



瀚亞印度政府基礎建設債券基金(本基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金)

周曉蘭
環球資產配置暨固定收益部
June 2020

印度債投資評估總覽

10年期公債預估區間 5.75-6.1% ; 匯率74.5-76.5

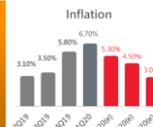
- 封城(5.0)將持續到6月
- 1~3月GDP成長放緩至3.1% · FY202GDP成長率亦放緩至4.2%。
- 預期FY21GDP為負成長，但下半年將有所回升。

經濟成長



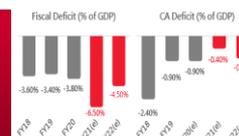
- 4月份由於封城政府未發布CPI。
- 3月份數字修訂為5.84%。

通膨



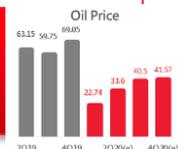
- 經常帳赤字由於大幅收窄至-14億美元(佔印度的0.2%)，去年同期為-177億美元(佔GDP的2.7%)
- 印度政府五月初宣布將財政年度借貸計畫擴大至20兆盧比

雙赤字



- 油價應是緩步走升，但上檔有限，對印度物價影響不大。

油價



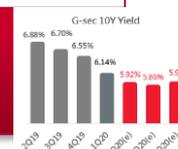
- 為刺激經濟，印度央行5/22意外宣布降息40bps至4%
- 通膨受控下，印度接下來仍有機會降息

政策面



- 政府可能在公債殖利率回升時購債，維持並控制殖利率在低位
- 疫情高峰落於7月以後，待解封後可期待公司債價格回升

評價面



註：柱狀圖中灰色柱為歷史數據，紅色柱為預估數據。

資料來源：Bloomberg/I-PRU, 2020/6

10年期公債殖利率走勢

封城期間，公債表現優於公司債，拉長公債天期操作

- ▶ 5月上旬公債殖利率受政府擴大財政刺激的消息影響短暫彈升
- ▶ 殖利率最終受央行調降各利率工具、銀行間資金持續氾濫因素主導，維持在6%下方

5月份公債及公司債殖利率

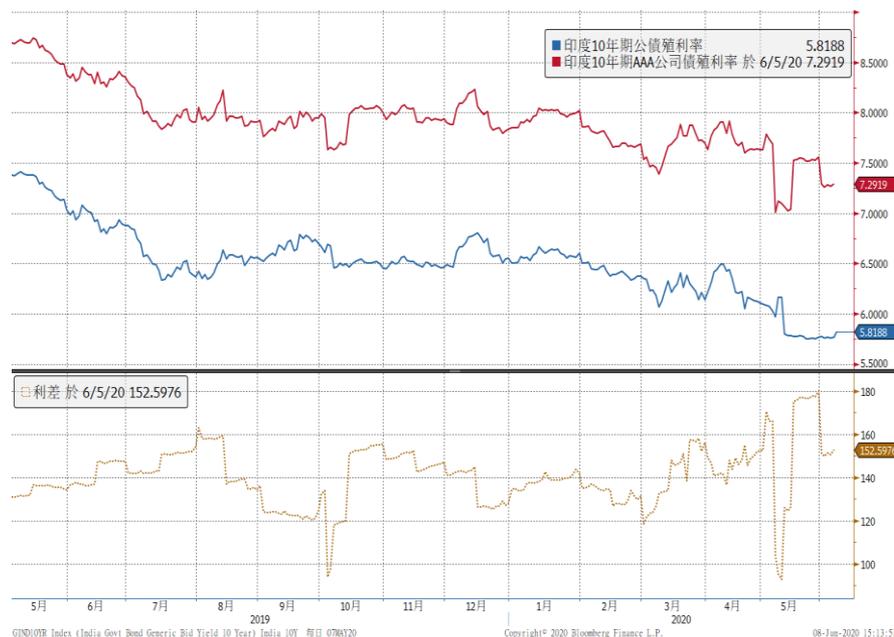
Bond Market

Tenure	G-Sec*	Change	AAA CB	Change
1Y	3.63	-30	4.50	-140
3Y	4.58	-13	5.30	-78
5Y	5.42	25	5.70	-70
10Y	6.01	-11	6.78	-44

Credit Spreads as on May 29, 2020

Tenure	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y
AAA	0.82%	1.09%	0.83%	0.66%	0.21%	0.83%	0.68%	0.29%
AA+	0.99%	1.28%	1.02%	0.85%	0.48%	1.14%	1.04%	0.65%
AA	1.24%	1.57%	1.33%	1.21%	0.84%	1.48%	1.43%	1.04%
AA-	1.38%	1.72%	1.50%	1.49%	1.13%	1.84%	1.89%	1.50%
A+	1.64%	1.96%	1.71%	1.78%	1.52%	2.18%	2.23%	1.84%
A	1.81%	2.13%	2.03%	2.10%	1.86%	2.52%	2.48%	2.09%
A-	2.13%	2.45%	2.42%	2.77%	2.41%	3.10%	3.13%	2.75%

