



瀚亞投資  
eastspring  
investments

保誠集團成員 

2024年4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 – 基本面雜音導致巴西股市走勢落後

新興市場今年以來各自表現，如土耳其領漲是由於里拉大幅波動促使投資人投入股市，而台灣等則受惠半導體、電子商品週期復甦，巴西則因鐵礦砂價格修正、國企受政治雜音干擾、央行微調指引等因素而表現落後。

今年以來巴西股市表現落後拉丁美洲及整體新興市場

	FX (vs. USD)	Sov. Credit	Local Bonds	Equity (local FX)	Ranked Returns				
					FX	Cred	Bnds	EQ	AVG.
India	0.2%	(1.9%)	2.5%	7.7%	4	2	1	6	3.3
Peru	0.1%	(2.1%)	(2.0%)	17.8%	5	5	6	3	4.8
Colombia	1.7%	(2.7%)	(1.2%)	12.2%	2	15	5	4	6.5
Turkey	1.2%	(2.3%)	(8.4%)	35.7%	3	8	16	1	7.0
Malaysia	(4.1%)	(2.1%)	(2.5%)	5.2%	11	4	7	7	7.3
Philippines	(1.9%)	(2.0%)	(3.3%)	2.9%	6	3	9	11	7.3
Mexico	2.9%	(2.3%)	(0.2%)	(2.6%)	1	9	3	17	7.5
Indonesia	(2.5%)	(2.1%)	(1.2%)	0.1%	8	6	4	13	7.8
Poland	(2.2%)	(2.4%)	(2.8%)	4.8%	7	11	8	8	8.5
Hungary	(6.2%)	(1.7%)	(9.1%)	9.9%	14	1	17	5	9.3
Taiwan	(6.0%)	-	(6.8%)	19.2%	13	-	13	2	9.3
Mainland China	(3.0%)	(2.5%)	0.4%	(1.2%)	10	12	2	14	9.5
Thailand	(7.5%)	(2.2%)	(5.6%)	(1.3%)	17	7	12	15	12.8
South Africa	(2.6%)	(4.0%)	(5.5%)	(2.3%)	9	16	11	16	13.0
Brazil	(4.6%)	(2.6%)	(4.6%)	(6.9%)	12	13	10	18	13.3
Czech Rep.	(6.5%)	-	(7.3%)	0.9%	15	-	14	12	13.7
Chile	(9.2%)	(2.3%)	(11.5%)	3.9%	18	10	18	9	13.8
Korea	(6.9%)	(2.6%)	(7.8%)	3.2%	16	14	15	10	13.8
<b>EM a vg.</b>	<b>(3.2%)</b>	<b>(2.4%)</b>	<b>(4.3%)</b>	<b>4.5%</b>					



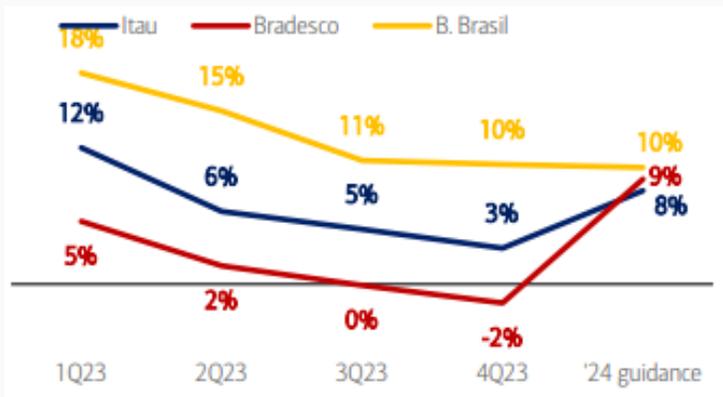
# 金融股 – 三大銀行今年放貸重新加速、壞帳準備金下降

在利率回落、流動性改善的背景下，信貸需求回溫，金融機構壞帳壓力亦得到舒緩。

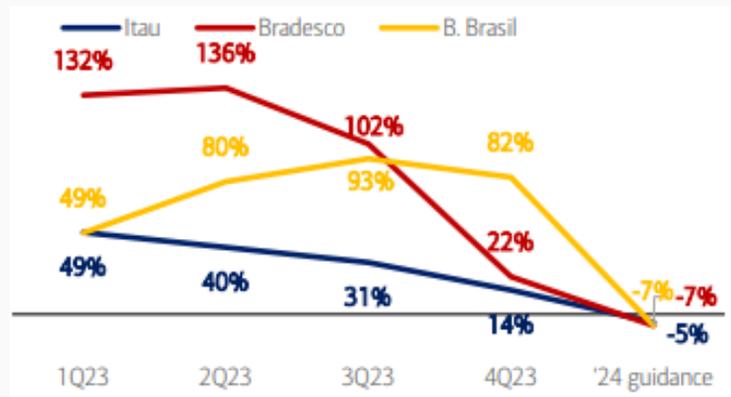
## 今年以來巴西股市表現落後拉丁美洲及整體新興市場

公司	市場定位
Itaú Unibanco (ITAU)	巴西第一大銀行，聚焦中高資產客戶、於SME放貸亦以相對具規模的客群為主。
Banco do Brasil (BBAS)	巴西第二大銀行，亦為最大官股銀行，其1/3放貸聚焦於政府補貼的農民貸款，且高比重業務來自公務員的薪資貸款，大部分貸款由政府擔保，對景氣敏感度相對低。
Banco Bradesco (BBDC)	巴西第三大銀行，亦為大二大民營銀行，消金、中小企業業務比重達80%，很大客群來自中低收入戶，對景氣敏感度最高。

三大銀行放貸重新加速



壞帳準備金下降





# 鐵礦砂 – 中國房市於疲軟數據與支撐政策間拉扯

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有望緩步收斂。

1-2月房屋新開工面積為9429萬平方米，較去年同期下滑30.5%。

## 中國中央與地方政府提振房市政策

放寬購屋資格、提供白名單房企融資

時間	城市或單位	主要內容
1/12	住建部、金融監管總局	建立地級及以上城市房地產融資協調機制，支援房地產企業融資。
1/30	重慶市	向金融機構發送第一批房企「白名單」。
2/6	金融監管總局	要求商業銀行建立協調機制與房企白名單，加快授信，滿足房企融資需求。
2/7	深圳	落戶即可買房，外地戶口加入社保3年，即獲購房資格。
2/20	人行	下調5年期LPR貸款市場利率0.25%
2/29	住建部、金融監管總局	召開城市房地產融資協調機制調度會議，強調「應建盡建」原則。
3/5	兩會國務院報告	因城施策優化房地產調控，降低房貸成本，積極推進「保交樓」
3/14	杭州	全面取消二手房限購，減免個人出售住房增值稅年限統一調整為2年
3/20	安徽	建立房企「白名單」，推動行業平穩發展

