



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2023年5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

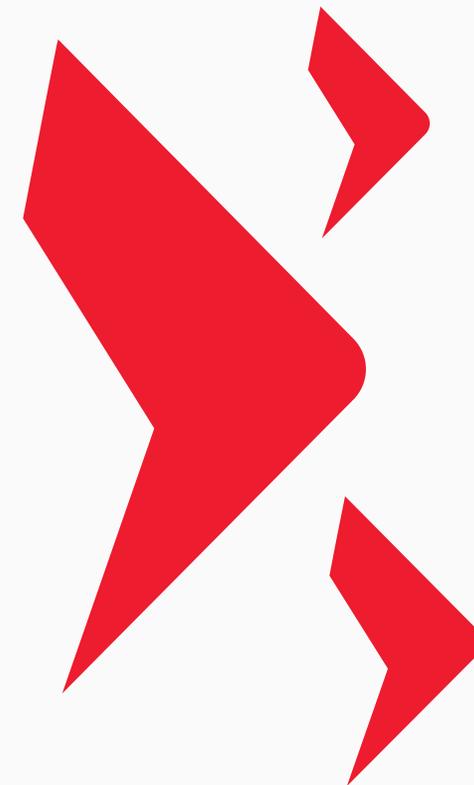
- 一、巴西市場現況與展望
- 二、基金現況與投資結論
- 三、附錄





01

巴西市場現況與展望





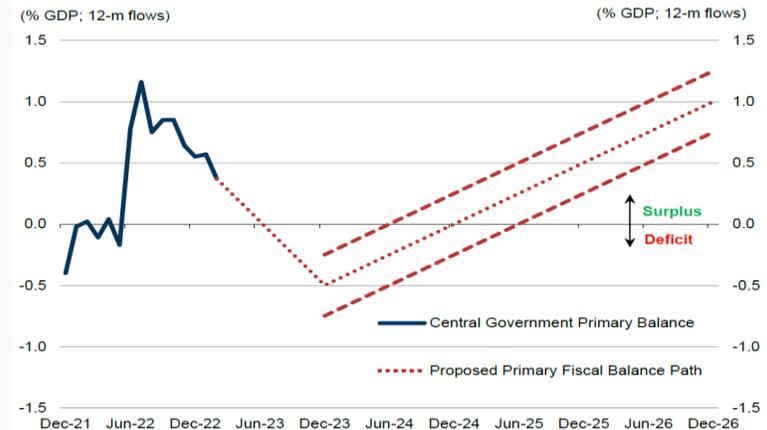
政府公布新財政框架內容

- (1)每年支出上限增長幅度不得超過過去12個月稅收增速的70%，而政府支出波動將有區間限制(0.6~2.5%)。
- (2)若當年赤字/盈餘佔GDP比例低於目標區間下限 ($\pm 0.25\%$)，隔年支出上限變動幅度將從70%下調至50%，而當出現財政盈餘超過區間上限時，盈餘部分可用於公共投資。

新財政框架內容

稅收成長 - GDP(%)	政府支出成長 - GDP(%)	內容
-1.0	0.6 (支出下限)	前一年稅收增長低於0.9%適用下限條款
0.8	0.6 (支出下限)	
1.0	0.7 (70%條款)	每年支出上限增長幅度不得超過過去12個月稅收增速的70%
2.0	1.4 (70%條款)	
3.0	2.1(70%條款)	
3.6	2.5(支出上限)	前一年稅收增長高於2.5%則適用上限條款
5.0	2.5(支出上限)	

政府支出成長限縮於0.6~2.5%



官方設定的財政路徑

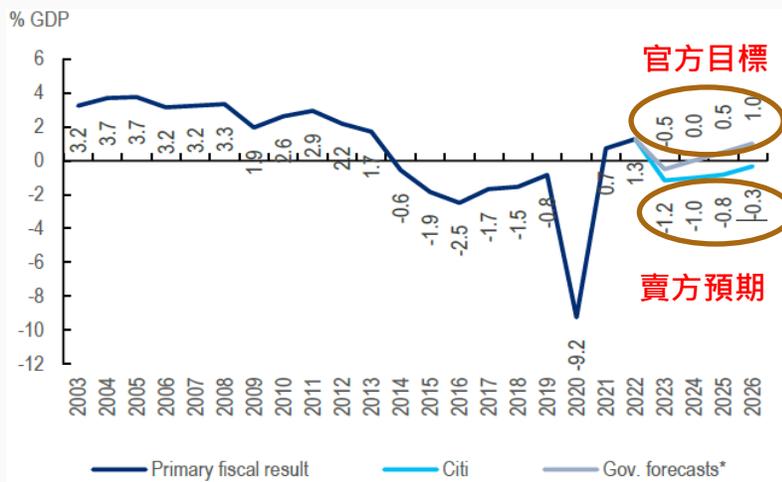
	2023	2024	2025	2026
GDP(%)	-0.5%	0.0%	+0.5%	+1.0%

財政赤字/盈餘若處於目標區間外，支出幅度需進行對應調整

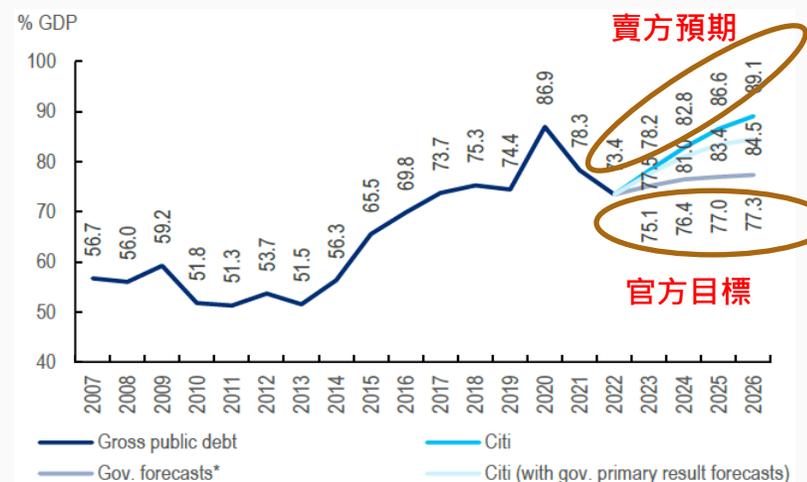


- ▶ 優點:淺顯易懂、可施行度高。
- ▶ 缺點:新框架恐不足以穩定債務前景、欲達官方財政目標需搭配增稅措施。

財政盈餘/赤字 (官方目標 vs 賣方預期)

