

富達投資觀點

2012.09



布萊恩·柯林 (Bryan Collins)

Bryan Collins於2006年加入富達，擔任固定收益部門交易員。在加入富達之前，曾於瑞士信貸資產管理(Credit Suisse Asset Management (Australia) Limited)擔任固定收益顧問、分析師，及固定收益和外匯部門之交易員。對於固定收益商品投資與研究經驗豐富，領有特許財務分析師執照。2009年10月起擔任富達亞洲高收益基金(本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息可能涉及本金)經理人。

美銀美林亞洲高收益債券指數繼上半年在震盪中收紅11.9%，邁入7月後的第三季，表現相對出色，截至8月31日止，仍以紅盤作收，上揚3.6%。(資料來源：Bloomberg)

亞洲高收益債市的後勢發展會如何？我們特別專訪到基金經理人布萊恩·柯林(Bryan Collins)請其分析市場情勢與第四季的投資機會，以下係其採訪紀要。

富達亞洲高收益基金(本基金係投資於非投資等級之高風險債券且配息可能涉及本金)經理人布萊恩·柯林(Bryan Collins)指出，以核心美元主導的亞洲高收益市場的投資機會，比當地貨幣市場(流動性低)的投資機會還要多，當前亞洲高收益債價格尚屬合理，反映在信用違約交換市場走勢上，相對穩定，短期內，儘管向上的空間有限，違約率很可能從低點上揚，但不會變化太大。以中期前景來看

富達亞洲高收益基金(本基金主要投資於非投資等級之高風險債券且配息可能涉及本金)焦點談話 – 7大理由支撐亞洲高收益債中期走勢短線若逢回 都是佈局的機會

，經風險調整後的報酬，依然有投資吸引力。儘管亞洲高收益債的短期上揚空間受限，但若因歐債、美國財政懸崖和中國經濟有任何不確定因素而出現修正，那麼將是是不錯進場時點。

經濟成長放緩 但亞洲高收益債挺得住

問：當前的投資機會與風險？

答：目前市場主要關注話題是在大家擔憂全球經濟成長力道不足、投資氛圍受歐洲主權債務隱憂與樽節財政措施而牽動的市場波動。目前要注意的是企業獲利，也是我們很關注的部份，一般而言仍算是健康；高收益債券的價格不僅是亞洲大多數都處於合理價位，不便宜但也不貴。

至於通貨膨脹，我不太擔心通膨，雖不會是在今年，但後續仍有疑慮。政策方面，比較令人擔心中國寬鬆政策不足或是歐洲和美國財政懸崖造成的過度樽節而不利經濟復甦。

至於投資機會，過去一季雖然經濟數據不佳，但亞洲總體經濟面仍屬穩健，基本面依然有活力與彈性，企業體質良好，通膨又轉趨溫和，預期央行可望進一步採取寬鬆貨幣政策；違約率也將處於相對低點；此外，就長期信用利差走勢來看，仍位於長期平均水準，還有下滑的空間，再加上低利率環境，高殖利率與信用債券仍受專業法人、保險公司與追逐收益的投資人青睞。

亞洲高收益供需均衡

問：亞債發行量刷新紀錄，需求是否能吸納？

答：亞洲主權債與信用債市場規模約3,430億美元，其中亞洲高收益債市

1,100億美元(不包括主權債)，相較全球新興市場主權債與信用市場2,860億美元，亞洲債市在全球新興債市裡有舉足輕重的地位；高資產客戶為主的亞洲信用債券型基金，是亞債重要參與者，反觀新興市場美元計價之債券型基金則是以美國/歐洲信用債券型基金為主。(資料來源：FIL Limited,2012/07/31)

亞洲信用市場近年來蓬勃發展，不僅發債量擴大市場更具深度、債券發行愈加多元化，這個市場仍係以美元計價債券為主，中國、印度和印尼是亞洲三大債券供應國，產業也趨於多元化，2012年初迄今亞洲高收益債券發行110億美元、亞洲投資等級債券900億美元，發債金額逾1,000億美元雖創新高記錄，量雖多但還沒有供給過剩的問題，技術面尚屬健康。就長線的角度來看，參與快速成長的企業與新興亞洲經濟體，持有亞洲高收益債券算是不錯的選擇標的之一。(資料來源：FIL Limited,2012/07/31)