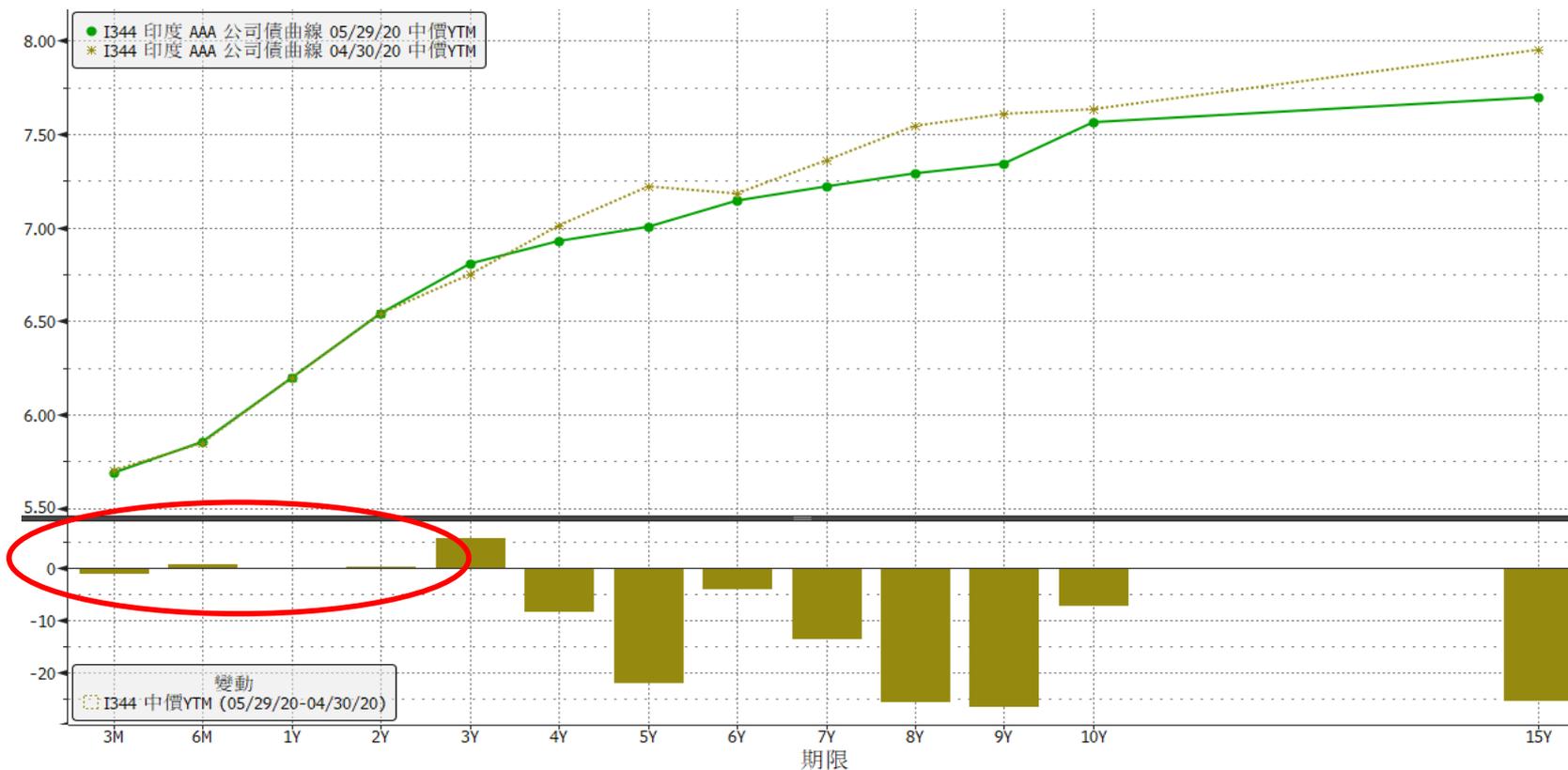
印度公債與AAA 級公司債走勢



資料來源：IPRU/Bloomberg, 2020/6

AAA 級 公司債殖利率變化

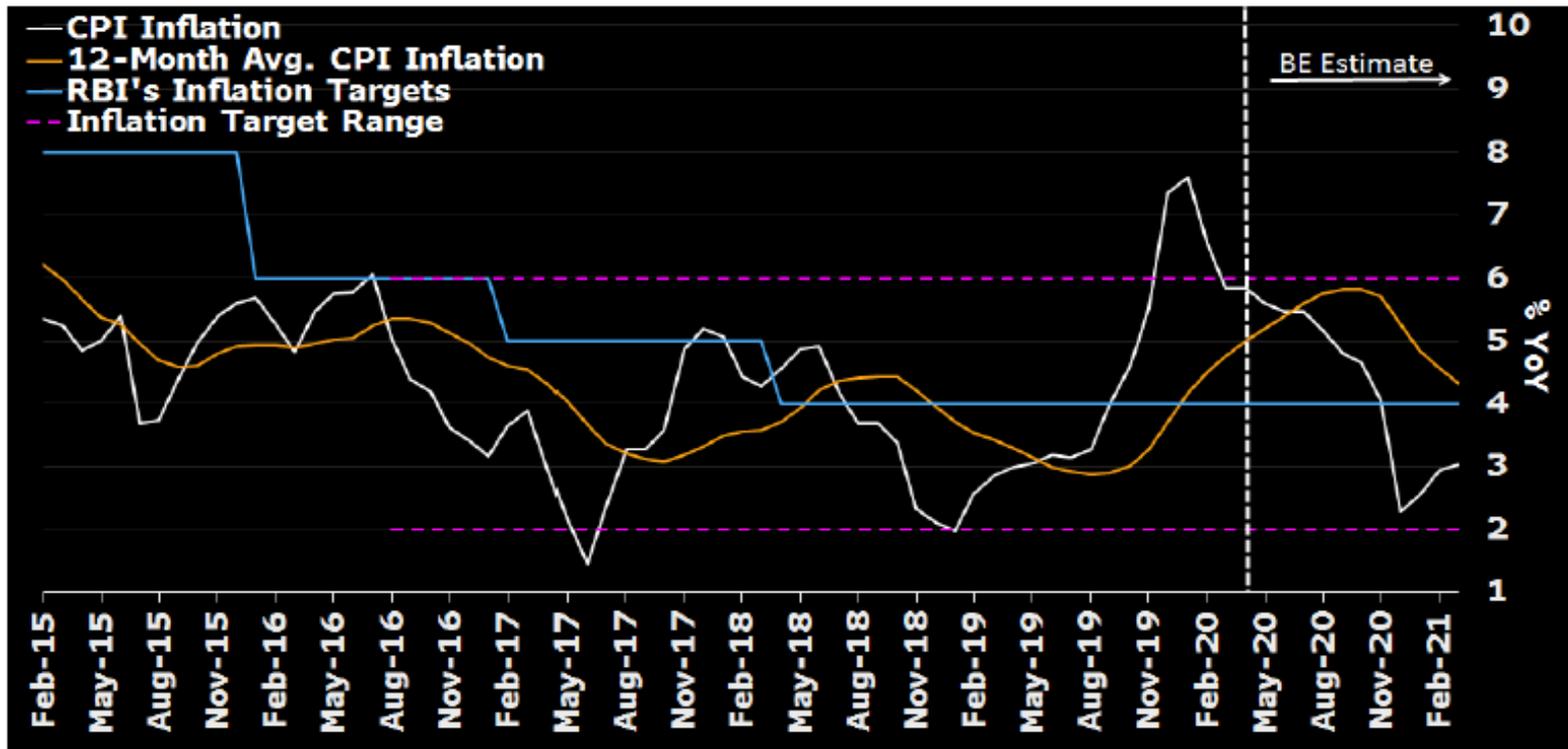
- 儘管印度央行試圖將過剩資金導向私部門，短天期公司債(不含國營)殖利率相對上月持平
- 可期待解封後公司債價格回升



