VanEck®

2021 年 9 月

# 新兴市场债券投资案例

**Eric Fine**
新兴市场固定收益策略投资组合经理

**Natalia Gurushina**
新兴市场固定收益策略首席经济学家

**新兴市场债券投资受到的关注度非常高。首先，在当前高负债低收益的大环境下，新兴市场冲出重围，找到了应对之道：新兴市场政府受制于债务约束，其收益率由市场本身决定。其次，经过十多年的验证表明，配置新兴市场债券确实有效果——事实上，回溯其有效前沿可以看出，相对于机构投资者当前的平均配置水平，投资者应加大对新兴市场债券的配置[1]。最后，新兴市场债券市场结构的流动性、违约率和残值与许多发达市场债券市场一致。**

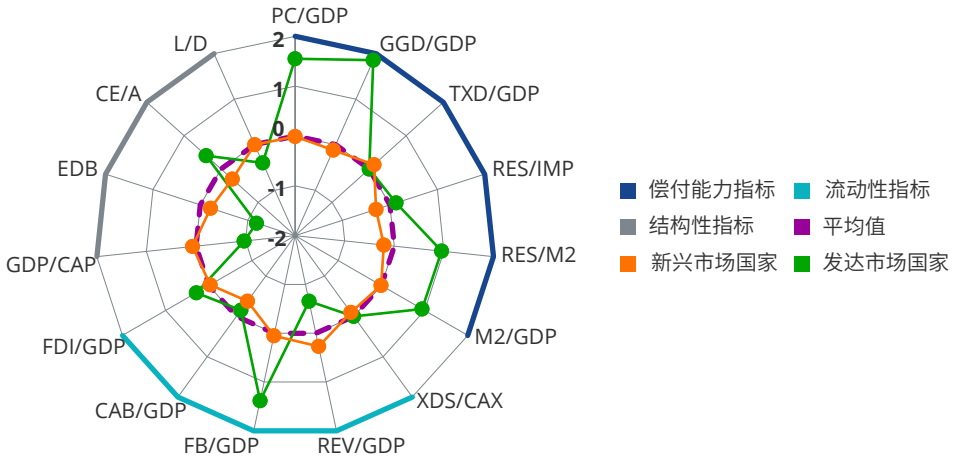
## I. 债券投资：新兴市场基本面更好，回报更高

客观来讲，新兴市场国家负债率较低且收益率以市场为导向，与发达市场国家的高负债低收益形成鲜明对比。新兴市场国家政府债务约占国内生产总值的 65.1%，而发达国家的这一比例高达 122.5%。[2] 摩根大通新兴市场美元债（EMBI）全球多元化债券指数的到期收益率为 4.93%，摩根大通新兴市场政府美元债（GBI-EM）全球多元化债券指数的到期收益率为 5.01%，而作为债券收益率最高的发达市场之一，美国市场类似期限的债券收益率分别仅为 1.34% 和 0.81%。[3] 自全球金融危机爆发以来，全球投资者一直关心两个关键问题。第一，发达市场国家的负债上限是多少？第二，在发达市场负债累累和赤字不断扩大的大环境下，如何才能获得收益？

事实上，新兴市场良好的基本面不仅来源于较低的负债率。通过一系列重要指标验证，可以发现新兴市场具有强大优势，而发达市场存在严重弱点。我们用图 1的雷达图来确定各项基本指标，包括偿付能力指标（负债/GDP 比率等）、流动性指标（财政或经常账户赤字/盈余等）和结构性指标（银行债务股本比等）。在这张雷达图中，我们以十国集团（G10）代表发达市场国家，展示了与 26 个最大的新兴市场国家比较的各项结果。每一条射线代表一项基本指标，中间虚线圆圈代表全球平均水平，橙色多边形为新兴市场的结果，绿色多边形为 G10的结果。结果采用靶心模式呈现，若一项结果位于代表平均水平的虚线圆圈内，则该项结果优于平均，反之则低于平均，且以标准差为单位。

观察下图，我们可以看出新兴市场国家的基本面优于发达市场国家。例如，就政府负债率（上方射线）而言，发达市场负债高出全球平均水平 2 个标准差，而新兴市场负债水平与全球平均水平持平。对于其他一系列指标，新兴市场同样优于发达市场，如财政赤字、经常账户赤字等。我们认为，通过比较包含债务水平在内的一系列基础指标，即使不能说新兴市场国家优于发达市场国家，也可以说两者不分伯仲。

