



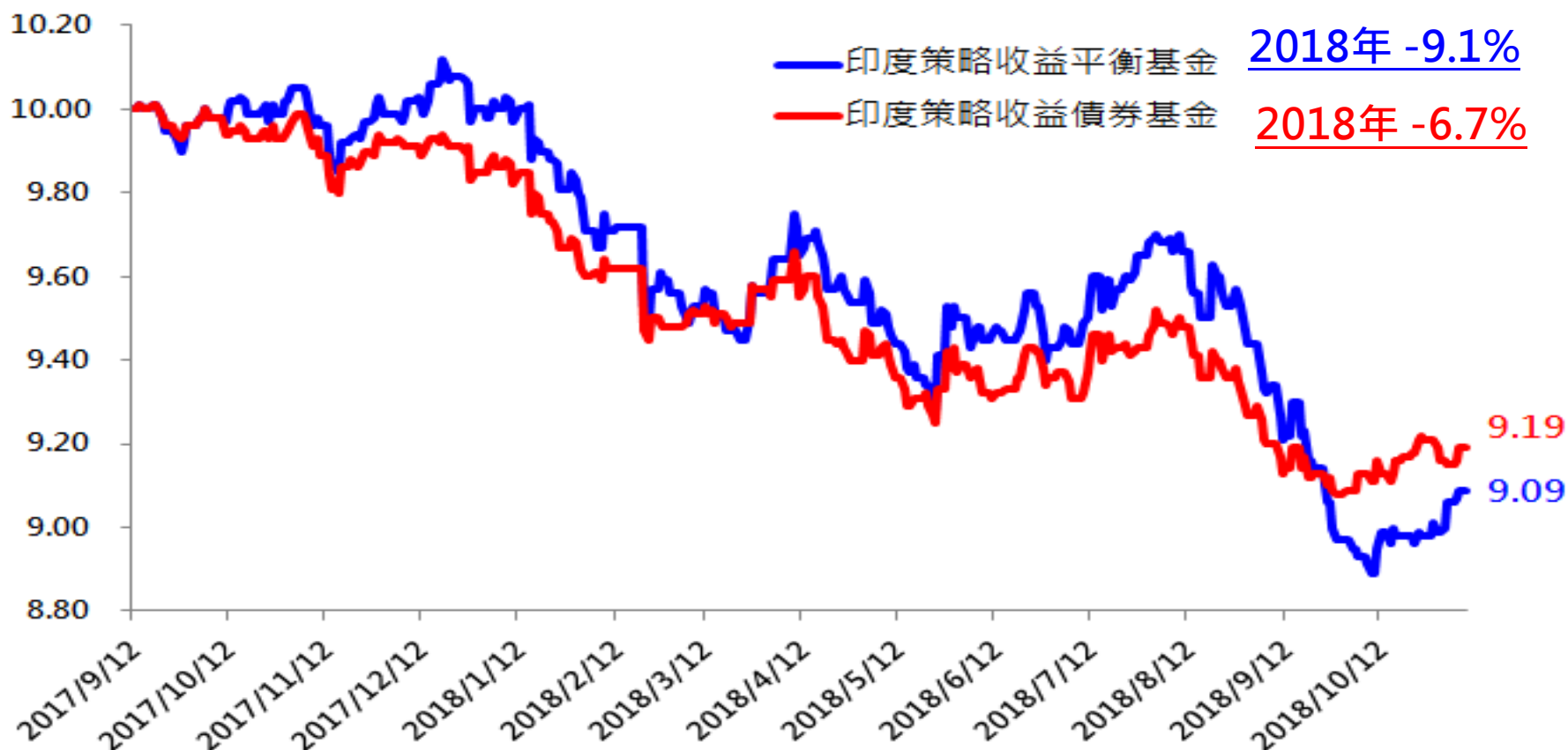
投資大印度

今日的修正為明日的收穫

周佑侖 MARK CHOU
研究投資處-固定收益部
NOV 2018

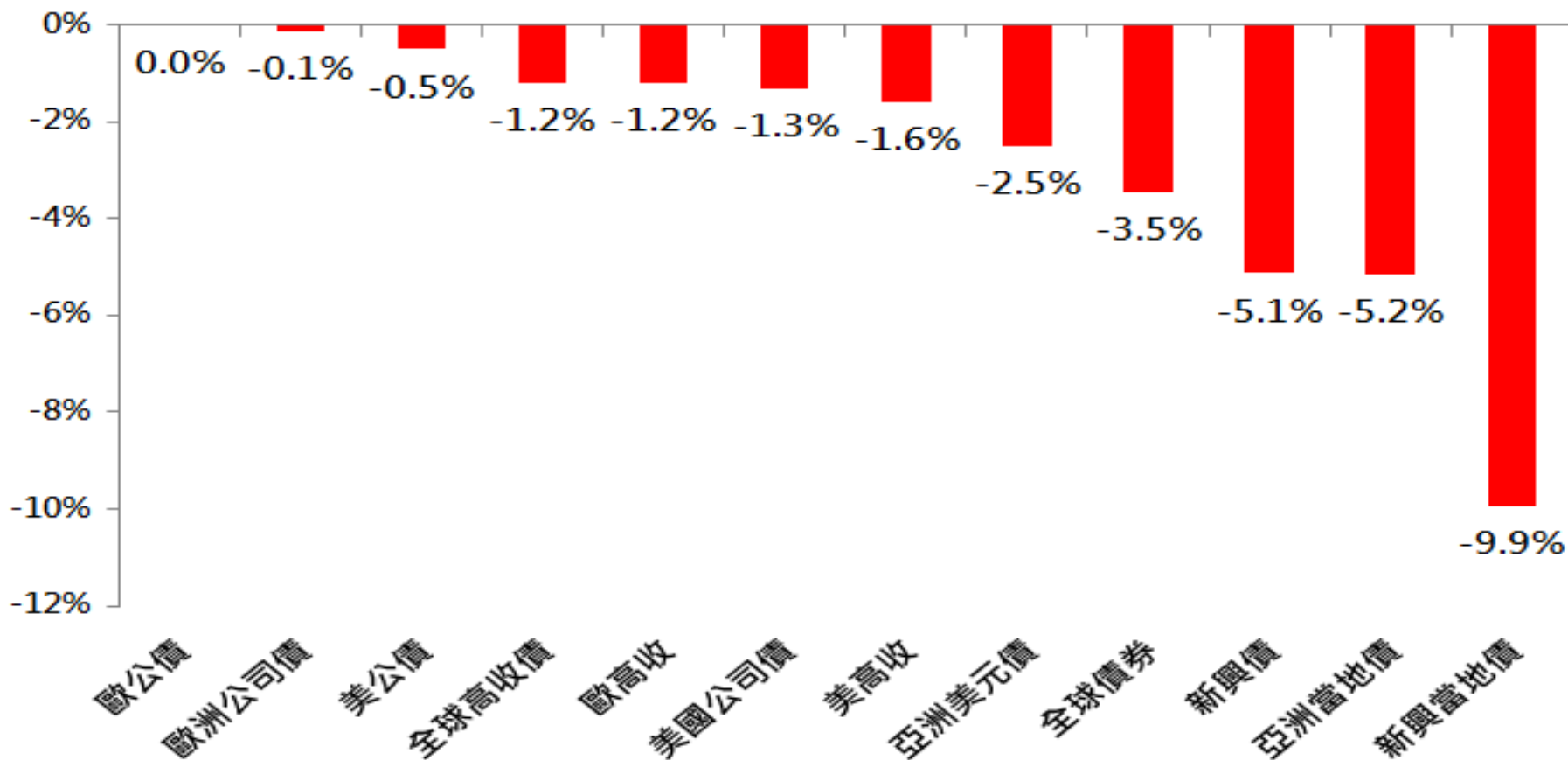
- 
1. 淨值表現
 2. 下跌原因
 3. 執行方案
 4. 投資建議

瀚亞策略印度傘型基金淨值走勢 (2017/9/12-2018/11/05)



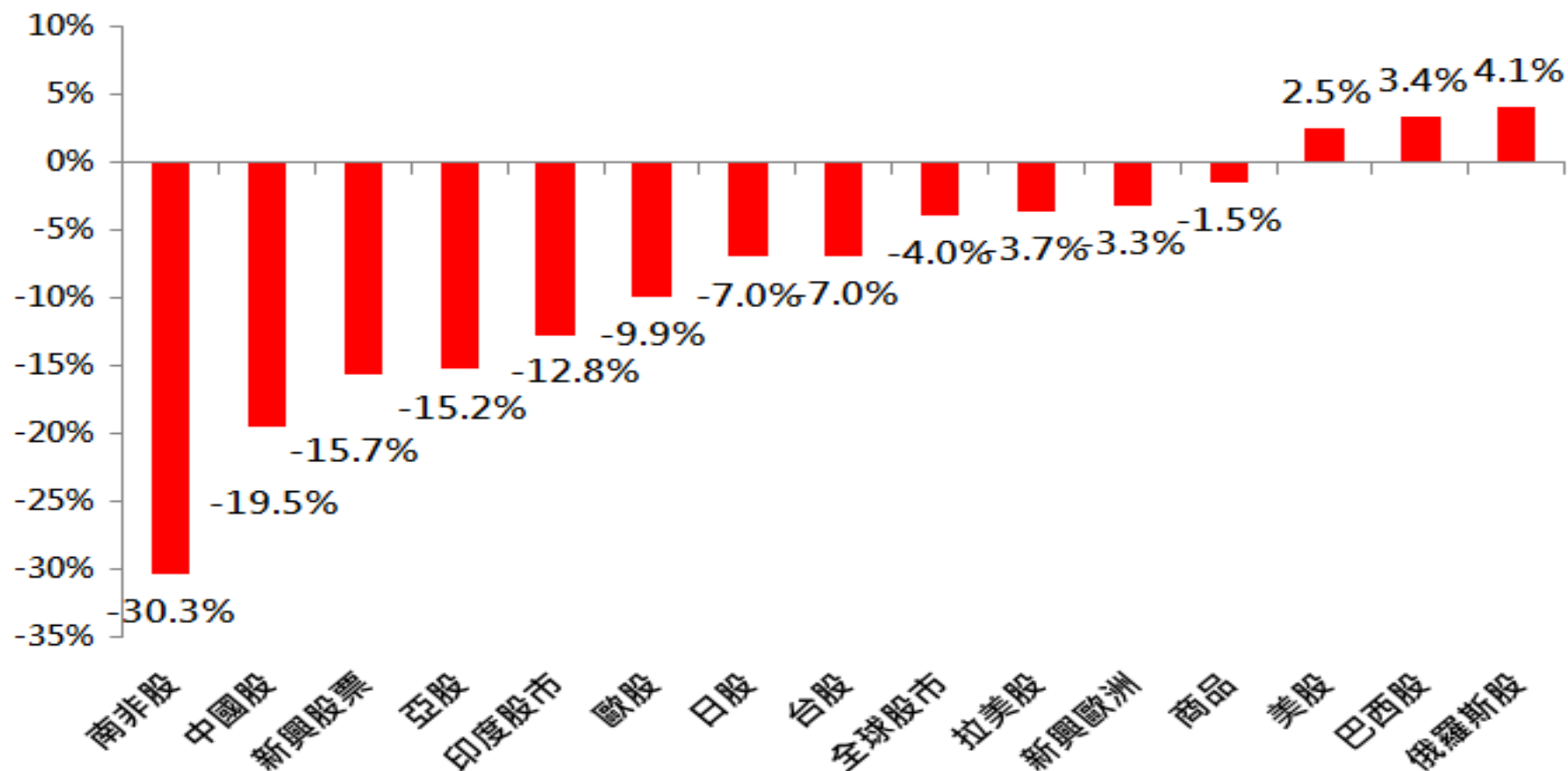
資料來源: Bloomberg, 2018/11/09

主要債券市場報酬 (2017/12/29-2018/10/31)



