



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2023年3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



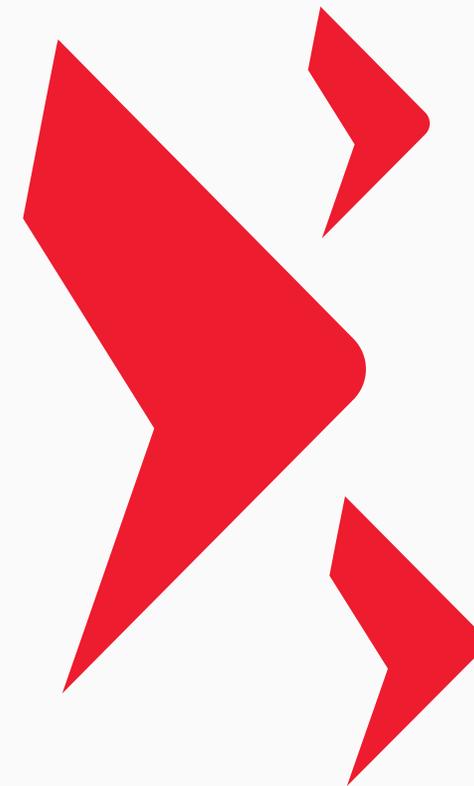


01

巴西市場現況與展望

1.1 短期股價有反彈空間

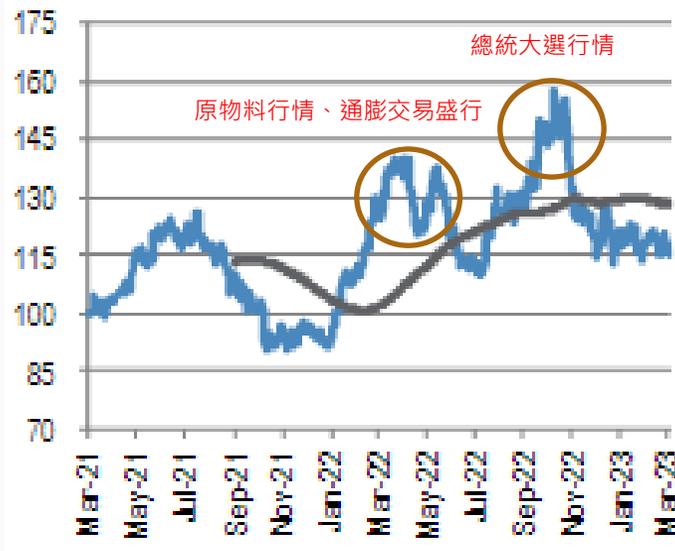
1.2 核心產業、重點指標更新



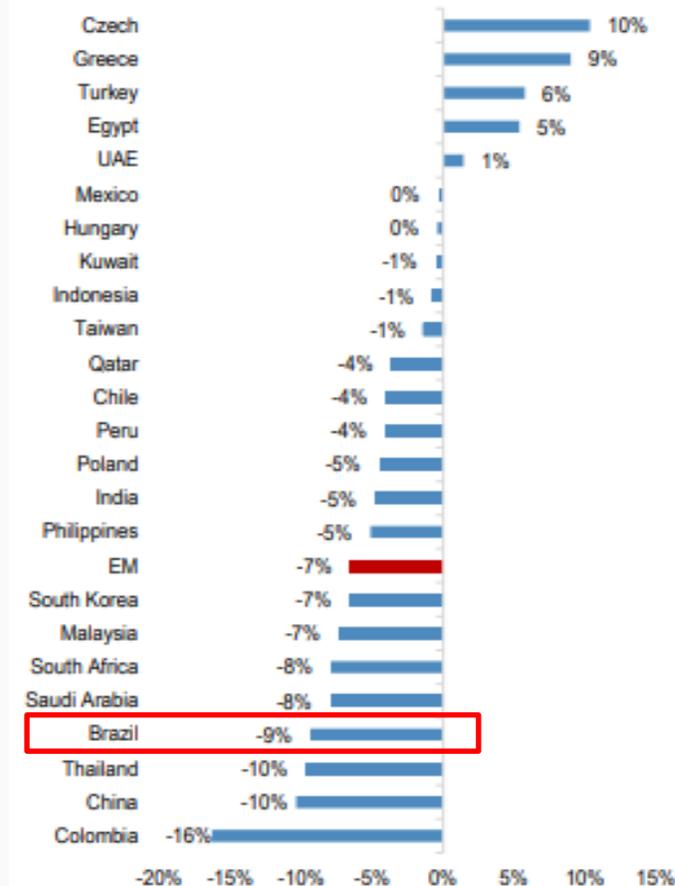


巴西市場今年以來表現 相對落後

巴西相對MSCI新興市場表現



2月份各新興市場表現

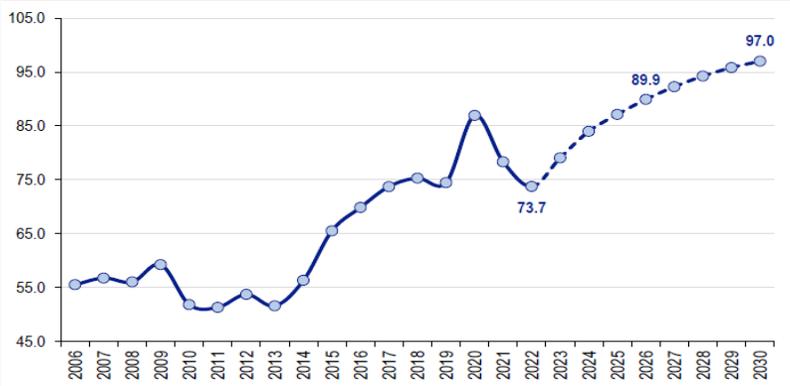




政治不確定性為稍早 壓抑市場信心的主要 因子

- ▶ **財政紀律:** 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，允許盧拉履行競選承諾，為福利和基礎設施提供額外資金。

若無財政框架支持，政府債務壓力將大幅走升



- ▶ **央行獨立性:** 盧拉政府既不願放棄大規模寬鬆，又希望解決巴西家庭債務高的情況，因此政府將矛頭直指持鷹派立場的巴西央行，市場擔心巴西央行官員改選受影響。

利率太高，央行獨立
是無稽之談。



當前應當專注提高央
行信譽，而非做經濟
實驗。





- ▶ **新財政框架:** 財政部已完成新財政框架草擬，由各部會審視後交由魯拉簽署，預期在3/28前公布，接著送交國會投票表決(4/15前)，預期最遲於上半年底通過(6/30前)。

關注財政框架類型	內容	機率	股價反應
設定支出目標	意謂政府在財政支出上具備紀律	30%	正面
實施財政平衡計畫	支出需搭配對應增加財政收入的措施	45%	中性~正面
設定債務目標	類似美國的債務上限，實施度難度高	25%	中性~負面

不確定性已反映在市場定價，靜待催化劑出台

- ▶ **巴西央行委員任命:** 兩位央行官員任期結束，市場關注政府將任命具備技術背景或政治正確人士出任，其中Director of Monetary Policy的職位地位僅次於行長，目前市場傳言的淺在候選人為：

