

## 固定收益

# 新興市場債券展望

2022 年 4 月

當前環境充滿挑戰，但與過去處於艱難境況時一樣，新興市場債券市場開始出現投資機會。

全球通膨升溫、美國聯準會採取鷹派立場、對中國的擔憂，加上當地新型冠狀病毒疫情反撲，市場環境原本已舉步維艱，第一季俄羅斯入侵烏克蘭更是引發新興市場債券市場波動。根據摩根大通的數據，截至 3 月 31 日，零售基金出現約 140 億美元的資金淨流出。強勢貨幣資產佔了很大一部份，贖回規模達 119 億美元，而當地貨幣資產贖回 21 億美元。整體新興市場債券第一季下跌，亦是在意料之中，其中新興市場主權債券、企業債券及當地債券分別下跌 10.02%、8.82% 及 6.46%<sup>1</sup>，整體信用利差擴大。

於利多方面，與過去的情況一樣，在市場波動時期，若能小心應對，評價具吸引力、基本面強勁國家和公司之投資機會將出現。

接下來，我們將探討當前市場的重要主題，以及由此帶來的挑戰和機會。

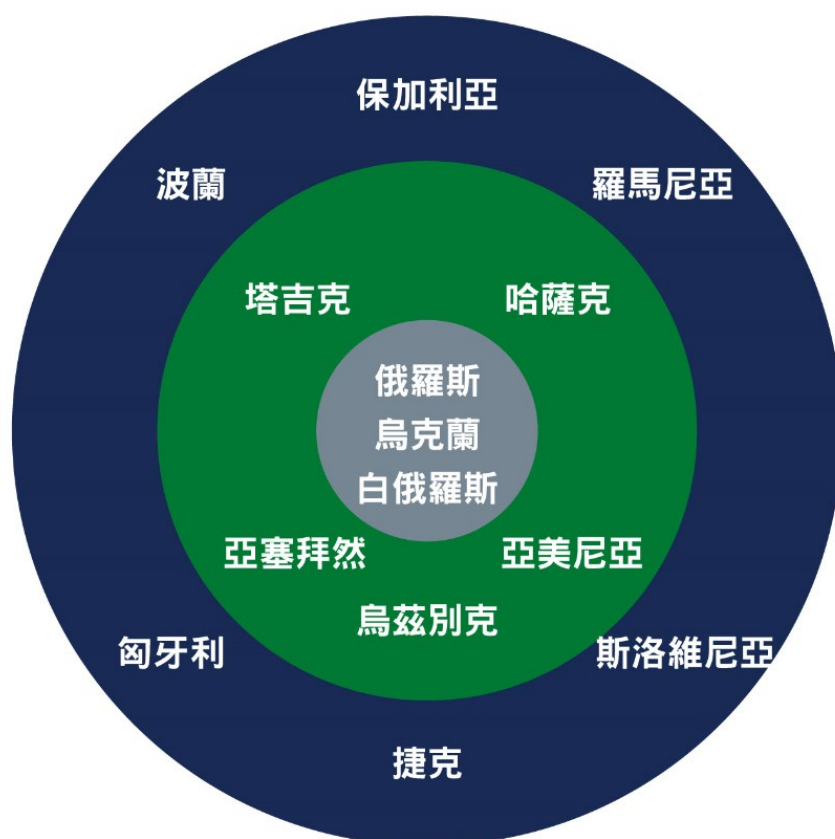
## 俄烏戰爭

近期最大的風險無疑是俄烏戰爭。與 2020 年初爆發新型冠狀病毒疫情後市場整體下跌不同，戰爭對各國的影響大不相同，有些國家受到的影響更直接。在這場衝突的中心，由於歐洲和其他國家實施制裁，俄羅斯的經濟可能進一步疲弱。此外，在可預見的未來，俄羅斯或會被排除在新興市場指數之外。儘管形勢迅速演變並仍有許多未知數，但烏克蘭以某種形式保持獨立的可能性越來越大。如果出現這種情況，未來幾年烏克蘭在尋求重建經濟時，可能會得到西方強有力的雙邊和多邊金融支持。

