



2022年11月

## 瀚亞巴西基金

王亨

海外股票部



## 報告大綱

---

- 一、巴西市場現況與展望
- 二、基金現況與投資結論
- 三、附錄





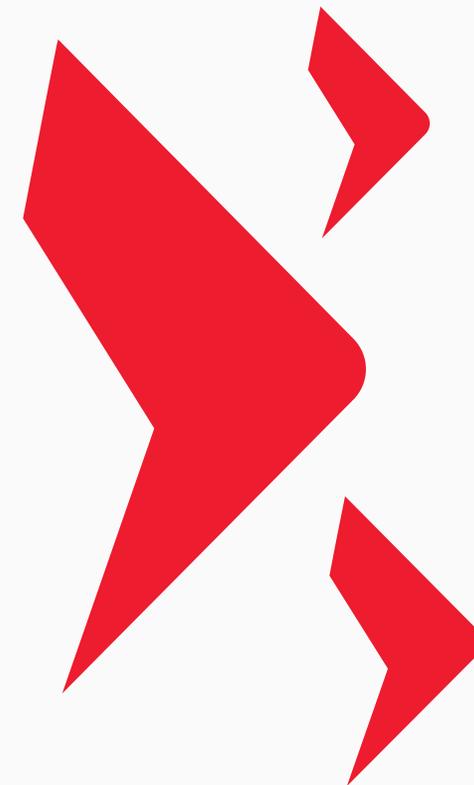
01

---

## 巴西市場現況與展望

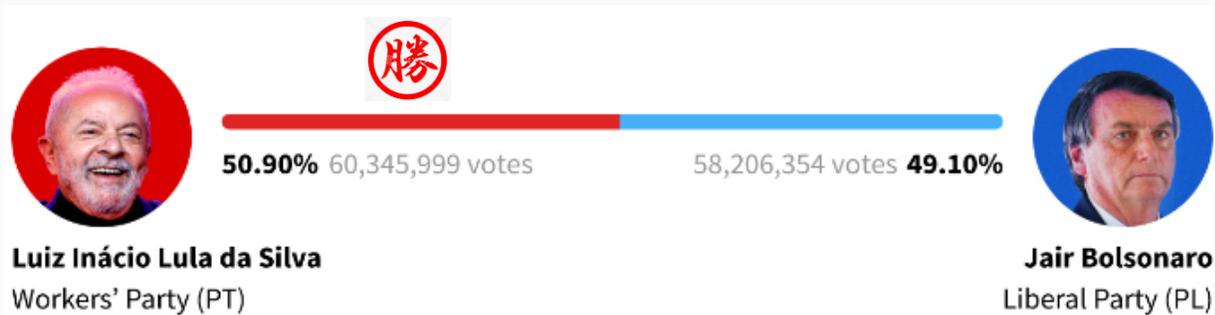
1.1 大選結果、股市表現回顧

1.2 焦點觀察指標更新





- ▶ **政治風險未攀升:** 雖博索納羅未承認敗選，但承諾政權將和平轉移，會與魯拉總統團隊辦理交接的手續。



雖有零星抗議事件，但  
政治風險並未攀升

- ▶ **抗議事件未升級:** 卡車司機於各地交通要道設置路障，封鎖保羅國際機場交通，而抗議者已同意於11/13撤離路障。

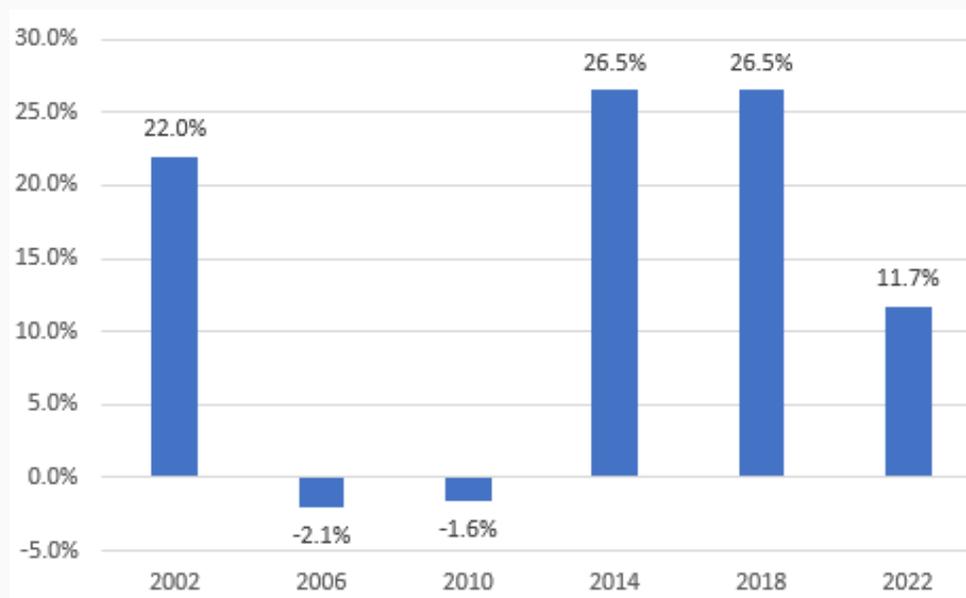




## 大選不確定性移除驅動 當月行情

- ▶ MSCI巴西於10月份上漲8.6%，優於MSCI新興市場的-3.1%，跑贏幅度11.7%，略高於歷史平均的8.8%。

巴西歷年大選月份表現 (相對MSCI新興市場)