## 商品房當月開工面積





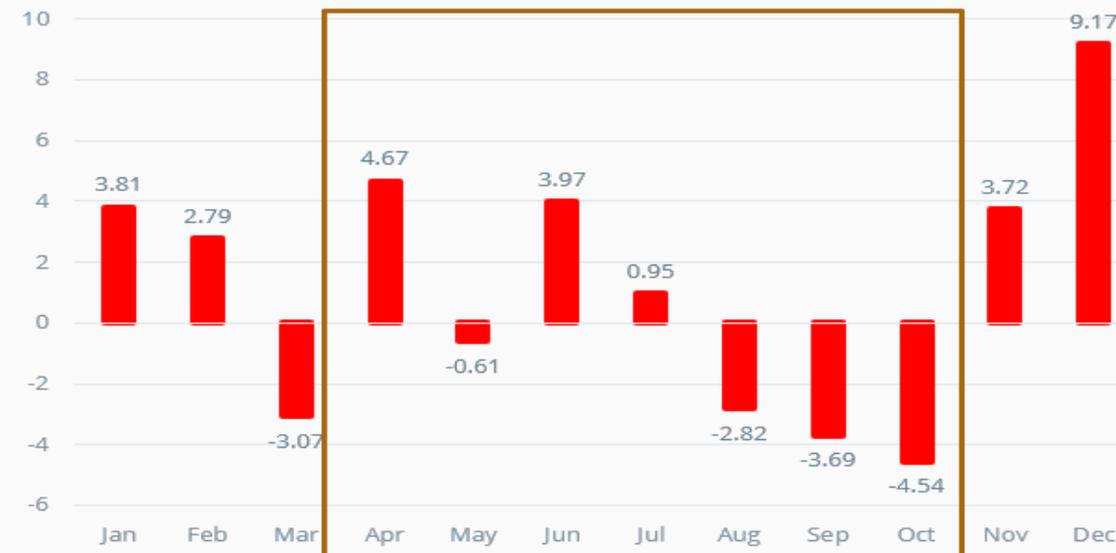
# 鐵礦砂 – 庫存回補告一段落、旺季效應已過

庫存回補、農曆新年前的旺季效應已過，搭配房市仍在築底階段，預計鐵礦砂價格短期維持震盪整理。

### 中國港口鐵礦砂庫存 – 回補已逐漸告一段落



### 鐵礦砂歷史平均月報酬(%)



### 鐵礦砂價格走勢





# 原油 - OPEC+延長減產至2Q，上半年油市偏緊、下半年平衡

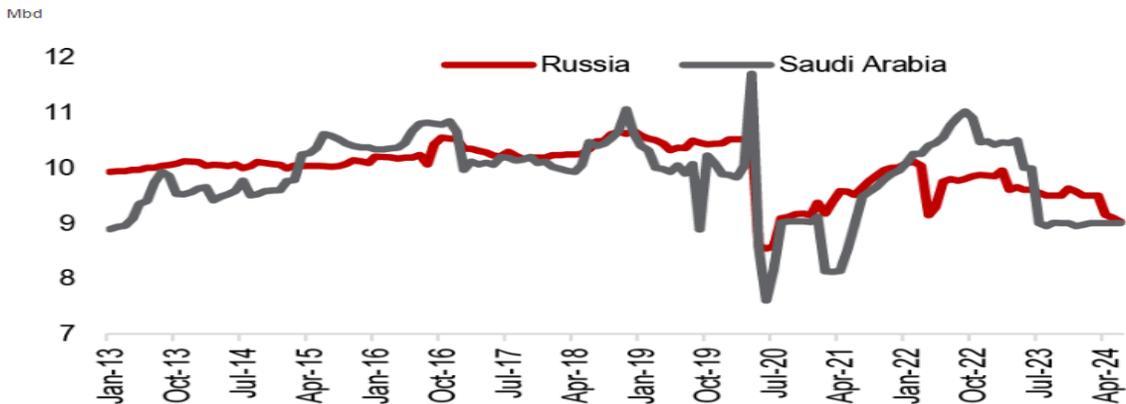
1) OPEC+ 如期在 3/3 宣佈延長220 萬桶減產量至Q2，俄羅斯也將在Q2削減47.1萬桶 2) 紅海胡塞武裝干擾不斷，油輪運輸路線拉長，導致石油供應滯留海上 3) 美國煉油廠產能利用率落底回升，帶動原油庫存轉呈消耗

## 全球原油產量(扣除OPEC+俄羅斯)

Kbd	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24
Crude	9,500	9,500	9,500	9,150	9,100	9,029
Condensate	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
<b>Total</b>	<b>10,600</b>	<b>10,600</b>	<b>10,600</b>	<b>10,250</b>	<b>10,200</b>	<b>10,129</b>
<b>MoM Change</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-350</b>	<b>-50</b>	<b>-71</b>

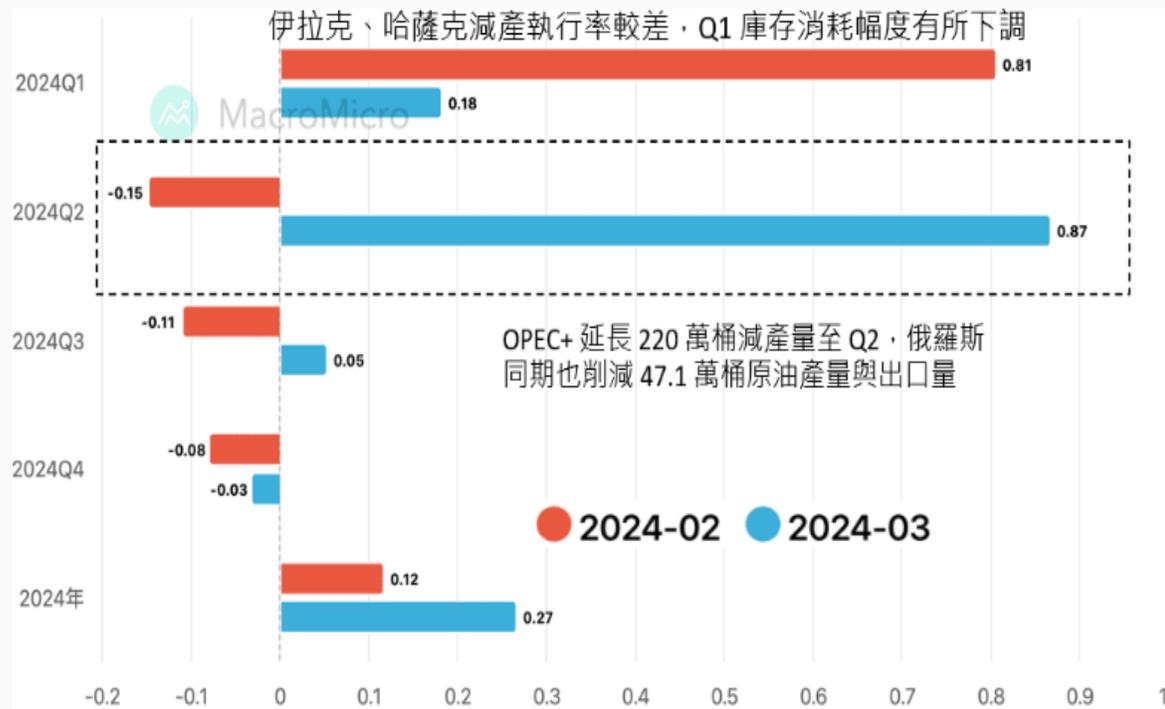
Source: OPEC, J.P. Morgan Commodities Research