Luiz Awazu Pereira da Silva
巴西央行副行長、國際清算銀行副主席



Tony Volpon
巴西央行委員





01

巴西市場現況與展望

1.1 短期股價有反彈空間

1.2 核心產業、重點指標更新





- ▶ 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。
- ▶ 房市銷售復甦來自二手房 :1) 前期積壓的購房需求，開始集中回流至價格較低的二手房市場 2) 許多城市陸續推行二手房的「帶押過戶」政策，一定程度上釋放了中古屋主脫手舊房、置換改善的需求。
- ▶ 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。

基礎情境下預期鐵礦砂仍供過於求

Scenario	China Steel Production - Tons			% ch. YoY			Traded Iron Ore Balance		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Central	1,011	1,006	1,011	-2.1%	-0.5%	0.5%	-6	47	24
Strong	1,011	1,036	1,057	-2.1%	2.5%	2.0%	-6	3	-4
Weak	1,011	996	986	-2.1%	-1.5%	-1.0%	-6	70	42

淡水河股: 下檔風險有限，惟鐵礦砂價格短線已反映中國房市改善的預期

(VALE3)占MSCI巴西指數19%

相較於新屋市場，二手房市場復甦勢頭更為強勁



預期今年新屋開工仍呈現下滑

Construction	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
New start (mn sqm GFA)	1,545	1,669	1,787	2,093	2,272	2,244	1,989	1,206	1,116
YY	-14.0%	8.1%	7.0%	17.2%	8.5%	-1.2%	-11.4%	-39.4%	-7.5%
Residential	1,067	1,159	1,281	1,534	1,675	1,643	1,464	881	801
YY	-14.6%	8.7%	10.5%	19.7%	9.2%	-1.9%	-10.9%	-39.8%	-9.1%
Completion (mn sqm GFA)	1,000	1,061	1,015	936	959	912	1,014	862	865
YY	-6.9%	6.1%	-4.4%	-7.8%	2.6%	-4.9%	11.2%	-15.0%	0.3%
Residential	738	772	718	660	680	659	730	625	625
YY	-8.8%	4.6%	-7.0%	-8.1%	3.0%	-3.1%	10.8%	-14.3%	0.0%
Area under construction (mn sqm GFA)	7,357	7,590	7,815	8,223	8,938	9,268	9,754	9,050	8,677
YY	1.3%	3.2%	3.0%	5.2%	8.7%	3.7%	5.2%	-7.2%	-4.1%
Residential	5,116	5,213	5,364	5,700	6,277	6,566	6,903	6,397	6,112
YY	-0.7%	1.9%	2.9%	6.3%	10.1%	4.4%	5.3%	-7.3%	-4.4%

資料來源: Bloomberg · 2023/2; JPM · 2023/3; M平方 · 2023/3



淡水河股: 鐵礦砂進入價格淡季

(VALE3)占MSCI巴西指數19%

鐵礦砂價格季節性走勢

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
10 Yr Avg	5.57	2.46	-.68	-1.71	-.61	-.57	2.28	-.13	-4.83	-3.20	-1.23	7.07
2023	9.29	4.39	2.48									
2022	13.31	7.79	6.46	-.54	-13.25	-.36	-16.96	.25	-8.30	-7.26	.84	19.82
2021	9.13	-3.43	2.68	6.93	15.51	3.23	-.13	-24.28	-23.21	-1.30	-21.70	21.53
2020	3.36	-8.44	1.50	-4.79	10.53	10.30	5.05	11.56	2.21	-3.21	3.82	24.99
2019	10.13	15.83	-1.99	8.37	6.88	8.78	10.37	-22.60	.01	-4.89	-4.01	9.03
2018	5.66	1.48	-9.19	-6.53	.54	-1.62	-.73	4.00	1.93	7.25	-.19	-5.61
2017	.48	11.23	-2.00	-19.89	-11.10	-7.93	17.85	12.29	-5.96	-13.80	4.18	12.47
2016	3.38	11.82	20.03	8.39	-9.51	-5.71	10.17	6.34	-5.09	2.25	23.71	9.47
2015	-.24	-8.02	-7.50	-9.94	15.35	3.86	-16.35	7.26	1.35	-6.73	-11.79	-13.56
2014	-4.82	-5.99	-8.07	2.61	-12.37	-7.45	2.85	-3.44	-10.11	-2.78	-9.05	-7.23
2013	15.29	2.38	-8.72	-1.69	-8.71	-8.82	10.62	7.30	-1.16	-1.50	1.90	-.22



- ▶ 需求端: 三大能源機構針對 2023年石油需求增速預期改善 (181 萬桶 vs 前171 萬桶)。
- ▶ 供給端: EIA 上調全年供給量至 10,150 萬桶，年增約 160 萬桶 (前 120 萬桶)

三大能源機構對2023年石油需求逐月變化



巴西石油: 油價需求
預期下修正穩，惟前
段供給面亦快速回升，
庫存堆積趨勢不變

(PETR4+PETR3)佔MSCI巴西指
數13.5%

三大能源機構對2023年石油需求逐月變化



三大能源機構對2023年石油需求逐月變化

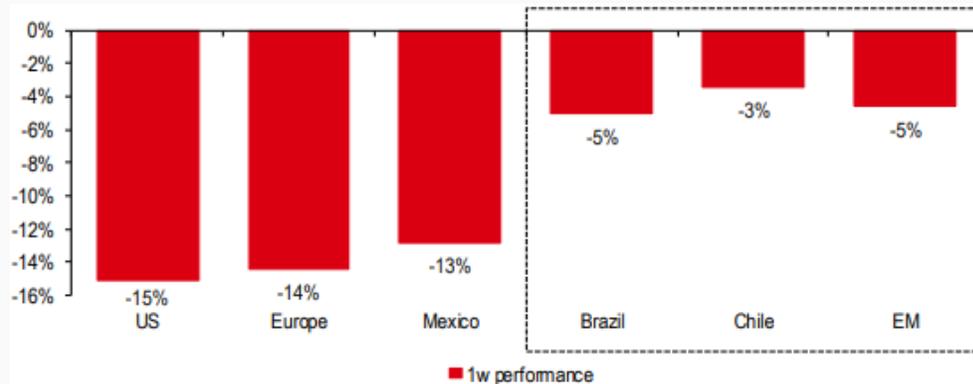




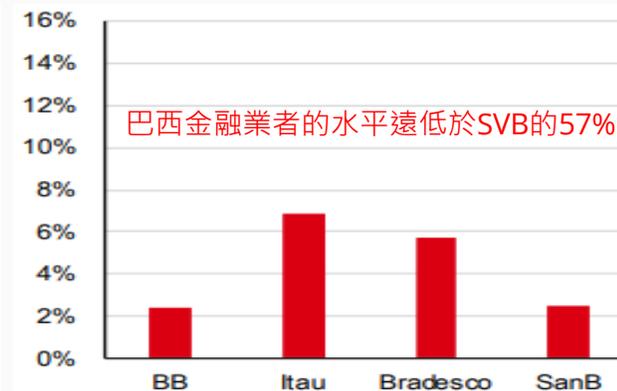
- ▶ SVB將存款大量轉投資長期性證券商品，且持有至到期比重高，導致存款流快速流失時，面臨流動性不足的困境。

