



瀚亞投資  
eastspring  
investments

保誠集團成員 

2023年7月

## 瀚亞巴西基金

王亨

海外股票部

Experts in Asia. Invested in Your Future.

[eastspring.com.tw](http://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

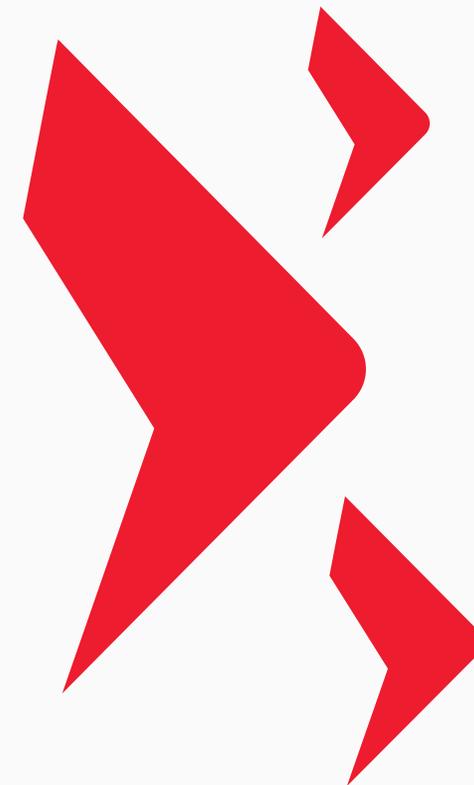




01

---

## 巴西市場現況與展望



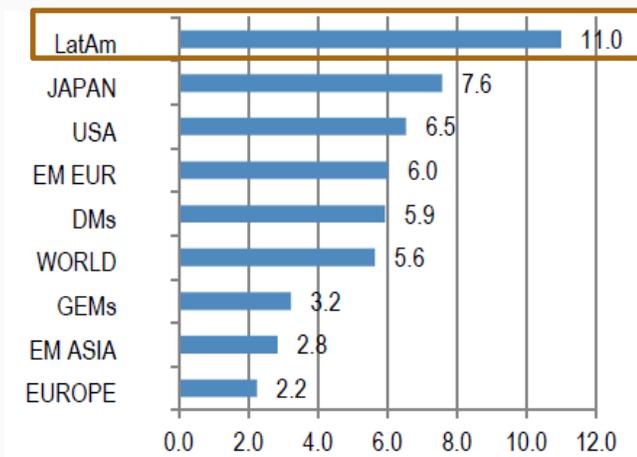


- ▶ (1)降息預期升溫 (2)外資券商調升巴西石油投資評級 (3)市場上修全年GDP預測 (4)稅改獲得進展

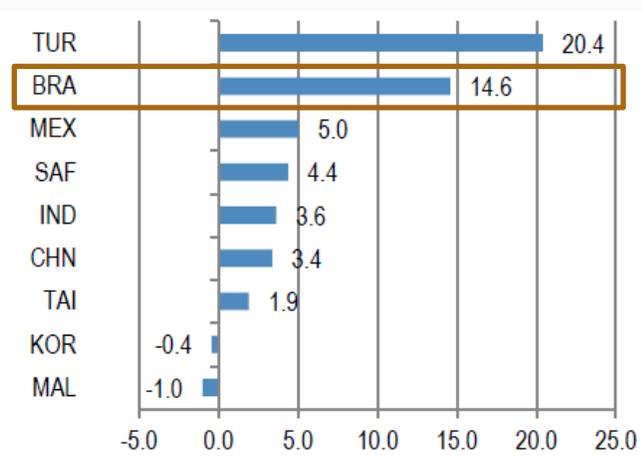
市場情緒明顯改善，巴西股市評價面得到初步修復



全球區域市場報酬率 (6月)



新興市場報酬率 (6月)

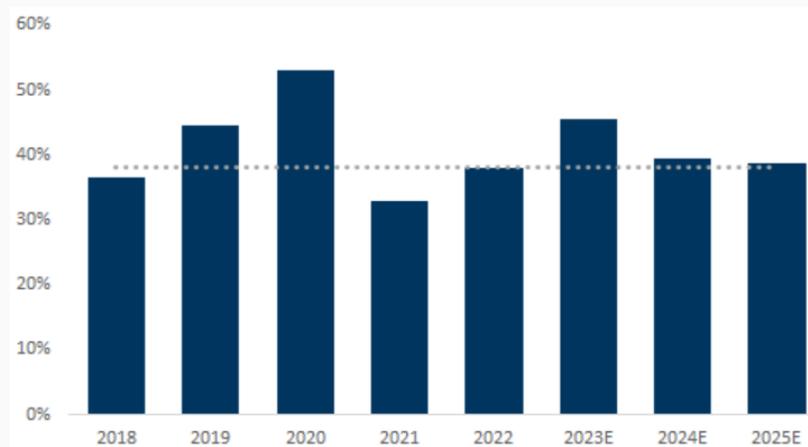




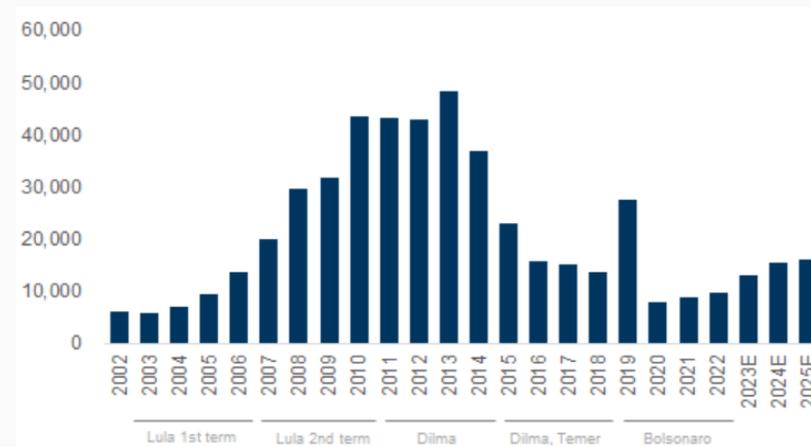
- ▶ **配息政策:** 預期配息率仍將與全球同業靠攏。
- ▶ **燃油定價:** 預期新定價模式不會與國際油價大幅脫鉤。
- ▶ **資本支出:** 低碳投資項目資本支出由當前6%增至6-15%。

## 巴西石油投資評級獲得上調

大型石油業者的配息率約40%運營現金流



預期巴西石油的資本支出增速不至於失控





- ▶ 眾議院於7月初通過稅務改革憲法修正案草案，參議院預期於3Q底前審議通過。
- ▶ 用聯邦增值稅(CBS)、州/市政級增值稅(IFS)整合目前繁雜的消費稅種(PIS/Cofins、ICMS、ISS和IPI)。
- ▶ 增值稅將以產品/服務消費地徵收，有別以往以生產地惟徵收基準，有望結束過往搶稅大戰。

稅改有望通過，中長期將提升生產效率、吸引外資投資

### 目前巴西企業申報稅耗費時間居冠



### 稅改細節

Taxes to be extinct/unified	5 taxes unified in a dual VAT CBS (federal); PIS, Cofins and IPI IFS (subnational); ISS municipal tax unified with the ICMS state tax
Tax Regime	Maintenance of the differentiated treatment systems for the Manaus Free Trade Zone and small businesses (Simples Nacional)
Tax rates and brackets	Standard tax rate to be defined later via Supplementary Law. According to Bernard Appy, to maintain the current collection, the new tax rates would have to be 9% for the Union, 14% for the states and 2% for the for municipalities, totaling 25%.
	Brackets: (1) Standard rate: overall goods and services; (2) 40% of standard rate: Education; Health; Medicines; Public Transportation; Foodstuff; Personal Hygiene; Cultural activities; Hospitality Services; Restaurants; Amusement Parks; (3) Tax exemption: basic foodstuff bucket (but this list will be defined in ensuing legislation); rural producers' supplies; Zero CBS to ProUni (the national program that grants scholarships to students by giving tax benefits to universities) Special taxation regime: Fuels; Health Insurance; Govt purchases.

