



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2024年6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

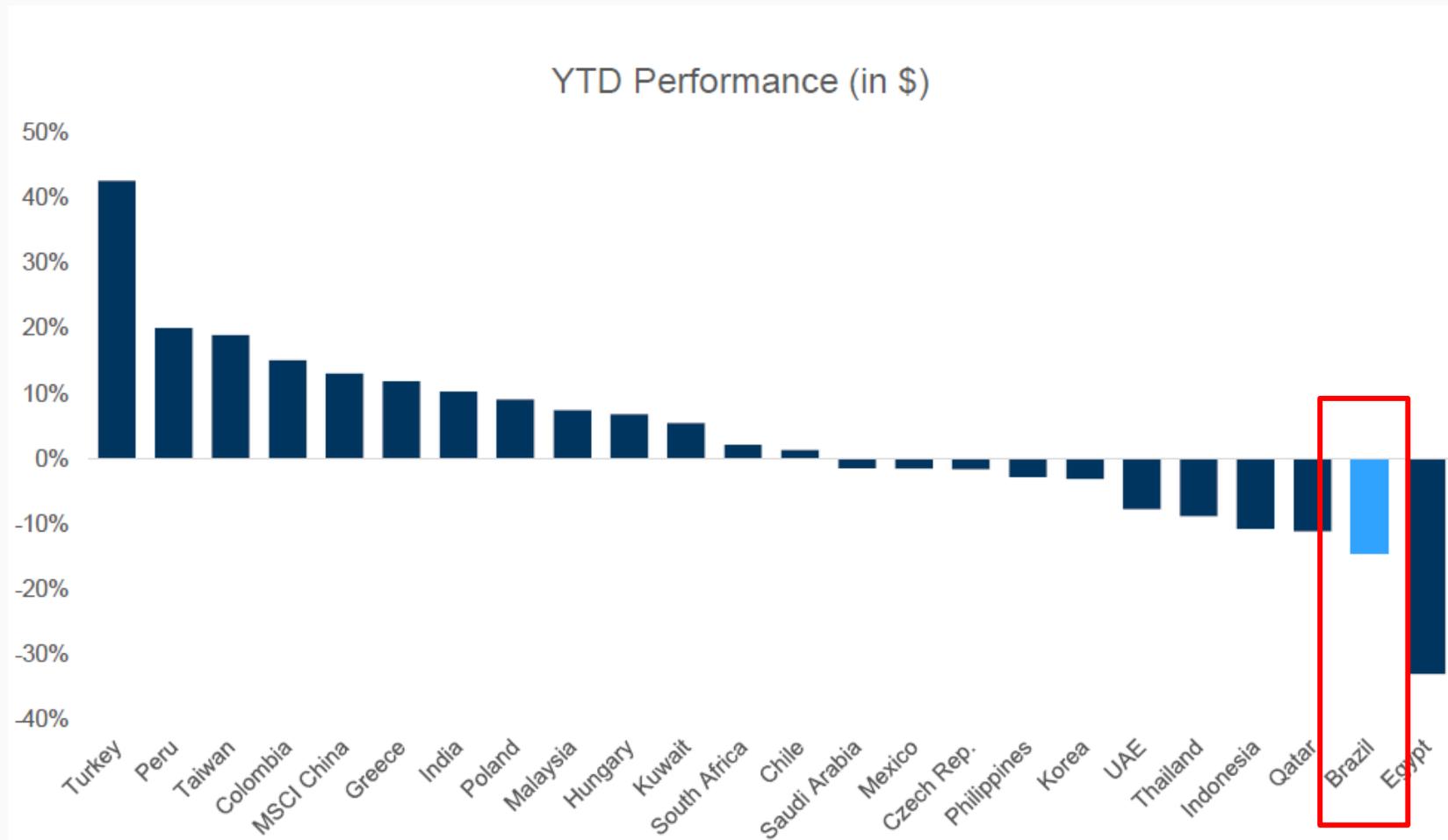




股價基期墊高、基本面存雜音，表現落後整體新興市場

財政疑慮重燃、市場重新定價通膨預期及利率水位、前兩大權值股表現承壓的因素等雜音導致今年以來巴西股市表現較為落後。

今年以來巴西股市表現落後整體新興市場





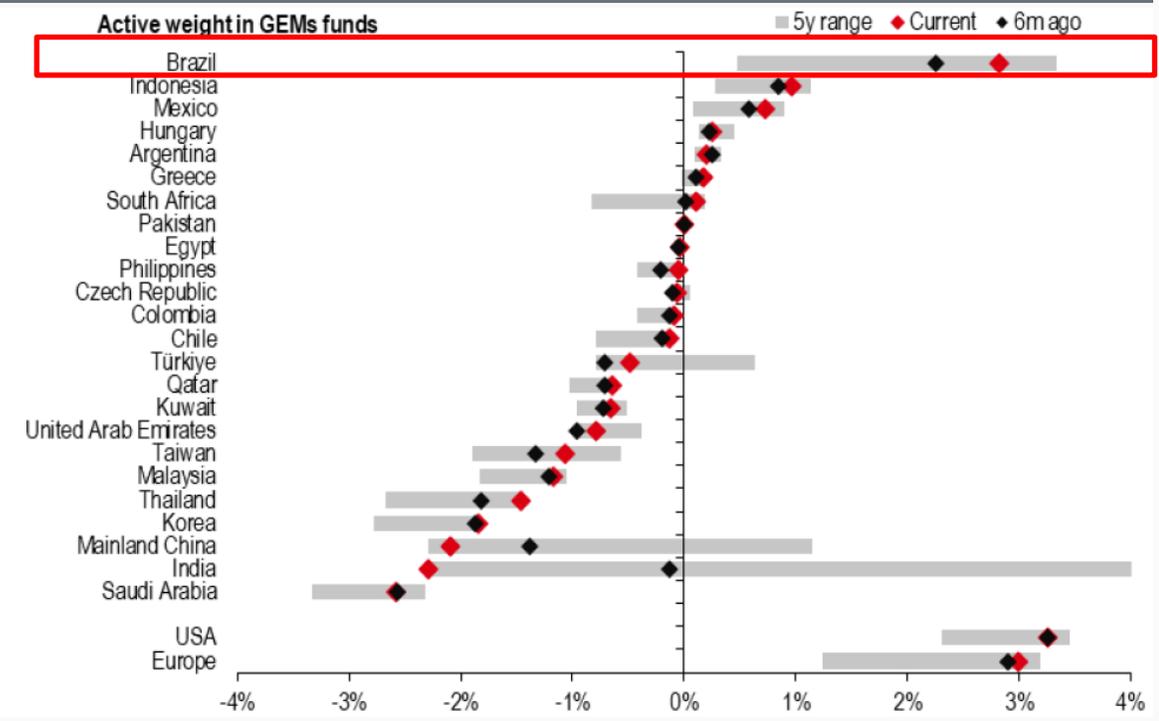
股價基期墊高、基本面存雜音，表現落後整體新興市場

外資於當月降低巴西相對配置0.5%至2.8%。

巴西已連續兩年跑贏新興市場



外資普遍超配巴西，幅度為新興市場中之最

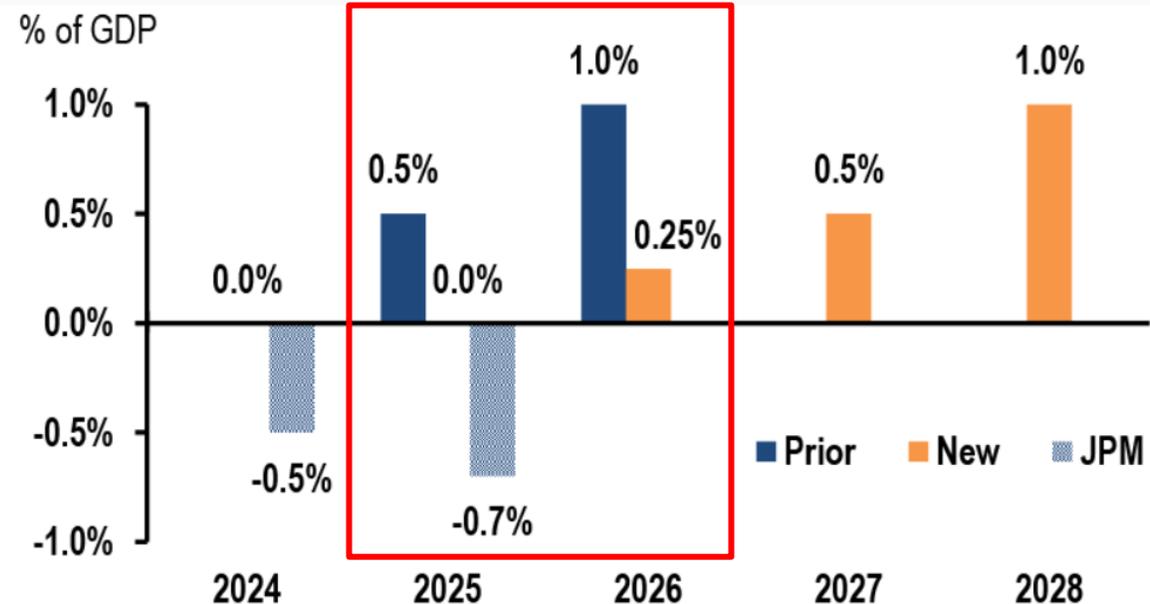




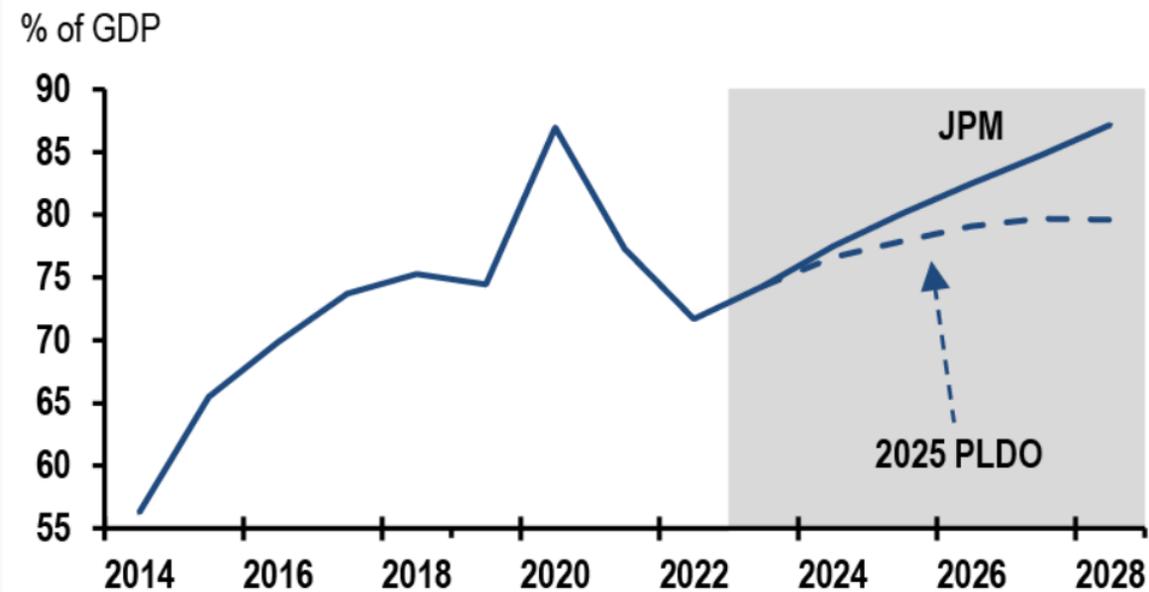
財政疑慮重燃

巴西政府放寬2025、2026年財政目標，加上南大河州（Rio Grande do Sul）於4月底開始遭到暴雨侵襲，引發當地史上最大規模洪災，援助措施合計將至少花費134億雷亞爾。