Figure 1: Russia and Saudi Arabia crude oil production



Source: Platts, Rystad, Russian Ministry of Energy, J.P. Morgan Commodities Research

## OPEC+延長減產，上半年供需偏緊、下半年平衡





# 惟巴西石油走勢短期恐受政治雜音影響

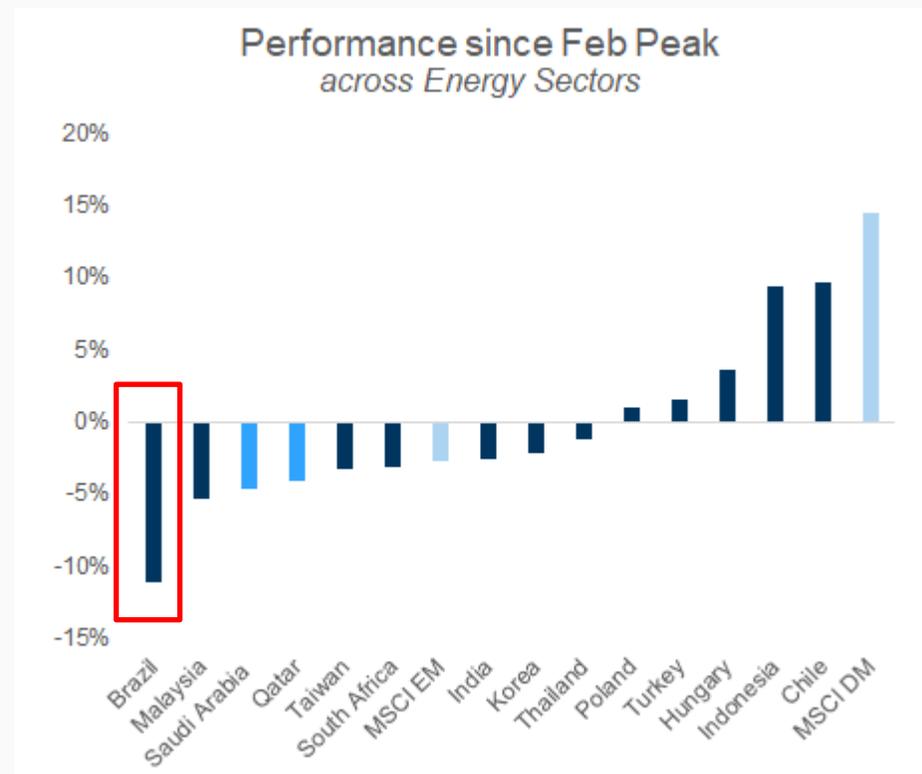
巴西石油未如預期發放特別股息，資本配置存疑，目標長期營收約一半將來自新能源，暗示配發股息將轉趨保守。

巴西石油普通股息率11-13%，仍優於全球大型油企均值

巴西石油受制於政治雜音，股價未能連同油價同步上漲

PBR 2024 Ordinary dividend yield	Avg. Brent prices 2024, US\$/bbl				
	65	70	75	80	85
14.2	12.1%	12.9%	13.8%	14.7%	15.6%
15.4	11.5%	12.4%	13.3%	14.2%	15.0%
16.7	11.0%	11.9%	12.8%	13.6%	14.5%
17.9	10.5%	11.3%	12.2%	13.1%	14.0%
19.2	9.9%	10.8%	11.7%	12.6%	13.4%

O&G Peers	EV/EBITDA			Cash Returns*		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
PBR**	3.0x	3.1x	3.1x	12.8%	11.2%	11.4%
Exxon	5.6x	5.6x	5.6x	8.1%	8.5%	8.0%
Chevron	5.0x	4.8x	5.0x	10.6%	11.1%	10.3%
British Petroleum	3.5x	3.5x	3.5x	11.6%	11.4%	10.0%
Total Energies	4.2x	4.3x	4.8x	10.2%	9.5%	8.4%
Shell	4.0x	4.0x	4.2x	10.3%	9.8%	9.4%
Equinor	1.7x	1.7x	1.8x	18.0%	12.3%	7.9%
Eni	3.3x	3.3x	3.5x	9.4%	9.6%	8.7%
<b>Majors average (w/o PBR)</b>	<b>3.9x</b>	<b>3.9x</b>	<b>4.0x</b>	<b>11.2%</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.0%</b>
Aramco	8.1x	8.1x	8.1x	5.4%	4.6%	4.6%
YPF**	3.5x	3.6x	3.5x	n.m.	n.m.	n.m.
Ecopetrol**	4.0x	4.0x	4.2x	15.8%	12.6%	14.1%
CNOOC	2.7x	2.6x	2.3x	7.6%	8.1%	8.0%
China Petroleum	5.1x	5.0x	n.m.	5.8%	6.1%	6.0%
<b>EM average (w/o PBR)</b>	<b>4.7x</b>	<b>4.7x</b>	<b>4.5x</b>	<b>8.7%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.2%</b>
<b>Average</b>	<b>4.1x</b>	<b>4.1x</b>	<b>4.1x</b>	<b>10.5%</b>	<b>9.6%</b>	<b>8.9%</b>
<b>Median</b>	<b>4.0x</b>	<b>4.0x</b>	<b>3.8x</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.6%</b>

