



瀚亞巴西基金 (新台幣)

王亨
研究投資處-海外股票部
Mar. 2022

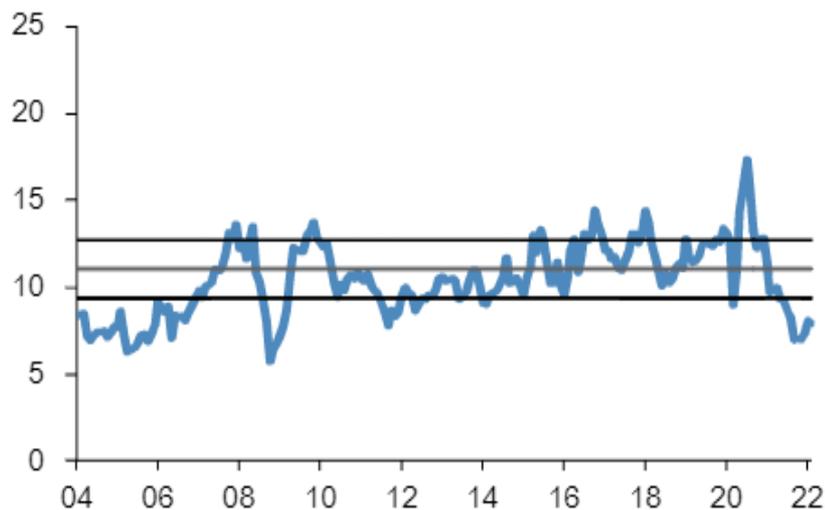


- 巴西市場現況與展望
- 基金現況檢視
- 投資結論

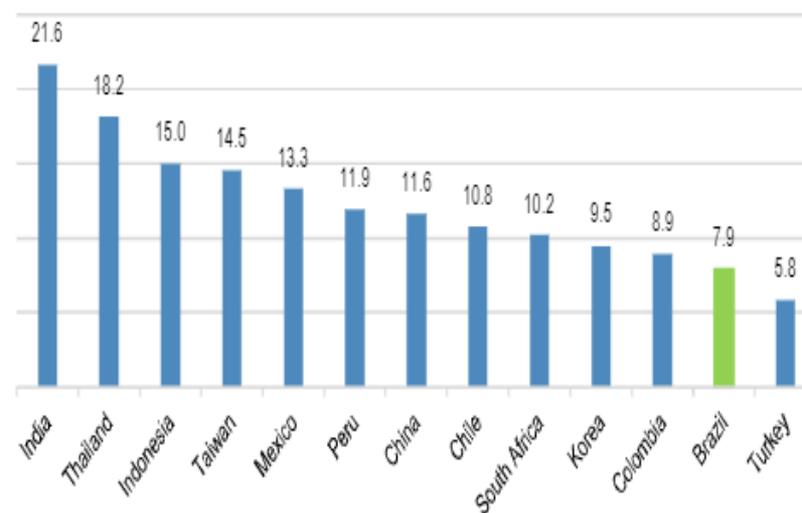
基本面雖有雜音，但股市本益比正處於長期低點

- ▶ 無論與歷史均值或其餘新興市場比較，巴西股市評價面極具吸引力。

巴西目前本益比7.9倍，遠低於歷史均值



相較其餘新興市場，巴西評價面極為低廉

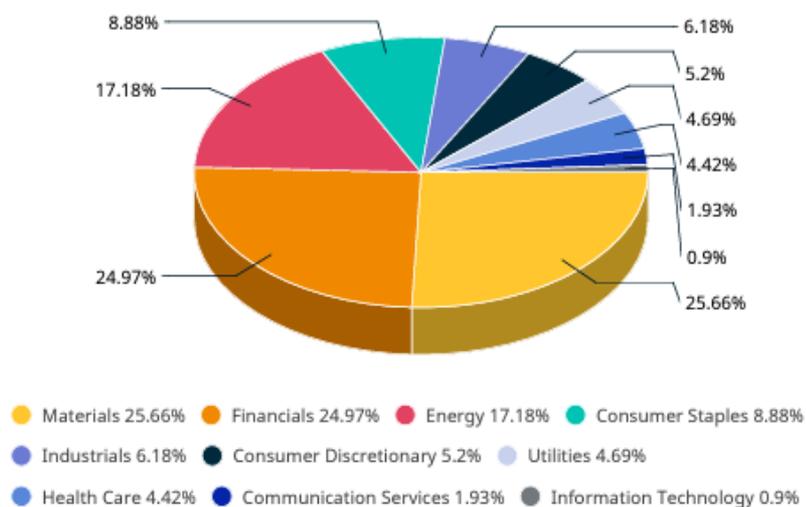