資料來源：Bloomberg, 2020/6

CPI預期走勢

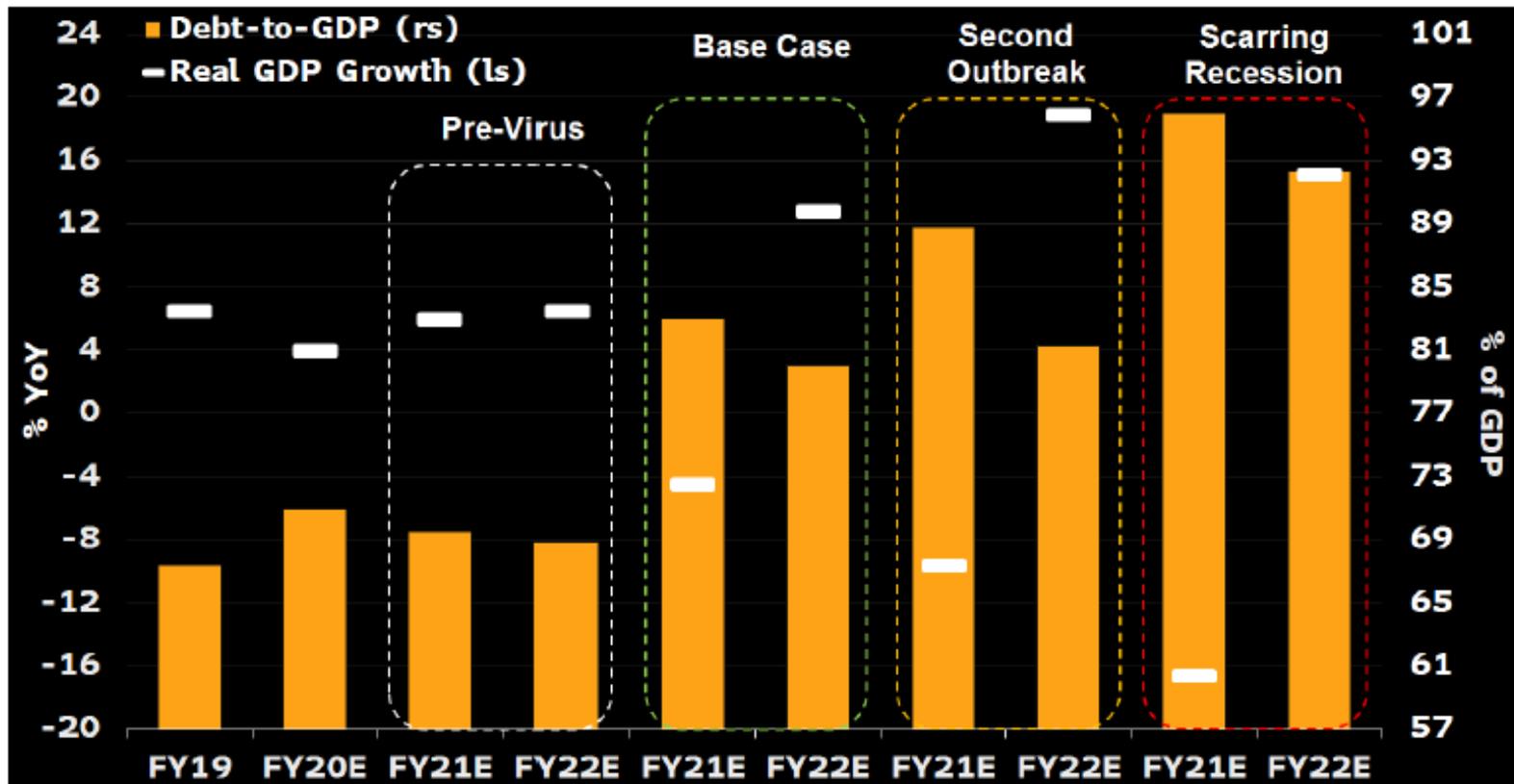
- CPI重回下降趨勢
- 2021財年上半年CPI(今年9月以前)可維持在目標4%上方，大幅降息空間有限
- 市場普遍預期印度央行8月再降息2碼



資料來源：Bloomberg, 2020/6

政府債務

- 參考Bloomberg情境分析，印度2021財年政府債務占GDP比重可能在84%至96%之間
- 政府債務占比已失準，未來主權評等調整之關鍵應在於GDP是否好於預期



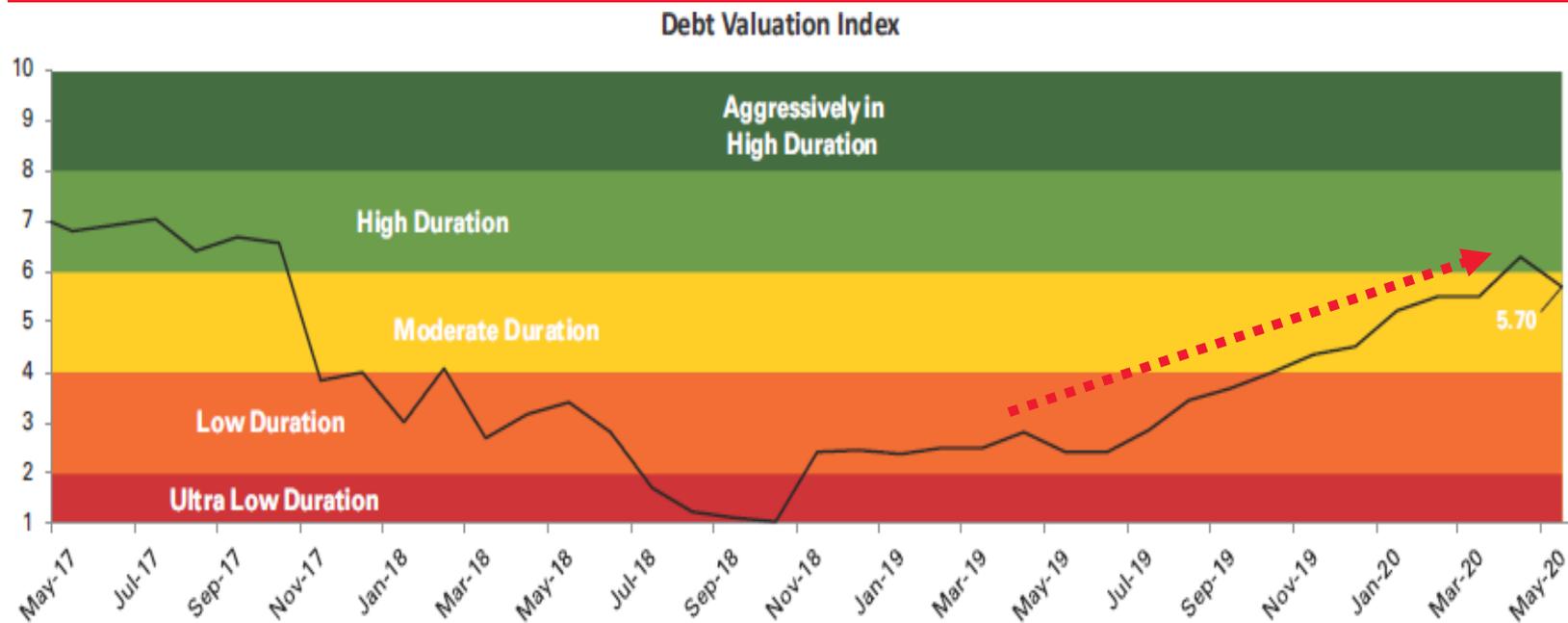
資料來源：Bloomberg, 2020/6

市場投資雷達1 – 債市投資風險

適度增加風險及收益，拉長存續期

- ▶ 依債券評價模型，綜合考量通膨、股市、原物料、利差及經常帳變數後，目前策略建議方向為可適度增加風險及收益率。存續期建議維持在中等存續期。

ICICI-PRU 債券評價模型(Debt Valuation Index)