金融業：
發生與SVB類似情況機
率低

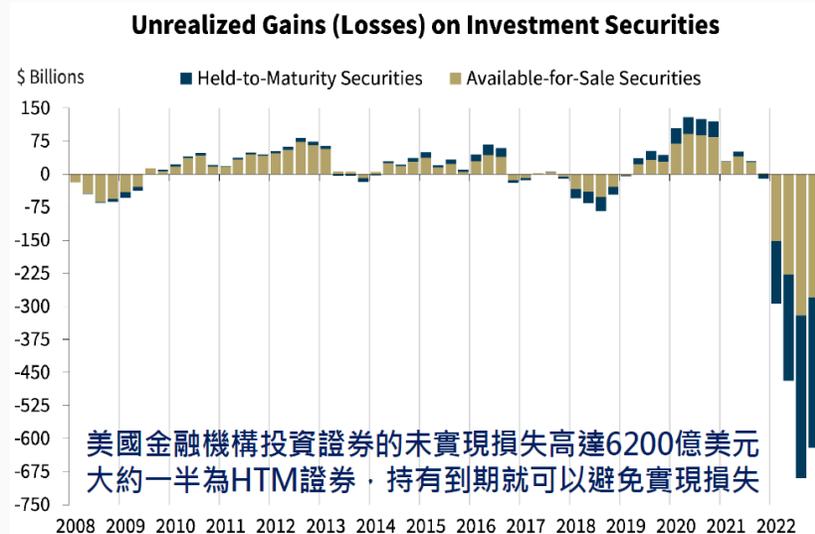
巴西銀行跌幅相對溫和 (SVB破產後一周)



持有至到期投資部位/總資產比重

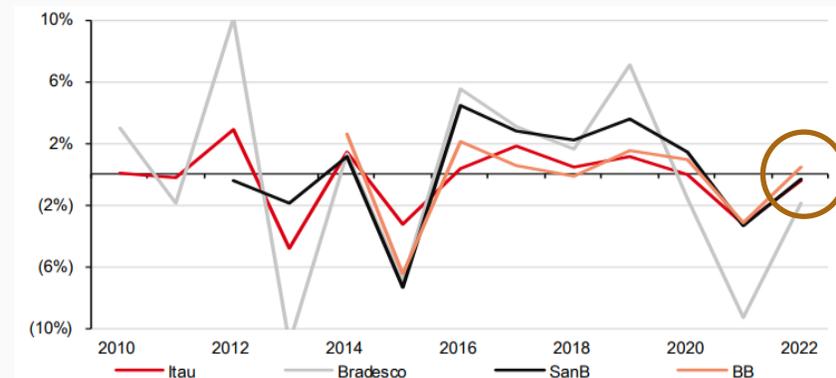


美國金融體系投資部位存在較高的未實現損失



巴西金融體系投資部位未實現損失/淨值比重低

固定利率的收益型產品在巴西較不盛行，多數主權債、企業債與通膨、銀行拆款利率及匯率走勢連動



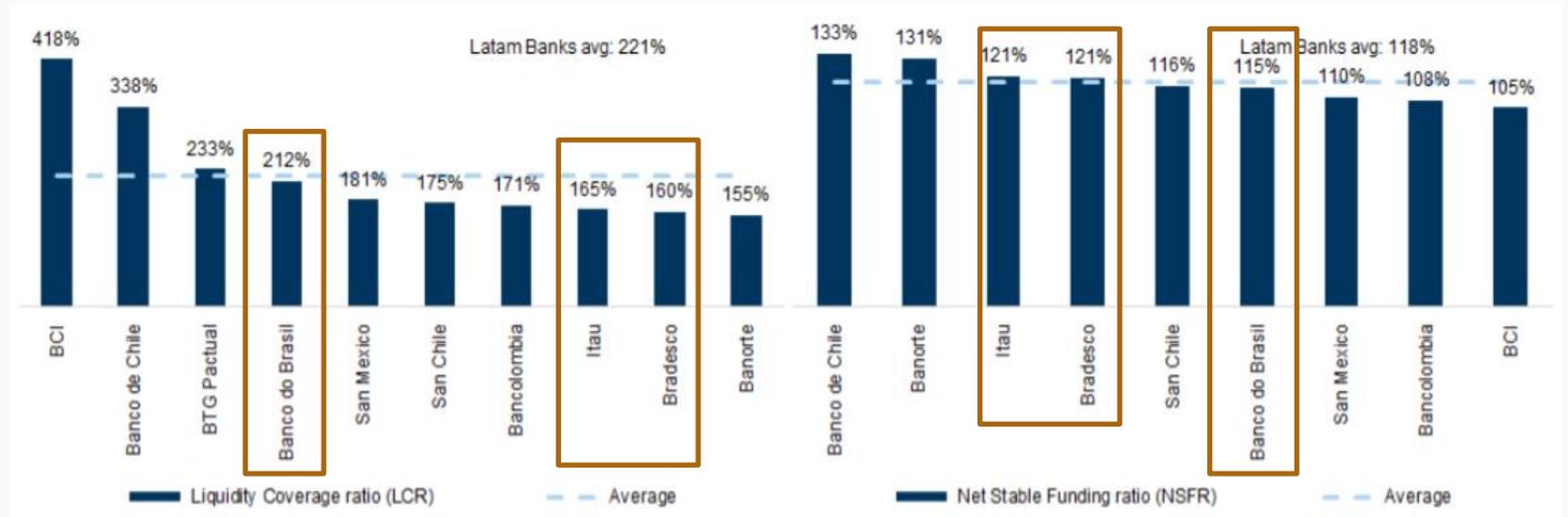
金融股佔MSCI巴西指數26%



- ▶ 流動性覆蓋率與淨穩定資金比率等兩衡量流動性指標皆高於巴賽爾銀行監管委員會認為安全值100%以上。

金融股：
巴西金融業流動性充沛，資金來源穩定度高

流動性覆蓋率與淨穩定資金比率皆高於法定安全水位



金融股佔MSCI巴西指數26%

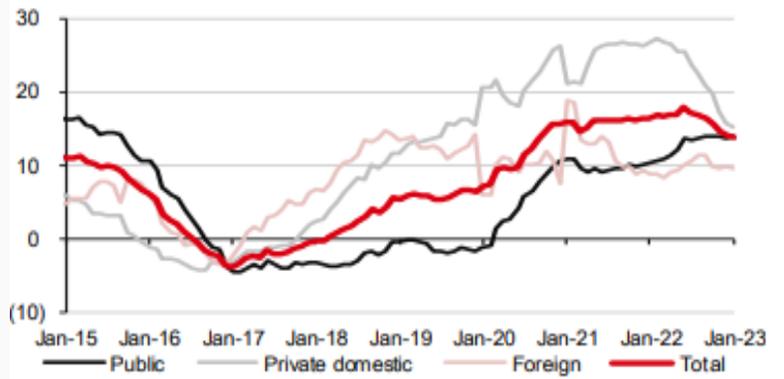
備註：流動性覆蓋率的定義為優質流動性資產儲備與未來30日的資金淨流出量之比，而穩定資金比率的定義則為可用穩定資金與應有穩定資金之比。此二指標為金融海嘯後巴賽爾銀行監管委員會所提出的金融機構流動性風險管理量化指標，此指標應高於100%以上，愈高代表銀行流動性及資金來源穩定度越高。



