限電規模有望下滑, 風險報酬率改善

1.2 奈國: 正面看待政府改革, 惟短期陣痛在所難免

1.3 埃及: 財政經濟面臨挑戰, 貨幣近期仍面臨壓力





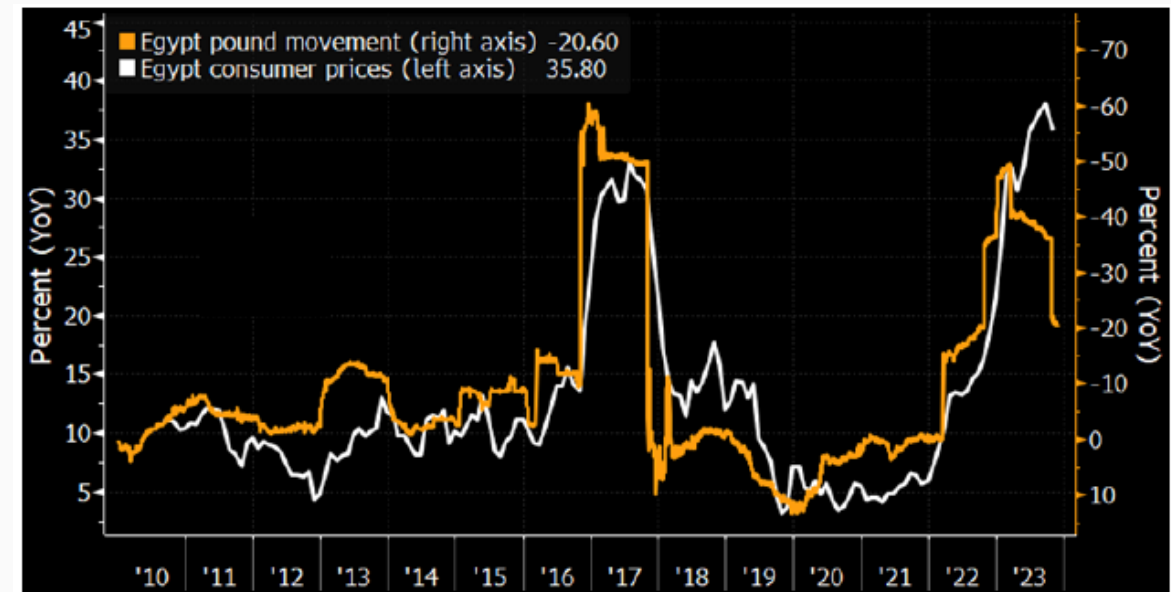
貨幣走勢的不穩定性持續對國內景氣、金融穩定性造成影響

埃及經常帳長期處於赤字，惟2017-2021年利率低檔期間國際熱錢流入掩蓋，隨2022年後FPI(外國證券投資)大幅流出，FDI(外國直接投資)流入已不足以彌補其餘項目的資金缺口。

