

新興市場主權債：重新審視的五個理由

儘管最近新興市場(EM)主權債疲軟，但GAM基金經理人Richard Briggs表示，當前的環境可能為投資者提供一個具吸引力的切入點，並強調他認為新興市場債長期投資保持不變的五個原因。

新興市場主權債(以美元/歐元計價)在2021年表現明顯落後，尤其是與其成熟市場(DM)相比。鑑於自2018年以來該資產類別的表現一直低於成熟市場企業信用債，這種持續表現不佳尤其引人注目。由於如此疲軟，新興市場債的利差現在遠高於成熟市場公司債，預計新興市場債的表現不佳將在未來幾年反轉。以我們觀點來看，具有幾個理由可對新興市場債保持樂觀態度。

當前全球增長水準通常意謂利差收窄

儘管Covid-19的Delta變種病毒引發新一輪擔憂，增長前景可能有所放緩，但即使在悲觀的預測下，全球經濟成長仍處於特別強勁的水平。例如，圖1採用中國製造業採購經理人指數(PMI)和美國綜合ISM製造業指數作為全球增長的代表。此平均值意謂仍存在積極增長前景，通常表明息差比JP Morgan的EMBI全球多元化(GD)指數目前利差要小得多。

圖 1：積極增長前景持續存在的證據

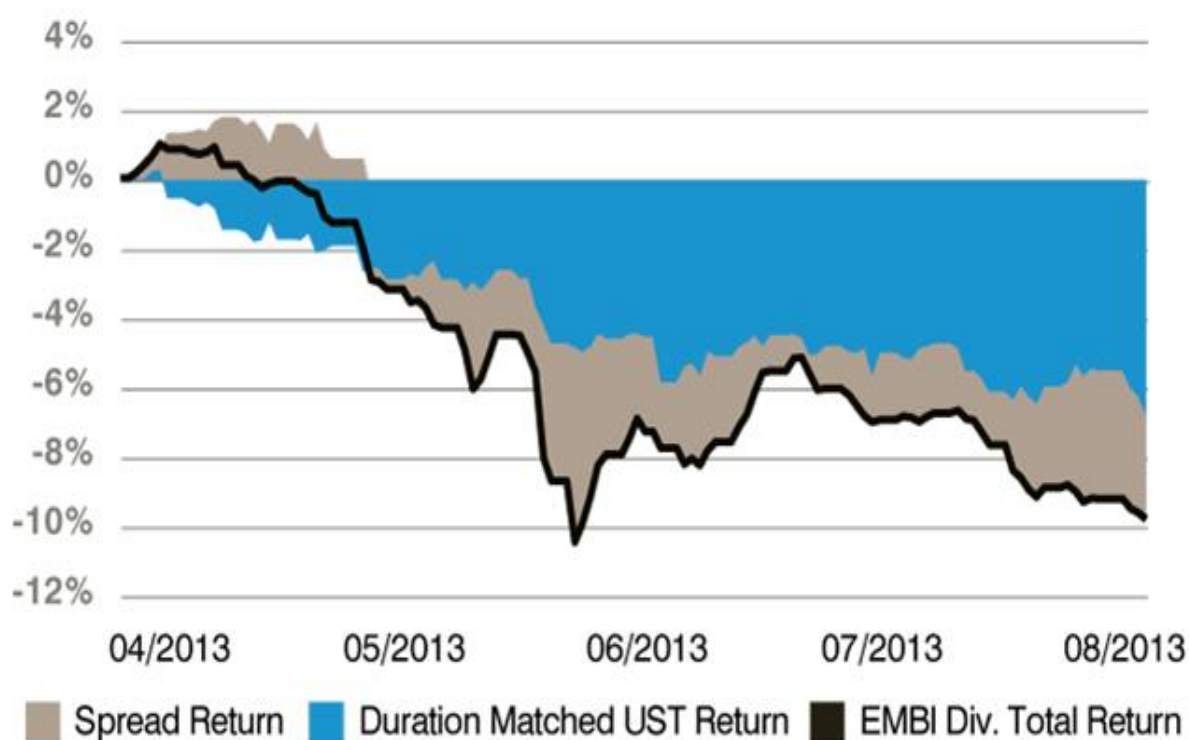


