



亞洲債券：建構一個穩健投資組合的元素

Low Guan Yi，新加坡瀚亞投資固定收益投資總監

全球經濟復甦表現不平衡，亞洲的復甦步伐似乎領先其他地區。已發展市場債券孳息持續偏低，亞洲債券為投資者帶來吸引的孳息、質素和多元化優勢；這都是在後疫情時期建構一個穩健投資組合所需的元素。

全球央行在3月份迅速行動，透過減息及推出購買債券計劃來應對新冠肺炎疫情造成的經濟損害，導致已發展市場政府債券孳息在今年跌至新低。由於全球央行致力把利率和債券孳息維持在偏低水平，持有最安全債券的投資者可能會獲得接近零水平的回報或負回報。全球負孳息債券的金額已達到15.5萬億美元¹。

在這個環境下，投資者不妨擴大投資範圍，在亞洲債券市場尋找可以滿足其投資目標的機會。亞洲債券市場具備多元化的特性，因此亞洲債券能為投資者帶來吸引的孳息、質素和多元化優勢；這都是在後疫情時期建構一個穩健投資組合所需的元素。

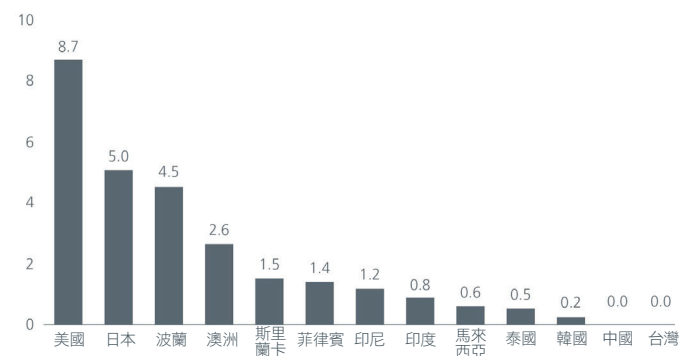
質素更見穩健

在發生疫情之前，亞洲區的債務情況較已發展市場健康，儘管各國之間存在差異。雖然亞洲決策官員亦有推行刺激措施以應對疫情對經濟造成的衝擊，但新興亞洲市場的央行迄今購買政府證券的規模遠不及已發展市場（見圖1）。

鑑於資產負債狀況有所改善，加上孳息上升，因此外國投資者的資金在過去數月流入中國政府債券等亞洲主權債券市場便不足為奇。另一方面，由於投資者憂慮印度和印尼的財赤增加，以及新債券的供應增加，外國投資者減少持有這些市場的主權債券。市場兩極化突顯主動式管理的重要性。

除了亞洲政府的資產負債表相對穩健外，亞洲投資級別企業債券的信貸指標亦優於已發展市場的同類債券。在過去12個月，新興市場投資級別企業債券的

圖1：年初至今各國央行購買政府證券的情況（佔國內生產總值%）



資料來源：CEIC。Haver。花旗投資研究。2020年8月。

淨槓桿比率為1.6倍，明顯低於美國（2.4倍）和歐洲（3.9倍）同類債券²。

隨著新冠肺炎疫情蔓延，市場在3月份轉趨波動，但亞洲投資級別企業債券的波幅遠低於全球同類債券。圖2部份原因在於國有企業佔亞洲投資級別債券發行人的甚高比重（約25%），而在經濟逆轉時期，國有企業較有機會獲得政府扶助。

與此同時，參與亞洲債券市場的當地投資者在過去十年有所增長，亦有助提升市場的穩定性。以當地退休基金、保險公司及互惠基金為主的亞洲投資者，目前佔新發行美元債券供應量逾75%，高於2010年的53%。圖3。在避險時期，這些投資者有助緩衝區外投資者撤走資金帶來的衝擊。

