



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
September 2020

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)



選印度...

基礎建設 印度契機

- 經濟成長動能所在
- 收益率高 (6%~9%+)、利差仍大
- 長期表現佳



選時機...

經濟解封 否極泰來

- 確診人數創高，但死亡率低
- 政府力推振興、企業營運回升



選瀚亞...

亞洲專家 在地智慧

- 瀚亞+印度最大固定收益基金公司 ICICI-PRU
- 持券0違約紀錄



印度總經與債市

印度債投資評估總覽

10年期公債預估區間 5.75-6.25% ; 5年期4.75-5.5 % ; 匯率71.5-74

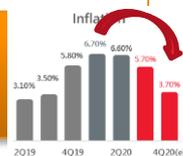
- 1~3月GDP成長放緩至3.1% , 4~6月負成長23.9% , 預計FY2021GDP為負成長10.6%
- 8月份PMI維持弱勢52 (前期46) , 預期下半年經濟成長將有所回升。

經濟成長



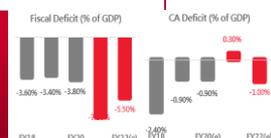
- 政府調升燃油價格 , 最新通膨上升至6.9%。

通膨



- Q4FY20取得貿易順差 +0.1%
- FY20財政赤字4.6% , (修正預期3.8%)

雙赤字



- 政府調升燃油價格 , 挹注財政收支

油價



- 儘管4~7月的通膨高於市場預期 , 但預計印度央行不會改變其寬鬆貨幣政策立場

政策面



- 政府持續購入長天期公債 , 維持並控制殖利率在低位 (Operation Twist)
- 解封後彭博公司債價格逐漸朝本地價格收斂

評價面



註: 柱狀圖中灰色柱為歷史數據 , 紅色柱為預估數據。

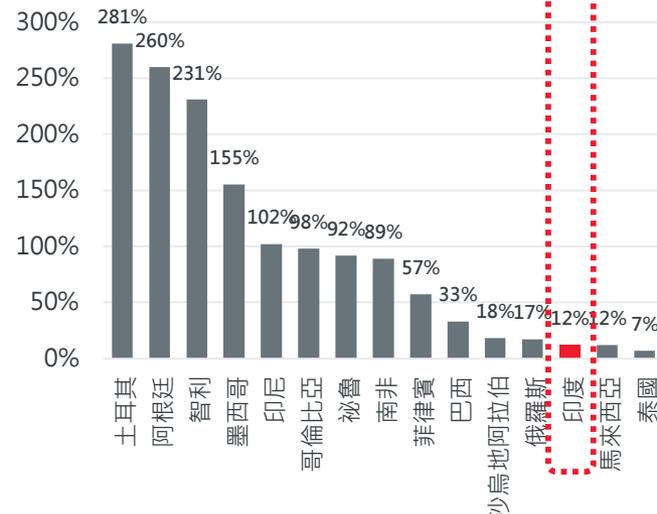
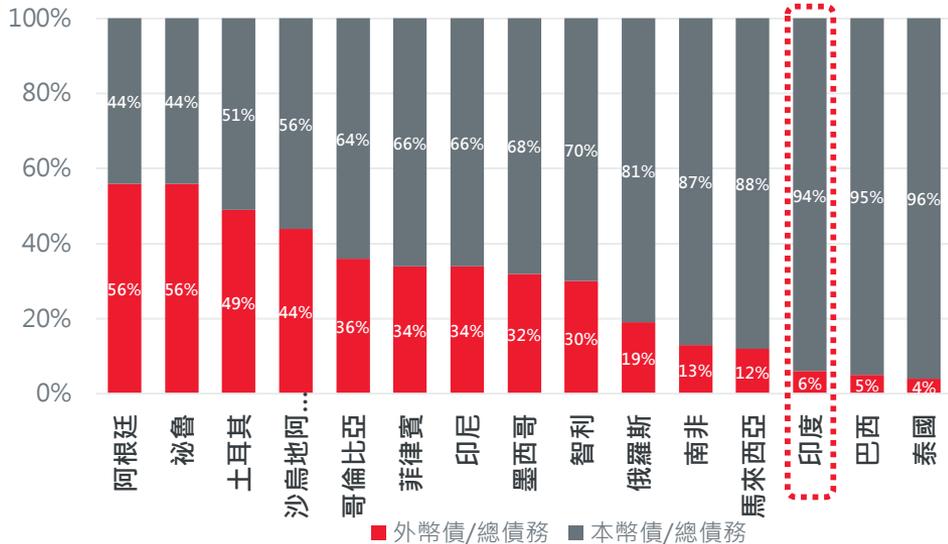
資料來源 : Bloomberg/I-PRU, 2020/8/31

印度在新興國家中的違約風險偏低

國家外資仰賴程度低、外幣債槓桿率低

印度外幣債佔總債務比重為僅6%

印度外幣債為外匯存底的12%



* 俄羅斯 / 泰國 / 沙烏地

* 馬來西亞 / 印度 / 菲律賓

* 秘魯 / 印尼

* 巴西 / 智利 / 南非 / 墨西哥 / 土耳其

* 阿根廷

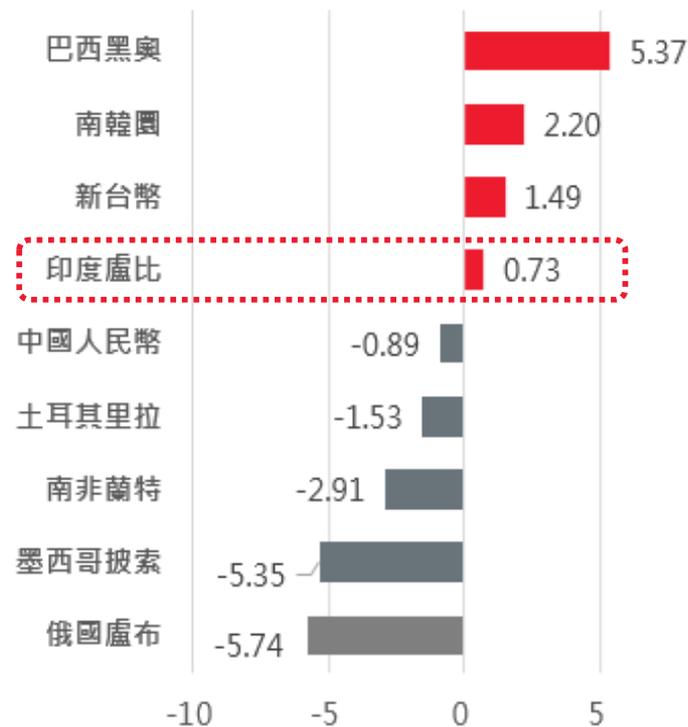
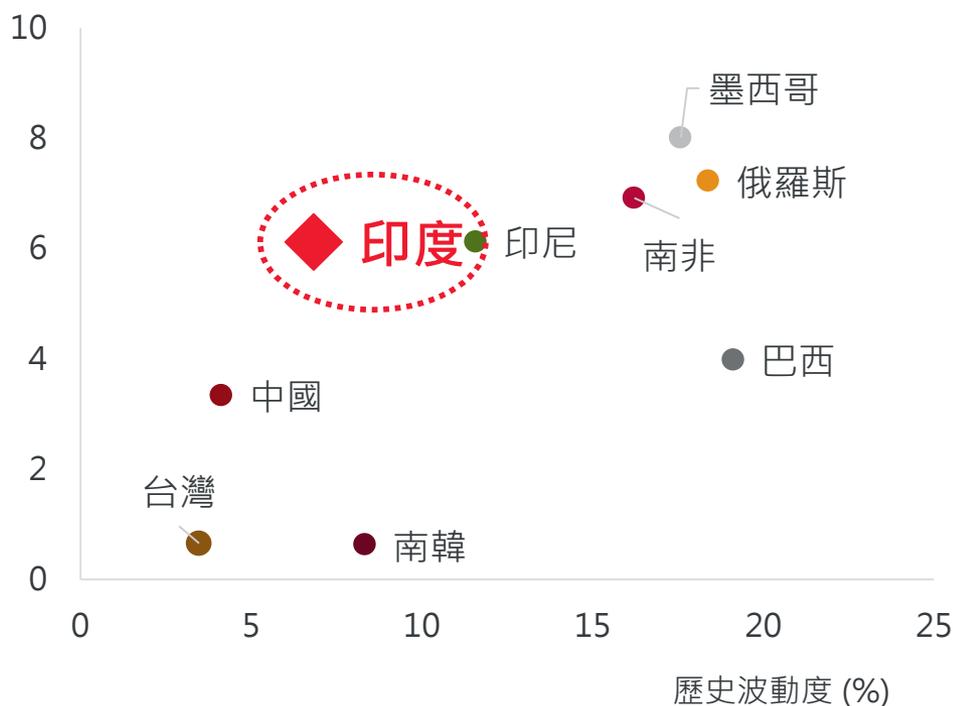
主權違約風險