稅收改革過渡期將從2026年開始，持續至2032年



- ▶ 農業與畜牧業於第一季度增長率為21.6%，由創紀錄的大豆收成所驅動。
- ▶ 市場預期全年GDP增速達2.1%，高於前值1.2%。

受農業產出超預期驅動，巴西第一季GDP增速明顯優於市場預期



農業產出超預期，市場上修全年GDP預估

市場普遍上調巴西全年GDP增速至2%以上

Forecast	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Real GDP (yoy%)	1.22	-3.28	5.17	2.90	2.10	1.50	1.90
CPI (yoy%)	3.74	3.21	8.29	9.34	5.00	4.20	3.80



- ▶ 利多: 人行貨幣寬鬆、調降利率、新能源汽車購置稅減免延長等。
- ▶ 利空: 1.) 中國房地產前端指標仍疲弱 2.) 巴西、澳洲供給端2H23具上行空間 3.) 中國鋼鐵業進入傳統淡季 (8~10月)。

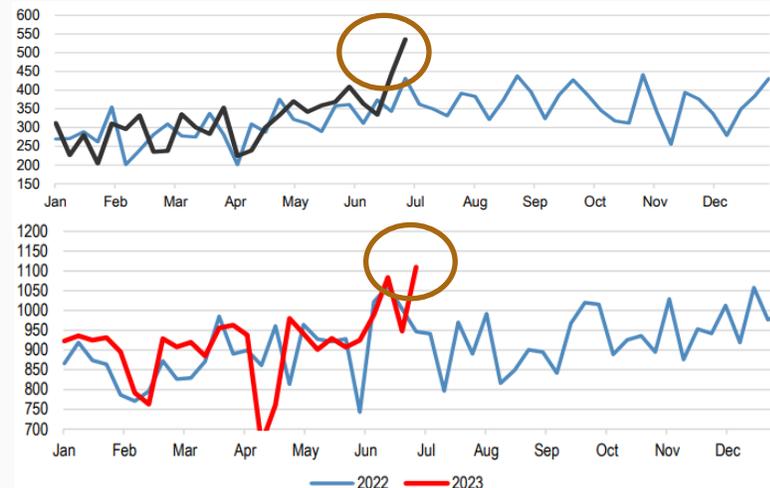
鐵礦砂: 2H23供過於求  
有望被政策利多抵銷，  
預期格將呈現區間震盪

淡水河股/MSCI巴西指數12%

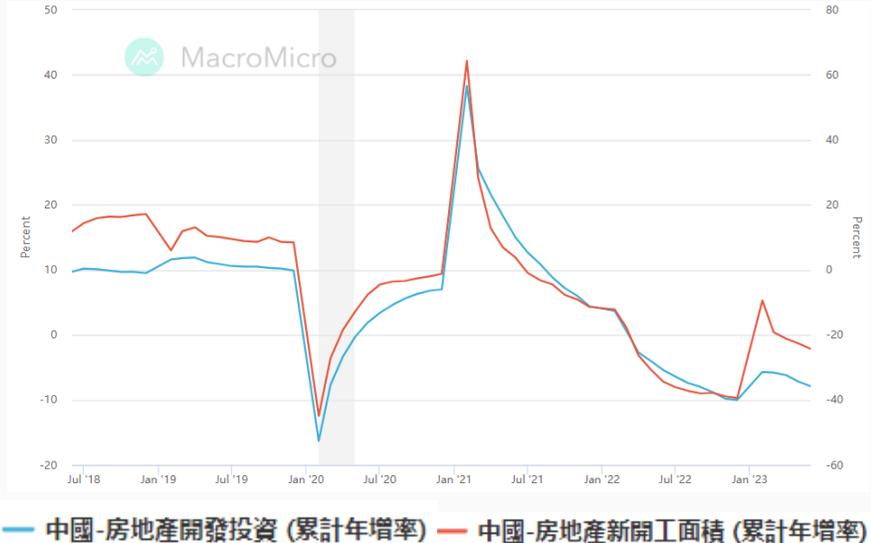
### JPM下調全年中國鋼鐵需求

China steel summary	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Crude Steel Production (Mt)	1,065	1,033	1,013	1,023	1,023	1,013
Change (% yoy)	6.3%	-3.0%	-1.9%	1.0%	0.0%	-1.0%
Crude Steel Demand (Mt)	1,055	993	961	939	949	950
Change (% yoy)	10.9%	-5.8%	-3.3%	-2.3%	1.1%	0.0%

### 巴西、澳洲等主要產國2H23供給有望加速



### 中國房市前端指標表現落後



— 中國-房地產開發投資 (累計年增率) — 中國-房地產新開工面積 (累計年增率)

資料來源: JPM · 2023/7; M平方 · 2023/7



- ▶ 利多: OPEC+ 延長減產協議至2024年，下調生產目標至4046萬桶/日 (-140萬桶 /日)。
- ▶ 利空: 1. 俄羅斯持續折價出售，出口重回去年高點 2. 伊朗、美國產量回升