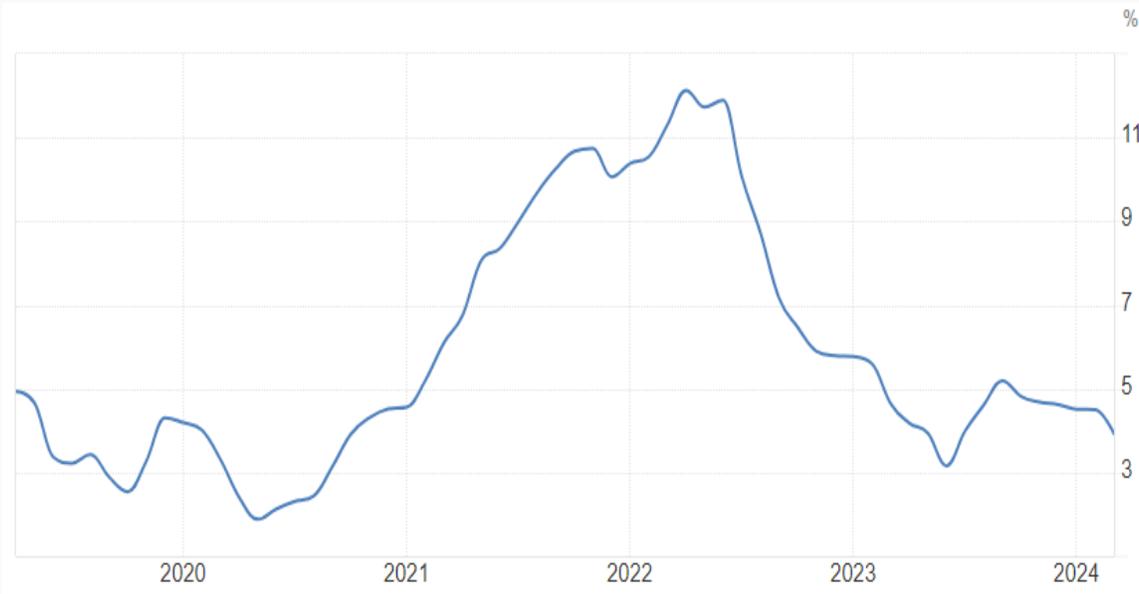




# 貨幣政策: 物價回落趨勢不變，惟央行轉為關注服務通膨與中長期通膨預期

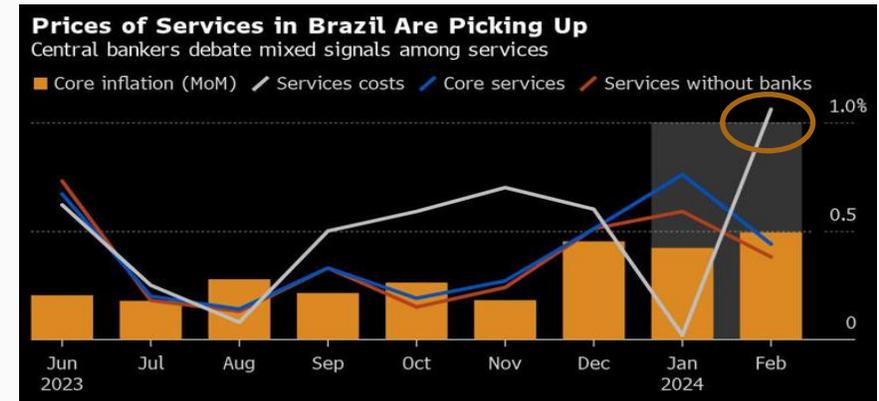
3月份通膨回落至3.93%，低於市場預期的4.01%及前值4.51%。

## 通膨回落趨勢不變，惟回落幅度趨緩



## 服務成本以及中長期通膨預期走勢較為僵固

勞動力市場強勁驅動實質薪資上升，此亦導致服務業通膨維持一定韌性



2024年/2025年通膨預期分別處於3.75%/3.50%，仍未與央行目標的3.00%收斂



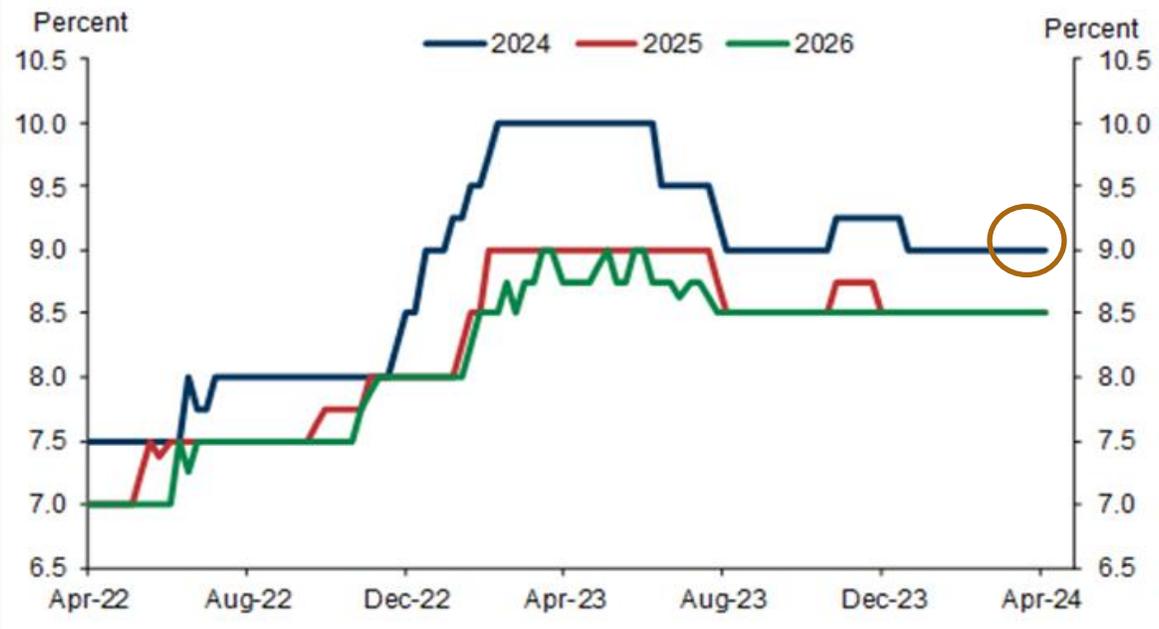


# 貨幣政策: 近期利率會議上微調前瞻指引，導致市場上調年底利率水位預期

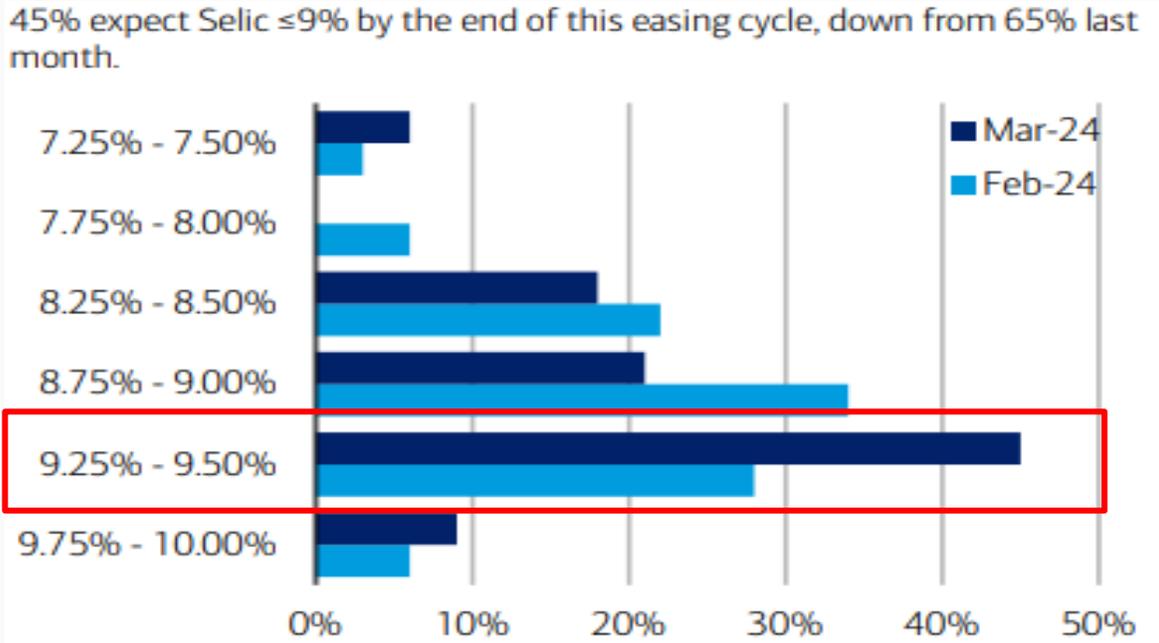
巴西央行下調基準利率至10.75%，符合市場預期及央行之前的指引。

官員於會議上改變措辭，承諾於5月開會時再降息2碼，但為6月後縮減降息幅度的可能敞開大門。

此前市場已定價年底利率將降至9.00%



投資人對年底利率水位預期有所上調



今年巴西央行仍有六次會議，即便按照原先市場預期，利率離現在水位僅有7碼調降空間，因此勢必在某個時間點會縮減降息幅度。

## 外資已多數超配巴西股市，進一步的資金面推升有賴內資回流

根據EPFR，截至2月底，55位受訪的新興市場經理人中，超五成超配巴西，且幅度中位數高於其他新興市場。

過往降息期間族群表現

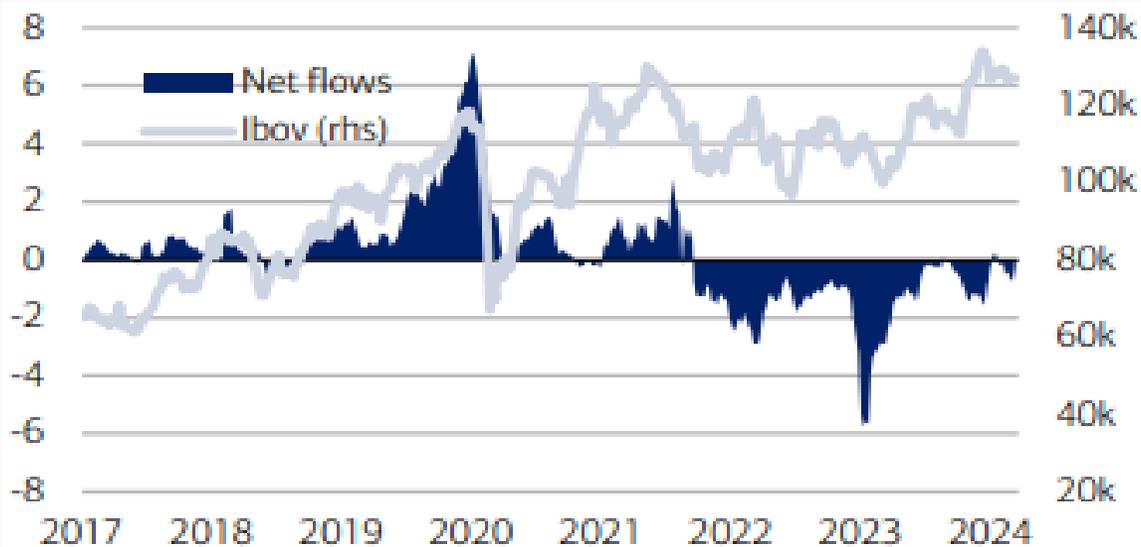