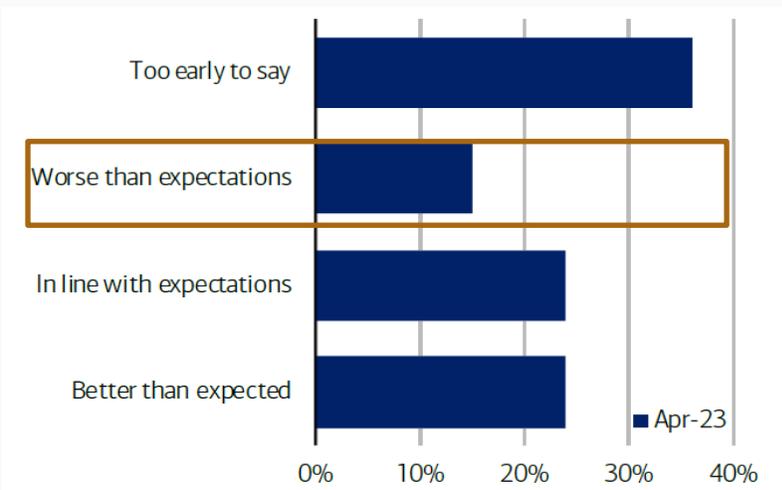


政府債務路徑(官方目標 vs 賣方預期)



雖不完美，但財政不確定性淡化，也為通膨預期形成錨定效果

僅少數經理人認為新財政框架不如預期



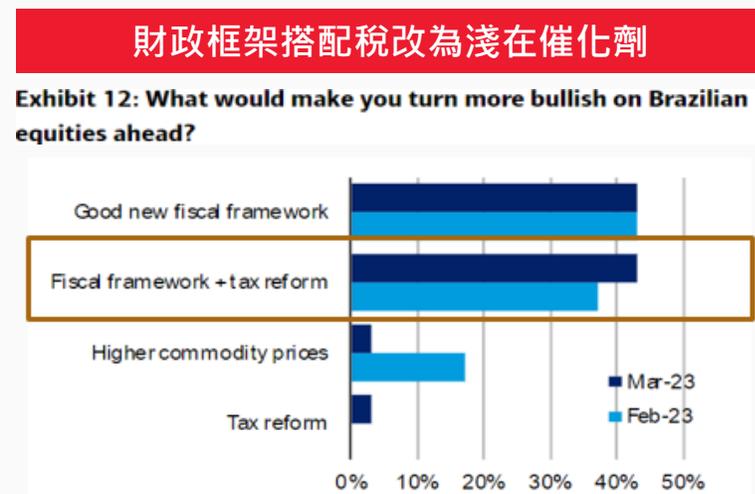
財政框架公布後市場的通膨預期快速下滑





- ▶ 巴西稅賦規定繁瑣，政府已將稅改列入今年優先處理項目。
- ▶ 兩個稅改提案(PEC45、PEC110)列入國會議程，基礎構想為用單一增值稅(VAT)整合目前之各項消費稅(PIS/Cofins、ICMS、ISS和IPI)。

稅改有望成為下一個催化劑



巴西有22種聯邦稅、複雜的增值稅制度(不同州、不同產品稅率不同)以及各種地政稅。



- ▶ 需求: 中國今年以來粗鋼產量復甦，惟發改委近期要求業者減產，預期2H<1H。
- ▶ 供給: 四大鐵礦砂業者預期今年產量+3000萬噸。
- ▶ 房市弱復甦: 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。

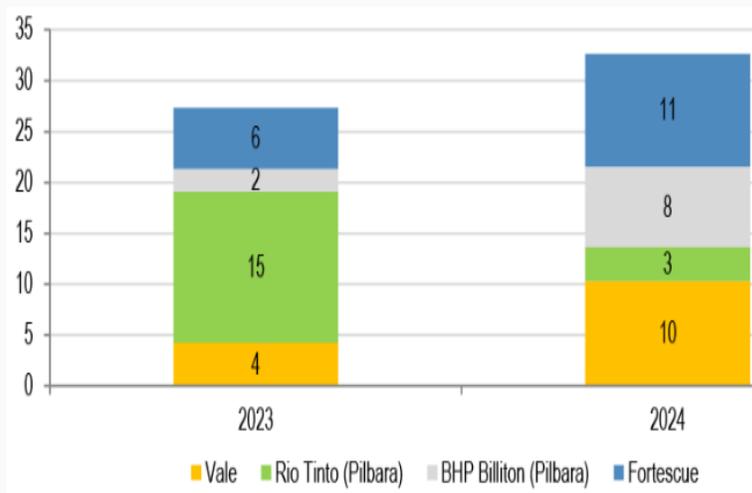
鐵礦砂: 下檔風險有限，
惟全年供過於求情況下，
價格將呈現區間震盪

淡水河股/MSCI巴西指數17%

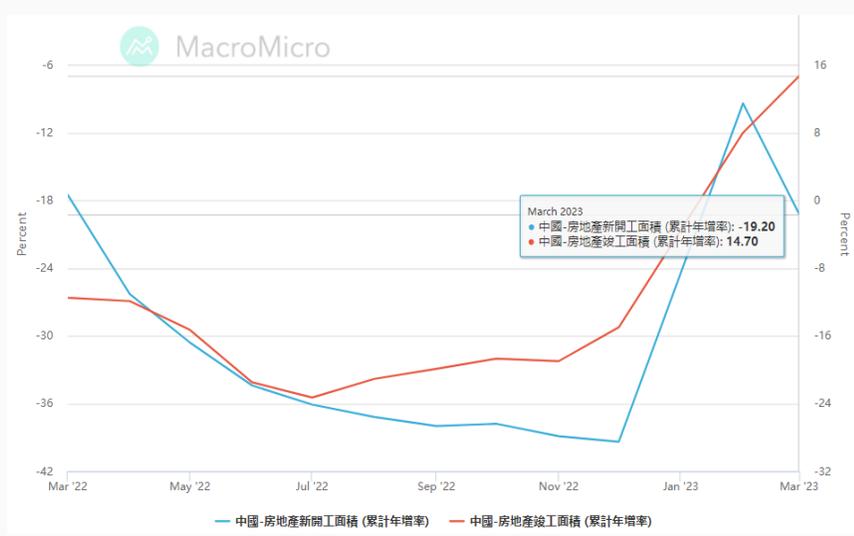
預期下半年鋼鐵產量下滑，鐵礦砂需求全年呈現持平

	2022 (Mt)	2023 (Mt)	% change	2022 (Mtpa)	2023 (Mtpa)
Jan-Mar (act)	249	264	6.1%	997	1058
Apr-Dec (est)	764	749	-2.0%	1018	998
Total	1013	1013	0%		

四大鐵礦砂業者產量計畫



新屋開工復甦相對落後



JPM預期全年新屋開工-6.7%，土地購置-8.0%

資料來源: JPM · 2023/5; M平方 · 2023/5



➤ 需求端: EIA與IEA皆上調2023年全球每日石油消費年增預估至156/220 萬桶 (前 144 / 200 萬桶) , OPEC持平於233萬桶 , 整體平均預估值拉高至203萬桶 (前192萬桶) 。