戰爭對其他新興市場的影響，在某種程度上與這些國家與俄羅斯和烏克蘭的緊密程度有關，無論是在地理距離，還是經濟聯繫/結盟方面(或兩者皆有)。例如，在俄羅斯入侵烏克蘭後，獨立國家聯合體內與俄羅斯和烏克蘭有直接聯繫的塔吉克、亞美尼亞和喬治亞立即下跌。一些中歐和東歐國家亦出現下跌。

然而，從基本面的角度而言，我們認為這些國家很多都足夠強勁，能在對其信譽度影響最小的情況下化解衝擊。因此，羅馬尼亞和塞爾維亞等國家的發行人開始出現機會，在我們看來，這些國家的利差已擴大到超出了單就基本面而言應有的水平。與此同時，與俄羅斯關係疏遠或沒有關係的國家幾乎不受這場衝突的影響，例如拉丁美洲和海灣合作委員會的一些國家。

圖一：俄烏戰爭的影響因國家而異



資料來源：霸菱。

## 商品價格上升

鑑於俄羅斯是世界第三大產油國，俄烏戰爭還導致商品價格上升，特別是能源。俄羅斯和烏克蘭亦是全球小麥、玉米、大麥和葵花籽等軟性商品的主要供應國。俄羅斯入侵後供應中斷，加上庫存本已緊張，推動這些商品價格全面走高。

這給以商品為主導的國家和公司帶來了挑戰和機會。於新興市場主權債券方面，土耳其和印度等能源進口國因能源價格飆升受到衝擊。於企業債券方面，玻璃和鋁製造等以能源為主的產業受到影響，而軟性商品價格上升，亦給食品零售商帶來成本壓力。從受惠者的角度看，海灣合作委員會成員國的表現最為突出，同樣表現突出的還有玉米、金屬和礦物的主要出口國南非以及煤碳、棕櫚油和鎳的主要生產國印尼。商品生產公司亦在此環境下處於有利地位，特別是阿根廷、巴西和烏拉圭的低成本軟性商品生產商。

展望未來，值得考慮的是，某些國家會否或如何設法消除商品價格持續上升、對消費者的不利影響，特別是如果食品和燃料價格上升，會推高總體生活成本，導致消費者的需求開始降低。我們預計部份主權國家將以補貼或其他承諾的形式提供救濟，但這將是一個值得關注的因素。