**图 1：新兴市场国家基本面优于发达市场国家**

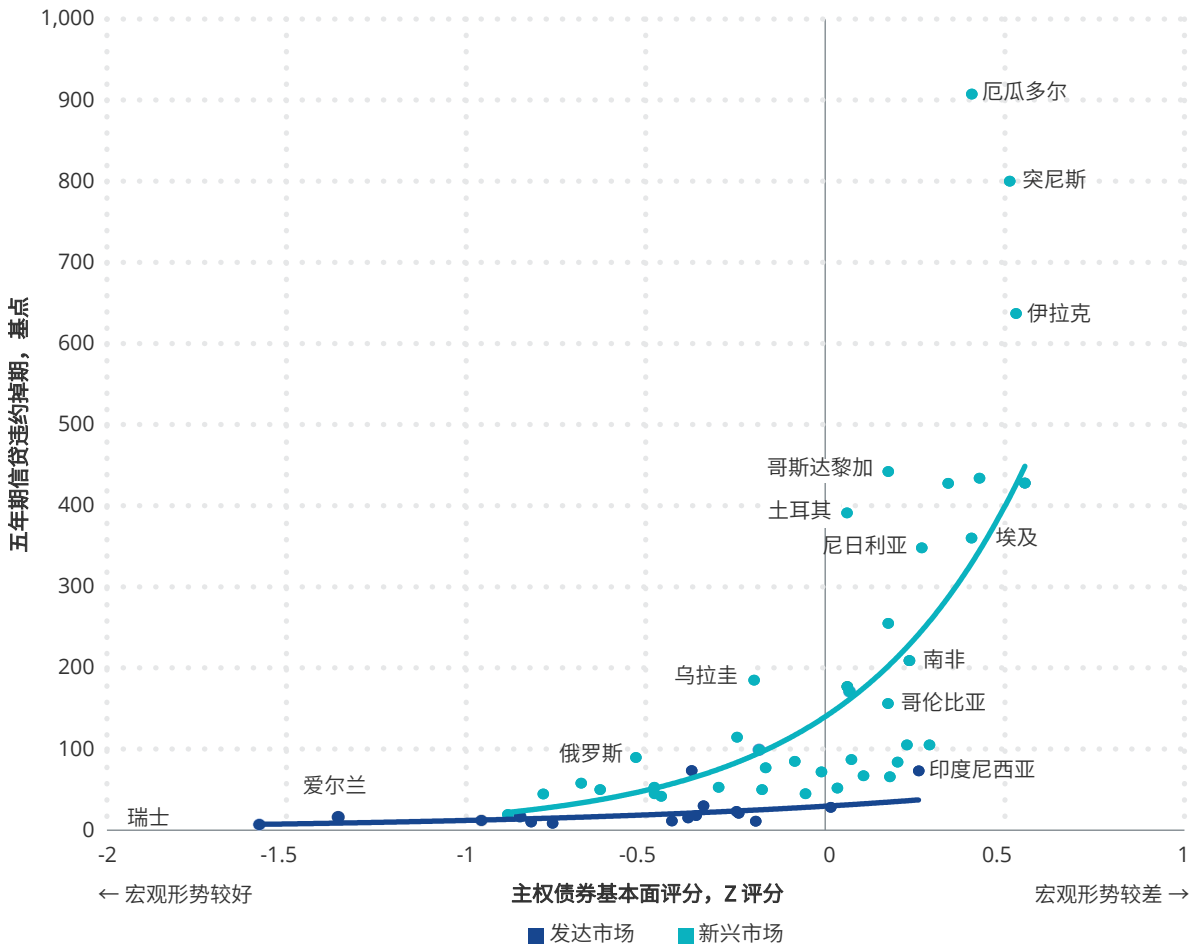



来源：范达研究、穆迪、国际货币基金组织、世界银行、彭博，数据截至 2021 年 5 月。

而且新兴市场的债券投资收益率高于发达市场，即使是根据基本面调整后的收益率也是如此！抛开新兴市场相对良好的基本面不谈，仅仅是持有新兴市场债券，投资者可能已经获得了溢价。我们在图 2 和图 3 中阐释了这一点。横轴上是范达编制的各国基本面分数，以我们在图 1 所列的基本面为基础。横轴左边是相对于其他国家得分较高的国家（如低负债率、低财政赤字、银行系统资本充足等），而右边是得分较低的国家。

图 2 中，纵轴表示这些国家美元债的利差。我们在图中给出了各个国家以及代表新兴市场国家和发达市场国家的回归线。新兴市场趋势回归线显示其利差始终高于发达市场，即使是基本面得分相同的新兴市场。

