

# 新興市場債券－入門簡介

2009年12月

## 引言：一個資產類別的演進

新興市場債券(EMD)在過去二十年來有相當大的轉變，現已成為一個成熟且多元的資產類別。在1990年代初，這個類別多為在投資等級以下的國家，發行的是布雷迪債券(Brady Bond)。即便是在10年前，這個類別只有不到15個國家，而屬於投資等級的標的更是不到市場的10%。如今，這個市場有將近40個國家組成，債信評等較高，近60%的債券是屬於投資等級。

雖然仍屬於相當年輕的資產類別，但新興市場債券日益受到投資人歡迎的理由也不令人意外。自1991年成立起，縱使波動偶有升高，JP摩根新興市場債券指數締造了亮麗的總報酬率。此外，不論短期或長期而言，這個類別的風險調整後績效相當強勁，同時與其他資產類別的相關性低。事實上，新興市場債券的風險調整後報酬高於其他一般所熟知的高收益債券及股票。

## 新興市場的沿革－從布雷迪債券到現在

新興市場債券的起源可以追溯至1970代末期及1980年代初期。數十年來，主要的全球金融機構大量借款給成長快速的開發中國家。這類國家通常擁有豐富的天然資源與商品，因此預期這些天然資源將提供大量的現金與抵押品足以償還貸款。開發中國家把借來的錢用於政府工程以促進成長、以及用於經濟與社會方案以及支付現有債務。不過，在1980年代初期，許多這類國家遭遇嚴重財務困難，原因是美國利息不斷調高加上經濟成長走緩，無力負擔龐大的債務（當時許多貸款是採浮動利率並且以美元計價）。更雪上加霜的是油價與其他商品價格下跌，造成這些國家的現金流量下滑。為了應付龐大的債務並且維持國內高水準的支出，許多政府遂祭出非常寬鬆的貨幣政策。隨之而來的則是通膨壓力導致貨幣的狂貶，如此一來也更無力支付美元計價的債務。各種解決方案徒勞無功，同樣的問題在十年後又再度上演。終於，這些國家的信用直線下降，對於一些美國主要銀行成為一大問題，因為這些問題貸款佔這些美國銀行淨值的二到三倍之多。

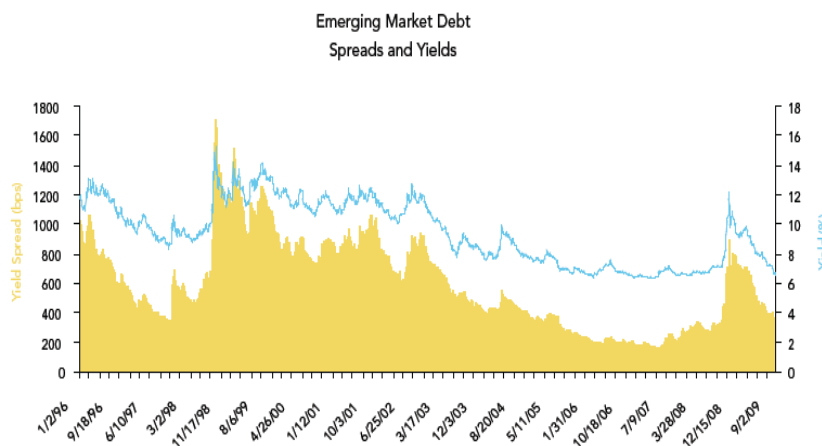
1989年，美國提出布雷迪計畫(Brady Plan)，旨在避免這個區域性的問題演變成全球性的危機。此計畫所發行的債券則稱為布雷迪債券，分為抵押與非抵押債券。抵押債券中的平價或折價債券，保障的是原始貸款之本金。平價債券的本金償付有美國公債作為擔保，並以固定票面利率計息；折價債券之本金亦有美國公債作為擔保，而以浮動利率計息。債務國買進委託保管的零息美國國庫券，擔保債券的本金。

有些半年支付的票息也獲得擔保。美國國庫券確保購買布雷迪擔保債券的投資人在債券到期時會收到最低全數本金。非擔保債券則代表未支付的利息以及原始貸款的利滾利。這些債券有許多不同的形式，包括：過期利息債券（past due interest bonds, PDIs）、債務轉換債券（debt conversion bonds, DCBs）以及集中前期減息債券（front-loaded interest reduction bonds, FLIRBs）。不過，自1990年代中期，發行的債券多半是以歐洲債券及其他非布雷迪計畫債券的形式。這說明了布雷迪計畫成功地為發展中國家建立了一個公開的債券市場。也因此，目前布雷迪債券佔市場比重不到9%，而1990年代初期則超過90%。

