

新興市場債券簡介

作者：

Rohan Reddy
研究分析師

日期：2020年6月30日
話題：收入，國際



自2008年全球金融危機以來，全球貨幣政策一直將利率維持在歷史低位附近，以刺激經濟增長。然而，這些政策的副作用是收入型投資者一直難以找到能夠產生可觀收益的投資。傳統上，收入型投資組合的主要部分由政府債券、市政債券和公司債券構成，但它們現在的收益率通常遠低於4%，即投資組合經理一般用以維持退休收入需求的目標水平。因此，投資者一直在向更遠及更廣處尋找替代收入來源。本文將分析新興市場（EM）債券如何在創收和為投資者的投資組合提供多元化收益方面發揮重要作用。

本文涵蓋的主題包括：

- 新興市場債券資產類別概覽
- 新興市場債券在投資組合中發揮的作用：尋求高收益和多元化
- 為什麼我們相信應對新興市場債券領域採取積極的態度
- 我們的觀點和影響新興市場經濟體和當前宏觀經濟環境的關鍵因素

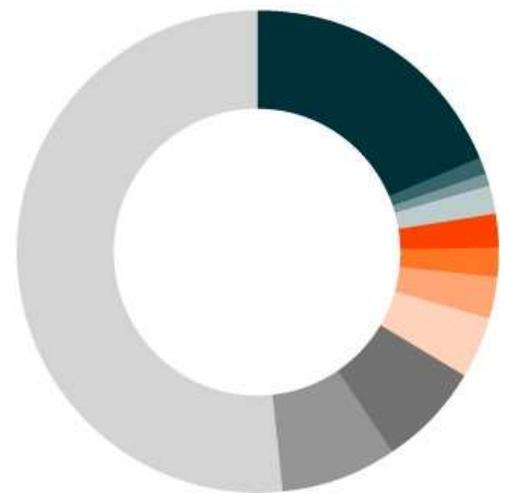
新興市場債券是全球債務市場的重要一環

全球固定收益市場總額約為117萬億美元，新興市場發行佔22%，即26萬億美元，¹與股票領域的百分比相約。2018年，全球公開市場的股票總市值約為75萬億美元，新興市場股票佔總數24%。²自2009年以來，新興市場債務比全球其他債券市場增長了三倍。中國、巴西和印度等國家的經濟活動增加，而債券對其繁榮發展進行融資發揮了關鍵的作用。³

按國家劃分新興市場未償還債務（萬億美元）

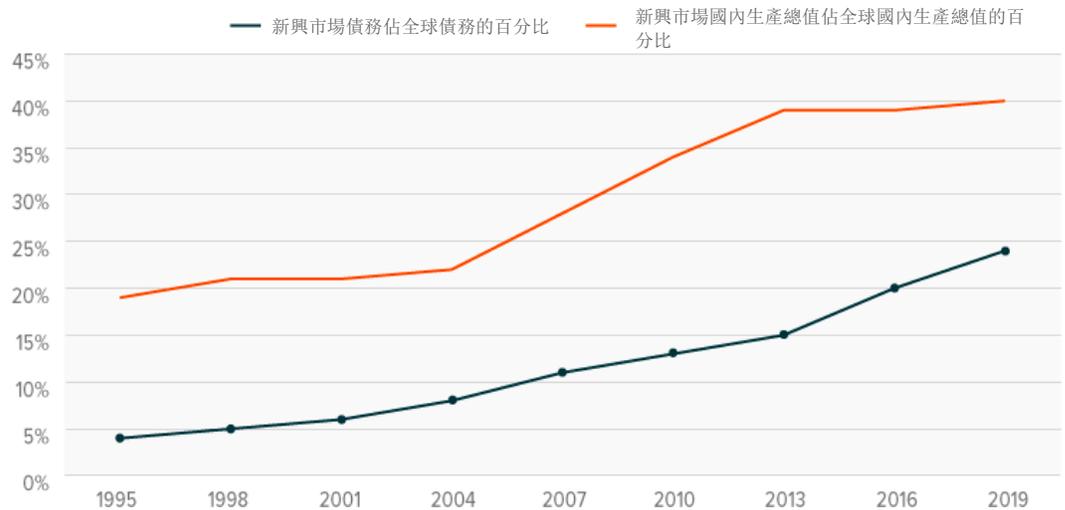
資料來源：Global X ETF，國際清算銀行。截至2019年第三季末的數據。