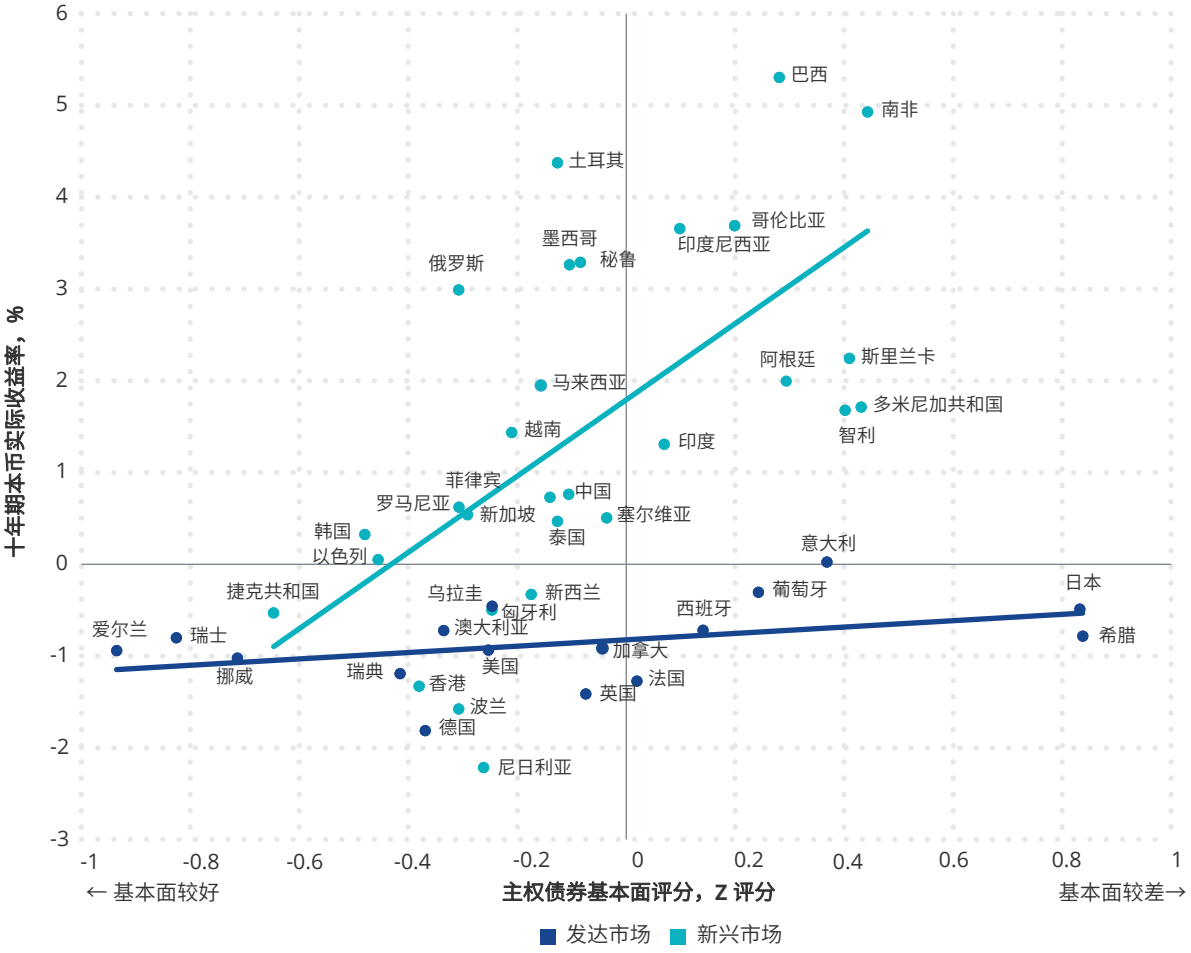
**图 2：新兴市场美元债收益率高于发达市场，根据基本面调整后依然如此**




来源：范达研究、穆迪、国际货币基金组织、世界银行、彭博，数据截至 2021 年 7 月。

图 3 中，横轴表示基本面得分，纵轴为本币债券收益率。我们发现了同样的结果：以本国货币计价的情况下，新兴市场债券收益率同样高于发达市场，即使是基本面得分相同的新兴市场也是如此。这是支持新兴市场债券配置的另一个强有力的论点，尤其是在发达国家央行债务增加和存在其他风险的大环境下。换句话说，新兴市场在调整货币政策时一般没有这些风险，而且为投资者带来更多收益。