Source: J,P, Morgan · 2022/3/07

烏俄衝突推升大宗商品行情

► MSCI巴西指數結構中，能源+原物料占比超過四成。

巴西股市結構受惠當前環境



大宗商品價格水漲船高

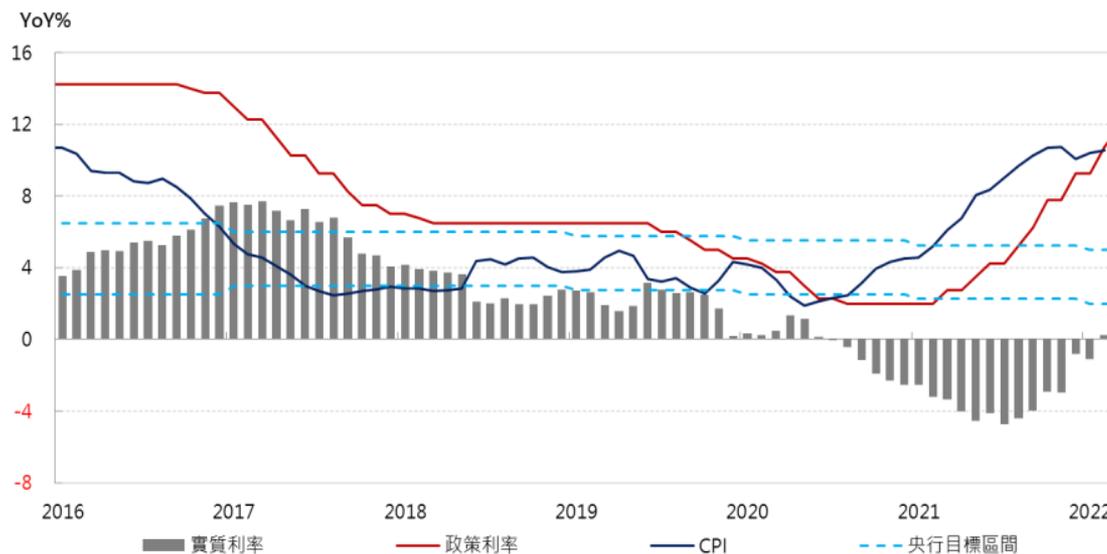


Source: MSCI · 2022/2/28 · M財經平方 · 2022/3/24

市場預期升息周期接近尾聲

- ▶ 有別於在過去連續三次例會中皆升息六碼之多，本次例會僅升息四碼至11.75%。
- ▶ 雖釋出5月將再基準利率調升至12.75%的訊號 (原市場預期升至12%後暫停)，但升息周期已漸進入尾聲。