其他 19%	墨西哥 3%
印尼 1%	印度 4%
中國台北 1%	南韓 7%
馬來西亞 1%	巴西 8%
泰國 2%	中國 52%
俄羅斯 2%	



新興市場債務和國內生產總值佔全球總額的百分比

資料來源：MENAFN、國際貨幣基金組織、彭博。1995 年底至 2019 年底數據。



由於新興市場經濟體在全球宏觀經濟中的地位日趨重要，其債務在全球資本市場中所佔的份額亦日漸增加，投資者必須了解新興市場債券市場的關鍵板塊。強勢貨幣與本幣債券以及主權債券與公司債券之間的差異是兩個主要的考慮因素。

美元計價債券與本幣債券

新興市場債務可以以強勢貨幣或當地貨幣發行。強勢貨幣債務以主要貨幣發行，例如美元（USD），而本幣債務則以發行債券國家的貨幣發行。如今，83%的新興市場債務以當地貨幣計價。然而，這些數字大受中國影響，中國佔新興市場債務超過50%，並且其90%以上的債務以當地的人民幣發行。⁴排除中國，新興市場債務的本幣和和強勢貨幣比例約為70/30。

對投資者來說，選擇投資美元計價債券還是本幣債券涉及風險敞口。美元債券以美元支付利息和本金，因此將貨幣風險從美國貸款人（債券購買者）轉移到當地借款人（債券發行人）。鑑於與許多發展中市場貨幣相關的波動性，這對新興市場債券尤為重要。然而，如果一個國家的貨幣對美元大幅貶值，該發行人要購買美元以償還債務可能會變得昂貴，並且可能會發生信用事件。

相反，本幣債券以本幣支付利息和本金。這意味著美國的貸款人（債券購買者）承擔該國的貨幣風險：隨著發展中國家的貨幣對美元升值或貶值，這會影響美國投資者的回報，令本幣債券的波動性更大，並且與投資者投資組合中其他收入型倉位的相關性更低。

	10年波動率	與7-10年期美國國債指數的相關性
美元新興市場	8.04%	0.23
本地新興市場債務	10.29%	0.08

資料來源：彭博。2010年5月28日至2020年5月28日數據。美元新興市場以摩根大通EMBI全球核心指數代表，本地新興市場債務以摩根大通政府債券指數新興市場全球核心指數代表。

新興市場貨幣價值受多種因素驅動，包括商品價格、政治穩定性、經濟實力、通貨膨脹和美國貨幣政策。以往，商品價格一直是最大的貢獻因素之一，因為許多新興市場是商品出口國，其經濟和社會高

新興市場貨幣與商品價格的關係

資料來源：彭博。2019年5月22日至2020年5月22日的數據。



度依賴原材料銷售收入。下圖顯示新興市場貨幣與商品價格之間的關係。⁵在2009年至2019年間，新興市場貨幣指數與商品價格的相關性為0.58。因此，與以美元計價的債券相比，本幣債券與商品的相關性通常更高。

主權與公司發行

新興市場債務的主權和企業發行比例相約，分別為48%和52%。⁶主權債券由哥倫比亞共和國等政府實體或國有獨資企業等準政府實體發行。公司發行由私營企業提供，其中可能包括當地金融機構、能源公司及電訊供應商等。與發達市場一樣，新興市場主權債券的信用評級通常高於同一國家的公司債券，因此收益率較低。