印度盧比過去一年波動度小於主要新興國家 市場預期盧比未來一年將小幅升值

印度盧比與主要新興國家過去一年貨幣波動度及利率比較

市場對各新興貨幣未來一年報酬率預估

利息報酬 (%)



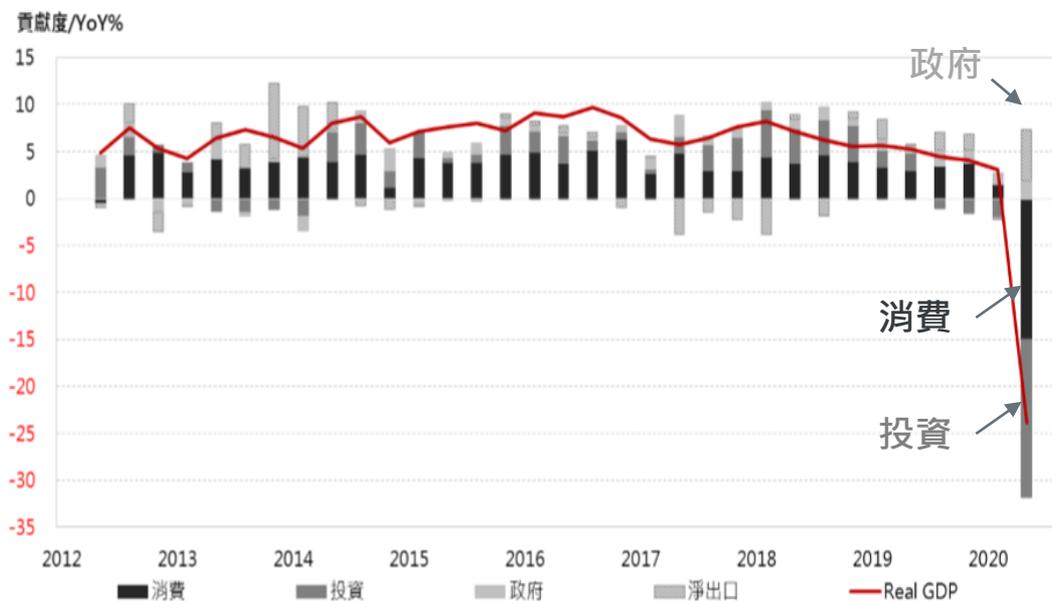
資料來源：Bloomberg, 2020/9

第二季經濟成長重挫，反應政府封鎖下對景氣的嚴重衝擊

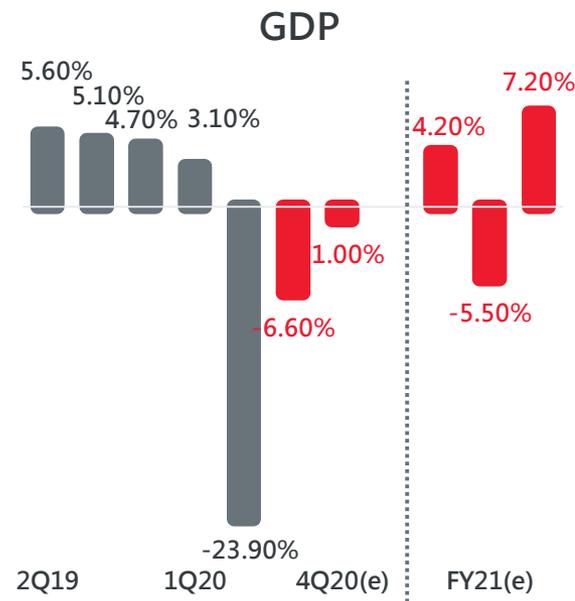
隨著財政部及央行雙雙祭出擴張性政策，預期景氣於第四季可望反彈

- ▶ 第二季GDP成長率由前值3.1%下挫至-23.9%，且低於市場預期-18.0%。
- ▶ 消費、投資年率分別由2.7%、-5.8%降至-26.7%，-47.5%成為最大拖累。
- ▶ 遜色的數據，反映出政府為防止疫情擴散所採取的封鎖令嚴重衝擊景氣。