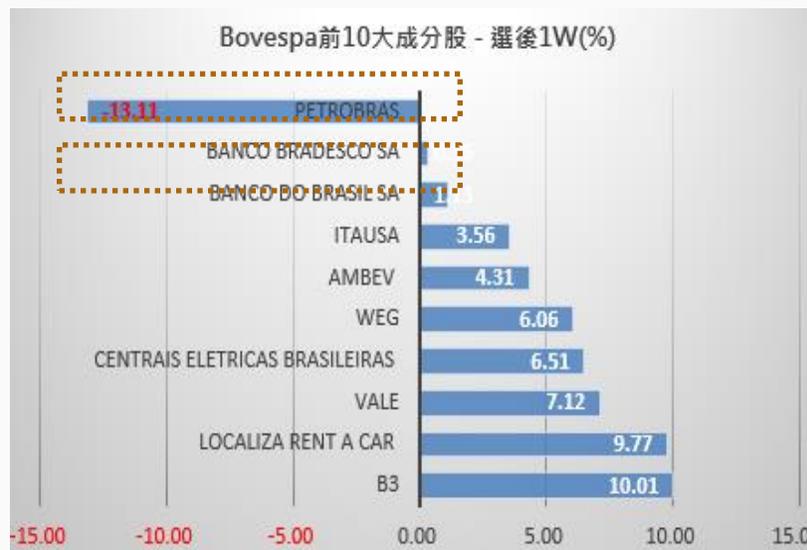




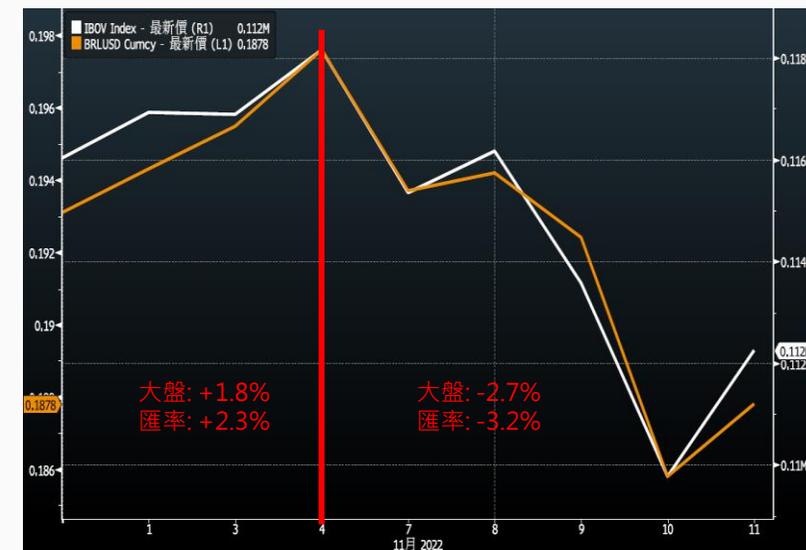
- **國有企業表現承壓:** 如巴西石油，市場擔心其恐被要求增加資本支出、調降價格，恐影響未來配息表現。
- **風險性資產走勢加劇:**
  - 11/1~11/4: 股匯雙漲: 反映政治不確定性結束。
  - 11/7~/11/11: 股匯齊跌: 1.金融權值股BBDC財報不如預期 2.10月通膨趨緩速度不如預期 3. 魯拉欲取消政府支出上限。

選後風險股市表現:  
國有企業承壓，風險  
性資產走勢加劇

### 國有企業表現承壓



### 里爾、大盤衝高後回落





## 近期大盤修正(一)

### 金融二哥布拉德斯科

### 銀行財報不如預期

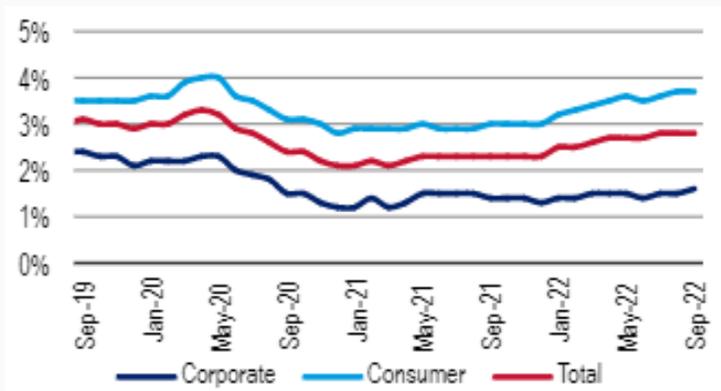
- ▶ Banco Bradesco獲利不佳，主因壞帳率上升40bps至3.9%，撥備較去年增加116%。

從股價/淨值比來看，BBDC估值幾乎已跌無可跌



- ▶ 根據巴西央行公布的數據，第三季民營銀行放款年增21%，行業整體壞帳率略升但仍處健康水位，且Banco Bradesco財報不如預期的情況並非未擴及全行業。