➤ 供給端:

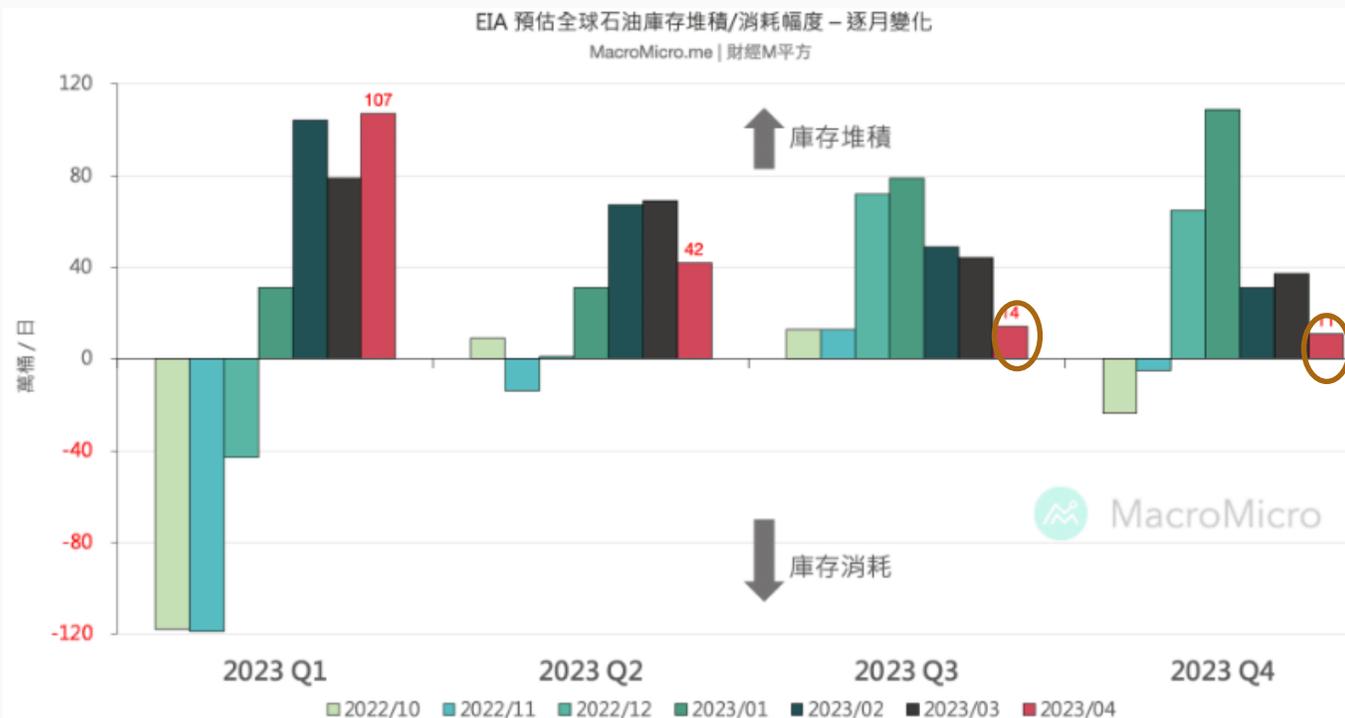
(+) 奈及利亞產量反彈、美國為首的非OPEC國持續挹注全球產量增長。

(-) OPEC+削減每日產量 116 萬桶、俄羅斯延長先前2月宣佈的50萬桶自主減產量。

石油:下半年油市將轉為相對平衡，全球石油庫存堆積幅度明顯收斂，油價下檔逐漸浮現支撐

巴西石油/MSCI巴西指數13%

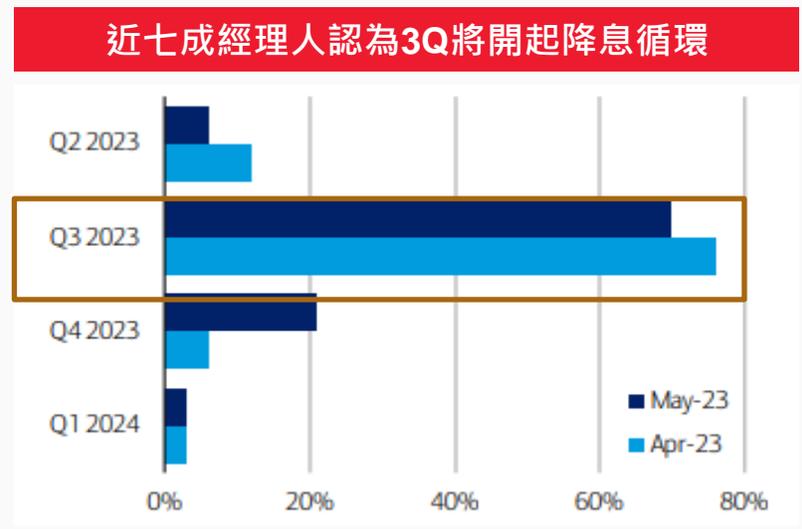
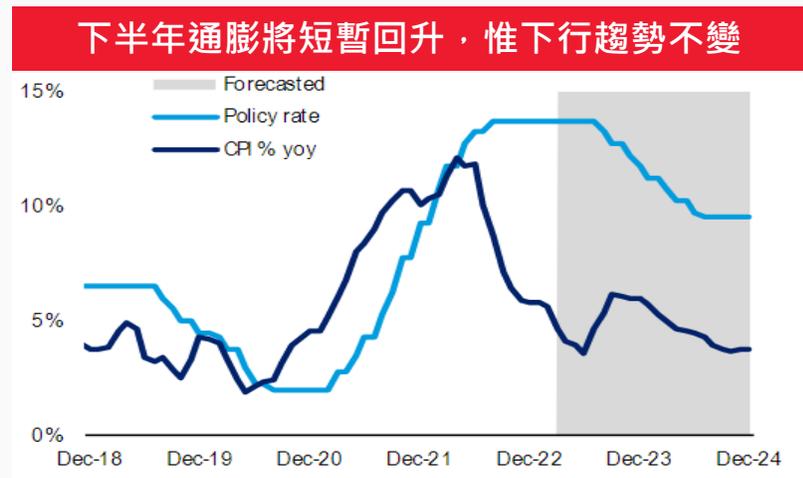
全球石油庫存堆積幅度逐漸收斂





- ▶ BCB措辭鷹派論調軟化，表明不太可能再次升息。
- ▶ 政框架出台為通膨預期形成一定定錨效果。
- ▶ 雖下半年因基期因素加上燃料稅重徵通膨將短暫回升，但物價下行趨勢不變。