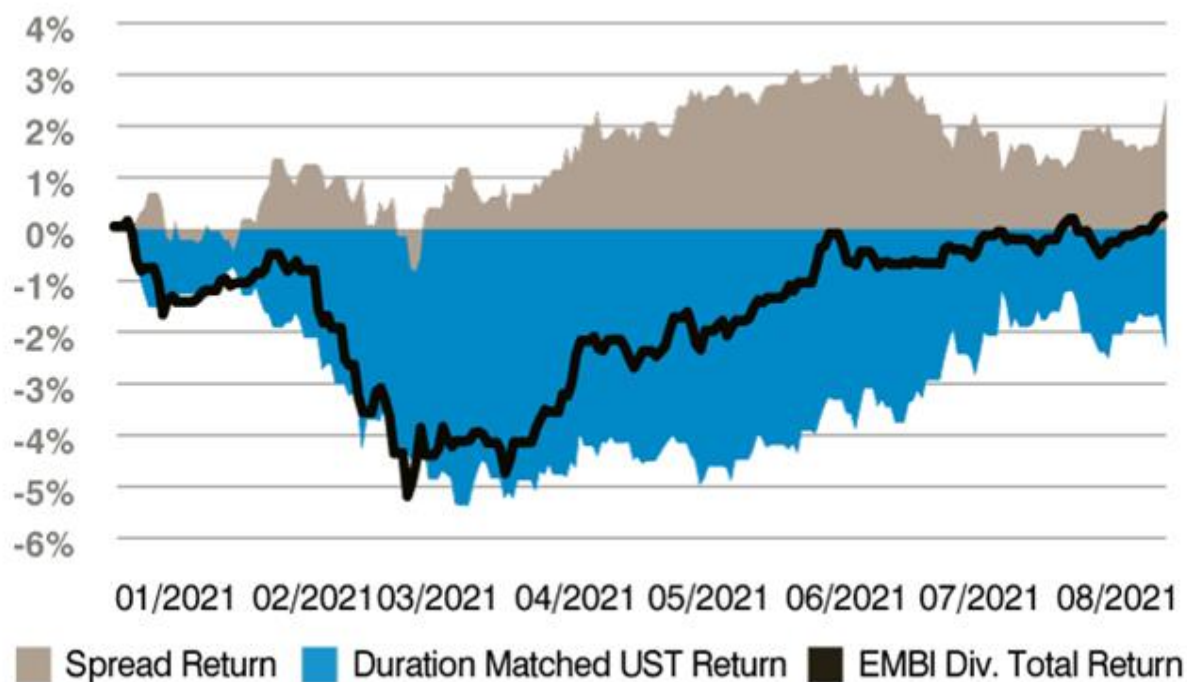
資料來源：彭博、Markit、ISM、摩根大通。2010 年 1 月至 2021 年 7 月的數據。過去的表現並不是未來結果或當前或未來趨勢的可靠指標。

2021年描繪出與2013年縮減購債不同的風景

由於擔心在美聯儲政策正常化的背景下，美國公債殖利率可能急劇上升，新興市場債市或將受到重創，因此人們一再將2021年與2013年的縮減恐慌相提並論。但到目前為止，它們幾乎無法相提並論的。雖然在2021年第一季，摩根大通的EMBI GD指數在短短三個月後的回報率也低於4%，2021年迄今(年初至8月25日)的總回報為負，主要是由美國公債殖利率上升所導致，而今年大部分時間利差回報為正。此與2013年形成鮮明對比，2013年對信用風險的擔憂導致利差擴大，以及美國公債殖利率上升。我們認為這是合理的，因為2013年由於大量經常帳赤字導致流動性問題高漲，而現在2021年，即將到來的再融資需求的準備金覆蓋率普遍顯著低於2013年。實際上，與2013年相比，2021年市場似乎對於美國公債殖利率上升，對信用風險影響的擔憂遠遠較低。

圖2和圖3：2013年縮減恐慌與2021年利率拋售(累積JP Morgan EMBI多元化總回報)