因此，新興市場公司債券可以幫助提高收益率，並提供來自不同行業和發行人的獨特風險敞口，但也可能帶來額外風險。



主權與公司發行比較

新興市場債務的主權和企業發行比例相約，分別為48%和52%。⁶主權債券由哥倫比亞共和國等政府實體或國有獨資企業等準政府實體發行。公司發行由私營企業提供，其中可能包括當地金融機構、能源公司及電訊供應商等。與發達市場一樣，新興市場主權債券的信用評級通常高於同一國家的公司，因此收益率較低。

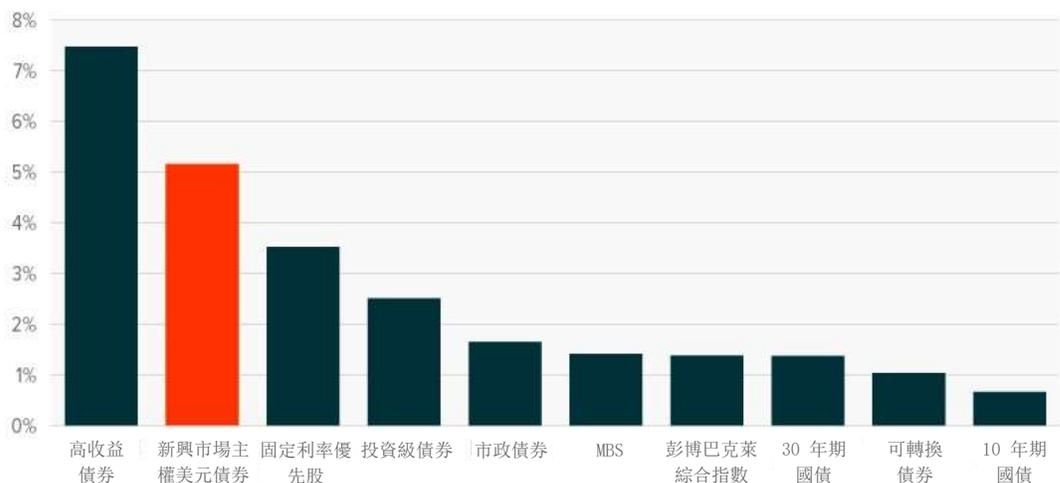
因此，新興市場公司債券可以幫助提高收益率，並提供來自不同行業和發行人的獨特風險敞口，但也可能帶來額外風險。

新興市場債券在投資組合中所發揮的作用：尋求高收益和多元化

鑑於新興市場往往比發達市場承擔更大的風險，投資者通常會因投資這些證券而獲得更高的回報。下圖顯示新興市場債務目前是收益率最高的債務資產類別之一，可使新興市場債券策略成為收入型投資組合的重要組成部分，特別是在發達市場債券處於歷史低位的低利率環境中。

新興市場債券收益率與美國債券收益率板塊比較

資料來源：彭博。截至 2020 年 5 月 22 日數據。高收益由彭博巴克萊美國企業高收益指數計量。新興市場主權美元債券由彭博巴克萊新興市場美元綜合指數計量。優先股由 ICE 固定利率優先指數計量。ICE 固定利率優先指數由彭博巴克萊美國公司指數計量。市政債券由彭博巴克萊市政債券指數計量。MBS 由彭博巴克萊美國 MBS 指數計量。可轉換債券由彭博巴克萊美國可轉換指數計量。國債的買入價收益率。以最差收益率計量的收益率。



引用的數據代表過往表現。過往表現並不保證未來業績。

除了可能提供高收益外，新興市場債券還可以提供一定的多元化優勢。它們以往與美國國債和其他高收益資產類別的相關性低。許多高收益資產類別彼此呈正相關性，並大受美國利率影響。新興市場債券與這些其他收入型資產類別表現出低相關性，表明新興市場債務可以為分散投資組合中的風險來源發揮重要的作用。

