

## 固定收益

# 新興市場債券：應對市場噪音

2022 年 1 月-6分鐘閱讀

美國可能升息、Omicron 以及中國均引發市場憂慮，但主權債券、企業債券及當地貨幣債券仍存在精選投資機會。

去年第四季，新興市場債券投資者面臨的風險顯著上升。於中國，兩家大型地產開發商出現債務違約。隨著俄羅斯繼續在烏克蘭邊境增兵，地緣政治緊張局勢升溫。多個新興市場國家的利率上升。巴西的利率大幅上升；而於中歐及東歐，利率升幅原本穩定，現開始加速。與此同時，美國聯準會採取更為鷹派立場應對高通膨，宣佈其將於 2022 年年初縮減資產購買計劃，並可能在不久後升息。這些情況導致主權債券、企業債券及當地債券去年第四季度下跌，並且導致整體利差擴大<sup>1</sup>。

## 儘管風險無處不在...

### 中國

或許所有新興市場投資者最大的擔憂，均與中國的發展動態有關。具體而言，有跡象顯示中國的經濟增長前景可能惡化，但也許更大的問題是，投資者越來越難以理解中國的發展軌跡。此外，中國一直加強對科技、私人教育及地產等產業的監管，對地產的監管打擊亦開始影響到其他產業，例如已經出現放緩的重工業。鑑於中國是全球第二大經濟體，國內

---

<sup>1</sup>資料來源：摩根大通。截至 2021 年 12 月 31 日。

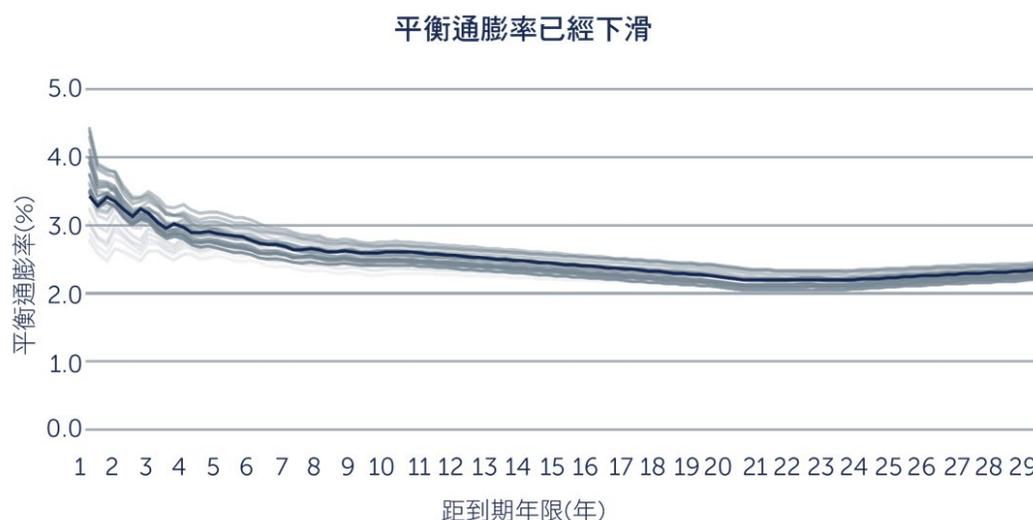
生產總值(GDP)達 13.4 兆美元，對新興市場及已開發市場的需求均產生巨大影響，上述事態發展更令人不安。

### 聯準會或將採取更鷹派的立場

聯準會承諾積極應對通膨，引發市場對未來升息路徑及撤出流動性的疑問。特別是對新興市場貨幣而言，聯準會更鷹派的立場將會帶來更多挑戰，並可能導致部份國家的貨幣貶值。實行固定或剛性匯率制度的國家或面臨最大的難題，而採用靈活匯率的國家(如巴西、秘魯及印尼)可能處於更有利的位置。

儘管市場預期 2022 年將升息三次以上，但有跡象顯示，聯準會收緊貨幣政策的步伐可能會較為溫和。平衡通膨率(即美國公債與通膨連結債券殖利率之差距)於第四季下降，圖一顯示，截至去年 12 月底，美國十年期平衡通膨率下降至 2.61%。深藍線代表的是最新數據，這條線並未觸及 12 個月以來的低點，但已明顯低於幾個月前的高點。