金融業壞帳率上升但仍處健康水位



財報不如預期的情況並未擴及全行業

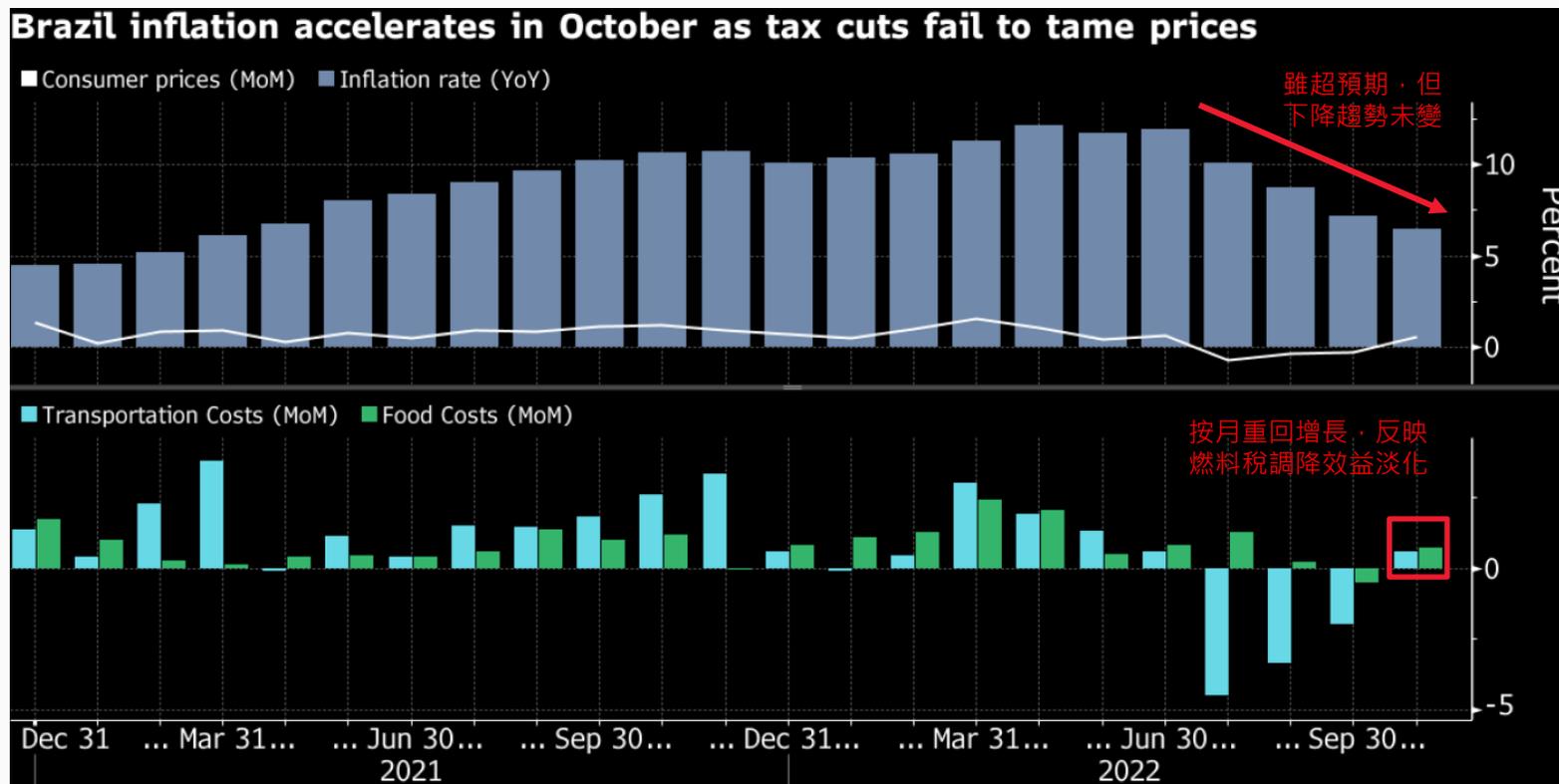
	預計獲利 (R\$百萬)	與市場共識差異 (%)
Banco do Brasil (BBAS3)	7349	10%
Itaú Unibanco (ITUB4)	8057	6%
Banco Santander (BSBR)	3039	-6%
Banco Bradesco (BBDC4)	6687	<b>-23%</b>

資料來源: JPM · 2022/11/2; Bloomberg · 2022/11/14



- ▶ 10月份通膨年增率6.47%，較前月份的7.17%進一步回落，惟仍高於市場預期的6.34%，且月增率重回上升軌道，反映通膨僵固性確實存在，惟通膨年增率見高回落趨勢不變。

巴西10月通膨率持續趨緩，惟因燃料稅調降效益淡化而超越預期



近期大盤修正(二)

10月通膨回落不如預期

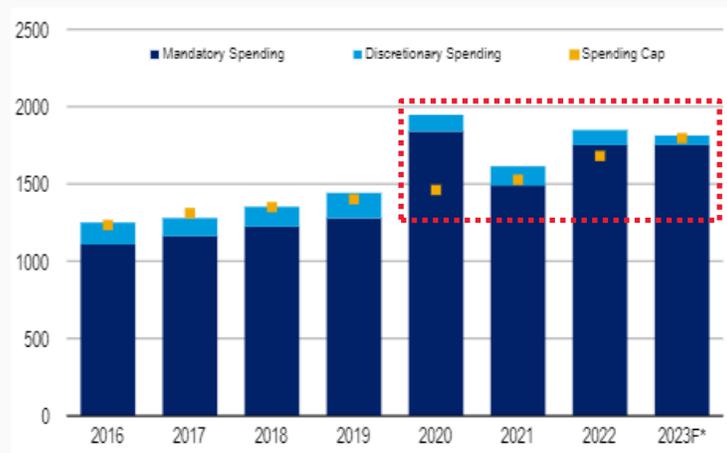


- ▶ 魯拉欲推動更多社會支出，並考慮取消憲法中關於政府支出相對於前一年通膨率的增加限制，其預期將明年公共開支增加1,600億至2,000億里爾(372億美元)的方案。
- ▶ 想法:
  - 國會的中立、右派佔多數，以執政黨於國會的少數席次，過於激進的政策難以在國會通過。
  - 借鏡稍早英國財政風暴的下場，預期魯拉最終政策會與市場靠攏。

## 近期大盤修正(三)

魯拉欲移除政府支出上限，財政紀律成隱憂

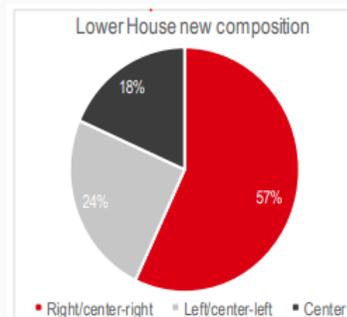
巴西連續四年財政支出超過上限



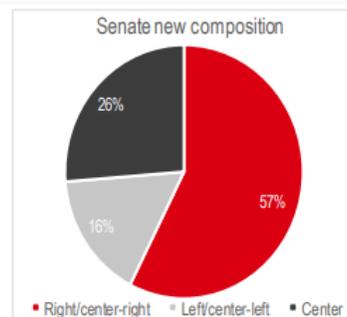
資料來源: HSBC · 2022/10/31; BoFA · 2022/9/6; Bloomberg · 2022/11/11