Note: Debt Valuation Index considers WPI, CPI, Sensex ON-YEAR returns, Gold ON-YEAR returns and Real estate ON-YEAR returns over G-Sec yield, Current Account Balance and Crude Oil Movement for calculation.

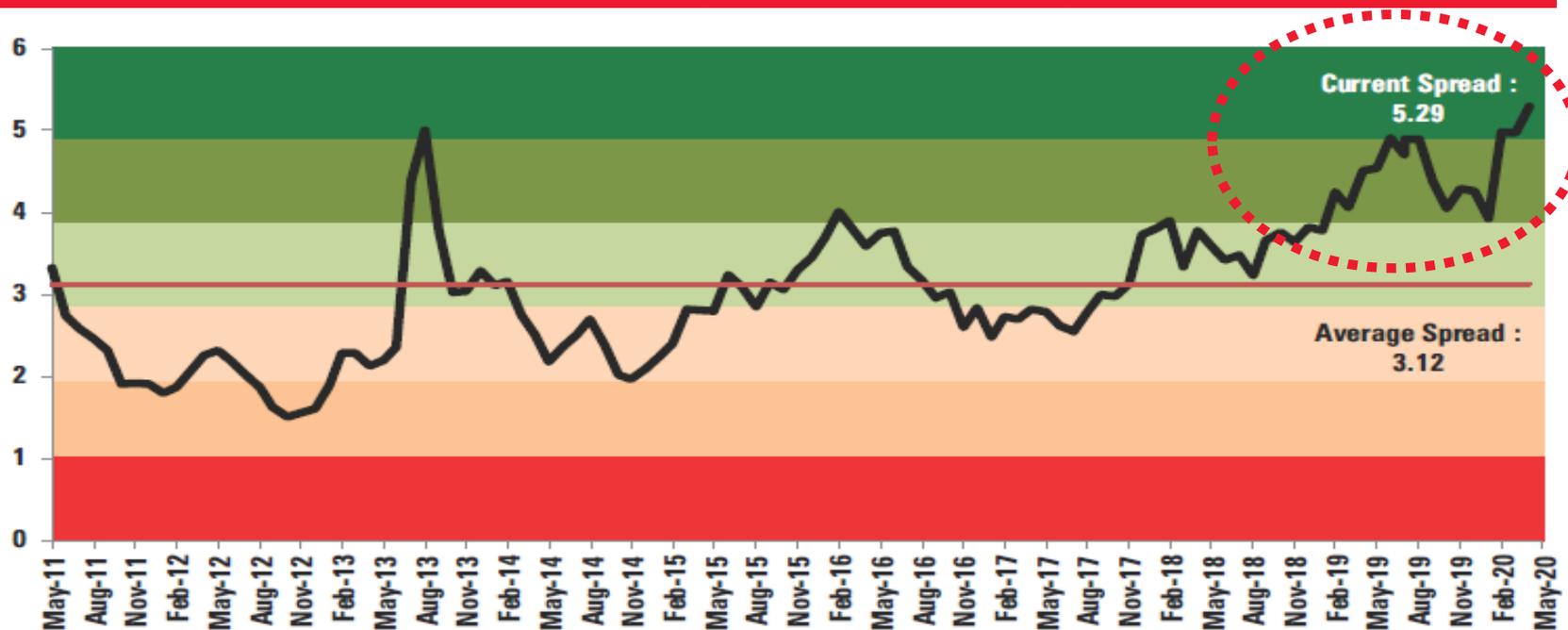
資料來源：ICICI-PRU, 2020/5/29

市場投資雷達2 – 信用債投資價值

公司債利差水準處於買進位置，息收投資價值高

- 依信用債評價模型，以公司債息收累積為主之策略持續為買進訊號：(1)與附買回利率間的利差為5.29%，過去5年來最高水準；(2)RBI未來應續以維護市場流動性及支撐經濟。目前建議加碼信用債。基金將積極管理流動性、集中度、信用風險及存續期風險，以提供較佳之風險調整後的報酬。

ICICI-PRU 信用利差模型: Spread [YTM* (%) – Repo Rate (%)]