巴西央行政策利率



Source: 元大 · 2022/3/21

企業獲利年初以來明顯上修

- ▶ 市場對今年企業獲利預估由年初的-15%上調至6%，顯示先前市場對企業獲利受總體經濟拖累的疑慮過度悲觀。

巴西各產業近期獲利皆出現上修

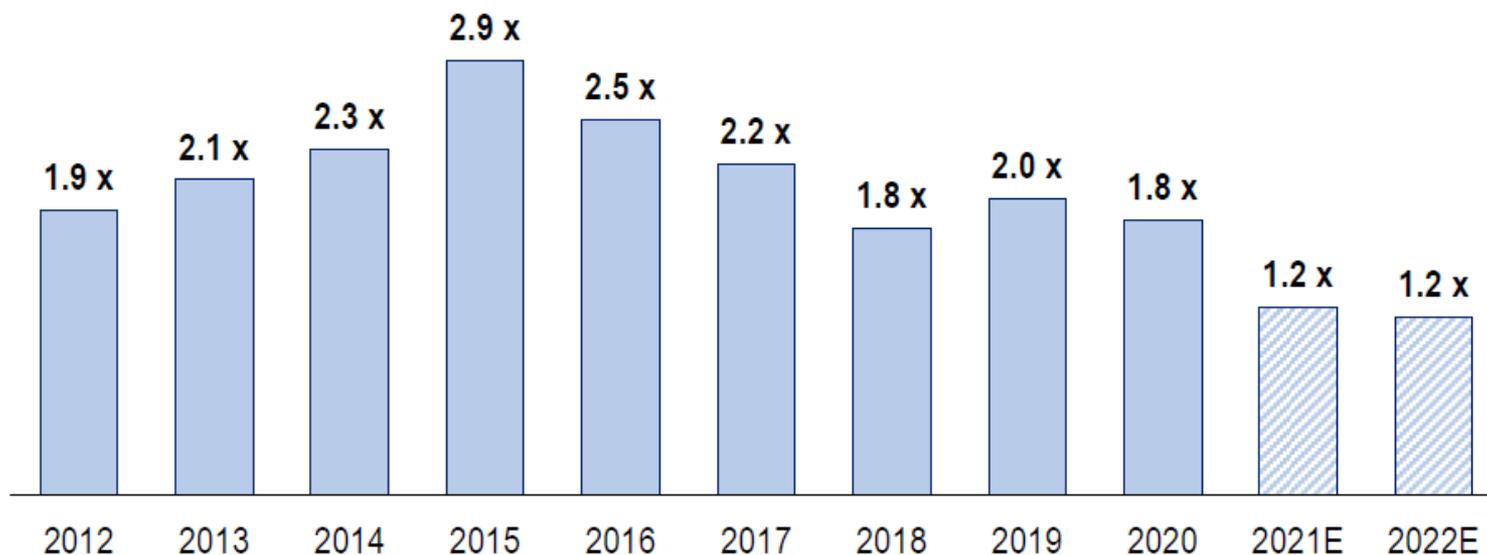
Brazil	4 weeks	2 months	3 months	6 months
Energy	18.3	9.5	18.3	18.4
Materials	5.3	21.8	(24.7)	(40.4)
Industrials	0.7	8.3	25.4	15.6
Financials	5.5	13.0	22.7	20.9
Real Estate	NA	NA	NA	NA
Discretionary	10.8	11.9	27.0	(3.8)
Staples	3.1	10.6	8.7	24.1
Int. Tech.	7.4	14.0	55.7	35.9
Healthcare	8.3	5.8	76.8	22.6
Communications	6.3	12.2	23.5	10.9
Utilities	0.8	3.9	11.7	4.5

Source: J,P, Morgan · 2022/3/07

企業近年致力降低財務槓桿

▶ 雖利率走升對獲利衝擊無可避免，惟近幾年巴西企業降低財務槓桿有成，對利率上行環境的抵禦能力已優於過去。

巴西企業目前的負債率僅為2015年高點的四成



Source: BTG Practual · 2021/11/04

MSCI將俄羅斯剔除，巴西有望間接受惠

- ▶ J.P. Morgan認為基於兩市場產業配置結構相似，俄羅斯遭MSCI剔除後，投資人有望增持巴西股票維持既有配置結構。

巴西、俄羅斯產業配置結構類似

	Brazil	Russia
MSCI Sector Composition		
Energy	18.2	46.6
Materials	26.7	17.1
Financials	24.1	21.8
Sector 12 mo fwd PE		
Energy	4.7	4.8
Materials	6.5	6.8
Financials	8.3	5.2
12 mo fwd P/E	7.9	5.6
# SD from Avg.	-1.6	-0.4
P/BV	1.9	1.1
Dividend Yield	8	10
ROE	24	14
FCF Yield	13	9
Net Debt Ebitda	1.4	0.2
Beta to EM	1.5	1
ADTV (US\$) 2021 avg.	7.6	1.6
Velocity Ratio (%) 2021 avg.	1.4	0.5