**图 3：新兴市场本币债收益率高于发达市场，根据基本面调整后依然如此**

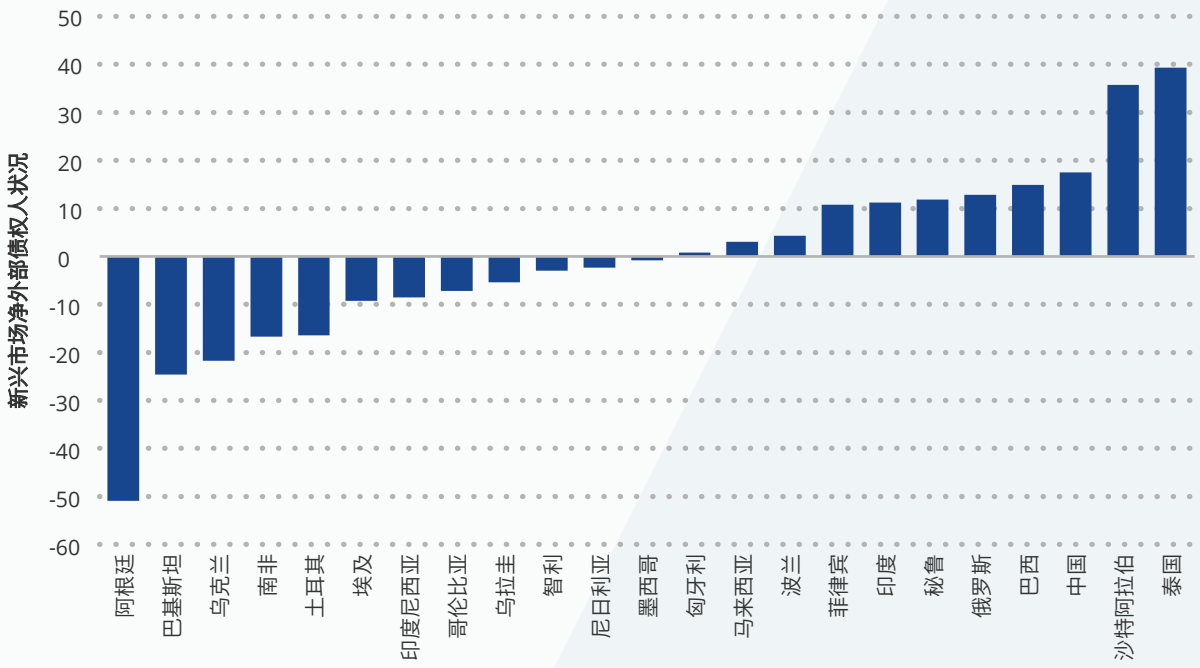



来源：范达研究、穆迪、国际货币基金组织、世界银行、彭博，数据截至 2021 年 7 月。

## 新兴市场净外部债权人状况

新兴市场改善的基本面中有一个地方值得特别关注，即这些国家的净外部债权人状况。净债权人状况可以从本质上衡量一个政府相对于其拥有资源的负债情况，以美元计价。新兴市场盛行净外部债权人，这意味着新兴市场国家的美元资产多于其美元负债。换句话说，这些国家有能力回购全部债务。图 4 显示了新兴市场净债权人状况的平均水平以及一些国家的具体情况。