資料來源：ICICI-Pru, 2020/5/29

市場投資雷達3 – 總經變數與匯率

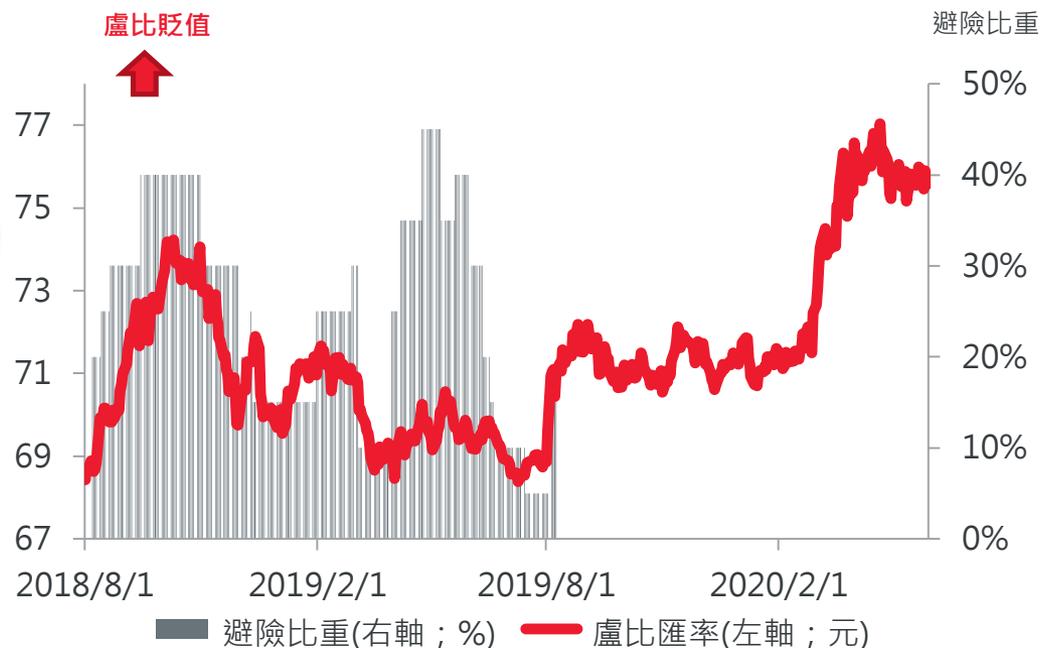
動態匯率避險，降低淨值波動度

- ▶ 印度盧比因(1)疫情未見真正高峰；(2)尚在封城，經濟回復仍需待時日；(3)油價走升；(4)印度央行干預等因素而導致相對其他新興貨幣表現為弱(i.e. 未大幅升值)。短期內，出口商賣美元、印股走升及美元指數若持續疲軟，均有助於盧比進一步貶值；若逐步解封狀況好轉，盧比則有升值機會。

ICICI-PRU 匯率評價模型因子



本基金匯率避險比重及印度盧比走勢



Note: 盧比匯率風險是以NDF避險(即預先賣出盧比、買入美元)。目的在於降低匯率波動對基金淨值影響

依模型建議+經理人市場面判斷動態調整。模型觀察因子包括：經常帳赤字、季節性因素、布蘭特原油價格、利差、美元指數變化

資料來源：Bloomberg/瀚亞投信整理, 2020/5/29

本基金成立以來淨值走勢圖

本基金成立以來(台幣累積級別)淨值走勢圖



2020/5/29	Return							
	3M	6M	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Inception
瀚亞印度政府基礎建設債券基金	-4.74%	-2.88%	-1.74%	-5.06%	-	-	-	-0.27%