亞洲高收益債市相對穩定 – 反映在信用違約交換市場走勢上



資料來源：FIL Limited, BofA/Merrill Lynch Blended index: ACCY, 20% Lvl4 Cap 3% Constrained, 2012/7/31

問：可否說明一下，亞洲高收益債與歐美高收益的比較？

答：亞洲高收益債市與美歐相比，由於



富達投資觀點

2012.09

發展時間較短，無庸置疑的，亞高收益市場規模相對較小；至於評等上，歐美亞信用評級之分佈，亞洲CCC債少，但要投資利差和收益率較高的資產，不必屈就美歐低信用評級債券。至於產業和發債機構，亞洲高收益債相較美歐集中，這也是我管理基金投資組合時要多特別注意產業和發債機構不要過度集中。

從資產配置的角度來看，亞洲高收益債是個不錯的分散風險資產，從亞洲高收益債的波動股市低，特別是與亞洲、美國和歐洲股市，與對利率的敏感程度全球政府債券更是負相關，加上還有票息收益做為債券總報酬主要來源，值得納入投資組合、分散風險。若是投資人同時擁有亞洲、美國和歐洲高收益資產，由於亞洲高收益債與其他兩種相關性不到1，仍有分散風險和豐富投資組合的助益。

從資產配置的角度來看 – 高收益債是個好的分散風險資產

過去10年回報投資	亞洲	亞洲	全球	美國	歐洲	亞洲	美國	歐洲
回報的相關性	投資組合	高收益	政府債	高收益	高收益	股市	股市	股市
亞洲投資組合	1.00							
亞洲高收益	0.75	1.00						
全球政府債	0.47	-0.10	1.00					
美國高收益	0.65	0.84	-0.18	1.00				
歐洲高收益	0.65	0.88	-0.20	0.93	1.00			
亞洲股市	0.41	0.69	-0.23	0.72	0.72	1.00		
美國股市	0.28	0.59	-0.31	0.69	0.69	0.93	1.00	
歐洲股市	0.16	0.51	-0.38	0.62	0.62	0.78	0.68	1.00

■ 高度相關 ■ 沒有相關 ■ 一些相關 ■ 負相關

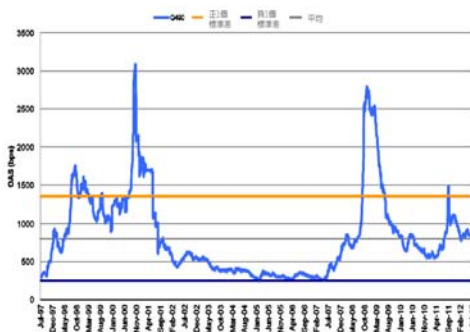
資料來源：FIL Limited, BofA/Merrill Lynch indices, Bloomberg 31 July 2012。各指數的Bloomberg Ticker -- Asian IG: ADIG; Asian HY: Q490; Global Govt bond: W0G1; US HY: HUC0; Euro HY: HQ0C; Asian equities: MXAPJ; US equities: SPX; Euro equities: MSDLEMU

問：你如何評價亞洲高收益債券？

答：亞洲高收益債信用利差在長期平均水準，目前在公平價值，不是太貴也不便宜，相對去年10、11月有很多投資機會，

當時是很便宜的，亞洲高收益債券的信用利差具投資吸引力。亞洲高收益債利差仍遠高於美國和歐洲，提供相對良好溢酬，高利差和收益率係彌補亞洲仍是新興市場債券、投資人對其流動性的擔憂。

亞洲高收益債的信用利差走勢 – 位於長期平均水準



資料來源：FIL Limited, BofA/Merrill Lynch Blended Index: ACCY, 20% Lvl 4 Cap 3% Constrained 2012/7/31

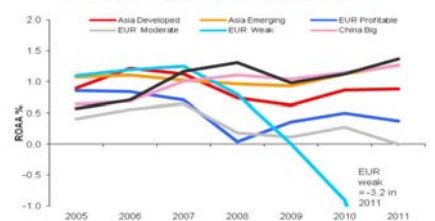
亞洲高收益債券價格合理 基本面強

高利差和高收益是亞洲高收益債的一大特點，但更重要的是亞洲經濟和企業基本面良好。儘管在中國和印度有放緩現象，但問題不大，特別是亞洲銀行體質和基本面良好，不論是資產品質和資本適足率相較美歐佳，銀行體質健全對國家和經濟有好處，一旦經濟穩定有利企業獲利。