Source: J,P, Morgan · 2022/3/07

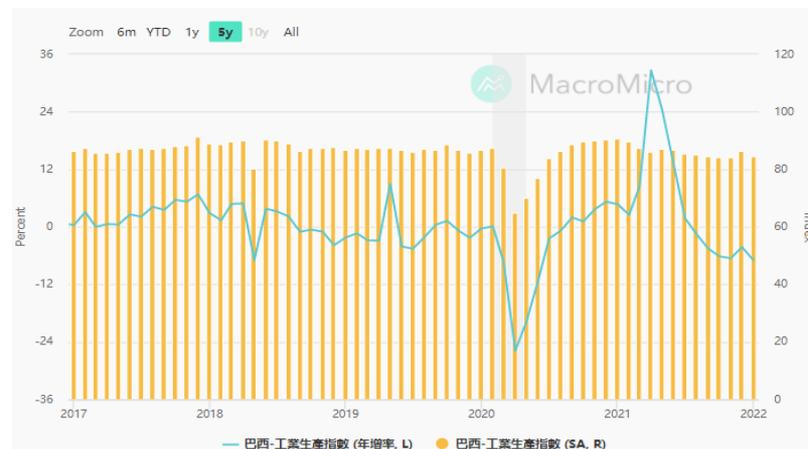
然而經濟動能確實呈現趨緩

- ▶ 巴西今年在基期墊高、烏俄衝突、總統大選的不確定性影響下，經濟成長將放緩，IMF預估GDP年增降至由去年的4.6%降至今年的0.3%。

巴西 – OECD領先指標



巴西 – 工業生產指數



Source: 財經M平方 · 2022/3/20; JPM · 2020/3/07

民間消費受通膨影響

- ▶ 消費佔巴西GDP達65%，而在通膨、利率雙高的環境下，零售銷售已連續5個月下滑。

零售銷售、消費者信心指數雙雙承壓

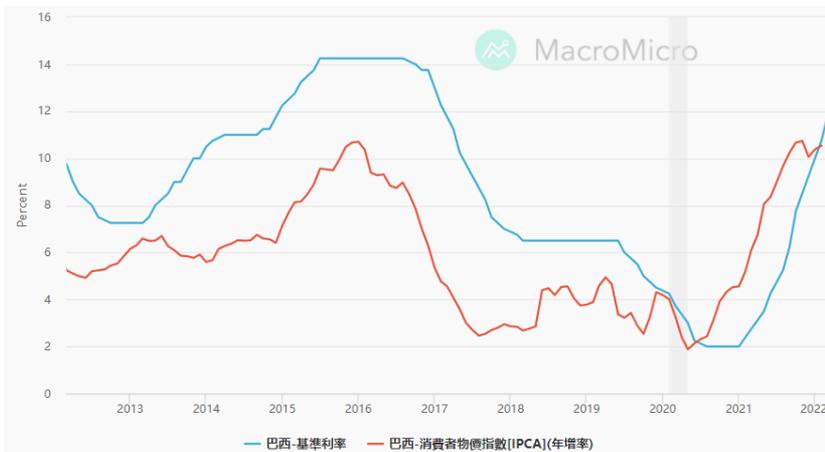


Source: 財經M平方 · 2022/3/20

若通膨居高不下，升息周期不排除進一步延長

- ▶ 巴西央行表示仍需要評估烏俄衝突對通膨的影響時間長短，再決定是否調整收緊貨幣政策力道。
- ▶ 即便之後停止升息，全年通膨水位預期仍超出巴西央行目標區間的3.5% ($\pm 1.5\%$)，此情況下，基準利率仍將居高不下。