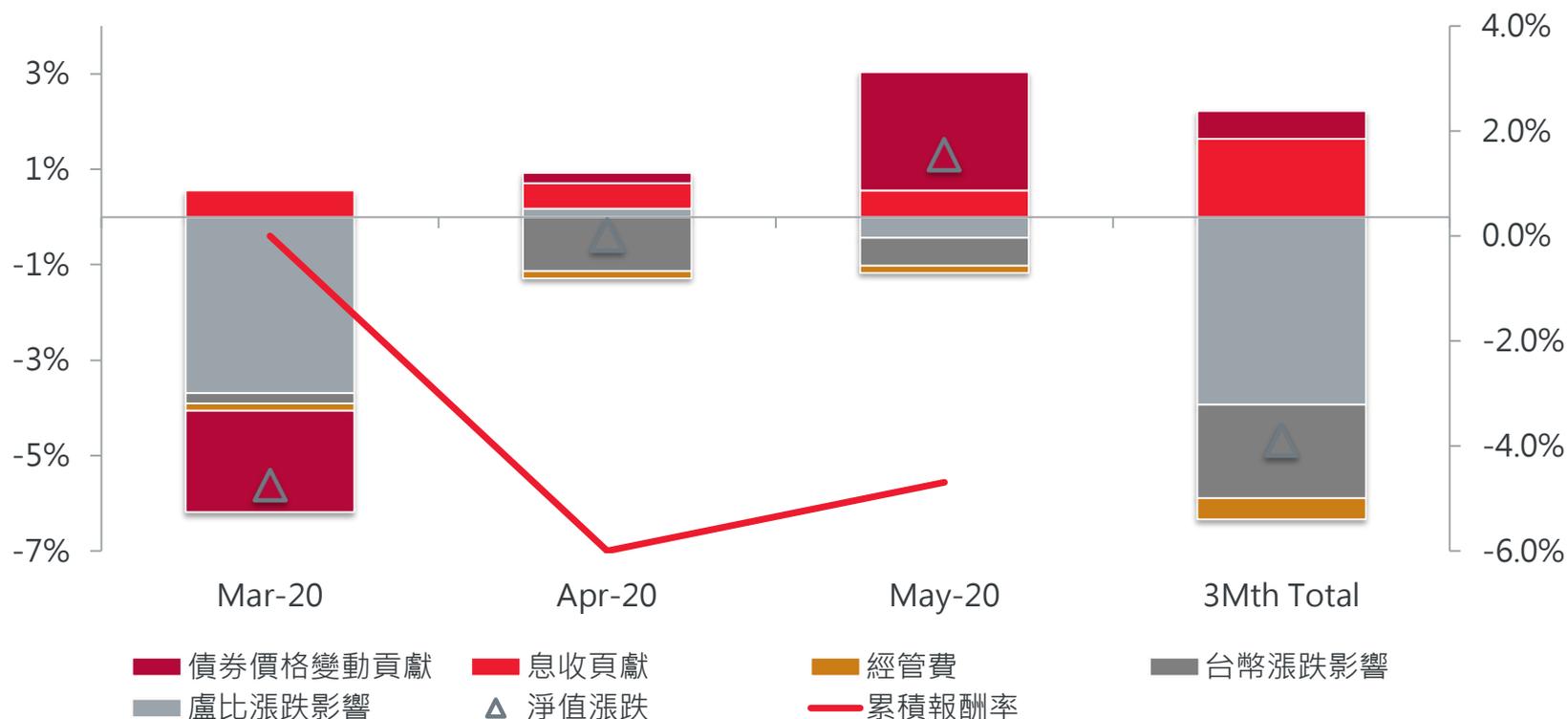
註: 本基金成立日為2018/8/1

資料來源: Lipper/Morningstar, 2020/5/29

本基金過去3個月報酬率貢獻度分析

匯率短期變動仍大，債券部位表現相對穩定

本基金過去3個月(台幣累積級別)各月份報酬率貢獻度分析



註: 此為推估數據，與實際數據可能略為不同

資料來源：瀚亞投資, 2020/5/29

操作回顧

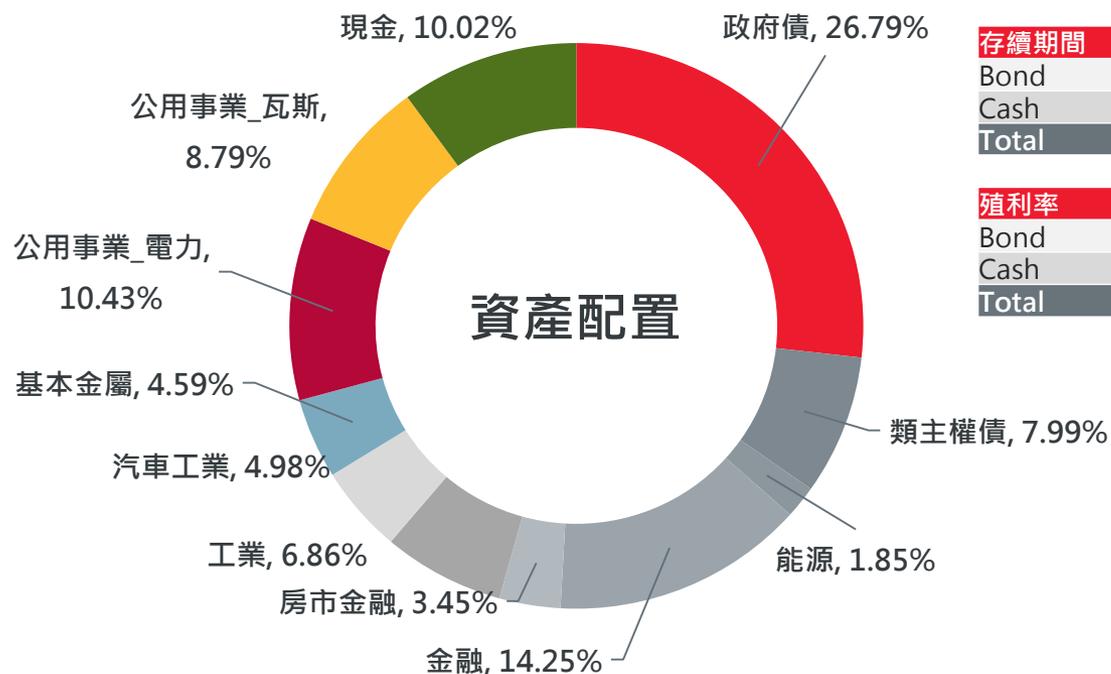
5月份基金績效(+1.31%)歸因

- ▶ 瀚亞印度政府建設債券基金於2018年8月1日成立。至2020年5月29日台幣級別A類型之淨值為9.9729元，較上月上漲1.31%。台幣級別B類型之淨值為8.6084元。美元級別B類型之淨值為8.8086元。人民幣級別B類型之淨值為9.2542元。台幣S類型之淨值為9.6205元。人民幣S級別之淨值為10.2753元。基金淨值變動主要由於息收累積、部分資本利/損及相對匯率變動之故。截至5月底，基金持債比重為89.98%，持有標的為印度盧比計價之公債及公司債。基金之債券投資部位存續期間約4.65年，債券部位收益率約7.12%，投組收益率為6.41%。基金印度盧比對美元之避險比重為0%。
- ▶ 市場認為疫情未緩導致解封期限一延再延，將對印度經濟前景造成嚴重損害，下修本財年印度經濟增長預期至-5%。受封城影響，印度4月服務業PMI慘跌至僅剩5.4，為今年各國PMI中最低數值，由於服務業產值幾乎占該國GDP半數比重，因此服務業重挫意味著印度經濟面臨著極大考驗。為了緩解經濟衝擊，莫迪政府以財政及貨幣政策雙管齊下，推出規模達20兆盧比(約2660億美元)的經濟刺激措施。另外，印度央行將基準附買回利率下調40bps至4%，這是自2000年以來的最低水平。印度央行貨幣政策委員會在預定於6月初舉行的會議之前做出了這項決議，並維持「寬鬆」立場，意味著還有可能進一步寬鬆。
- ▶ 債券市場方面，5月底10年公債殖利率收在5.785%。印度盧比則是收在75.611元兌一美元，貶值0.71%。

資料來源：瀚亞投資, 2020/5/29

基金佈局

規模11.75億，債券部位殖利率7.12%，平均存續期間4.19年



投資比重	
Bond	89.98
Cash	10.02
Total	100.00

存續期間	
Bond	4.65
Cash	
Total	4.19

殖利率	
Bond	7.12
Cash	
Total	6.41

國家	
印度	89.98%
合計	89.98%

債券幣別	
印度盧比	89.98%
美元	0.00%
小計	89.98%

信評	
BBB	26.79%
BBB-	27.22%
BB-	0.00%
B	4.98%
NR	30.99%
Total	89.98%

產業	
Government	26.79%
Sovereign Agency	7.99%
Financial	17.70%
Basic Materials	4.59%
Energy	1.85%
Consumer, Cyclical	4.98%
Utilities	19.22%
Industrial	6.86%
Total	89.98%

註: NR(Non-Rating)主要因為該債券無國際信評，惟均為印度當地信評AA~AAA級

資料來源: 瀚亞投資, 2020/5/29

本基金前十大持券

比重	債券名稱	發行人	發行人_中文	國家	幣別	產業	次產業	殖利率 (%)	存續期間	信評	公司簡介
13.15	IGB 7.57 06/17/33	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	6.37	8.48	BBB	印度主權債
9.01	IGB 7.17 01/08/28	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	6.13	5.88	BBB	印度主權債
8.79	RILUTL 9 3/4 08/02/24	JAMNAGAR UTIL & POWER	信實公用事業與電力	IN	INR	Utilities	Gas-Distribution	8.64	3.37	NR	為印度信實集團旗下電廠
7.99	NHAIIN 7.49 08/01/29	NATL HIGHWAYS AUTH OF IN	印度國家公路管理局	IN	INR	Government	Sovereign Agency	7.12	6.58	BBB-	印度政府的自治機構，負責管理印度的國家高速公路網
5.28	NTPCIN 7.32 07/17/29	NTPC LTD	NTPC Ltd	IN	INR	Utilities	Electric-Generation	6.68	6.61	BBB-	印度國營企業，從事電力和發電業務。核心業務是向國有配電公司和印度國家電力局發電和銷售電力
5.15	TPWRIN 9.15 06/14/22	COASTAL GUJARAT POWER LT	Coastal Gujarat Power Ltd	IN	INR	Utilities	Electric-Integrated	8.38	1.95	NR	提供公用事業服務。該公司提供發電，輸電和配電服務。
5.13	GRASIM 7.6 06/04/24	GRASIM INDUSTRIES LTD	Grasim Industries Ltd	IN	INR	Industrial	Bldg Prod-Cement/Aggreg	7.30	3.60	NR	印度製造業公司，總部位於孟買。多元化經營纖維水泥和化學品製造。
5.11	LICHFL 7 3/4 07/23/24	LIC HOUSING FINANCE LTD	LIC Housing Finance Ltd	IN	INR	Financial	Finance-Mtge Loan/Banker	7.56	3.51	NR	印度最大的住房融資抵押貸款公司之一
4.98	TTMTIN 7 1/2 10/20/21	TATA MOTORS LTD	塔塔汽車有限公司	IN	INR	Consumer, Cyclical	Auto-Cars/Light Trucks	8.82	1.31	B	印度的汽車廠商，隸屬於塔塔集團
4.59	VEDLN 9.45 08/17/20	VEDANTA LTD	韋丹塔有限公司	IN	INR	Basic Materials	Diversified Minerals	8.80	0.37	NR	多元化的自然資源公司，業務涉及生產石油和天然氣等。