金融股：
 惟利率維持高企環境
 下確實導致信貸增速
 放緩、壞帳率提升

金融股佔MSCI巴西指數26%

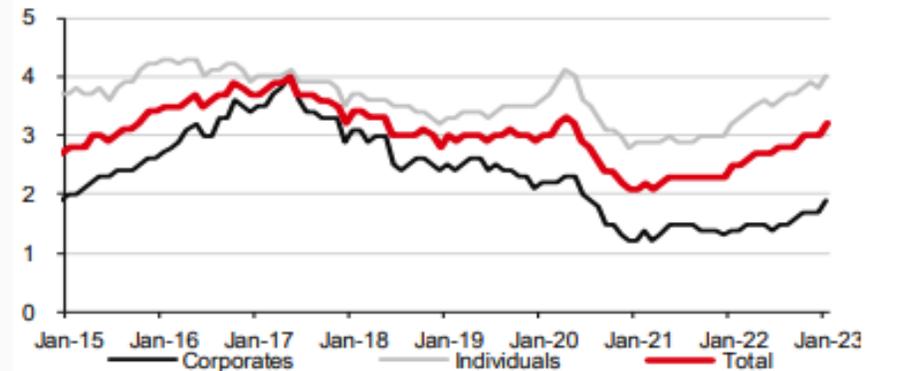
銀行業放貸增速呈現趨緩



預期今年放貸增速回落至中單至高單位數

Bank	Guidance
Itau	6.0 - 9.0%
Bradesco	6.5 - 9.5%
Santander Brasil	na
Banco do Brasil	8.0 - 12.0%

壞帳率亦呈現走揚

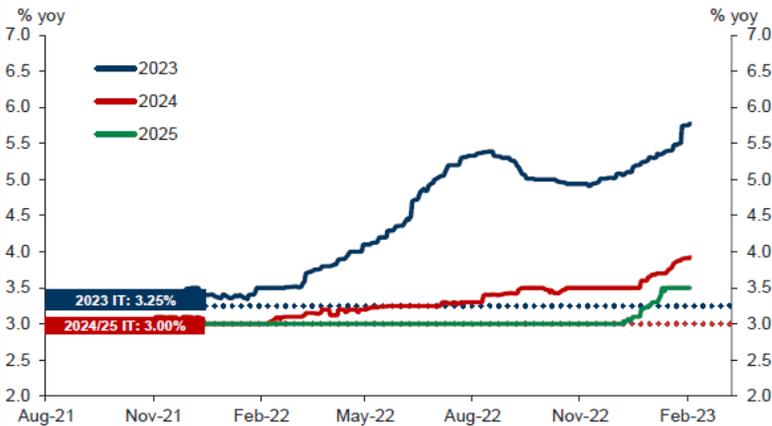




- ▶ 通膨預期升溫: 1.擴張性財政政策 2.第二季將部分恢復課徵汽油與乙醇燃料稅。
- ▶ 央行放鷹: 權衡利率維持在高檔更久，即便假設利率維持不變，預期2023年通膨仍超目標上限，導致市場焦點從何時降息/降幾碼→今年是否仍會降息。

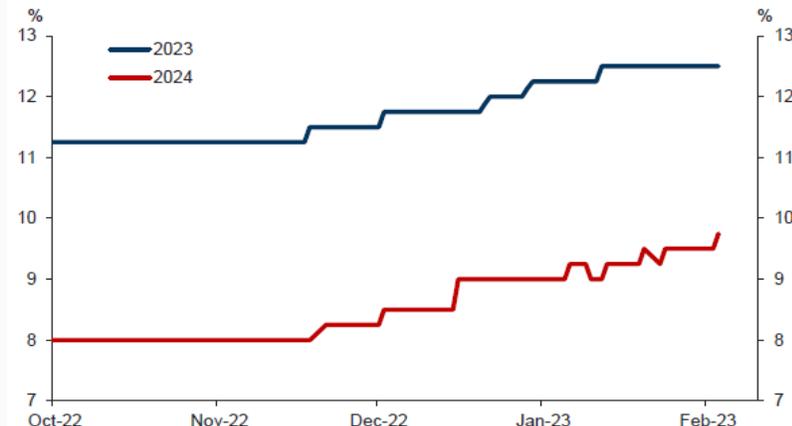
年底通膨率由4.8%上修至5.8%

Inflation Expectations Have Been Drifting Upward



年底利率預期從11.25%上修至12.50%

Policy Noise Leading to Higher Selic Rate Expectations



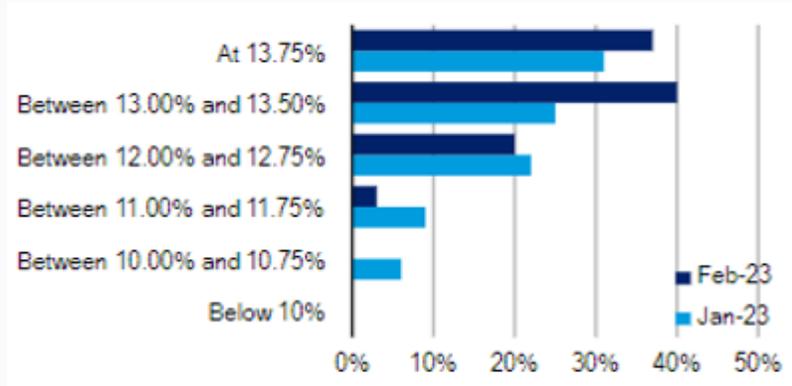
通膨與貨幣政策:
下半年進入降息循環的
預期淡化

當前通膨預期與官方目標漸進漸遠

Meeting 2024 Inflation Target Inconsistent With Near-Term Rate Cuts

	Inflation Target	IPCA	Copom Forecast Selic constant at 13.75%
2019	4.25% ± 1.5%	4.31%	-
2020	4.00% ± 1.5%	4.52%	-
2021	3.75% ± 1.5%	10.06%	-
2022	3.50% ± 1.5%	5.79%	-
2023	3.25% ± 1.5%	5.78%*	5.50%
2024	3.00% ± 1.5%	3.93%*	2.80%
2025	3.00% ± 1.5%	3.50%*	-