過於激進的政策難以在國會通過

左派僅占眾議院24%



左派僅占參議院16%



議案通過需: 1) 參議院: 49/81 2) 眾議院: 308/513



# 01

## 巴西市場現況與展望

1.1 大選結果、股市表現回顧

1.2 焦點觀察指標更新





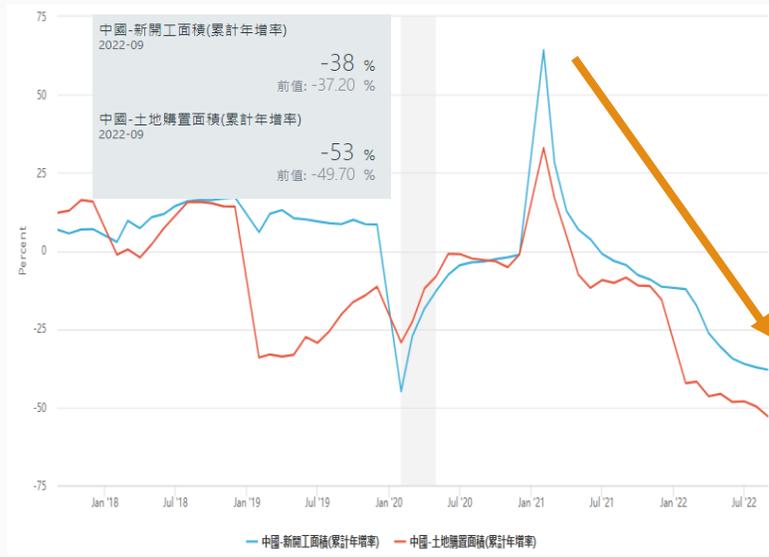
- ▶ 世界鋼鐵協會下修今年全球鋼鐵需求年增預期至-2.3%(原 +2.2%)，占比五成的中國需求增速-4%。
- ▶ 農曆新年前庫存回補有望短線上給予價格短線支撐，惟未來兩年預期需求仍承壓。

Chinese Steel Output						Seaborne Iron Ore Surplus Mt					
	2022				2022	% ch. vs 2021	2023	2024	2022	2023	2024
Scenario	1Q	2Q	3Q	4Q	Y		Y	Y	Y	Y	Y
Central	246	280	265	230	1,021	-0.7%	0.0%	0.0%	54	153	203
Strong	246	280	275	235	1,036	0.7%	1.0%	1.0%	32	118	155
Weak	246	280	244	227	997	-3.1%	-1.0%	-1.0%	89	199	261
2022 Balance	246	280	285	245	1,056	2.7%	1.0%	1.0%	4	91	127

## 大宗商品: 鐵礦砂

需求前景承壓，惟季節性因素短線給予支撐。

### 中國房市前端數據維持疲弱



### 惟因年底季節性因素，短線價格有望止穩回升

IOECAU62 Index	Spread Builder												
Last Price	Local CCY	metric ton	Spread	<Type security>	Last Price							High/Low/Avg	
10 Yr Avg	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Options
2022	20.82	-5.74	13.62	-6.81	-4.15	-11.91	-4.10	-16.24	2.94	-19.00			8.75
2021	-5.93	10.62	-5.41	12.55	4.37	7.48	-14.15	-14.32	-25.24	-4.64	-6.84		16.11
2020	4.09	-12.71	.00	.00	21.56	-9.8	7.88	15.07	-4.37	-1.66	10.97		22.43
2019	17.49	-.35	.91	10.72	8.95	14.20	2.37	-78.93	9.30	-9.57	4.71		4.49
2018	-1.88	9.59	-20.00	3.13	-2.27	.78	3.85	-2.22	5.61	9.61	-15.05		11.86
2017	3.73	10.76	-11.35	-16.46	-15.33	11.21	14.73	5.41	-20.13	-4.49	16.47		7.35
2016	-2.30	16.24	10.12	18.57	-21.71	7.92	11.01	-.83	-6.33	14.77	14.73		8.78
2015	-7.20	.79	-17.97	11.43	2.56	.83	-9.92	2.75	-.89	-10.81	-11.11		-1.14
2014	-6.67	-5.56	-3.36	-6.96	-13.08	2.15	.53	-7.85	-11.93	1.94	-11.59		-2.14
2013	1.23	.00	-9.21	.00	-18.84	5.36	11.86	6.06	-5.00	.00	2.63		-1.10
2012	.70	1.40	3.10	-.33	-8.65	.73	-14.49	-20.34	17.62	19.91	-1.64		20.83

資料來源: 財經M平方 · 2022/10/27; Bloomberg · 2022/11/03



## 大宗商品: 原油

供需同步下調，預期

油價區間整理

### 供給

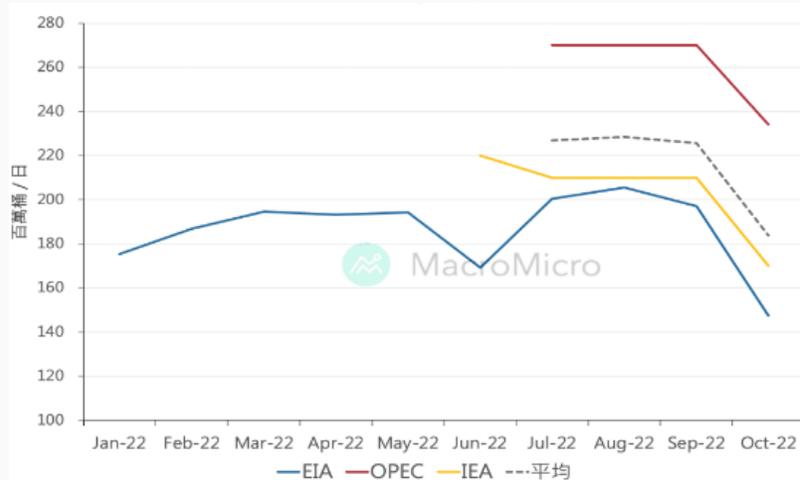
▶ **OPEC減產200萬桶:** 考量非洲與Non-OPEC會員國產量落後配額，預估實際減產量約為100萬桶。

▶ 歐洲石油禁令生效期限逼近(12/5)，普丁已表示不會向參與「G7價格上限」的國家供應能源，俄油產量可能進一步下滑。

### 需求:

▶ **歐美升息衰退壓力，中國堅守清零政策:** 10月三大能源機構同步下修 2023 年全球石油需求增速預期：EIA下調至148萬桶 (原197 萬桶)，IEA 下調至170萬桶 (原210萬桶)，OPEC下調至234萬桶 (原 270 萬桶)