印度GDP年增率及各分項貢獻度



印度GDP歷史及預估



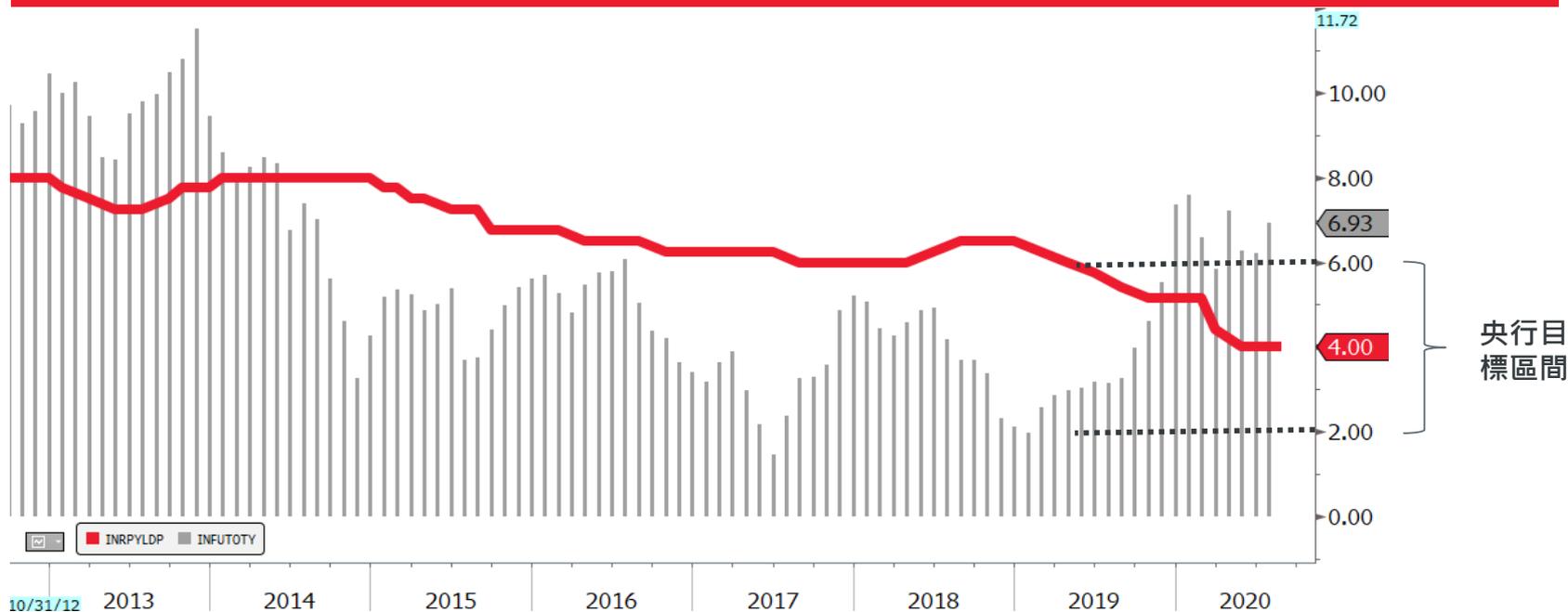
資料來源：Bloomberg, 2020/9

考慮不斷變化的通膨狀況，印度央行8月份暫停降息

繼續把經濟成長放在首位，保持寬鬆立場，下半年仍有降息機會

- ▶ 7月份印度通膨上升至6.9%，高於市場預期與政府目標區間(4%+/-2%)。主要是因為柴油價格帶動運輸、蔬菜價格上升。
- ▶ 不過印度央行繼續把經濟成長放在首位，保持寬鬆立場，預期下半年仍有降息機會。