石油:下半年油市將轉為相對平衡，全球石油庫存由原先堆積轉為消耗，油價下檔逐漸浮現支撐

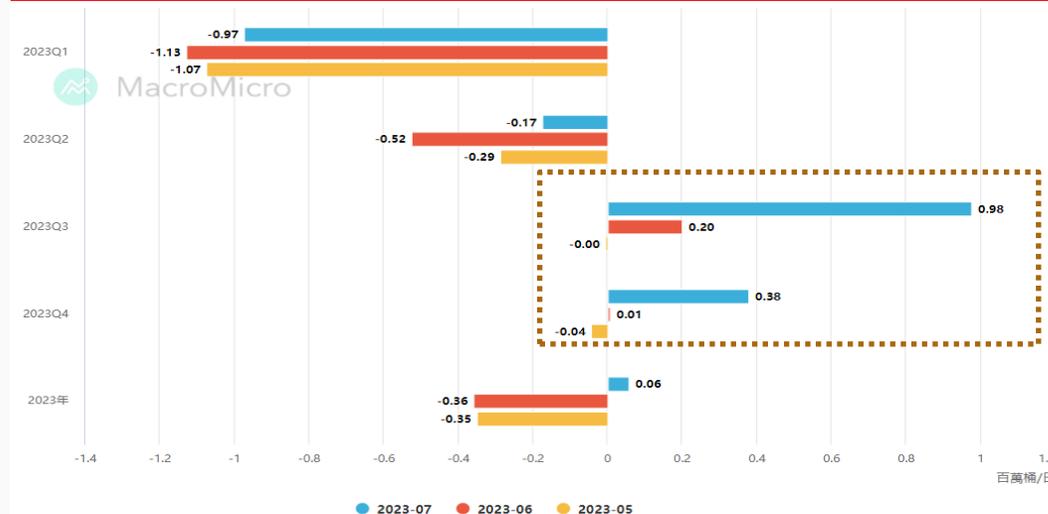
俄羅斯出口量重回去年高點



伊朗出口恢復至五年新高



EIA預計2H23全球石油庫存由原先預期堆積轉為消耗



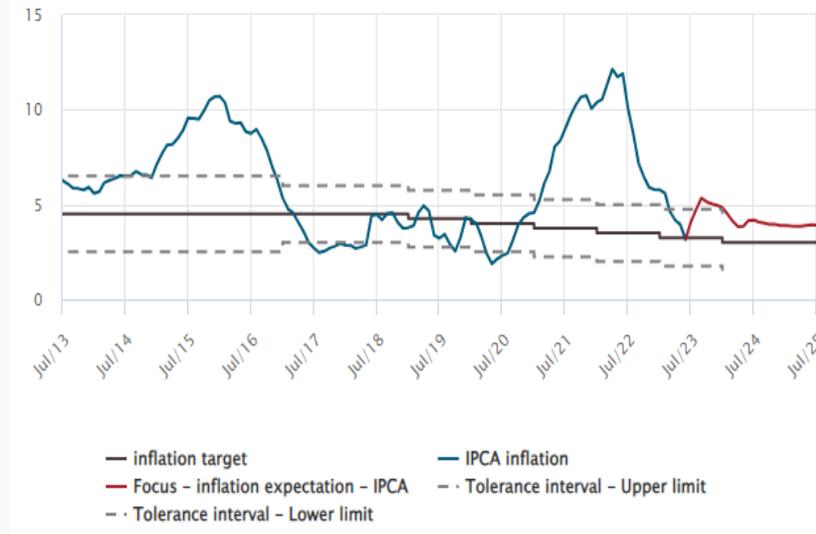
巴西石油/MSCI巴西指數15%



- ▶ 6月消費者物價指數來到3.16% (前 3.94%)，已連續4個月落於央行目標區間。
- ▶ 貨幣委員會於6月底上維持2024、2025通膨目標不變，並將2026通膨目標設定於3%，中長期通膨預期隨後回落。

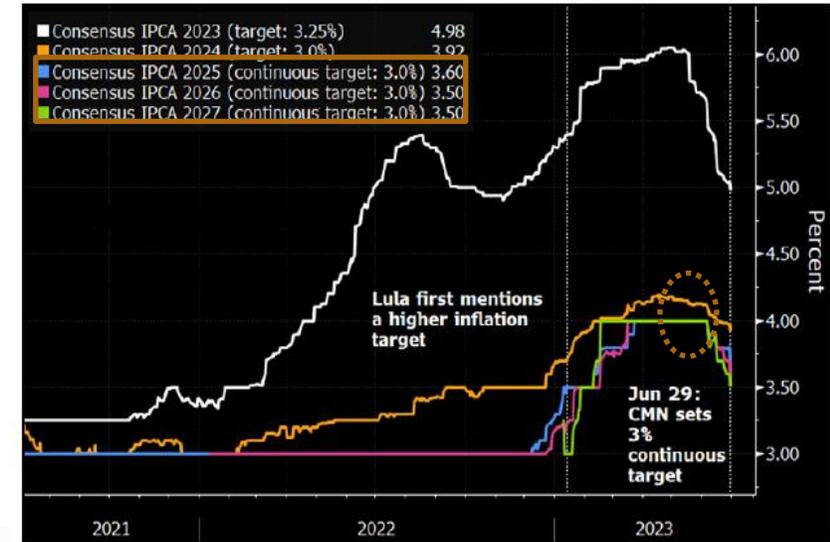
## 通膨與貨幣政策: 政策鬆綁預期加速升溫

### 通膨回落至央行目標區間



### 中長期通膨預期與官方目標靠攏

#### Consumer Prices: Consensus Expectations



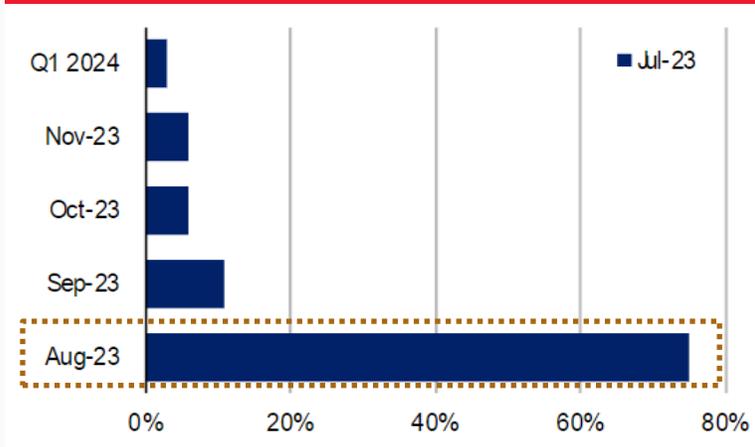


## 央行6月會議

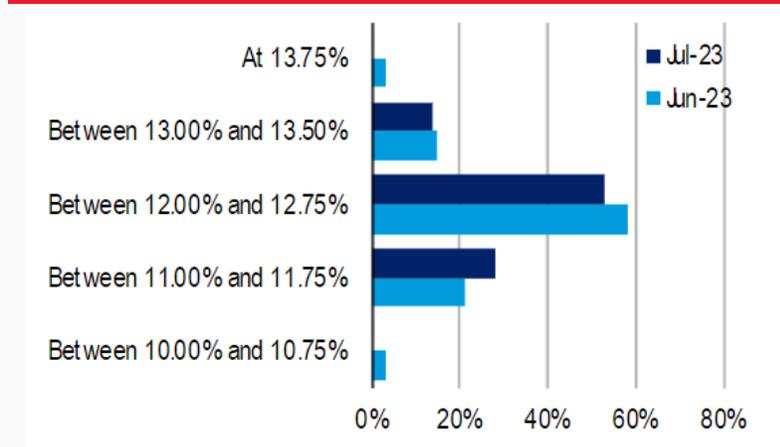
- ▶ 如果通膨減緩過程不如預期，將重回緊縮循環。
- ▶ 評估讓利率維持在高檔更長一段時間以確保通膨與目標靠攏。
- ▶ 市場環境已經允許在未來開始討論降息 ( An environment is opening up for us to work with lower interest rates at some point in the future. )

通膨與貨幣政策：  
市場已定價8月將降息  
一碼

75%基金經理預期八月將進行降息



多數基金經理預期年底利率位於12~12.75%



利率期貨顯示貨幣政策轉向在即，年底有七碼降息後空間

開會日期	利率水位									預期降息幅度 (bps)
	11.500%	11.750%	12.000%	12.250%	12.500%	12.750%	13.000%	13.250%	13.500%	
2023/8/2								8.2%	91.8%	-27.04
2023/9/20						4.8%	57.8%	37.3%		-66.88
2023/11/1			3.1%	38.8%	44.7%	13.4%				-132.92
2023/12/13	2.1%	27.7%	42.9%	23.1%	4.2%					-175.13

資料來源: Bloomberg · 2023/07; BofA · 2023/07



▶ 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%)
<b>Average</b>		<b>455</b>	<b>13.4%</b>	<b>7.2%</b>	<b>(620)</b>	<b>33%</b>	<b>28%</b>
<b>Median</b>		<b>460</b>	<b>13.8%</b>	<b>7.3%</b>	<b>(525)</b>	<b>38%</b>	<b>30%</b>

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%
<b>Average</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>5%</b>	<b>-5%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>

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.