Major EMs	> 2% OW	< 2% UW	OW-UW	< 0.1%	MSCI EM Wts (%)	Funds asset allocation relative to MSCI EM Benchmark				
						Minimum	Bottom quartile	Median	Top quartile	Maximum
Brazil	30 (30)	0 (1)	30 (29)	0 (0)	5.5	(1.5)	0.3	2.5	4.1	9.5
Mexico	19 (20)	3 (4)	16 (16)	2 (2)	2.6	(2.6)	(0.0)	1.2	2.4	8.7
South Africa	6 (7)	9 (10)	-3 (-3)	4 (4)	2.7	(2.7)	(1.6)	(0.2)	0.7	4.2
China+HK	12 (10)	22 (21)	-10 (-11)	0 (0)	25.8	(12.7)	(4.3)	(0.7)	1.8	9.7
Korea	8 (9)	19 (17)	-11 (-8)	0 (0)	12.5	(7.6)	(2.8)	(1.1)	0.3	12.3
India	11 (11)	23 (20)	-12 (-9)	0 (0)	17.6	(16.0)	(4.5)	(1.5)	0.9	11.6
Taiwan	7 (7)	25 (31)	-18 (-24)	0 (0)	16.7	(12.2)	(3.7)	(1.7)	0.0	8.3
China	9 (6)	31 (31)	-22 (-25)	0 (0)	25.8	(14.3)	(6.1)	(2.6)	0.4	9.7
Saudi Arabia	0 (0)	40 (37)	-40 (-37)	22 (23)	4.4	(4.4)	(4.4)	(3.4)	(1.9)	0.3