巴西財政目標預測



市場預期官方債務恐攀升

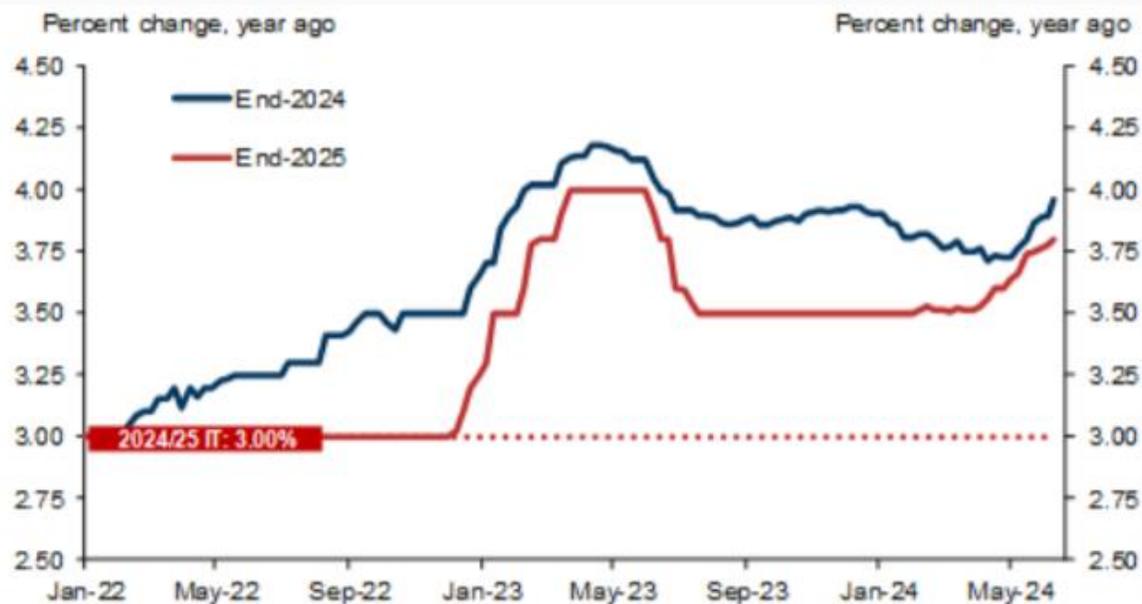




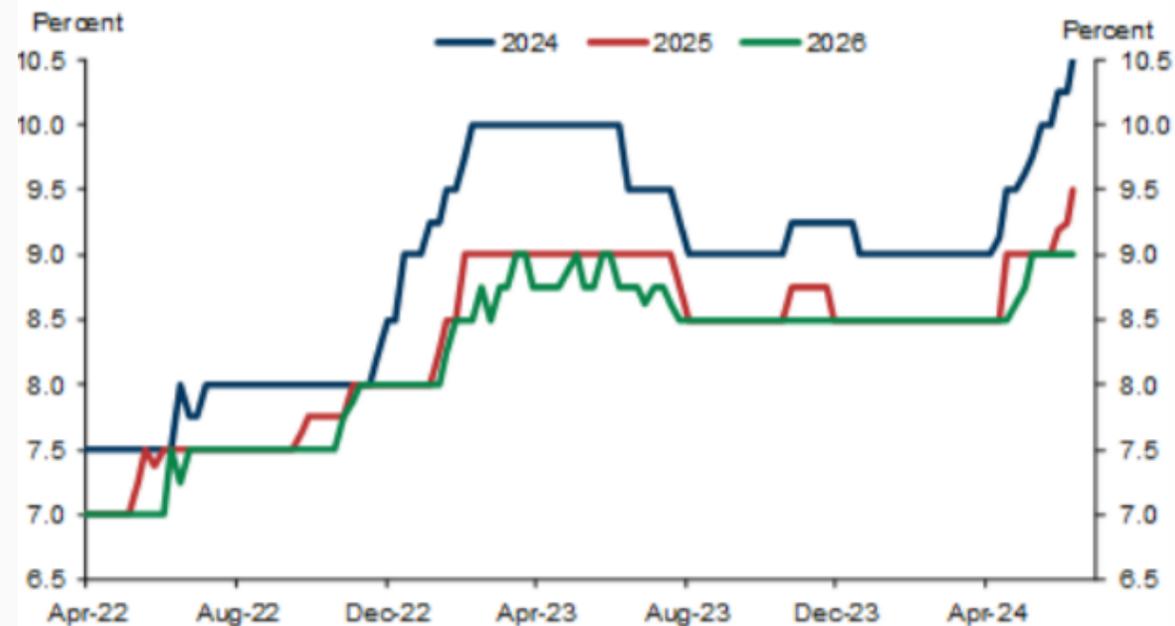
市場重新定價通膨預期及利率水位

服務通膨具韌性、財政目標未錨定，導致明兩年通膨預期走揚，疊加聯準會延遲、限縮降息時間、幅度，市場重新定價利率水位。

市場上調今明兩年通膨預期



利率水位亦被重新定價

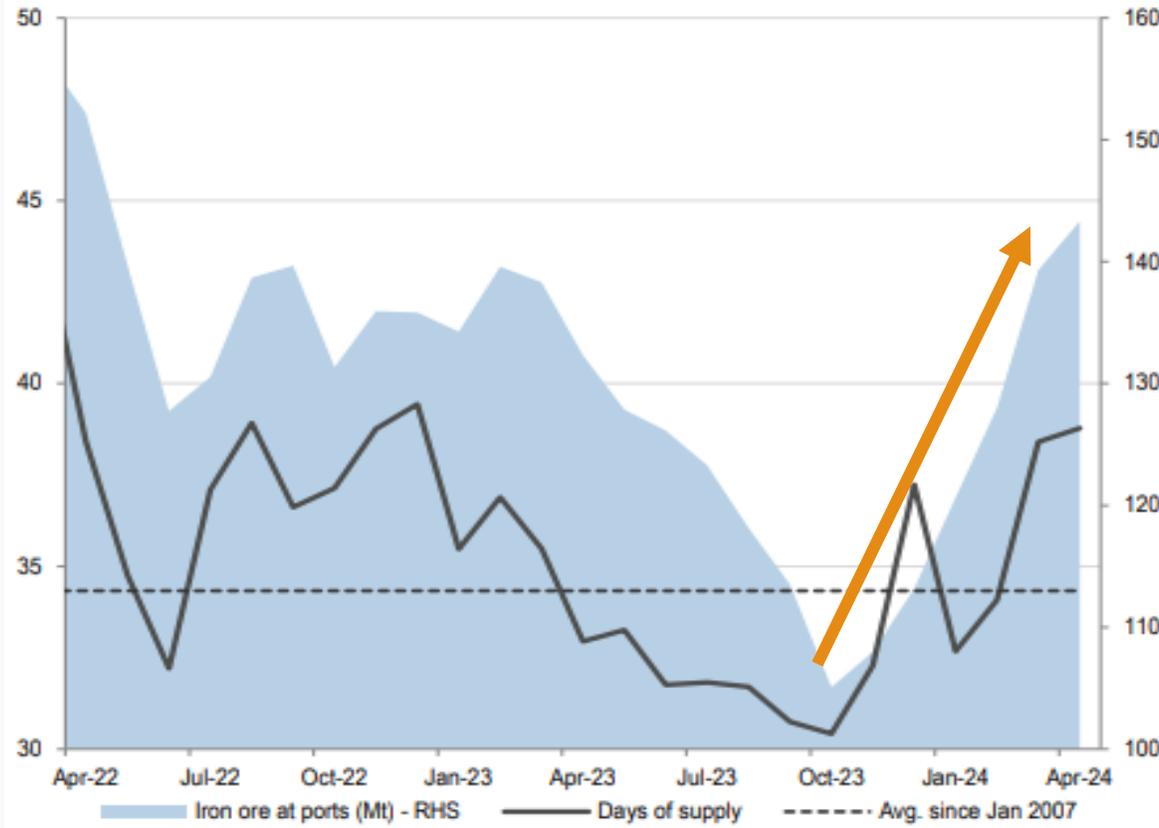




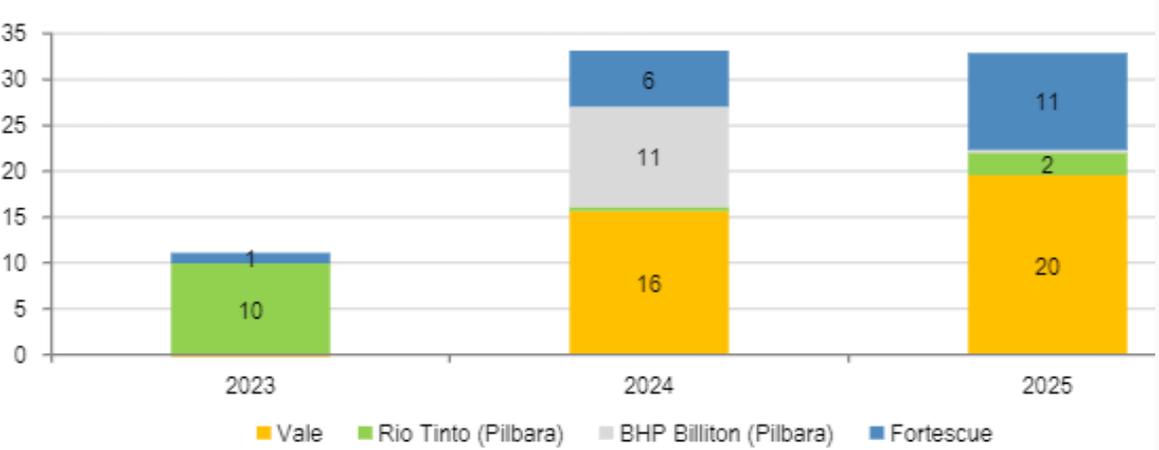
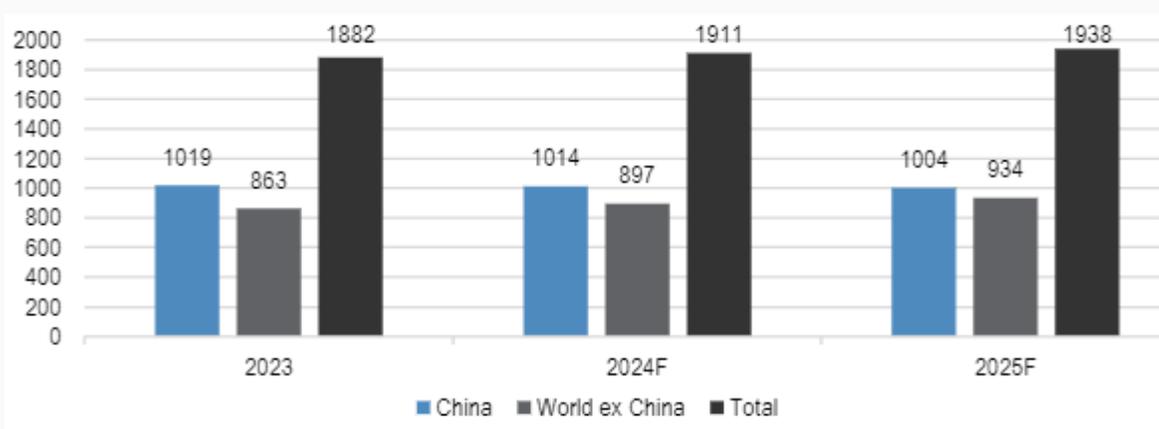
鐵礦砂 – 庫存水位高、供需面大致平衡

中國港口庫存天數高於近年平均、今年供需大致平衡，惟在中國持續推出房市支撐政策、逼近中小型業者生產成本，價格下檔有撐。

中國港口鐵礦砂庫存 – 庫存天數高於近年平均



預期今年供需面大致維持平衡





鐵礦砂 - 中國517房市新政，供需雙管齊下帶動地產行業氣氛改善

需求端: 全面取消全國房貸利率下限 (房貸利率平均下滑0.3%-0.4%)，再度調降房貸首付比5%。

供給端: 3000億貸款供地方政府、國企收購商品房庫存，用作社會住宅儲備%。

央行取消房貸利率下限，房貸與LPR脫鉤

調整時間	首套房利率下限		二套房利率下限	
	房貸利率政策下限	實際利率 (根據當時 LPR 計算)	房貸利率政策下限	實際利率 (根據當時 LPR 計算)