- ▶ 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。

評價面得到初步修復，  
中長期仍有回升空間

巴西股市整體評價仍處於歷史區間下緣



過去降息周期估值水位

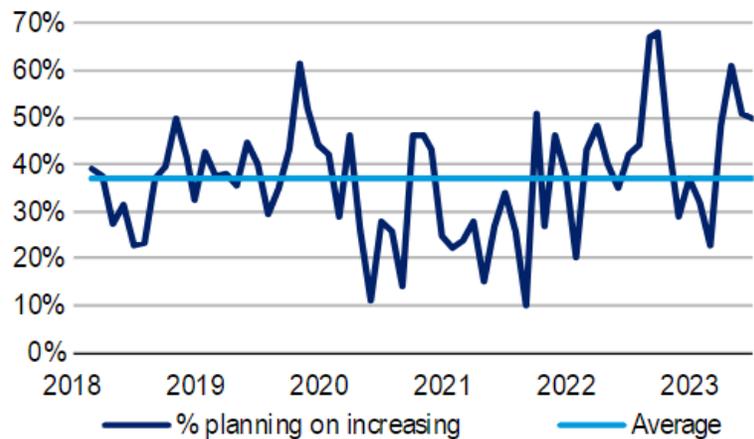
	最低	最高	平均
2005/9-2009/9	5.16	13.08	9.87
2009/1-2009/7	7.38	11.18	9.16
2011/8-2012/10	7.69	11.26	9.30
2016/11-2018/3	10.60	14.03	12.64
2019/6-2020/9	7.93	14.27	12.22
<b>平均</b>	<b>7.75</b>	<b>12.76</b>	<b>10.64</b>