資產類別相關性（1年）

資料來源：彭博。截至 2020 年 3 月 31 日數據。

資產類別	高收益債券	固定利率優先股	新興市場債券	房地產投資信託基金	企業債券	美國股票	高股息股票	MLP
高收益債券	1.00	-0.54	0.71	-0.61	-0.35	-0.62	-0.62	-0.59
固定利率優先股	-0.54	1.00	-0.72	0.73	0.47	0.63	0.60	0.70
新興市場債券	0.71	-0.72	1.00	-0.63	-0.58	-0.55	-0.56	-0.65
房地產投資信託基金	-0.61	0.73	-0.63	1.00	0.28	0.88	0.88	0.61
企業債券	-0.35	0.47	-0.58	0.28	1.00	0.08	0.11	0.13
美國股票	-0.62	0.63	-0.55	0.88	0.08	1.00	0.98	0.64
高股息股票	-0.62	0.60	-0.56	0.88	0.11	0.98	1.00	0.57
MLP	-0.59	0.70	-0.65	0.61	0.13	0.64	0.57	1.00

資產類別表示如下，MLPs、標準普爾 MLP 指數；高收益債券，彭博巴克萊美國公司高收益債券指數；新興市場（EM）債券，摩根大通 EMBI 全球核心指數；公司債券，彭博巴克萊美國公司債券指數；房地產投資信託基金，FTSE NAREIT All Equity 房地產投資信託基金指數；高股息股票，MSCI 美國高股息收益率指數；美國股票，標準普爾 500 指數；10 年期國債、10 年期政府債券；以及優先股，美國銀行美林固定利率優先證券指數。

多元化並不能確保盈利或免遭虧損。

儘管具有潛在的高收益和多元化優勢，但由於其資產類別規模，投資者通常在其投資組合中減持新興市場債券。如前所述，新興市場債券市場總值 26 萬億美元，佔全球債券市場的 22%，但它們的配置通常跟高收益債券（1.6 萬億美元）和優先貸款（1.3 萬億美元）等規模較小的資產類別相約。⁷

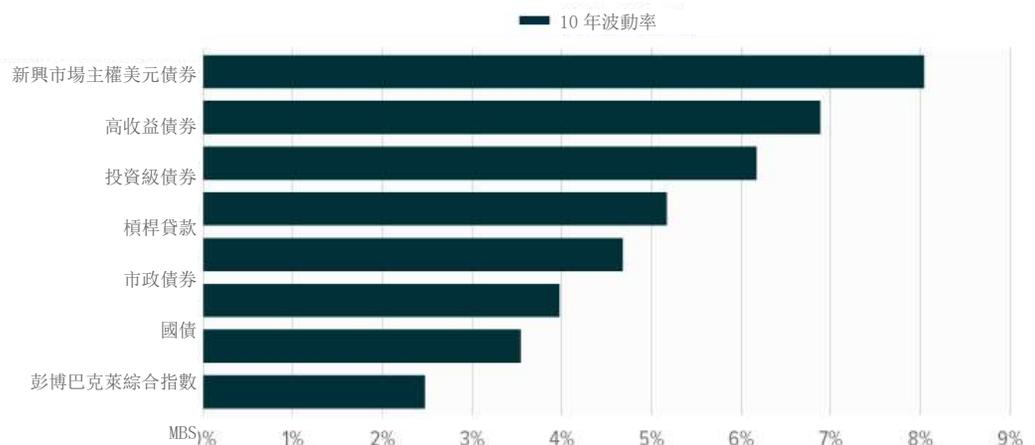
對新興市場債券減持的一種可能解釋是該資產類別的風險往往比固定收益領域的其他板塊高。的確，比較許多其他固定收益板塊，新興市場債券以往表現出較高波動性，儘管鑑於該資產類別與其他主要固定收益板塊的相關性較低，這種波動性對投資組合的影響可能較為溫和。



