



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
January 2021

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 (5%~8%+)、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

資料來源：瀚亞投信



印度總經與債市

新興市場債2021年展望：資產上漲奠基於經濟成長反彈

體健、高息、優質 ← 新興市場投資關鍵



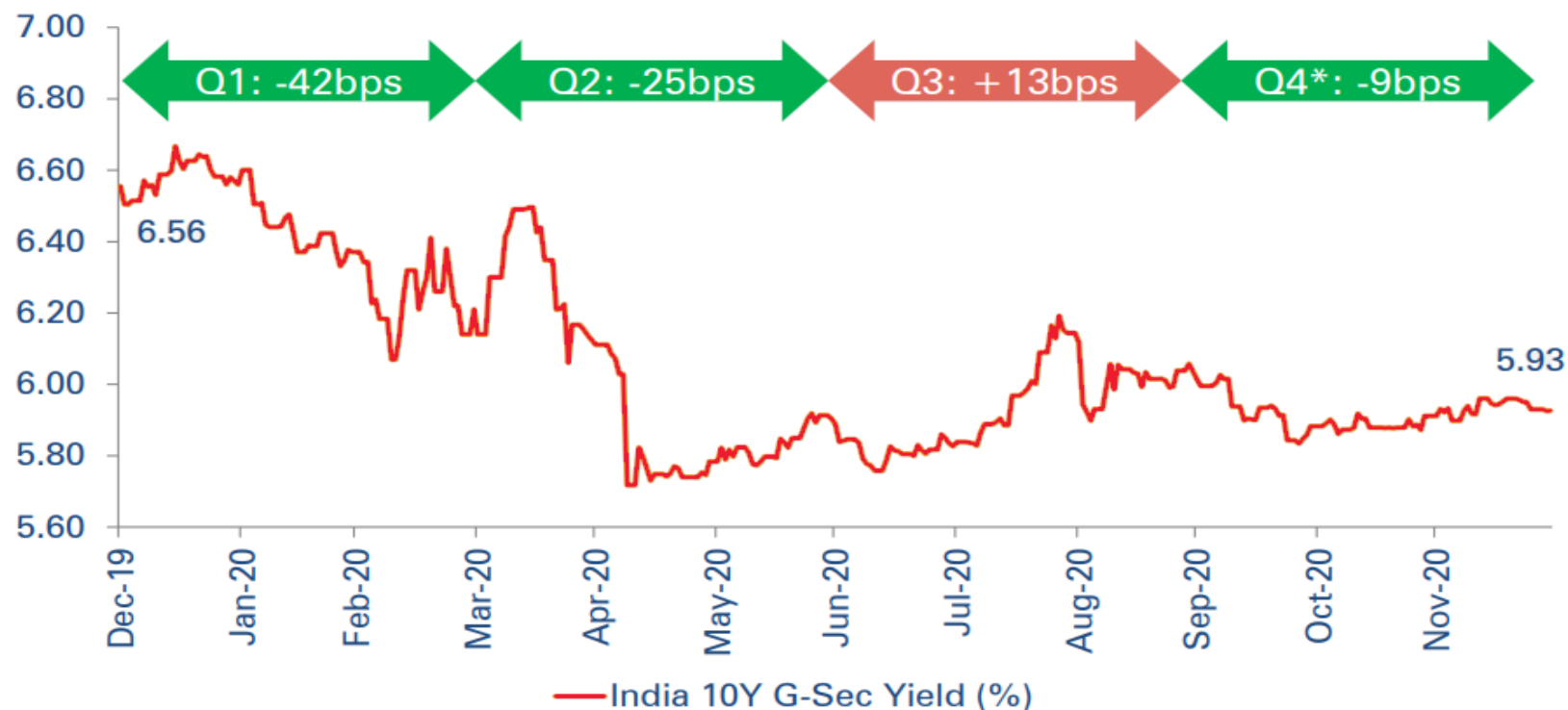
- 雖然復甦不一及高債務為阻力，但全球低利率及政策支持將為資產上漲動力
- 預估新興債報酬率率約為5~6%
- 若通膨在2021年初走降，新興市場央行可能會在1Q21重新開始降息週期
- 中國復甦建立在財政支持和信貸增長上
- 美國大選可能會改變基調，但不太可能改變美中關係方向。人民幣有升值潛力
- 新興亞洲自3Q20起復甦並延續至2021年；拉美復甦顯著但仍落後
- 高息EM主權債及高收益公司債較有機會
- 預估主權債及信用債各有約50bps收斂空間
- 建議略拉長高息主權債存續期；分散增持新興貨幣