當前通膨、基準利率皆接近歷史高位



JPM調升全年通膨預估至6%

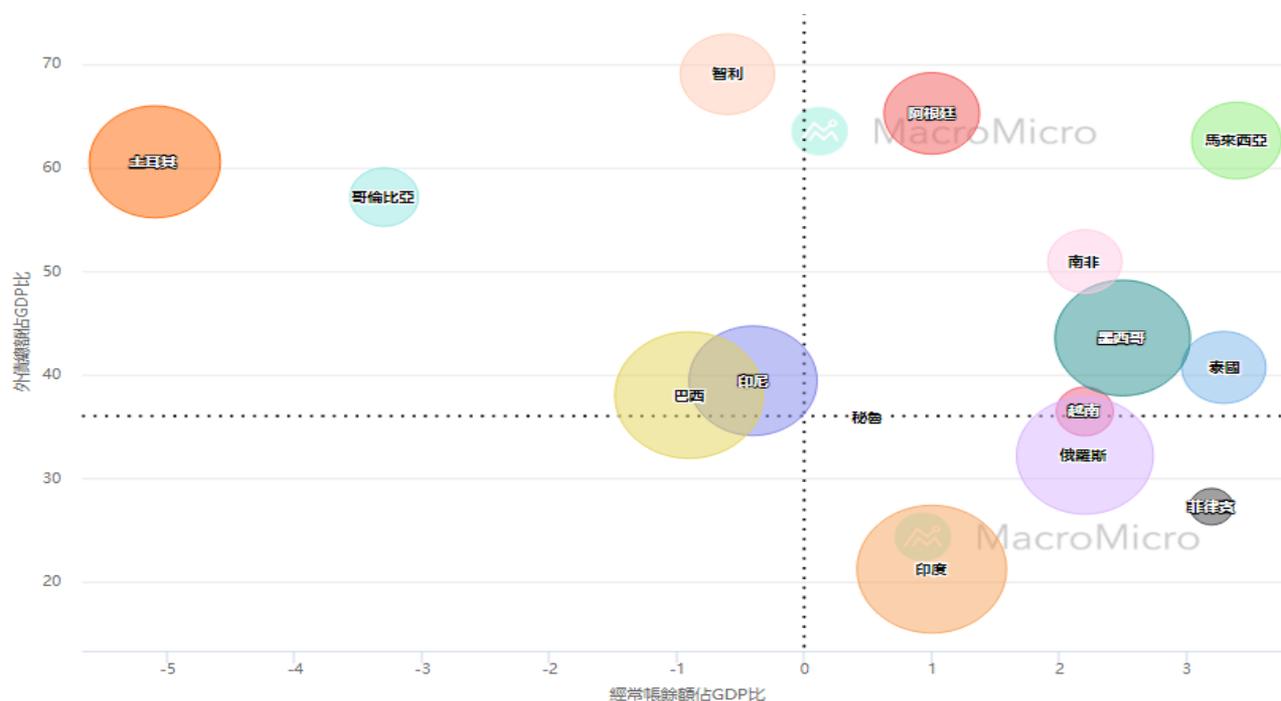
Components	Weights (%)	2020	2021	2022	2023
IPCA headline	100	4.5	10.1	6	3.5
BCB core	-	2.8	7.4	6.1	3.6
Food and beverage	20.7	14.1	7.9	8.6	5.2
Food at home	15	18.2	8.2	9.3	4.7
Food outside home	5.7	4.8	7.2	6.7	6.5
Housing	16.1	5.3	13	2.5	5.1
Home appliances	3.9	6	12.1	6.3	0.1
Apparel	4.3	-1.1	10.3	6.6	3
Transport costs	21.9	1	21	8.7	-0.1
Health care	12.4	1.5	3.7	5.1	4.9
Personal expenses	9.9	1	4.7	2.9	5.3
Education costs	5.6	1.1	2.8	7.3	4.5
Communication	5.2	3.4	1.4	1.8	2.4