超過七成經理人認為年底利率維持在13%以上

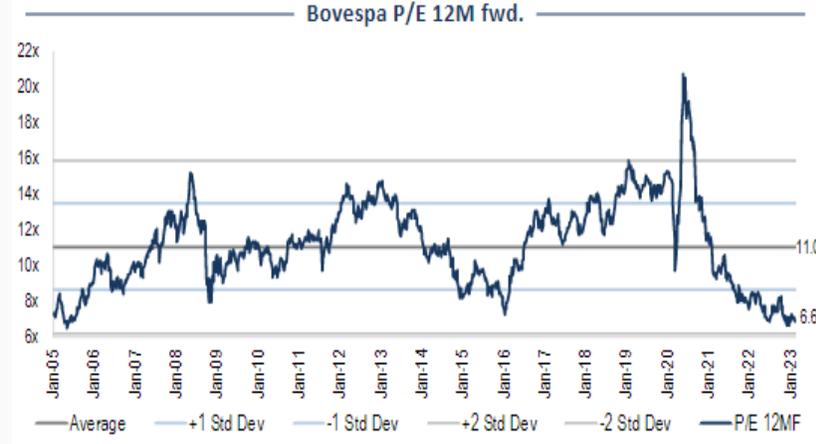


市場目前對通膨的預期
假設利率維持不變的通膨預期

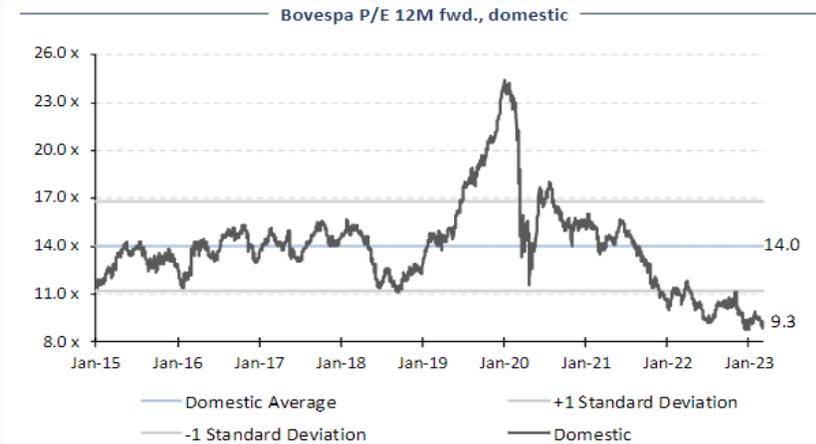


- ▶ 巴西於2015/7結束升息循環，並將利率維持在14.25%的高原期至2016/8。當前的未來12個月預期盈餘計算的本益比位於6.6倍，對比當時的9~14倍。

巴西股市整體評價處於歷史區間下緣



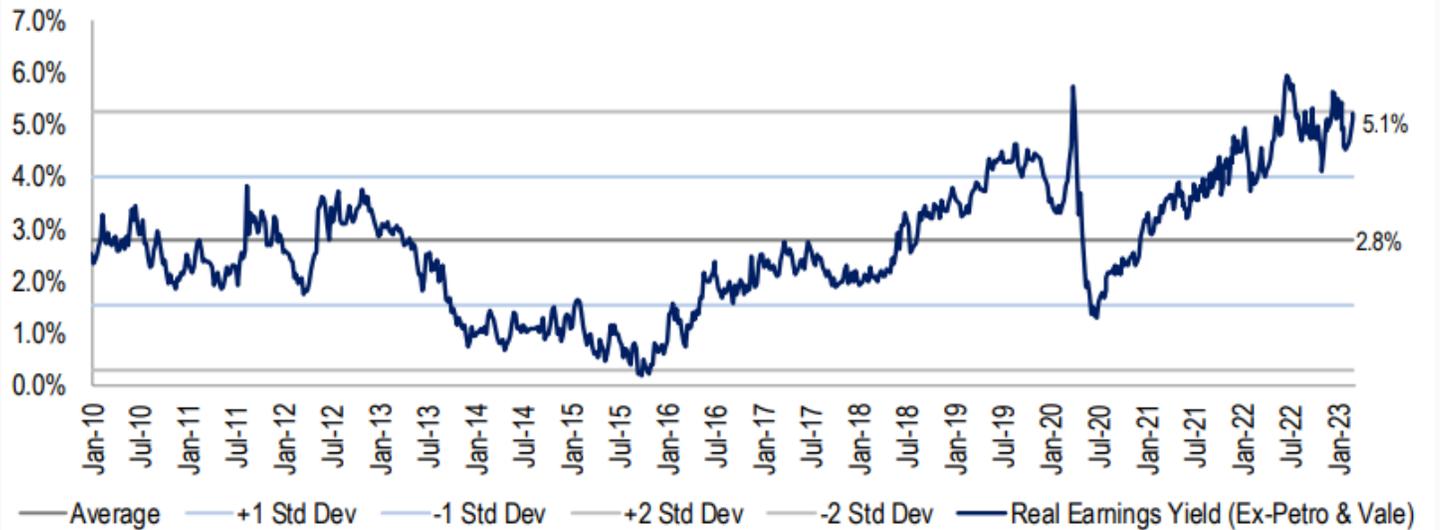
內需板塊評價較高，但同樣位於歷史區間底部



評價面：

即便考量高利率環境，
評價面依然存在優勢

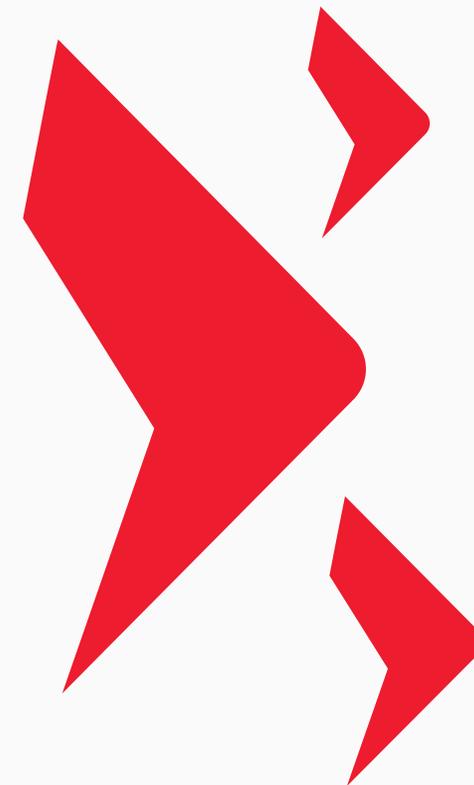
股權風險溢價 (E/P-實質利率)亦處於高檔





02

基金現況與投資結論





績效表現 (%, 新台幣計價)

2月

- ▶ 正貢獻: SUZANO (全球最大紙漿生產商)、TIM (巴西第四大電信業者)、WEG(全球領先的電機、自動化及能源設備製造商)。
- ▶ 負貢獻: BRADESPAR (持有淡水河股的投資控股公司)、VALE (全球最大鐵礦砂業者)、B3 (巴西證交所)。

	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	-2.7	-6.7	-5.4	1.1	9.0	-1.9	-3.5
同類型基金平均	-3.6	-7.4	-6.9	-1.8	1.8	-6.0	-6.0
排名	2/6	2/6	3/6	1/6	1/6	1/6	1/6