資料來源: Bloomberg, 2018/11/01

主要股票市場報酬 (2017/12/29-2018/10/31)



資料來源: Bloomberg, 2018/11/01

今年以來共20交易日，美股跌幅超過1%，印度債、匯市逆勢上漲

日期	標普500	印度股市	印度10年債利率 (bps)	盧比升貶	印度傘債基金淨值 (台幣A)
2018/1/30	-1.09%	-0.67%	-0.8	0.04%	-0.40%
2018/2/2	-2.12%	-2.70%	-4.3	0.07%	-0.20%
2018/2/5	-4.10%	-0.66%	4.3	0.00%	-0.10%
2018/2/8	-3.75%	1.22%	-6.1	-0.04%	0%
2018/2/27	-1.27%	-0.34%	-2.2	0.14%	-0.10%
2018/2/28	-1.11%	-0.43%	6	0.45%	假日
2018/3/1	-1.33%	-0.43%	1.5	-0.02%	0%
2018/3/19	-1.42%	-1.16%	4.4	0.37%	-0.11%
2018/3/22	-2.52%	-0.47%	-2.5	-0.14%	0%
2018/3/27	-1.73%	0.64%	-29	0.16%	0.95%
2018/4/2	-2.23%	1.11%	-6.7	-0.26%	-0.21%
2018/4/6	-2.19%	0.28%	4.8	0.02%	0.42%
2018/4/24	-1.34%	0.21%	-5.5	-0.14%	0.11%
2018/5/29	-1.16%	-0.51%	1.8	0.66%	-0.42%
2018/6/25	-1.37%	-0.64%	0.8	0.43%	-0.11%
2018/10/10	-3.29%	2.03%	-4.5	-0.12%	假日
2018/10/11	-2.06%	-2.12%	-4.5	-0.75%	0.55%
2018/10/18	-1.44%	-1.33%	1	-0.39%	0.33%
2018/10/24	-3.09%	0.81%	-1	-0.56%	0.33%
2018/10/26	-1.73%	-0.74%	1	0.26%	-0.11%
平均	下跌2.02%	下跌0.30%	利率下跌2個基點	貶值0.01%	上漲0.05%