Source: 財經M平方 · 2022/3/20; JPM · 2020/3/07

面對聯準會升息、強勢美元環境的抵禦力 – 優於拉美、不如亞洲

- ▶ 外債高、經常帳呈赤字的國家面對美元強勢、資金外流的抵抗力相對較弱，而巴西外債占比明顯低於其他拉美國家，惟經常帳呈赤字，體質健康度則不如其餘新興亞洲國家。

新興市場各國財政體質狀況

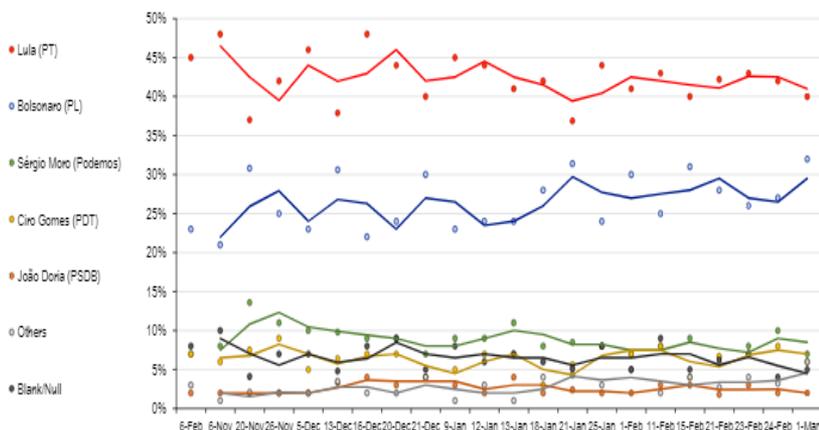


Source: 財經M平方 · 2022/3/20

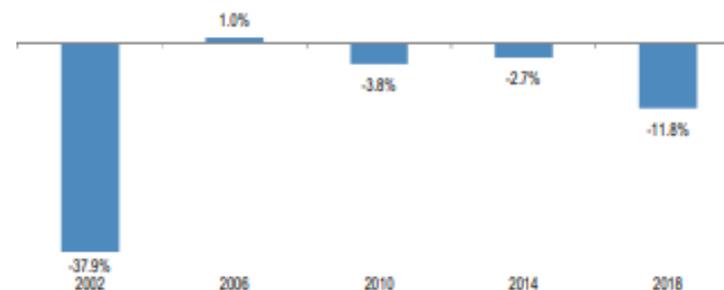
年底大選帶來不確定性

▶ 根據歷史經驗，過去五輪總統大選前半年，股市表現呈現較為震盪走勢。

BOLSONARO與LULA的民調差距收窄



歷年總統大選前六個月股市表現



Source: BTG Practual · 2022/3/20; JPM · 2020/3/07



- 巴西市場現況與展望
- **基金現況檢視**
- 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	兩年 pa.	三年 pa.	五年 pa.
基金績效	18.5	23.2	1.1	17.6	0.4	-7.9	1.1
同類型基金平均	15.95	19.2	-7.8	4.1	-5.6	-9.1	-1.3
排名	2/6	1/6	1/6	1/6	1/6	3/6	1/6

	今年以來	三個月	六個月	一年	兩年 pa.	三年 pa.	五年 pa.
MSCI巴西 (台幣)	19.6	25.0	-2.4	14.0	-4.3	-6.7	-0.3

Source: Lipper, Bloomberg, 2022/2/25

產業配置

基金產業配置	比重%
金融	29.2
原材料	24.6
能源	9.5
循環消費	9.2
工業	8.8
必須消費	6.0
公用事業	4.7
通訊	1.8
醫療	1.2
房地產	0.5
加總	95.4