產業配置

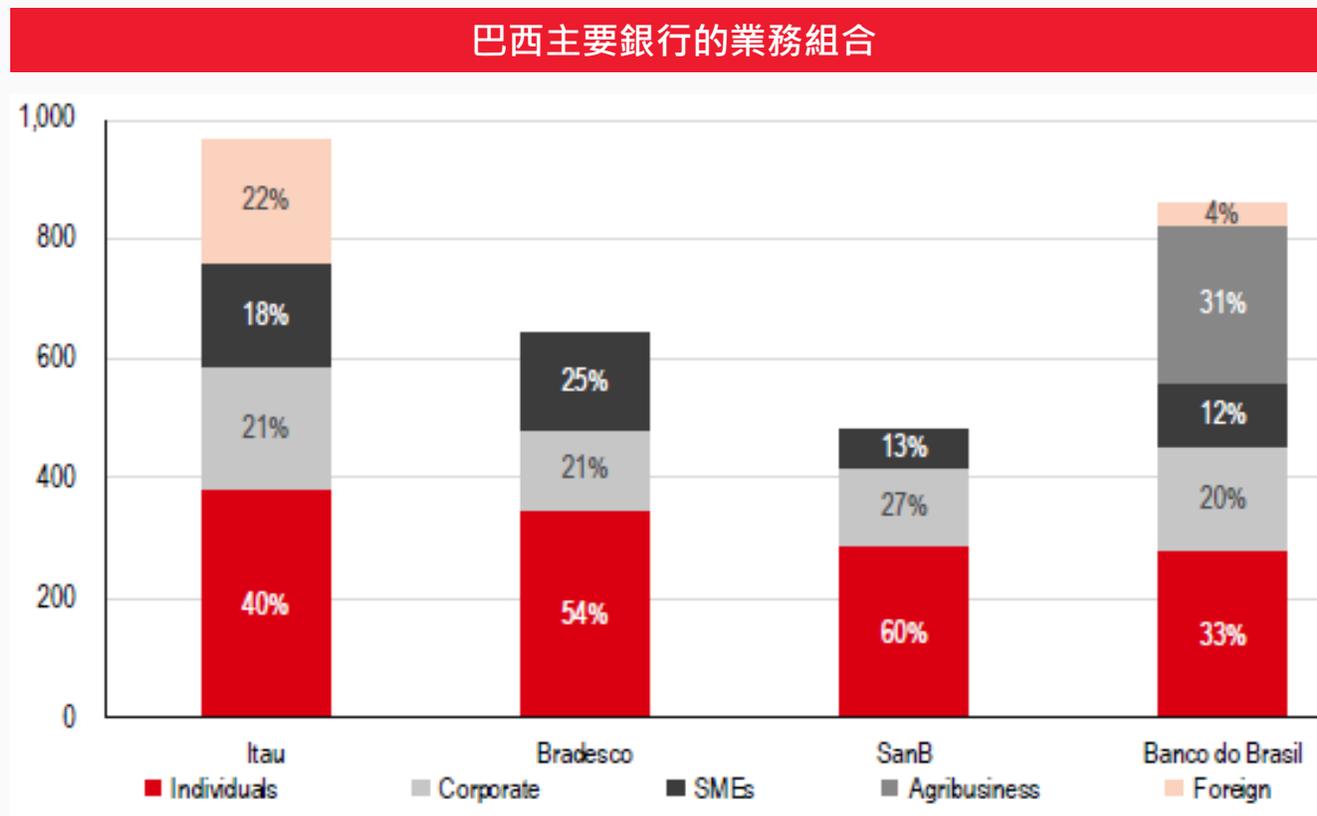
› 配置: 基金超配原物料、工業，低配能源、醫療。

基金產業配置	比重%	相對配置%	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
原材料	24.1	4.5	-7.8	-3.0
工業	10.8	3.2	-1.1	1.8
循環消費	6.9	2.9	-12.8	-10.8
通訊	2.8	1.1	-2.6	0.9
科技	0.0	-0.8	-8.3	-0.9
金融	25.2	-0.9	-5.3	-6.3
必須消費	6.1	-2.5	-4.4	-5.4
公用事業	4.9	-3.2	-9.9	-11.4
醫療	0.0	-3.7	-13.1	-10.8
能源	12.6	-7.1	-4.2	0.8



銀行定位

- ▶ BBDC: 消金及中小企業業務比重最高 (79%)，因此對景氣敏感度較強。
- ▶ ITAU: 聚焦中高資產客戶 (90%消金客戶)、SME放貸也以相對大型業者為主 (70%SME放款)。
- ▶ BBAS: 1/3放貸聚焦於政府補貼的農民貸款，且有高比重業務來自公務員的薪資貸款，絕大部分貸款皆由政府擔保，對景氣敏感度低。



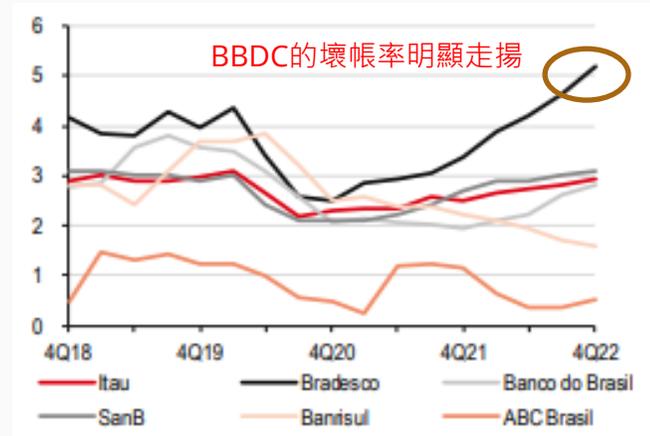


公司名	持股比重(%)	基準指數比重(%)	相對配置(%)
BANCO BRADESCO SA	8.04	5.70	2.34
ITAU UNIBANCO HLDG SA	7.24	7.05	0.19
BANCO DO BRASIL SA	3.80	2.02	1.78

銀行股配置

- ▶ BBDC: 壞帳率走揚，惟評價面大幅修正至歷史區間下緣 ->(OW)
- ▶ ITAU: 基於產品組合、客戶屬性，資產品質維持一定韌性，評價面合理 ->(EW)
- ▶ BBAS: 抵禦景氣下行能力最強->(OW)

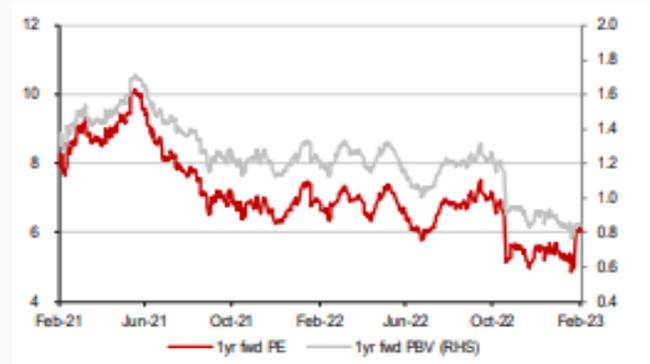
行業壞帳率 (%)