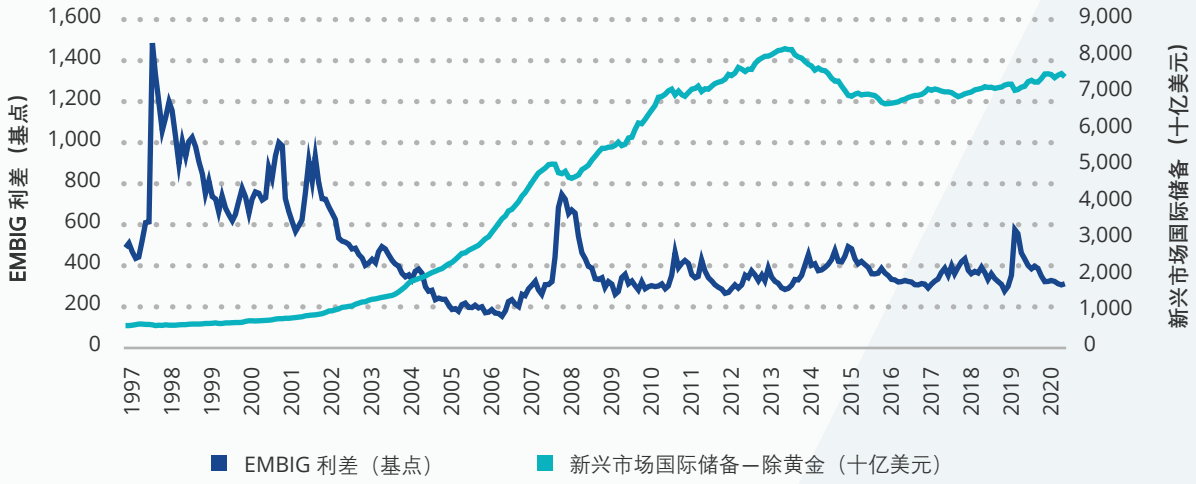
**图 4：新兴市场净外部债权人状况**




来源：范达研究、穆迪，数据截至 2021 年。

我们可以看到，在过去的几十年里，这一点对新兴市场美元债来说有多重要。在 1997 年亚洲债务危机和 1998 年俄罗斯债务危机之前，美元储备较低，EMBIG 利差较高且波动较大。为了应对这些危机，“华盛顿共识” 政策解决方案应运而生，其核心目的是限制债务和赤字扩大。另一个核心目的是采用浮动汇率制度，这意味着各国不必浪费外汇储备来稳定汇率。当然，如果汇率疲软转化为通货膨胀，可能会引发问题，但这些问题应由央行通过利率调节来抑制通货膨胀。如果某些财政政策会助推通货膨胀，则应该叫停此类政策。这是新兴市场国家认识到的重要一点，即必须改善基本面来获得更高的收益率，尤其是通过达到可控的债务/支出水平或央行支付很高的实际利率。

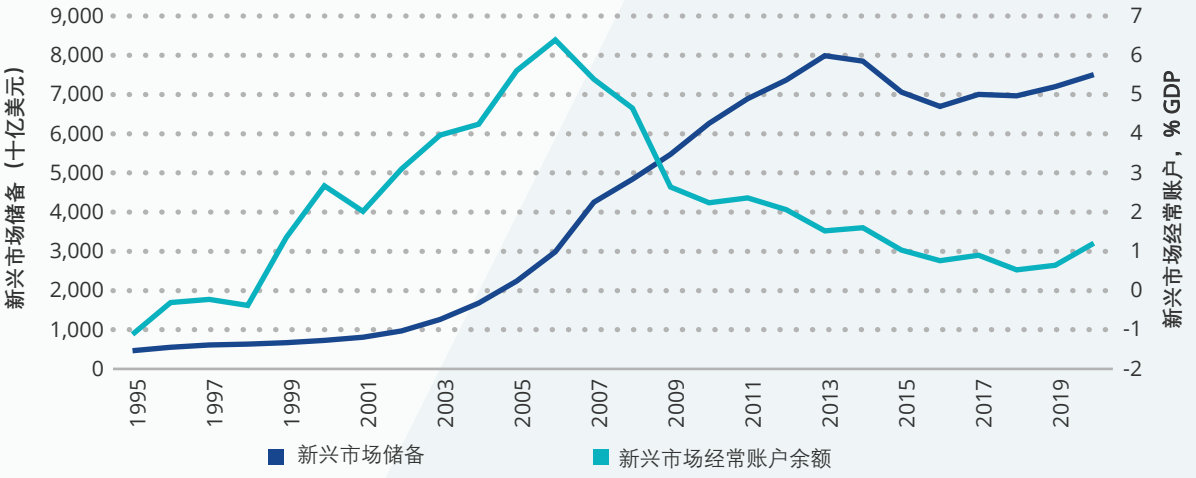
**图 5：原始状态发生改变—— 新兴市场储备增加，利差下降**




来源：范达研究，彭博，数据截至 2021 年 6 月 30 日。

这一点之所以重要的另一个原因在于：几乎每次新兴市场的危机都来自于对外账户的表现疲软，而现在对外账户持续向好，因此不太可能出现危机。净债权人状况侧重于美元资产的累积存量与美元负债的累积存量对比情况，除此之外每年流入和流出新兴市场的美元资本流也有了显著改善。当然，这在浮动汇率机制下具有一定的意义，因为在这一机制下汇率以及利率由市场决定。我们在图 6 中阐释了这一点。

**图 6：新兴市场储备和经常账户的变化**




来源：范达研究，彭博，数据截至 2020 年 12 月 31 日。

因此，可以客观地得出结论，美元债务在新兴市场中的地位非常稳固。这也得益于强大基本面，尤其是美元资产多于美元债务的情况。此外，每年流入或流出新兴市场的美元资金流即使没有改善，也一直与这种持续的强劲势头保持一致。得益于此，新兴市场国家在需要时能够有一个固定的资金来源，并且投资者如果想降低风险，他们可以积极选择相对安全的新兴市场进行投资。