Source: JP Morgan, 2020/11

印度10年期公債殖利率

即使在通膨及財赤壓力下，印度央行積極阻升公債殖利率

印度10年期公債殖利率走勢



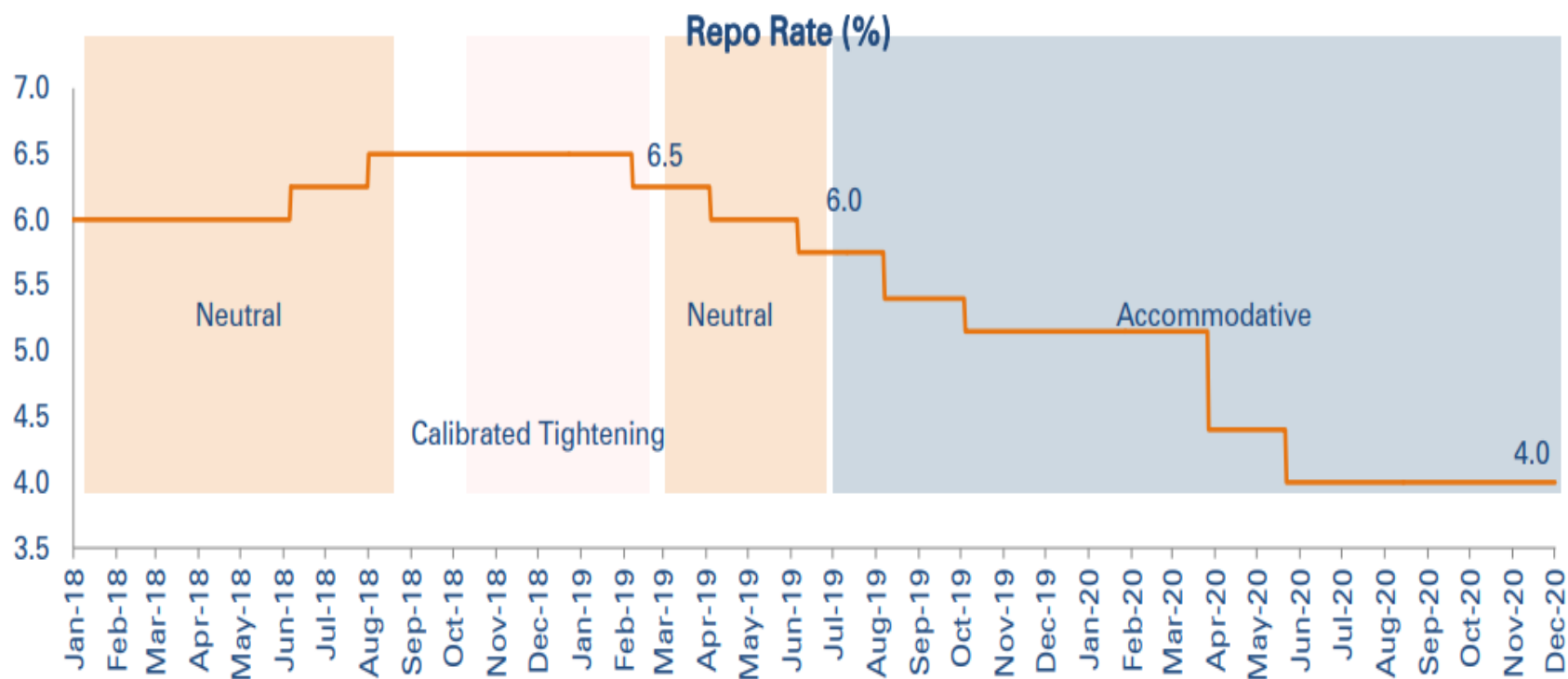
*Q4 data as of Dec 29, 2020

資料來源：Bloomberg, 2020/12/29

再積極降息空間有限

觀察通膨及經濟成長率變化

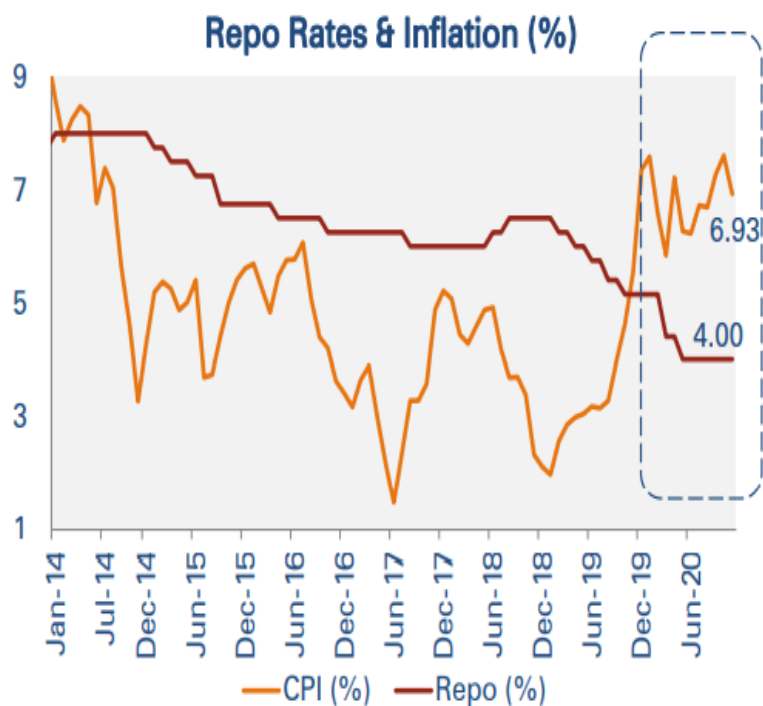
印度政策利率走勢



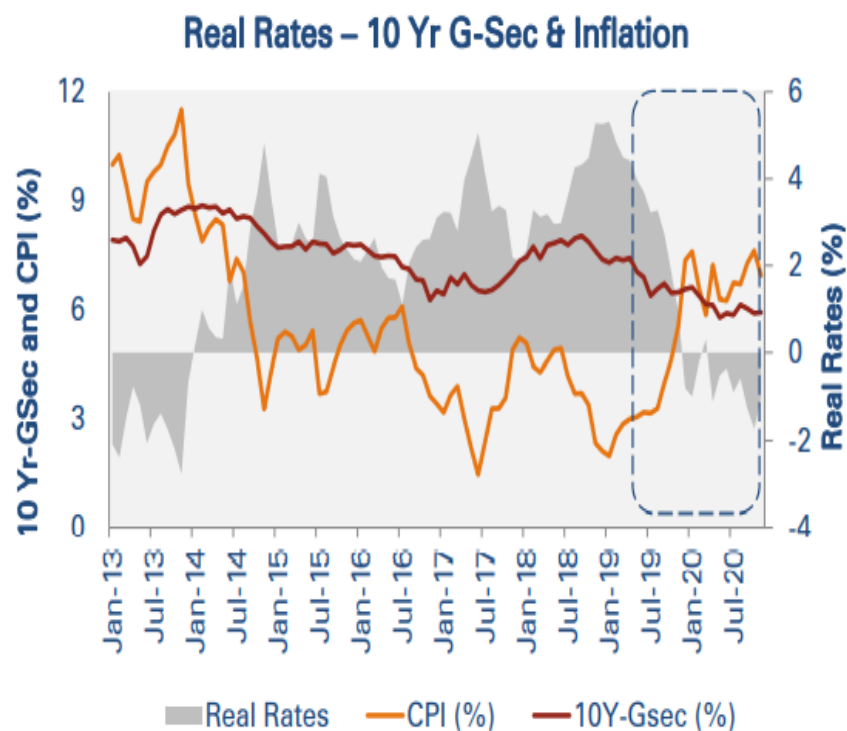
資料來源：RBI/Bloomberg, 2020/12/30

印度央行扶植經濟為先 負實質利率狀況可能持續

印度通膨及基準利率