通膨與貨幣政策:
貨幣政策鬆綁再度回到
投資人視野



賣方機構普遍預期2H23貨幣政策將有所鬆動

	BofA	DB	Citi	Barclays	MS
首次降息	2H23	3Q23	3Q23	3Q23	4Q23
2023年底	11.75%	12.75%	12.25%	12.50%	13.50
2024年底	9.50%	9.00%	9.00%	9.50%	9.00%

資料來源: BofA · 2023/05; Trading Economics · 2023/05; 瀚亞投信整理 · 2023/05



▶ 過往五輪降息周期僅一次報酬率為負。

通膨與貨幣政策：
過去降息周期巴西股市
勝率高

過往降息周期間巴西股市表現

Start Week	End Week	Days	Start	End	Chg.	IBOV	MSCI Brazil
9-Sep-05	7-Sep-07	728	19.75%	11.25%	(850)	86%	75%
16-Jan-09	24-Jul-09	189	13.75%	8.75%	(500)	38%	30%
26-Aug-11	12-Oct-12	413	12.50%	7.25%	(525)	11%	13%
30-Nov-16	30-Mar-18	485	14.25%	6.50%	(775)	38%	31%
28-Jun-19	30-Sep-20	460	6.50%	2.00%	(450)	(6%)	(9%)
Average		455	13.4%	7.2%	(620)	33%	28%
Median		460	13.8%	7.3%	(525)	38%	30%

首次降息前後巴西股市表現

MSCI Brazil	-3M	-2M	-1M	+1M	+2M	+3M	Before	After	Total
P1	5%	8%	13%	3%	6%	5%	26%	14%	41%
P2	-34%	-10%	11%	11%	-4%	18%	-32%	25%	-7%
P3	-3%	-4%	-2%	-13%	12%	-7%	-9%	-9%	-17%
P4	20%	10%	-9%	-13%	4%	12%	21%	4%	25%
P5	3%	-4%	11%	-12%	4%	7%	10%	-2%	8%
Average	-2%	0%	5%	-5%	4%	7%	3%	7%	10%

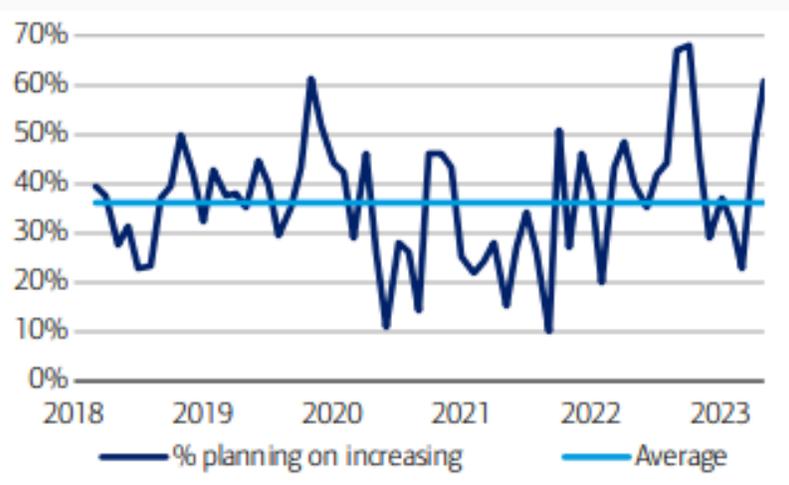
漲跌互見 勝率提升 較大修正 報酬率穩定

Source: Bloomberg Finance L.P., MSCI, J.P. Morgan. Note: P1 = 09/09/2005; P2=1/16/2009; P3= 8/26/2011; P4 = 10/14/2016; P5 = 07/26/2019.

