

安本對新興市場債券的評論

基金經理專訪

2015年2月

Brett Diment
新興市場及主權
債券投資主管



Brett Diment是安本的新興市場及主權債券投資主管，將於本文討論安本的新興市場債券投資策略。他也指出新興國家的前景依然樂觀。

重點

- 如投資者能夠不受短期波動所左右，便會發現整個新興市場債券領域提供不少投資良機
- 新興市場包含全球增長動力最強勁的地區
- 新興市場債券的信貸質素持續提升，開始發展成為一個主流資產類別
- 發展中國家逐步減少對已發展市場的倚賴，而且基本因素強勁
- 我們早於20多年前已率先投資於這個資產類別

市場的走勢如何？

繼10月份反彈後，新興市場債券於2014年第四季度轉弱。歐元區的政治局勢持續緊張，引發西方國家對俄羅斯實施制裁，導致投資者的避險情緒高漲。商品價格下跌也拖累新興市場債券的表現。雖然市場臨近季度完結時收復部份失地，但不足以完全扭轉跌勢。

石油價格急跌對一些主權債券構成重大打擊，尤其是俄羅斯、委內瑞拉及尼日利亞等石油出口國。油價下跌所帶來利弊不成正比，雖然惠及土耳其及南非等石油進口國的財政收支，但卻遠不能彌補出口國所受打擊。

在已發展國家的形勢發展推動下，新興市場債券的確於1月份反彈。自2015年初以來，核心已發展市場的債券一直上揚，當中美國10年期國庫券的收益率跌至2013年5月以來的最低水平。此外，歐洲週邊國家整體收緊政策，歐元匯價也於歐洲央行一如預期宣佈實行量化寬鬆政策之前走弱。

雖然油價下跌導致投資者看淡某些債券，但對商品價格波動敏感度較低的國家頓成渴求收益投資者的追捧對象。

自羅賽芙 (Dilma Rousseff) 連任總統以來，巴西的形勢有何新發展？

於以巴西選舉史上最少差距險勝當選後，羅賽芙隨即選出「親市場」的經濟團隊，包括委任李威 (Joaquim Levy) 掌管財政部，以推行積極的整頓財政計劃。新經濟團隊宣佈一連串的財政措施，預期將於2015年節省相當於國內生產總值0.3%的預算開支，針對的範疇包括失業救濟、傷殘福利及撫恤金，目標是於2015年達到相當於國內生產總值1.2%的基本預算盈餘。考慮到情況急劇惡化，巴西政府有迫切需要整頓財政。

巴西資產於季度內走勢反覆，歸咎於巴西國家石油公司 (Petrobras) 爆發貪污醜聞，連累與這家巴西石油業巨擘有業務往來的基建企業遭到拋售。

投資者正在尋求分散投資以爭取回報。這個資產類別是否適合？

新興市場債券領域內的債券種類及投資機會都漸趨多元化，不再由美元債券主導。本地投資者(普遍被視為較熱衷於本地資產)顯著增加，也變得越來越重要。當地貨幣債券的發行量已經遠遠超越強勢貨幣債券。此外，公司債券的發行量也節節上升，進一步擴闊新興市場債券的投資範圍。基於上述原因，這個資產類別能夠減少倚賴反覆無常的外國投資者，反而可以倚靠投資期更長及對波動容忍度較高的本地投資者。

此外，雖然相關系數不時波動，但前緣市場債券與美國國庫券一直以來都呈負數關係。在市況不景之時，兩者之間的相關系數上升，但仍低於其他資產類別，也低於主流的新興市場債券。

你比較喜歡新興市場的主權債券還是公司債券？

中期而言，我們相信全線新興市場債券都有潛力帶來良好回報。不過，投資者必須學會不受短期波動所左右。新興國家的基本因素仍然強勁，經濟大多繼續急速增長，負債也少於已發展國家。在公司層面，不單止受到良好的信貸基本因素所支持，違約率也維持於低水平。

新興市場公司的基本因素強勁，而且經營環境的宏觀經濟穩定，加上國家財力雄厚帶來支持，因此新興市場公司債券有一定吸引力。特別是，新興市場公司的信貸條件良好、負債比率較低、流動性較高，而且估值較已發展市場的同業更加吸引。因此，我們預期新興市場公司債券今年的表現不會令人失望。