三大機構同步下調2023年石油消費年增預期



俄、中東供給量下降，未來兩季供給吃緊





▶ 巴西央行連續第二次按兵不動，將利率維持在13.75%，惟小幅調升明年通膨預期：

1.) 新任總統實施擴張性財政政策 2.) 調降燃料稅效益遞減

預期明年通膨水位處於央行忍受區間上緣

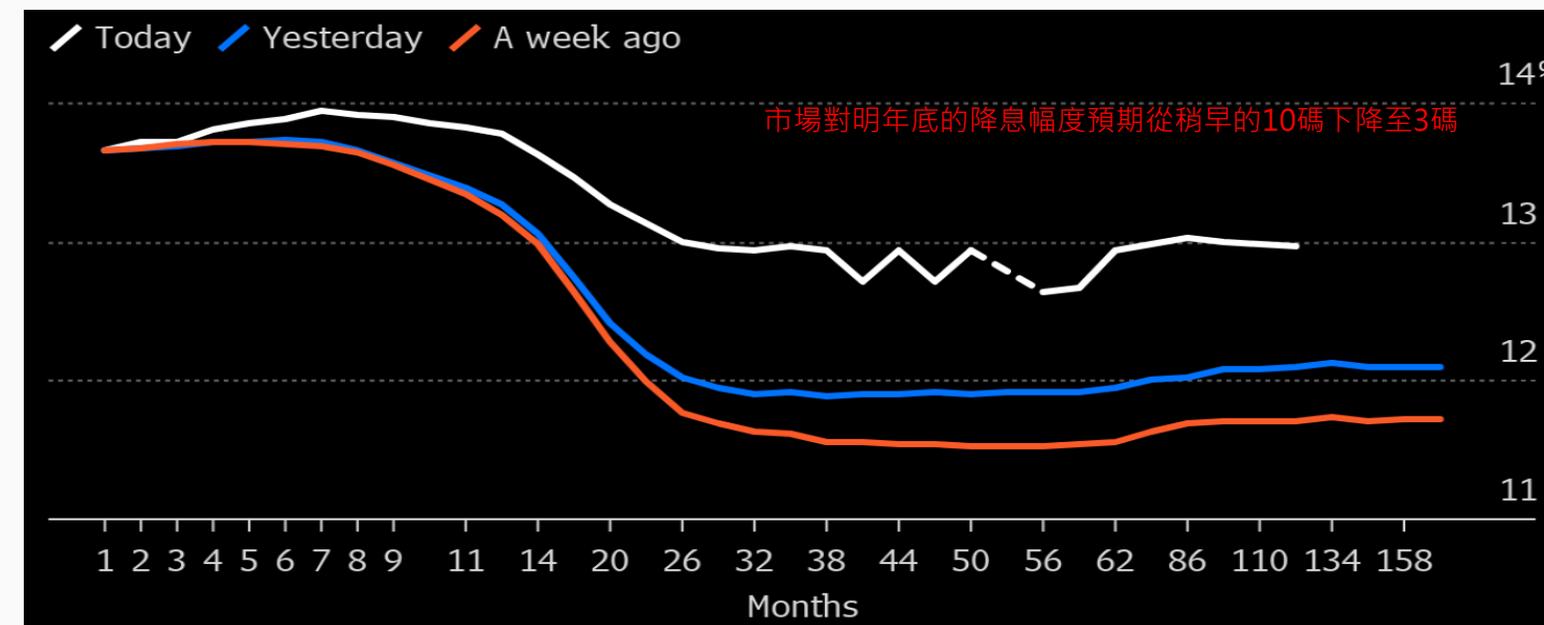
	October 26, 2022			September 21, 2022		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
BCB Forecasts						
Selic (consensus from Focus survey)	13.75%	↔ 11.25%	↔ 8.00%	↔ 13.75%	11.25%	8.00%
BRL (stable in PPP terms at pre-meeting levels)	5.25	↑ 5.25	↑ 5.25	5.20	5.20	5.20
Regulated prices (BCB's assumption)	-3.9%	↑ 9.4%	↑ 3.8%	-4.0%	9.3%	3.7%
IPCA Inflation, YoY	5.8%	↔ 4.8%	↑ 2.9%	5.8%	4.6%	2.8%
Focus Survey						
Market consensus IPCA	5.9%	↓ 4.9%	↓ 3.5%	↔ 6.0%	5.0%	3.5%

Inflation targets: 3.5% for 2022, 3.25% for 2023 and 3% for 2024 (tolerance band of +/- 1.5 percentage point).

貨幣政策:

升息循環結束，惟首次  
降息恐待明年下半年，  
且降幅預期有限

降息幅度將視新任政府財政利率而定

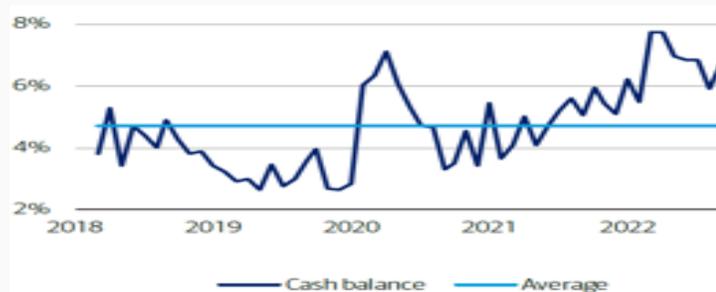


## 當地基金於選舉結束後轉賣為買

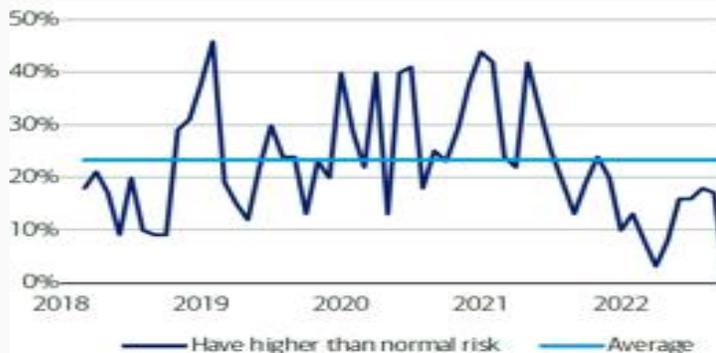
### Equity and Multimarket funds weekly flows