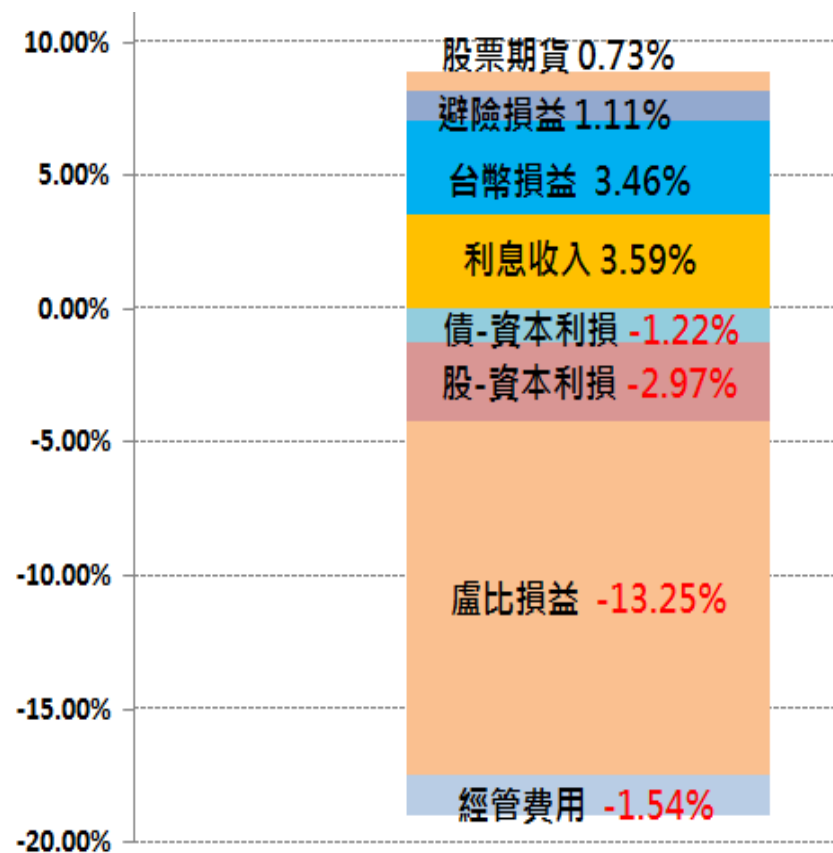
資料來源: Bloomberg, 瀚亞投信整理, 2018/10/29

- 
1. 淨值表現
 2. 下跌原因
 3. 執行方案
 4. 投資建議

2018年YTD 績效歸因

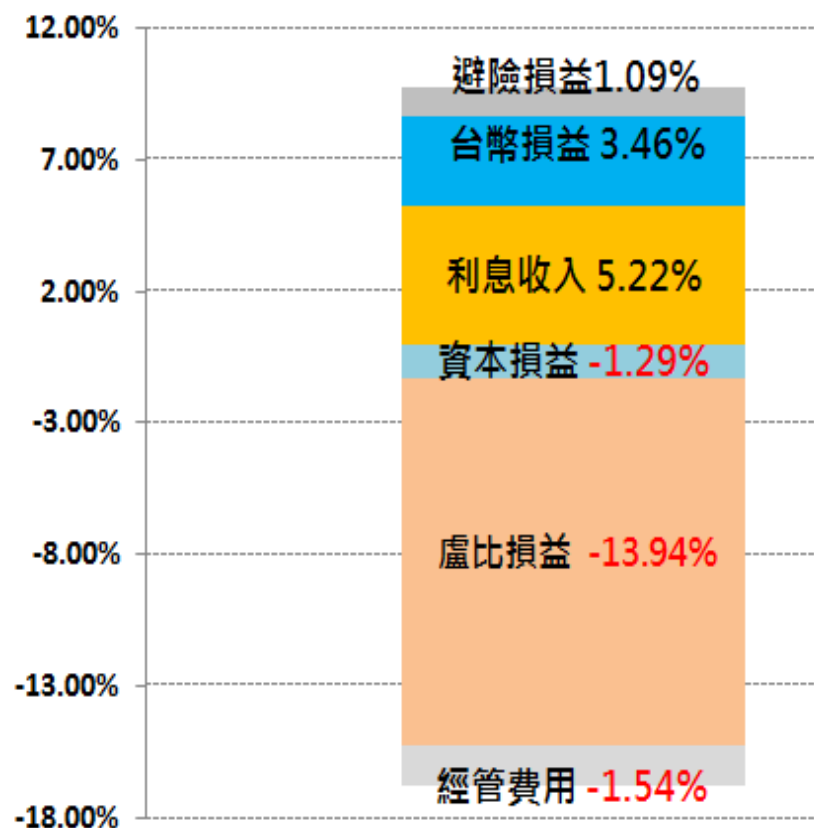
印度平衡型基金-A台幣

總報酬 **-10.10%**



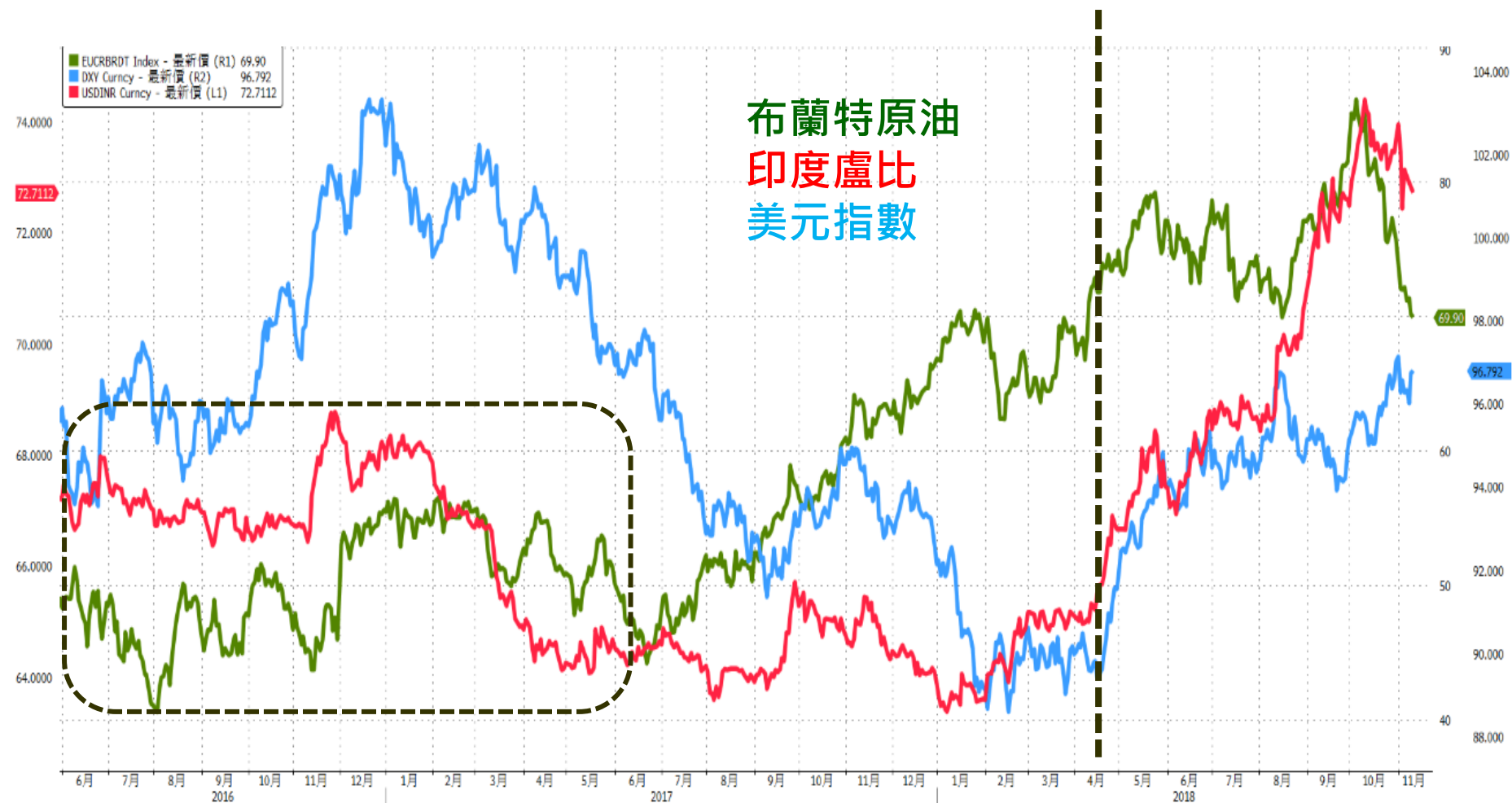
印度債券型基金-A台幣

總報酬 **-7.01%**



資料來源: 瀚亞投信整理, 2018/10/31

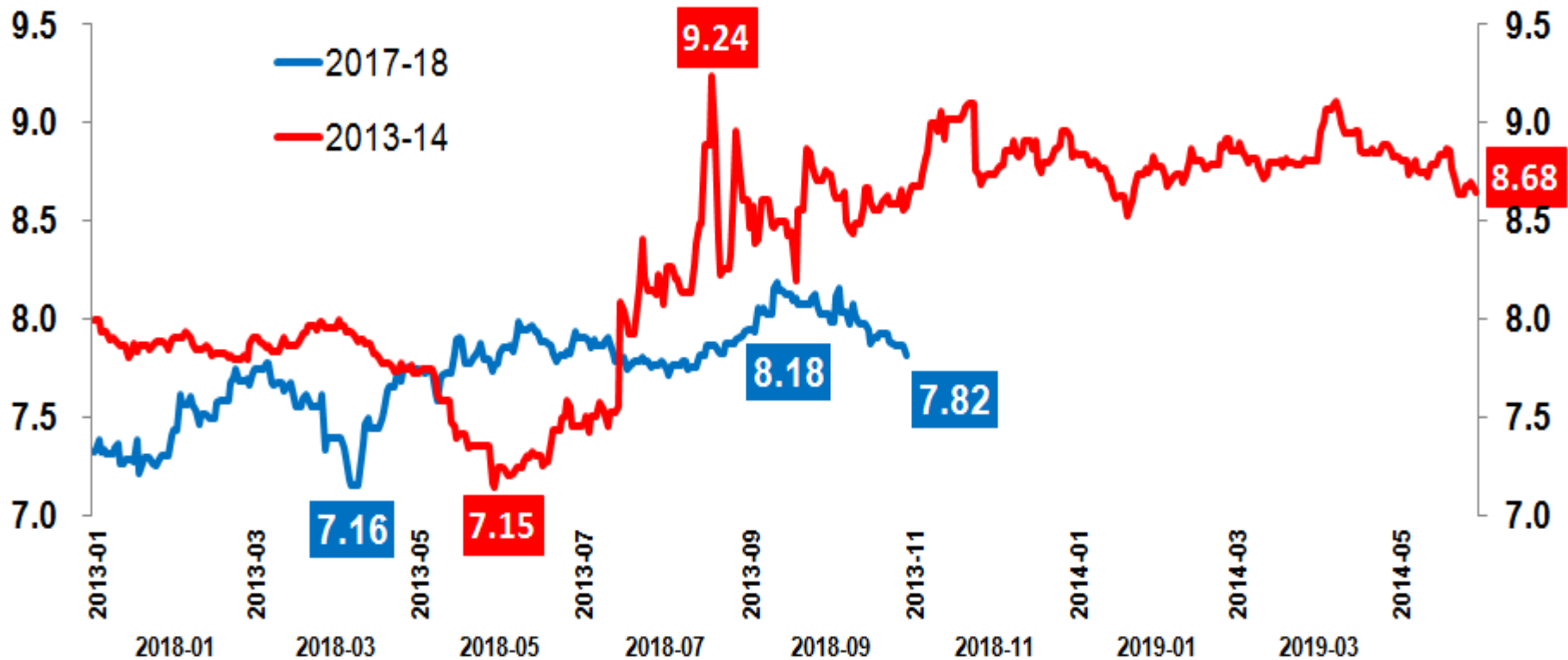
石油價格影響了盧比走勢



資料來源: 瀚亞投信整理, 2018/10/15

今年印度利率上升幅度僅約2013年一半

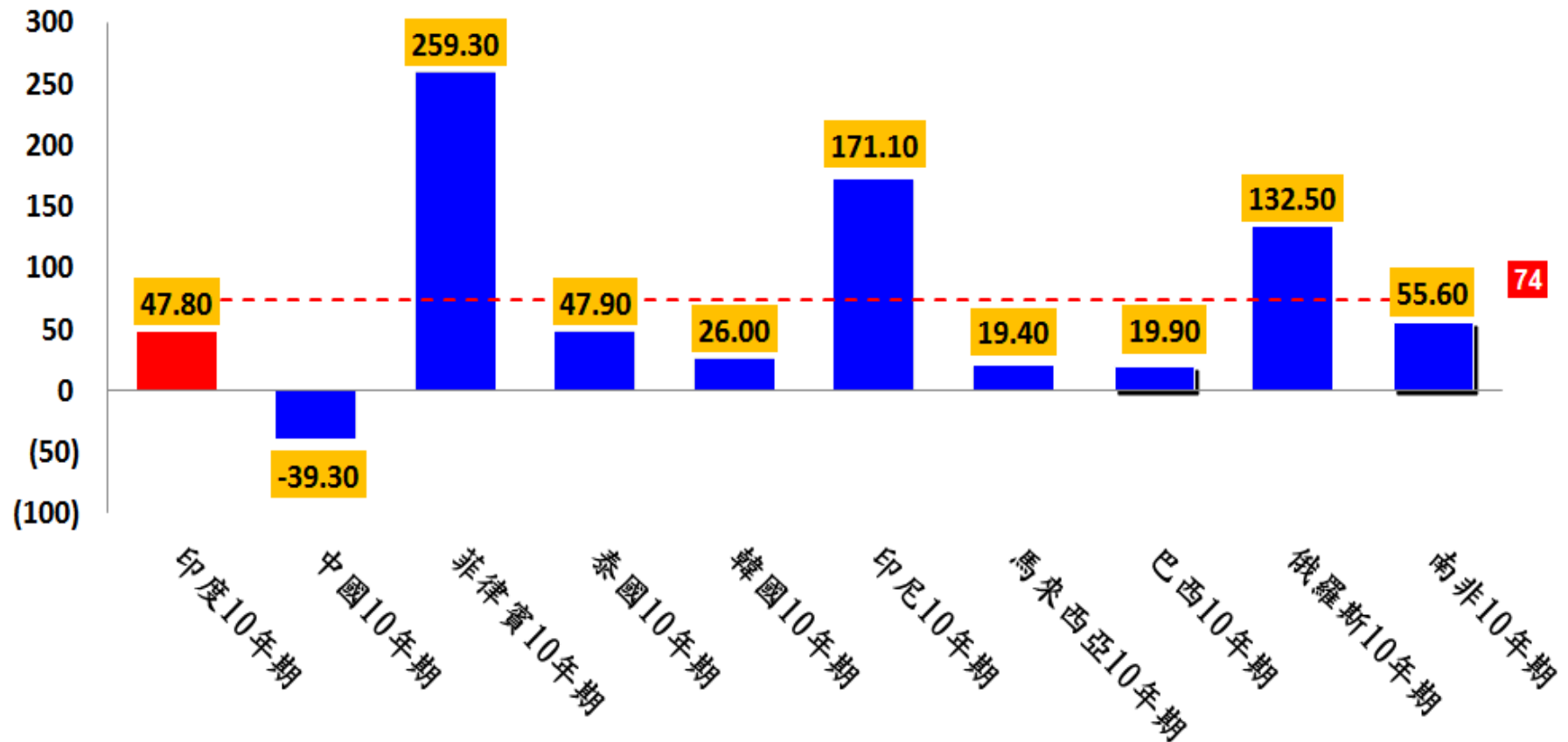
2013 vs. 2018 印度10年債利率走勢(%)



資料來源: Bloomberg, 2018/11/01

印度當地債彈升幅度低於市場平均

新興市場10年期當地貨幣計價債券利率升降幅度(bps)



資料來源: Bloomberg, 2018/11/08

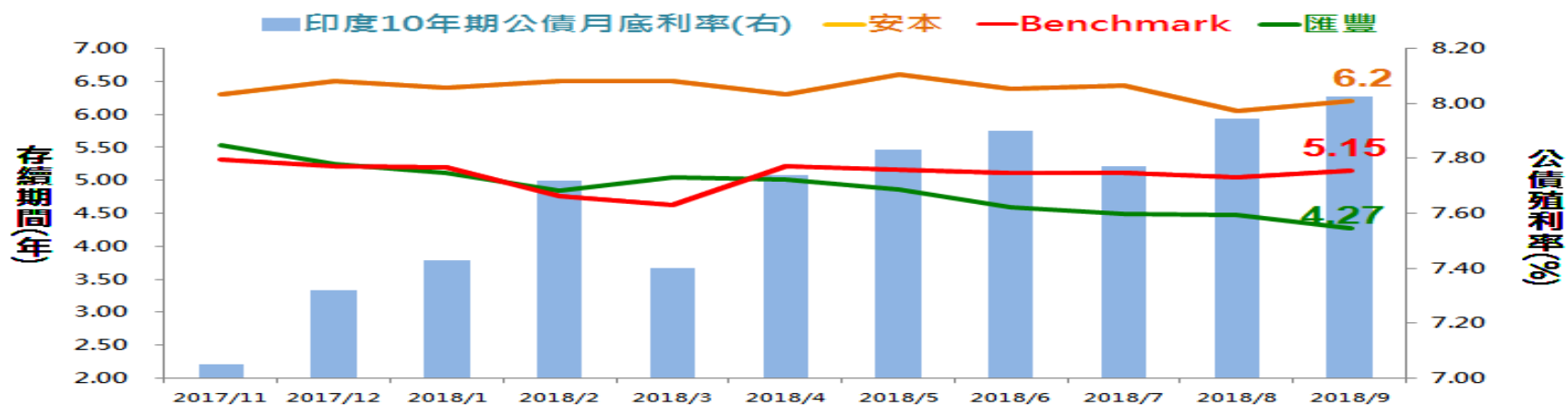
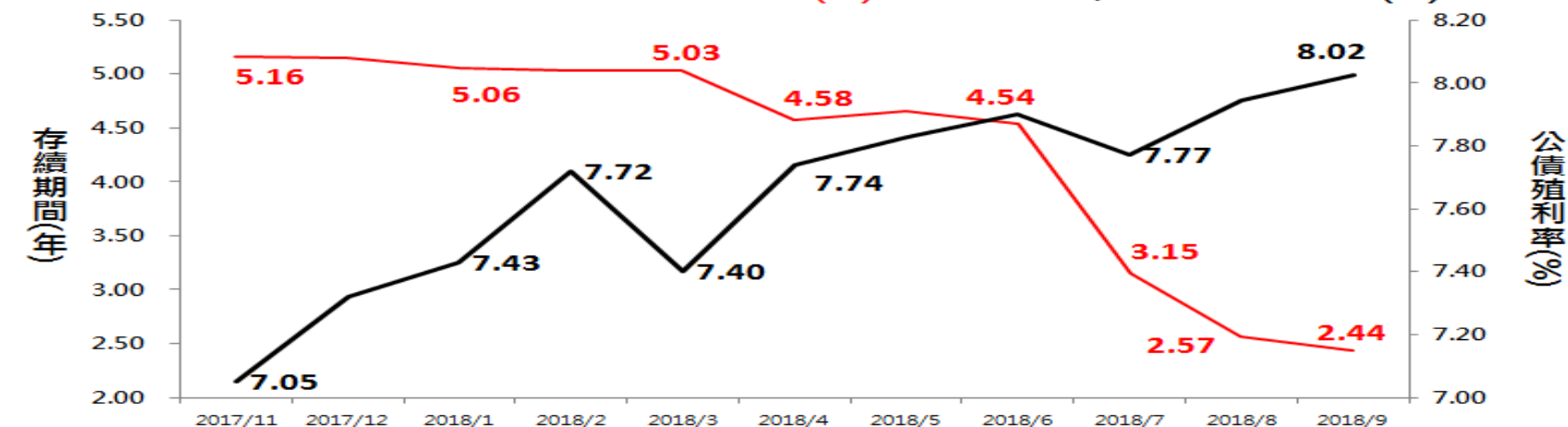


