FSSA Investment Managers
首域盈信



全球新興市場

巴西大選後：市場反應以外的視角

2026 年 11 月

巴西近期舉行的總統選舉，正值當地經濟發展的重要轉折點。於 10 月底，即最終一輪投票前的一週，首域盈信團隊數名成員到訪巴西進行企業考察，以實地評估當地經濟及政治環境的影響。儘管該週的民調差距有所收窄，但參議員弗拉維奧（Flávio Bolsonaro）在首輪投票領先逾 200 萬票，市場普遍預期他將勝出選舉。

在此背景下，盧拉（Luiz Inácio Lula da Silva）勝選，顯然出乎各界意料。市場反應相當劇烈，但這亦需連同選前累積的升勢一併審視。當時弗拉維奧勝選的可能性看似不斷提高，投資者已開始將政權的潛在更替反映於價格之中。在大選前一個月，市場憧憬財政及利率前景將變得更為有利，帶動巴西股市上升約 10%，而於盧拉當選當日，股市隨即下跌 14%。[1]

隨着盧拉連任，市場的主要憂慮是巴西仍未能解決財政揮霍的問題，而且實際利率居高不下，可能限制經濟發展。近年政府債務顯著增加，巴西政府債務佔國內生產總值的比例現已超過 90%，高於盧拉於 2023 年上任時的約 85%。[2] 同時，高利率環境亦推高家庭及企業的債務償還成本。

市場普遍預期弗拉維奧的競選政綱將縮減預算赤字列為目標。不過，雙方提出的政策細節不多，這場選舉從各方面來看都是以民粹訴求為主。我們認為，市場對弗拉維奧的熱情，更多是源於對他的信心，而非政策綱領本身。與此同時，近期國會選舉明顯右傾，保守派及中間偏右陣營在國會兩院的議席均有所增加。這項變化或將對政府的財政議程形成約束，但亦會提高政治僵局的風險。

對我們持股的影響

近年巴西股市明顯落後於其他拉丁美洲市場。當地生產力增長疲弱，人口結構帶來的有利因素亦逐漸消退。然而，作為由下而上的投資者，我們投資的是企業，而非市場。在首域盈信全球新興市場核心投資組合中，我們持有的巴西企業包括 TOTVS、MercadoLibre、Nu Holdings 及 Raia Drogasil。每家企業均受惠於結構性增長動力，而其增長既不取決於特定的政局走向，亦毋須依賴較低的資本成本。

我們近期在巴西與企業會面後，普遍對企業的基本面仍具信心，但仍有數項關鍵因素需要持續監察。

以 TOTVS 為例，我們對該項持倉保持信心。我們認為該公司的軟件業務模式能夠帶來經常性收益，並已在巴西企業軟件市場建立穩固地位。我們亦與財務總監討論客戶流失率偏高的情況，該公司認為這主要源於宏觀經濟環境，而非行業遭到顛覆或競爭加劇，我們亦就此對業務前景維持信心。

我們與 MercadoLibre 的會面後，同樣感到樂觀。該公司的信貸業務及貸款表現維持強勁，而在電商業務方面，愈來愈多跡象顯示 Shopee 作為市場第二大平台，正以更理性的方式經營業務。話雖如此，我們正進一步研究 TikTok 在區內的自然流量，以及這對競爭格局帶來的影響。

而我們與 Nu Holdings 的會面，印證著該公司嚴守信貸紀律，包括在開展薪俸貸款業務初期採取審慎方針。反觀其他更積極進軍市場的銀行，其不良貸款水平則持續上升。由於巴西現正推動消費者由無抵押借貸轉向有抵押借貸，因此上述情況尤其值得關注。考慮到槓桿水平及債務償還成本偏高，我們會繼續密切監察整體消費環境。

1 資料來源：FactSet，於 2026 年 9 月 30 日至 10 月 23 日間，巴西 Bovespa 指數上升 10%，並於 10 月 26 日下跌 14%（以當地貨幣計）。

2 資料來源：Gavekal Research / Macrobond，2026 年 10 月 26 日。

就 Raia Drogasil 而言，近期市場焦點集中於 MercadoLibre 可能帶來的競爭。我們認為，短期競爭風險低於市場預期，但長遠而言仍需留意。目前，這項持倉維持著較小的規模。

上述四項持股的共通之處，在於其投資理據並不建基於巴西經濟全面復甦、利率下跌或市場估值重估。我們不會寄望單一事件帶動巴西整體市場上升，而是更着重審慎選擇優質企業，尋找能夠在不同經濟及政治環境下實現複利增長的公司。

展望未來

在能源、商品及糧食供應限制日益影響增長前景的環境下，巴西豐富的天然資源為其帶來一定的結構性抗逆力。若能解決財政挑戰，巴西將可大幅鞏固這項優勢。副總統阿爾克明（Geraldo Alckmin）是扮演調和角色的中間派，他一直主張恪守財政紀律，亦是盧拉政府考慮任命的財政部長人選之一。假如他獲委任，將是財政可信度方面的正面訊號，有助重建投資者信心，為巴西股市營造更有利的環境。

免責聲明

本資料所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源集團認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源集團並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內，首源集團、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本資料所載資料僅供參考，並不構成投資意見及／或建議，且不應作為任何投資決定的基礎。本資料所述部分基金未獲授權在若干司法管轄區向公眾人士要約／發售。

投資價值及收益可跌亦可升，閣下也許未能取回投資本金。過往表現未必可作日後業績的標準。投資者欲知有關詳情，請參閱基金銷售文件，包括風險因素。本資料對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本資料提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為 首源集團的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本資料內容，及／或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源集團預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及／或收取。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源集團、首源投資、首域盈信資產管理、信衛資產管理、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼 : 196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。首源集團（註冊編號 53507290B）、首源投資（註冊編號 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）、信衛資產管理（註冊編號 53310114W）、RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商業名稱。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源集團投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源集團在不同司法管轄區內有多間公司。

在法律允許的範圍內，MUFG 及其附屬公司對本資料包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。

© First Sentier Group