2019.08	LPR	4.85%	LPR+60bp	5.5%
2022.05	LPR-20bp	4.25%		5.1%
2022.09		4.10%		4.9%
2023.08		4.00%	LPR+20bp	4.4%
2024.05	取消政策下限 房貸利率全面市場化		取消政策下限 房貸利率全面市場化	

商品房當月開工面積

	首套房-首付比例	第二套房-首付比例
	2007.09	20%
2010.09	30%	50%
2011.1	30%	60%
2014.09	30%	
2015.03		40%
2015.09	限購城市 30% 非限購城市 25%	
2016.02	限購城市 30% 非限購城市 20%	限購城市 40% 非限購城市 30%
2023.08	20% (不再區分是否為限購城市)	30% (不再區分是否為限購城市)
2024.05	15%	25%



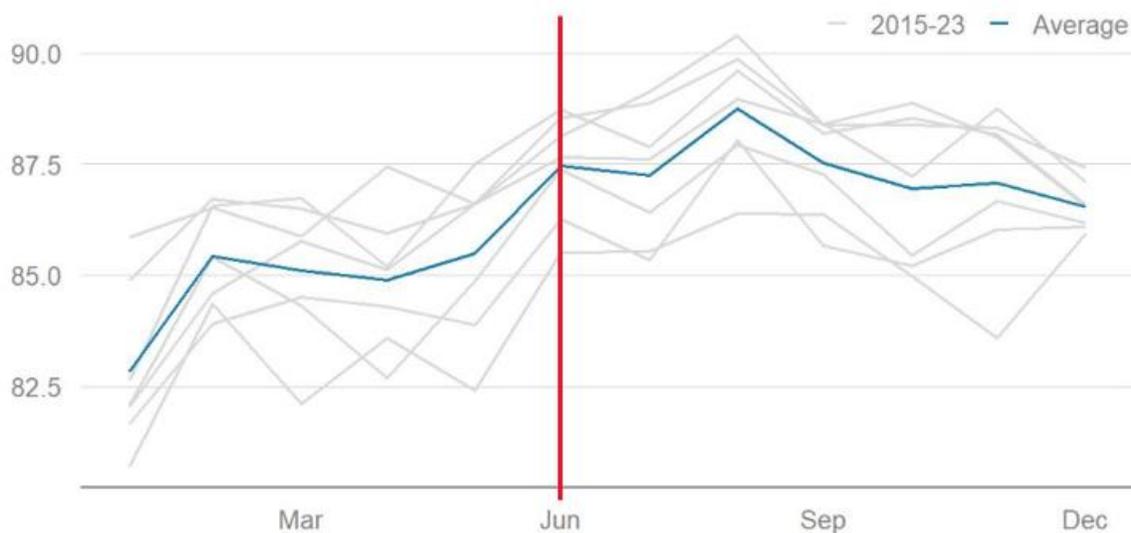
石油: 用油旺季支撐、OPEC+延長減產，短期油價有撐

夏季用油旺季即將到來，加上5月OPEC+供給持續收緊，主要來自沙國、科威特、俄羅斯、哈薩克，而6月部長級會議決議將每日220萬桶的減產期限，延長3個月至今年9月底。

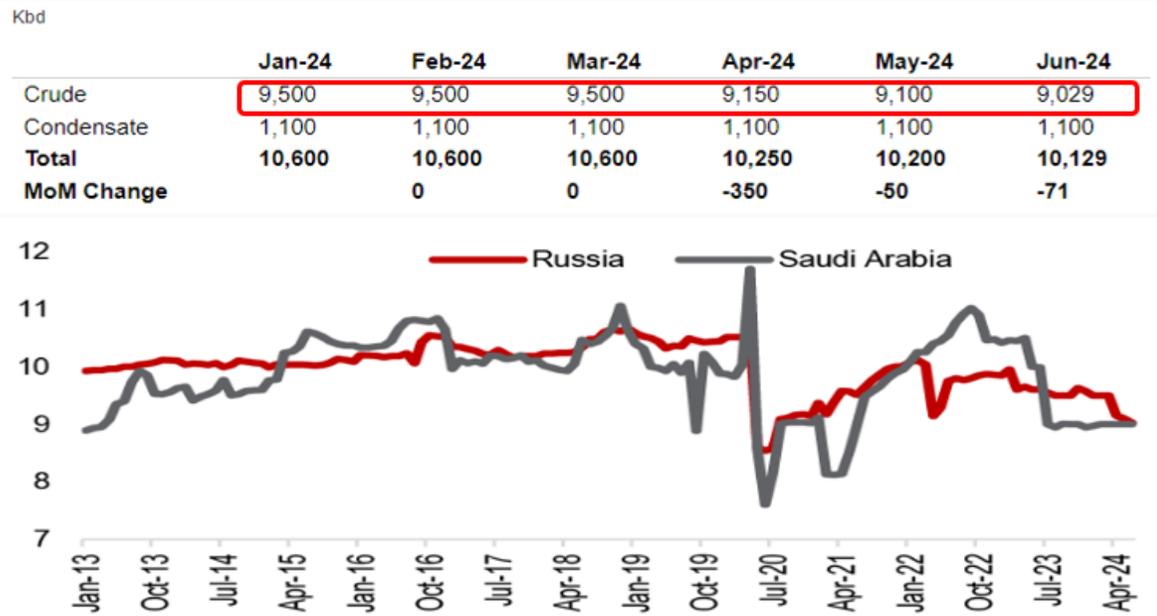
夏季用油旺季即將到來

Seasonality in refined products demand

Does not include LPG/ethane or the years 2020/21 (mb/d)