Source: 瀚亞投信 · 2022/2/25

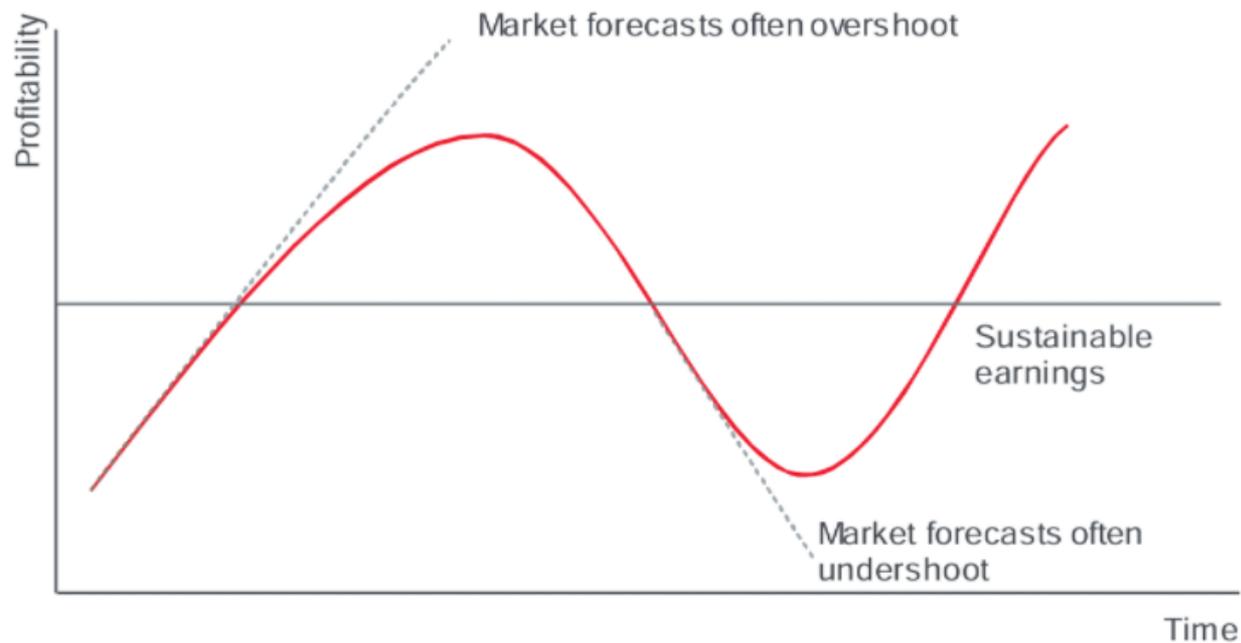
前10大持股

前十大持股	比重(%)	產業類別	介紹
VALE SA	10.2	原材料	淡水河谷是世界第二大礦業公司，世界最大鐵礦石和鎳供應商。
BANCO BRADESCO SA-PREF	8.2	金融	巴西布拉德斯科私人銀行。
BRADESPAR SA-PREF	7.5	原材料	Bradespar控股公司，具工業銀行，持有採礦公司Vale和公用事業公司CPFL Energia。
ITAU UNIBANCO HOLDING SA	6.7	金融	伊塔烏集團是南半球最大的金融集團，提供銀行、財管、保險、租賃、證券及和外匯服務。
PETROBRAS-PETROLEO BRAS-PR	5.6	能源	巴西石油公司，主要探勘生產石油天然氣、提煉石油產品，並經營油輪及相關配送、火力發電廠。
B3 SA-BRASIL BOLSA BALCAO	4.6	金融	巴西證券期貨交易所。
PETROBRAS-PETROLEO BRAS	4.5	能源	巴西石油公司，主要探勘生產石油天然氣、提煉石油產品，並經營油輪及相關配送、火力發電廠。
BANCO DO BRASIL S.A.	4.4	金融	巴西銀行提供零售和商業銀行服務。
SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	3.7	原材料	SUZANO是拉美最大紙漿和造紙公司。
VIBRA ENERGIA SA	3.1	非核心消費	從事石油產品和能源的分銷，主要業務包含加油站網絡、航空市場、B2B、能源。
加總	44.8%		

Source:瀚亞投信 · 2022/2/25

瀚亞巴西基金 投資利基

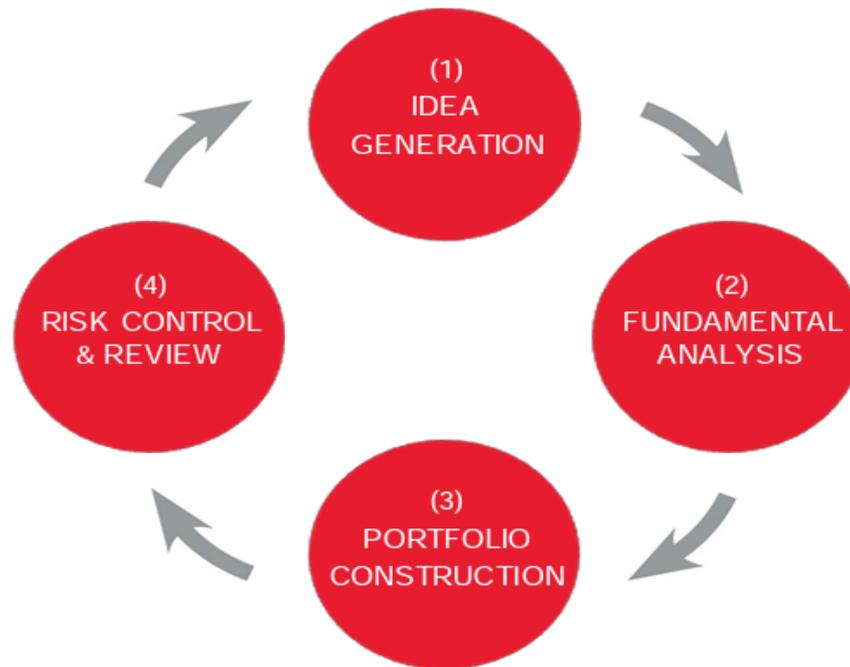
- ▶ 透過完整的投資架構、流程和工具，找出定價不合理的個股。
- ▶ 有紀律的投資團隊篩選出評價被市場低估的標的。
- ▶ 以長期投資角度找出穩定的獲利來源。



