



固定收益

# 新兴市场债券 是否已经到达转折点？

霸菱视野

有理由相信未来几个月新兴市场将会取得可喜的增长，这表明该类资产有望迎来强劲表现。



**Omotunde Lawal, CFA**  
新兴市场企业债券投资总监



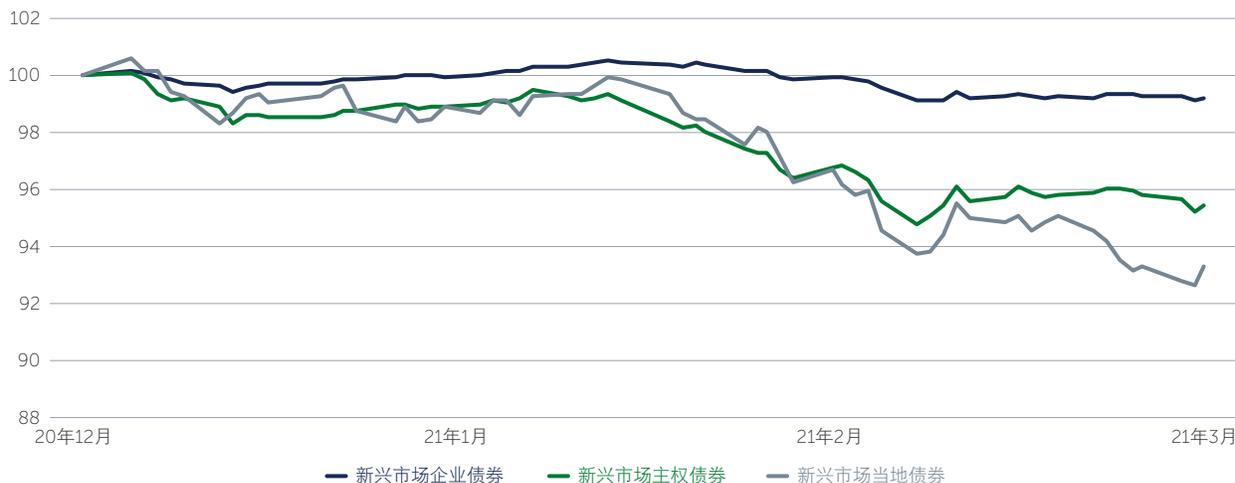
**Ricardo Adrogué**博士  
环球主权债务和货币投资总监



**Cem Karacadag**  
新兴市场主权债券投资总监

新兴市场债券在新冠病毒疫情期间受到重创，许多国家在应对疫情反扑时继续面临挑战。此外，该类资产也正面临发达市场加息所带来的潜在利空因素，例如10年期美国国债到期收益率上升。因此，主权债券、企业和当地债券从年初至今的表现均逊于大市，第一季度分别下跌4.5%、0.8%和6.7%<sup>1</sup>。然而，值得注意的是，该类资产的表现从一年前疫情引发急跌以来一直十分强劲；2020年3月至2021年3月，主权债券、企业和当地债券均取得10%以上的回报。

图一：新兴市场债券从年初至今的表现



资料来源：摩根大通。截至2021年3月31日。基数重置至100。

## 主权债券和当地债券：正增长题材

利率上调显然会对新兴市场债券造成不利影响，对久期较长的主权债券更是如此；从历史上来看，利率上调会使新兴市场外资外流，从而导致其融资活动减少。但是，我们有理由相信这次情况可能会有所不同。首先，新兴市场国家的融资需求在过去几年大幅减少。具体来说，许多经常账户赤字严重的新兴市场国家现已能够逐步改善其经常账户收支状况，在某些情况下甚至录得经常账户盈余。随着新兴市场对海外投资者所提供资金的依赖程度减弱，在利率上调的环境下，潜在资金外流所带来的挑战较小。与此同时，我们认为整体新兴市场增长的投资题材仍然受到支持。一方面，美国和欧洲部分国家的经济状况日益改善，势必推升未来几个月对新兴市场商品和服务的需求，另一方面，中国作为新兴市场国家商品需求的一大来源，在疫情过后经济也在稳步增长。同时，商品价格也有所上涨，应该会对新兴市场提供进一步支持。

此外，资金支持方面不乏融资渠道。去年用于解决燃眉之急的暂停政策和宽免措施仍在生效，继续为新兴市场带来好处，让全球各国和企业都有更充裕的时间来应对持续挑战。另外，多边机构也已开始着手开展债务减免工作。例如国际货币基金组织最近宣布一项有关增发6,500亿美元特别提款权的计划，而这些特别提款权从本质上来说属于储备资产，类似于各国央行持有的外汇储备。虽然国际货币基金组织目前正在参与讨论这些资金的分配方式，但新兴市场有望分配到其中的约900亿美元。对某些国家来说，这种大规模困难缓解措施可能对债务违约或不违约有重要影响，但该影响目前在很大程度上还是被市场忽视。