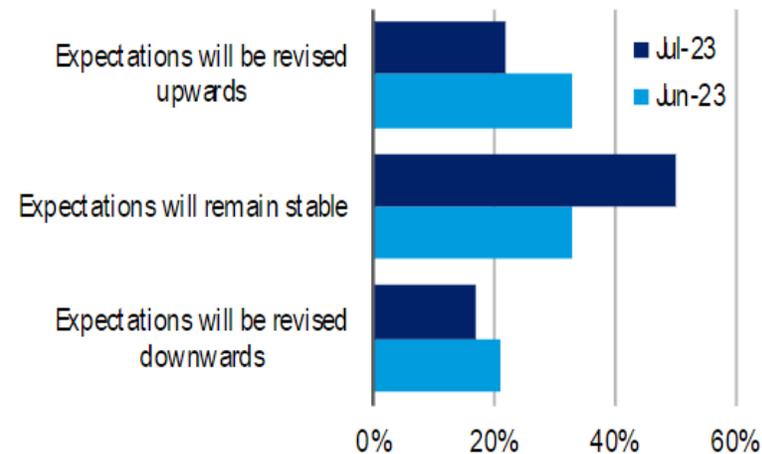
美國銀行調查顯示經理人計畫增持股票部位、風險偏好亦回升。

## 市場情緒: 基金經理對 拉美市場風險偏好升溫

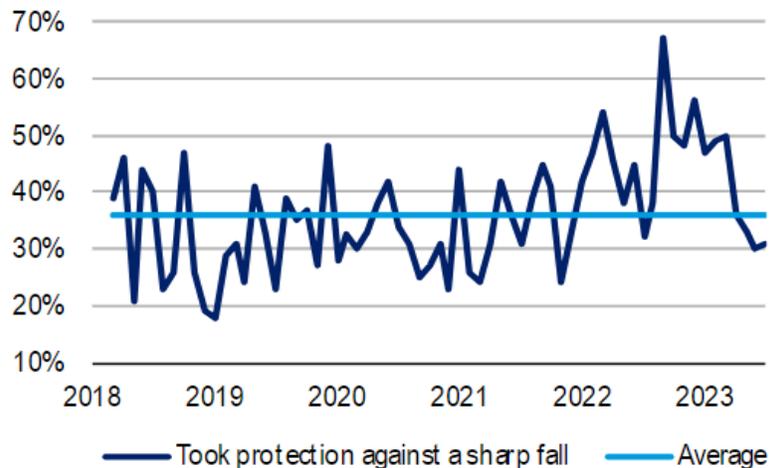
### 50%經理人計畫增持股票部位



### 多數基金經理認為企業獲利下修已告一段落



### 採取避險措施的經理人比重下降至31%



### 更多基金經理願意於投組中增加風險部位

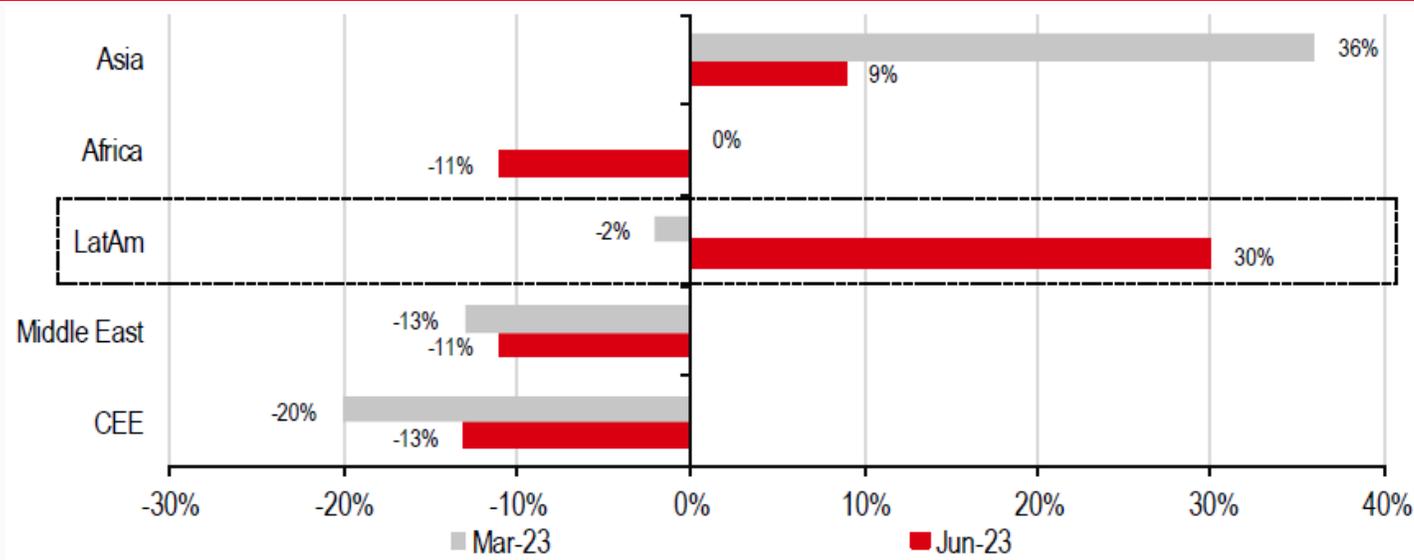




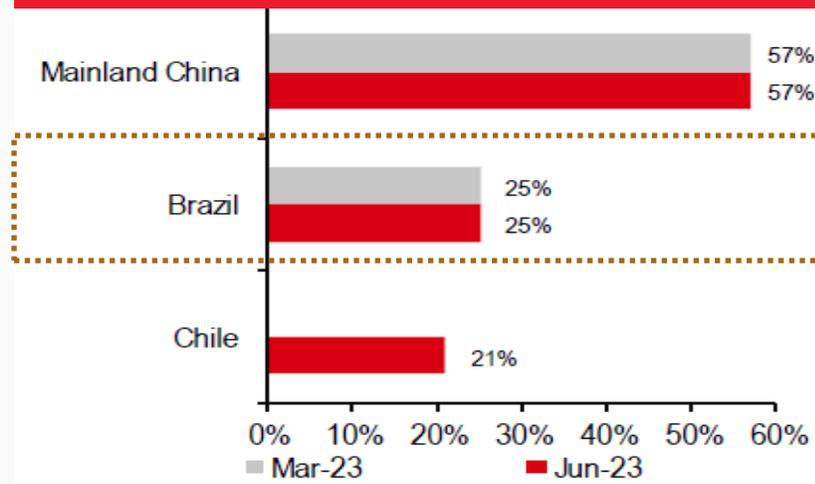
- 匯豐投資人情緒調查顯示機構投資人對拉美市場看法轉為正向，而巴西亦為展望較佳的新興市場。

## 市場情緒: 基金經理對 拉美市場風險偏好升溫

### 淨三成機構投資人正面看待拉美市場



### 巴西為投資人較看好的新興市場

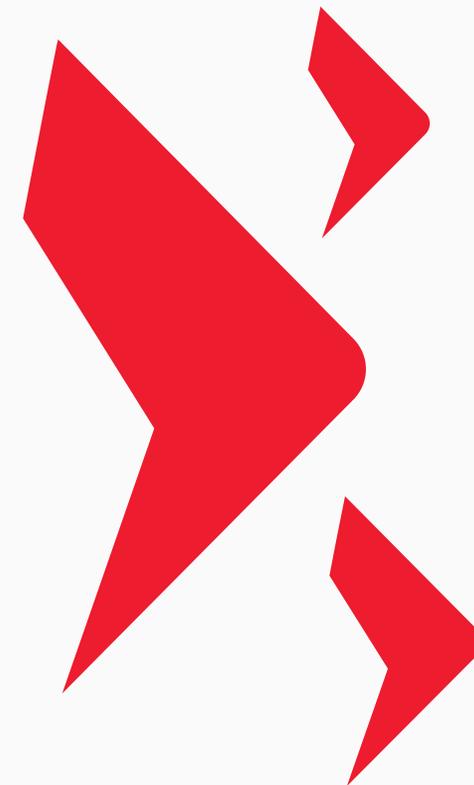




02

---

## 基金現況與投資結論





## 績效表現 (%, 新台幣計價)

### 7月

- ▶ 正貢獻: PETROLEO BRASILEIRO (巴西石油)、YDUQS(私立教育服務業者)、SENDAS DISTRIBUIDORA SA (巴西第二大食品零售商)。
- ▶ 負貢獻: MAGAZINE LUIZA (巴西居前百貨公司業者)、PAGSEGURO DIGITAL (巴西線上支付業者)、SUZANO PAPEL (全球最大紙漿生產商)。

	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	21.9	26.0	21.9	31.9	6.9	16.9	6.7
同類型基金平均	18.7	24.1	18.7	32.4	1.4	11.0	4.0
排名	2/6	2/6	2/6	4/6	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	18.7	23.5	18.7	36.7	6.0	15.8	7.1
MSCI拉美	20.6	16.8	20.6	36.9	11.0	19.1	5.7
MSCI新興市場	6.5	3.2	6.5	7.0	-7.5	4.5	1.7



## 產業配置

› 配置: 基金超配循環消費、原材料，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(%)
循環消費	10.2	7.4	4.1	-2.6
原材料	18.8	1.7	1.8	-25.5
金融	29.2	1.5	10.2	15.0