印度通膨與央行利率走勢



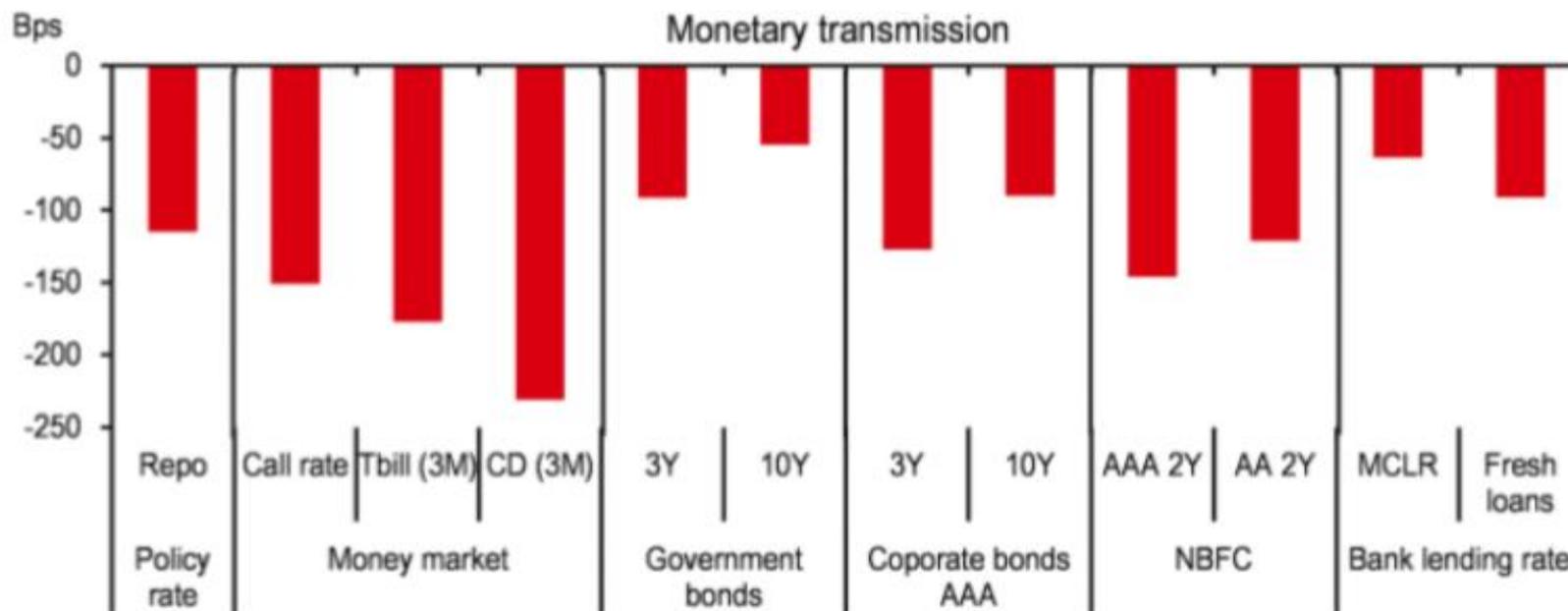
資料來源：Bloomberg, 2020/9

RBI持續透過高銀行間流動性傳遞政策利率引導

政府暫緩降息，但推出更多債務重整框架幫助銀行產業

- ▶ 8月份雖暫停降息，但9/1政府放寬銀行投資公債認列持有至到期至22%(原為19.5%)。銀行業評價壓力降低約可為政府債市帶來~3.6兆盧比資金流入。

印度央行貨幣政策傳導效果



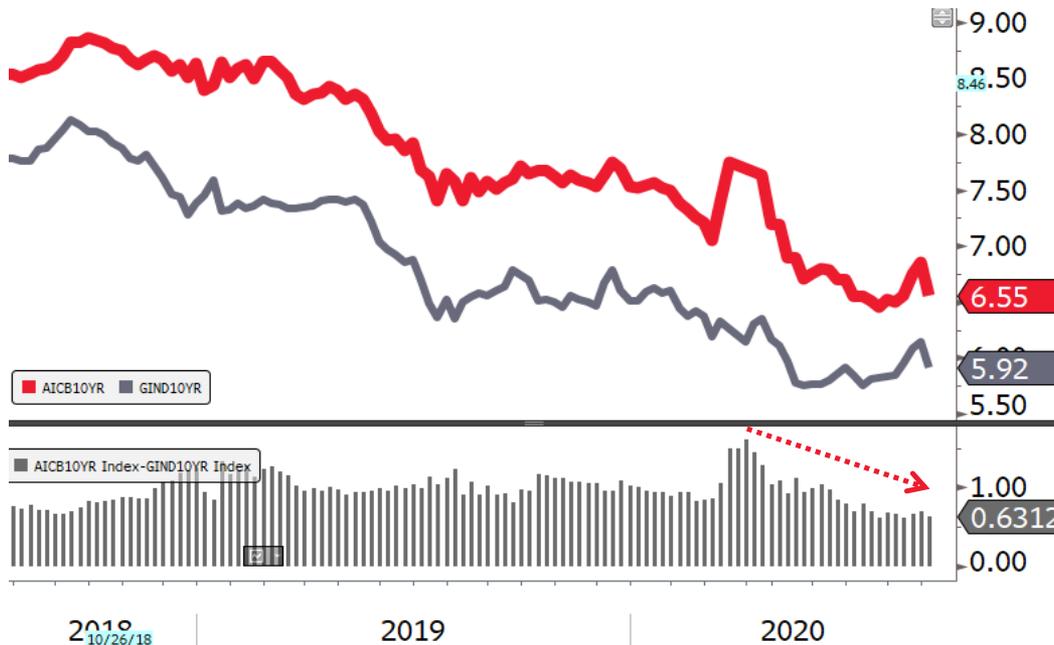
資料來源：Bloomberg, 2020/9

印度政府債與AAA級公司債殖利率走勢

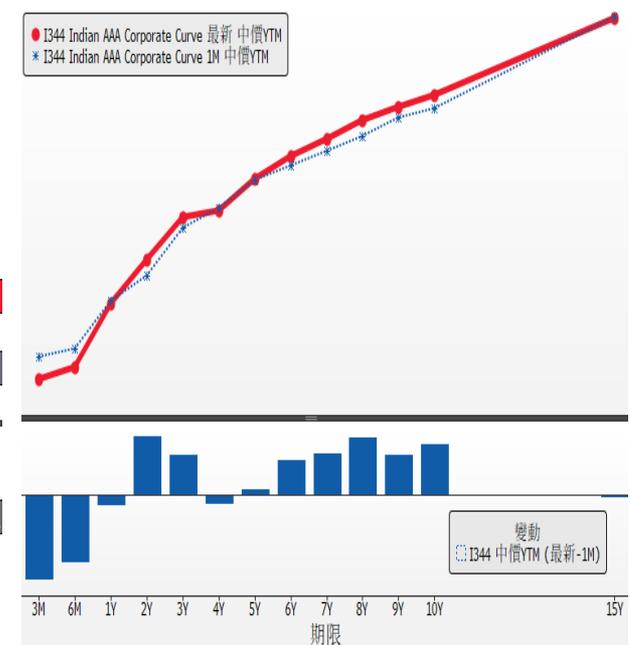
高信評的公司債和類主權公司債券利差持續走低

- ▶ 過去幾週，在利差保護下，高信評的公司債和類主權公司債券利差持續走低，未受政府債利率上升太多影響。8/25政府進行200億盧比公開市場操作，9月份政府再進行兩次各2000億盧比OT*、與9月中1兆盧比TLTRO**。10年公債殖利率預估區間5.75-6.25%、5年期債券殖利率區間4.75-5.5%。

印度10年期公債及AAA公司債殖利率走勢



公司債殖利率



註: *Operation Twist: 購買長期政府證券，同時出售相同數量的較短期限的政府證券或國庫券

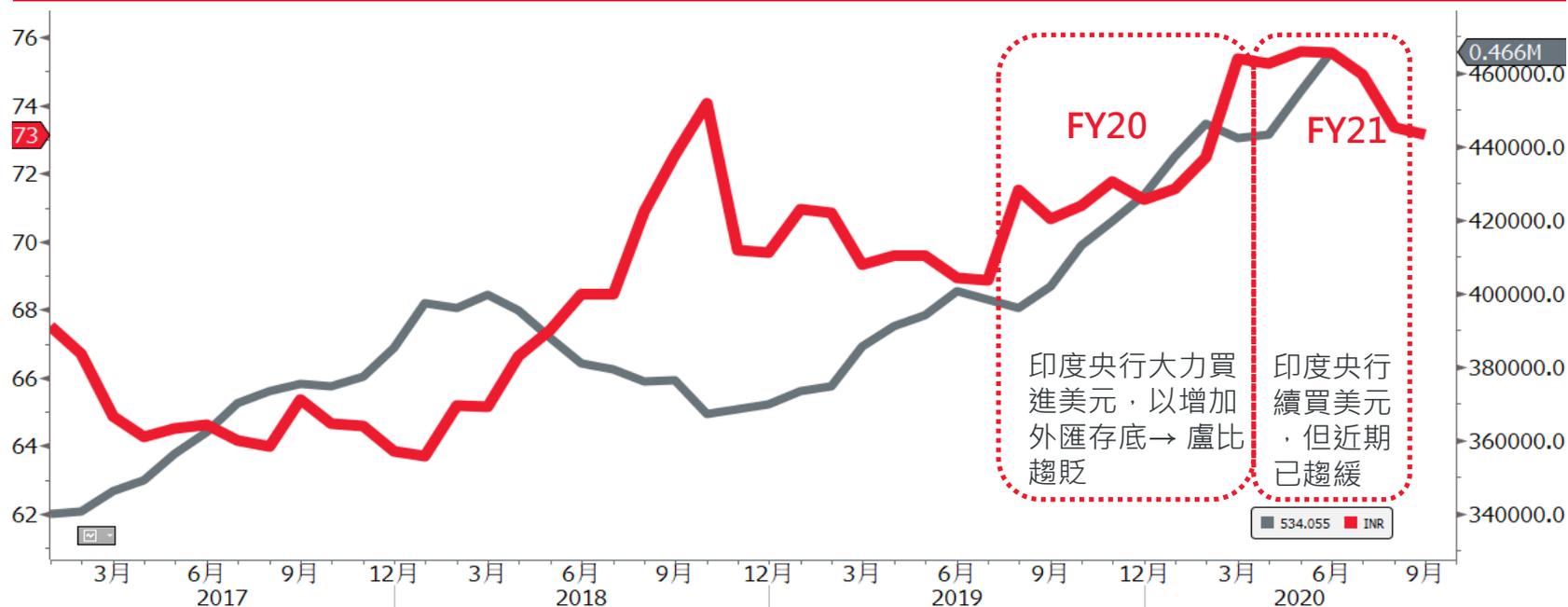
**TLTRO: targeted long-term repo operation

資料來源：IPRU/Bloomberg, 2020/9

印度盧比走勢

- ▶ 外資持續流入，央行棄守74.5關卡
- ▶ 8/27 Fed 推出平均通脹目標，宣告容忍通膨上限時間，長期零利率時代來臨，資金流入EM。
- ▶ 200天移動平均約73-74，突破後看 \$71.8-72

印度盧比走勢



資料來源：Bloomberg, 2020/9



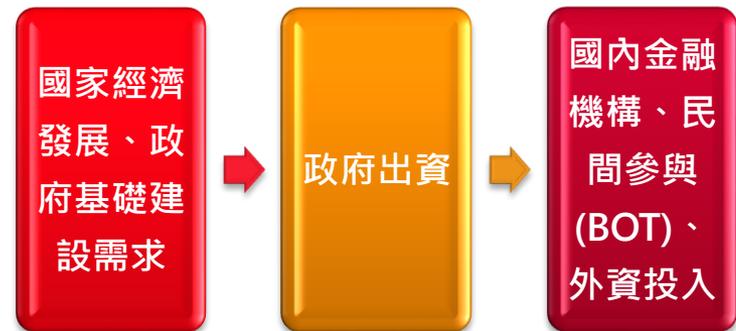
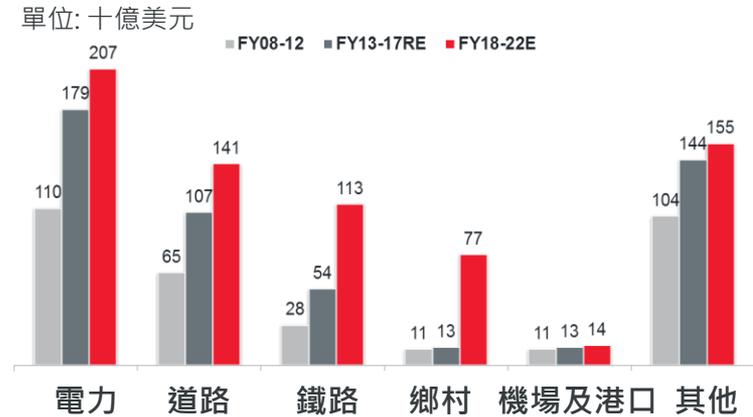
印度基礎建設商機