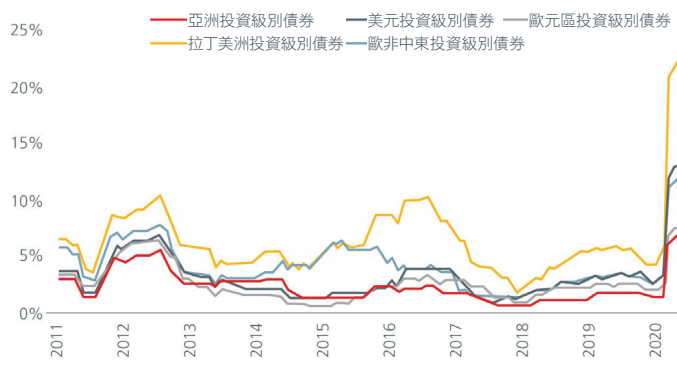
孳息具吸引力

亞洲政府債券現時的孳息高於已發展市場政府債券。圖4。另一方面，雖然不少亞洲區央行在疫情肆虐期間減息，但其政策利率仍高於已發展市場（圖5）。由此可見，亞洲區央行在必要時尚有進一步放寬政策的空間，有助支持當地債券市場。儘管如此，我們預期大部份亞洲區央行將暫時保留實力，並集中精力確保金融狀況繼續有利於私營部門。多年以來，亞洲高收益企業債券市場的較高孳息令越來越多投資者感到興趣。在過去十年，亞洲高收益債券的每年回報率為7.3%，超越美國高收益債券（每年為6.7%）和歐洲債券（每年為5.7%）的回報。儘管繼3月份回升後，亞洲及美國高收益債券之間息差有所收窄，但亞洲高收益債券的息差收益仍然吸引。撰文之時，亞洲高收益債券的平均息差為753基點，較美國高收益債券的505基點息差為高。更重要的是，上述息差仍高於十年平均水平，反映亞洲高收益債券息差仍有進一步收窄的空間。

圖6。參考過往經驗，投資者通常在孳息處於7%至8%時投於亞洲高收益債券市場，以求在三年期內獲得7.1%的中位數回報。

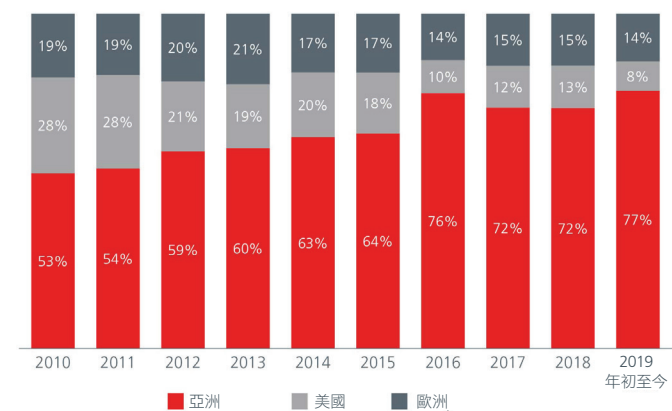
雖然當前的經濟環境仍充滿挑戰，但值得注意的是亞洲高收益債券的淨槓桿比率只有1.9倍，低於其他新興市場地區（見圖7）。亞洲高收益債券市場可能已經

