



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2023年1月

瀚亞巴西基金

王亨

海外股票部

Experts in Asia. Invested in Your Future.

eastspring.com.tw



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 股市表現回顧

1.2 重點觀察指標、產業更新





巴西股指在投資邏輯持續切換下震盪走升

► Bovespa全年震盪走升，收漲4.7%。

- 1~4月初 (+): 烏俄戰爭、通膨升溫，帶動大宗商品表現。
- 4月中~7月中 (-): 中國封城、聯準會進一步轉鷹，全球景氣衰退擔憂升溫。
- 8月初~11月初 (+): 通膨見頂回落、央行升息循環結束、大選行情發酵。
- 11月初~現在 (-): 財政紀律惡化、市場擔憂巴西石油受政治干預。

巴西Bovespa指數走勢



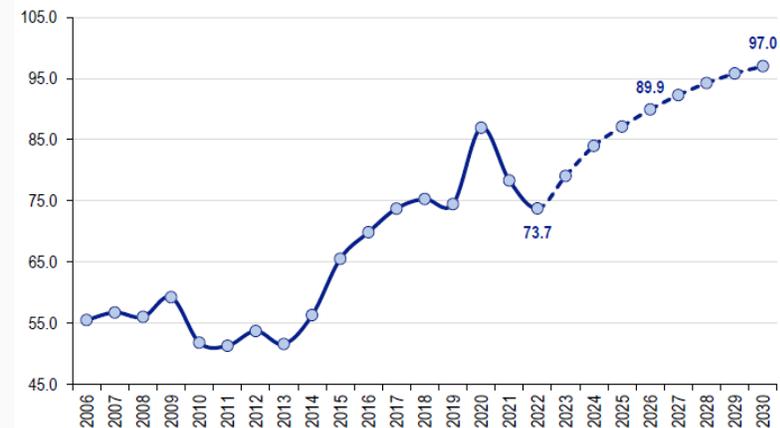


- ▶ 巴西國會去年底通過憲法修正案，將政府支出上限提高1450億里拉 (1.45%GDP)，允許盧拉履行競選承諾，為福利和基礎設施提供額外資金。

原先財政計畫須將支出上限提高2000億里拉

Policies	Estimated cost (R\$bn)	Impact (% of GDP)
Permanent Auxilio Brasil at R\$600	52	0.51%
Additional Auxilio Brazil voucher for families with children with up to 6 years (+R\$150 per child)	18	0.18%
Extension of federal taxes exemptions on fuels	54	0.53%
Extension of IPI exemption	20	0.20%
10% wage increase for public workers	25	0.25%
Tax income exemption (of up to R\$2,500)	17	0.17%
Judiciary wages increase	2	0.02%
States debt payment suspension	25	0.25%
1.4% real increase to the minimum wage	6	0.06%
Total	219	2.16%

即便支出遭限縮，政府債務壓力仍將大幅走升



為什麼市場如此擔憂財政紀律惡化?

- ▶ 淺在影響: 1.)外資流出導致里爾走貶、社會福利支出亦恐導致通膨率回落速度放緩，2.)財政擴張亦為通膨提供支撐，市場擔心巴西央行需將利率維持高企應對。

基於財政不確定性，巴西央行已連續三次調升明年通膨預測

	December 7, 2022				October 26, 2022		
	2022	2023	2024		2022	2023	2024
BCB Forecasts							
Selic (consensus from Focus survey)	13.75%	↔ 11.75%	↑ 8.50%	↑	13.75%	11.25%	8.00%
BRL (stable in PPP terms at pre-meeting levels)	5.25	↔ 5.25	↔ 5.25	↔	5.25	5.25	5.25
Regulated prices (BCB's assumption)	-3.6%	↑ 9.1%	↓ 4.2%	↑	-3.9%	9.4%	3.8%
IPCA Inflation, YoY	6.0%	↑ 5.0%	↑ 3.0%	↑	5.8%	4.8%	2.9%
Focus Survey							
Market consensus IPCA	5.9%	↔ 5.1%	↑ 3.5%	↔	5.9%	4.9%	3.5%
Inflation targets: 3.5% for 2022, 3.25% for 2023 and 3% for 2024 (tolerance band of +/- 1.5 percentage point).							



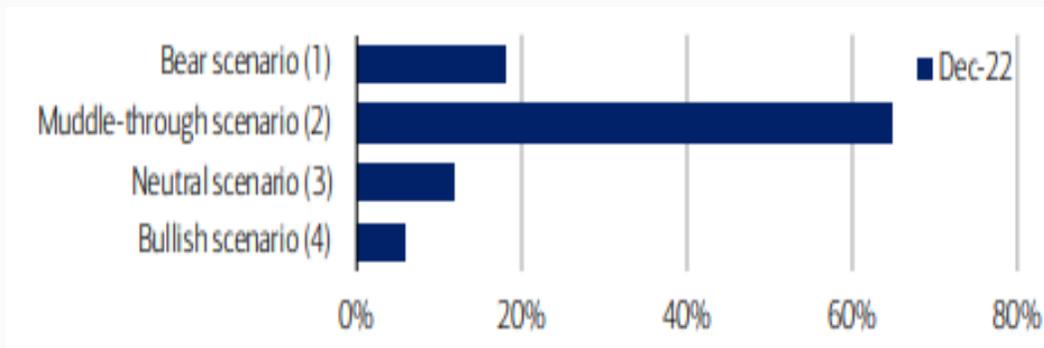
財政紀律惡化已很大程度反映於股價，預期政府將於2Q~3Q出台增稅措施，屆時市場疑慮有望緩解