印度實質利率-10年期債券殖利率走勢

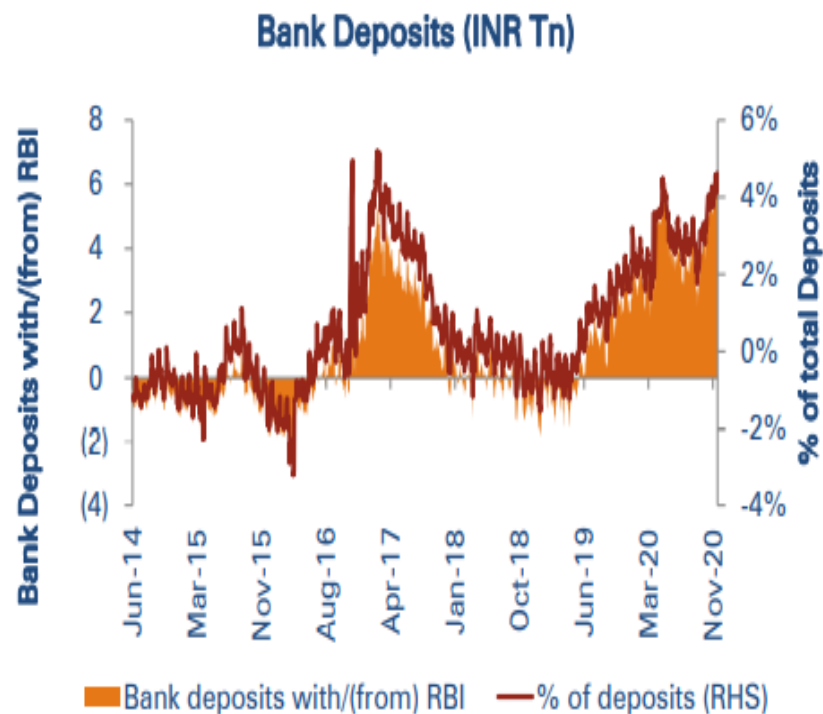


資料來源：Bloomberg/CRISIL Research, 2020/12/30

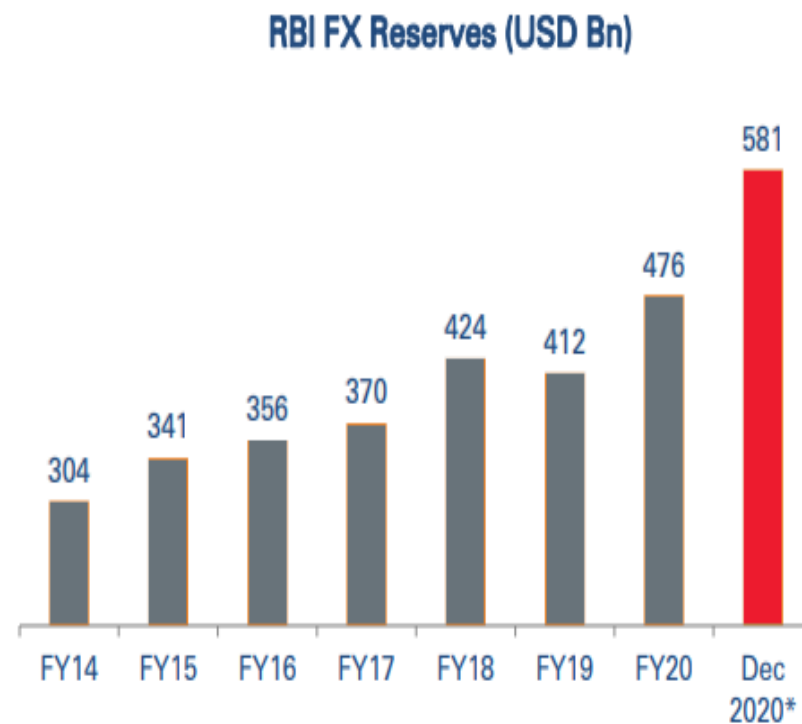
流動性依舊充足

經濟減緩、央行守匯及寬鬆政策，系統中保有大量流動性

印度央行銀行存款變化



印度外匯存底變化



Data as on Dec 30, *RBI FX Reserves as of December 18, 2020

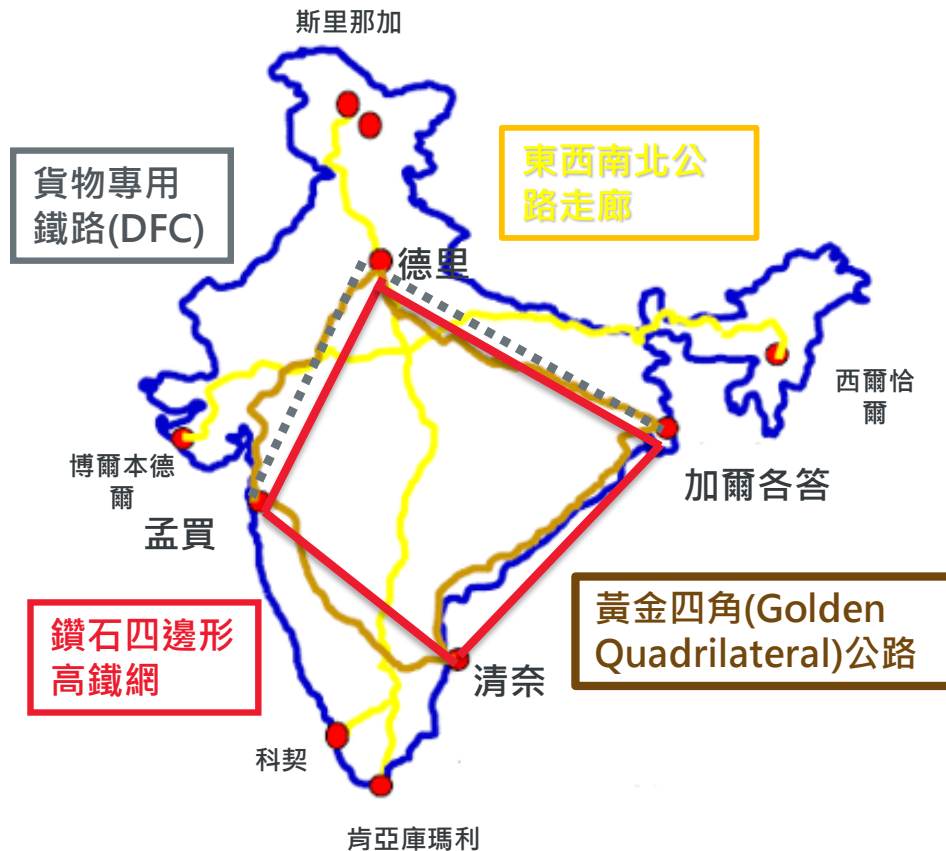
資料來源：CLSA Research. RBI Reserve Bank of India; FY refers to Fiscal year ended March