資料來源：摩根大通、彭博社。2013年4月至2013年8月和2020年12月至2021年8月的數據。過去表現並不是未來結果或當前或未來趨勢的可靠指標。

商品價格具支撐

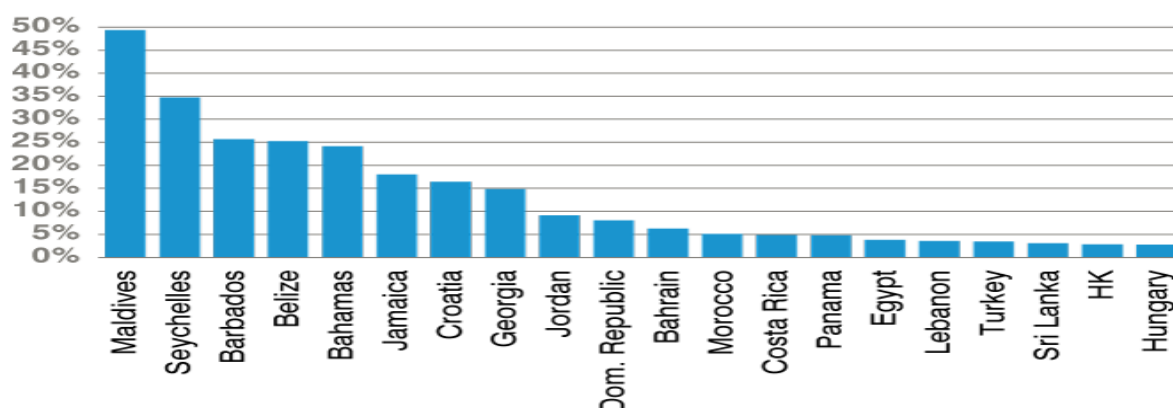
大宗商品價格，尤其是油價，在疫情大流行初期受到重創，但此後已恢復。在許多情況下，由於供應受限和全球需求的急劇反彈，大宗商品價格已多高於疫情前水平。我們認為此將至關重要，因為新興市場美元債的許多發行者高度依賴商品出口。僅就石油而言，摩根大通EMBI GD指數中近40%的國家為石油淨出口國，或國有能源公司發行的債券。在觀察新興市場中依賴石油的主權國家時，我們認為特別重要的是關注它們的信用指標如何看待不同油價變化，以及它們對油價長期低迷的彈性。例如目前，雖然出口商將受到當前油價的支持，但如果價格大幅下跌，結果可能截然不同，因為一些出口石油的新興市場國將受到比其他國家更大的打擊，而此觀察適用於所有商品種類。贊比亞(Zambia)是一個2015年以來國家外匯儲備持續下降的重要案例。部分原因是銅價遠低於贊比亞財政盈虧平衡水位。然而，目前此情況已逆轉，主要由於銅價上漲和贊比亞盈虧平衡價格放緩。

旅遊業對整體新興市場債來說不是問題

旅遊業為受新冠肺炎疫情影響最明顯的行業之一，並且會因病毒的持續不確定性而繼續受影響。對於許多新興市場而言，疫情意謂外國遊客的美元流入大幅縮減，尤其是那些

經常帳中有大量旅行盈餘的國家。就規模而言，對大多數債市而言，它不如最初看起來那麼重要，而且肯定比仍然具有支持性的大宗商品出口的影響要小得多。在我們看來，旅遊業更受關注的地方是一些較小的國家，例如加勒比地區，旅遊業在這些國家中所占的比率要大得多。其他也受到嚴重影響的國家，如喬治亞或克羅埃西亞，相對於其儲備而言，如果未來幾年的外國旅行水平持續較低，它們就不會像一些加勒比國家那樣脆弱。因此，雖然旅遊業對一些較小的發行人很重要，但對新興市場債的影響相對較小。