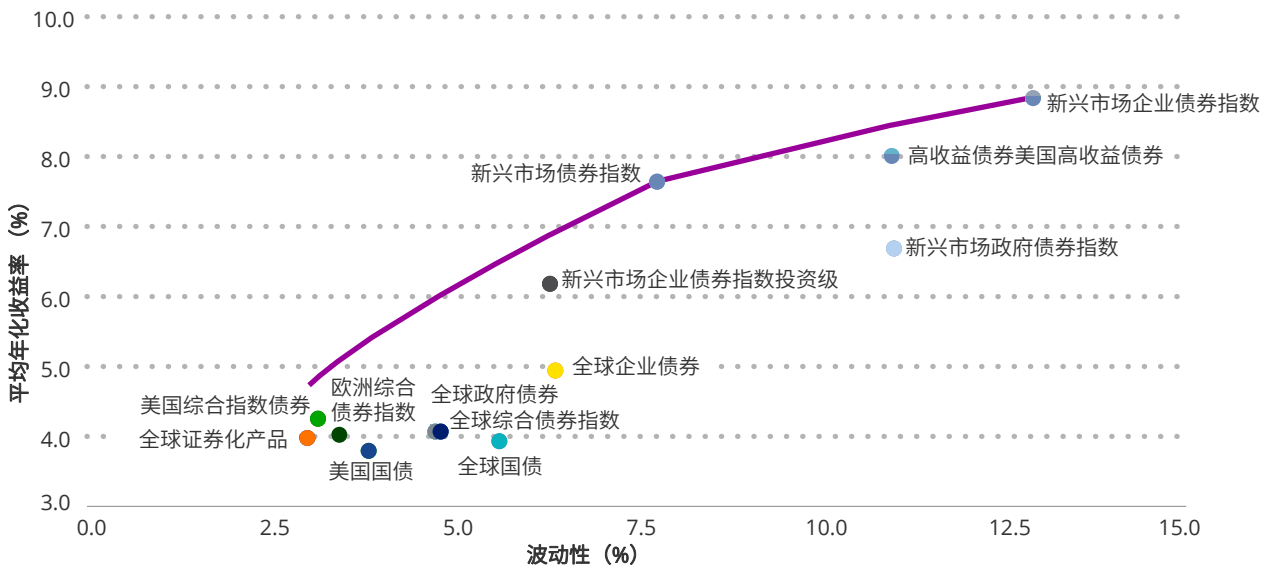
## II. 历史业绩表明新兴市场债券可在资产配置中占到大部分，而大多数投资者配置非常小

有效前沿是一种常见的资产配置框架，展示了在既定风险水平下提供最高预期回报的最佳投资组合。例如，投资者可能希望了解从国债到高收益等所有主要的固定收益资产类别，并且产生以下疑惑：“从历史表现来看，我的固定收益投资中应该配置多少新兴市场债券？”在我们的例子中，通过分析历史业绩得出的有效前沿是投资组合中一系列固定收益资产的组合，在这个组合以外，投资者很难在不牺牲回报的情况下降低波动性，也很难在不增加波动性的情况下提高回报。

在下图中，我们分析了 2003 至 2021 年主要的固定收益资产价格的历史回报和波动性。我们致力于挑选出一个尽可能代表主要投资机会的全球固定收益资产池，包含美国国债、欧元综合债券指数、全球政府债券、美国高收益债券等，但是我们的方案既非详尽无遗，也不是唯一的理想组合。为了探究有效前沿的理论最佳组合，在这个分析中我们不对单一资产类别权重设置任何约束，而现实中，给予较小的资产类别 5% 或 10% 的配置上限是许多机构的常见做法。

我们观察到的第一个有趣现象是，在类似的回报率下，新兴市场本币债的波动性只有美国高收益债券的一半。图 7 所示为有效前沿本身，图 8 为从中得出的结论。从图 7 前沿中可清晰看到，EMBIG 和高收益债券之间的对比情况。EMBIG 与高收益债券处于类似的回报区间，但后者的历史波动性大约是前者的两倍。[4] 我们并非怀疑配置高收益债券的必要性，因为高收益债券也处在有效前沿上。只是，没有人怀疑高收益债券在固定收益组合中的作用，但太多人对新兴市场债券存在疑虑。

**图 7：有效前沿（2003 – 2021年）**




来源：范达研究，彭博，数据截至 2021 年。

有效前沿也告诉我们，从 2003 - 2021 年的历史表现来看，对新兴市场债券的最佳配置应该明显高于典型的机构投资者的投资组合。[5] 图 8 给出了基于有效前沿的具体资产配置建议。例如，对于一个预期波动率低至 3.5 左右的固定收益投资组合，对新兴市场债券的最佳配置应该是 8%。如果预期波动性更高，如在 6 左右，那么新兴市场债券的最佳配置为 80%！通常情况下，美国养老基金的配置比例约为 3%。当然，我们并不建议新兴市场债券在固定收益投资组合中占比高达 80%，只是说，大多数投资者的新兴市场债券配置并未接近最佳配置。