Fund type	AUM	7-Oct	14-Oct	21-Oct	28-Oct	4-Nov	YTD	Since peak Sep-21	Since Elections
Broad equity Funds	284	-1.2	0.3	-0.2	-0.4	-0.3	-37	-45	3
Ibovespa Active	50	-0.6	0.0	-0.6	-0.1	0.0	-16	-20	12
Other	79	-0.4	-0.2	0.0	-0.3	0.0	-15	-13	123
<b>Equity Funds (ex. Foreign Invest.)</b>	<b>413</b>	<b>-2.1</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.3</b>	<b>-68</b>	<b>-87</b>	<b>138</b>
Multimarket	788	2.1	-1.9	-1.2	-0.1	0.4	-65	-87	84
Macro	284	0.6	0.7	0.8	1.4	0.1	-15	-47	-62
Other	0	0.2	-0.8	0.1	0.2	-0.2	-23	-29	15
<b>Multimarket Funds (ex. Foreign Invest.)</b>	<b>1,225</b>	<b>2.8</b>	<b>-2.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>0.2</b>	<b>-103</b>	<b>-162</b>	<b>37</b>

### 9月現金水位6.9%，高於歷史平均的4.7%



### 投組中承受較高風險的經理人比重近於零



### 68%基金經理計畫未來半年增持股票配置



當地投資人仍偏保守，  
惟風險偏好開始改善



- ▶ 巴西於2015/7結束升息循環，並將利率維持在14.25%的高原期，並維持在此水平至2016/8。
- ▶ 以未來12個月預期盈餘計算的本益比位於6.9倍，對比當時的9~14倍。

評價面：  
即便考量高利率環境，  
評價面依然存在優勢

### 上一輪利率高原期PE位於9.5-14.5倍



### 當前評價有回升空間

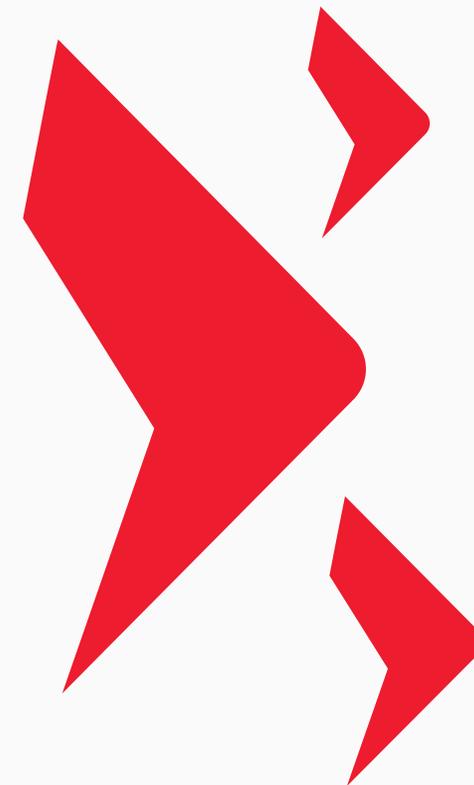




02

---

## 基金現況與投資結論





**10月:** 貢獻高度個股: SUZANO (全球最大紙漿生產商)、B3 (巴西交易所)、ITAU UNIBANCO (拉美最大銀行)、PETRO RIO (巴西第十大石油生產商)、WEG (電機、自動化設備製造商)。

今年以來績效貢獻: 匯率: 61% (BRL/TWD:+25.7%)、股市報酬率: 39%。

## 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	41.6	19.7	13.0	46.5	28.7	-1.6	2.8
同類型基金 平均	37.8	21.4	11.0	37.1	19.6	-5.1	-0.3
排名	1/6	4/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6



## 產業配置

- ▶ **配置:** 基金超配循環消費、金融，低配能源、醫療。
- ▶ **類股表現:** 上半年集中於能源、原物料，下半年非必選消費等低基期族群落後補漲，而近期類股輪動頻繁。

基金產業配置	比重%	相對配置	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
循環消費	9.4	5.4	3.4	-22.8
金融	28.3	2.2	6.0	27.5
工業	9.8	2.2	18.0	24.5
原物料	20.1	0.6	-3.4	-17.0
科技	0.0	-0.8	12.2	15.8
通訊	0.0	-1.7	3.3	-11.2
必須消費	6.6	-2.0	2.9	-12.9
公用事業	5.8	-2.3	12.7	31.7
醫療	0.8	-2.8	6.2	-12.9
能源	12.1	-7.6	1.0	5.7

資料來源: 瀚亞投信整理、Bloomberg · 2022/10/31  
附註: 產業報酬率參照MSCI巴西類股指數(里爾計價)

## 前10大持股

前十大持股	比重(%)	產業類別	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)	介紹
BANCO BRADESCO SA PREF SHS	8.8	金融	0.1	13.7	巴西最大的保險提供商、第三大銀行。
CIA VALE DO RIO DOCE	8.6	原材料	-6.8	-13.9	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	7.8	能源	0.0	4.8	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 PREF SHS	7.1	金融	8.3	45.1	巴西最大的銀行，也是拉丁美洲和南半球最大的銀行。
B3 SA - BRASIL BOLSA BALCAO	5.0	金融	15.2	35.0	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。
SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	4.7	原材料	19.6	-11.5	全球最大紙漿生產商。
BRADESPAR SA PREF SHS	4.5	原材料	1.1	-3.9	投資控股公司，持有巴西礦業龍頭Vale，股價表現與其亦步亦趨。
BANCO DO BRASIL SA	4.0	金融	-3.9	28.3	巴西最大國有銀行，亦為巴西第二大銀行。
CCR	3.2	工業	3.4	11.8	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。
VIBRA ENERGIA SA	3.2	非核心消費	5.8	-14.7	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)