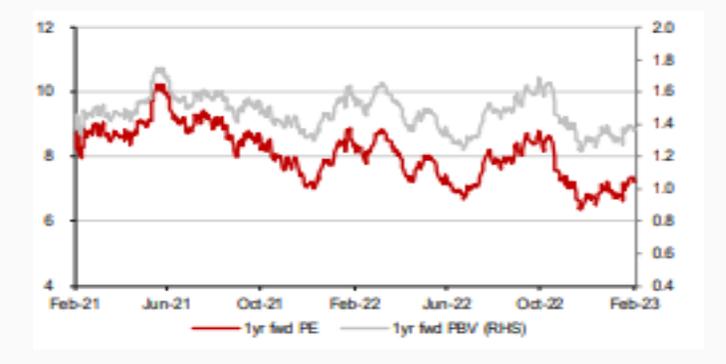
BBAS的預期放貸增速優於同業

Bank	Guidance
Itau	6.0 - 9.0%
Bradesco	6.5 - 9.5%
Santander Brasil	0%
Banco do Brasil	8.0 - 12.0%

BBDC的評價面具備高吸引力



ITAU的評價面已回升至合理水位



資料來源: HSBC · 2023/2

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	-9.7%	-4.0%	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	9.6	能源	-3.2%	3.0%	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。
BANCO BRADESCO SA PEF SHS	8.0	原材料	-6.7%	-13.7%	巴西最大的保險提供商、第三大銀行。
BRADESPAR SA PEF SHS	7.4	金融	-13.3%	-6.9%	投資控股公司，持有巴西礦業龍頭Vale 3-4%股權，股價表現與其亦步亦趨。
ITAU UNIBANCO HLDG SA PEF SHS	7.2	金融	0.4%	1.7%	巴西最大的銀行，也是拉丁美洲和南半球最大的銀行。
SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	4.4	金融	3.0%	-1.0%	全球最大紙漿生產商。
BANCO DO BRASIL SA	3.8	原材料	-1.0%	16.0%	巴西最大國有銀行，亦為巴西第二大銀行。
B3 SA - BRASIL BOLSA BALCAO	3.8	金融	-18.6%	-20.1%	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。
VIBRA ENERGIA SA	3.0	非核心消費	-10.1%	-4.9%	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	-6.5%	1.6%	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 · 2023/2/24



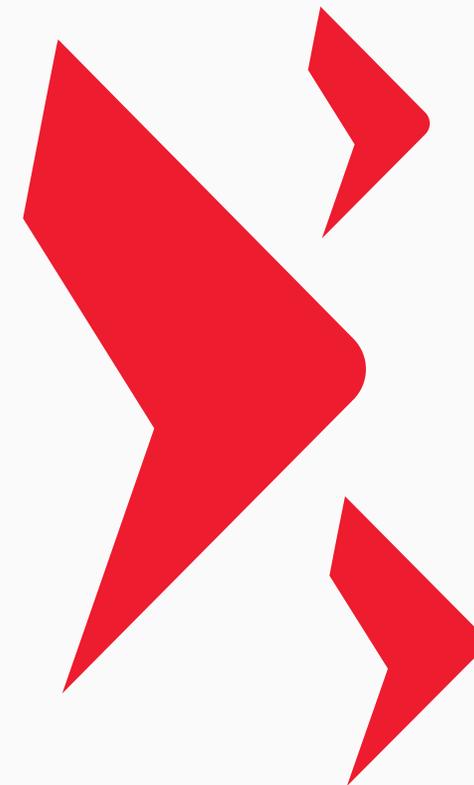
投資結論

- ▶ 短線來看，政治不確定性等疑慮已反映於定價，搭配低廉估值，股市下檔有限，加上近期財政新框架有望出台、巴西央行官員任命案將底定，有望成為市場催化劑，可期待政策利多出爐後的評價修復表現。
- ▶ 惟中長線行情仍需關注能源、原物料及金融等權重板塊表現，能源價格除了受全球景氣放緩影響外，巴西石油恐被迫調升資本支出並減少配息；鐵礦砂在中國房市政策轉向後已大幅反彈，進一步上漲須觀望買家信心是否出現實質恢復，屆時開發商才會重新開始土地收購和開發；金融股流動性充沛、資金穩定度高，預期不會發生與SVB類似情況，惟利率高企環境亦導致放貸增速趨緩及壞帳走揚。除此之外，在今年通膨預期回升的背景下，下半年進入降息循環的可能性滑落，因此投資建議以短期交易為操作主軸。