### 新興市場債券的特性

以美元計價的新興市場債券，其定價及交易方式與其他非國庫券之固定收益債券相似，亦即與同天期的美國國庫券殖利率之間有個利差。新興市場債券的收益有兩種計算方式。綜合收益就是到期收益，包括國庫券在到期時的價值。主權收益（亦稱為「分割收益」）是該檔債券之收益以及把美國國庫券的價值與債券「分割」。零息國庫券在到期時能贖回全部本金，中間無現金收入。因此，主權收益是只有主權債券票息現金收入而到期時無本金。至於非抵押債券(即目前多數在外流通的新興市場債券)，其分割收益與主權收益是相同的。目前廣為使用的JP摩根新興市場債券全球指數（簡稱EMBIG）的每月分割收益與利差，請見下圖。

圖一 Emerging Market Debt



Source: JP Morgan as of 9/30/2009

以債信品質而言，新興市場債券在過去十年來有很大的演變。目前，EMBIG指數中約57%擁有至少一家評等公司給予投資等級評等(標準普爾或穆迪)。近來最受注目的新聞是標準普爾在2008年4月將巴西調高為投資等級。過去，向來是東歐與亞洲的小型開發中國家獲得投資等級評等。這些國家加總起來的比重較低，因此對於整體市場較無影響。

過去九年來，佔指數比重最高的三個國家－墨西哥、俄羅斯與巴西，皆具有投資等級。這些國家加總起來佔指數投資等級逾60%。下表是截至2009年9月依百分比排序的評等一覽表：

## 圖二 Ratings Breakdown

EMBI Global Index Ratings Breakdown	
Baa and Above	57.2
Ba	35.0
B	7.0
CCC and Below	0.2
NR	0.6
<b>Total</b>	<b>100.0</b>

Source: JP Morgan as of 9/30/2009

目前資產類別包含37個國家。橫跨拉丁美洲、歐洲、亞洲與非洲。涵蓋的國家範圍不斷擴大，許多國家因為發行債券而被納入，有些國家則晉身成為成熟國家(例如南韓)。拉丁美洲是這個類別的主要勢力，佔了近一半的新興市場債券。下表是截至2009年9月國家分佈一覽表：

## 圖三 Country Distribution

EMBI Global Index Country Distribution (%)			
Brazil	12.89	Ukraine	1.15
Mexico	12.37	El Salvador	0.97
Russia	10.88	Iraq	0.63
Turkey	7.47	Hungary	0.46
Philippines	6.47	Bulgaria	0.46
Venezuela	5.83	Egypt	0.35
Indonesia	3.66	Pakistan	0.34
Columbia	3.36	Serbia	0.33
Malaysia	3.18	Gabon	0.30
Lebanon	2.79	Vietnam	0.25
Peru	2.35	Tunisia	0.23
Poland	2.28	Ghana	0.23
Panama	1.86	Dominican	0.21
China	1.72	Ecuador	0.18
Kazakhstan	1.71	Sri Lanka	0.16
South Africa	1.61	Georgia	0.15
Uruguay	1.61	Jamaica	0.11
Chile	1.47	Belize	0.09
Argentina	1.37		