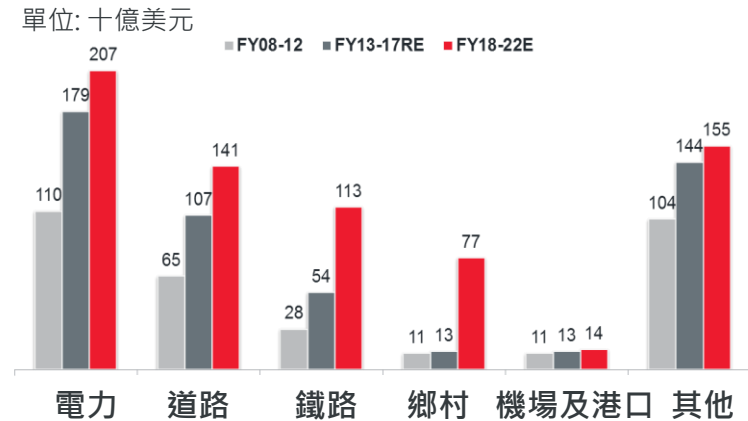
印度基礎建設商機

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



國家經濟
發展、政
府基礎建
設需求

政府出資

國內金融
機構、民
間參與
(BOT)、
外資投入

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

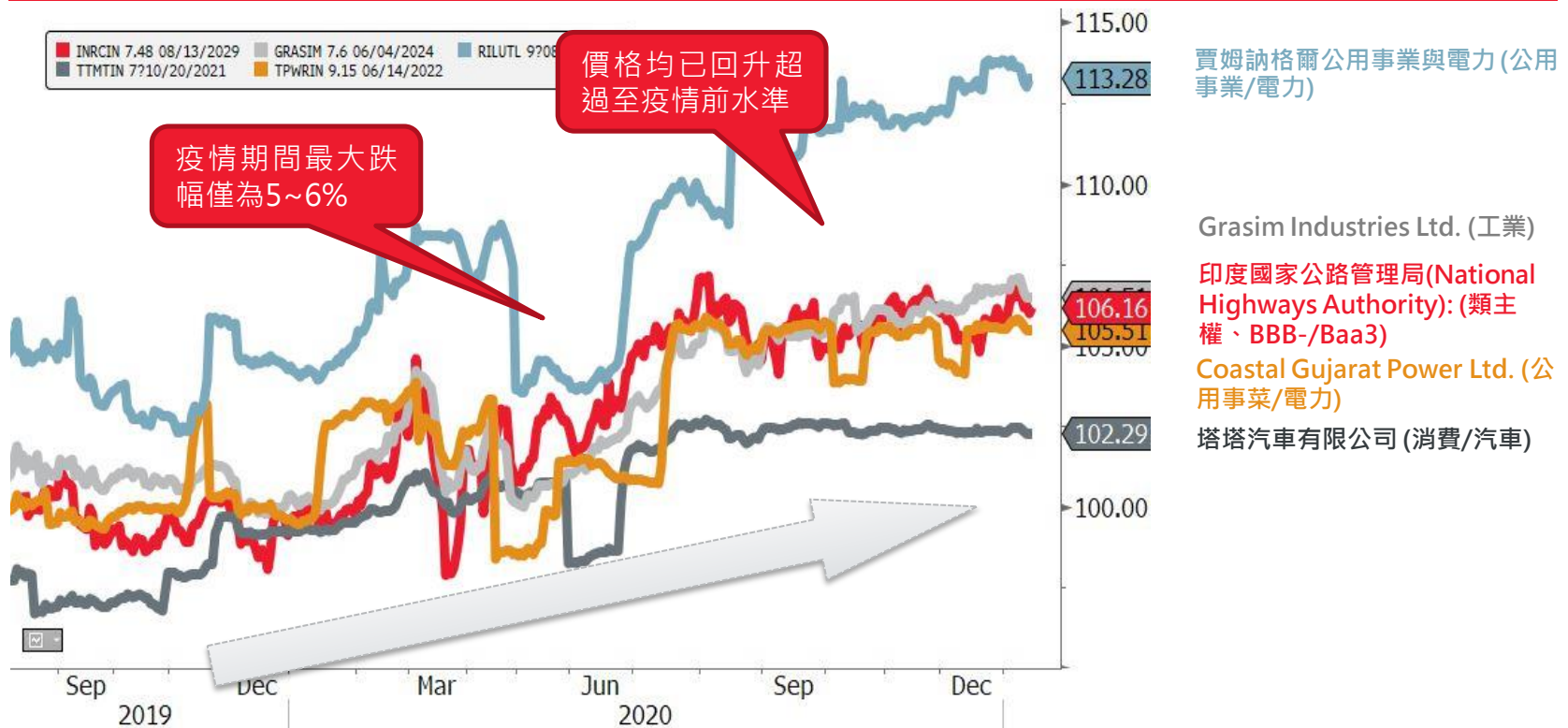
4	公布 PLI、SPECS、EMC 2.0 電子製造政策 取消與印度領土接壤國 FDI 事後報備資格
5	放寬 PLI 申請資格 封殺 59 個中國應用
6	禁止國營電信公司採購華為、中興設備 DPIIT 提上千種商品限制進口清單 開放 PLI 獎勵投資計畫申請 傳將華為、阿里巴巴等 7 家列為解放軍相關企業，限制投資 封殺 47 個中國應用 決定延長並加徵太陽能產品進口關稅，瞄準中國
7	決定 2020 年 3 月起調高 371 項產品標準，須符合印度標準局檢驗通過 限制中國電力設備進口 限制中資參與印度政府標案 限制中資參與鐵公路等基建工程 公布 PLI 申請名單，主要中國業者均未申請
8	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；債券價格相對穩定偏升，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, 2020/12/31