- 
- A large, stylized red arrow pointing to the right, with a grey arrow pointing to the left, creating a visual effect of a double-headed arrow.
1. 淨值表現
 2. 下跌原因
 3. 執行方案
 4. 投資建議

1

存續期間同業最短，調整最快

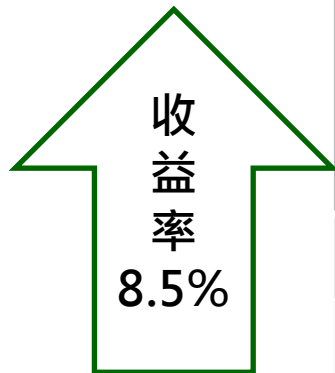
— 瀚亞印度策略收益債券基金存續期間(左) — 印度10年期公債月底利率(右)



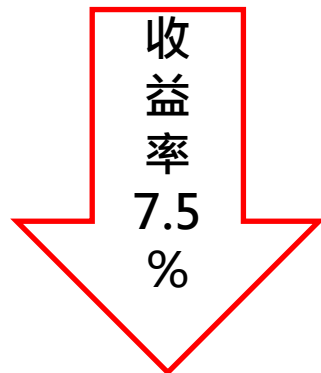
資料來源: 瀚亞投信整理, 2018/10/24

2

清空地方政府債，買入高品質公司債



AAA 公司債比重	印度 策略債	印度 平衡	印度 基礎建設債	印度 多重資產
年初or成立	4%	0%	0%	0%
2018/10/31	33%	23%	36%	6%



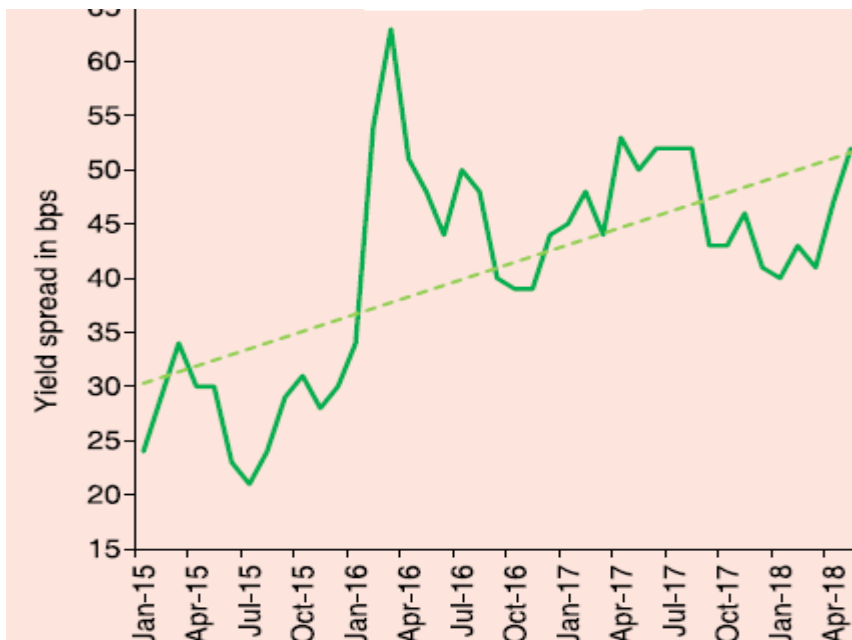
地方政府債	印度 策略債	印度 平衡	印度 基礎建設債	印度 多重資產
年初or成立	26%	15%	0%	0%
2018/10/31	0%	0%	0%	0%

資料來源: 瀚亞投信整理, 2018/10/31

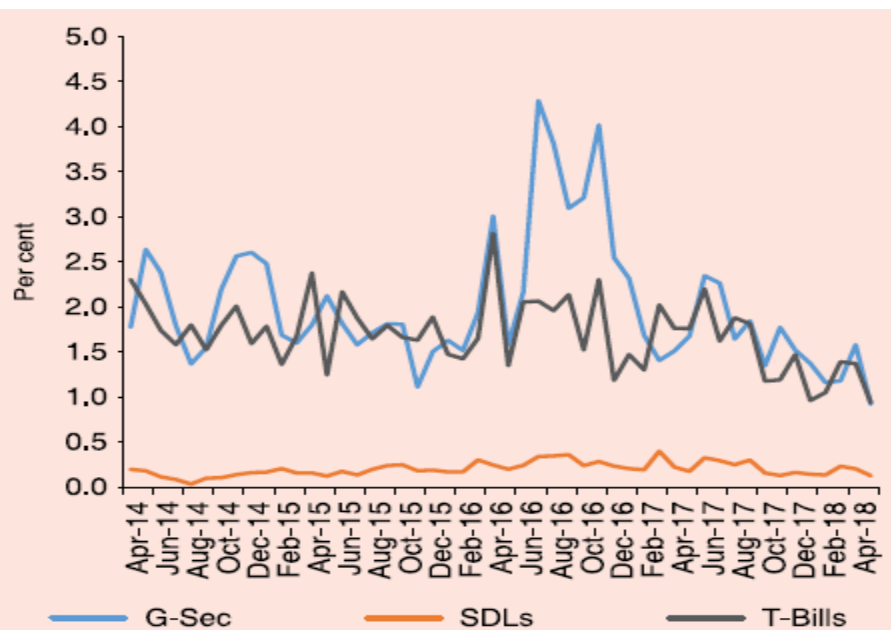
地方政府債基本面不佳，流動性也較差

- 地方政府債交易量僅為公債10%
- 為降低發行量，將標售次數由雙週改為單週
- 央行降低抵押折價，差異化評價來活絡市場

地方政府債與公債利差



地方政府債交易量僅公債1/10

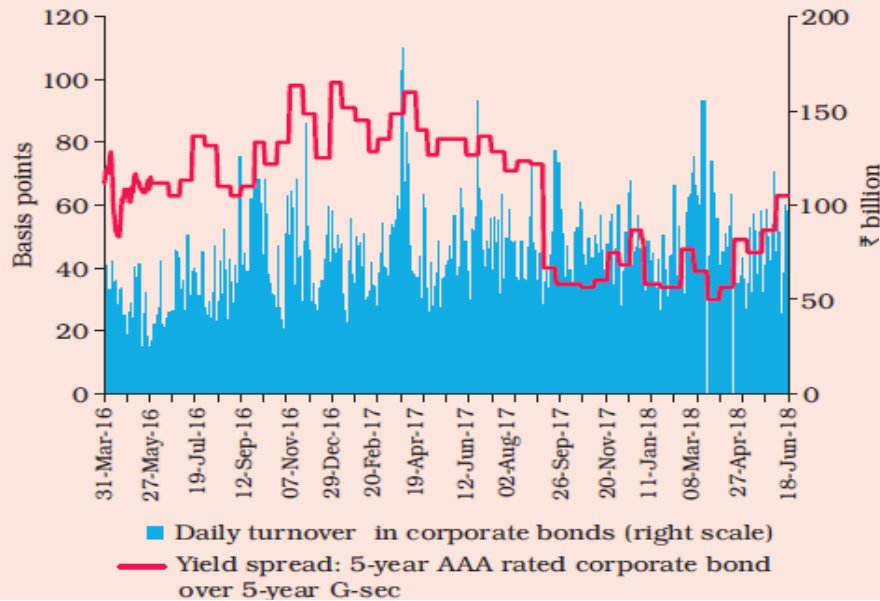


資料來源: CEIC, Goldman Sachs Global Investment Research, CEIC and Nomura Global Economics estimates. June 2018
Citi Research July 2017