通訊	1.7	0.0	8.0	15.9
工業	8.7	-0.7	5.9	14.5
科技	0.0	-0.9	5.4	9.4
醫療	1.4	-2.0	13.4	-1.0
必須消費	7.0	-2.2	11.0	2.2
公用事業	5.3	-4.1	13.2	5.1
能源	12.4	-5.9	14.7	19.0

## 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	0.6%	-27.7%	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	9.5	能源	13.1%	20.5%	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	8.7	金融	6.1%	8.6%	巴西最大的保險提供商、第三大銀行。
ITAU UNIBANCO HLDG SA PEF SHS	7.4	金融	7.9%	13.7%	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	4.7	金融	9.7%	10.6%	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	4.2	金融	10.7%	42.2%	巴西最大國有銀行，亦為巴西第二大銀行。
SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	4.0	原材料	-1.3%	-8.3%	全球最大紙漿生產商。
VIBRA ENERGIA SA	3.5	非必須消費	12.2%	16.1%	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)
LOJAS RENNER SA	3.0	非必須消費	2.8%	-2.3%	巴西最大的服飾品牌業者。
ITAUSA SA PEF	2.9	金融	9.8%	13.3%	巴西最大的私營控股集團。



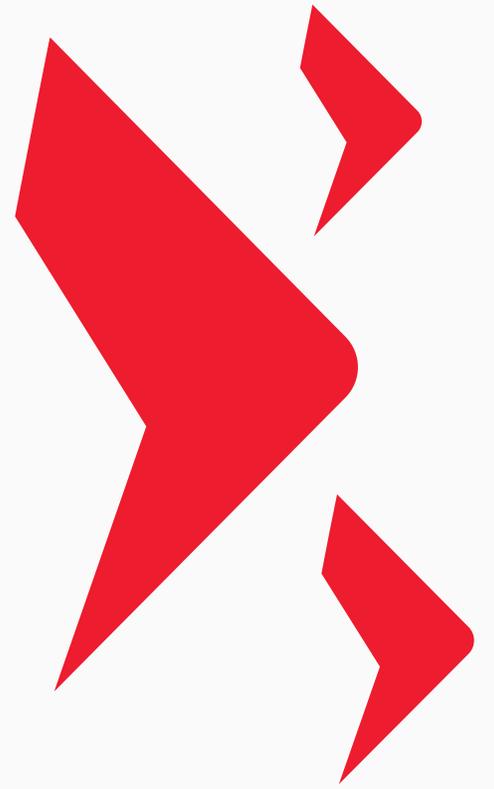
## 投資結論

- ▶ 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。
- ▶ 在通膨回落至央行目標區間、中長期通膨逐漸錨定的背景下，貨幣政策確實轉向在即，當前未來12個月盈餘計算本益比位於7.8倍，位於歷史區間下緣，因此中長期評價面仍有回升空間，惟短期市場已定價巴西央行將於八月份進行首次降息，而在聯準會延長鷹派戰線的環境下，巴西央行首次降息的時間點、今年底前的降息幅度仍有待商榷，且借鏡歷史經驗，巴西過往在首次降息後一個月多次出現較大幅度回檔，建議投資人關注指數拉回時逢低布局的機會。