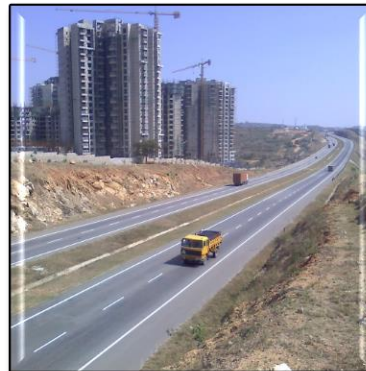


基金特色與投組

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

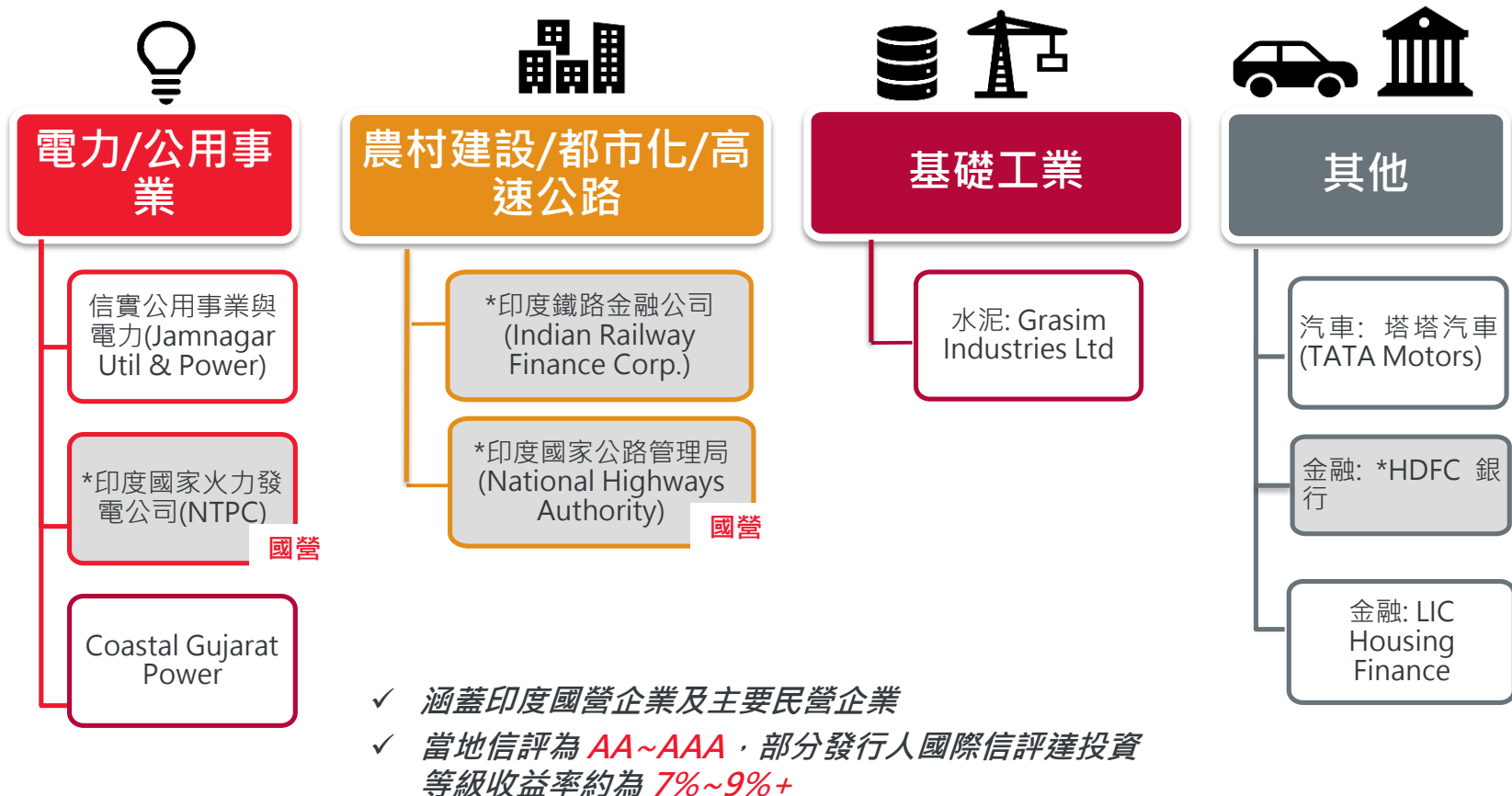
- 經濟成長動能所在
- 收益率高 (6%~9%+)、利差仍大
- 長期表現好

印度政府公債

- 印度通膨壓力仍可控
- 央行存有降息空間
- 與美債利差高



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

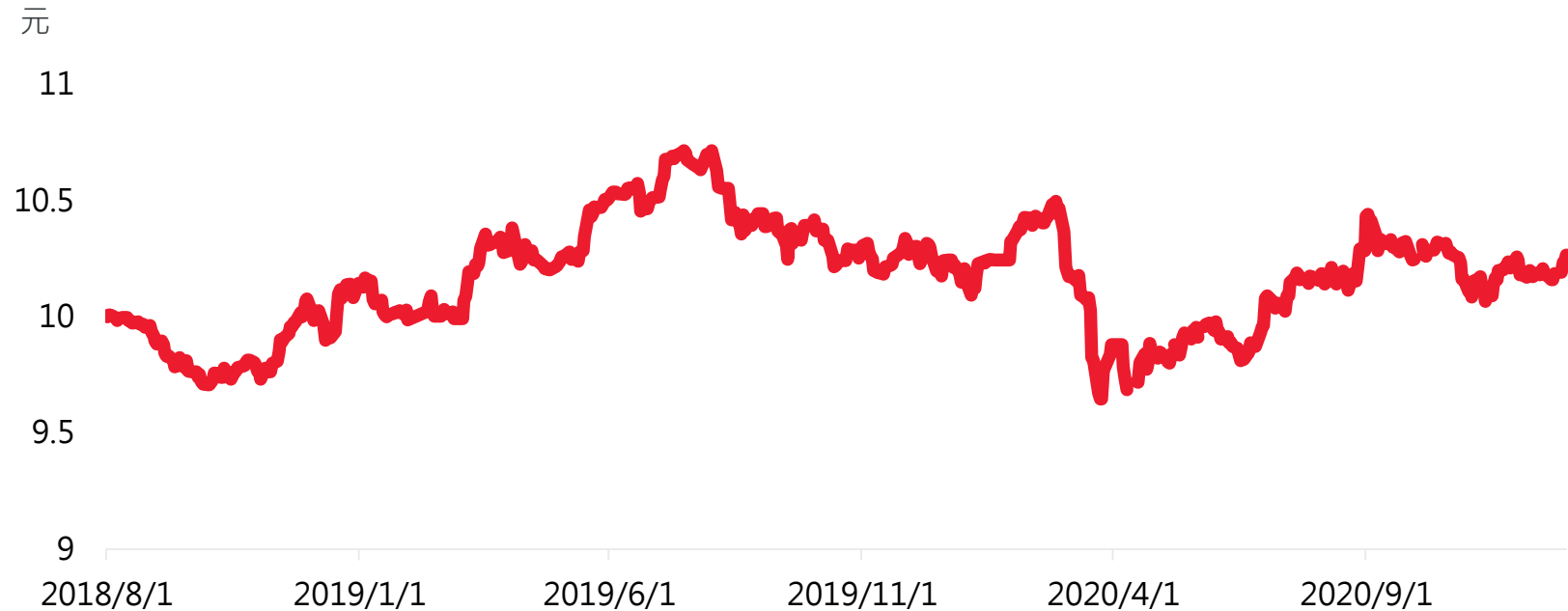


*灰色處表示 發行人之國際信評(S&P, Moody's, Fitch)為投資等級

資料來源：瀚亞投信, 2020/12

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



2020/12/31	Return							
	3M	6M	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Inception
瀚亞印度政府基礎建設債券基金	-0.83%	1.68%	-0.46%	-0.16%	1.60%	-	-	2.67%