值得一提的是，亞洲銀行不良債權覆蓋率(NPL coverage)處於合理水平，平均在100%以上，整體資產品質依然穩定，且新興亞洲銀行，包括中國大型銀行的獲利不僅回復到金融海嘯前水準，且明顯優於歐洲，實質改善雖有限，但獲利下滑的風險也有限。整體而言，亞洲銀行的流動性依然強勁，且存貸比(LDR)低於100%，基本面穩健。

亞洲銀行前景 – 基本面穩健

亞洲銀行：獲利良好 (平均資產回報率)



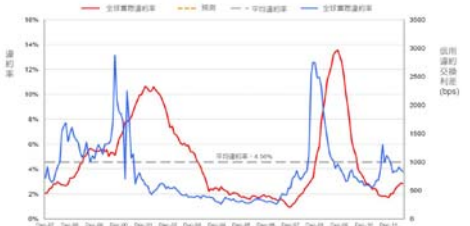
資料來源：Fitch, FIL Limited, Estimated, 2012/5

低槓桿 高溢酬 力抗違約率上揚

再者，亞洲高收益債發債企業槓桿程度遠低於1997年高峰期，且相較於歐美市場，其於2008年金融海嘯期間槓桿程度表現較穩定；反觀，歐洲與美國高收益債發債企業槓桿程度仍在2002年高水平。亞洲高收益債平均的槓桿程度(負債占資本比)較歐美企業來得低，其每單位槓桿利差相對較高，凸顯亞洲企業低槓桿和單位槓桿利差高的特性。

先前所提到違約率可能會上揚，但還是位處低檔。投資信用債券，違約率是很重要的，但是個落後指標，違約率若上升，早在半年前市場就會反應了，所以投資高收益觀察違約率要有前瞻和能洞見先機，整體而言，違約率仍在低檔，有機會上揚，係因為過去一直在低檔，但亞高收益債有利差的溢酬效應，儘管違約率上揚仍可獲補償。

違約率仍處於低檔



資料來源：FIL Limited, Moody's Investors Services, 2012/7





富達投資觀點

2012.09

總之，亞洲高收益債擁有7大正面因素的支持，一旦景氣恢復，走勢可望持續回升。這7個因素是：

1. 亞洲的信用利差溢酬高於美國與歐洲。
2. 亞洲企業槓桿程度低於美國與歐洲，再加上殖利率提升，因此亞洲企業每單位槓桿的利差較高。
3. 亞洲銀行基本面佳有助亞洲整體經濟和企業有助益。
4. 亞洲主權債市場比許多成熟市場的債務還低，但儘管債券投資評價有點貴。
5. 亞洲高收益債籌資與流動性充裕。
6. 非系統性風險，目前我們密切注意企業基本面和非系統性風險企業多變投資策略，特別是資本支出過度擴充或擴大、額外發債、購併、對股東友善策略與企業治理。
7. 投資評價合理，仍具有吸引力。

投資小叮嚀 -- 亞洲高收益債市仍不排除震盪走勢。亞洲各國匯率、貨幣政策也可能影響經濟與企業獲利走勢。高收益債券基金主要投資在信用評級較低的公司債，投資人需留意市場流動性及違約風險，投資比重不宜過高。

「富達證券獨立經營管理」各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，不負責各基金之盈虧，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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，本基金投資風險請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。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含中國大陸及香港，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。債券價格與利率呈反向變動，當利率下跌，債券價格將上揚；而當利率上升，債券價格將會走跌。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，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。高收益基金之A股穩定月配級別的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。其主旨是，只有在維持穩定配息時，基金的股息才會由本金部份支出。但請注意每股股息並非固定不變。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。投資人應注意基金淨值及收益可漲可跌。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www.fidelity.com.tw或境外基金資訊觀測站www.fundclear.com.tw查詢，或請洽富達證券或銷售機構索取。FIL Limited 為富達國際有限公司。富達證券股份有限公司為FIL Limited 在台投資100%之子公司。台北市敦化南路二段207號15樓。服務電話：0800-00-9911按2。Fidelity富達, Fidelity Worldwide Investment, 與Fidelity Worldwide Investment 加上其F標章為FIL Limited 之商標。