印度基礎建設商機無限 2018~2022將投入50兆盧比(\$7,700億美元)

基建需求龐大，也是政策施政主要方向



印度基礎建設藍圖



資料來源：Bloomberg, 2020/8

貿易戰、疫情夾擊，印度要自給自足/自力更生(Self-reliant India Mission)

短期為了振興印度經濟，長期則是為印度迎接全新挑戰預作準備



「自給自足的印度」相關政策

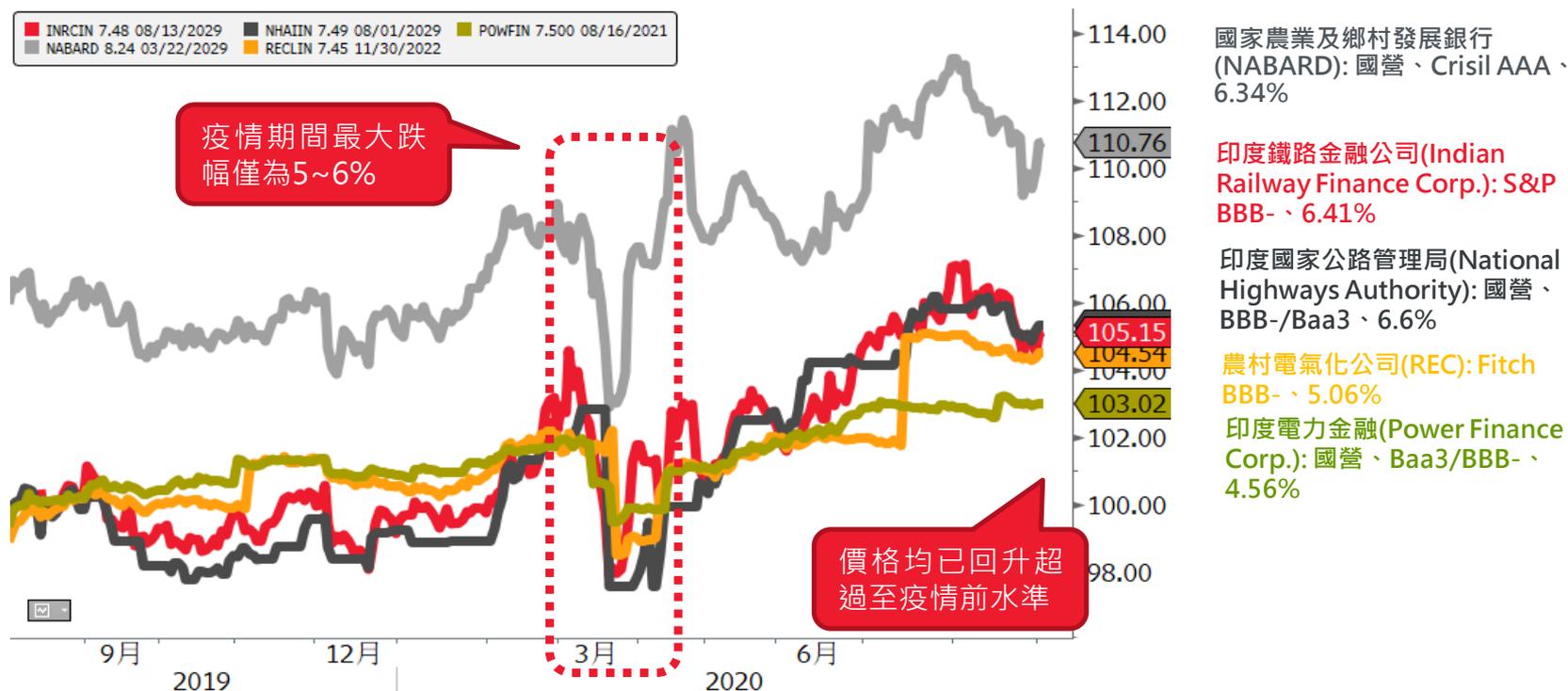
月份	事件
4	公布 PLI、SPECS、EMC 2.0 電子製造政策 取消與印度領土接壤國 FDI 事後報備資格
5	放寬 PLI 申請資格 封殺 59 個中國應用
6	禁止國營電信公司採購華為、中興設備 DPIIT 提上千種商品限制進口清單 開放 PLI 獎勵投資計畫申請 傳將華為、阿里巴巴等 7 家列為解放軍相關企業，限制投資 封殺 47 個中國應用 決定延長並加徵太陽能產品進口關稅，瞄準中國
7	決定 2020 年 3 月起調高 371 項產品標準，須符合印度標準局檢驗通過 限制中國電力設備進口 限制中資參與印度政府標案 限制中資參與鐵公路等基建工程 公布 PLI 申請名單，主要中國業者均未申請
8	傳調高產品進口標準，調高 FTA 貿易夥伴產品在地加值率以避免中貨取道入關

資料來源：Bloomberg, 2020/8

印度基礎建設概念債券走勢

國營、高信評；債券價格相對穩定走升。疫情期間最大跌幅僅為5~6%

印度基礎建設相關債券今年以來價格走勢



註: 此為舉例之用，不代表所有債券；過去績效不代表未來。

資料來源：Bloomberg, 2020/8



基金特色與投組

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(50%+)