資料來源: 瀚亞投信整理 · 2022/10/31



## 投資結論

短線來看，評價面優勢仍在，且為少數升息循環結束，且通膨回落趨勢明顯的市場

- ▶ 巴西政府在7月調降燃料稅，疊加國際能源價格回落，使通膨率已連續三月見高回落，鑒於通膨率見頂，巴西央行將停止升息。
- ▶ 當前巴西股市的forward P/E位於6.9倍，明顯低於歷史均值的11倍左右，而對比2015底~2016底期間類似當前的高利率環境(P/E處在9.5~14.5倍)，亦具備評價面優勢。
- ▶ 淡水河股占基準指數近兩成，最主要終端消費市場中國地產業仍面臨壓力，惟疫控邊際放鬆，疊加鐵礦砂年底恐有季節性行情，有望給指數一定支撐。

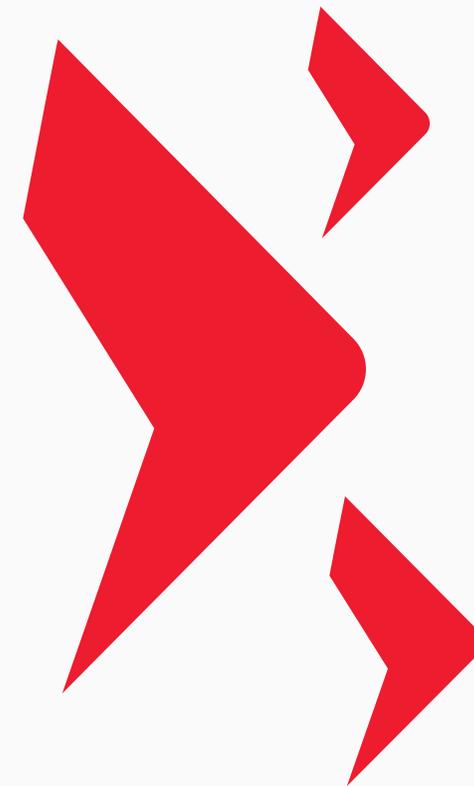
長線而言，仍有不確性須持續關注

- ▶ 魯拉欲推動更多社會支出，並考慮取消憲法中關於政府支出相對於前一年通膨率的增加限制，市場擔憂巴西財政紀律問題，雖國會組成預期能抑制過於激進法案通過，惟相關消息面恐導致盤面波動加劇。
- ▶ 過往經驗顯示緊縮周期結束後巴西股市未必立即有正面表現，更明確的榮景往往在首次降息後發生，而本次市場預期將發生在明年下半年，且降幅有限。
- ▶ 聯準會緊縮路程尚未結束，加上美國、歐洲及中國等主要經濟體景氣承壓，意謂與景氣連動的原物料、能源表現將受到一定壓抑，而此二者與巴西長線趨勢連動性高。