## 外資已多數超配巴西股市，進一步的資金面推升有賴內資回流

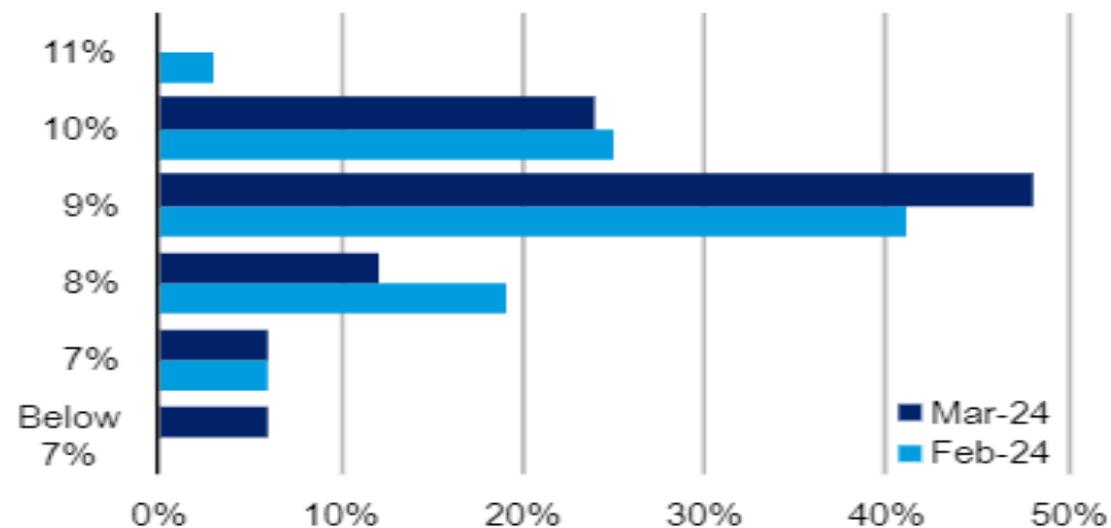
巴西股市當前投資氛圍呈現內外不同調，主因國內利率高企，投資股票的機會成本高。美銀經理人調查顯示利率降至11%後，投資人於資產配置中增持股票意願開始回升。

雖然幅度收窄，但資金仍持續從當地股票基金流出



美銀調查投資人願意將資金配置轉往股票的利率水位

Individuals are expected to rotate into equities when Selic reaches 9%.

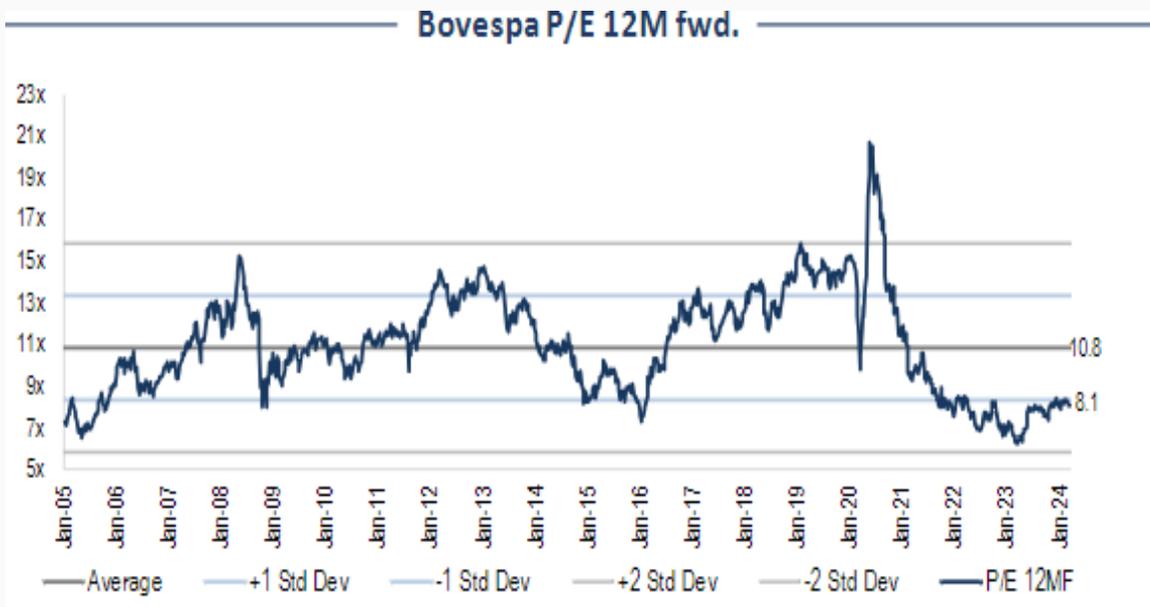




# 巴西股市評價面仍然低廉，全年估值仍具上修空間

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。

## 估值仍處於歷史區間下緣



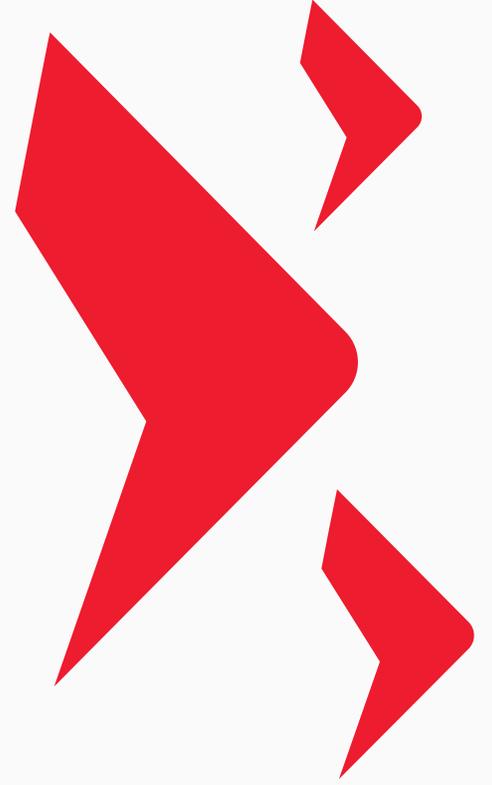
## 在不同情境假設下預期2024年底潛在漲幅

	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>

9.0倍 = 11%  
9.5倍 = 17%

## 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	-1.2	-1.2	13.5	39.9	9.3	15.6	3.0
同類型基金平均	-3.2	-3.2	8.7	30.0	4.7	9.6	-0.5
<b>排名</b>	<b>1/6</b>						