- ▶ **惠譽重申主權評級為BB-，展望維持穩定:**財政前景恐形成挑戰，但不預期將危及經濟穩定，因此展望維持穩定。
- ▶ **預期2Q-3Q政府將出台財政配套措施:** 財政部長Fernando Haddad目標於2Q23公布對應增加支出的增稅措施，且憲法修正案亦要求8/31前須提出配套措施。

政府恐課徵股息稅，將增加500-600億里爾財政收入

	Conservative assumptions	Optimistic assumptions
Dividends (15%)	32.1	46.4
IoE (ending)	14.5	14.5
Total	46.6	60.9

財政紀律惡化已很大程度反映



- (1)支出大幅超過上限+財政明顯惡化
- (2)支出大幅超過上限+增稅配套措施
- (3)支出微幅超過上限+增稅配套措施
- (4)市場友善的財政政策



01

巴西市場現況與展望

1.1 股市表現回顧

1.2 重點觀察指標、產業更新





- ▶ 短期受情緒面推升: 中國解封，且政府取消限購、降低貸款首付、向地產商提供流動性。
- ▶ 上檔阻力: 買家信心需要大幅恢復，房地產開發商才能重新開始土地收購和開發，而鋼鐵原料才會被使用。

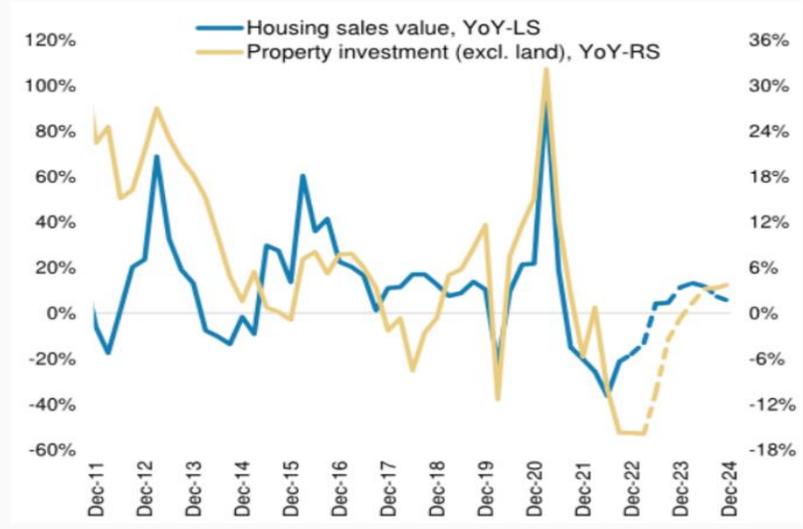
預期鐵礦砂仍供過於求

Wet Mt	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Global production	2,264	2,284	2,345	2,466	2,521
YoY change	0.9%	0.9%	2.6%	5.2%	2.2%
Global consumption	2,301	2,247	2,286	2,323	2,323
YoY change	-0.5%	-2.3%	1.7%	1.6%	0.0%
Balance	-38	37	59	144	198
Iron ore price (US\$/t)	160	117	98	79	82

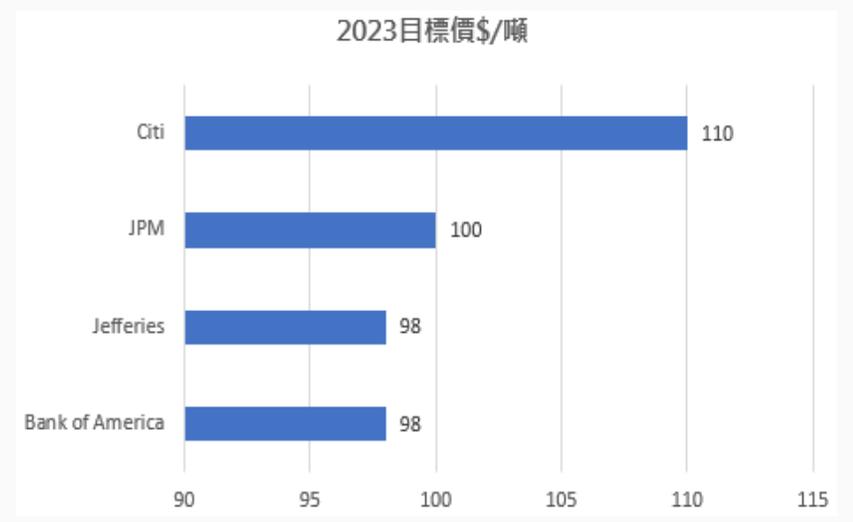
淡水河股: 鐵礦砂
季節性因素，加上中國解封、地產政策轉向為價格提供支撐，惟前景仍呈壓