Source: FMRCo. Benchmark is Dow Jones Total Market Index

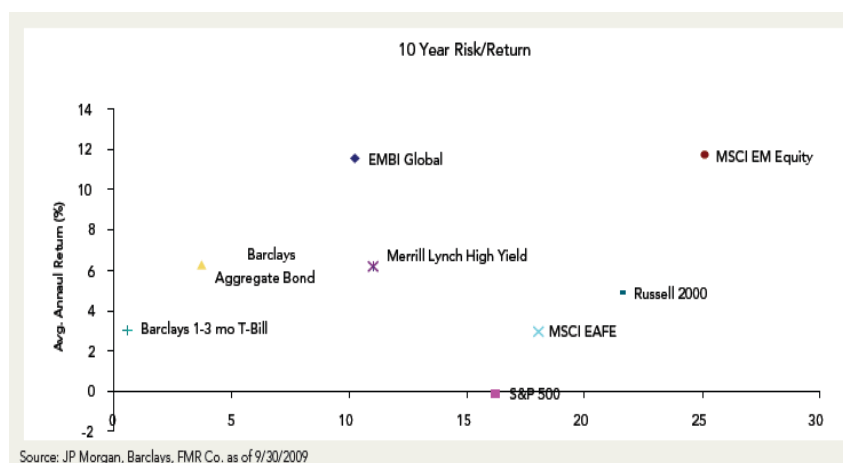
## 利率敏感度 – 利率以及利差存續期間

跟所有固定收益投資工具一樣，利率存續期間是衡量新興市場債券對利率變動敏感度的一個好方法。不過，由於有額外風險，不論美國國庫券殖利率的走勢為何，新興市場債券的殖利率與利差隨時會有變動。為了衡量這類債券價格對非利率風險的敏感度，如特有風險，通常對於新興市場債券也會使用利差存續期間。利差存續期間的定義為當每1%之分割利差變動時，債券市價之變動百分比。前面提過，分割利差是指當所有抵押品價值（即本金或擔保利息）都除去時，債券所交易的有效收益率利差，以基點表示。截至2009年8月底，EMBIG指標的平均到期日、利率存續期間與利差存續期間分別為12.1、6.74及6.47年。

## 新興市場債券的表現一向來是高風險、高報酬

截至2009年9月底止的十年期間，JP Morgan EMBIG 指數之平均年報酬率為11.5%，年化標準差為10.2%。下表是同時期各種資產類別的風險與報酬，可藉此做一比較。新興市場債券是表中所有固定收益與股票類別中絕對報酬率最高的。並不令人意外的是，如此亮麗的報酬也伴隨著高波動。戲劇性的大跌與後續的反彈發生在1994/1995、1998/1999、2002/2003及2008/2009年。在上述期間，新興市場債券經歷了高波動。不過，若以風險調整後報酬而言，新興市場債券投資人承受這樣的高風險，也獲得相當不錯的報酬。過去十年來，新興市場債券是所有主要資產中風險調整後報酬最亮麗的。

圖四 Risk/Return



## 廣受歡迎

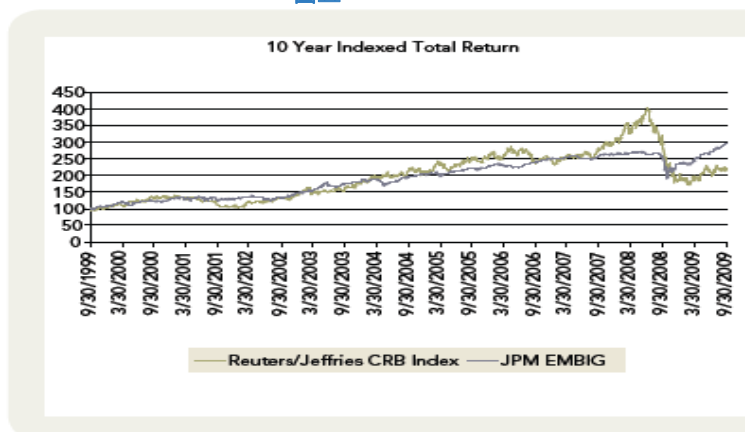
新興市場債券具有一些特性，對於債券與股票投資人都相當有吸引力。以債券的角度而言，新興市場債券提供收益，是相對穩定的固定收益投資，長期具有資本增值的潛力，但是比其他高收益資產類別的真實波動率較低。對於想要掌握新興市場投資契機但想避開股票高波動的股票投資人來說，債券則成了一個不錯的選擇。下圖可以看出來，過去十年來新興市場債券的總報酬率與一籃子的商品旗鼓相當，而在2008年底夏天結束的這波大漲行情中，新興市場債券表現較為穩健。