俄羅斯+沙國2Q延續減產力道

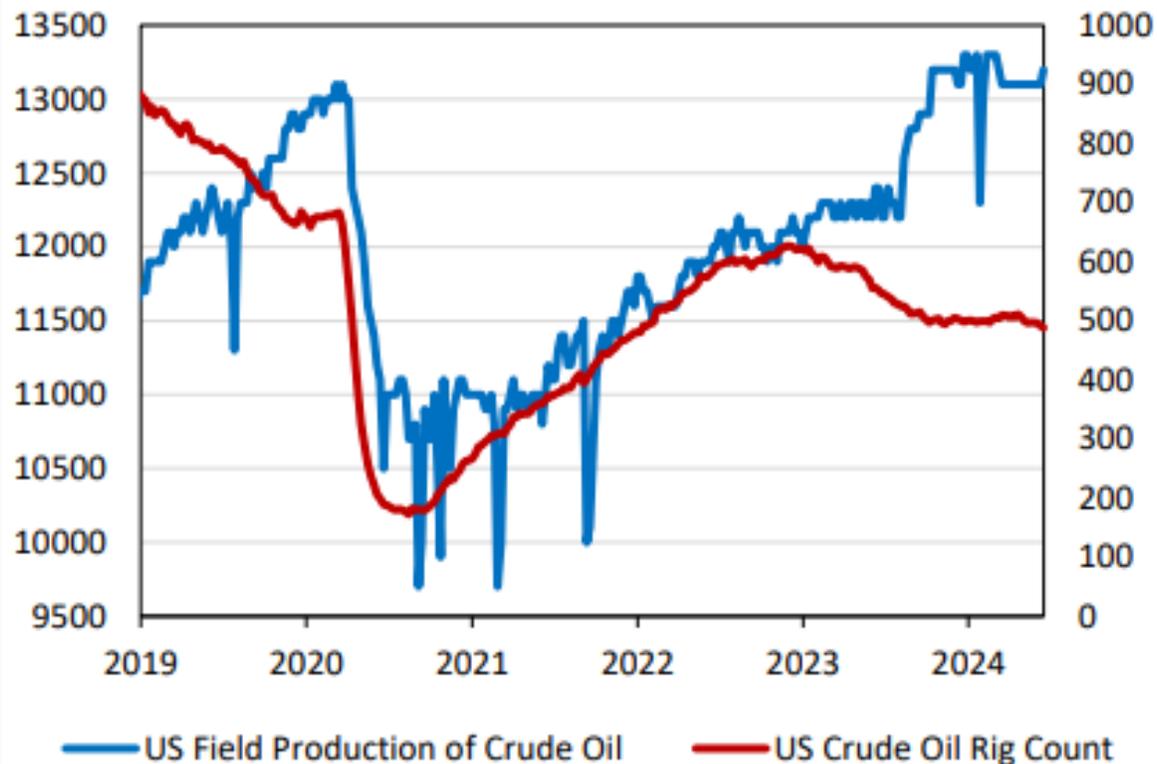




石油: 美石油產量創高，OPEC+年底開始逐步取消減產，預期明年轉為供過於求

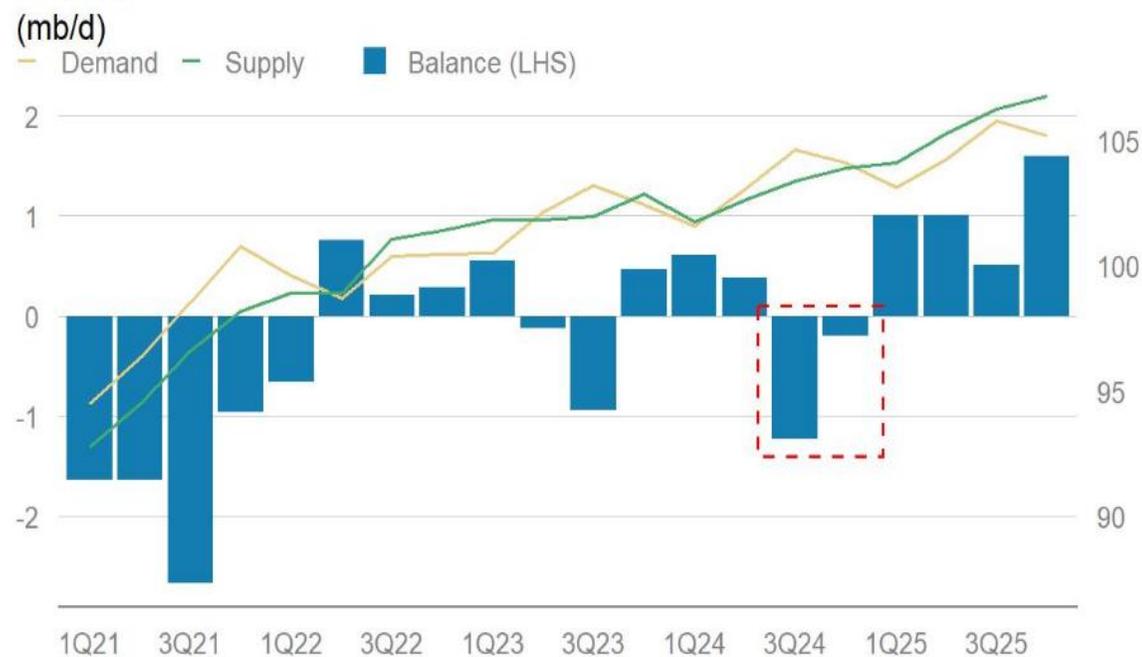
OPEC+於 2024年10月至2025年9月的1年內，逐步取消每日220萬桶的減產2024年10月至2025年9月至逐步撤銷。除此之外，奈及利亞、阿聯酋、俄羅斯等三國在 2025 年的生產配額也將總計上調 54.1 萬桶美國

美國產油量位居歷史高點



2H24供不應求，2025轉為供過於求

Supply/demand balance



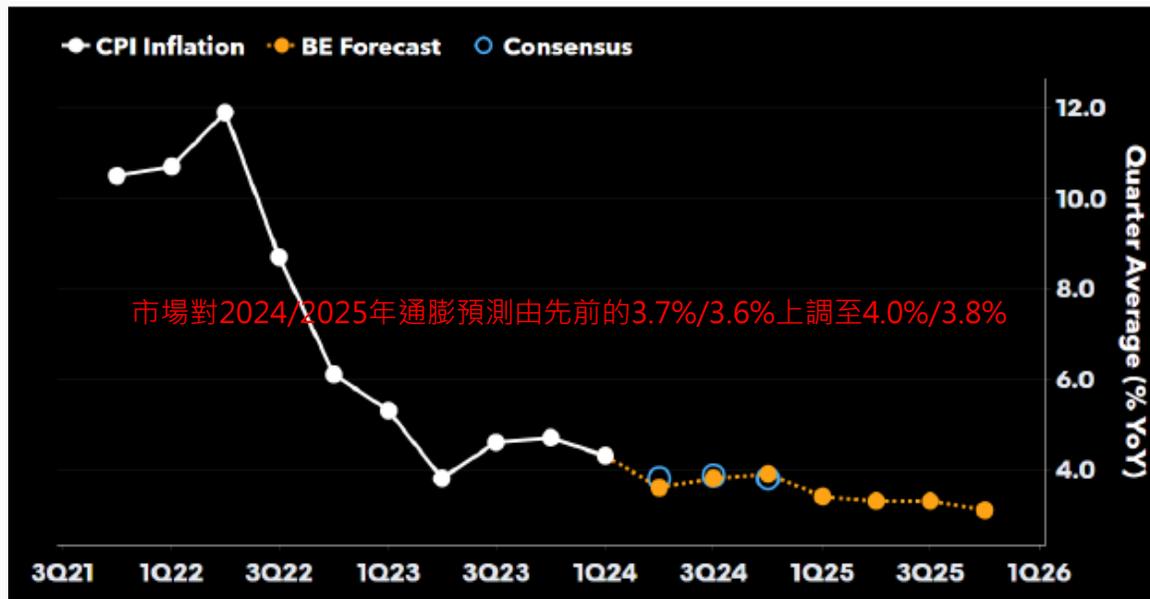
Source: IEA, EIA, Platts, Wood Mackenzie, Rystad, Morgan Stanley Research