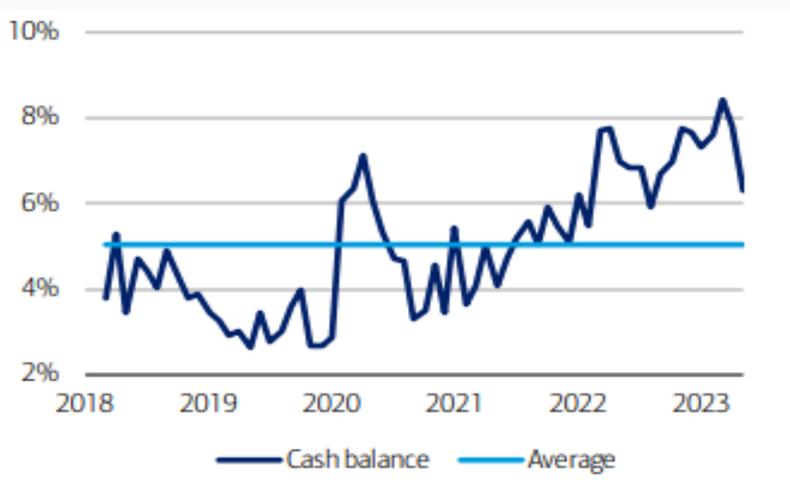


經理人調查顯示市場情緒有所改善

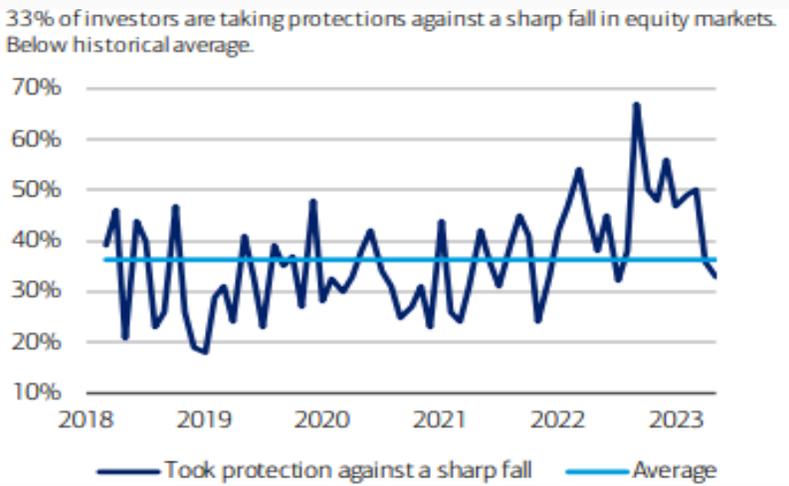
計畫增持股票部位的經理人比重增加



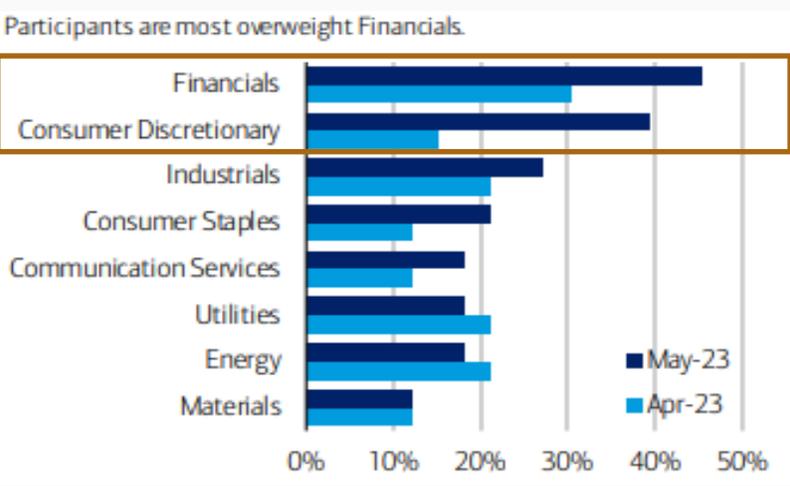
現金水位從高點下滑



投組中採取避險措施的經理人比重下降



增持景氣循環股的經理人比重明顯上升

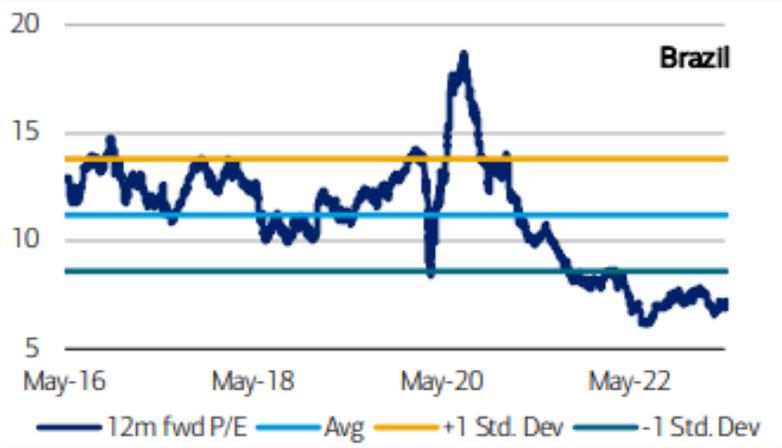




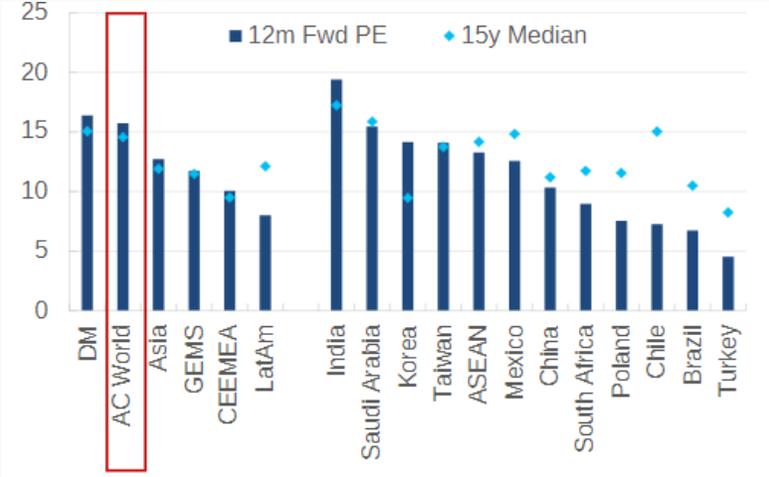
- ▶ 巴西於2015/7結束升息循環，並將利率維持在14.25%至2016/8，期間股市本益比位於9-14倍。當前而言，未來12個月預期盈餘計算的本益比位僅7.2倍。

評價面：
即便考量高利率環境，
評價面依然存在優勢

巴西股市整體評價處於歷史區間下緣



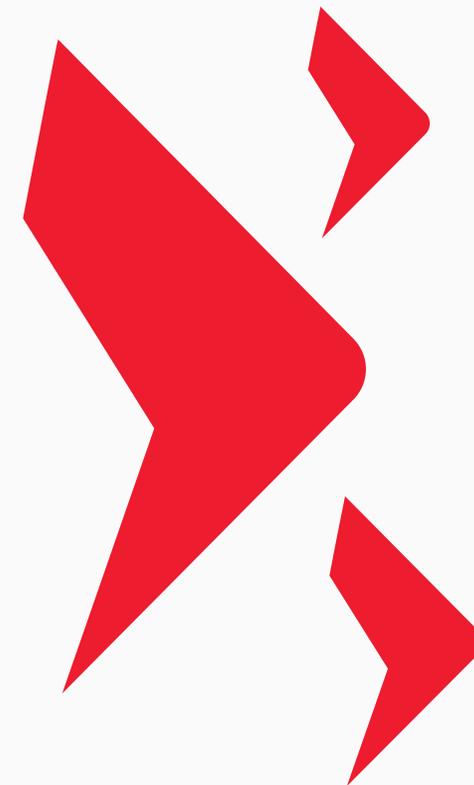
巴西股市評價相較於其他新興市場低廉





02

基金現況與投資結論





績效表現 (%, 新台幣計價)

4月

- ▶ 正貢獻: B3 (巴西證交所)、BANCO BRADESCO (巴西第二大民營銀行)、BANCO DO BRASIL (巴西最大國有銀行)。
- ▶ 負貢獻: VALE (全球最大鐵礦砂業者)、BRADESPAR (持有淡水河股的投資控股公司)、VIBRA ENERGIA (巴西最大燃料分銷商)。

	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	0.6	-4.3	-12.5	-1.2	3.9	15.1	-1.9
同類型基金平均	-0.8	-5.0	-14.5	-5.0	-1.7	9.7	-4.3
排名	2/6	2/6	2/6	2/6	1/6	1/6	1/6

	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	0.3	-4.1	-9.9	2.3	4.7	15.0	-1.2
MSCI拉美	6.9	-0.5	-1.6	10.3	10.2	18.6	0.1
MSCI新興市場	2.9	-2.4	11.0	-2.0	-7.9	5.9	0.0



產業配置

› 配置: 基金超配循環消費、工業，低配能源、公用事業。

基金產業配置	比重%	相對配置%	MTD報酬(%)	YTD報酬(%)
金融	26.1	-0.5	7.3	-1.5
原材料	21.1	-1.0	-8.3	-18.0
能源	10.9	-5.4	1.6	-4.5
工業	10.5	1.0	4.3	9.5
循環消費	8.9	6.4	-4.9	-22.5
必須消費	6.8	-1.8	-4.1	-9.8
公用事業	5.2	-3.7	1.6	-9.7
通訊	2.4	0.4	8.1	9.7
醫療	0.7	-1.9	3.7	-31.8
科技	0.0	-0.8	-9.1	-7.5