03

附錄





- ▶ 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？

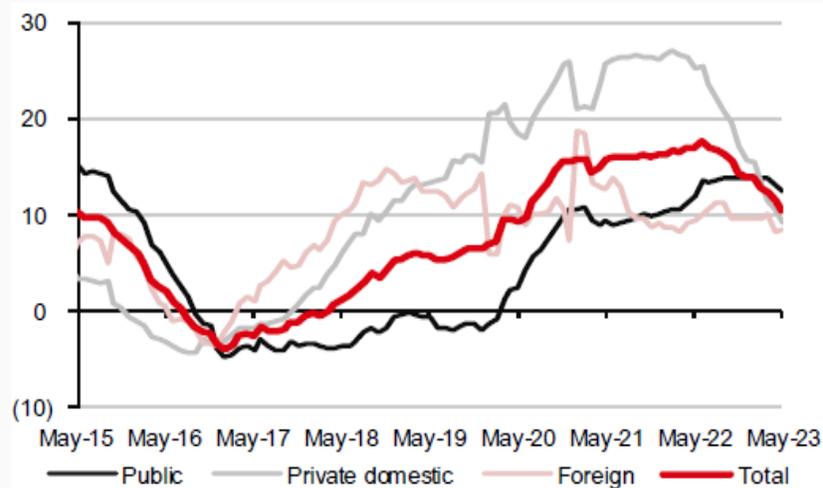
2019-2020 巴西指數與利率水位走勢



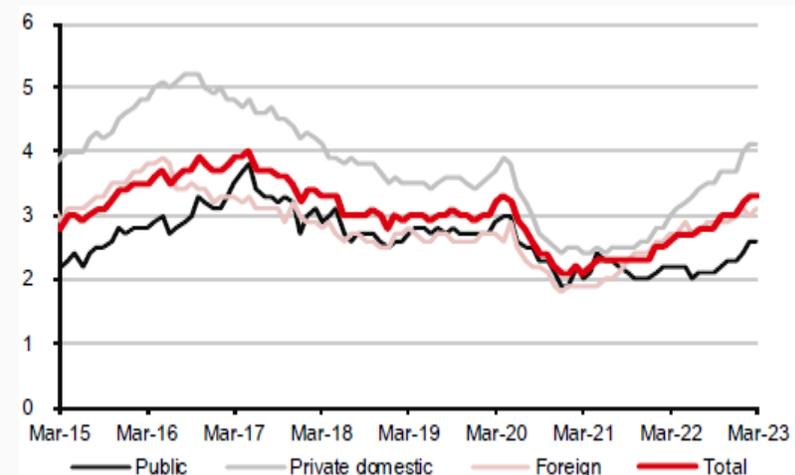


## 高利率環境導致信貸條件收緊

### 銀行房貸增速持續趨緩

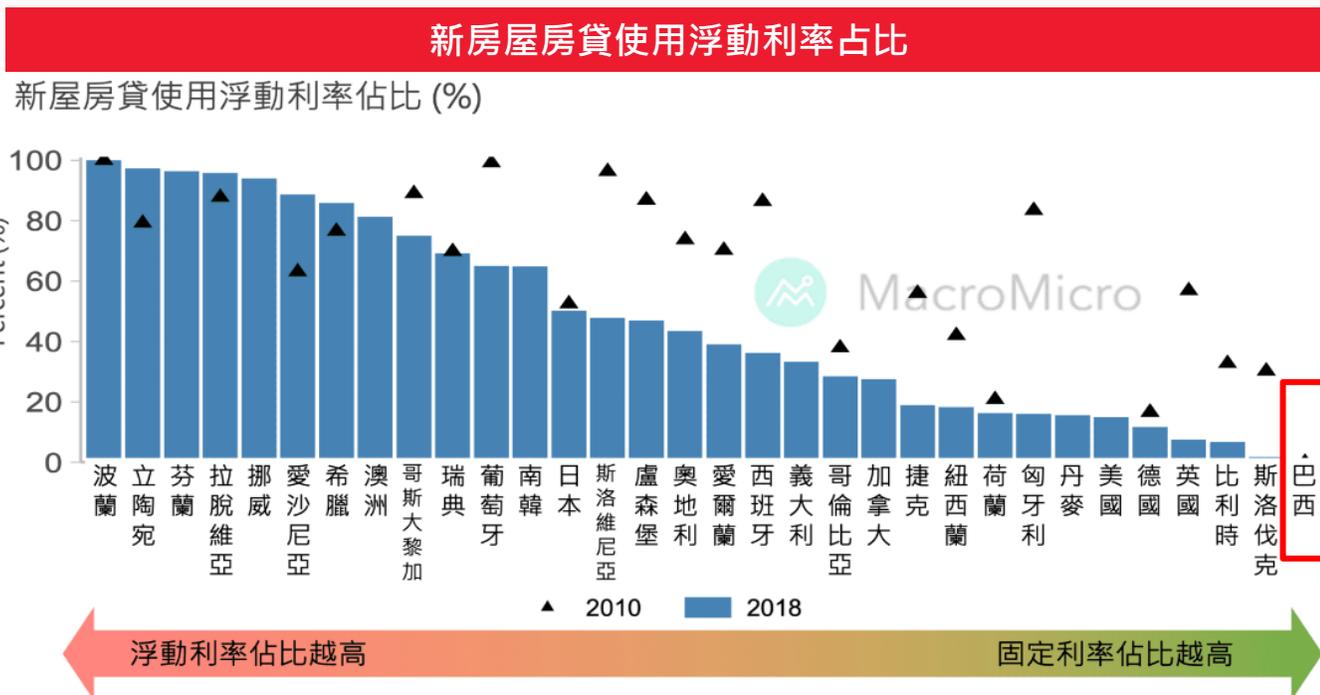


### 逾放比則呈現攀升



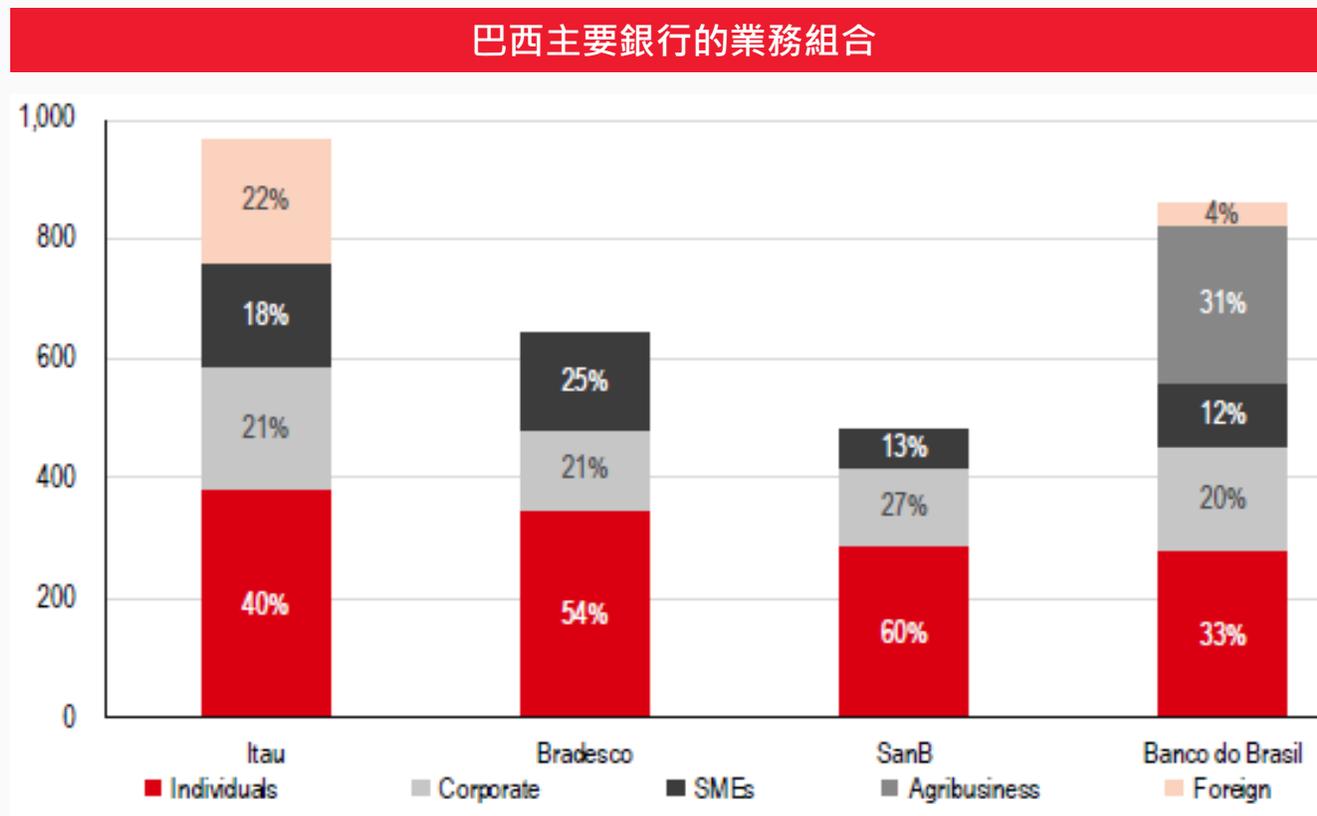


巴西家庭負債比低，房貸以固定利率為主



## 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。



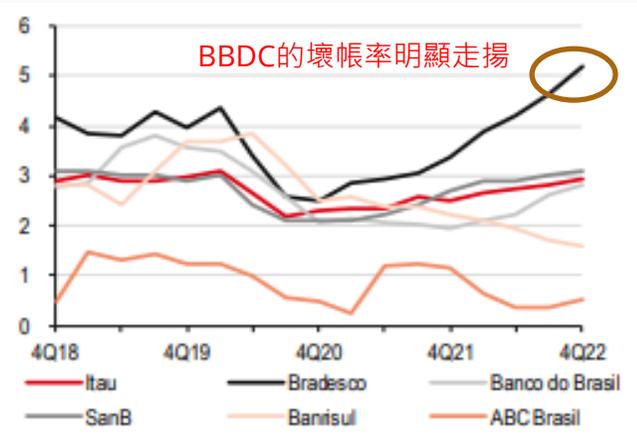


公司名	持股比重(%)	基準指數比重(%)	相對配置(%)
BANCO BRADESCO SA	8.65	4.88	3.77
ITAU UNIBANCO HLDG SA	7.36	7.70	-0.04
BANCO DO BRASIL SA	4.19	2.42	1.77

- ▶ 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

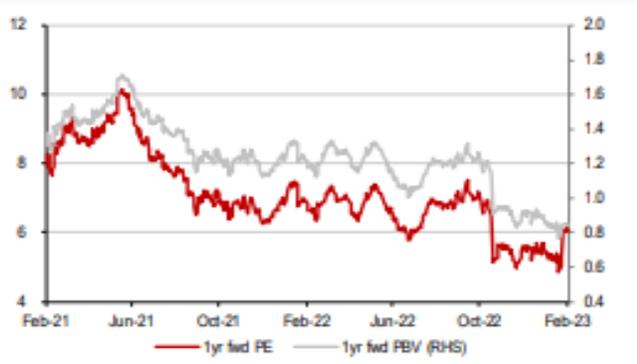
行業壞帳率 (%)