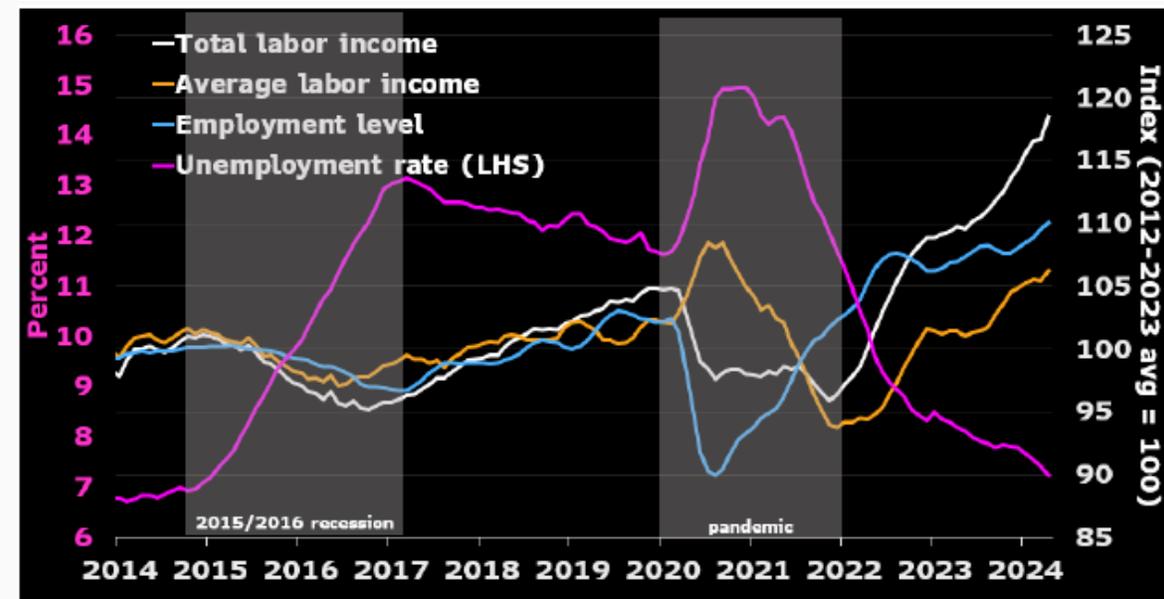
通貨膨脹: 物價回落幅度趨緩，勞動市場堅挺使服務通膨維持較高韌性

5月份通膨回升至3.93%(前值:3.69%; 市場預期3.89%)，主要驅動力來自於服務通膨。

通膨回落趨勢未變，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





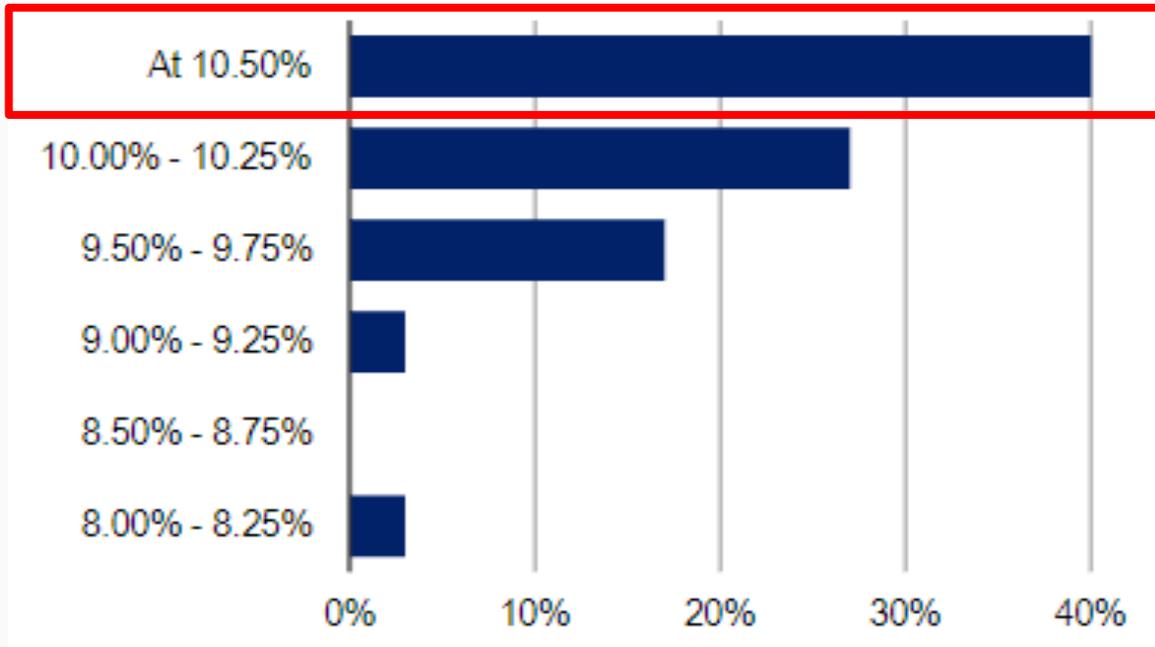
降息循環未結束，利率仍有下行空間

巴西央行維持基準利率10.5%不變，為去年8月以來首次停止降息，符合市場預期。

隨聯準會進入降息循環，年底巴西央行行長重新指派後結構轉趨鴿派，利率仍有下行空間。

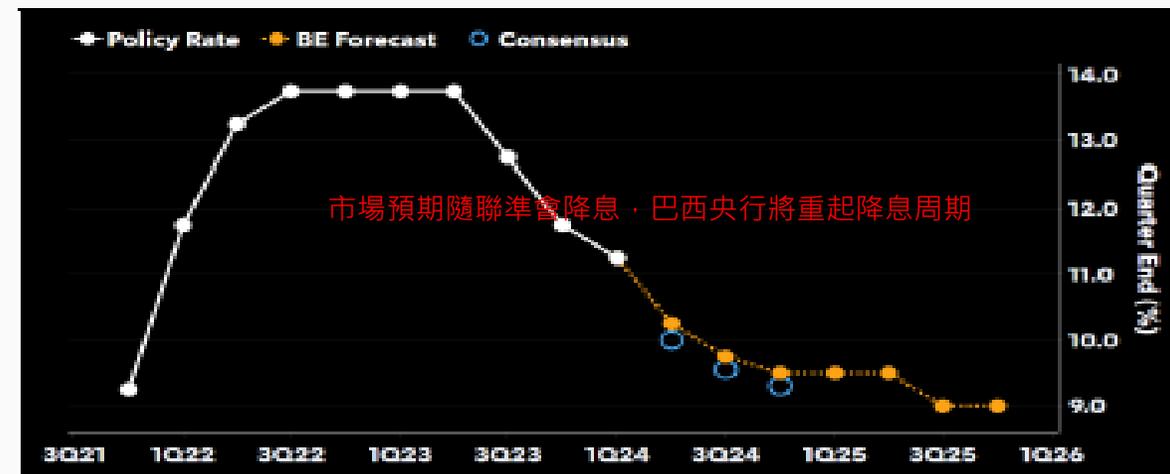
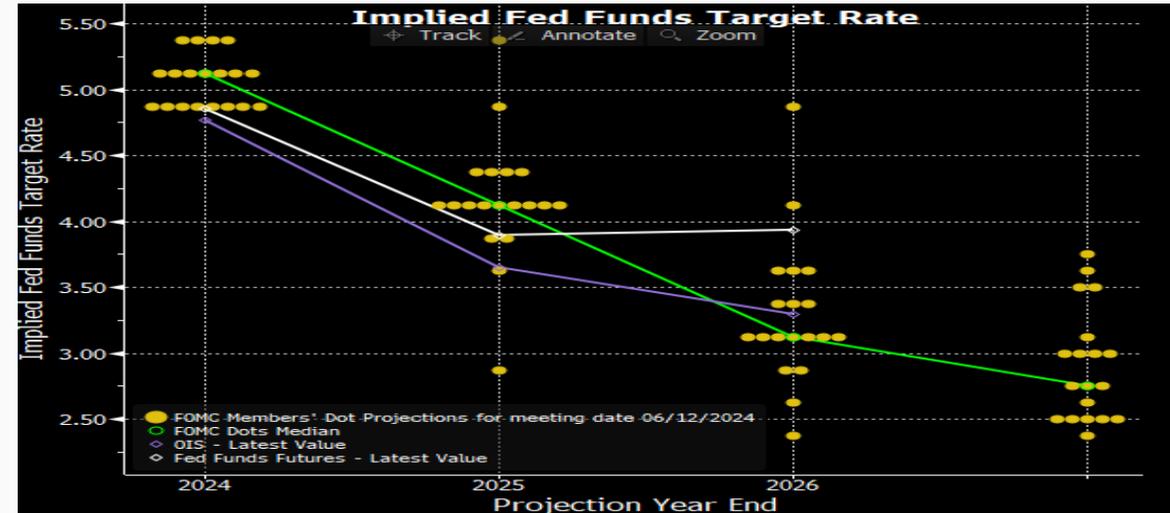
市場已定價今年不再降息

40% believe that will be no more cuts this year.