03

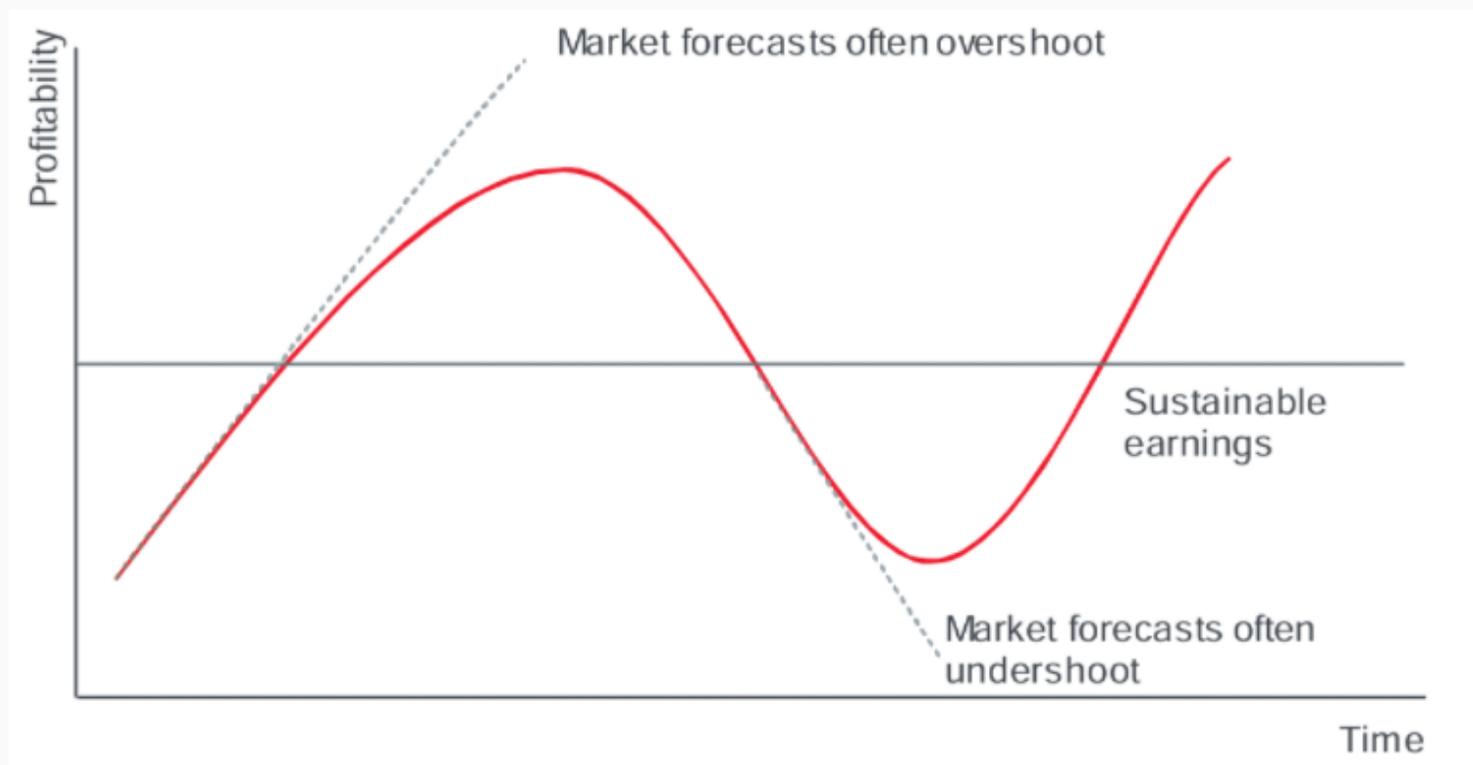
附錄





## 投資利基

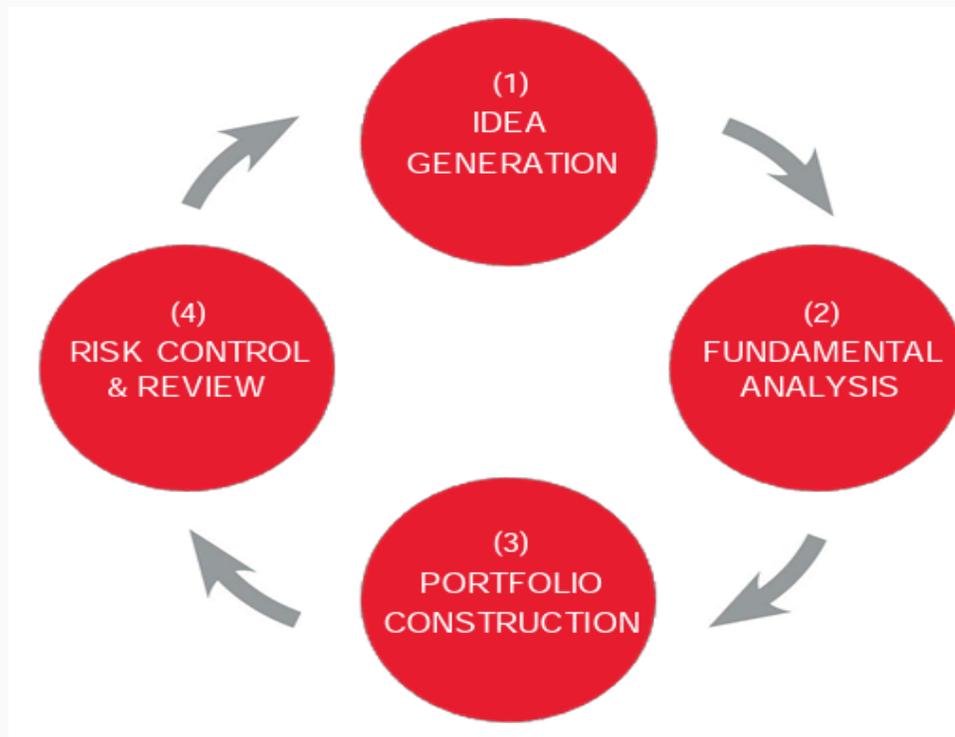
- ▶ 透過完整的投資架構、流程和工具，找出定價不合理的個股。
- ▶ 有紀律的投資團隊篩選出評價被市場低估的標的。
- ▶ 以長期投資角度找出穩定的獲利來源。





## 投資流程

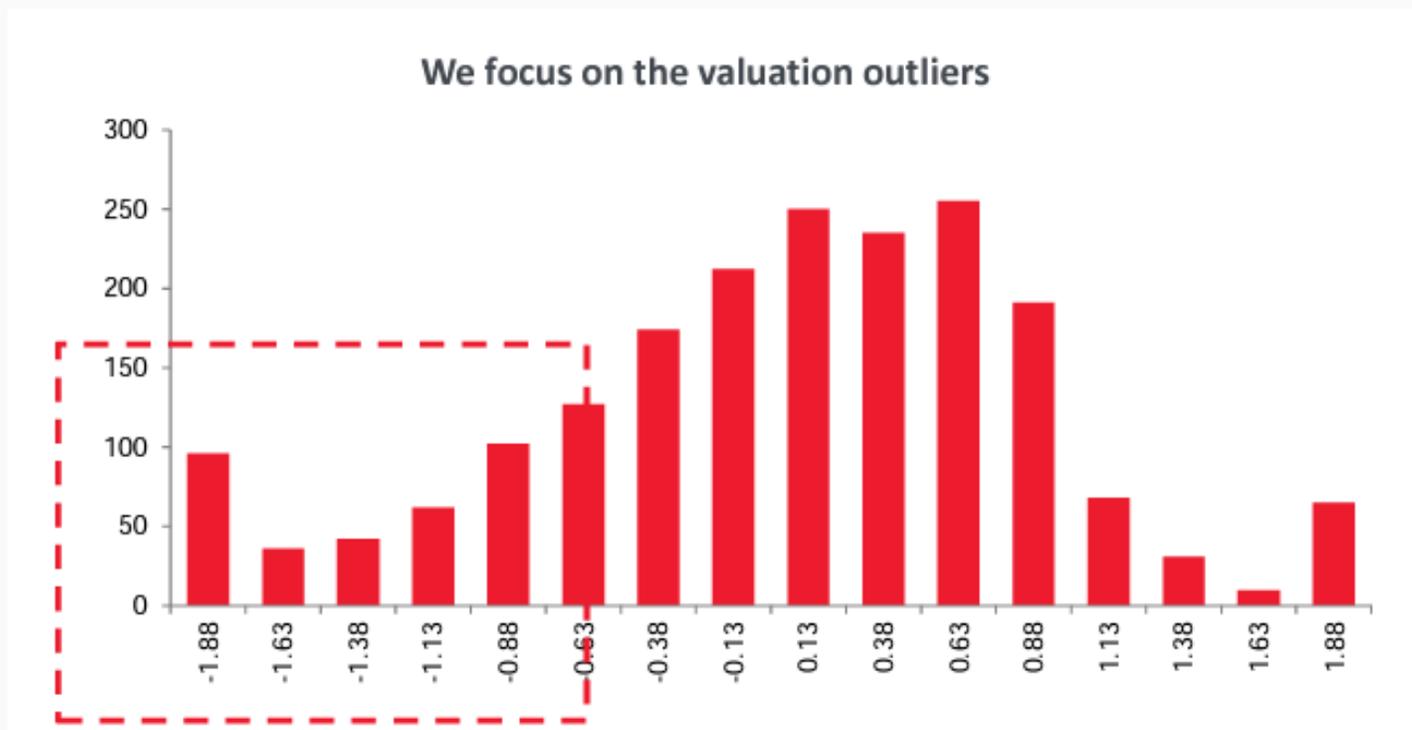
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。





## 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。





## 敬語

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。