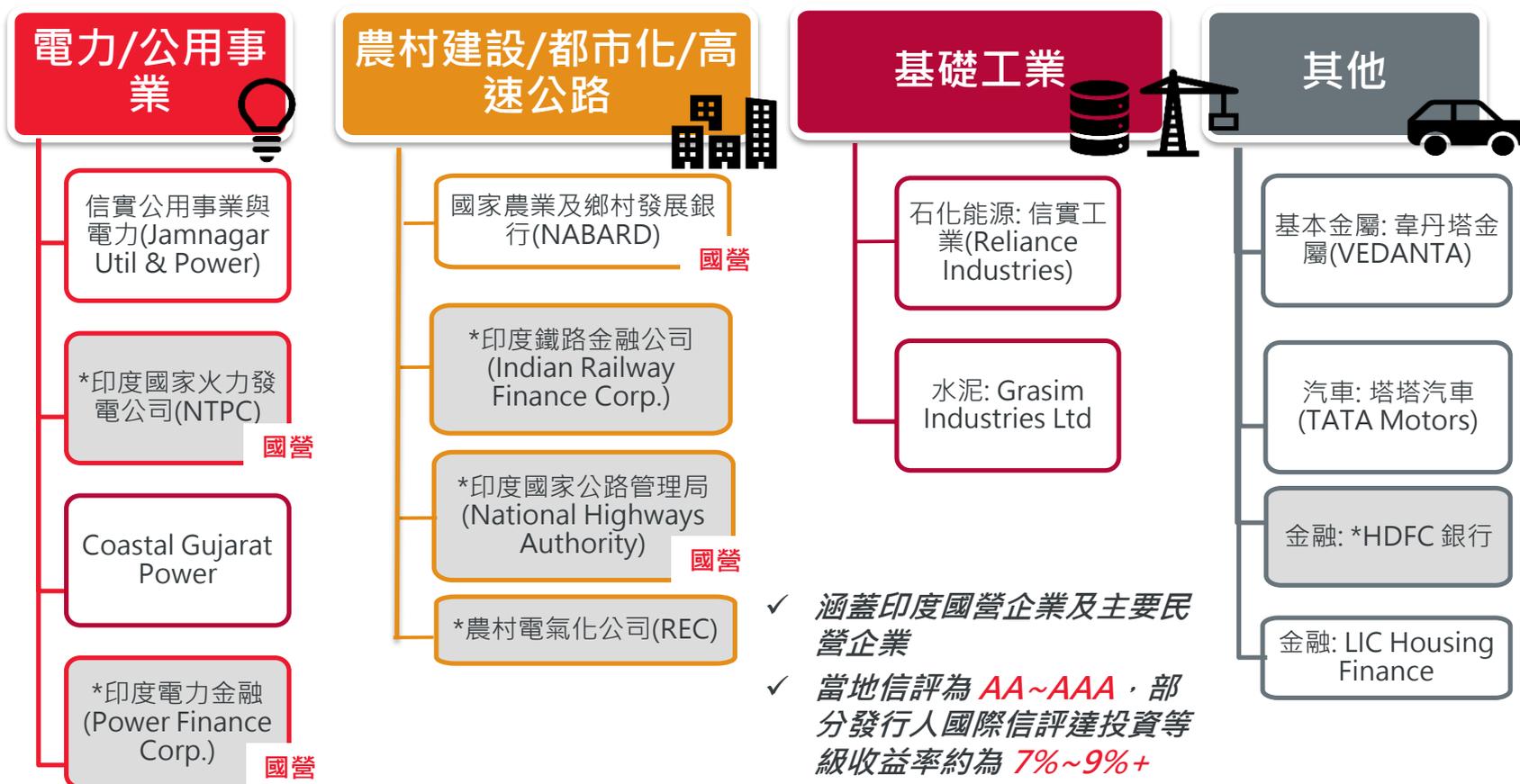
- 經濟成長動能所在
- 收益率高 (6%~9%+)、利差仍大
- 長期表現好

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 2成+ 為國營企業或投等債，其餘近3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, 2020/7/31

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



2020/8/31	Return							
	3M	6M	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Inception
瀚亞印度政府基礎建設債券基金	3.13%	-1.75%	1.34%	-1.52%	4.07%	-	-	2.86%

註: 本基金成立日為2018/8/1

資料來源: Lipper/Morningstar, 2020/8/31

操作回顧

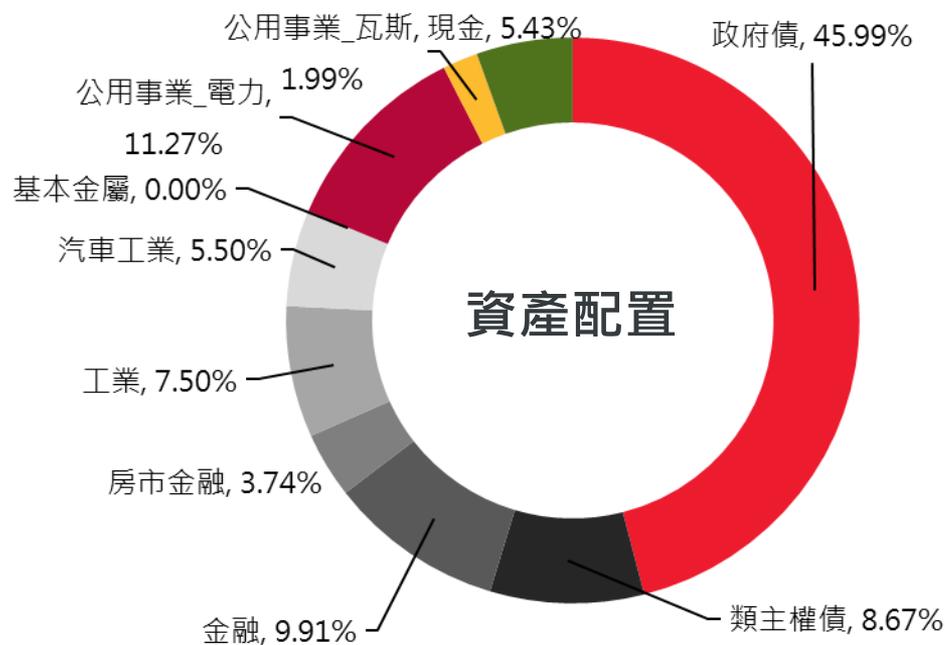
8月份基金績效(+1.15%)歸因

- ▶ 瀚亞印度政府建設債券基金於2018年8月1日成立。至2020年8月31日台幣級別A類型之淨值為10.2855元，較上月上漲1.15%。台幣級別B類型之淨值為8.7016元。美元級別B類型之淨值為9.0318元。人民幣級別B類型之淨值為9.1063元。台幣S類型之淨值為9.7246元。人民幣S級別之淨值為10.1088元。基金淨值變動主要由於息收累積、部分資本金/損及相對匯率變動之故。截至8月底，基金持債比重為94.57%，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5.49年，債券部位收益率約5.98%，投組收益率為5.65%。基金印度盧比對美元之避險比重為0%。
- ▶ 印度是世界上受COVID-19影響最嚴重的國家之一，儘管認定感染曲線的趨平還為時過早，但印度在7/1宣布了Unlock 2.0。區域仍處於嚴格的鎖定狀態，而且由於傳播範圍之廣，許多州都宣佈在各個熱點地區進行局部性的局部鎖定，這影響了重啟流程並帶回了供應鏈問題。印度近期大多數經濟指標與6月份相同，即增長持續下降但增速放緩，但是與農業相關的指標表現較好。在Unlock 2.0下，7月份的總體經濟活動仍然不活躍。
- ▶ 在印度央行在其8月會議上維持利率不變並且未表態將採取措施支持本財年的12兆盧比債務供應市場後，印度公債便一度承壓。不過，在連續兩次標售需求疲軟及通膨擔憂導致公債殖利率上升後，印度央行宣布分別在8/27和9/3進行1000億盧比(13億美元)的扭曲操作以穩定公債利率，殖利率重新回穩。債券市場方面，在貨幣政策寬鬆下，10年期政府債券收益率目前為6.121%。印度盧比則是收在73.254元兌一美元。