许多投资者正在重新审视其 60/40 资产配置模型，我们认为，新兴市场债券应在固定收益投资组合中发挥更大的作用。

### 图 8：不同波动水平下的基于有效前沿的配置建议

**美元计价的全球固定收益投资组合有效前沿和隐含权重（CEMBI详细信息）**
数据集：2003 至 2021 年 1 月至 6 月的月度数据

| | 低风险 < | | | | | | | | | | | | > 高风险 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **投资组合标准差** | 3.03 | 3.17 | 3.42 | 3.89 | 4.78 | 4.82 | 5.58 | 6.31 | 6.33 | 7.79 | 10.96 | 11.01 | 12.94 |
| **新兴市场政府债券指数（GBI-EM）** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **新兴市场债券指数（EMBIG）** | 3% | 8% | 15% | 27% | 48% | 49% | 66% | 80% | 80% | 100% | 34% | 33% | 0% |
| **新兴市场企业债券指数（CEMBI）高收益债券** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 66% | 67% | 100% |
| **全球综合指数债券** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **全球国债** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **全球政府债券** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **全球企业债券** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **全球证券化产品** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **美国综合指数债券** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **美国高收益债券** | 18% | 17% | 15% | 12% | 8% | 8% | 3% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **欧元综合债券指数** | 29% | 27% | 23% | 16% | 4% | 3% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **美国国债** | 49% | 49% | 47% | 45% | 40% | 40% | 31% | 20% | 20% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **新兴市场企业债券指数投资级** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **新兴市场固定收益产品（GBI-EM, EMBIG, CEMBI）** | 3% | 8% | 15% | 27% | 48% | 49% | 66% | 80% | 80% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| **新兴市场高收益企业债券（EMBIG, CEMBI）** | 3% | 8% | 15% | 27% | 48% | 49% | 66% | 80% | 80% | 100% | 100% | 100% | 100% |

来源：范达研究，彭博，数据集：2003 至 2020 年月度数据。

## III. 新兴市场债券结构：流动性、债务违约率、残值

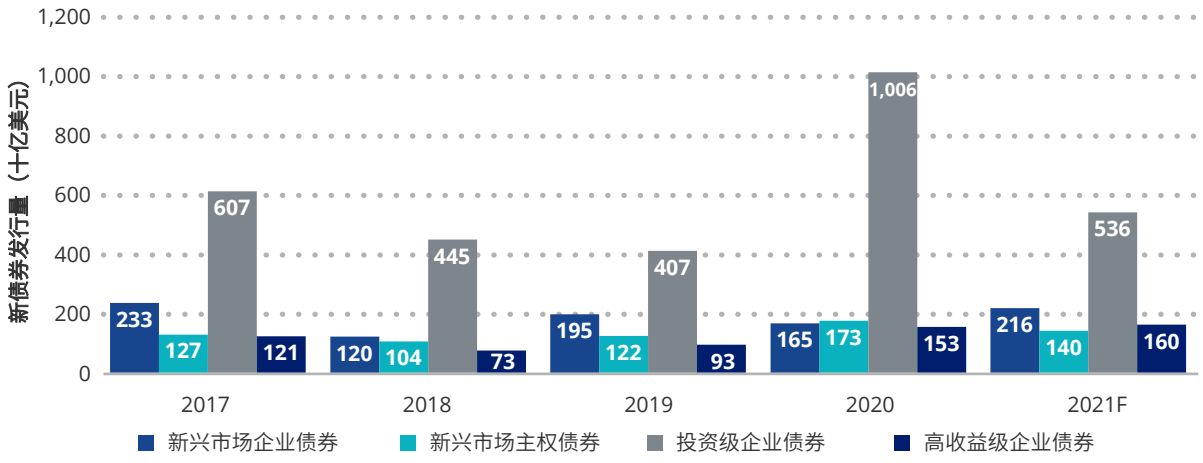
新兴市场结构非常不错，尤其比我们所了解到的许多投资者心目中的新兴市场形象要好。我们注意到，许多投资者开始关注政策性风险，并认为新兴市场政策性风险太大。然而，通过上面的分析可以看到，新兴市场能够从每次危机中总结经验教训并改进政策，而发达市场似乎每次面对危机都会选择发行更多债券并降低利率。除此之外，我们还应注意到，从新兴市场企业债券的流动性、债务违约率、残值的角度来看，我们发现新兴市场表现相当不错。