圖 4：疫情前的旅行經常帳盈餘



資料來源：國際貨幣基金組織、國家統計機構。2019年年度數據，僅供說明之用。

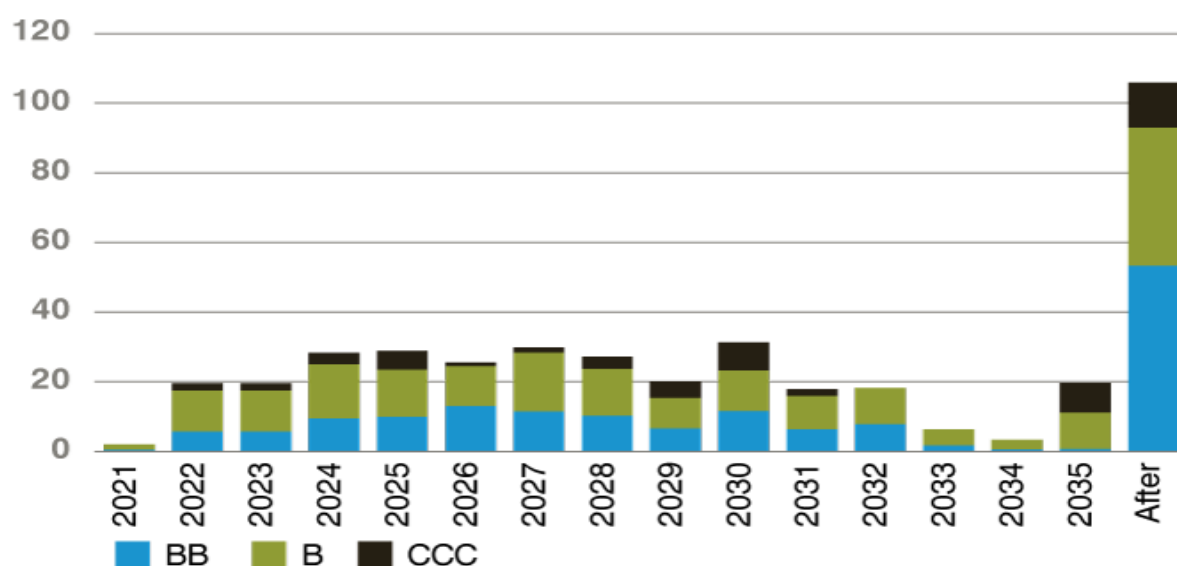
大多數新興市場主權國家的國際債券展期風險較低

由於新冠疫情引發的危機，使基本面處於緊張狀態。然而，在大多數主權債領域，因國際債券到期而引起的再融資短期風險仍然相對較低，此主要得益於近年來大量到期以及短期再融資需求的充足準備金覆蓋。國際債券通常會成為再融資問題的一個來源，因為與其它外部債權人的貸款相比，尤其是官方債權人，它們在危機中更難展期。

我們認為多邊和雙邊債權人(尤其是國際貨幣基金通過其快速融資機制)的支持，解釋過去12個月新興市場外部違約率低於許多分析師預期的主要原因。在許多情況下，違約和重組的重點是在疫情前已預期將進行重組的國家，例如黎巴嫩、阿根廷和贊比亞，而貝里斯和厄瓜多是兩個在危機中脆弱性很高，但市場尚未認為已達需重組狀態的國家。

圖5說明未來幾年新興市場主權債的到期時間表，除少數例外，斯里蘭卡是最明顯的。大多數國家近年來通過發行長期國際債券延長到期時間表，有效地清除償還或再融資的需要，此與到期日趨於提前的企業形成鮮明對比。

圖表 5：國際高收益債券到期時間表——高收益新興市場主權美元債務



資料來源：摩根大通指數數據，彭博社。2021 財年的數據預測。僅用於說明目的。不能保證預測會實現。

我們認為新興市場主權債的長期投資理由依然明確，儘管新興市場主權債重組的回收率通常高於成熟市場公司債，而且違約率較低，但新興市場主權債的結構性利差通常高於成熟市場公司債。以我們觀點來看，成熟市場債券(包括公司債和主權債)的低回報以及新興市場主權債的超額收益率(處於2013年縮減恐慌情緒以來的最高水平)，目前提供一個投入新興市場債特別具吸引力的機會。

【台中銀投信獨立經營管理】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。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至公開資訊觀測站中查詢。本基金投資涉及新興市場部分，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。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。公開說明書備索，或至本公司網站 <https://www.tcbsitc.com.tw>，或公開資訊觀測站 <http://mops.twse.com.tw> 查詢下載。