03

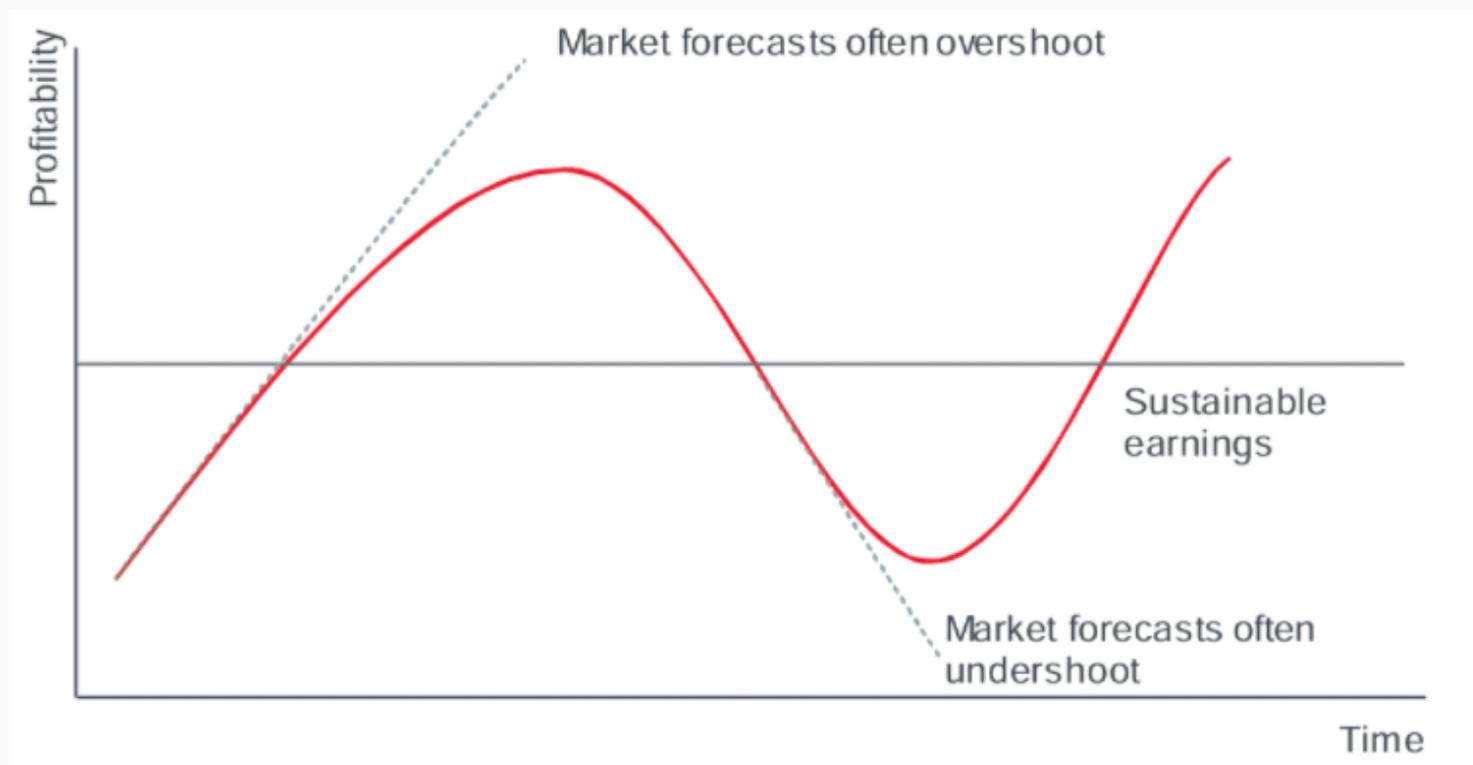
附錄





投資利基

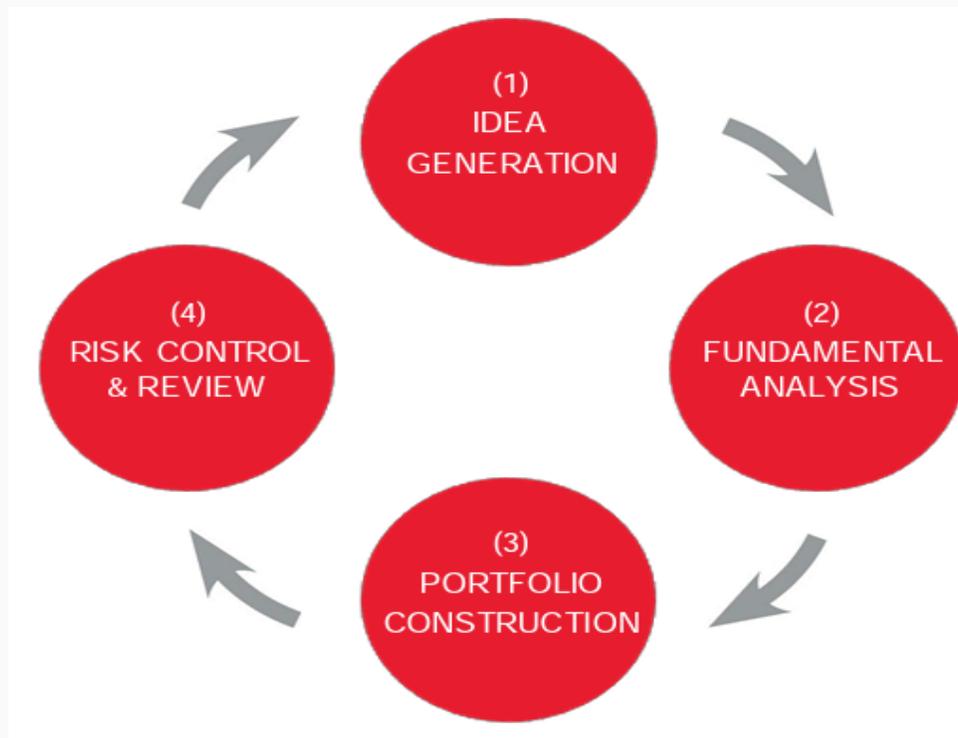
- ▶ 透過完整的投資架構、流程和工具，找出定價不合理的個股。
- ▶ 有紀律的投資團隊篩選出評價被市場低估的標的。
- ▶ 以長期投資角度找出穩定的獲利來源。





投資流程

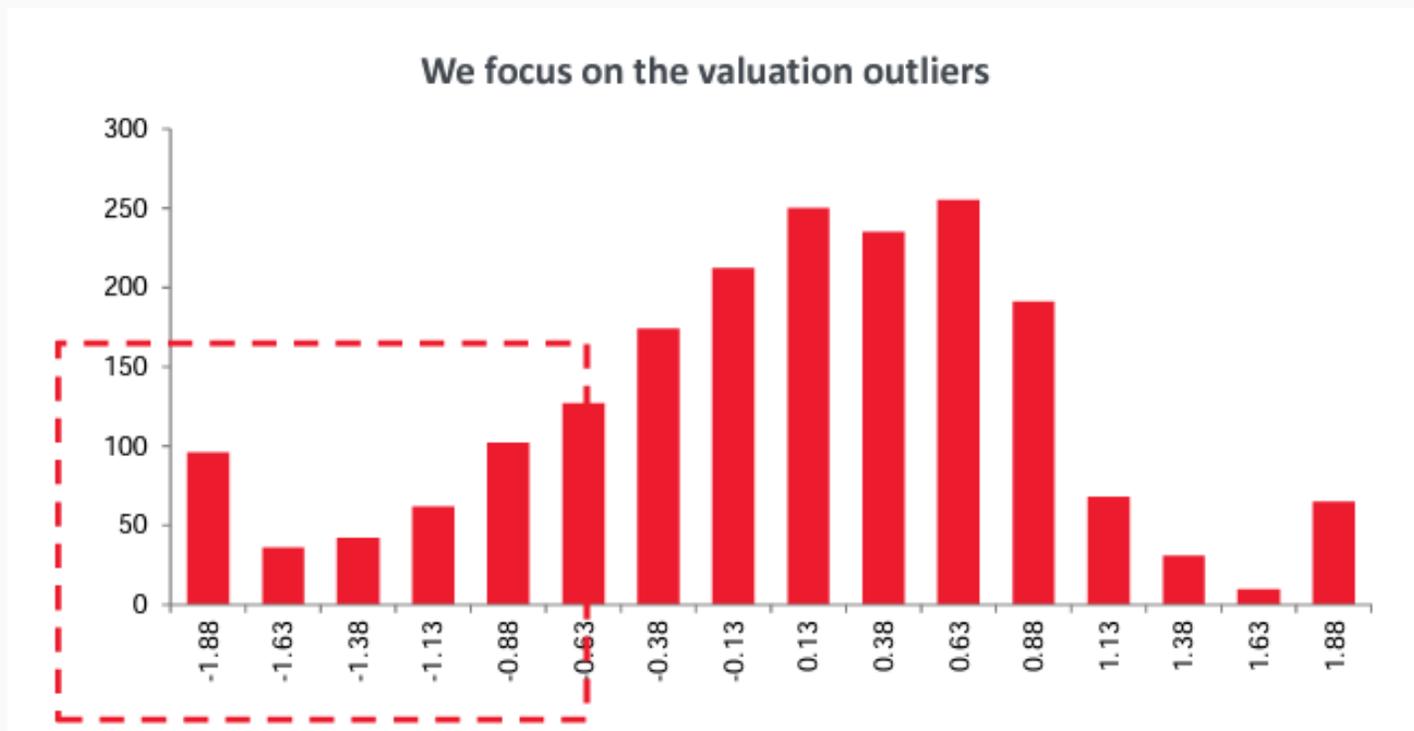
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。





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。