資料來源：瀚亞投資，2020/5/29

投資總結

印度債市及基礎建設債看法

- ▶ 本次降息符合預期。自疫情流行以來，印度央行已將政策利率降低了115bps。由於Covid的限制和暫時的勞動力短缺，預計增長將保持較低水準。但由於封城將逐步放鬆，原油價格可能仍將保持較低水平以及預測季風為正常，通膨將維持在印度央行的容忍區內。認為印度央行可以採取進一步措施來改善資金傳導：(1)採取措施防止銀行在印度央行的逆回購窗口中囤積大量剩餘流動資金；(2)提高銀行債券的HTM（持有至到期）限額；(3)持續購債且經由公開市場操作購買或在初級市場購買證券來幫助改善需求；(4) 5年及以上的超長期回購操作。
- ▶ 盧比方面，因(1)疫情未見真正高峰；(2)尚在封城，經濟回復仍需待時日；(3)油價走升；(4)印度央行干預等因素而導致相對其他新興貨幣表現為弱(i.e. 未大幅升值)。短期內，出口商賣美元、印股走升及美元指數若持續疲軟，均有助於盧比進一步貶值；若逐步解封狀況好轉，盧比則有升值機會。

基金佈局策略

- ▶ 基金投資策略：考量印度央行將在未來幾個季度採取更強有力的措施，基金在投組中佈局部分較長天期的債券，但整體存續期僅是微幅增加。由於政府和印度央行採取了各種刺激措施，金融市場有所改善，認為公司債利差仍有很大的收斂空間。投組佈局重點在增加存續期間以增加資本利得空間，並增加利差資產以著眼於利差收斂機會。

本基金投資特色 1 – 囊括印度債市精華，彈性調整資產配置
涵蓋印度政府公債及基礎建設概念公司債，掌握印度發展投資契機



大印度
大建設
大投資



基礎建設概念公司債(70%+)

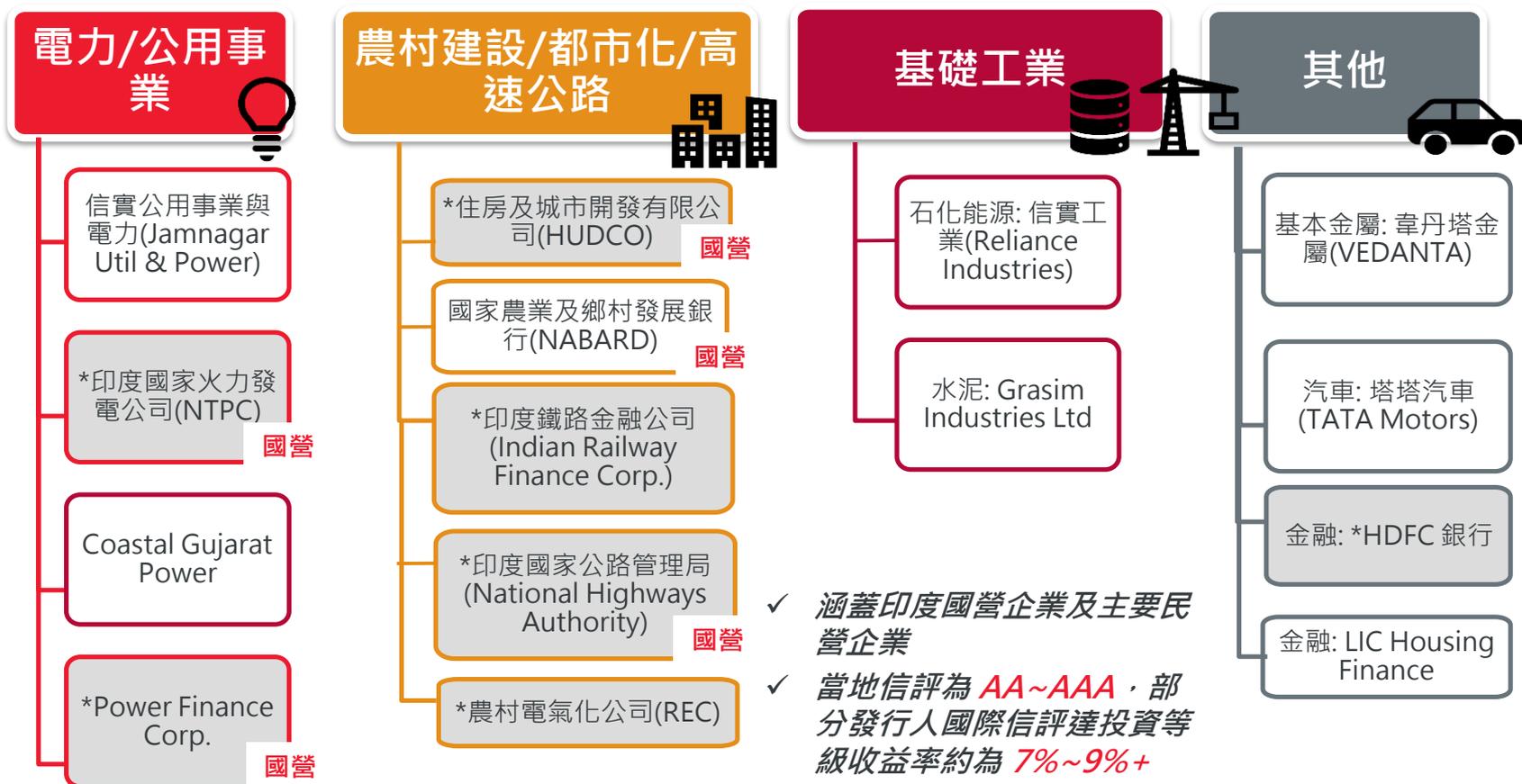
- 經濟成長動能所在
- 收益率高 (7%~9%+)、利差仍大
- 長期表現好

印度政府公債(20%~40%)