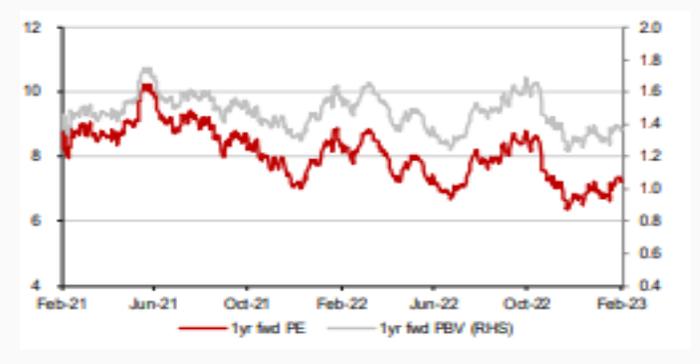
BBAS的預期放貸增速優於同業

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

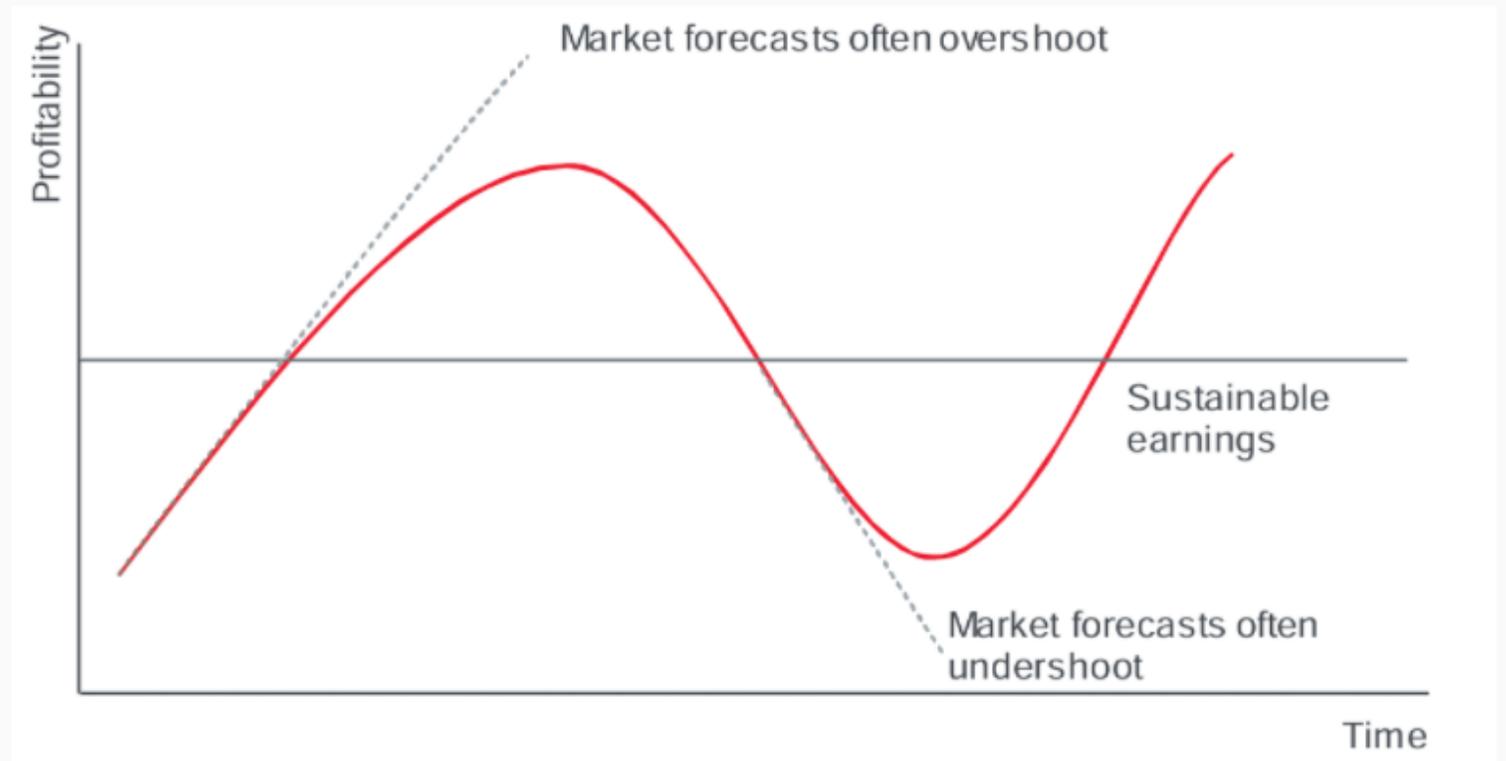


資料來源: HSBC · 2023/2



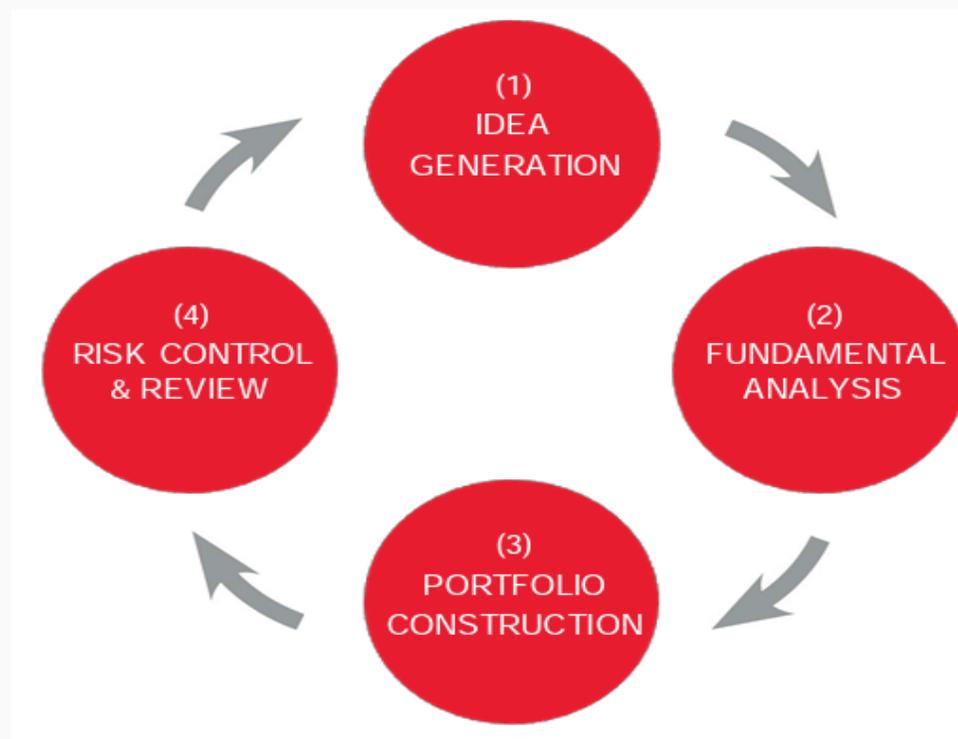
## 投資利基

- ▶ 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

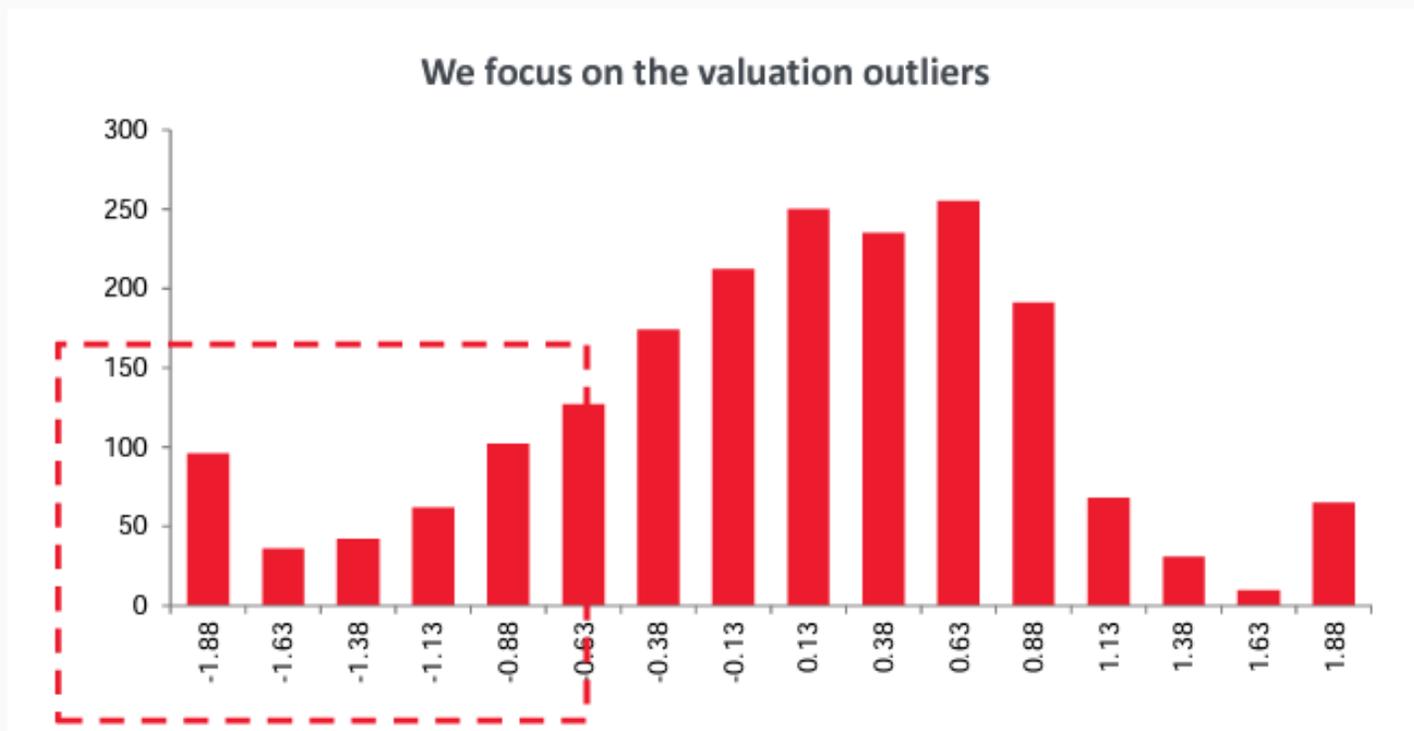
- ▶ 由下而上的了解及嚴謹選股。
- ▶ 建立和監控風險回報關係。
- ▶ 確保投資流程的完整性。





## 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。