資產類別波動率

資料來源：彭博。截至 2020 年 5 月 28 日數據。長期波動率每週計量數據。高收益由彭博巴克萊美國企業高收益指數計量。槓桿貸款以標準普爾/LSTA 槓桿貸款指數計量。

新興市場主權美元債券以摩根大通 EMBI 核心指數計量。投資級債券由彭博巴克萊美國公司指數計量。市政債券由彭博巴克萊市政債券指數計量。MBS 由彭博巴克萊美國 MBS 指數計量。國債以彭博巴克萊美國國債指數代表。



為什麼我們相信應對新興市場債券領域採取積極的態度

我們認為新興市場債務資產類別的獨有特徵讓經驗豐富的投資組合經理有機會為投資過程增加潛在價值，包括：

- 駕馭流動性：**無論是由政府還是企業實體發行，許多新興市場債券的交易並不頻繁，因為投資者可能計劃持有它們，直至到期。此外，新興市場債務交易通過「場外交易」進行議價，而不是在交易所進行買賣。因此，投資組合經理必須小心駕馭這些流動性限制，以具吸引力的價格買賣倉位。
- 降低下行風險：**在正常情況下，新興市場債券有望按期支付票息，並在到期時返還本金。在不利條件下，新興市場債券可能違約，投資者可能會損失大部分投資。這種相對於回報動態的偏斜風險對降低風險非常重要，因為投資組合經理可以廣泛的宏觀和微觀層面分析避免信用事件。
- 了解特質：**個別新興市場債券可能具有獨特的特徵和考慮因素，例如其以強勢貨幣還是本地貨幣發行，是否來自主權、準主權或公司發行人，其息票和到期日，是否最近發行（新券）還是早前發行（舊券）等等。每個特徵都可能影響它們的風險和回報狀況，經理應予以考慮。

新興市場債券:關鍵因素和催化劑

新冠肺炎大流行及其下游影響（例如商品價格下跌和全球貿易低迷）加劇了市場波動性，並對新興市場的經濟前景構成挑戰。雖然新興市場往往對外部需求的變化和全球市場波動較為敏感，但它們所受的影響並不相同，因為**每個國家都有自己獨特的政治、經濟和人口因素**。這種高度波動性和特殊風險進一步說明積極管理方法可以為新興市場債務資產類別帶來價值，因為各國的風險和回報差異很大。因此，我們認為以下因素可能對新興市場債券帶來的風險和回報發揮重要的作用。值得注意的是，新冠肺炎大流行為全球經濟和新興市場前景帶來不確定性。

長遠增長潛力：長遠來看，新興市場因其年輕的人口結構、不斷壯大的中產階級和豐富的自然資源而保持吸引。此外，許多新興市場國家正在從出口導向型經濟轉型為更以消費者導向和服務驅動型的經濟體。全球約**85%**的人口生活在新興市場，佔全球國內生產總值的**40%**。新興市場風險敞口對投資者投資組合的重要性不容低估，因為技術、城市化和消費趨勢已將增長機會從停滯不前的發達市場轉移到更具活力的新興市場。然而，各個新興市場的增長率差異很大，因為每個國家的持續增長都面臨獨特的機遇和挑戰。

貨幣政策：部分外債高築的新興市場央行對貨幣走勢更加敏感，因為它們用以實現貨幣和經濟穩定性的工具較少。正在考慮減息的新興市場央行必須權衡貨幣貶值和為當地經濟提供刺激的影響。基於這種權衡，這些中央銀行幾乎沒有犯錯的餘地，並且在某些情況下迫使它們求助於國際貨幣基金組織等國際機構作為最後貸款人。新興市場的貨幣政策可能有限，但中央銀行通常較為靈活，並引領結構和政策改進。在亞洲金融危機之後，部分亞洲經濟體減少總體債務和建立強大的外匯儲備，以應對未來的潛在危機，從而糾正這些弱點。