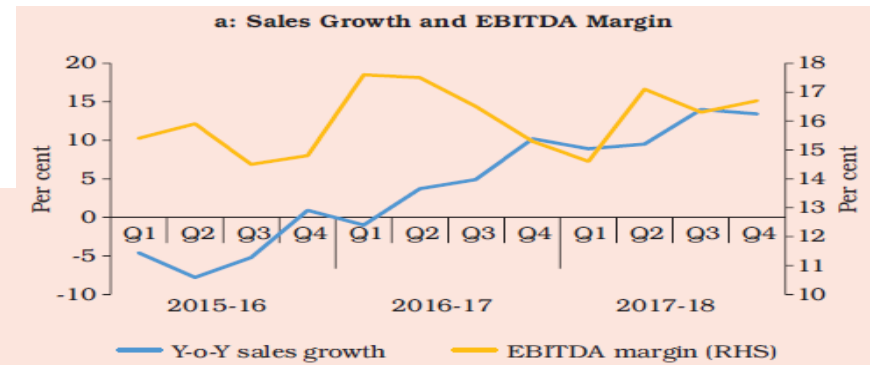
公司獲利增長，償付能力提升，交易量增加

- 2018每日交易量約750億盧比優於去年平均610億
- AAA公司債提供利差較2016-17年低
- 但近期利差小幅提高，為加碼時機

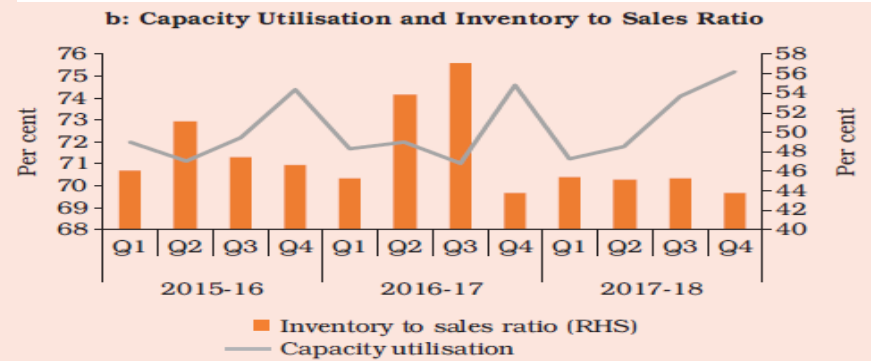
公司債交易量與公債利差



製造業營收與獲利穩定成長



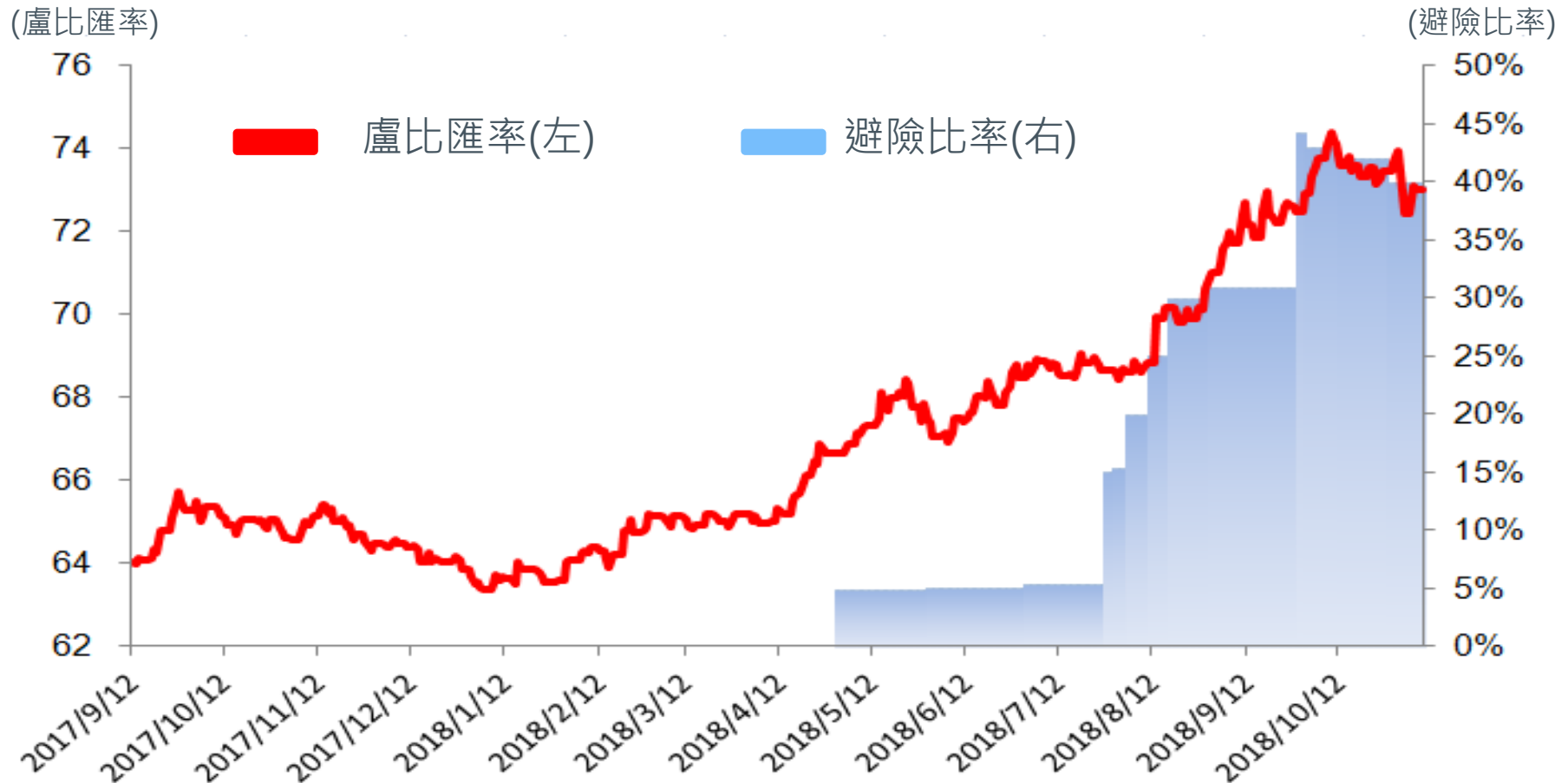
產能利用率，存貨比都改善



資料來源: SEBI and Bloomberg.

3

隨盧比貶值，避險比率同步增加



資料來源: 瀚亞投信整理, 2018/10/31

執行方案

- ▶ 調降存續期間
- ▶ 出清風險較高地方政府債
- ▶ 買入8.5%高息收公司債
- ▶ 提高避險比率



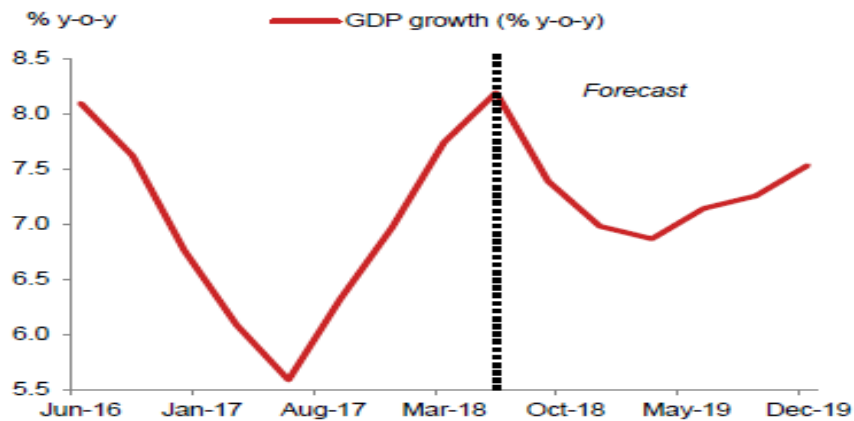
- 
- A large, stylized red arrow pointing to the right, with a grey arrow pointing to the left, creating a visual effect of a double-headed arrow.
1. 淨值表現
 2. 下跌原因
 3. 執行方案
 4. 投資建議

印度各項經濟數據仍將持續進步

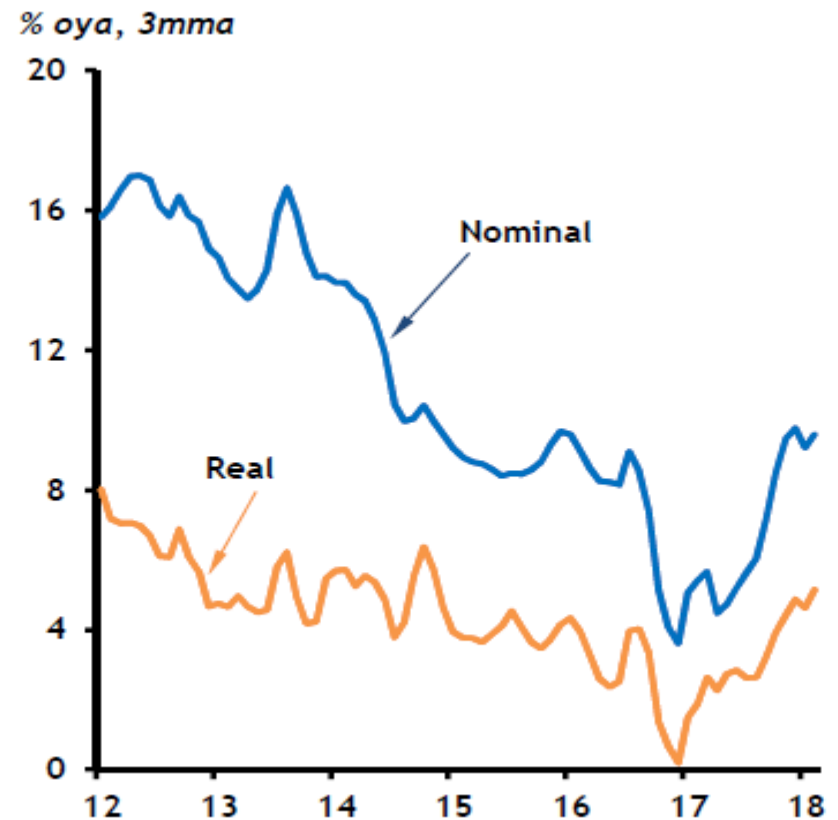
經濟指標持續改善

	2018	2019	2020
經濟成長	7.6%	7.2%	7.1%
通膨	4.1%	4.6%	4.4%
經常帳赤字	-2.6%	-2.4%	-2.0%
財政赤字	-3.3%	-3.1%	-3.0%

經濟成長穩定於7%以上



貸款年比成長加速



資料來源: Nomura November 2018

同為BBB等級國家，印度經濟成長最快，利率最高

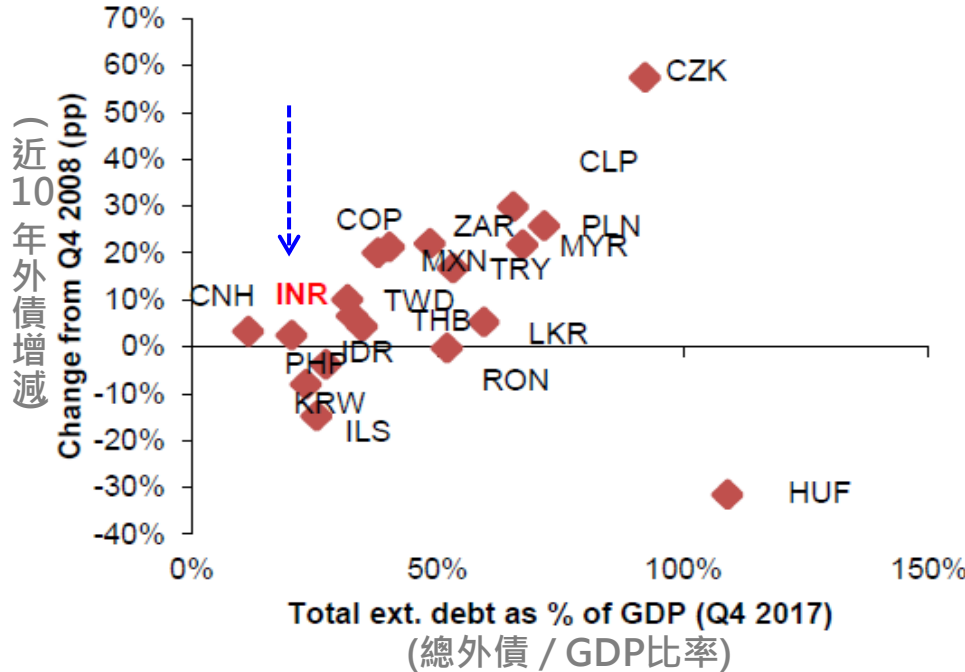
	<u>十年期公債殖利率 (%)</u>	<u>GDP年增率 (%)</u>	<u>CPI 年增率 (%)</u>	<u>經常帳 (% GDP)</u>	<u>財政收支 (% GDP)</u>	<u>匯率變動 YTD (%)</u>
南非	8.7	0.5	4.9	-3.2	-4.2	-13.0
印尼	8.1	5.2	3.2	-3.0	-2.9	-7.5
印度	7.8	8.0	3.8	-2.4	-3.4	-12.1
菲律賓	7.5	6.1	6.7	-1.4	-3.0	-5.7
哥倫比亞	7.1	2.5	3.3	-3.2	-3.7	-5.0
俄羅斯	5.2	-3.7	3.5	3.8	-1.0	-13.8
匈牙利	3.6	4.7	3.8	2.5	-2.7	-8.6
義大利	3.0	0.8	1.7	2.8	-1.8	5.8
葡萄牙	1.9	2.4	0.9	0.0	-0.9	5.8

