



對新興市場債券作戰術性部署



Eric Fang, 瀚亞投資基金經理

新冠肺炎疫情在3月份廣泛蔓延，導致資金大舉流出新興市場債券，但其後資金已再度流入。然而，這股反彈力度只屬溫和，反映新興市場仍面對挑戰。不過，這個領域不乏投資機會，我們將主動發掘優質債券，透過不同方法取得吸引的孳息。

新冠肺炎及全球前景不明朗，加劇了新興市場所面對的挑戰。疫情前，新興市場已經出現增長停滯及槓桿上升的問題。具吸引力的「高增長主題」不再是投資新興市場的理據。取而代之的是，我們必須從另一個角度審視區內市場，以決定每個市場的優點和弱點。

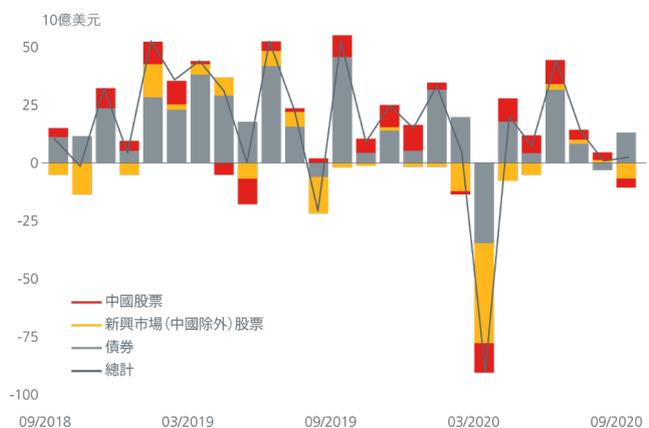
為紓緩新冠肺炎對當地經濟的影響，各國央行推出流動性扶助措施，有助穩定新興市場。流入新興市場債券的資金回升情況優於新興市場股票（見圖1），這情況不難理解，因為在當前的不確定時期，投資者偏好追求最高回報，同時盡量降低風險。此外，這亦反映投資者對新興市場機會的認同。

每個新興市場都擁有獨特的經濟情況及政策。在這種多元化特性下，投資者只要準確預測不同經濟週期，並作出相應配置，便有機會獲得可觀回報。再者，與不少已發展市場比較，新興市場債市的成熟程度和效率較低，市場對其研究亦不足。因此，資產錯定定價的機會較高，從而帶來不少投資機遇。

市場規模持續擴大，但指數代表性不足

新興市場債券的規模持續增長，企業發行人是主要的推動力。根據預測，新興市場固定收益市場的總值將在2025年增至45萬億美元，佔全球固定收益市場的29%。在新興市場的發展需求下，這個市場蘊藏龐大的增長潛力。具體來說，在2019年，已發展市場的已發行債券佔國內生產總值的171%，而新興市場的相關比例只有85%。

圖1：流入新興市場的外國資金



資料來源：Haver、IIF

在新興市場之內，企業債券佔債券總額的56%，本幣債券的比例高達82%。至於地區方面，亞洲（日本除外）債券佔發行量的70%，當中主要來自中國，佔52%。大部份中國債券以本幣計價，並由企業發行。雖然新興市場的規模有所擴大，但指數代表性仍然不足，因而限制了投資於這些信貸的機會。目前為止，硬貨幣政府債券的指數代表性最佳，達到84%，而本幣企業債券的指數代表性最弱，只有11%。與硬貨幣比較，本幣交易便利程度較低，加上投資者參與本土市場的程度不足，均成為重要的投資障礙。

為何不只投資於亞洲債券市場？

投資於新興市場確實面對一定的挑戰，因為相關地區的管治架構較弱，容易出現違約情況，而新冠肺炎使情況更加複雜。由於亞洲佔新興市場債券發行的主要部份，我們不難理解為何投資者希望單純投資於亞洲債券市場。這種偏好亦可能源於亞洲經濟體的經濟情況較佳。

不過，新冠肺炎令部份亞洲市場承受重壓，可能導致主權評級下調。事實上，已有一些市場被列入負面觀察名單。

從回報的角度來看，不投資於整體新興市場的機會成本將更明顯。在2004年至2019年間，新興市場企業債券的年度化回報為6.5%，而亞洲企業債券的回報則為6.2%。若以累計回報計算，兩者的表現差距更明顯：新興市場企業債券在期內的累計回報為174.3%，亞洲企業債券則為133.8%。

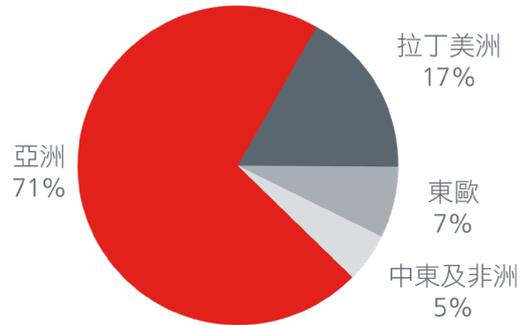
THE MANY WAYS TO HARNESS YIELD

此外，投資於新興市場債券有助投資者把握貨幣走勢、利率走勢及信貸息差而獲利。利率及外匯是影響本幣債券的重要因素，而信貸息差則對硬貨幣債券的影響較大。因此，以本幣和硬貨幣計價的同類債券之間的息差將隨著時間而改變，帶來賺取息差收益的機會（見圖5）。簡單來說，新興市場信貸的戰術性配置有助提升投資組合的風險調整後回報。