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	9.6	原材料	-9.8%	-18.5%	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	8.1	能源	1.1%	-3.3%	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。
BANCO BRADESCO SA PEF SHS	8.0	金融	5.2%	-8.6%	巴西最大的保險提供商、第三大銀行。
ITAU UNIBANCO HLDG SA PEF SHS	7.2	金融	4.8%	3.7%	巴西最大的銀行，也是拉丁美洲和南半球最大的銀行。
BRADESPAR SA PEF SHS	5.0	原材料	-11.6%	-20.3%	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。
B3 SA - BRASIL BOLSA BALCAO	4.2	金融	12.9%	-11.6%	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。
BANCO DO BRASIL SA	4.0	金融	9.6%	23.4%	巴西最大國有銀行，亦為巴西第二大銀行。
SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	3.8	原材料	-4.3%	-17.5%	全球最大紙漿生產商。
CCR	3.6	工業	6.0%	25.4%	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。
ITAUSA SA PEF	2.7	金融	5.6%	2.0%	巴西最大的私營控股集團。

資料來源: 瀚亞投信整理 · 2023/4/28



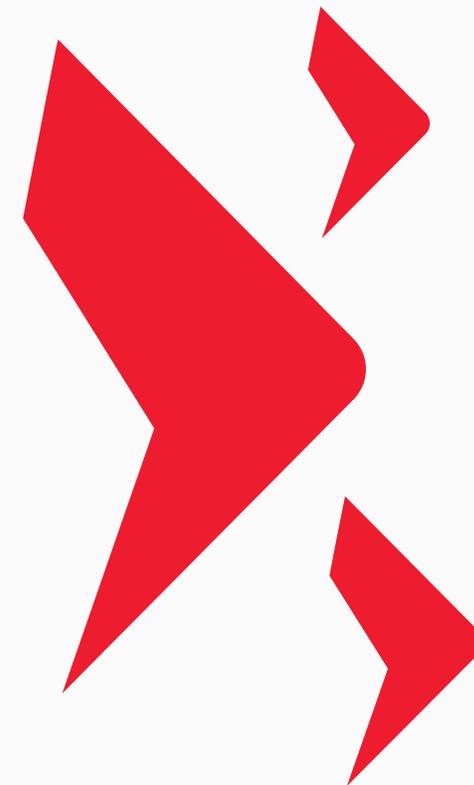
投資結論

- ▶ 雖中國新屋開工、土地購置面積復甦緩慢，但鐵礦砂價格回落後提供較多安全邊際。油價方面，下半年油市將轉為相對平衡，油價下檔支撐逐漸浮現。上述兩大宗商品對應的核心持股如淡水河股及巴西石油皆具低評價、高股利率保護。
- ▶ 悲觀情緒已大致反映在股價，評價面亦為下檔提供支撐，雖新財政框架公布的内容細節並不完美，但短期不確定性移除，亦為通膨預期形成一定定錨效果，搭配降息預期重新回到投資人視野內，估值具備修復的機會，建議買進。



03

附錄





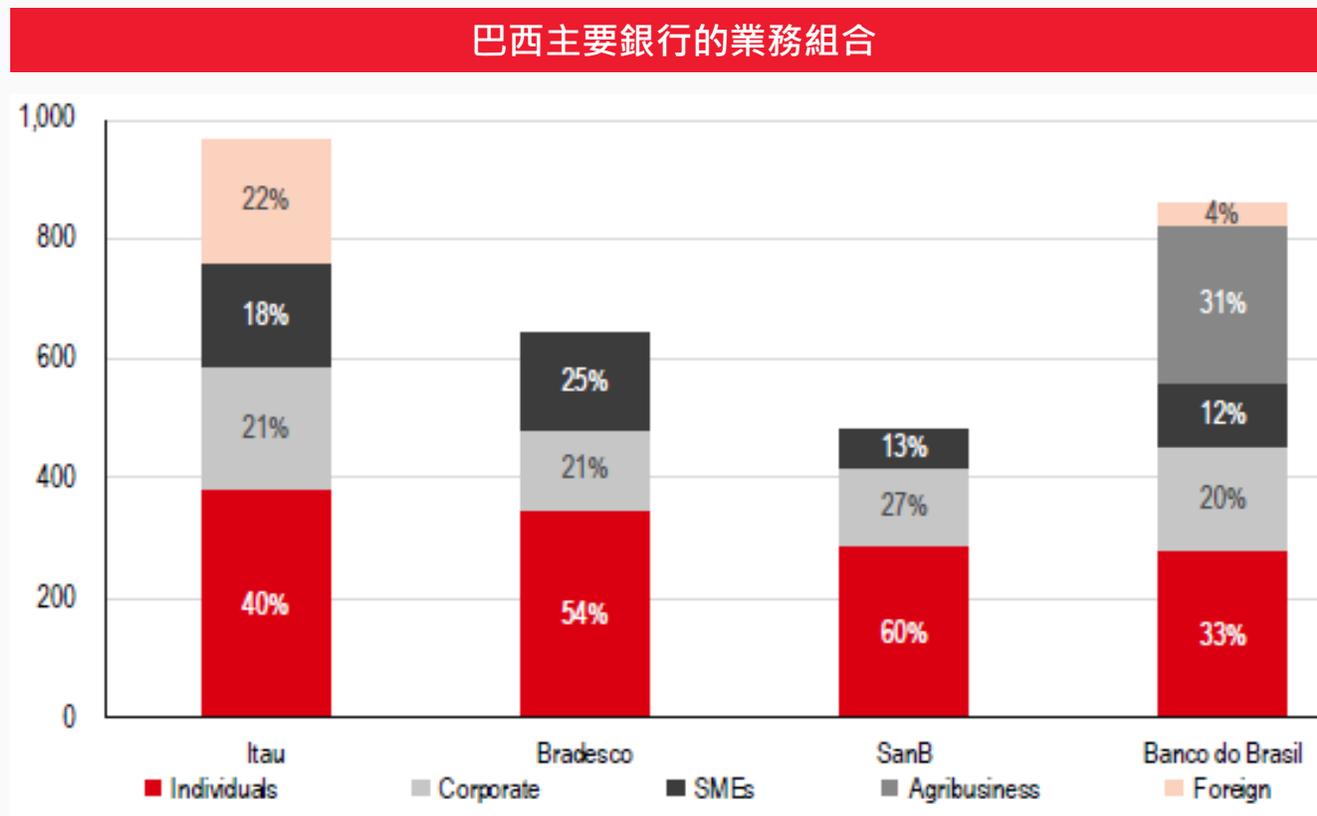
▶ 回顧當時背景，美國景氣擴張已處末升段，疊加川普對中發動貿易戰導致全球景氣前景不明，聯準會因此於2019年7月底祭出預防式降息 (在此之前巴西已率先調降利率兩碼)，隨後巴西央行也繼續跟進聯準會降息腳步，在疫情爆發前將基準利率由高點的6.5%降至4.25%，這段期間(2019年6月底~2020年1月底) Bovespa指數報酬率仍有+14%。惟疫情爆發後，Bovespa指數由高點回徹近五成，雖巴西央行隨後繼續將利率降至2%，巴西股市亦於2020年3月底落底後開始反彈，惟由於疫情初期指數修正幅度過大，因此於該輪降息周期結束時，未能收復全部失土，導致整段降息周期報酬率為負值。