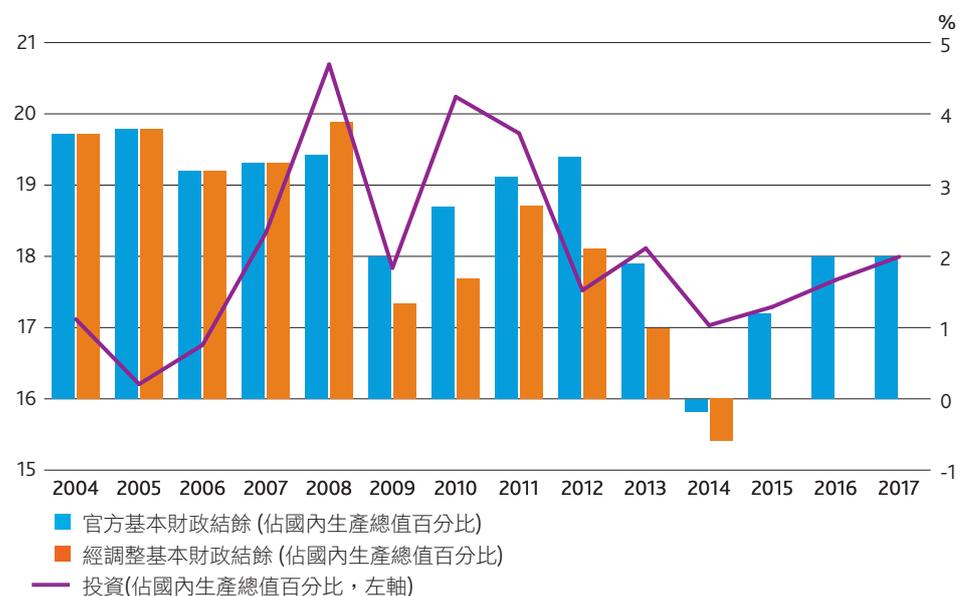
在主流新興市場，當地貨幣公司債券也被視為「類似前緣市場資產」，因此在前緣市場債券投資組合當中帶來增值作用。

俄羅斯近期成為新興市場一大焦點，為甚麼？

面對油價急跌，俄羅斯的資產價格於12月份應聲下挫。油價及資產價格下滑，加上西方國家實施制裁，以及地緣政治風險仍未減退，嚴重打擊盧布的匯價表現。俄羅斯家庭紛紛棄盧布改持美元，引發盧布匯價臨近2014年底急跌，迫使央行緊急加息6.5個百分點。事實上，當西方國家實施制裁後，俄羅斯銀行及企業已經開始囤積美元，上述現象進一步加重盧布所承受壓力。雖然央行可以動用其龐大外匯儲備遏止盧布跌勢，但似乎不願意採取行動。

俄羅斯的主權及公司債券看似便宜，但除非油價回穩，否則當地資產及貨幣所承受的壓力不會減退。不過，俄羅斯的主權違約風險不大，央行也可以動用龐大的儲備。

巴西: 恢復財政盈餘是刺激投資回升的關鍵



經調整數據撇除來自拍賣(例如4G)、國有銀行、巴西聯邦儲蓄銀行(Caixa)及巴西國家開發銀行(BNDES)派發特別股息及主權財富基金分派所造成的一次性影響。2015年至2017年的數據代表財政部的目標。
資料來源：摩根大通，國際貨幣基金會的世界經濟展望資料庫，2014年11月

主要改革:

- 已經削減失業及退休福利
- 不會延續針對個別行業(如汽車業)的稅務減免
- 很可能加燃料稅
- 傳聞即將宣佈減省650億巴西雷阿爾的開支
- 公營銀行減慢貸款增長

可能結果:

- 巴西將會保留投資級別
- 投資者重拾信心
- 隨著私營界別的汰弱留強過程完結，投資將會回升
- 中期而言，經濟將會恢復持續增長

新興市場的前景如何？

新興市場目前面對較大的個別風險，即某個國家或發行商所牽涉的特定風險。我們認為趨勢很可能於年內持續。

這個環境帶來投資機遇，其中一個重點範疇是新興市場貨幣。從估值角度出發，新興市場貨幣的吸引力日增。雖然一些新興國家的財政收支大幅改善，但當地貨幣整體而言自2011年以來一直貶值。美元升值影響所有貨幣，不單止是新興市場。

俄羅斯經濟很可能於2015年陷入衰退。不過，假如原油價格反彈，將為當地經濟帶來提振作用。投資者須留意，原油的期貨價格並無如現貨價格一樣急跌，暗示油價跌勢或會紓緩。

為了刺激增長，北京政府很可能進一步放寬貨幣政策，或會連帶惠及整個新興市場。

長遠而言，新興市場應會繼續受到低負債水平、有利人口結構及穩健經濟增長所支持。再者，憑藉優於已發展市場同業的資產負債表及負債水平，新興市場公司有條件蓬勃發展。此外，機構投資者持續投資於新興市場，也為新興市場債券帶來支持。

很多投資者於過去數年開始留意前緣市場，為甚麼？

過往，投資者一直認為前緣市場只有一個賣點——就是天然資源豐富。無可否認，已發展及發展中國家(如中國及印度)的長期商品需求的確推動很多資源豐富前緣國家的經濟增長。不過，對於很多並不擁有豐富天然資源的前緣國家而言，經濟增長也源自宏觀經濟政策好轉、政局轉趨穩定、政府作出更知情的決定，以及設立管理完善的政治獨立機構。此外，很多前緣市場都在無造成經濟過熱的情況下達成增長。通脹相對受控、匯率整體穩定，而且國債及外債水平大致減半。