主動管理，配合穩健的信貸研究

由於投資者對新興市場的研究普遍不足，基準指數的代表性亦偏低，因此適合採取主動管理方針。相對於根據基準指數權重來配置的投資組合，主動型投資

圖2：新興市場債券的地區分佈

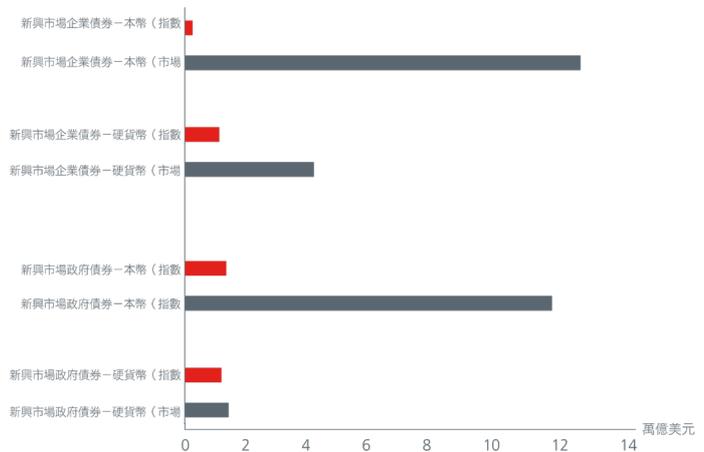


資料來源：Ashmore、國際結算銀行、國際貨幣基金組織，數據截至2019年12月

經理可以透過調整優秀與轉弱的債券權重達到增值效果。

基本因素研究有助發掘優秀的投資機會，作為亞洲最大的固定收益團隊之一，並於11個亞洲市場擁有強大據點，讓我們的團隊可以隨時實地掌握市場資訊。該團隊由投資專業人員及專責的研究分析師組成，我們

圖3：新興市場信貸的指數代表性仍然不足



資料來源：Ashmore、國際結算銀行、國際貨幣基金組織，數據截至2019年12月。本幣：本幣。硬貨幣：硬貨幣。新興市場本幣企業債券指數以洲際交易所美銀美林指數為代表；新興市場硬貨幣企業債券指數以摩根大通新興市場企業債券多元化指數為代表；新興市場本幣政府債券指數以摩根大通全球新興市場政府債券多元化指數為代表，而新興市場硬貨幣政府債券指數以摩根大通全球新興市場債券多元化指數為代表。

的研究團隊在近年增聘經驗豐富的人員，以加強對新興市場的研究。隨著亞洲及中國在新興市場佔重大比重，我們可以借助投資團隊對亞洲的專長和洞見來尋找投資機會。

一直以來，我們奉行嚴謹的信貸研究程序，著重專有研究和內部信貸評級，是我們回報主要來源。「由上而下」的方針有助我們分析整體全球新興市場債市的前景，確定新興市場利率、信貸市場及貨幣的公平價值，同時以個別發行人的「由下而上」分析作為輔助工具。

根據這些分析，我們將為未評級債券和被外部評級機構評級為BBB +及以下的債券進行內部信貸評級。內部信貸評級可以反映發行人的信貸質素，我們以這個專有評級作為優先參考，然後才會考慮其他外部評級機構的信貸評級。內部信貸評級有系統地為未評級的發行人，以及信貸基本因素較弱但未必是不良投資的發行人進行適當的內部信貸風險評估。

從我們新興市場和亞洲策略的偏低違約率可見，我們的內部模型表現穩健可靠。簡單來說，我們的內部信貸研究有助投資團隊識別具價值的投資機會，為客戶創造長期回報潛力。

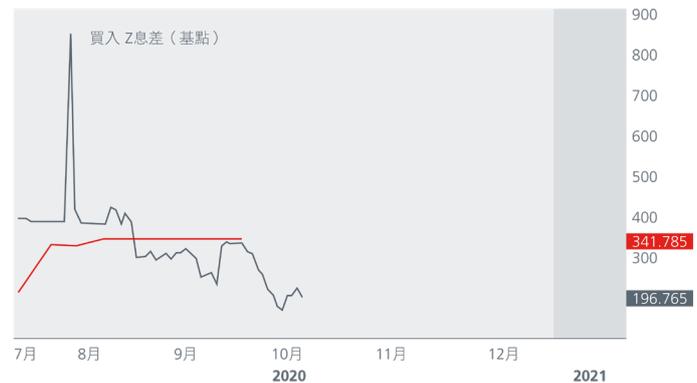
圖4：曆年的總回報（2009年至2019年）



資料來源：摩根大通，截至2019年12月。新興市場企業債券以新興市場企業債券指數量度，亞洲企業債券以摩根大通亞洲信貸指數量度

圖5：同一發行人以馬來西亞林吉特及美元發行的同類債券之間的息差

- 碧桂園 6.6 02/23 Corp (馬來西亞林吉特計價)
- 碧桂園 4 3/4 09/23 Regs Corp (美元計價)



資料來源：彭博通訊社，2020年10月30日

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文件由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞投資香港」)編制, 僅供數據參考。未經事先書面同意, 不得翻印、刊發、傳閱、复制或分派本文件全部或部份予其它任何人士。本文件並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。投資者未獨立核實本文件內容前, 不應採取行動。本文件所載任何意見或估算資料可能作出變更, 恕不另行通告。本文件所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮; 因此, 亦不會就任何收件人士或任何類別人士, 基於本文件資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現, 對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算, 未必代表任何瀚亞投資香港或瀚亞投資基金將來或有可能達致的表現。投資的價值及其收益, 可跌亦可升。投資涉及風險, 投資者或無法取回最初投資之金額。瀚亞投資香港是英國Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞投資香港和Prudential plc. 與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 沒有任何關係。本文件由瀚亞投資(香港)有限公司刊發, 並未經香港證監會審閱。

瀚亞投資
eastspring
investments

英國保誠集團成員 