投資者須考慮發達市場的貨幣政策也會影響新興市場。

例如強化美元的政策可能會削弱以商品出口為導向的新興市場，以及擁有大量以美元計價債務的新興市場。

不斷演變的政治風險：各個地區、國家甚至政府面臨的政治風險各有不同。在宏觀層面上，中美之間日益加劇的兩極分化可能會迫使許多新興市場國家謹慎選擇他們的陣營，因為這可能影響貿易、投資和國防。

在國內層面上，不斷加劇的不平等情況、不斷增加的醫療保健成本以及低技能工作的自動化可能會引發更大的政治不確定性。在這些領域至少保持適度多元化並監測選舉和社會趨勢可在新興市場債券資產類別的投資過程中發揮關鍵的作用。

貨幣波動：隨著利率和貨幣的波動，當地貨幣以及以當地貨幣計價的債務價值可表現出更大的敏感度，並降低固定收益投資者的潛在收益。在全球市場波動期間，以美元計價的債務往往比以當地貨幣計價的債務更穩定。主要利用以美元計價的債務或可讓投資者在波動加劇期間降低部分風險。同樣，新興市場減息也可產生積極的貿易相關影響。雖然減息可能無法扭轉經濟困境，但貨幣貶值可能會讓某些新興市場變得更具競爭力，並改善經常賬戶失衡。對於較小的新興市場來說尤其如此，貨幣貶值可以使出口變得更便宜，或鼓勵貿易協議和工會擴大跨地區或較小國家之間的貿易合作。



結論

新興市場債券是一個重要且不斷增長的固定收益資產類別。隨著新興市場經濟持續增長，它們的債務在全球資本市場中發揮著越來越重要的作用。同時，投資者可能會發現新興市場債券所提供的較高收益和多元化特徵使其對收益型投資者特別有用。

然而，新興市場債券存在某些細微差別，需要更加實用的投資方法。有限的流動性、不對稱的風險和各種發行的重大特徵都證明全面投資研究的重要性，也為利用主動管理提高風險調整後回報的潛力創造了條件。我們相信經驗豐富的投資組合經理會考慮全球宏觀主題、國家基本面分析、公司債務和主權債務之間的相對估值、自下而上的分析以及頻繁的投資組合審查，為此重要的資產類別提供穩健的投資方法。



投資涉及風險，包括可能損失本金。與社交商務相關的公司可能會受技術的快速變化、激烈的競爭、產品和服務的快速淘汰、知識產權保護的喪失以及新產品的頻繁生產影響。風險還包括：硬件或軟件故障導致服務中斷、第三方服務中斷或延遲、涉及由社交媒體公司管理及傳輸某些私人、敏感、專有及機密資訊的安全漏洞，以及私隱顧慮及法律、不斷發展的互聯網法規以及可能限制或以其他方式影響該等公司營運的其他國外或國內法規。國際投資可能會涉及因貨幣價值的不利波動、一般公認會計原則的差異或其他國家的經濟或政治不穩定而帶來資本損失的風險。

1. 國際結算銀行。截至2019年第三季數據。
2. 證券業暨金融市場協會。截至2018年底數據。
3. 證券業暨金融市場協會。2009年底至2018年底數據。
4. Global X ETFs、國際結算銀行、彭博。
5. 彭博。由MSCI新興市場貨幣指數和彭博商品指數計量。12/31/08至12/31/19數據。
6. 國際結算銀行。截至2019年第三季數據。
7. PIMCO。來自其2018年底財務顧問調查的數據。“Focused or Fuzzy? The Importance of Defining Objectives in Fixed Income Portfolios.”（專注還是模糊？在固定收益投資組合中定義目標的重要性。）
8. 未來資產集團，截至2020年5月。
9. 未來資產集團。截至2019年9月。