過次五輪降息周期中唯一報酬率為負值的是2019/2020年，當時的背景為何？



基金持有的銀行股介紹

- ▶ 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。



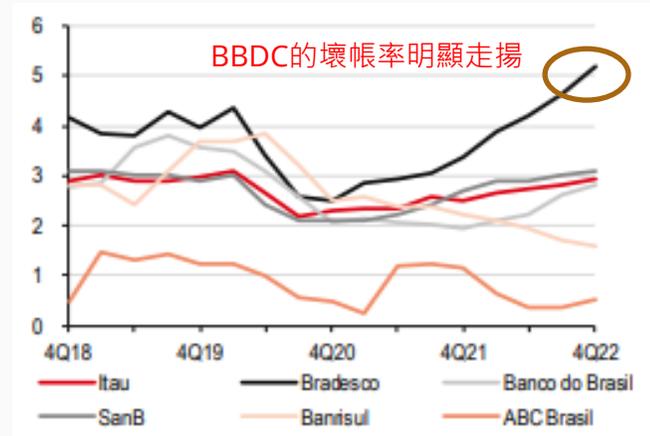


公司名	持股比重(%)	基準指數比重(%)	相對配置(%)
BANCO BRADESCO SA	8.04	5.70	2.34
ITAU UNIBANCO HLDG SA	7.24	7.05	0.19
BANCO DO BRASIL SA	3.80	2.02	1.78

- ▶ 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)

基金於銀行股的配置情形

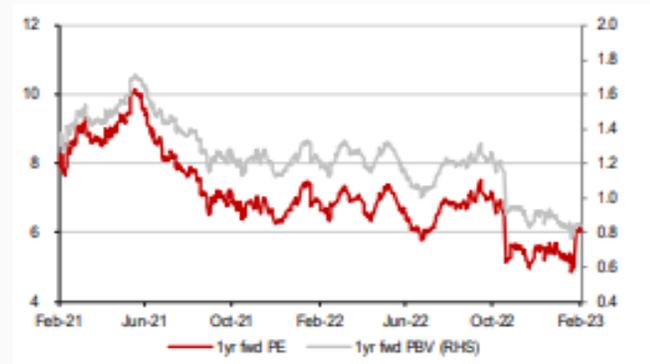
行業壞帳率 (%)



