



二零一一年五月

巴西再度出招應對資金流入

巴西政府於 3 月 28 日宣佈將企業貸款與銀行海外貸款利息稅稅率由 5.38% 上調至 6%，課稅標準由原先的 90 日貸款擴大至 360 日。新措施把更多的海外投資者納入稅網，並增加他們的投資成本。財長曼特加(Guido Mantega)指出，此次上調稅率一方面是要阻止貨幣再度升值，另一方面是降低巴西企業及銀行的海外貸款頭寸。

有趣的是，雷亞爾於消息公佈後三個交易日顯著造好，兌美元升值近 2%。曼特加遂於 4 月 6 日決定將有關課稅標準進一步擴展至兩年期貸款，有關消息對當地經濟及股市會否造成負面影響？

有助減輕信貸泡沫

巴西央行早於 4 月 20 日以 5 比 2 通過將利率由 11.75% 上調至 12%。由於央行預期全年通脹達 5.6%，因此，粗糙計算，當地實質利率高達 6.4%!

巴西的息差優勢一直助長套息活動進行，當地金融機構近年積極向國外融資，並將所得的廉價(低息)資金購入國內政府債券或向國內消費者提供貸款。前者有利舒緩政府財政壓力；後者卻增加信貸泡沫風險。事實上，2 月份貸款已錄得 21% 的按年增幅，央行財長 Alexandre Tombini 認為增長幅度一旦超過 15% 便需密切注視。

雖然穆迪投資於本周一發表的「每周信貸展望報告中」指出，新措施將減少當地銀行的套戩機會，增加資金成本，對盈利構成負面影響，但筆者認為從另一角度看，信貸泡沫及銀行壞賬風險可望因而降低。此外，繼去年 12 月調升存款準備金後，央行很大機會於未來數月再次出手，防止經濟過熱及信貸增長過急。

外資流入趨勢不易扭轉

惠譽國際於周一將巴西外債評級由 BBB- 調升至 BBB，指出該國坐擁逾 3000 億美元外匯儲備，位列主要債權國之一，加上經濟增長率持續達 4% 至 5%，支持中長期財政表現及提升抵禦經濟動盪的能力。羅塞夫政府宣佈削減財政預算開支、適度提高最低工資以及逐漸降低對巴西開發銀行(Brazilian Development Bank, BNDES)的貸款均有助改善國家整體財政狀況。

外資持續流入導致雷亞爾近年大幅升值(見圖一)。官方資料顯示，由年初至今，外資流入金額達 360 億美元，超越去年全年的 240 億美元，當局估計全年數字將高達 550 億美元。筆者相信惠譽調升評級將刺激巴西債券需求，政府調高利息稅或金融交易稅(IOF)稅率等措施並不能扭轉貨幣升值(資金流入)的趨勢，只能減輕其程度。

料保持息差優勢

如以上所言，資金流入主要取決於息差優勢。基本上，一國實質利率越高，資金吸引力相對越大。實際利率大約是名義利率減預期通脹率。以 4 月 21 日為例，一年期及兩年期巴西政府國債孳息率為 12.44% 及 12.7%，與現時官員利率分別相差 0.44% 及 0.7%。若以每次加息半厘計算，短期預料尚有一次加息空間。同時，10 年期國債孳息亦只有 12.74%，與兩年期數字相若，反映市場預計加息周期將接近尾聲。另一方面，據央行上月底發表的「3 月份通脹報告」，當局預計指標通脹率(IPCA)將於本年第 3 季尾升至 6.6% 見頂後回落，全年通脹預期為 5.6%。

就上述預測數字，筆者估計實質利率將由現時約 6.4%，上升至年底的 6.9%，除非其他國家的加息步伐加快或通脹大幅回落，否則短期內巴西將繼續保持息差優勢。

多個拉美市場早已突破 07/08 年歷史高位，反觀巴西股市自 09 年尾至今一直保持橫行格局。筆者相信加息步伐放慢以及通脹走勢回順，有可能成為當地股市稍後向上突破的兩個催化劑。

重要聲明:

本文件所提供的資料僅供安達理財(亞洲)有限公司和安達資產管理(亞洲)有限公司之客戶或準客戶享用。文件所載的資料及任何意見，並不代表本公司以主理人或代理人身分邀請或提請任何人士購買或沽售任何證券或理財產品，或提供任何投資意見或服務。本文件內對各理財產品及證券之描述並不適用於所有國籍、區域之人仕。任何人士如欲購買本文件描述之產品及證券或作出任何投資，需自行負責查證其所在地域的法律是否容許其瀏覽此文件及/或使用有關服務。

證券投資涉及風險。證券過往之表現，並不能等同或顯示其將來之表現。若有疑問，應在作出任何投資決定前向閣下之理財顧問尋求專業意見。

雖然本文件提供予閣下的資料，均來自本公司認為可靠的來源資料，或以此等來源為根據，但本公司不能亦不會就任何資料或數據的準確性、有效性、及時性或完整性作出任何保證。對於本文件之內容，或因本文件的資料不全、錯誤及遺漏而對瀏覽者造成之影響或任何因瀏覽本文件所產生之後果，本公司概不負責。

如對我們的服務有興趣或有任何意見，請電郵至 servicing@arcadia-asia.com。一切資料絕對保密。

安達理財(亞洲)有限公司
安達資產管理(亞洲)有限公司

地址: 香港銅鑼灣禮頓道 77 號禮頓中心 14 樓 1404 及 06 室
電話: (852) 2114 8488 傳真: (852) 2114 0777