升息循環以來熱錢外逃，埃及鎊面



埃及鎊大幅貶值導致輸入型通膨

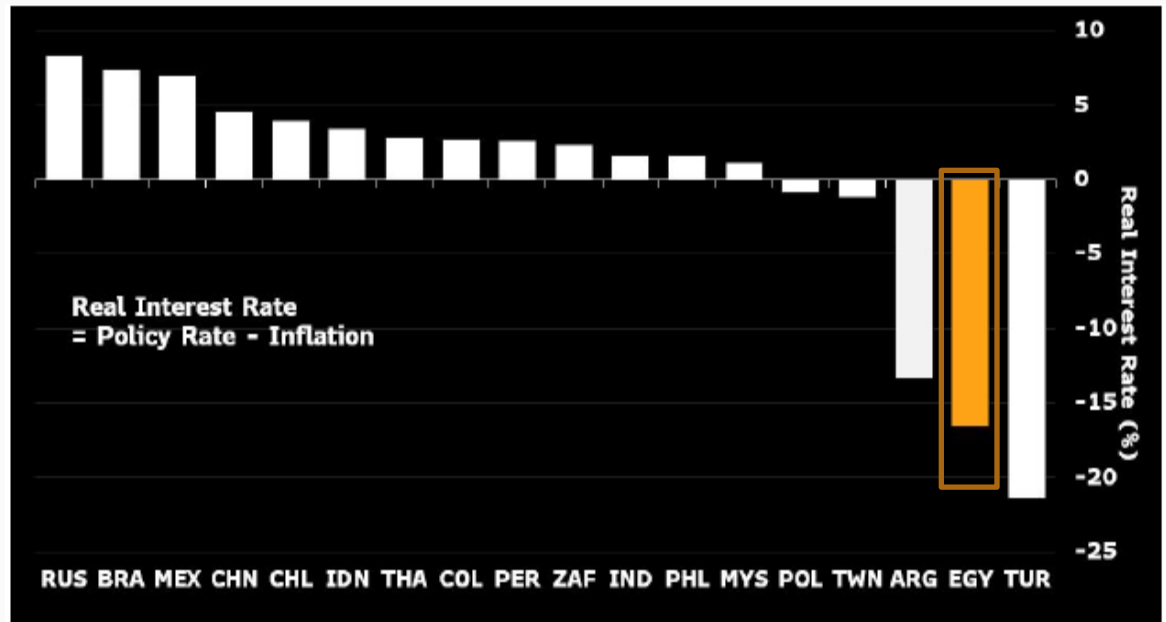




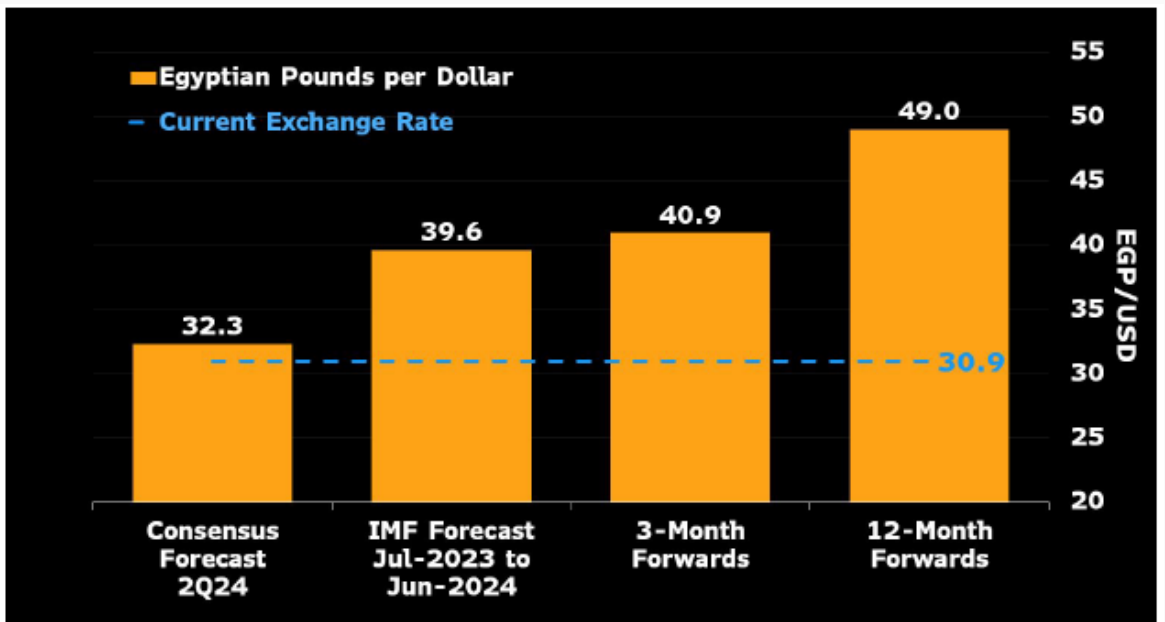
貨幣走勢的不穩定性持續對國內景氣、金融穩定性造成影響

預期埃及央行將持續緊縮以壓抑通膨，惟實質利率為負的情況下，市場預期埃及磅仍面臨貶值壓力

埃及當前處於較高的負實質利率



市場預期埃及磅仍面臨貶值壓力



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	-3.9	0.4	4.5	-5.2	4.1	9.1	2.8
基準指數	-0.5	0.4	9.1	-2.5	5.0	9.3	5.2
排名	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1