淡水河谷 (VALE3): 19%

中國房地產資本支出在2024年前維持疲弱



外資券商仍保守看待2023年鐵礦砂價格



資料來源: Gamma · 2023/1/6; 瀚亞投信整理 · 2022/1/9; BofA · 2022/12/15



魯拉就任演說提及國營企業需在新經濟週期中扮演重要角色，市場預期巴西石油恐被要求調整燃油價格、增加資本支出、調降股息支付率..等。

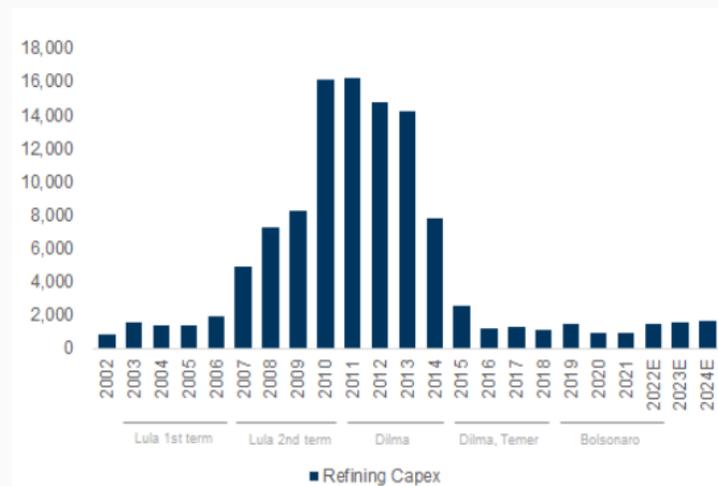
巴西石油: 短期走勢 受政治雜音壓抑

巴西石油 (PETR4+PETR3): 13%

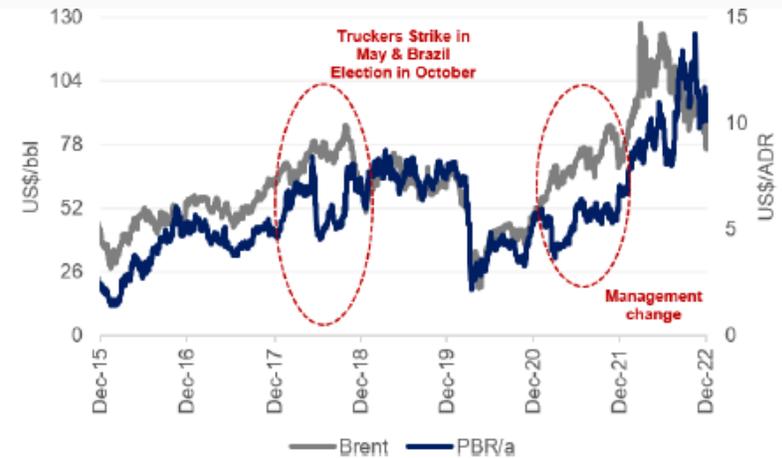
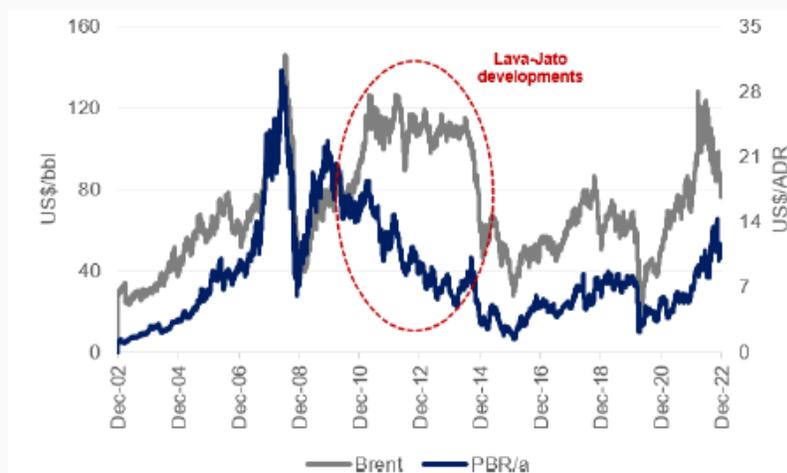
魯拉執政期間 巴西石油煉油利潤率低迷



資本支出大增且錯配低利潤業務



過往政治不確定性高時公司股價與油價走勢脫鉤





- ▶ 巴西通膨率如期於2022年底回落至6%以下 (12月預期5.6%)。

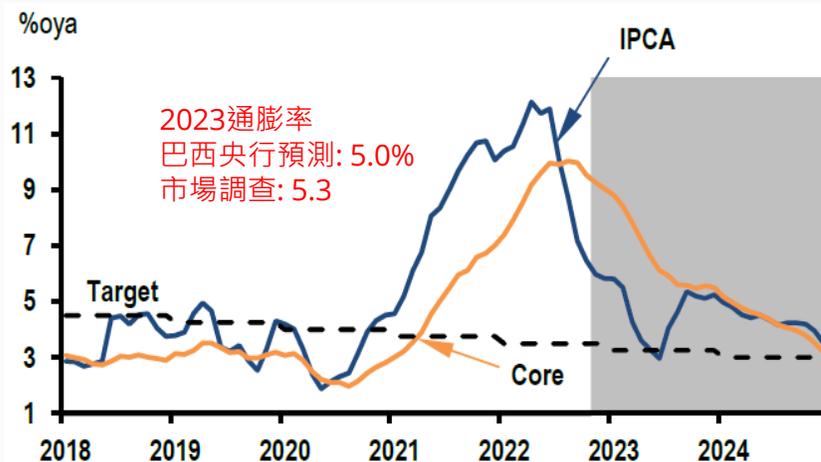


通貨膨脹:

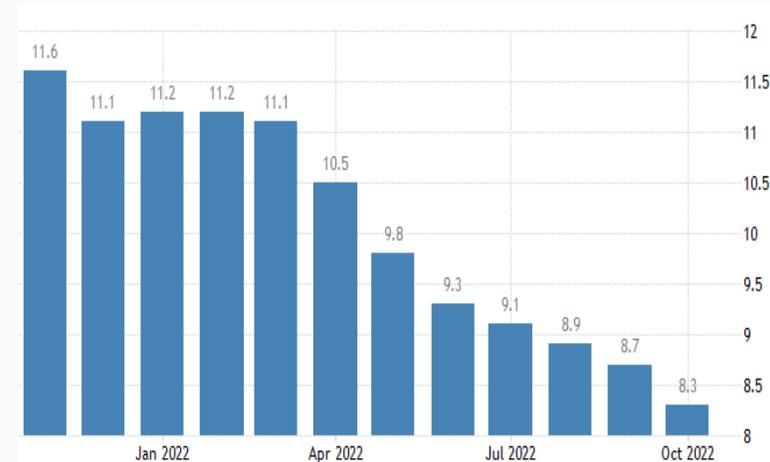
核心物價高黏性疊加財政不確定使通膨回落速度趨緩

- ▶ 未來聚焦點轉向核心通膨，惟在失業率低檔環境下，核心物價回落速度緩慢，疊加財政不確定性，整體通膨率今年回落幅度趨緩。

核心物價黏性高，使今年通膨率回落速度趨緩



失業率處於低檔，就業市場強勁





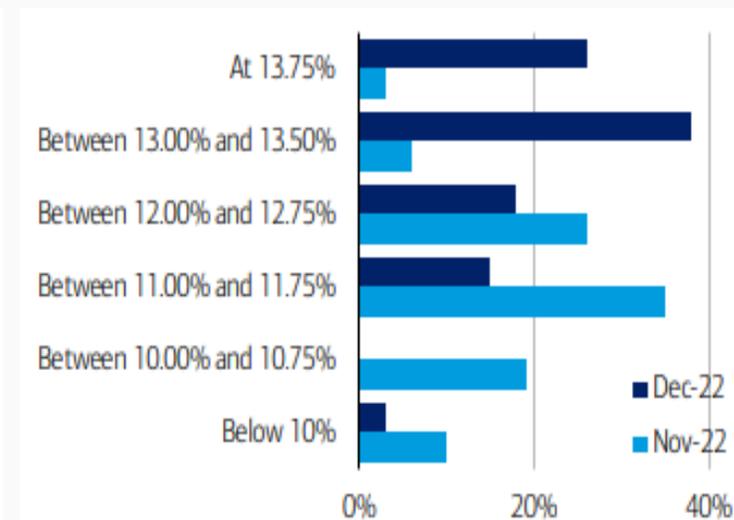
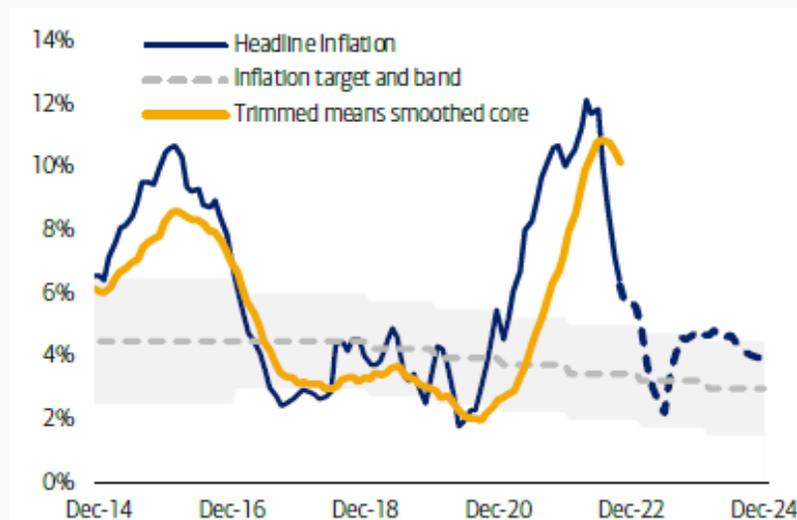
貨幣政策:
寬鬆最快發生於
2H23，且基於財政
不確定性劇增，降息
幅度恐遭限縮

	首次降息時間	年底利率(%)
BofA	2Q23底	10.50
Citi	3Q23	10.50
JPM	2H23	11.50
央行調查	N.A	12.25

- ▶ 市場預期2023年底通膨率達4.8%-5.3%，且擴張性財政計畫恐使為物價提供上檔支撐，仍高於央行目標區間3.25% (+-1.25%)，降息時間、幅度恐遭到延遲及限縮。