圖一：聯準會的立場可能較為溫和？



資料來源：彭博。截至 2021 年 12 月 31 日。線條表示每週的測量值，深藍線表示最近的測量值。

我們認為這是一項關鍵考慮指標，因為它顯示的是投資者對通膨的預期，平衡通膨率持續下降，或足以令聯準會採取較為溫和的立場。

## 政治與地緣政治

俄羅斯在烏克蘭邊境集結軍隊，數量之多令投資者擔憂俄羅斯可能入侵烏克蘭。不過，鑑於俄羅斯尚未採取行動，我們認為未來 12 個月內發生侵略的可能性甚低，這顯示市場目前或高估了這一風險。哈薩克近期的抗議及軍隊反應，體現了社會不滿情緒。於其他方面，在土耳其，很難理解央行竟會採取如此非正統的貨幣政策。例如，儘管土耳其的通膨徘徊於 20% 以上，但該國央行還是下調利率以刺激經濟增長，這導致土耳其里拉的波動加劇。

於利多方面，繼秘魯大選、哥倫比亞主權債券評等被下調、智利公投，以及市場對巴西為應對疫情推出的補助計畫感到擔憂後，拉丁美洲的地緣政治風險自 2021 年年初以來已經有所下降。儘管這些風險很多已經消失，但仍存在一些不明朗因素，包括巴西及哥倫比亞的選舉。

## 新型冠狀病毒疫情

Omicron 的傳播導致去年第四季利差進一步擴大，原因是有可能出現其他新的變種病毒，加大了新興市場受到額外衝擊的可能性。然而，很多因素顯示，Omicron 對經濟的影響低於之前幾波疫情。例如，與之前幾波疫情相比，目前疫苗的接種率更為廣泛，新興市場整體疫苗接種率上升，並且於已開發市場國家推出加強疫苗後不久便推出加強疫苗。因此，新興市場政府目前不太可能不加分辨地實行封鎖，而是在嚴加控制病例增加的同時，維持較高水平的經濟活動(中國除外，中國繼續實施新冠病毒清零政策)。

於大多數新興市場，Omicron 的影響可能包括導致投資者的行為更加審慎，進而令市場情緒低迷，以及人們不得不自我隔離(而非政府限制)，令每週工作時間減少。Omicron 將在今年年初進一步壓抑對服務的需求，但最新的採購經理人指數調查顯示，供應鏈瓶頸逐步緩解，應有助於進一步降低相對於去年下半年的通膨壓力。

## 應對市場噪音

儘管存在一些利空因素，並可能出現波動，我們仍預計會出現價值投資的機會，特別是對長線投資者而言。

## 強勢貨幣債券及當地貨幣債券

如前所述，鑑於中國經濟增長放緩以及聯準會立場更趨鷹派等風險，我們認為 2022 年「由上而下」的環境對貨幣較為不利。然而，於當地貨幣債券方面，我們認為當地利率存在精選機會，國內市場龐大且利率較低的國家(例如以色列、韓國、泰國及馬來西亞)最具吸引力。

面對上述風險，強勢貨幣主權債券的評價合理得多，很多國家的利差足以補償風險有餘，特別是 BB 級債券。例如，巴西、智利及秘魯雖與中國有關，但從違約風險角度來看，這些國家足夠強大且靈活，能抵禦中國經濟大幅放緩造成的影響。我們亦物色到 B 級國家的精選機會。然而，考慮到此類債券較為多元化且表現參差，國家選擇至關重要。最重要的是，我們致力避免投資於那些融資措施趨於惡化的國家，只會投資於我們已有高度信念部位的國家。