資料來源: 瀚亞投信整理 2018/11/09

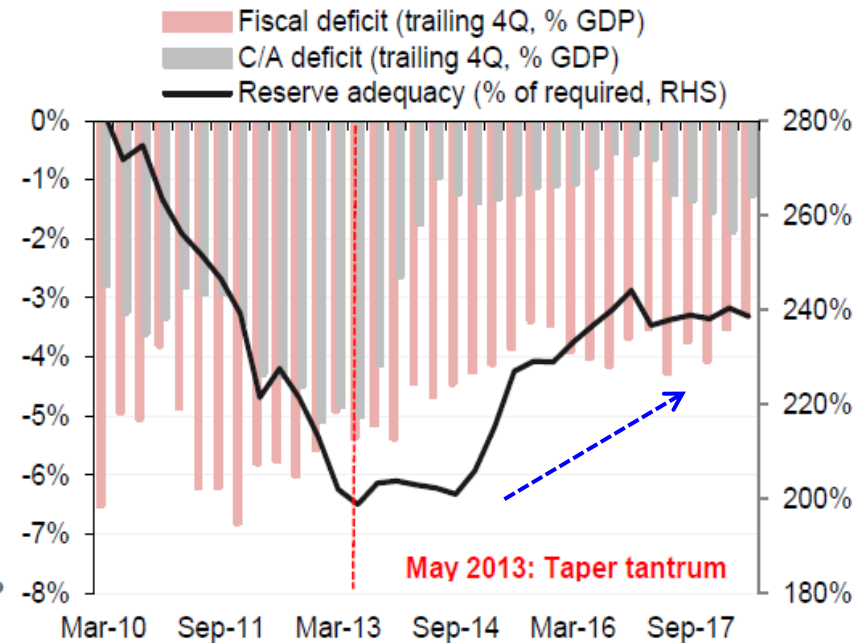
長期體質改善，不畏短期逆風

- 2017年底，印度外債總計5,000億美金，僅佔GDP20%
- 不急於升息，管制措施也謹慎執行，外匯干預金額下降
- 央行認為盧比貶值幅度仍在經濟可承受範圍

印度美金債務相當低



存底、經常帳赤字遠優於2013

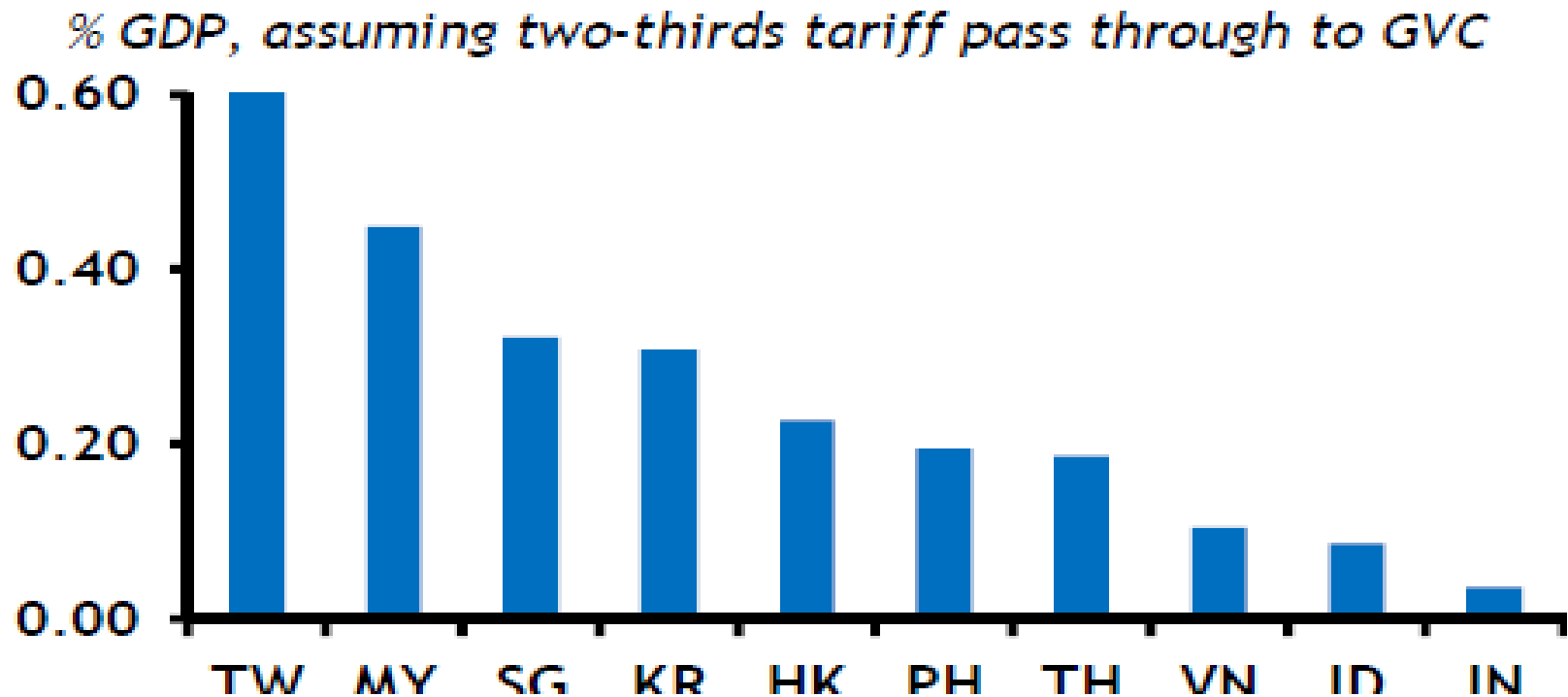


資料來源: (L) IMF, CEIC, Nomura. (R) CEIC, Nomura Sept 12, 2018.

印度出口總額/GDP僅12%，全亞洲最低

- 出口到中國更只佔0.5%/GDP，已是亞洲最低
- 如美國將中國商品關稅增高至25%，印度經濟成長受到影響最低

美國提高中國商品關稅-GDP受影響程度

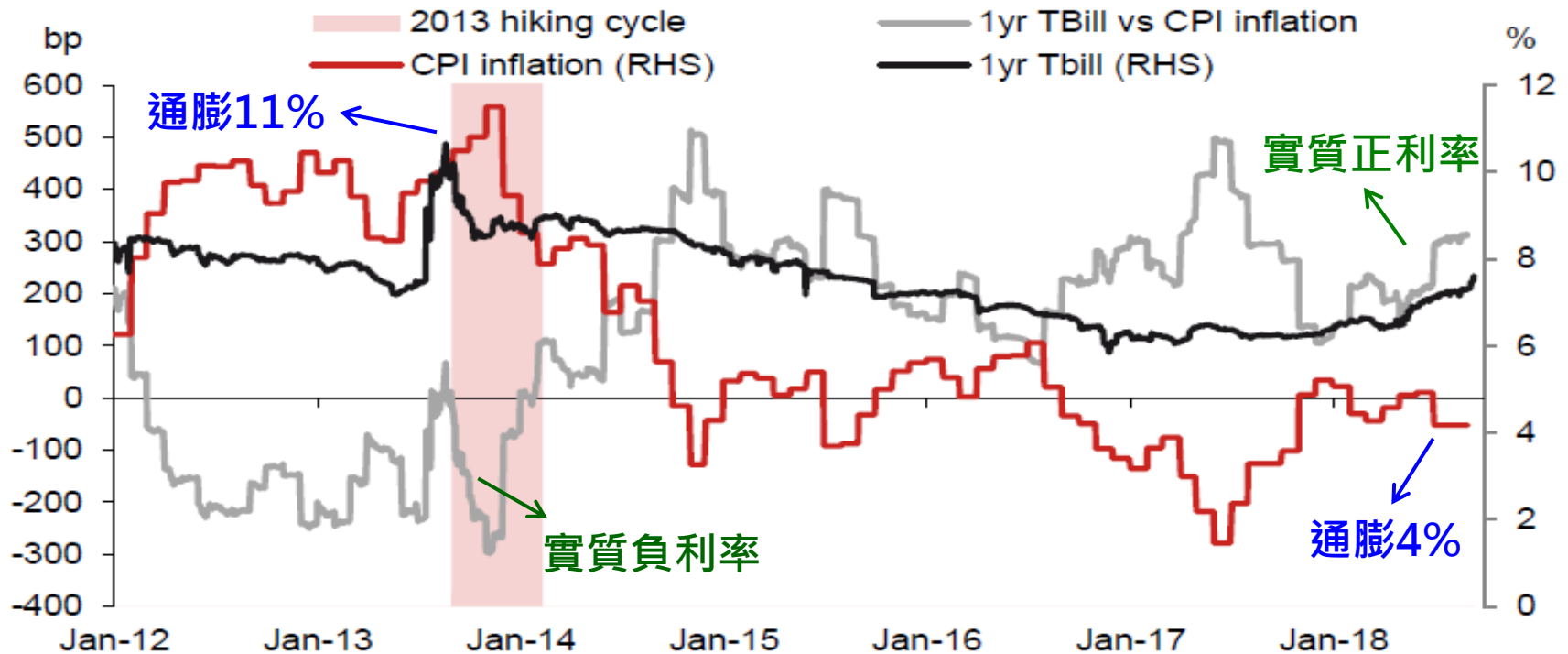


資料來源: J.P. Morgan estimates October 2018

信評機構重申，印度主權信評不變

標普及惠譽在盧比突破70的時稱，盧比貶值對印度信用評等負面影響有限

標準普爾指出，多數企業因美元盈餘佔比與以美元計價的債務佔比相當，應可承受盧比下挫的衝擊。惠譽則稱印度面對匯率風險與資本外流的脆弱性，仍不足以轉化成對於國家主權評等或外部融資的壓力

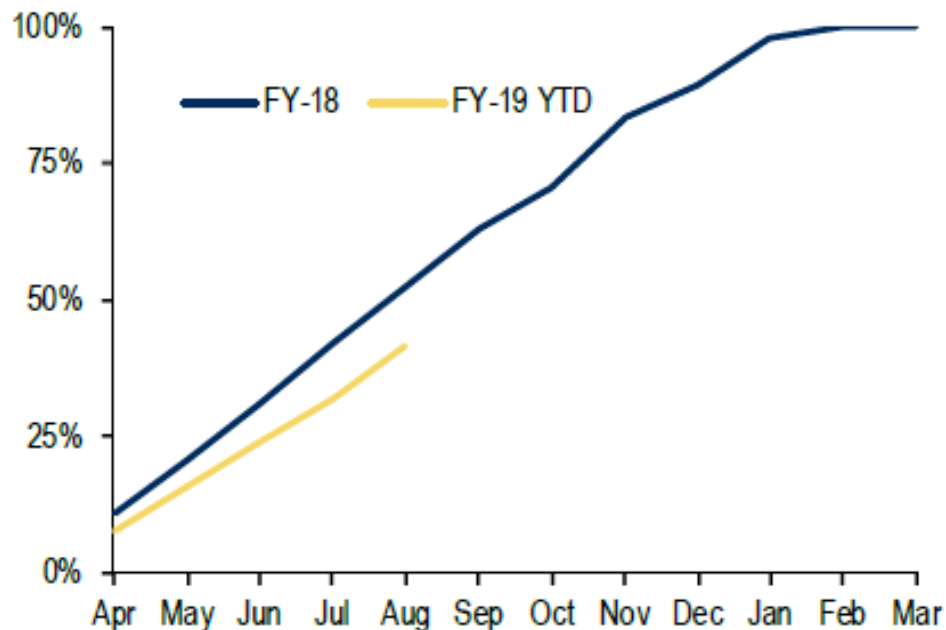


資料來源: Nomura, Bloomberg Sept.12 2018

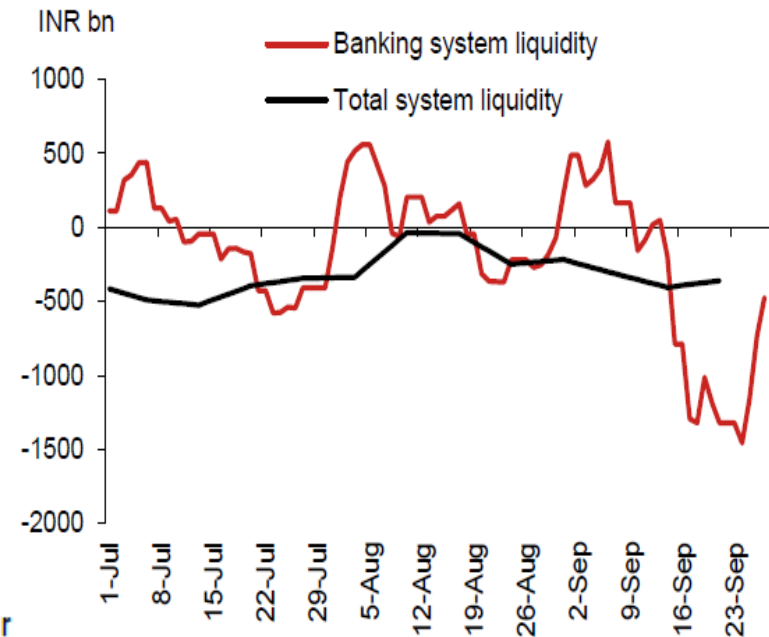
債券供給下降，央行購債力道增強

- 緊守財政紀律，政府下半年發債量將更明顯下降
- 70%發債集中在長天期10-20年，基金投資目標的1-4年短債僅佔17%
- 銀行流動性不足，央行大力買債釋出貨幣