圖2：亞洲投資級別企業債券對比其他地區的超額回報波幅



資料來源：ICE Data Indices LLC、美國銀行全球研究。

圖3：亞洲債券市場的新發行美元債券—各區投資者的分佈情況

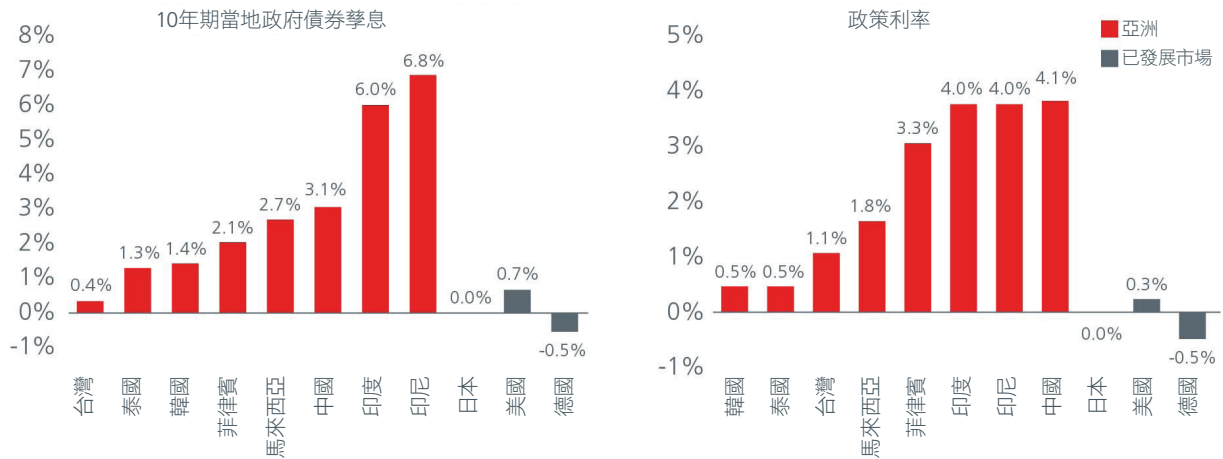


資料來源：Dealogic、美銀美林全球研究（2019年的數據截至7月）。

渡過下調評級的最壞時期。雖然如此，由於中國工業及個別印尼房地產發行人的流動性狀況仍然欠佳，投資者必須繼續小心挑選，以避免市場可能出現的風險。亞洲高收益債券市場目前的違約率為2.2%³，但年底時或會升至中單位數的水平。這不但低於亞洲高收益債券市場在2009年的違約率（當時為9%），亦低於美國高收益債券市場的年底預期違約率（8%）。

資料來源：²摩根大通、彭博通訊社。過去12個月的數據包括部份2020年第一季業績。新興市場以尚有未償還債務的外部債券發行人計算（名單非固定），不包括100%準主權債券、金融、房地產及違約公司。³瀚亞投資。截至2020年8月底，並以估未償債券總額的百分比計算。

圖4及圖5。



資料來源：彭博通訊社，2020年9月。

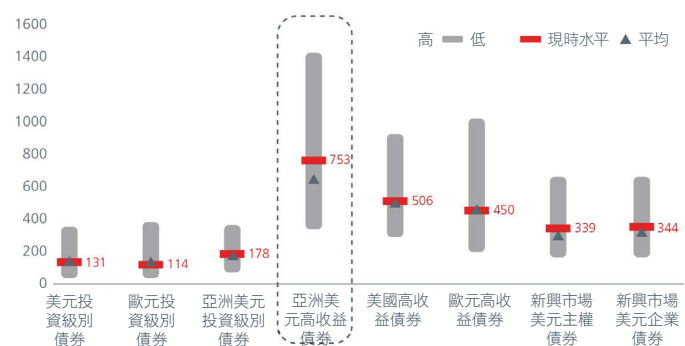
分散投資—低相關性的持倉

亞洲債券市場包含多個亞洲經濟體、貨幣及當地影響因素，故能為全球投資者帶來重大的分散投資優勢。特別是目前已發展市場債券孳息偏低的环境下，投資者只能透過其多元資產投資組合有限度的分散風險。

中國是少數沒有在今年推行量化寬鬆措施的大型經濟體之一，因此投資者可以獲得**中國債券**帶來的吸引息差收益，並利用其孳息曲線來提高回報。甚至是全球債券投資者亦能受惠於中國債券的分散投資優勢。中國現時僅佔彭博巴克萊全球綜合債券指數的6%，反觀美國、日本及歐洲債券合計佔超過70%。外國投資者持有中國政府債券的比重顯然尚有增長空間，有望高於現時不足3%的水平，尤其是當全球央行有意長遠分散其美元資產。

與此同時，聯儲局的購買債券計劃局限了美國國庫券孳息水平，投資者透過美元來表達對美國雙赤字持續上升的憂慮，令美元受壓。另外，聯儲局把利率維持在偏低水平，美元亦失去收益優勢。亞洲美元指數已從3月份的低位回升5%⁴。美元進一步回軟將利好亞洲貨幣，讓主動型債券投資經理有機會締造額外回報。若人民幣持續靠穩，將有助穩定亞洲貨幣匯價。