預期今年底通膨仍高於央行目標區間

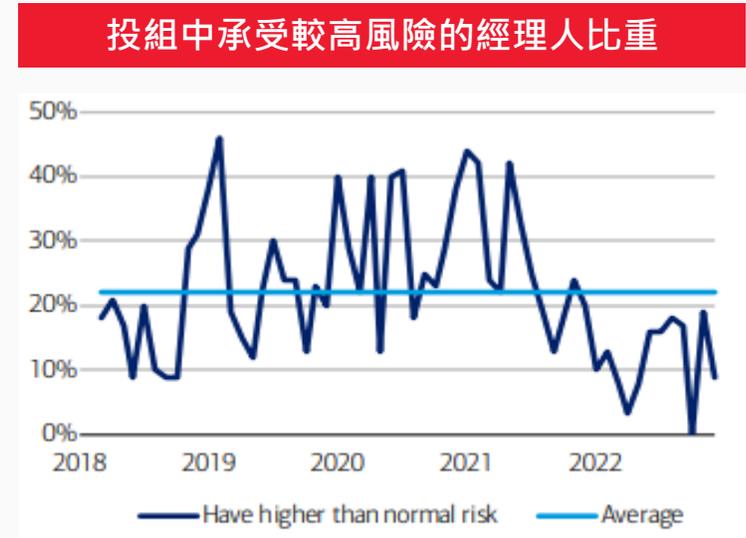
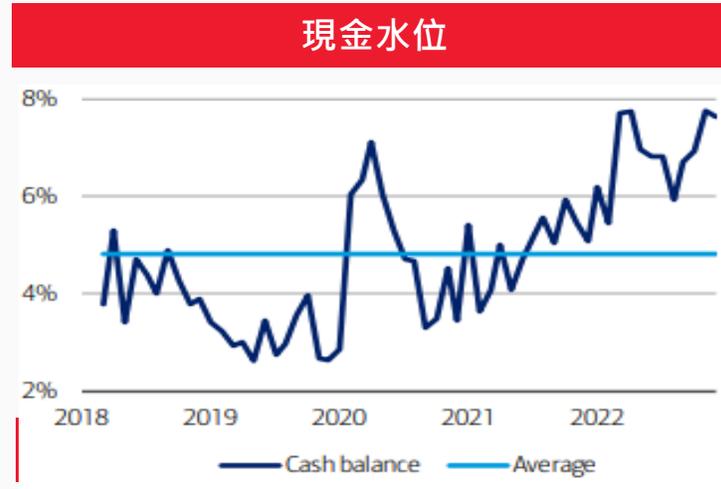
基金經理人對降息預期轉為保守





資金面：
基金經理人再度轉趨保守

▶ 計畫未來增持股票配置的經理人：下滑至29% (11月:45%、10月:68%)。





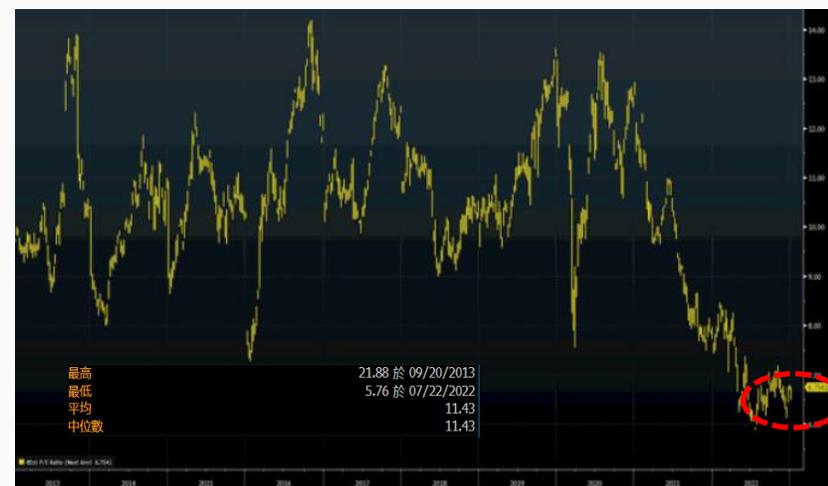
▶ 巴西於2015/7結束升息循環，並將利率維持在14.25%的高原期，並維持在此水平至2016/8。當前的未來12個月預期盈餘計算的本益比位於6.9倍，對比當時的9~14倍。