今時今日，前緣市場的經濟也受到其年青及不斷增長的人口所支持。在很多前緣國家，勞動人口較需要扶養的人口增長更快，能夠騰出資源用於推動經濟發展。這個現象被稱為「人口紅利」，有助推高人均收入及國內消費開支，從而推動經濟持續增長。此外，政府改善基礎設施，例如道路、鐵路、能源設施及機場等等，也有助更順利生產、更適當分配勞動力、更容易運送物資及(廣泛而言)更有效溝通，從而刺激商業活動增加。

隨著流通量提升及風險溢價下降，我們相信前緣市場債券的吸引力將會增加，重演主流新興市場於過去數十年的進化過程。前緣經濟體系無疑需要一些時間才能追上較為成熟發展的經濟體系，但我們認為前緣市場中至長期將會帶來不俗回報。

安本的優勢

- 擁有多年投資於新興市場債市及股市的經驗，所管理的總資產當中三分之一投放於新興市場
- 堅持由安本的投資組合經理親身進行第一手的基本因素及技術研究
- 不受同業或基準指數的觀點所影響
- 根據親身進行的研究結果作出投資
- 投資團隊人才濟濟、成員穩定且經驗豐富，經歷多次市場起伏，投資往績一直出眾
- 安本早於20多年前已經涉足新興市場

安本在新興市場債券方面的投資經驗

安本早於20多年前已率先投資於新興國家所發行債券。投資團隊自1993年開始研究這個資產類別。憑藉這些寶貴經驗，我們有能力了解市場的長期發展，也可以快速應變及調整投資組合，以把握市場機遇。

你可否簡單介紹安本的新興市場債券投資流程？

為了爭取最大回報及盡量減少風險，我們重點投資於整個新興市場債券領域。安本的投資流程建基於全面的國家研究，在全球經濟發展的大環境下分析各國表現。我們會研究主要的宏觀經濟變數、政治局勢、財政與貨幣政策發展及重大風險等眾多因素，同時分析技術市場指標，例如投資工具性質、相對價值、流通量及供求情況等等。

安本如何研究這個資產類別?

我們的團隊每年研究逾70個國家及超過1,000家企業。我們不單止與政府部門、央行及政策顧問溝通，也探訪當地的企業及銀行，同時與當地投資者、獨立經濟學家及政治分析員會面。因此，我們可以更加了解每個國家的發展。

你認為基準指數有何重要性?

我們參考特定基準指數，但不會據此作出投資決定。我們不受基準指數局限，積極發掘指數以外的投資良機。我們根據親身研究的結果作出投資決定。不過，我們仍會參考基準指數，以監控任何重大偏差情況，確保有效控制投資組合的風險。

你認為安本有何主要競爭優勢?

安本在新興市場投資方面的成績一向驕人，也是投資新興市場債券的先驅，早於1993年便涉足這個市場。多年來，我們已建立起一支經驗豐富、成員穩定及陣容龐大的投資團隊，成員各自擁有新興市場不同地區及資產類別的專門知識。我們堅持「獨立思考」。

安本親自進行由下而上的基本因素研究，也看重前瞻性的風險指標。我們只持有我們深具信心的企業，指數是否持有或持重持輕並非我們的考慮因素。我們在全球各地網羅超過80名新興市場股票及債券投資專家，對市場瞭若指掌。

重要提示

上述內容僅供參考之用，不應構成買賣任何投資產品的意見或要約或招攬。編備上述資料所用的任何研究或分析乃由安本國際基金管理有限公司（「安本國際」）為自身用途及目的而獲取，並來自於本文件日期認為可信的來源，惟概不就源自第三方的資料的準確性或完整性作出任何聲明或保證。有關國家、市場或企業未來事件或表現的任何預測或其他前瞻性陳述未必具有指示性，而且可能與實際事件或結果有別。任何意見、估計或預測可在無事先警告的情況下隨時變更。

投資涉及風險。過往表現並非日後表現的指標。投資者未必可以取回所投資的全數本金。對於任何人士根據本文件所載資料行事而遭受的任何損失，概不承擔任何責任。

投資者不應單憑本文件決定投資於任何投資產品，於作出投資前應該參閱有關銷售文件，以了解更多詳情，確保完全了解相關風險。

投資者須對所作出的投資決定負責，也應確保中介人已向他們解釋基金是否適合他們及符合他們的投資目標及風險承受能力。如有任何疑問，請諮詢獨立財務顧問的專業意見。

本文件由安本國際發出，並未經證券及期貨事務監察委員會審閱。