資料來源：瀚亞投資, 2020/8/31

基金佈局

規模11.16億，債券部位殖利率5.98%，平均存續期間5.19年



投資比重	
Bond	94.57
Cash	5.43
Total	100.00

存續期間	
Bond	5.49
Cash	
Total	5.19

殖利率	
Bond	5.98
Cash	
Total	5.65

Coupon	
Bond	7.44
Cash	
Total	7.04

國家	
印度	94.57%
合計	94.57%

債券幣別	
印度盧比	94.57%
美元	0.00%
小計	94.57%

信評	
BBB	0.00%
BBB-	59.23%
BB-	0.00%
B	5.50%
NR	29.84%
Total	94.57%

產業	
Government	45.99%
Sovereign Agency	8.67%
Financial	13.65%
Basic Materials	0.00%
Energy	0.00%
Consumer, Cyclical	5.50%
Utilities	13.26%
Industrial	7.50%
Total	94.57%

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, 2020/8/31

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
13.66	IGB 7.57 06/17/33	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	6.33	8.53	BBB-	印度主權債
10.49	IGB 6.19 09/16/34	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	6.26	9.41	NR	印度主權債
9.46	IGB 7.17 01/08/28	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	6.04	5.84	BBB-	印度主權債
8.67	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	6.67	6.83	BBB-	印度政府的自治機構，負責管理印度的國家高速公路網
5.76	IGB 7.32 01/28/24	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	4.79	3.07	BBB-	印度主權債
5.69	LICHFL 7 3/4 07/23/24	LIC HOUSING FINANCE LTD	LIC Housing Finance Ltd	IN	INR	Financial	Finance-Mtge Loan/Banker	5.84	3.49	NR	印度最大的住房融資抵押貸款公司之一
5.65	TPWRIN 9.15 06/14/22	COASTAL GUJARAT POWER LT	Coastal Gujarat Power Ltd	IN	INR	Utilities	Electric-Integrated	5.85	1.70	NR	提供公用事業服務。該公司提供發電，輸電和配電服務。
5.63	GRASIM 7.6 06/04/24	GRASIM INDUSTRIES LTD	Grasim Industries Ltd	IN	INR	Industrial	Bldg Prod-Cement/Aggr eg	5.96	3.36	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。
5.62	NTPCIN 7.32 07/17/29	NTPC LTD	NTPC Ltd	IN	INR	Utilities	Electric-Generation	6.50	6.83	BBB-	印度國營企業，向國有配電公司和印度國家電力局發電和銷售電力。
5.5	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	5.23	1.06	B	印度的汽車廠商，隸屬於塔塔集團

資料來源：瀚亞投資，2020/8/31

投資總結

印度債市及基礎建設債看法

- ▶ 財政隱憂仍存，但經濟活動緩步回升+政策支持，債市有穩定支撐。
- ▶ 考慮不斷變化的通膨狀況，印度央行暫停降息；繼續把經濟成長放在首位，保持寬鬆立場，下半年仍有降息機會。
- ▶ RBI持續透過高銀行間流動性傳遞政策利率引導。
- ▶ 高信評的公司債和類主權公司債券利差持續走低。
- ▶ 印度盧比暫無貶值壓力，預估RBI買入美元力道隨經常帳順差而減弱。

基金佈局策略

- ▶ 基金持券策略：考量印度債市逐漸在解封後價格回穩及高殖利率之特性，本基金將維持較高的公司債投資比重，並挑選當地市場中高評級的公司債為主要投資標的。公司債的信用溢價仍然很高，AA級公司債持續提供較AAA級更高的利差，故基金延長投組的存續期，以期受惠於較高的利差及資本利得。基金主要策略方向仍是增加存續期並搭配利差資產。目前是幾十年來最糟糕的經濟成長之一，但利率仍高於其他危機期間的低點，一些優質的AA級公司債殖利率仍處於較高水準。即使在印度央行大幅降息後，殖利率曲線仍是印度債史上最陡峭的曲線之一。
- ▶ 基金並將持續關注印度各類資產的風險情緒變化，調整不同債券類別的配置以及個別產業的投資比重。

資料來源：瀚亞投資, 2020/9



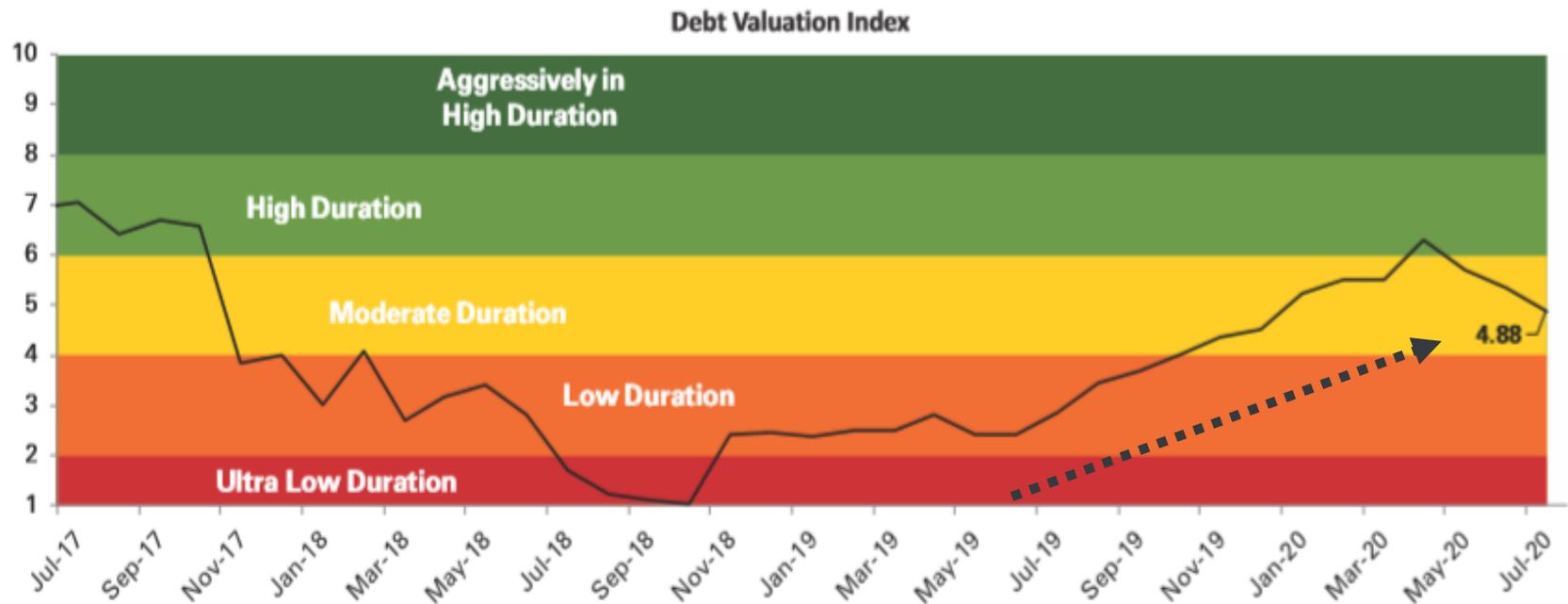
ICICI-PRU市場觀測模型與成功經驗

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.