此外，新興市場債券與多數資產類別的相關性不高，因此相當具有投資吸引力，尤其它的報酬率與股票不相上下。

## 市場現況

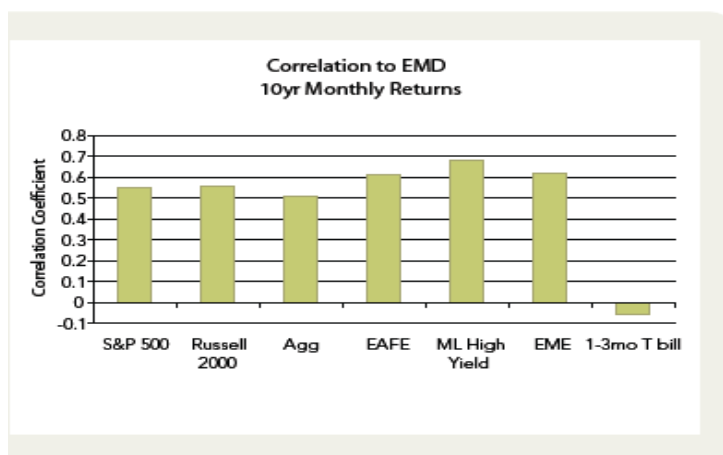
跟其他高風險資產一樣，新興市場債券在2008年金融風暴中亦呈現下挫。許多主權政府遭遇流動性問題，尤其是2008年秋天雷曼兄弟破產之後。這造成新興市場債券的殖利率利差大幅擴大。不過，有幾項因素讓市場從低點強勁反彈。首先，整體而言，在這波金融風暴發生時，新興市場國家的基本面比以往穩健。有的國家累積了雄厚的外匯存底並且降低了外債。此外，身陷困難的國家則及時獲得國際貨幣基金的奧援，也因此未造成蔓延效應。上述這些因素綜合起來，致使新興市場債券殖利率利差緊縮，從將近900基點縮小至目前的340基點左右。EMBIG指數的總報酬率比去年十月的低點上漲了超過50%。(資料來源:Bloomberg)

圖五 Total Return



Source: Reuters, JP Morgan, FMR Co. 9/30/1999=100

圖六 Correlation to EMD



Source: FMRCo. as of 9/30/2009

### 總結新興市場債券

過去十年來，新興市場債券歷經相當大的轉變，成為一個成熟且多元的資產類別。在1990年代初期，這個類別主要是由發行布雷迪債券的國家所組成。如今，這個市場相當多元化，超過35個國家組成，債信評等較高而且約60%屬於投資等級。如此大的轉變，讓新興市場債券在短期與長期皆締造亮麗的絕對報酬及風險調整後報酬。

然而，儘管新興市場債券充滿了投資機會，投資人也需注意，相較於其他投資市場，投資於新興市場債券擁有較大的波動度及流動性風險。選擇適合自身風險承受度之適當的產品，將有助於管理相關風險、締造亮麗績效。

本文摘譯自美商富達管理研究公司 (FMR) 2009年11月Emerging Market Deb – A Primer。富達證券整理



### 富達新興市場債券基金

John Carlson負責管理富達新興市場債券基金。在加入富達(1995)之前，John曾經在雷曼兄弟擔任新興市場投資總監、資深副總裁及首席交易員。1990到1992年之間，John擔任美國大和證券(Daiwa Securities America)資本市場的執行副總裁。1990年之前，他曾任Security Pacific Securities的總裁暨執行長。1983到1987年之間，John為美林避險基金經理人及副總裁。擁有密西根大學碩士學位及特許財務分析師CFA證照。

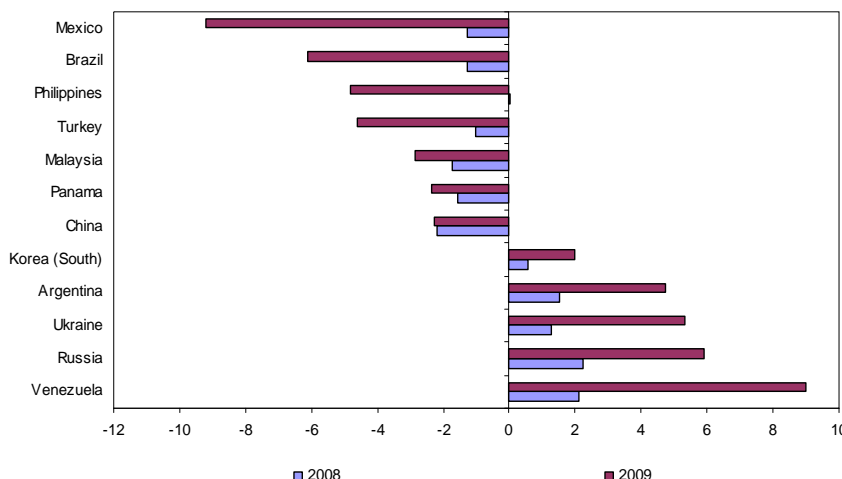
若以2008年之國家配置與2009年6月底時相比較，John大幅加碼了加碼：委內瑞拉、俄羅斯、烏克蘭、阿根廷、韓國；減碼：墨西哥、巴西、菲律賓、土耳其、馬來西亞。