註: 本基金成立日為2018/8/1

資料來源: Lipper/Morningstar, 2020/12/31

操作回顧

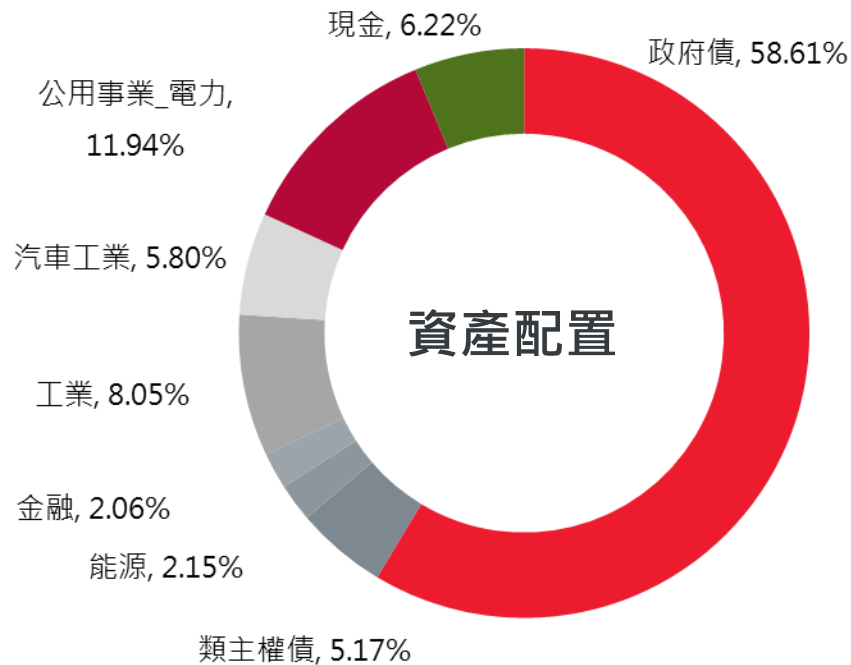
12月份基金績效(+0.52%)歸因

- ▶ 瀚亞印度政府建設債券基金於2018年8月1日成立。至2020年12月31日台幣級別A類型之淨值為10.2668元，較上月上漲0.52%。台幣級別B類型之淨值為8.4688元。美元級別B類型之淨值為8.9416元。人民幣級別B類型之淨值為8.8976元。台幣S類型之淨值為9.4499元。人民幣S級別之淨值為9.8782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12月，基金持債比重為93.78%，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4.6年，債券部位收益率約5.34%，投組收益率為5.01%。基金印度盧比對美元之避險比重為0%。基金台幣及人民幣級別避險比重各約為5成左右。
- ▶ 根據數據，印度政府2021財年下半年發債量將修訂為4.88兆盧比(其中，1.1兆為用以彌補GST稅收不足)，本財年度的借款總額為13.10兆盧比。印度央行繼續進行公開市場操作以受支撐債券價格。惟基於通膨已升7.61%加上美債殖利率走升均壓制了主權債券價格。市場(尤其是銀行)流動資金過剩主要是由於：(1)外資流入仍然強勁，最初以外國直接投資流入為主，近期FII流入亦有增加；(2)此外，印度央行一直在積極干預匯市。自4月初以來，其外匯資產增加了900億美元，也進一步增加了流動性；(3)印度央行加強州政府債及中央政府債券的購買。
- ▶ 10年期政府債券收益率至12月最後交易日收在5.898%。印度盧比則是收在73.036元兌一美元。

資料來源：瀚投資, 2020/12/31

基金佈局

規模10.2億，債券部位殖利率5.34%，平均存續期間4.32年



投資比重	
Bond	93.78
Cash	6.22
Total	100.00

存續期間	
Bond	4.60
Cash	
Total	4.32

有效存續期	
Total	4.27

殖利率	
Bond	5.34
Cash	
Total	5.01

最差殖利率	
Total	5.01

票息率	
Bond	7.03
Cash	
Total	6.60

國家	
印度	93.78%
合計	93.78%

債券幣別	
印度盧比	93.78%
美元	0.00%
小計	93.78%

信評	
BBB	0.00%
BBB-	73.80%
BB-	0.00%
B	5.80%
NR	14.18%
Total	93.78%

產業	
Government	58.61%
Sovereign Agency	5.17%
Financial	2.06%
Basic Materials	0.00%
Energy	2.15%
Consumer, Cyclical	5.80%
Utilities	11.94%
Industrial	8.05%
Total	93.78%

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, 2020/12/31

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
11.22	IGB 5.77 08/03/30	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	5.84	7.30	BBB-	印度主權債
10.22	IGB 7.17 01/08/28	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	5.65	5.51	BBB-	印度主權債
9.6	IGB 5.09 04/13/22	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	3.70	1.23	BBB-	印度主權債
8.41	IGB 7.57 06/17/33	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	6.25	8.48	BBB-	印度主權債
6.13	IGB 7.32 01/28/24	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	4.35	2.73	BBB-	印度主權債
6.05	GRASIM 7.6 06/04/24	GRASIM INDUSTRIES LTD	Grasim Industries Ltd	IN	INR	Industrial	Bldg Prod- Cement/Agg reg	5.31	3.02	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。
5.98	TPWRIN 9.15 06/14/22	COASTAL GUJARAT POWER LT	Coastal Gujarat Power Ltd	IN	INR	Utilities	Electric- Integrated	4.91	1.35	NR	提供公用事業服務。該公 司提供發電，輸電和配電 服務。
5.96	NTPCIN 7.32 07/17/29	NTPC LTD	NTPC Ltd	IN	INR	Utilities	Electric- Generation	6.42	6.49	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。
5.94	IGB 6.18 11/04/24	INDIA GOVERNMENT BOND	印度公債	IN	INR	Government	Sovereign	4.68	3.44	BBB-	印度主權債
5.8	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	4.27	0.79	B	印度的汽車廠商，隸屬於 塔塔集團

資料來源：瀚亞投資, 2020/12/31

投資總結

印度債市及基礎建設債看法

- ▶ 印度財政部的“繼續寬鬆態度”應可支持本財年及下一個財政年度的債券殖利率走升。這使得收益率曲線較長端殖利率不致於大幅攀升。但降息力道預期會減少，貨幣政策重點將轉向流動性和財務穩定。此外，20年第三季GDP成長率為-7.5%，高於印度央行10月份的預估(-9.8%)，加上各項經濟指標均表示經濟復甦強於預期。
- ▶ 預期市場將關注未來的貨幣政策會議中有關經濟成長和通膨動態的前瞻性指導。印度央行將繼續尋求通膨、債券殖利率和盧比間的平衡。

基金佈局策略

- ▶ 由於流動性是主要驅動因素，加上曲線趨陡及向下滾動(roll-down)的空間吸引，我們仍看好利率，同時將繼續專注中短期收益率曲線的佈局機會，存續期持輕微偏低至中性的比重。
- ▶ 印度盧比企業債券方面，作為相對價值操作，預期公司債部分，非AAA公司債券應還有利差收斂空間。