評價面：
即便考量高利率環境，
評價面依然存在優勢

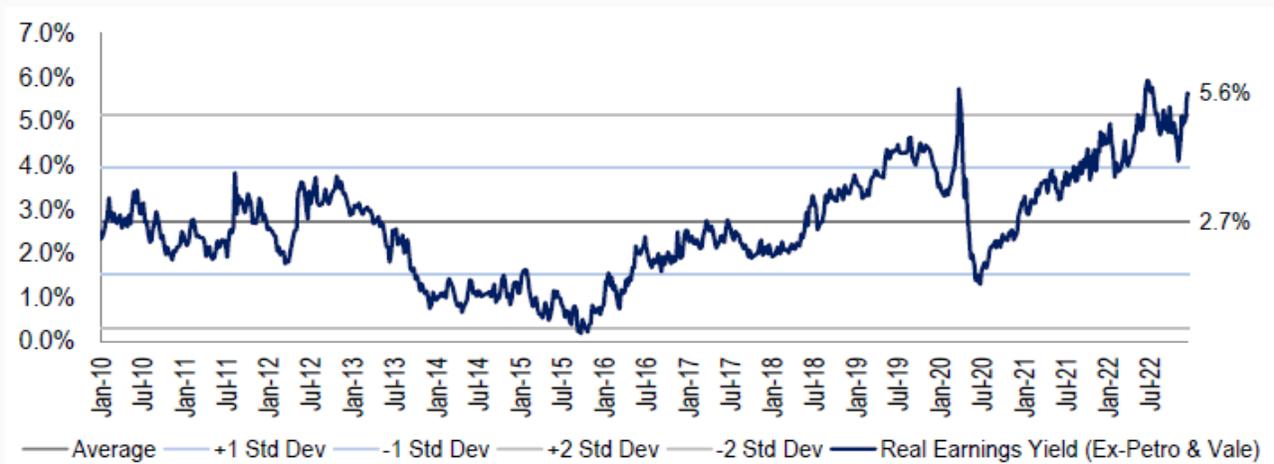
上一輪利率高原期PE位於9.5-14.5倍



當前評價有回升空間



股權風險溢價 (E/P-實質利率)亦處於高檔



資料來源: Bloomberg · 2023/1/8; BTG · 2022/12/15



02

基金現況與投資結論





績效表現 (%, 新台幣計價)

12月: 基金報酬率-4.2% , 小幅落後同業平均的-4.0% 。

- ▶ 正貢獻: BRADESPAR (持有淡水河谷的投資控股公司)、VALE (全球最大鐵礦砂業者)、B3(巴西證交所)。
- ▶ 負貢獻: PETROLEO BRASILEIRO (巴西最大石油公司)、SUZANO PAPEL (全球最大紙漿生產商)、ITAU UNIBANCO (巴西最大銀行)

今年以來績效貢獻度: 匯率: 73% (BRL/TWD:+17.04%)、股市報酬率: 27% (Bovespa: +4.7%、基金: 6.1%)

	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	23.1	-3.2	8.3	23.1	1.8	-8.1	-0.4
同類型基金 平均	18.9	-3.1	11.5	18.9	-4.1	-11.6	-3.1
排名	1/6	5/6	5/6	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，下半年類股輪動頻繁。
- ▶ **近期調整:** 金融股調降至等同指數權重，國有企業結構微調 (調降巴西銀行、縮減巴西石油低配幅度)

基金產業配置	比重%	相對配置	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
循環消費	9.1	5.1	-21.3	-40.6
原材料	23.7	4.1	21.6	2.5
工業	9.1	1.5	-9.0	12.7
通訊	2.4	0.7	-5.7	-16.6
科技	0.0	-0.8	-6.9	7.3
金融	23.9	-2.2	-14.0	8.6
公用事業	5.7	-2.4	-4.5	25.4
必須消費	6.0	-2.6	-8.2	-20.5
醫療	0.6	-3.7	-21.6	-33.2
能源	14.9	-4.8	-7.2	-2.4

前10大持股

前十大持股	比重(%)	產業類別	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)	介紹
CIA VALE DO RIO DOCE	9.7	原材料	27.7	9.9	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	8.8	能源	-10.6	-6.3	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。
BRADSPAR SA PEF SHS	6.7	原材料	17.9	13.2	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 BRADESCO SA PEF SHS	7.6	金融	-21.6	-18.9	巴西最大的保險提供商、第三大銀行。
ITAU UNIBANCO HLDG SA PEF SHS	6.3	金融	-14.5	24.1	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	4.3	金融	-15.4	14.3	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	4.8	原材料	-0.1	-11.6	全球最大紙漿生產商。
BANCO DO BRASIL SA	3.4	金融	-4.7	22.3	巴西最大國有銀行，亦為巴西第二大銀行。
VIBRA ENERGIA SA	3.1	非核心消費	-9.4	-22.8	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)
CCR	3.0	工業	-8.9	1.9	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。

資料來源: 瀚亞投信整理 · 2022/12/30



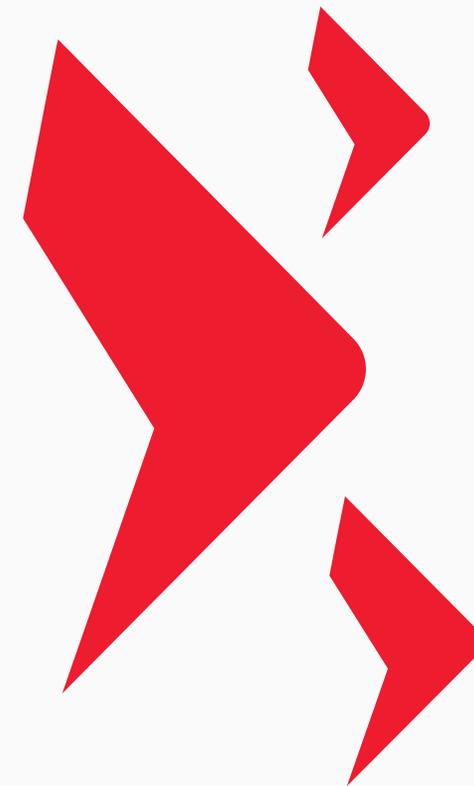
投資結論

▶ 巴西國會通過憲法修正案，大幅調高政府支出上限，財政紀律惡化陰霾揮散不去，預期官方最快第二季才會宣布對應財政支出的增稅措施；除此之外，魯拉亦表示國營企業需在新經濟週期中扮演重要角色，預期權值股巴西石油恐被迫調整燃油價格、調升資本支出並減少配息，雖上述利空已一定程度反映於股價，但增稅措施出台前，市場信心恐搖擺不定，因此評價面重估行情預期不會立即發酵，因此第一季仍建議以短期交易為操作主軸，待第二季財政疑慮逐漸淡化、市場重新對焦降息預期，搭配廉價估值，投資趨勢有望更加明確。