國家配置

相對配置: 超配奈及利亞、埃及，低配摩洛哥、南非。

基金產業配置	比重%	相對配置(%)	QTD報酬(%)	YTD報酬(%)
奈及利亞	6.9	5.3	7.5	39.3
埃及	7.0	3.2	22.6	69.4
南非	76.5	-2.3	4.7	4.0
摩洛哥	1.9	-3.3	-0.7	9.9

產業配置

相對配置: 超配循環消費、金融、科技，低配房地產、必須消費、工業。

基金產業配置	比重%	相對配置(%)
循環消費	11.8	6.1
金融	35.5	4.9
科技	13.2	2.3
通訊服務	7.2	1.3
能源	0.0	-1.3
醫療保健	0.0	-1.7
原材料	21.0	-2.7
工業	3.4	-2.8
必選消費	8.0	-2.8
房地產	0.0	-3.3



績效驅動力來源

非洲內需:52% (MTN Group、Standard Bank)。

原物料+中國:25% (Prosus、Anglo American)。

跨國企業:15% (Richemont、Anheuser-Busch)。



前10大持股

前十大持股	比重(%)	產業類別	QTD報酬	YTD報酬	介紹
Anglo American PLC	7.9	原物料	6.2	-20.3	全球性的礦業公司，其產品包括銅、鐵礦、冶金煤、鎳、熱能煤、鉑金族金屬和鑽石等。
Naspers Ltd	7.3	非必須消費	18.7	23.1	南非大型互聯網集團，為Prosus最大股東，並全資擁有非洲最大出版公司Media24、南非最大線上零售商、Takealot.com
Commercial International Bank - Egypt	5.7	金融	26.8	87.3	埃及最大的私營銀行。
Prosus NV	4.9	非必須消費	18.7	15.3	全球最大的科技投資者和運營商之一，持有騰訊26%股份其他投資包含俄羅斯網路公司Mail.Ru、德國快遞公司Delivery Hero、中國旅行網攜程。
Cie Financiere Richemont SA	4.3	非必須消費	7.4	7.3	歷峯集團是以珠寶、高檔手錶為主的瑞士精品公司。
Standard Bank Group Ltd	4.2	金融	9.1	18.6	標準銀行集團為非洲最大的銀行。
MTN Group Ltd	4.2	通訊服務	9.1	-18.8	非洲最大電信業者。
Anheuser-Busch InBev SA/NV	3.6	必選消費	16.5	16.1	全球最大的啤酒製造商。
Absa Group Ltd	3.5	金融	3.4	-9.8	南非聯合銀行的資產位於南非銀行業第四位。
FirstRand Ltd	3.2	金融	10.2	9.4	第一蘭德為南非市值最大，資產規模第二大的銀行。
總計	57.6				



投資結論

投資建議: 中性 (預期走勢與整體新興市場一致)

- ▶ 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。
- ▶ 以基金主要配置國家南非來看，今年以來一系列負面因子，包含俄羅斯貨輪Lady R號疑雲、法規修改導致的籌碼面壓力、財政紀律信心的動搖皆已淡化，而壓抑景氣的限電規模也將在明年逐漸縮小，是否能重新加速成長雖仍具不確定性，惟預期最壞狀況已過。
- ▶ 除此之外，中國解封後景氣復甦雖不如預期，所幸官方頻繁出台刺激政策，對基金持有的原物料類股、中國營收占比高持倉，亦有一定程度挹注。

03

附錄



投資邏輯



投資模式

- 買進股價顯著低於合理價值的股票



注重企業品質

- 健康的資產負債表
- 提供穩定的現金流
- 偏好可以提供高資產報酬率的企業
- 注重企業的公司治理



持續投資在跨國企業進駐以及有跨國商機的市場



投資持有期間至少三年



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。本基金南非幣計價受益權單位的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。本基金南非幣計價受益權單位進行配息前未先扣除行政管理相關費用。本基金南非幣計價受益權單位配息組成項目，可於經理公司網站查詢

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。