2019發債量低於去年



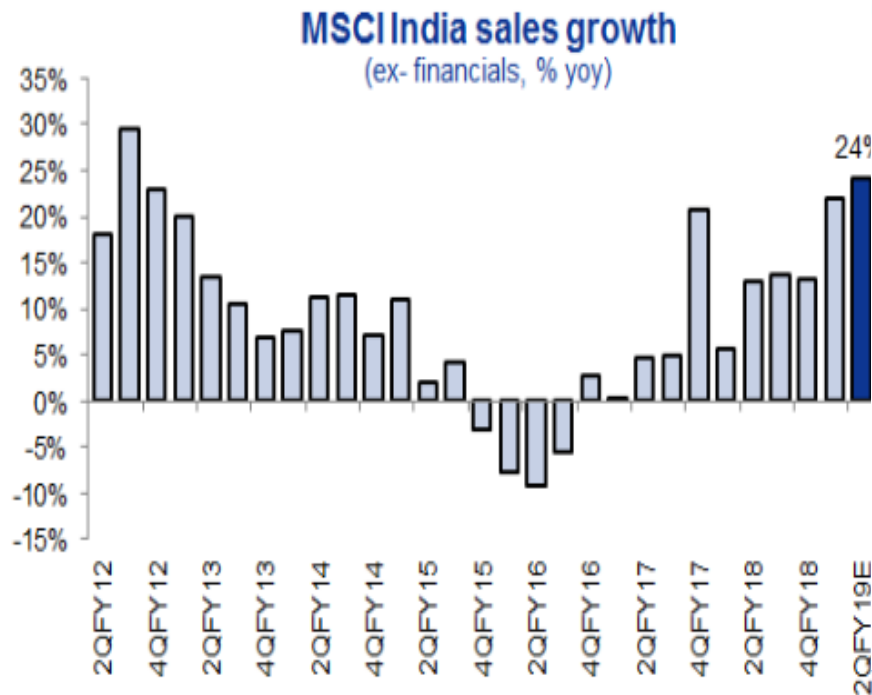
銀行流動性下降，買債金額增



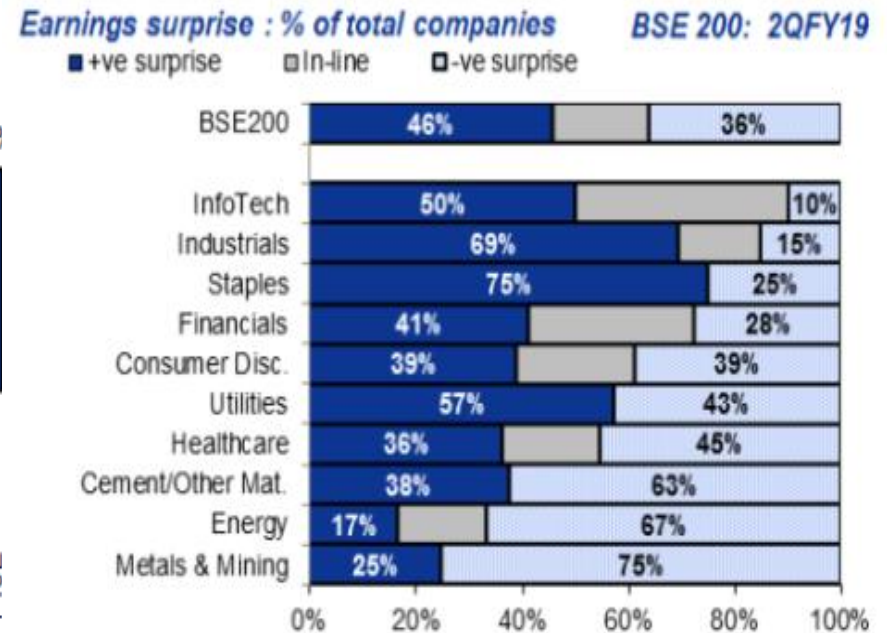
資料來源: (R) BofA Merrill Lynch Global Research September 2018 (L) Nomural October 2018

印度股市基本面仍佳，盈餘超出預期 > 不如預期

印度股市營收維持高成長



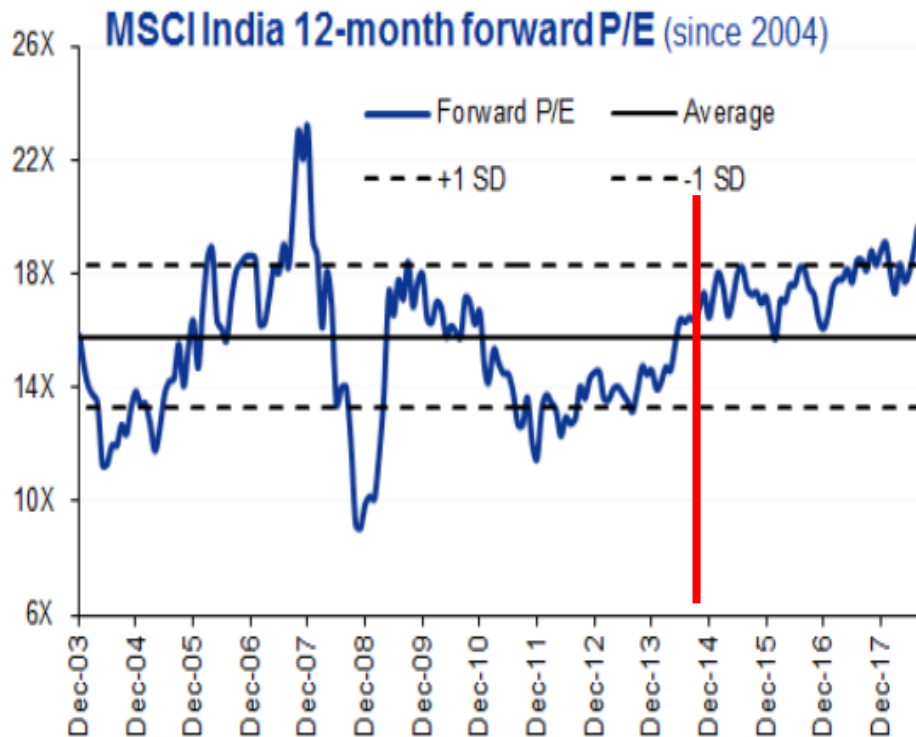
46%公司7-9月獲利超出預期



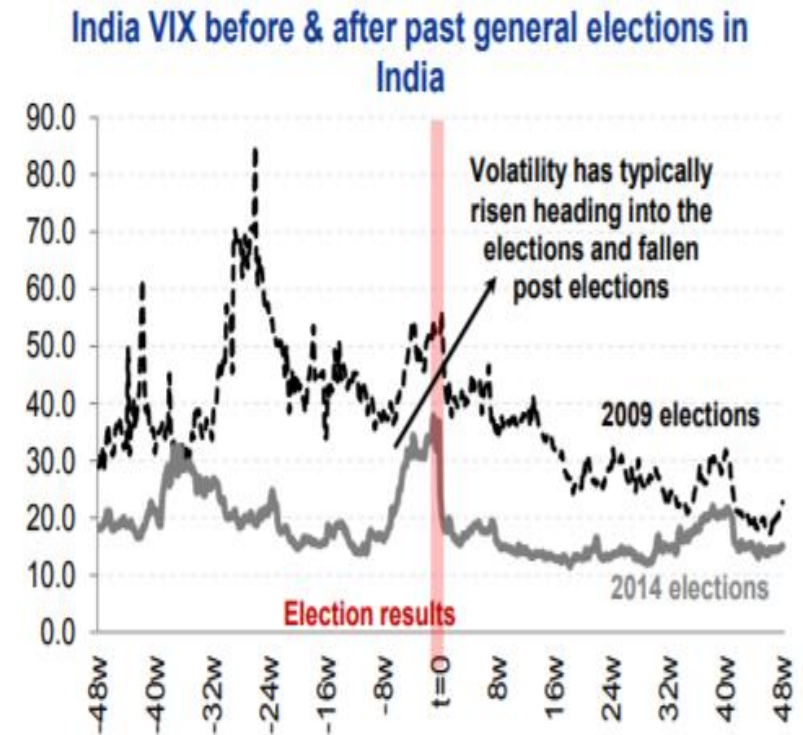
資料來源: Bloomberg, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research November 2018

印度股市本益比修正到均值15倍

印度股市本益比回到合理位置



大盤波動度在選前提升，選後立刻明確下降

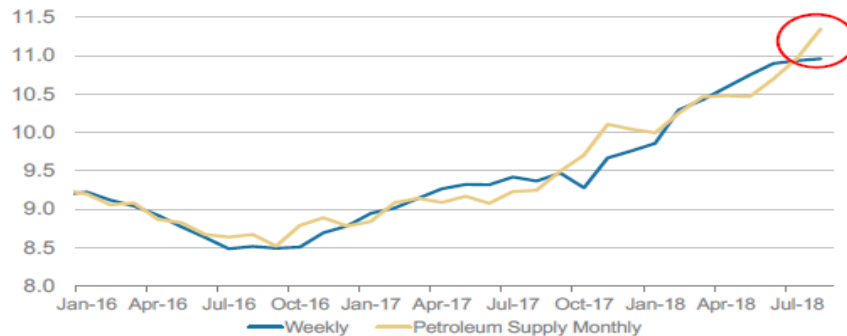


資料來源: FactSet, MSCI, Goldman Sachs Global Investment Research October 26 2018

石油供給不短反增，伊朗禁運放緩明年超額供給

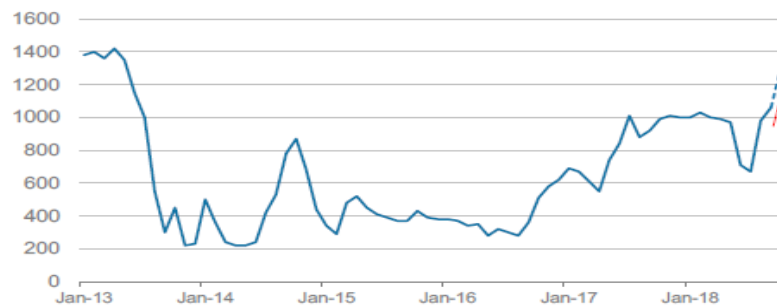
美國石油產出加速 尤其是德州與新墨西哥的頁岩油

EIA Weekly vs Monthly US Crude Production (mln bpd)