- 印度通膨壓力仍可控
- 央行存有降息空間
- 與美債利差高、實質利率亞洲最高



本基金投資特色 2 – 基建公司債重點為電力、都市化、基礎工業、金融 3成+ 為國營企業或投等債，其餘近4成均為當地高信評公司 信用風險低



*灰色處表示 發行人之國際信評(S&P, Moody's, Fitch)為投資等級

資料來源：瀚亞投信, 2020/5

本基金投資顧問 ICICI-PRU - 信用分析的成功經驗

全印度資產管理業所持有的公司債中，I-PRU持券0違約

ICICI Prudential (I-PRU) AMC董事總經理Nimesh Shah：
我們不追逐更高的收益率並遵循獨立的信用風險評估來管理波動並控制風險

- ▶ 在過去的20年中，I-PRU所管理的基金中沒有任何一檔違約或拖延支付利息的情形
- ▶ 自IL&FS爆發違以來，全印度資產管理業(共計44家)所持有的公司債\$850億中，I-PRU(基金持有約為260億)為二家完全未違約的業者之一
- ▶ 其他業者過於依賴外部信評機構及追求更高收益率
- ▶ I-PRU債券基金管理規模增加35%，而市場則下降了15.5%

Not a single default or delay in debt repayment, says ICICI Prudential chief

Suresh P Iyengar | Mumbai | Updated on January 06, 2020 | Published on January 06, 2020



Nimesh Shah, MD and CEO of ICICI Prudential Asset Management Company

ICICI Mutual Fund plays it safe, avoid debt crisis

Notwithstanding the series of corporate debts, ICICI Mutual Fund has advised investors to consider debt mutual fund schemes as it feels the current crisis is

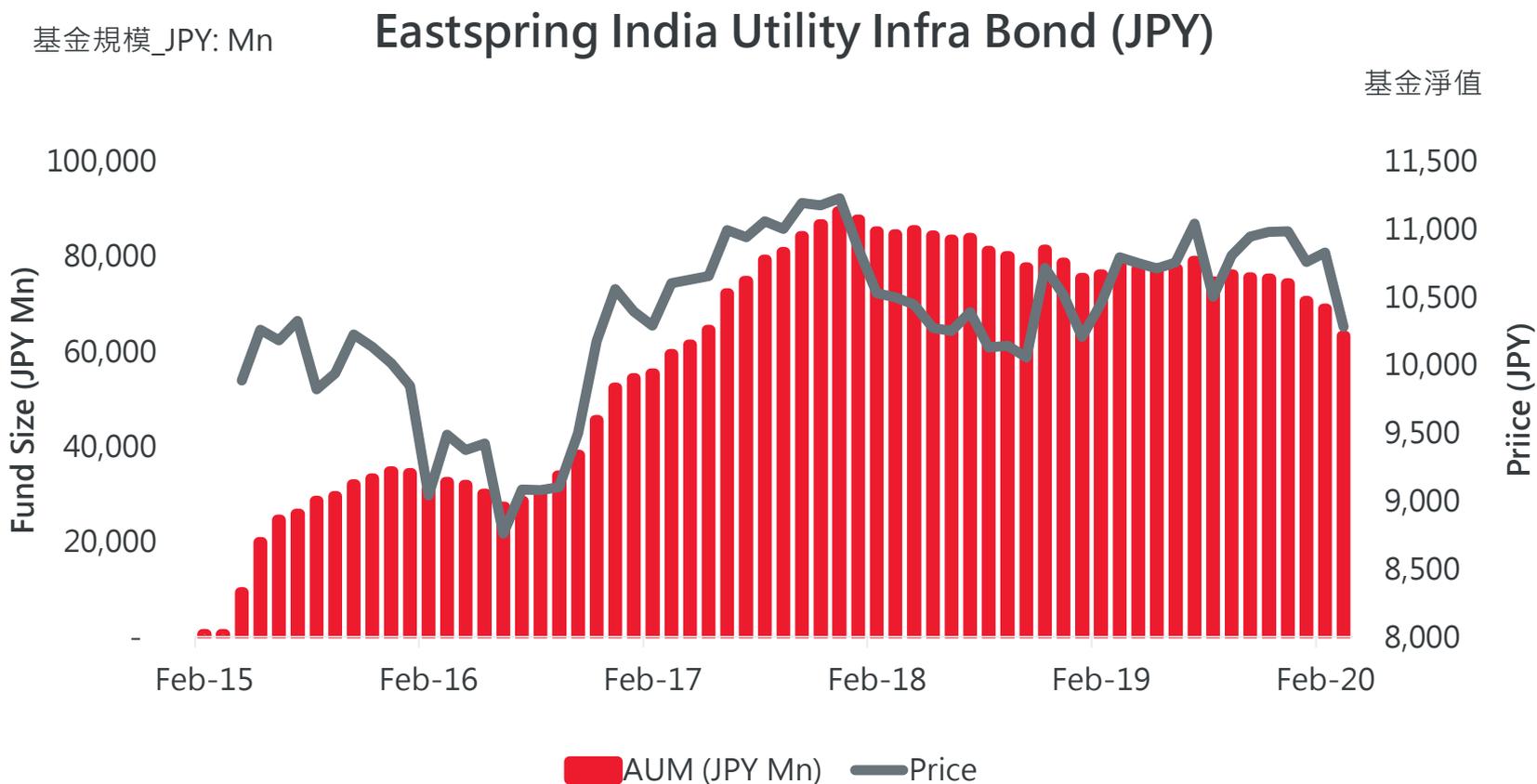
an individual case and not systemic failure of the entire mutual fund industry.

<https://www.thehindubusinessline.com/markets/not-a-single-default-or-delay-in-debt-repayment-says-icici-prudential-md/article30495566.ece>

資料來源：ICICI Prudential Asset Management, 2020/1

本基金投資顧問 ICICI-PRU & 基礎建設債投資商機在日本的成功經驗

2015年成立，迄今規模約當台幣180億



註: 基金並未對印度盧比或是日圓避險

資料來源: ICICI Prudential Asset Management, 2020/3

警語

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。

本基金經金融監督管理委員會核准，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驗信用評等，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。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，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為計算基礎，預估未來一年於投資標的個股取得之總股利收入，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。基金管理機構視投資組合標的股利率水準變化及基金績效表現調整配息率，故配息率可能會有些微變動，若股利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股利率為參考基準，惟基金管理機構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。本基金之主要投資風險包括類股過度集中之風險、產業景氣循環之風險、流動性風險、外匯管制及匯率變動之風險、投資地區政治經濟變動之風險、商品交易對手及保證機構之信用風險。避險交易並不保證消除所有的貨幣風險。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。本基金包含新臺幣、美元、澳幣、南非幣及人民幣計價級別，如投資人以非本基金計價幣別之貨幣換匯後申購本基金，須自行承擔匯率變動之風險。此外，因投資人與銀行進行外匯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。本基金投資於中華民國證券市場之比率不得超過基金淨資產價值之30%；本基金美元、澳幣、南非幣及人民幣計價受益權單位得於基金銷售機構之國際金融業務分行(OBU)及國際證券業務分公司(OSU)銷售，惟銷售對象以非居民為限。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