03

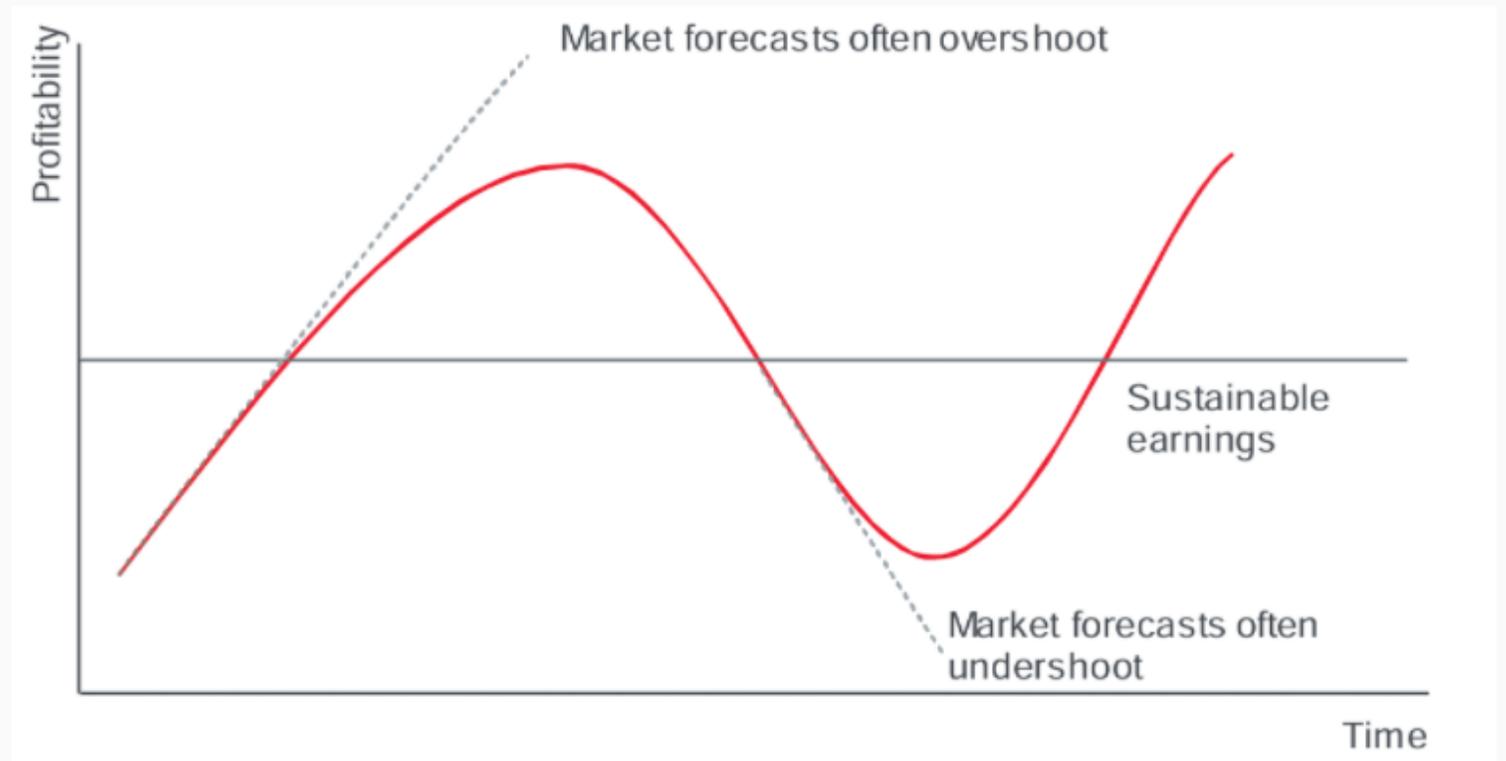
附錄





投資利基

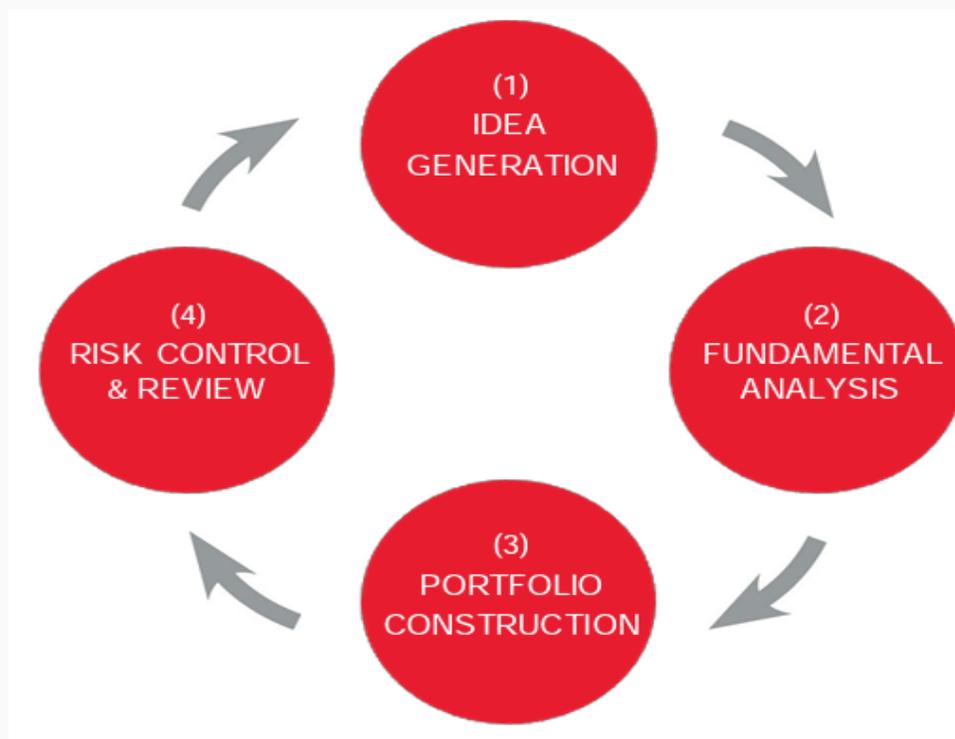
- ▶ 透過完整的投資架構、流程和工具，找出定價不合理的個股。
- ▶ 有紀律的投資團隊篩選出評價被市場低估的標的。
- ▶ 以長期投資角度找出穩定的獲利來源。