	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	-3.1	-3.1	8.5	36.0	7.7	14.9	2.9
MSCI拉美	0.5	0.5	12.3	30.6	14.3	7.2	9.5
MSCI新興市場	7.1	7.1	9.6	15.2	4.2	-0.9	3.3

## 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。

基金產業配置	比重%	相對配置(%)	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
循環消費	8.9	5.1	-1.6	4.0
工業	10.8	2.9	2.4	-6.3
金融	27.6	2.3	0.6	-6.0
原材料	17.4	-2.5	-3.8	-10.2
科技	0.0	-0.9	-7.4	-8.6
通訊	0.0	-1.7	-4.9	1.8
醫療	0.9	-2.3	0.5	-12.9
必須消費	7.6	-1.3	1.7	-6.0
公用事業	7.6	-3.6	-1.6	-0.4
能源	15.1	-1.0	-5.0	4.8



# 前10大持股

前十大持股	比重(%)	產業類別	MTD報酬	YTD報酬	介紹
PETROLEO BRASILEIRO SA PFD SHS	9.6	能源	-6.9%	7.8%	國有石油業者，主要從事探勘、生產、提煉等業務，其運營的深海鹽下層油田具有相當的成本優勢。
CIA VALE DO RIO DOCE	9.2	原物料	-9.2%	-13.2%	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。
ITAU UNIBANCO HLDG SA PEF SHS	8.6	金融	2.1%	-0.1%	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	7.4	金融	3.7%	-19.5%	巴西最大的保險提供商、第三大銀行。
SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	5.1	原物料	13.5%	1.3%	全球最大紙漿生產商。
B3 SA - BRASIL BOLSA BALCAO	3.6	金融	-6.5%	-11.8%	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	3.4	工業	0.3%	-2.8%	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。
BANCO DO BRASIL SA	3.4	金融	-2.1%	4.5%	巴西最大國有銀行，亦為巴西第二大銀行。
VIBRA ENERGIA SA	3.1	非必選消費	-3.3%	13.6%	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)
AMBEV	3.1	必選消費	-0.7%	-8.4%	拉美最大，同時亦為全球第四大的釀酒商，旗下啤酒品牌如Skol、Brahma及Antarctica在巴西擁有68%市佔率。
<b>總計</b>	<b>56.6</b>				



## 投資結論

### 投資建議: 2Q:EW、全年:OW

- ▶ 巴西今年以來比現落後其餘新興市場，除去年股價漲幅基期高，疊加外資已普遍超配巴西之外，權值板塊如原物料、能源，亦分別因鐵礦砂價格修正、巴西石油受政府干預的預期等因素造成短暫壓抑。
- ▶ 除此之外，巴西央行於近期利率會議上微調措辭，表示雖然於五月會議上仍將降息兩次，但為6月後縮減降息幅度的可能敞開大門。從市場訂價來看，市場預期利率水位將於於年底降至9%，而從至年底巴西央行的會議次數來看，在某時間開始縮減降息幅度實為預期之內，惟市場消化央行微調前瞻指引之際，股價恐有所波動。
- ▶ 雖短期缺乏催化劑，但巴西股市以未來12個月EPS預估的本益比位在8.1倍，仍明顯低於過往降息週期的平均估值，上述壓抑市場因子淡化後，伴隨隨後而來的聯準會降息，巴西股市預期仍有上行空間。