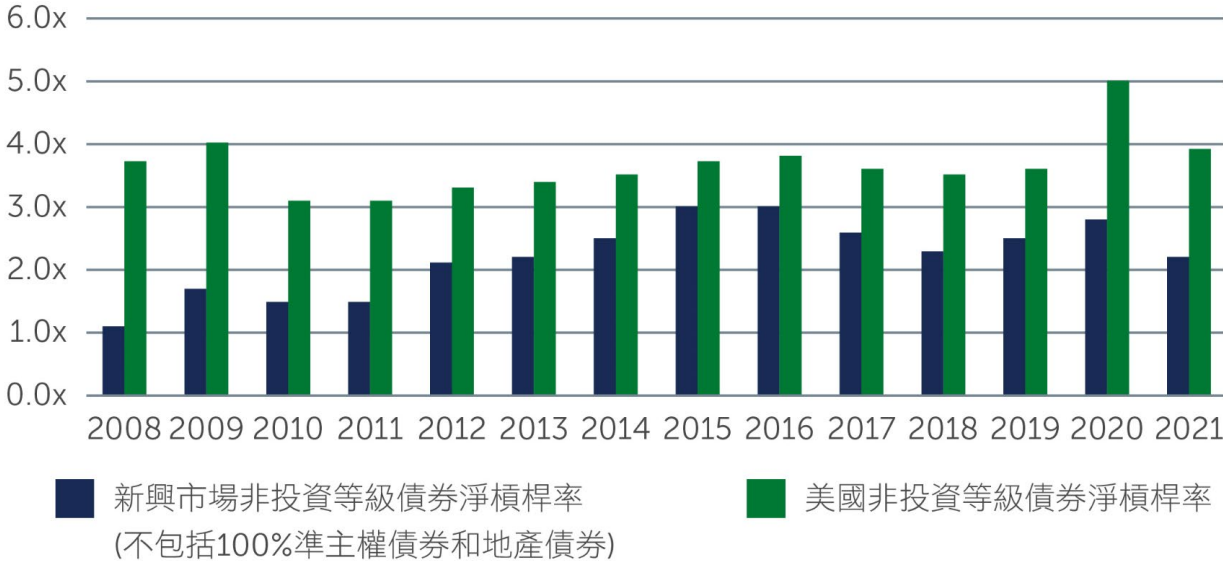
## 通膨及利率

聯準會承諾積極應對通膨，引發市場對未來升息路徑的疑問。然而，儘管各央行面臨的升息壓力越來越大，但全球通膨上升，對新興市場債券並非完全不利。已開發市場央行仍「落後於曲線」，意味著這些央行升息的速度跟不上通膨的步伐，則已開發市場的實際利率或會保持在低檔或為負值。相比之下，新興市場央行已在積極升息，以應對更高的通膨。在通膨似乎已見底的情況下，有些市場的升息週期可能已接近尾聲。由於當中很多國家的實際利率目前為正值，鑑於存在潛在的套利機會，我們認為某些匯率頗具吸引力。

從企業的角度而言，通膨上升肯定會造成成本壓力，但很多公司的基本面強勁，其中很多發行人的收入和稅前息前折舊攤銷前利潤已恢復至疫情前水平。一些公司還在實施削減成本的措施，例如考慮降低包裝成本。因此，大多數公司似乎仍能將上升的成本轉嫁給消費

者。鑑於基本面穩定，摩根大通預計違約率將在 1.1% 左右。預估整體違約率不高(但此數字不包括烏克蘭、俄羅斯和中國的企業，這些企業未來的違約率可能會上升)<sup>2</sup>。

**圖 2：新興市場與美國非投資等級企業債券淨槓桿比率的比較**



資料來源：摩根大通，截至 2021 年 6 月 30 日。

## 中國

中國的發展一直備受新興市場投資者關注。除疫情相關封鎖外，全國各地的監管打擊繼續影響多個產業，中國地產公司預計會有更多的違約。從企業的角度而言，雖然部份公司可能會出現精選機會，但我們預計這些並非整個產業的機會，需要看個別企業的情況而定。例如，在目前市場整合和政策寬鬆的情況下，地產「倖存者」呈現投資機會。但和以往一樣，保持審慎方為上策。

從更高的層面來看，市場擔憂中國的經濟增長可能在放緩。然而，或許更大的問題在於，我們作為投資者，很難從增長和政策框架兩個方面理解中國的發展軌跡。

## 環境、社會及治理(ESG)

從很多方面來看，俄烏戰爭促使投資者更加關注環境、社會及治理(ESG)因素。首先，這暴露了能源供應鏈的脆弱性。特別是，鑑於無法再依賴俄羅斯的石油和天然氣，這場戰爭加速了市場對能源安全和能源獨立的思考，因此更加重視向清潔、可再生能源轉型。此次轉型涉及的基礎設施離不開銅、鋁和氫等天然資源，我們認為對這些原物料的新需求，將繼續支持專注於開採和生產這些原物料的新興市場企業和國家。

俄羅斯入侵烏克蘭亦引發對治理問題的熱烈討論，並牽引出投資者應如何看待新興國家 ESG 的複雜問題。例如，中國的政治制度與俄羅斯並無顯著差異，並且如上所述，中國的經濟增長和政策存在很多不明朗因素，以及對地緣政治的持續擔憂。如果俄羅斯的 ESG 問題嚴重惡化，會否影響投資者對中國等國家未來發展的看法？這仍有待觀察。

## 重要啟示

當前環境充滿挑戰，但與過去處於艱難境況時一樣，新興市場債券市場開始出現機會，無論是從商品價格上升受惠的國家和公司，還是利差已擴大到超出就基本面而言應有水平的個別信貸。然而，嚴謹的「由下而上」信貸和國家挑選，對應對當前風險以及物色能抵禦不斷變化環境的發行人，仍尤為關鍵。

1. 資料來源：摩根大通。截至 2022 年 3 月 31 日。

2. 資料來源：摩根大通。截至 2022 年 4 月 4 日。



## 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。由於非投資等級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。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。