投資流程

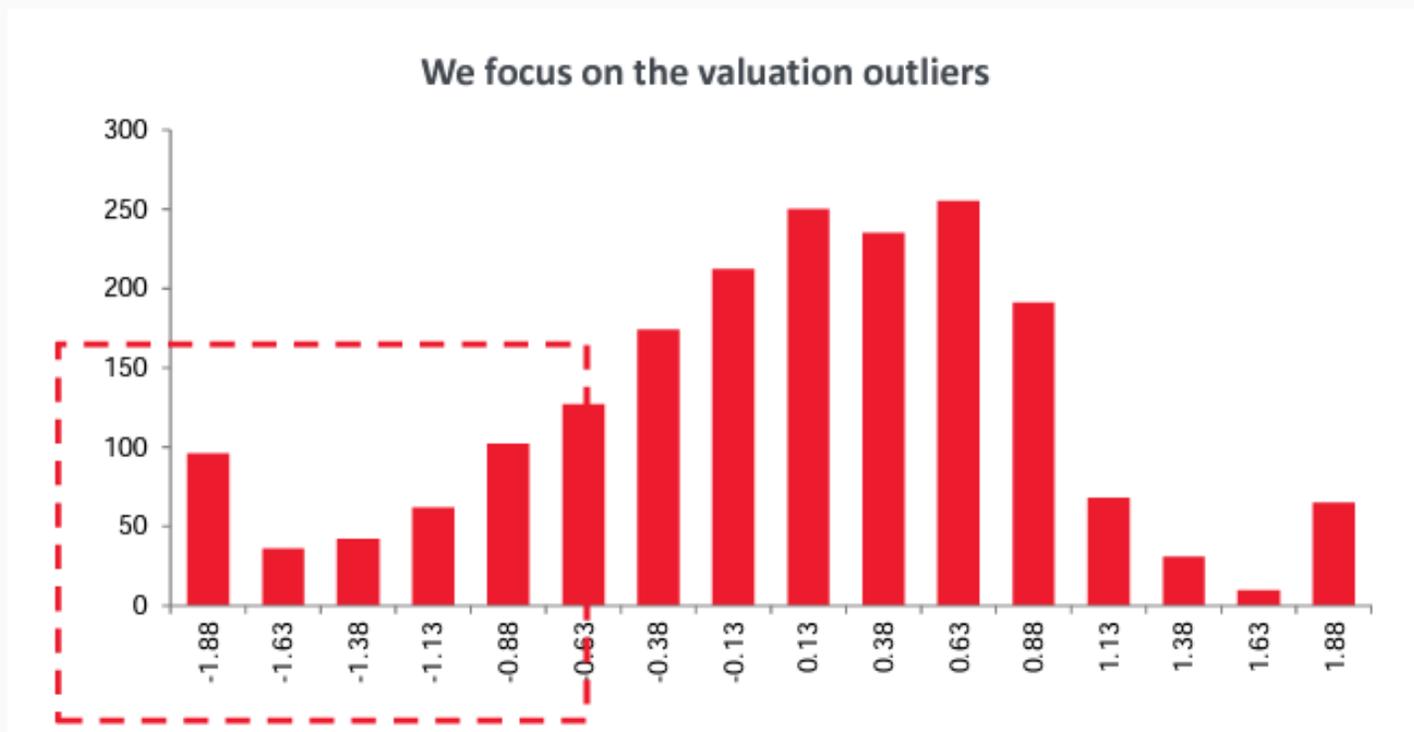
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。





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。