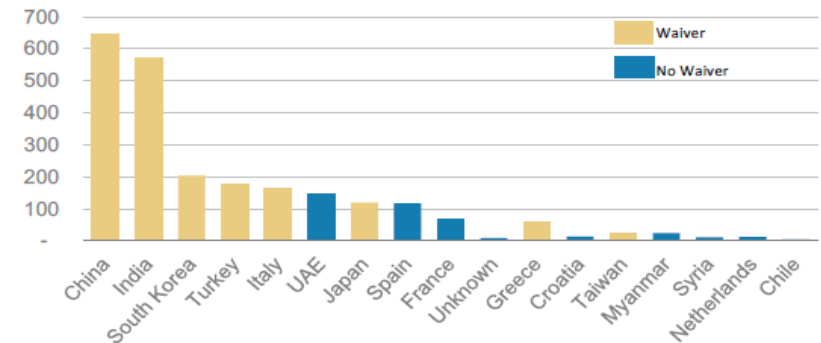
利比亞原油產出超預期 來到2013年中以來新高

Libya Crude Production (kb/d)

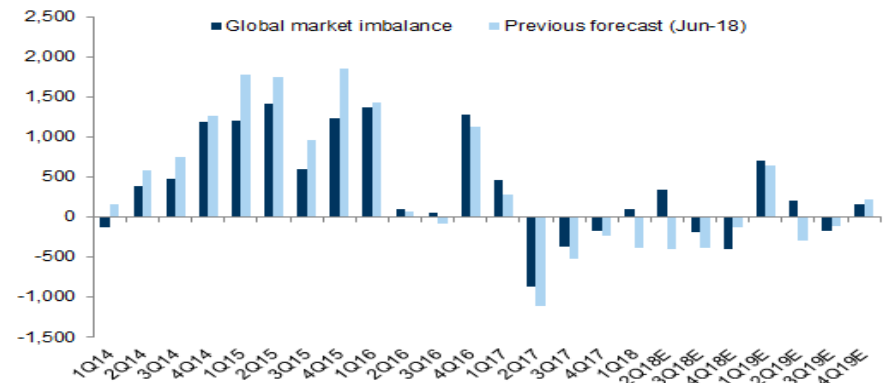


伊朗原油禁運逐漸鬆綁

Iranian Exports by Destination, Jan-Aug 2018, kb/d

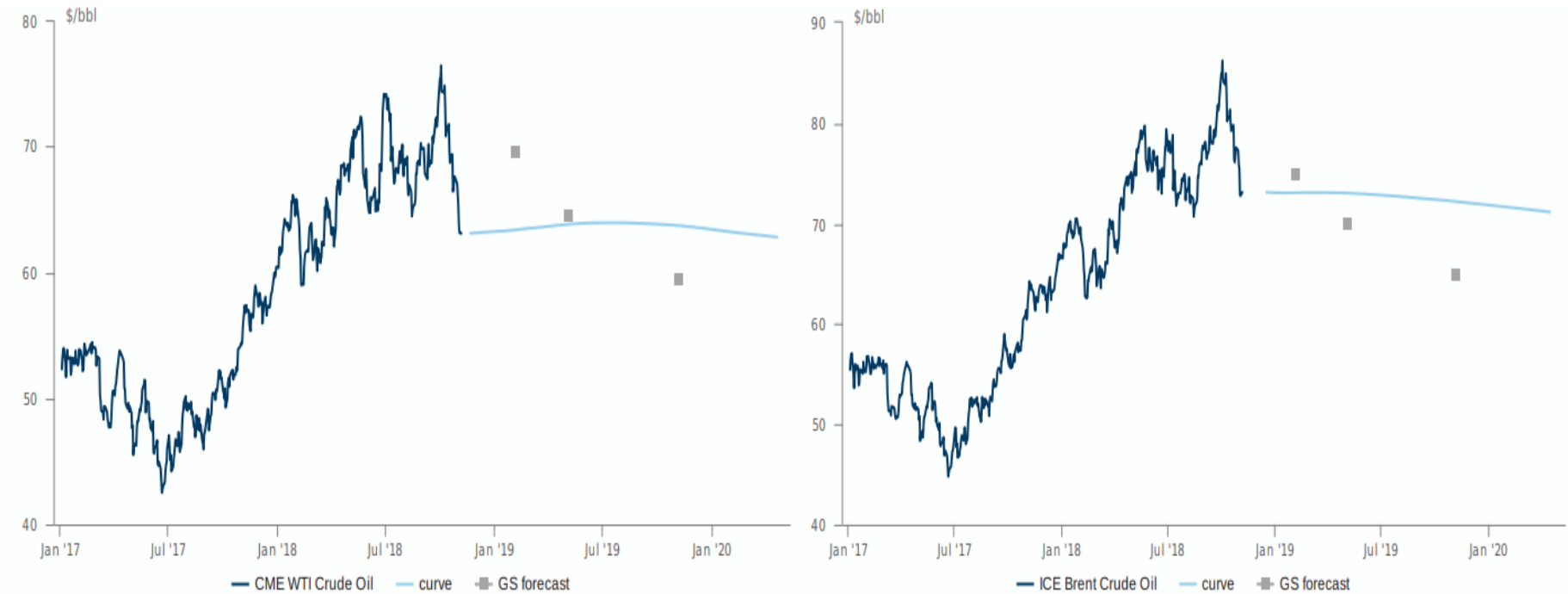


預期明年原油市場將出現超額供給



資料來源: EIA PSM, WPSR, IEA, ClipperData, Morgan Stanley, Goldman Sachs

市場預估油價明年將低於70



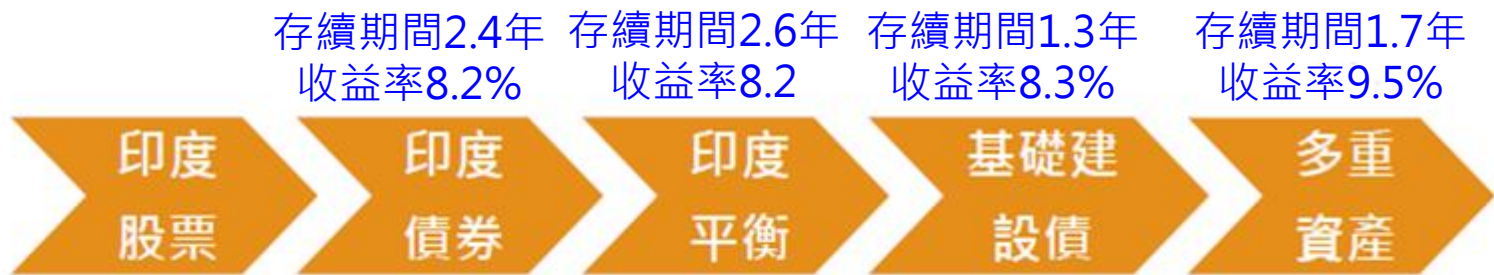
資料來源: Goldman Sachs

投資建議

- ▶ 經濟指標持續進步
- ▶ 受中美貿易影響小
- ▶ 債市供給少，來自央行需求增加
- ▶ 油價未來供大於求

瀚亞投資+ICICIPRU聯手打造 印度債系列基金債券部位存續短

瀚亞印度產品平台 5G升級



產品特色	全台最大規模印度股票基金	首檔印度債券基金	以債為主的印度平衡型基金	聚焦政府以及基礎債券	首檔印度多元資產基金
風險屬性/ 投資目的	RR5 子女教育、追求報酬成長	RR3 退休族、偏好債息收益	RR3 股債兩頭配置	RR3 看好長期基礎建設、債息收益	RR3 趨勢股債、另類資產(REITs/ETF)收益

資料來源: 瀚亞投信整理, 2018/09/28

警語

DISCLAIMER

本基金經金融監督管理委員會同意生效，惟不表示絕無風險。本基金得投資於高收益債券，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，故本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。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。本公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；本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。本基金適合能承受較高風險之非保守型投資人。本基金得投資於高收益債券，故投資人投資本基金不宜占其投資組合過高之比重。本基金最高可投資基金總資產15%於符合美國Rule 144A債券，該債券屬私募性質，較可能發生流動性不足，財務訊息揭露不完整或因價格不透明導致波動性較大之風險，投資人投資前須留意相關風險。投資於基金受益憑證部分可能涉有重複收取經理費。本基金外幣計價受益權單位以美元及人民幣計價，如投資人以其他非本基金計價幣別之貨幣換匯後投資本基金，須自行承擔匯率變動之風險。當美元及人民幣相對其他貨幣貶值時，將產生匯兌損失因投資人與銀行進行外幣交易有賣價與買價之差異，投資人進行換匯時須承擔買賣價差，此價差依各銀行報價而定。此外，投資人尚須承擔匯款費用，且外幣匯款費用可能高於新臺幣匯款費用投資人亦須留意外幣匯款到達時點可能因受款行作業時間而遞延。本基金人民幣計價受益權單位之人民幣匯率主要係採用離岸人民幣匯率（即中國離岸人民幣市場的匯率，CNH）。人民幣目前受大陸地區對人民幣匯率管制、境內及離岸市場人民幣供給量及市場需求等因素，將會造成大陸境內人民幣結匯報價與離岸人民幣結匯報價產生價差（折價或溢價）或匯率價格波動，故人民幣計價受益權單位將受人民幣匯率波動之影響。同時，人民幣相較於其他貨幣仍受政府高度控管，中國政府可能因政策性動作或管控金融市場而引導人民幣升貶值，造成人民幣匯率波動，投資人於

投資人民幣計價受益權單位時應考量匯率波動風險。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，投資人於獲配息時須一併注意基金淨值之變動。基金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。本基金之收益分配由經理公司依基金孳息收入情況，決定應分配之收益金額。本基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用。本基金配息組成項目，包括近12個月內由本金支付配息之相關資料，可於經理公司網站查詢。基金配息係依據基金投資組合之平均股利率、債息及匯率避險收入為計算基礎，並預估未來一年於投資標的所取得之前述收益，並考量當下已經實際取得的股利和可能發生之資本損益，適度調節並決定基金當月配息類股之配息率，以達成每月配息之頻率。經理公司視投資組合標的股利率、債息及匯率避險收入等水準變化及基金績效表現調整配息率，故配息率可能會有微變動，若投資標的整體收益率未來有上升或下降之情形時，基金之配息來源可能為本金。此外，年化配息率之訂定應以平均年化投資組合收益率為參考基準，惟經理公司保留一定程度的彈性調整空間，並以避免配息過度侵蝕本金為原則。由於轉換公司債同時兼具債券與股票之特性，因此除面臨債券之利率風險、流動性風險與信用風險外，還可能因標的股票價格波動，而造成該轉換公司債之價格波動。投資非投資等級或未經驗信用評等之轉換公司債因無信用評等或非投資等級因素，其利率風險、外匯波動風險或債券發行違約風險都高於一般債券。

有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至下列網址查閱：公開資訊觀測站：<http://newmops.tse.com.tw>、瀚亞證券投資信託股份有限公司：<http://www.eastspring.com.tw>或於本公司營業處所：台北市松智路1號4樓，電話：(02)8758-6699索取/查閱瀚亞投信獨立經營管理