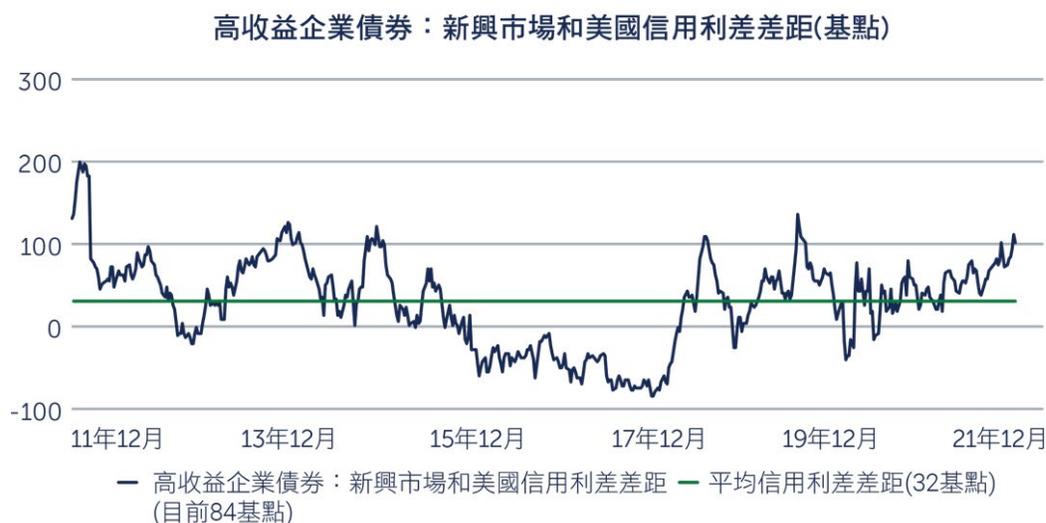
## 企業債券

儘管面臨上述利空因素及風險，仍繼續物色到企業債券的投資機會。令人鼓舞的是，公司基本面依然強勁，很多發行人的營收和稅前息前折舊攤銷前利潤(EDITDA)已回到疫情爆發前的水平。我們亦預計隨著全球經濟持續復甦，情況有望進一步改善，並預計強勁的家庭支出、全球回補庫存及企業資本支出的恢復，將帶來一些支持全球經濟活動的利多。商品價格的前景依然正面，大多數金屬價格仍處於歷史高檔。企業發行人亦預計透過轉嫁上升的成本或削減成本，維持盈餘能力，這將有助於吸收投入成本通膨。與此同時，新興市場(中國除外)企業高收益債券的違約率仍處於低檔，約為 1.2%<sup>2</sup>。2021 年總融資達 5,300 億美元，創歷史新高。在美國可能升息之前，很多企業發行人還以較低的融資成本，對其大部份美元計價債券進行再融資<sup>3</sup>。

---

<sup>2,3</sup> 資料來源：摩根大通。截至 2021 年 12 月 31 日。

圖二：相比已開發市場，新興市場企業債券的利差相對較寬



資料來源：摩根大通。截至 2021 年 12 月 31 日。

從評價的角度而言，我們認為新興市場企業債券仍具有吸引力，原因是利差相較已開發市場及歷史平均仍相對較寬(圖二)。於此環境下，我們繼續在多元化的全球新興市場企業中物色到機會，而這些企業的利差因所在國家存在非系統性風險(如中國、烏克蘭及土耳其近期出現的風險)，而寬於基本面所反映的水平。此外，鑑於對美國升息的預期，我們認為高收益債券尤具吸引力，原因是相對於投資級債券，其存續期更短，並且與利率走勢的相關性較低。

## 紀律是關鍵

儘管有多個因素可能於日後造成波動，但我們預計新興市場債券亦將湧現具吸引力的機會。但信貸與國家挑選一如既往地重要，將繼續成為取得良好表現的關鍵優勢。我們認為，對每個國家及每家企業進行詳細風險評估的主動型投資經理，最有能力物色到能抵禦未來任何不明朗因素，並且在持續的經濟復甦中受惠最大的發行人。



## Cem Karacadag

新興市場主權債券團隊主管



## Ricardo Adrogué 博士

全球主權債券和貨幣投資團隊主管



## Omotunde Lawal, 特許金融分析師(CFA)

新興市場企業債券團隊主管

### 【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市基隆路一段 333 號 21 樓 2112 室

一百零六金管投顧新字第零零貳號 0800 062 068

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。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文之經濟走勢預測亦不代表相關基金績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。基金投資涉及投資於新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本資料可能載有根據霸菱資產管理現時的意見、預期及預測而作出的前瞻性陳述。本公司並無責任更新或訂任何前瞻性陳述，而實際結果可能與前瞻性陳述所預期者有重大差異。本基

金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。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。投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。