惟降息周期尚未結束

FED點陣圖顯示今年降息一次、明年四次



市場預期隨聯準會降息，巴西央行將重起降息周期

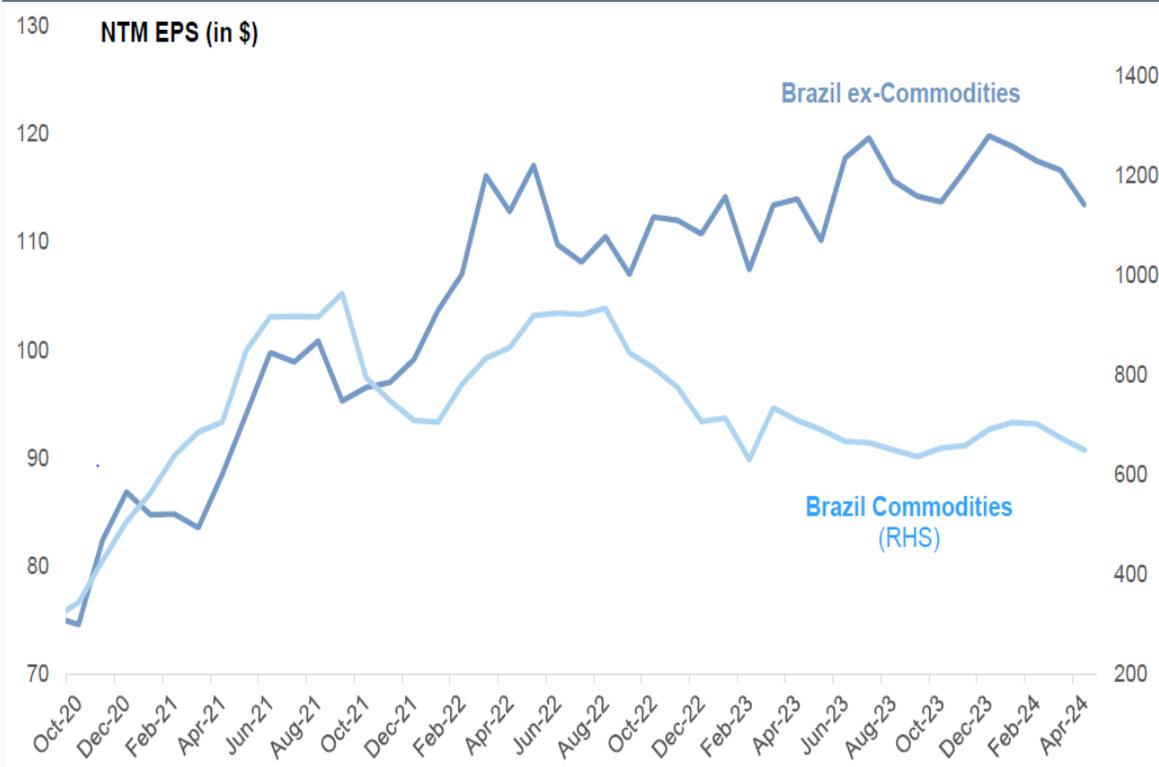
今年年底包含行長Neto在內的三位委員將離開Copom，屆時9位委員將有7位為現任政府指派，央行票委組成將更鴿派，因此未來的終端利率仍有低於當前市場預期的可能。



基本面仍然穩健

企業獲利穩步向上，經濟數據亦表現穩健。

EPS走勢 - 原物料板塊承壓，惟需股產業表現穩健



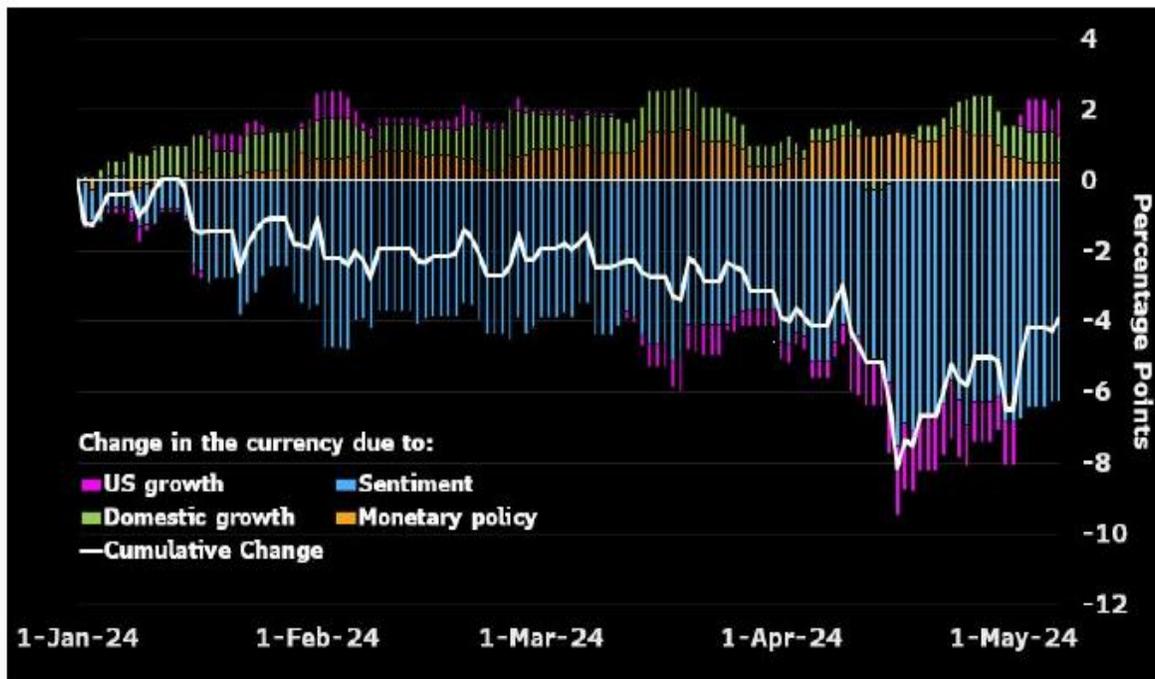
製造、服務業景氣為榮庫線上，消費數據亦持續回升



里爾並不具備大幅貶值基礎

1. 全年GDP增速由1.6%上修至2.0% 2. 巴西央行停止降息，當前實質利率高達6.6% 3. 就業市場強勁，失業率下滑搭配薪資穩健成長

里爾今年以來的貶值主要歸因於負面情緒而非基本面惡化



央行停止降息背景下，當前實質利率維持高企



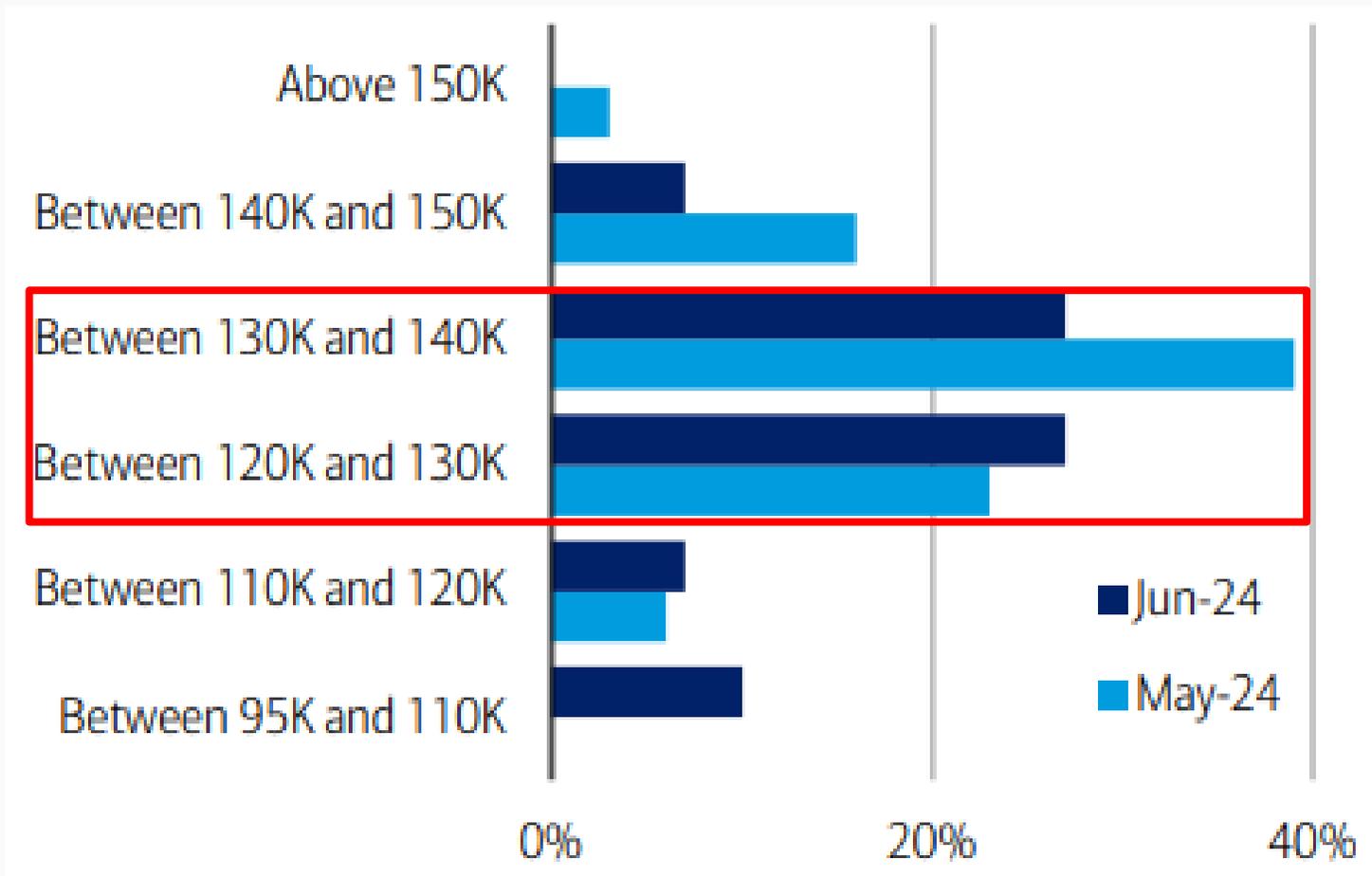
根據巴西央行發布的Focus Survey，巴西里爾2024/2025年的水位預期處於5.30%，而拉美基金經理調查亦顯示，多數受訪者預期里爾今年將處於5.1-5.4%區間。