#### 基金小檔案

基金名稱	富達新興市場債券基金
基金成立日期	2006/01/23
基金經理人	John Carlson
計價貨幣	美元
基金規模	3.11億
總持股數	176
主要投資標的	美元計價之新興市場主權債
對比指數	JP Morgan Emerging Markets Bond Global Index

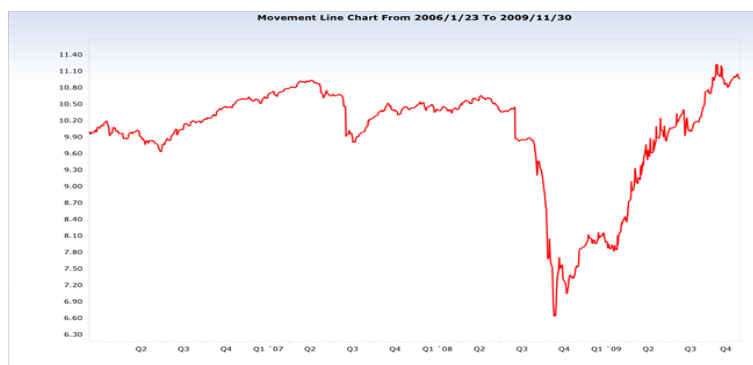
資料來源：FIL Limited，資料截止至2009/11/30

#### 基金之國家配置



資料來源：FIL，2009年為資料截至2009/6/30的平均值與2008年全年平均相比較；

#### 基金淨值圖



資料來源：Morningstar，資料截至2009/11/30，報酬率以美元計算。

累計報酬率(%)	3個月	6個月	1年	2年	3年	成立至今
富達新興市場債券基金	7.86	19.49	57.14	18.11	24.02	31.59
對比指數*	6.17	13.00	37.69	14.53	21.77	30.93

資料來源：Morningstar，資料截至2009/11/30，報酬率以美元計算。對比指數績效來自FIL Limited，資料截至2009/11/30，報酬率以美元計算

\*對比指數：JP Morgan Emerging Markets Bond Global Index

“我採用的為拼圖式投資法(mosaic approach to investing)，也就是說藉由透過分析各層面所萃取的資訊以拼湊出整體的方略。我持續觀察已開發市場的發展動態，包含如美國聯準會(Federal Reserve Board)、德國聯邦銀行(German Bundesbank)以及日本銀行(Bank of Japan)等央行政策，因為它們是驅動全球市場發展的主要因素。接著我會更深一層地觀察區域性的貿易及資金走勢，並分析各國的貨幣及財政政策。我尤其注意央行的獨立性及其匯率的走勢。此外金融準備金、當地資本市場、人口結構、教育及國家政策皆是我會注意的市場變數。研究歷史走勢亦為全盤了解一個國家的社會經濟政策所不可或缺的一環。我採用由下而上的研究方法來分析公司債券，並藉此解讀發債公司未來的償債能力。最後將上述各層面的資訊拼湊在一起，即可對全球市場的財經走勢及投資機會有全盤的了解。”

1995 富達新興市場債券團隊半年報

富達新興市場債券基金經理人 John Carlson



投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險，投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。依金管會規定基金投資大陸證券市場之有價證券不得超過本基金資產淨值之10%，當該基金投資地區包括中國大陸及香港，基金淨值可能因為大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度之影響。各基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。高收益債券基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人；投資人投資高收益債券基金不宜占其投資組合過高之比重。由於高收益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，故高收益債券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。高收益債券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，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，各基金投資風險投資人申購前應詳閱基金公開說明書。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。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中。投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網<http://www.fidelity.com.tw>或境外基金資訊觀測站<http://www.fundclear.com.tw>查詢，或請洽富達證券或銷售機構索取。富達證券股份有限公司獨立經營管理，台北市106敦化南路二段207號15樓，電話：0800-00-99-11按2。FIL Limited 為百慕達商富達國際有限公司。富達證券股份有限公司 為FIL Limited 在台投資100%之子公司。Fidelity、Fidelity International、Fidelity International加上其金字塔標章為FIL Limited之商標且經其授權使用。