1. 资料来源：摩根大通。截至2021年3月31日。

我们认为，这一系列因素表明，今年新兴市场可能会取得可喜的经济增长，这将为新兴市场类资产提供强有力的支持。例如，在疫情过后的复苏方面，因为新兴市场债券领域表现普遍滞后，新兴市场货币可能会出现强势反弹。事实上，考虑到新兴市场国家的融资需求偏低，加上中国和发达市场对商品具有持续的需求，我们认为**新兴市场货币目前存在显著的上升空间**。

在强势货币方面，我们看好在我们内部被评为投资级别市场的国家（如巴西等）。巴西虽然面临着疫情的持续挑战，但其就业增长情况在过去几个月一直好于预期，表明了该国的经济活动正逐步改善。同时，我们认为发行高收益债券的国家具有投资价值，因为整体来说，这些国家疫情后的债券息差相比投资级别债券仍然较大。然而，考虑到该领域相对多元化，我们在高收益债券方面会更加精挑细选，尽力避免投资于那些融资措施趋于恶化的国家，而只会投资于我们有充足信心构建仓位的国家，如乌克兰、塞尔维亚、阿曼等。

## 企业债券：在利率上调的环境下强劲复苏

此外，我们也会继续在新兴市场企业债券中寻找投资机会。整体来说，强势货币企业债券受到利率上调的影响比主权债券和当地债券要小。这主要是因为该类资产的久期较短，例如主权债券的久期约为8年，而强势货币企业债券的久期约为4年。因此，在美国国债到期收益率上升的环境下，新兴市场企业债券向来都表现稳健，而在过去10年中，有8年出现了在发达市场利率上调期间信贷息差收窄的情况<sup>2</sup>。同时，值得一提的是，与主权债券市场一样，发达市场的利率偏高不一定就等于违约概率偏高。在企业债券市场方面，CCC级别债券在其中的占比相当小，这意味着企业很少会因为利率或融资成本上升而面临被市场拒之门外的风险。大多数债券发行人（包括较低级别的CCC级别债券发行人）都能够为市场上为其债务再融资。

2. 资料来源：摩根大通。截至2021年3月24日。

纵观目前的市场，息差已经接近或重新回到了疫情爆发前的水平，这样的情况比比皆是。在行业复苏方面，商品在油价上涨的推动下跑赢了大市，加上中国需求旺盛，可能会为部分债券发行人今年的收入和息税折旧摊销前利润带来双位数增长。另一方面，房地产和运输业的表现则逊于大市，复苏之路可能更加漫长。在这种环境下，高收益债券似乎特别具有吸引力，因为它的息差仍然比投资级别的新兴市场企业债券要大。虽然在过去六个月息差有所收窄，但与过去的水平相比，息差差异仍然较大，这表明高收益企业债券仍然具有投资价值，特别是考虑到该类资产的久期较短（图二）。

另外，我们也监测到，在过去几个月，某些新兴市场国家（如土耳其、巴西等）的风险再度加剧。虽然这些情况可能会带来风险，但我们也会继续在新兴市场发行人（通常是多元化的全球企业，并且因其注册地的负面影响而遭到市场的不公平惩罚）中寻找价值机会。

图二：新兴市场投资级别债券与新兴市场高收益债券的息差差异



资料来源：摩根大通。截至2021年3月31日。

## 市场展望

我们目前所处的环境似乎对整体新兴市场债券非常有利。虽然该类资产所面临的风险仍然持续，但我们也有理由相信它在未来几个月会取得良好增长，有望为主权、企业和当地债券的强劲表现铺平道路。然而，考虑到新兴市场债券品种较多而且表现不一，不可将所有的主权和企业发行人一概而论。在这一环境下，对信贷和国家的挑选十分重要。我们认为，那些认真研究并对各个国家和企业进行详细风险评估的主动型投资经理，最能够寻找到在疫情过后的复苏中受惠最大的国家和信贷。

霸菱为一家管理逾3,450亿美元\*资产的环球投资管理公司，致力寻找不同的投资机遇，并在公共及私募固定收益、房地产及专门的股票市场构建长线投资组合。作为美国万通的子公司，霸菱的投资专才常驻北美、欧洲及亚太区，旨在为其客户、社区及员工提供服务，并竭力实践可持续发展及负责任的投资。

#### 重要资料

本文仅供参考，不构成任何投资建议或承诺。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，对任何因直接或间接使用本材料或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，霸菱不承担任何法律责任。

本文非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。

本文所载的市场观点、投资策略或业务流程有可能因发布日后的各种因素变化而调整，公司在对其进行更新时不会另行通知，本文所载内容也不构成公司对市场观点、投资策略或业务架构的承诺。

若本文转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，不代表本公司立场。

本文版权归霸菱所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本文内容进行任何形式的发布、复制。如引用或转载本材料所载内容，务必联络霸菱并获得许可，并需注明出处为霸菱，且不得对本文中的任何内容进行有违原意的删节和修改。

霸菱对本文保留一切法律权利。

了解更多详情，请浏览 [BARINGS.COM](https://www.baringsoverseas.com)

\*截至2020年12月31日

21-1618378