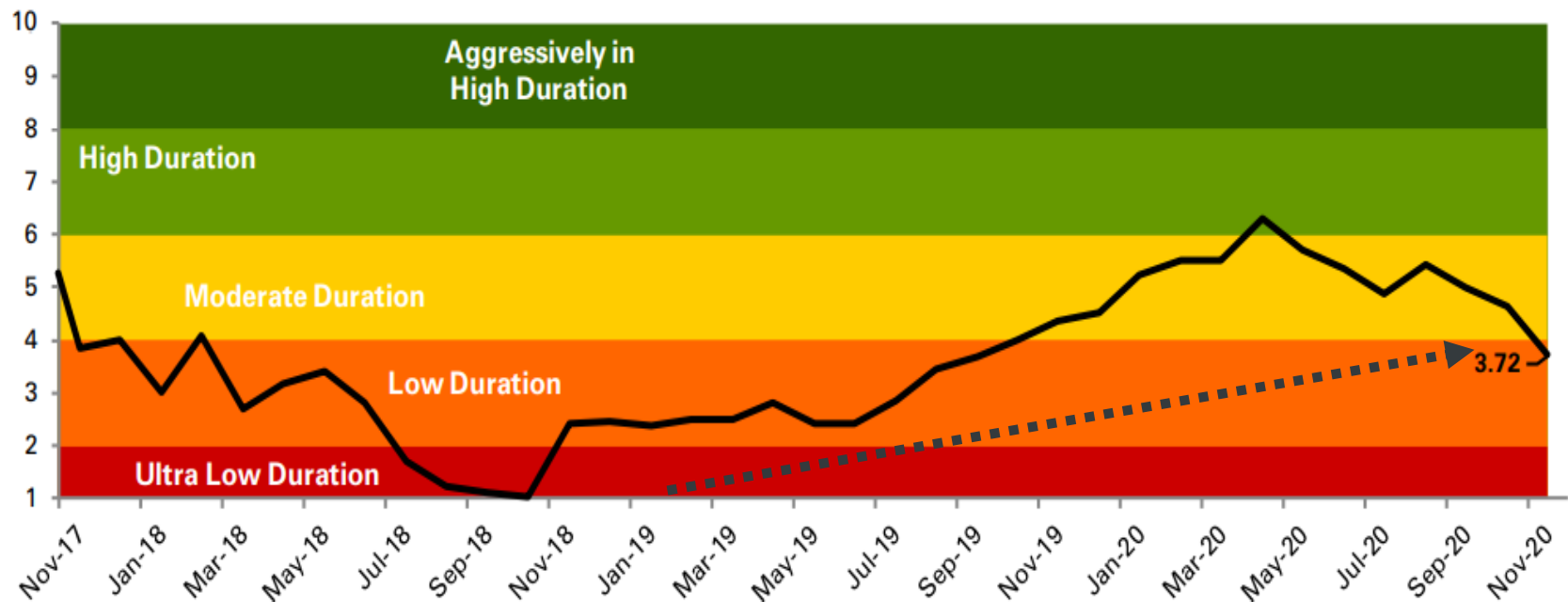
ICICI-PRU市場觀測模型與成功經驗

市場投資雷達1 – 債市投資風險

適度增加風險及收益，中等至略短存續期

- 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為中等至略短存續期。

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.

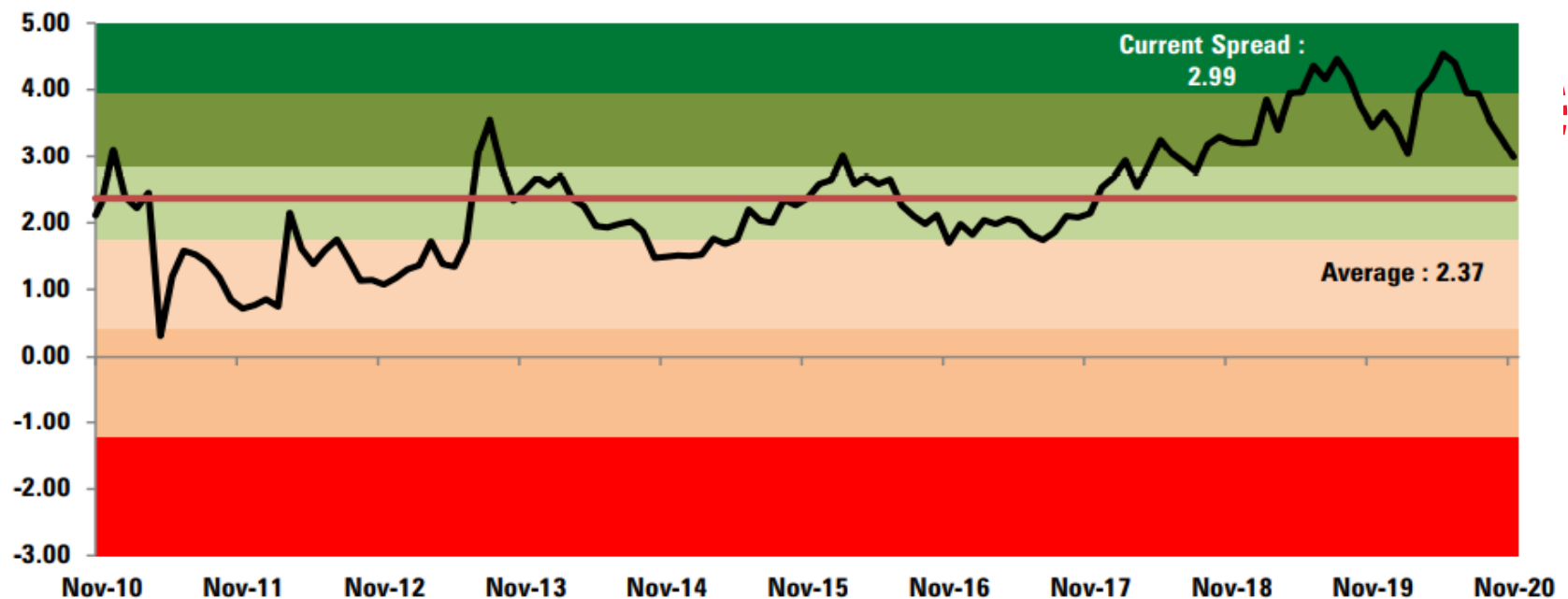
資料來源：ICICI-PRU, 2020/11/30

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平均以上，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2.99%，仍在過去10年平均上；(2)RBI未來應續以維護市場流動性及支撐經濟。目前建議可相對高配信用債。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, 2020/11/30

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, 2020/12/31

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

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