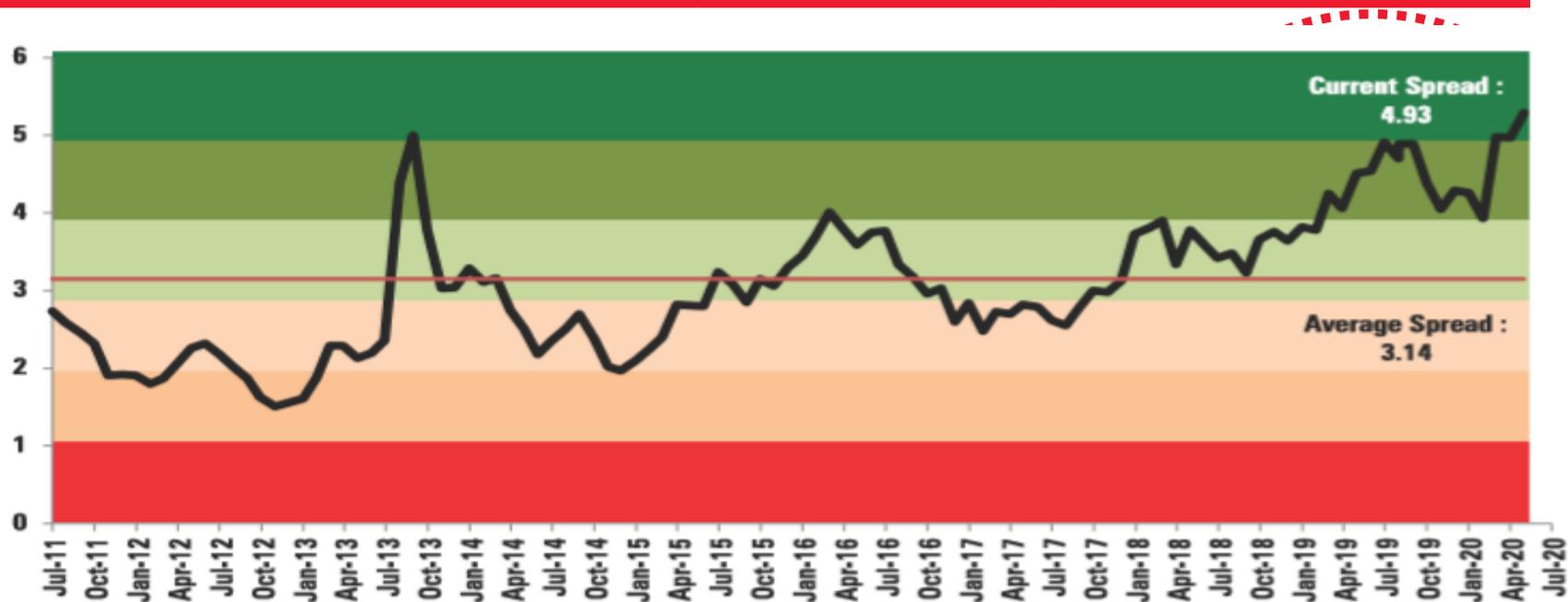
資料來源：ICICI-PRU, 2020/7/31

市場投資雷達2 – 信用債投資價值

公司債利差水準處於十年來高點，息收投資價值高

- 依信用債評價模型，以債息收入累積為主之策略持續為買進訊號：(1)與附買回利率間利差為4.93%，過去5年來的相對高點；(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, 2020/7/31

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



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, 2020/8/31

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持券迄今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2018年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
- ▶ 2020年4月份一大型外資資產管理公司因持券流動性問題而爆發暫停投資人贖回。I-PRU所有持券亦全身而退。

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

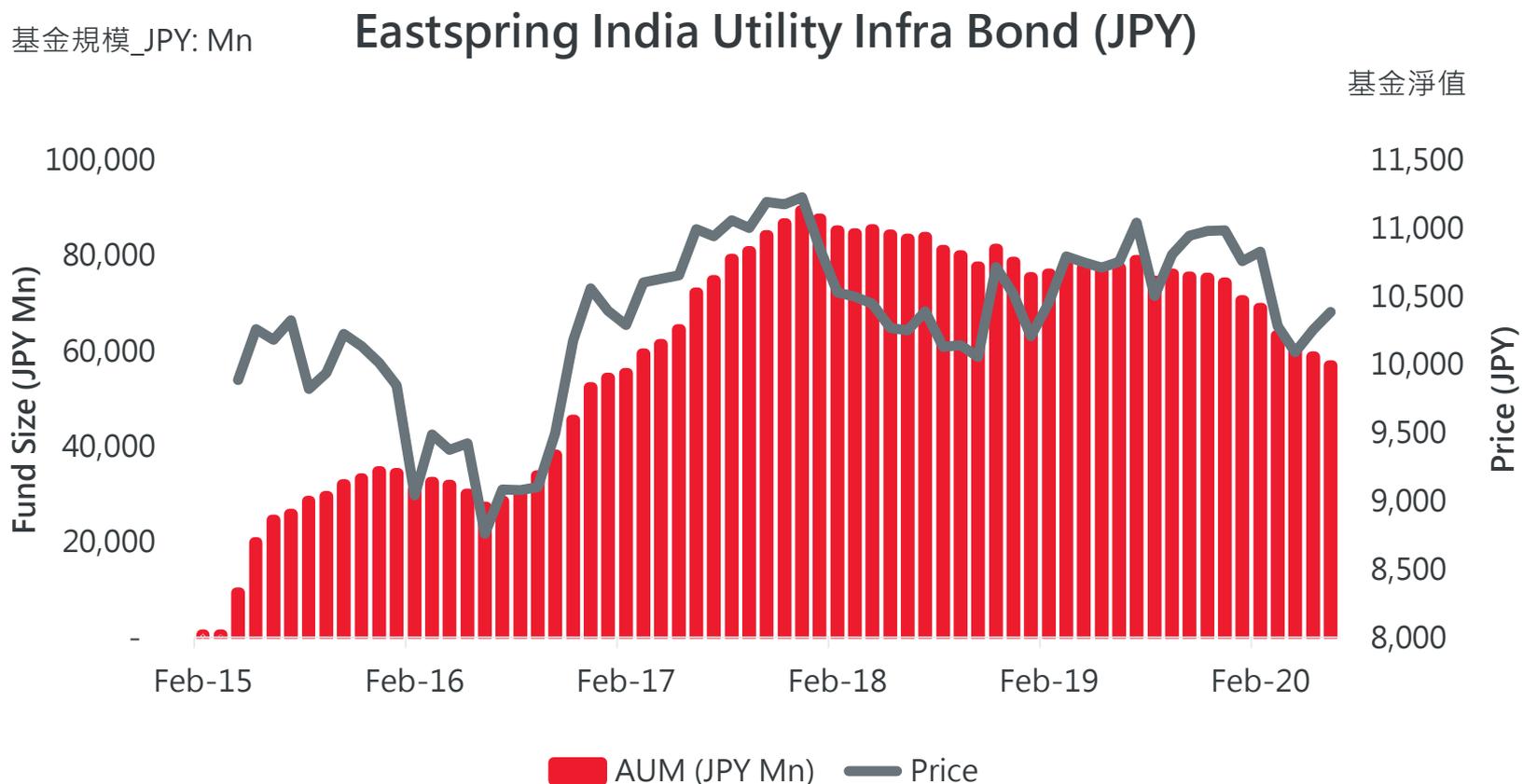
an individual case and not systemic failure of the entire mutual fund industry.

<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, 2020/7

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160億



註: 基金並未對印度盧比或是日圓避險

資料來源: ICICI Prudential Asset Management, 2020/6

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