圖6：過去十年的最低孳息差距（基點）



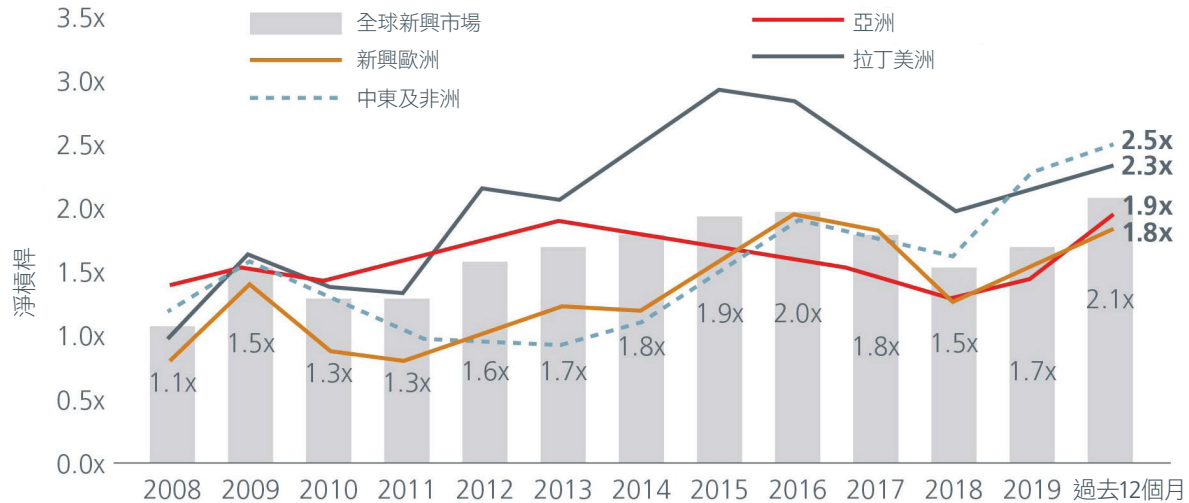
資料來源：瀚亞投資、彭博通訊社，截至2020年8月31日。美元、歐元、亞洲美元投資級別及高收益企業債券分別以洲際交易所美銀美林美國企業債券指數、美國高收益債券指數、歐元企業債券指數、歐元高收益債券指數、亞洲美元投資級別債券指數、亞洲美元高收益債券指數為代表。新興市場美元主權債券及企業債券分別以摩根大通全球新興市場債券指數及摩根大通新興市場企業債券指數為代表。

環境、社會及管治 (ESG) 一日形重要

投資者除了希望透過債券獲得收益、質素及分散投資優勢外，近年亦開始重視 **ESG因素**。在聯合國責任投資原則 (UN PRI) 舉辦的一系列新冠肺炎研討會上，92%的參與者表示當固定收益投資者與發行人溝通互動時，「必須」討論可持續發展議題。

資料來源：⁴彭博通訊社。截至2020年10月2日。

圖7：高收益債券市場的淨槓桿－亞洲對比其他新興市場地區



資料來源：摩根大通、彭博通訊社、Capital Q。新興市場以尚有未償還債務的外部債券發行人計算（名單非固定），不包括100%準主權債券、金融、房地產及違約公司。過去12個月的數據包括部份2020年第二季業績。

我們認為評估ESG因素或可改善投資組合的長期表現，因為我們能透過識別發行人所面對的重大ESG風險來管理相關的下行風險。雖然在取得數據以進行具參考價值的ESG分析方面，我們仍遇到不少挑戰，但這個情況並非亞洲獨有。幸而亞洲發行人開始發現投資者日益重視ESG指標，亦採取行動回應投資者對ESG相關表現數據的增加需求。

儘管如此，即使發行人披露更多資訊，但投資者亦須分析這些ESG數據，因此主動型投資經理仍擔當重要角色，特別是較難量化的社會及管治因素。我們龐大的信貸研究團隊運用瀚亞投資專有的ESG評估框架，**進行廣泛的ESG分析。**

建構穩健投資組合的元素

新冠肺炎疫情導致經濟不景，雖然最壞時期可能已經過去，但全球經濟復甦將會是崎嶇不平。亞洲的經濟活動或會較全球其他地區提早回復至疫情前的水平。中國、台灣及越南政府成功控疫，令當地經濟表現明顯較佳。

我們認為亞洲債券為投資者提供具吸引力的價值主張。對於尋找質素的投資者來說，亞洲投資級別債券具備穩健的信貸基本因素，而且相對穩定。另一方面，追求孳息的投資者可以透過亞洲高收益債券獲得可觀的孳息，而與同類債券比較，其歷史波幅較低。同時，美元可能貶值反映亞洲當地貨幣債券能帶來額外回報和更大的分散投資優勢。然而，市場兩極化發展之下，投資者需要主動管理存續期、債券類別及貨幣持倉。

我們認為機構投資者剛開始增加對固定收益的配置，情況類似2008年全球金融危機之後的減低風險措施，我們預計亞洲債券市場將會從中受惠。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文件由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞投資香港」）編制，僅供數據參考。未經事先書面同意，不得翻印、刊發、傳閱、复制或分派本文件全部或部份予其它任何人士。本文件並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。投資者未獨立核實本文件內容前，不應採取行動。本文件所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文件所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文件資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表任何瀚亞投資香港或瀚亞投資基金將來或有可能達致的表現。投資的價值及其收益，可跌亦可升。投資涉及風險，投資者或無法取回最初投資之金額。瀚亞投資香港是英國Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞投資香港和Prudential plc. 與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 沒有任何關係。本文件由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。

瀚亞投資
eastspring
investments

英國保誠集團成員