雖然基金經理下調指數目標，惟從現在水位來看具備跌深反彈空間

多數基金經理預測年底Bovespa指數將位於120-140K。

美銀拉美基金經理調查 - 2024年底指數水位預測

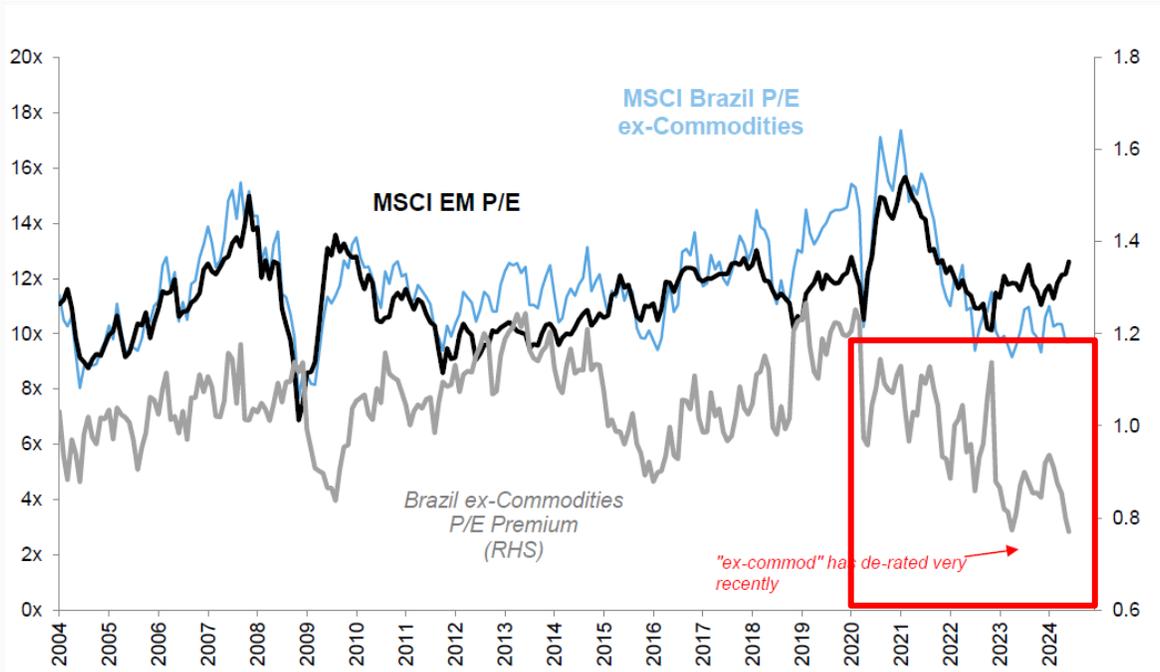




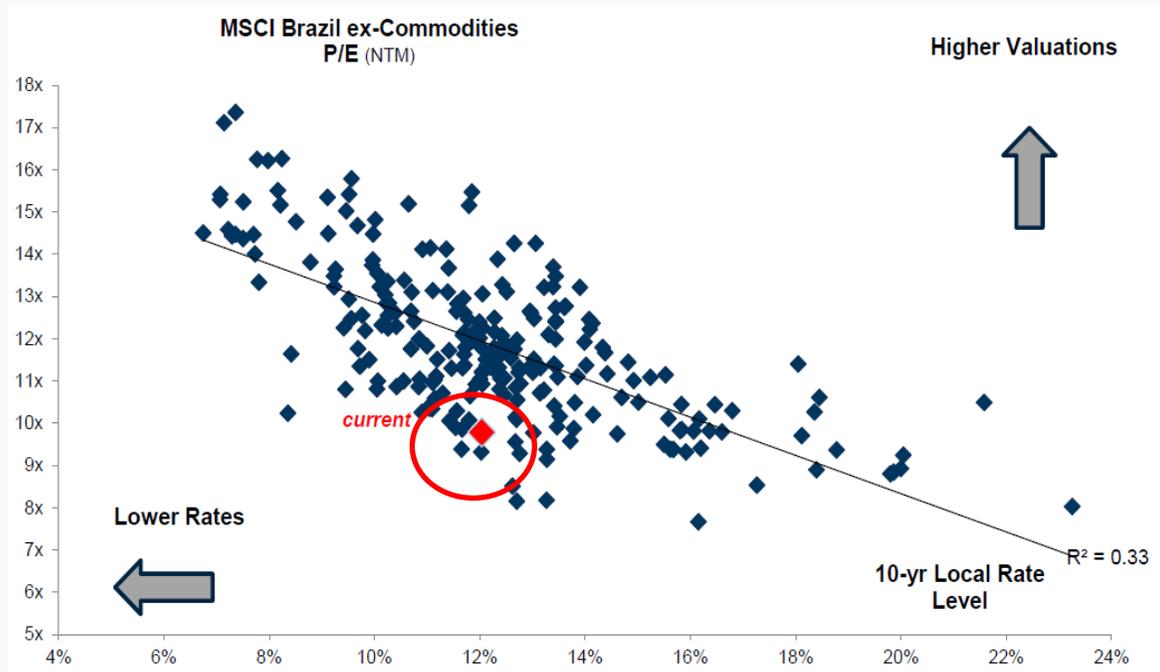
估值相較整體新興市場、自身歷史均值皆顯廉價

巴西股市(排除原物料)的評價面相較新興市場折價幅度約兩成，過往20年平均為7%溢價

評價面 - 巴西相較整體新興市場處於高幅折價



即便考量利率水位，當前評價面亦顯低廉



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	-12.2	-10.2	-7.3	14.5	4.9	6.3	-0.1
同類型基金平均	-13.1	-9.8	-8.3	9.5	2.2	1.9	-3.2
排名	3/5	4/5	2/5	1/5	1/5	1/5	1/5

	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	-10.3	-8.0	-5.9	17.8	6.6	6.3	0.7
MSCI拉美	-4.6	-2.8	1.2	19.4	9.3	7.1	6.2
MSCI新興市場	9.9	6.4	11.7	19.0	7.7	-0.6	4.5

產業配置

相對配置: 超配循環消費、工業，低配公用事業、能源、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	11.9	9.5	-10.5	-15.3
工業	13.9	6.1	-6.9	-13.3
金融	24.4	-2.4	-3.0	-12.9
原材料	15.7	-1.5	-3.3	-14.7
科技	0.0	-0.9	3.8	-13.2
通訊	0.0	-1.8	-9.4	-13.5
醫療	2.6	0.0	2.8	-10.7
必須消費	6.0	-2.2	-2.3	-9.8
公用事業	7.8	-1.9	-4.0	-10.2
能源	12.0	-10.7	-8.6	0.6



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	10.1	能源	-7.7%	4.2%	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。
CIA VALE DO RIO DOCE	9.7	原物料	-0.1%	-18.1%	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 PRAF SHS	8.5	金融	-1.1%	-8.7%	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 PRAF SHS	7.4	金融	-9.5%	-25.9%	巴西最大的保險提供商、第三大銀行。
LOCALIZA RENT A CAR SA	4.1	工業	-12.8%	-32.8%	拉美最大的汽車租賃公司。
SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	4.0	原物料	-16.7%	-12.5%	全球最大紙漿生產商。
BANCO DO BRASIL SA	3.9	金融	-1.1%	-2.1%	巴西最大國有銀行，亦為巴西第二大銀行。
CCR	3.1	工業	-2.4%	-15.1%	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。
AMBEV	3.1	必須消費	-4.9%	-15.8%	拉美最大，同時亦為全球第四大的釀酒商，旗下啤酒品牌在巴西擁有68%市占率。
VIBRA ENERGIA SA	3.0	非必須消費	-8.2%	-5.4%	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)
總計	56.6				



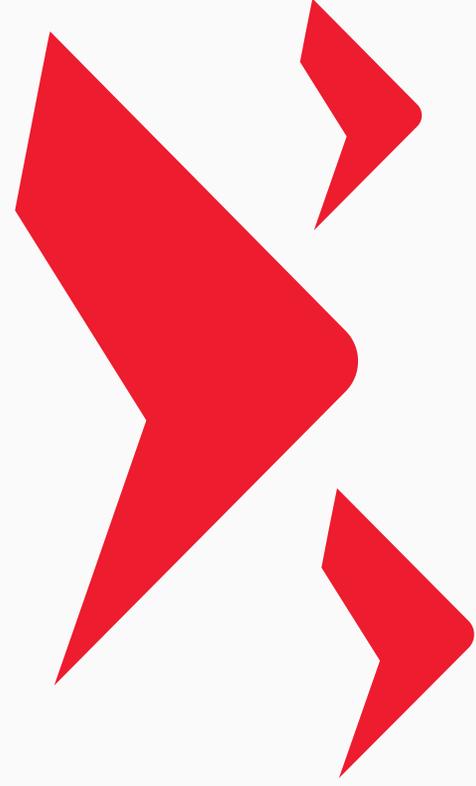
投資結論

投資建議: 短期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，巴西央行基於服務通膨具備韌性、財政目標未錨定，聯準會延遲降息等因素，於最新一次會議上維持利率不變，為去年八月進入降息週期後首次。從市場訂價來看，市場預期2024年利率將處於10.5%，意謂年底前央行不再降息，因此判斷已將最壞情況反映。
- ▶ 雖短期缺乏催化劑，但巴西企業獲利穩步向上，經濟數據亦表現穩健，當前股市以未來12個月EPS預估的本益比位在7.5倍，仍明顯低於過往降息週期以及整體新興市場均值，上述壓抑市場因子淡化後，伴隨隨後而來的聯準會降息，以及年底巴西央行票委改組後將更為鴿派，未來的終端利率仍有低於當前市場預期的可能，股市預期仍有上行空間。