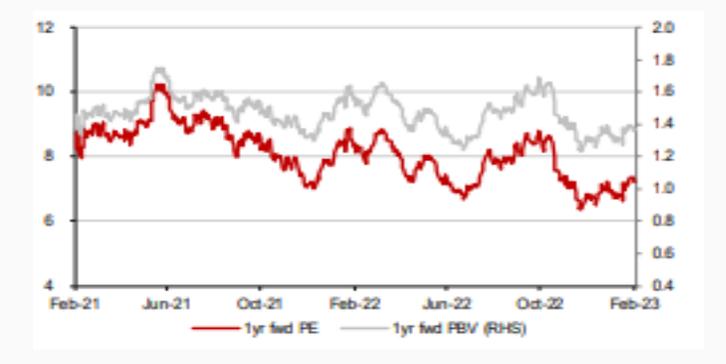
BBAS的預期放貸增速優於同業

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



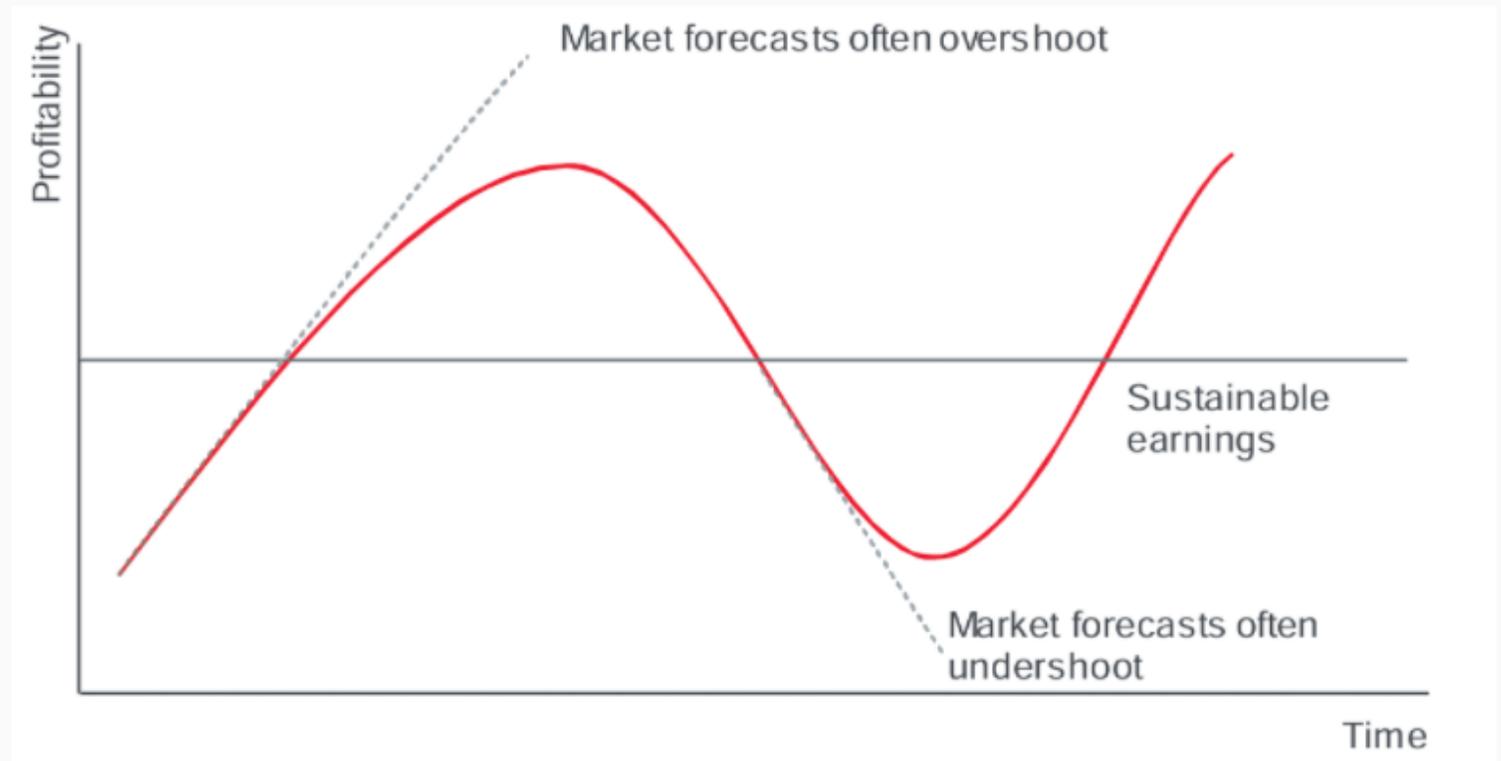
ITAU的評價面已回升至合理水位





投資利基

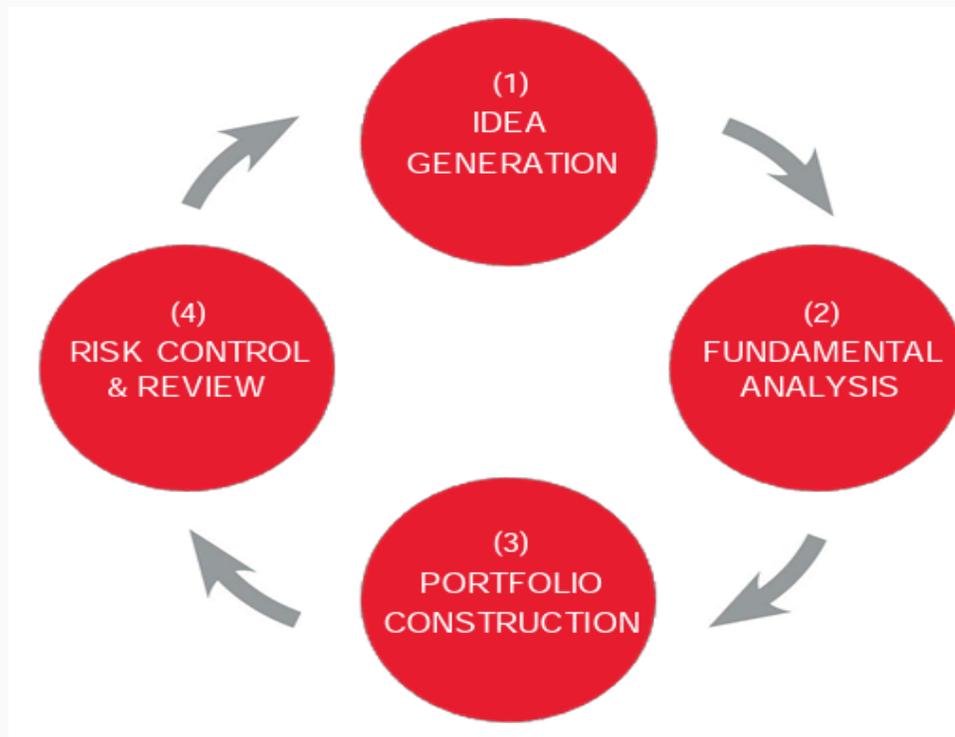
- ▶ 透過完整的投資架構、流程和工具，找出定價不合理的個股。
- ▶ 有紀律的投資團隊篩選出評價被市場低估的標的。
- ▶ 以長期投資角度找出穩定的獲利來源。





投資流程

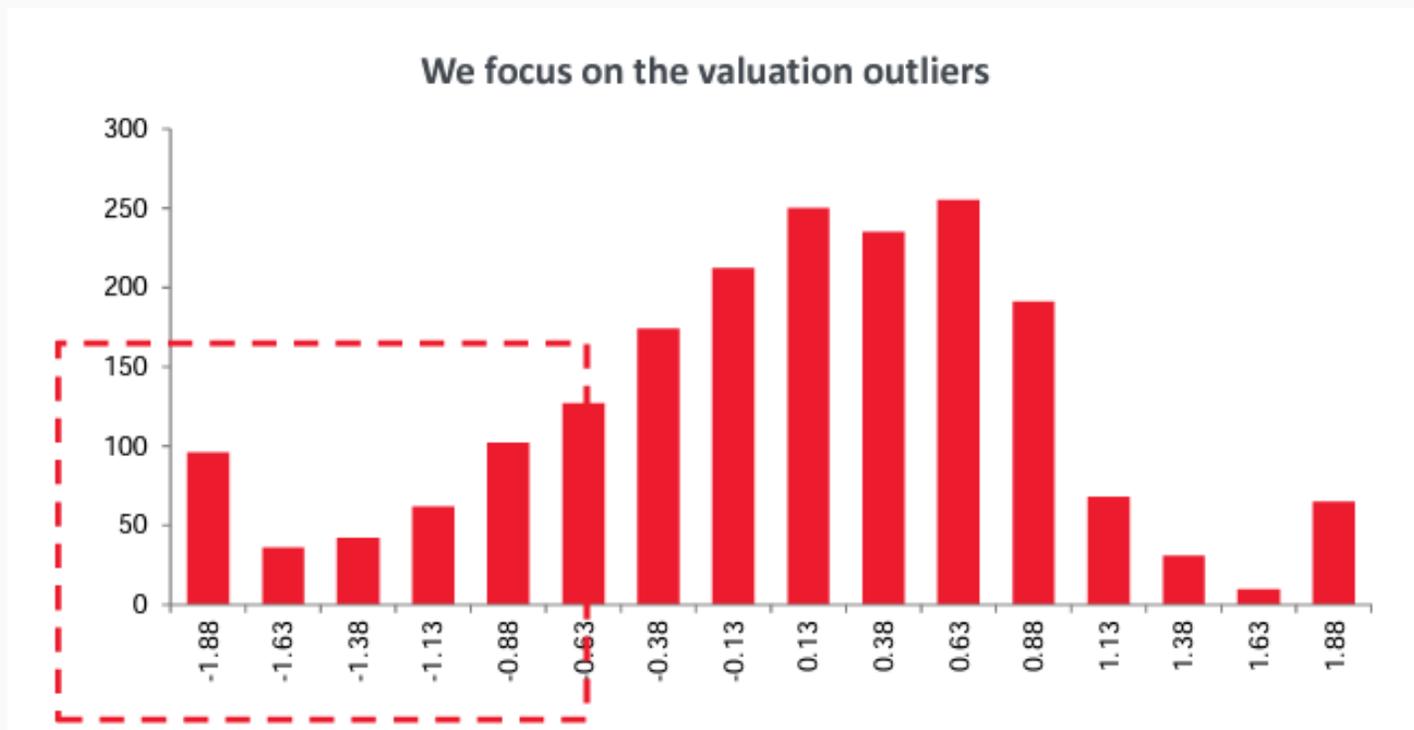
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。





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。