Source: 瀚亞投信

瀚亞巴西基金 投資流程

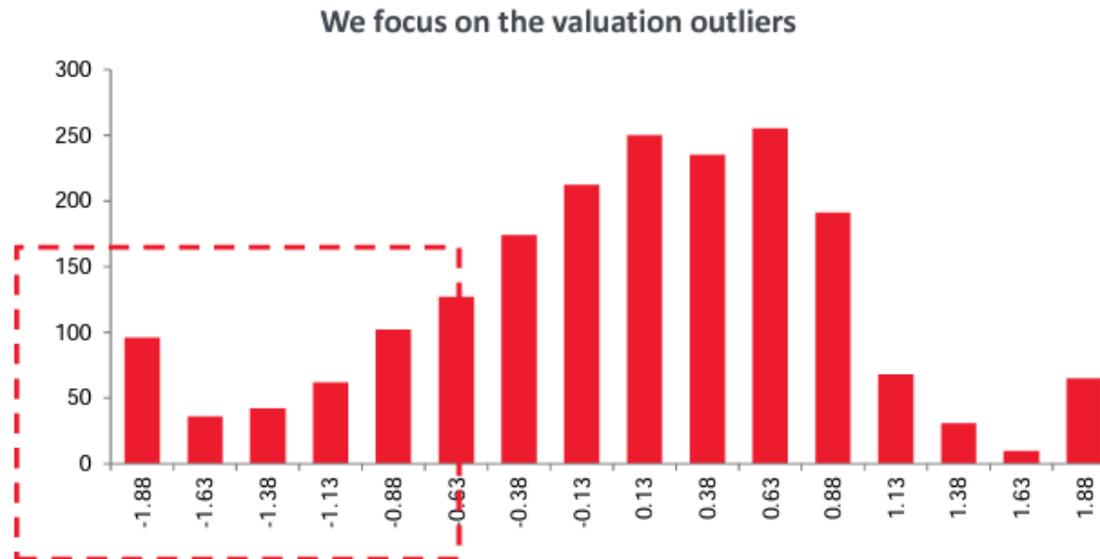
- ▶ 尋求最大的投資機會。
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。



Source: 瀚亞投信

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。



Source: 瀚亞投信



- 巴西市場現況與展望
- 基金現況檢視
- **投資結論**

投資結論

- ▶ 年初以來巴西市場表現強勢，主要受到Q1以來油價明顯攀升，帶動大宗商品行情水漲船高，而巴西股市結構中能源、原物料產業佔比超過四成，因而受惠於當前環境。除此之外，評價面無論相較其歷史均值、其餘新興市場，皆處在低位，因而吸引外資今年以來持續回流。
- ▶ 回歸基本面，儘管在本波修正中巴西具備原物料價格保護，然檢視各項總經數據，當前國內經濟仍面臨趨緩壓力，升息循環雖預期進入尾聲，惟在全年通膨仍明顯高於央行目標區間、海外利差收窄的環境下，高利率環境不易改變。除此之外，10月將舉行總統大選，現任總統波索納洛與魯拉的民調近期呈現拉鋸，不確定性恐使投資情緒轉為觀望，建議投資人以定期定額的方式投資巴西股市。

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。