03

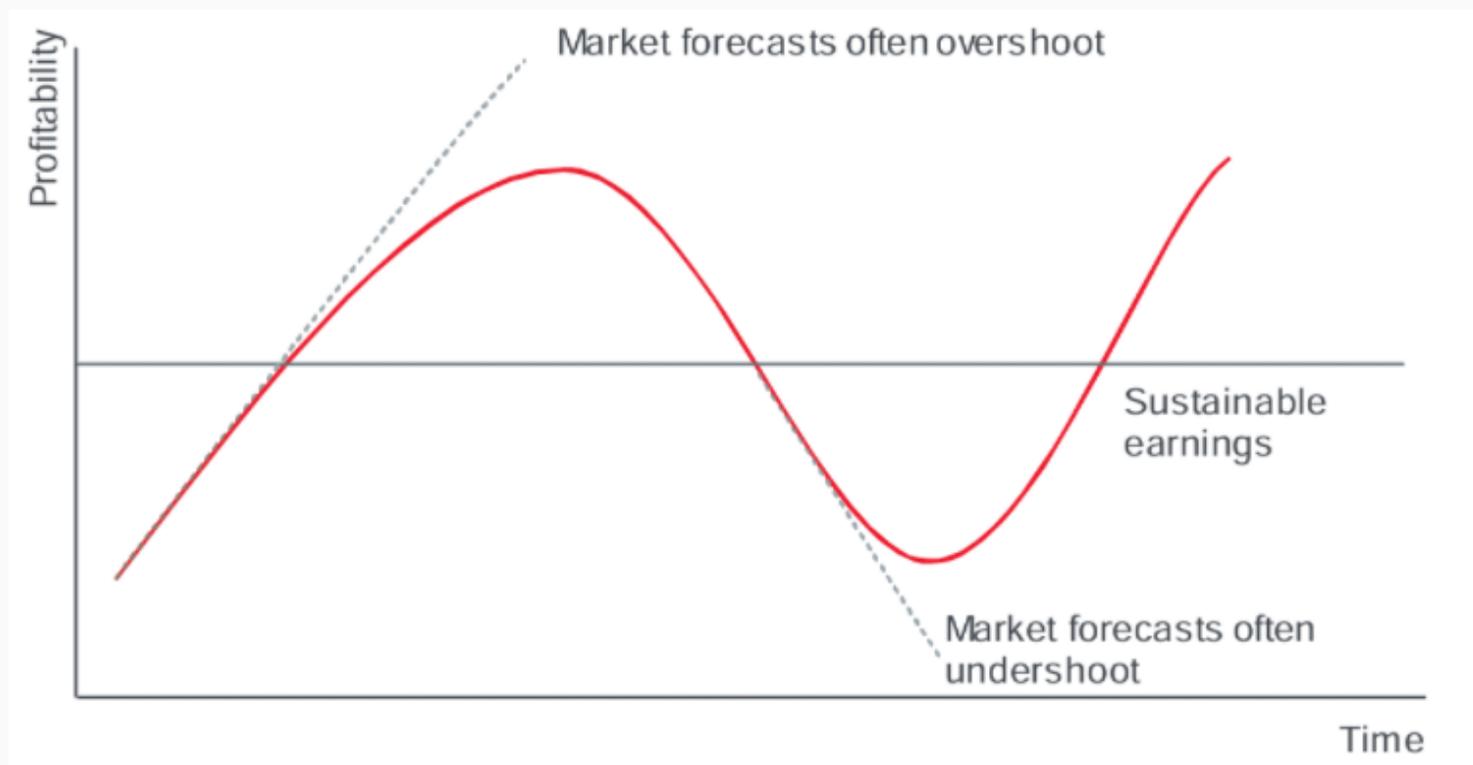
附錄





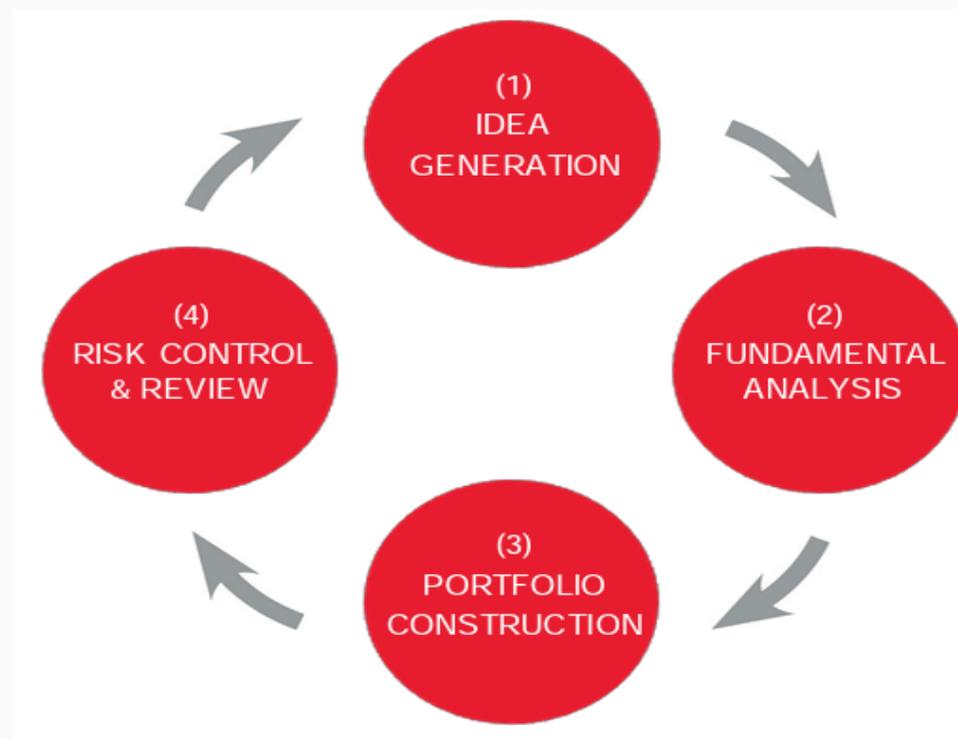
投資利基

- ▶ 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

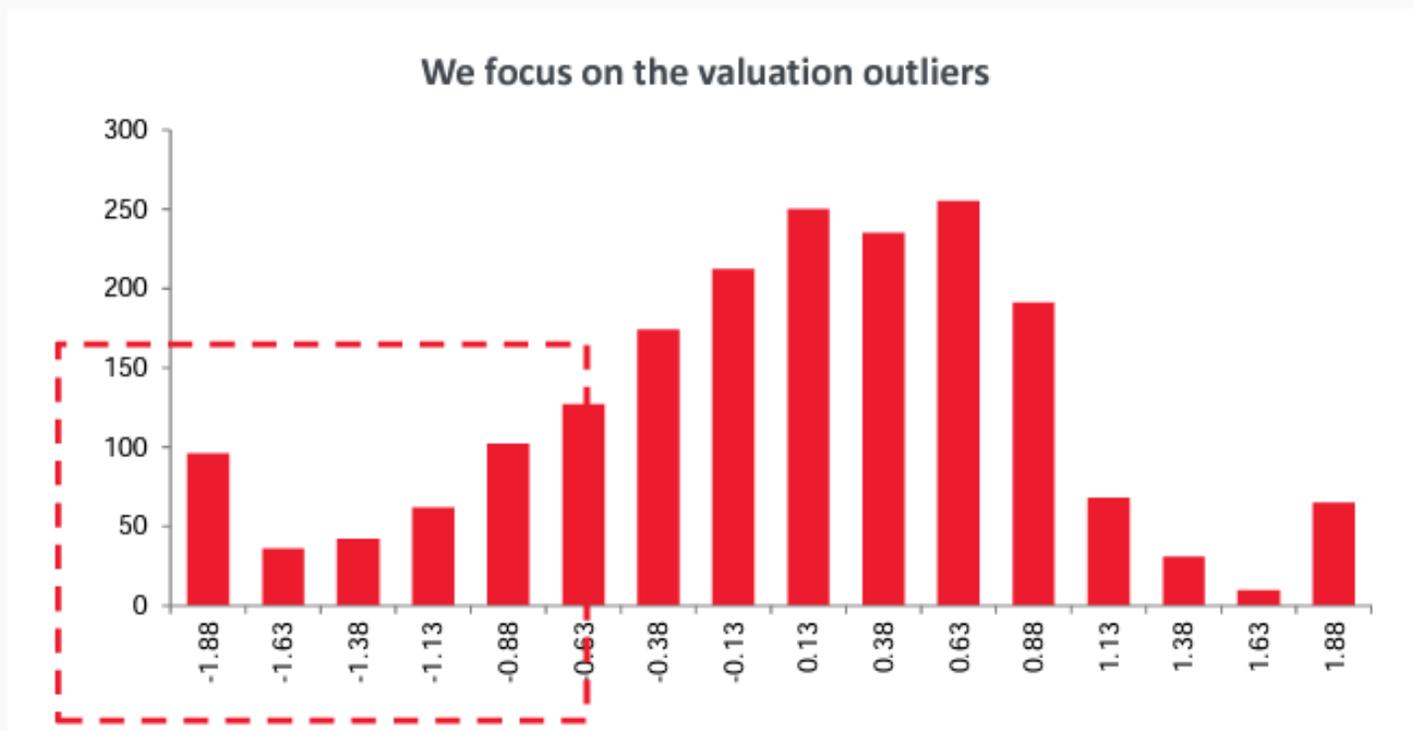
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。





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。