# 03

---

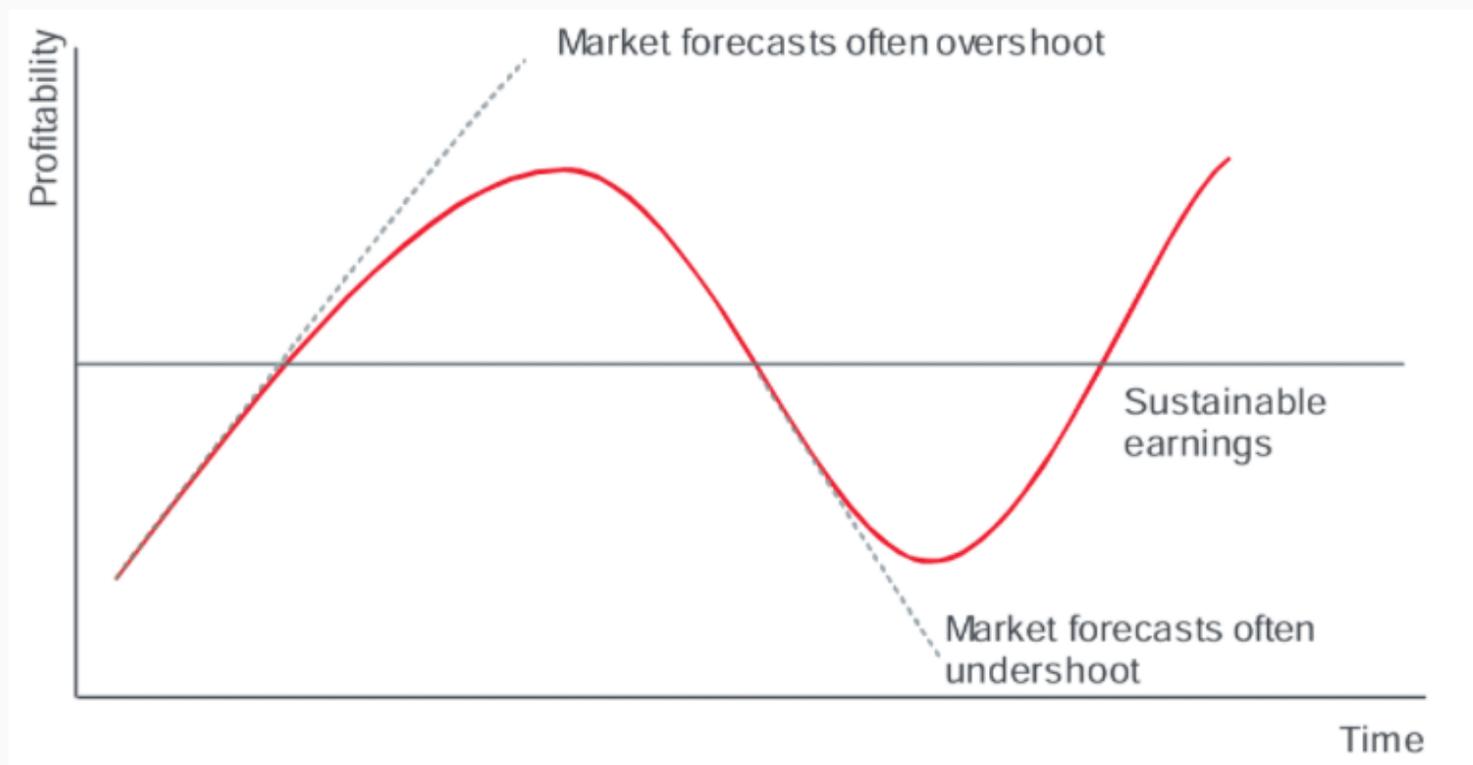
## 附錄





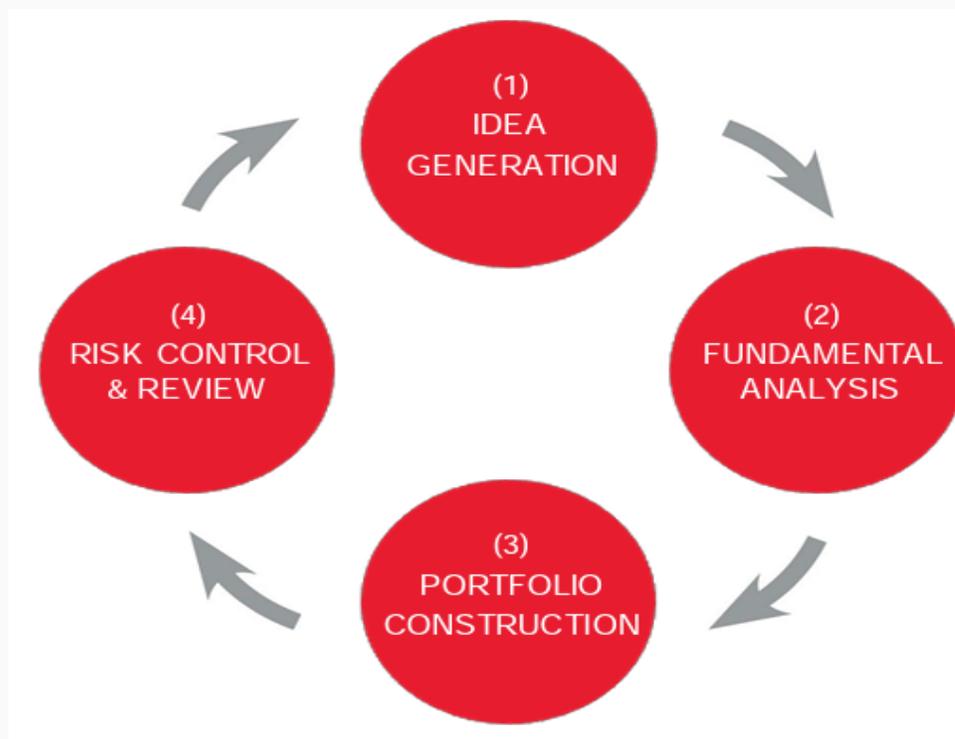
## 投資利基

- ▶ 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

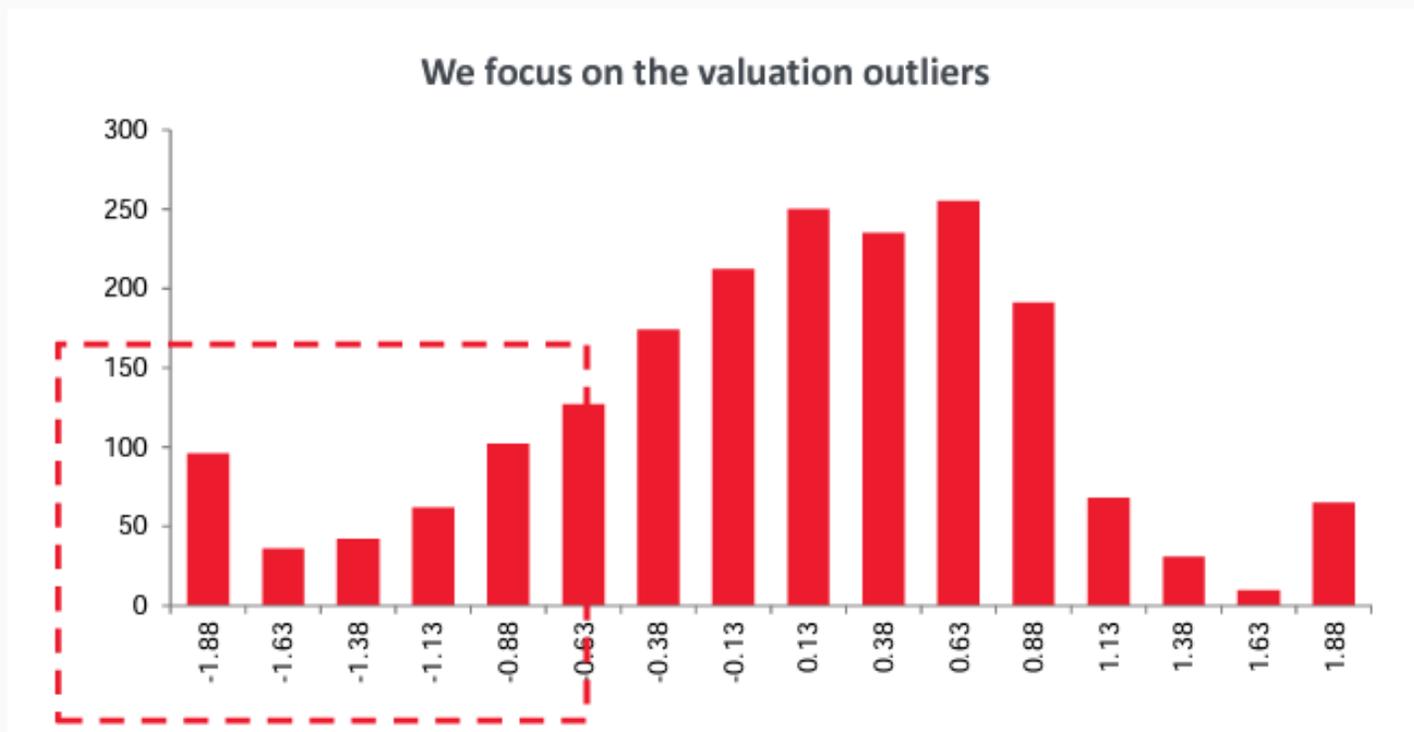
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。





## 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。