关于流动性，首先，美国和新兴市场企业债券都是由相同的全球金融机构交易，这些机构大多为美国银行和一些国际银行。但新兴市场企业债券也由新兴市场银行进行交易，因此新兴市场企业债券还有潜在的其他做市机构，而美国企业债券则没有。以美元计价的新兴市场主权债券同样受益于此——新兴市场银行也为其做市，因此投资者不仅仅只依赖美国银行。换句话说，新兴市场企业债券和主权债券确实面临着流动性不足的风险。然而，在我们看来，尚无法知晓相对于发达市场产品，如美国高收益债券和投资级债券，新兴市场的这一风险是否更大。新兴市场和美国企业债券的流动性衡量方法有所不同，新兴市场企业债券的流动性指标只考虑流动债券，而美国企业债券还考虑非流动债券。因此，尽管新兴市场和美国企业债券可能都存在流动性问题，但我们认为，若专注于哪一个更好或更差则完全偏离了重点。两者都有风险，而在我们看来，新兴市场的风险更低。

其次，新兴市场较高的储备量为基本面提供了关键支撑。当然，这说明主权国家可以依靠自己回购以美元计价的债券，这也表明主权国家正在维持浮动汇率。这意味着，在压力之下，汇率下跌，收益率可能会上升，但这往往是调整的结果。汇率下跌意味着货币走弱，这意味着对外账户向好。利率上升意味着增长放缓，因此由于进口需求下降，对外账户向好，以及通货膨胀降低。我们的观点并非强调投资新兴市场本币市场不会亏钱；我们的观点是，对于新兴市场本币债券而言，流动性在很大程度上不是问题。最后，以美元计价情况下，新兴市场主权债券的发行规模一直并且未来预计也将远小于美国投资级 / 高收益产品的净发行规模。尽管过去三年来增速有所放缓，但美国企业债券的净发行量仍然非常大。因此，如果出现基金净流出，就必须有所弥补。然而，对于新兴市场债券而言则有所不同。由于新兴市场主权债券通常为净债权人，净流出可能更容易管理，新兴市场政府债务管理部门有能力回购这些债券，并能够在需要时保障其流动性。我们还通过下图 9 证明了新兴市场企业债券的发行量低于美国企业债券的发行量。

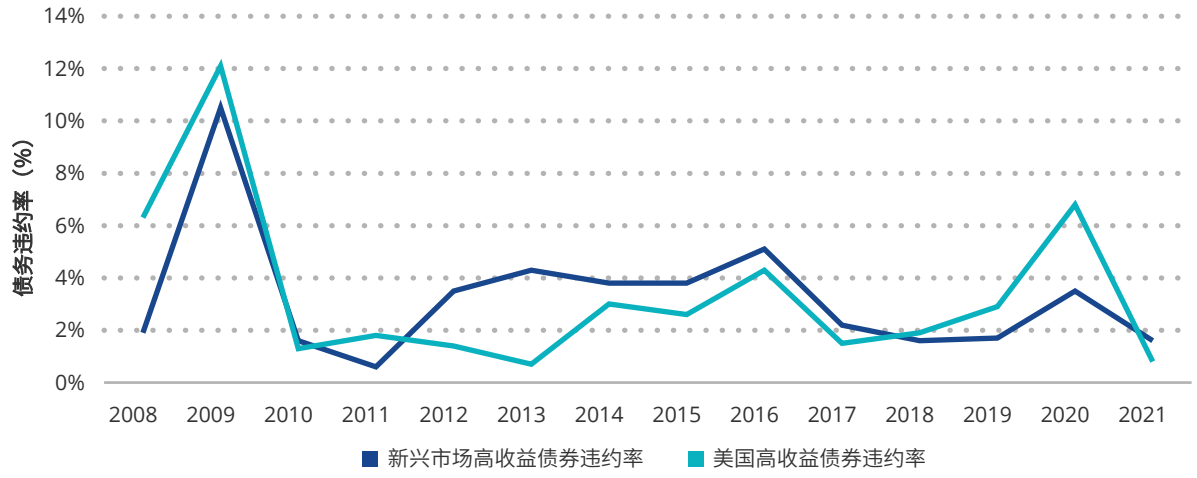
债务违约率和残值方面，如果说新兴市场高收益债券优于美国高收益债券不够准确的话，那我们也可以说两者相当。具体表现可参见图 10 和 11。从图 10 可知，在过去几年里，新兴市场高收益企业债券的债务违约率略低于美国高收益企业债券。图 11 所示为新兴市场高收益债券和美国高收益债券的残值情况。从长期来看，两者表现相当，但最近新兴市场高收益债券残值有所升高。我们的观点是，这些数据并未表明新兴市场存在需要投资者支付更高溢价的特殊风险情况。

**图 9：新债券发行量（十亿美元）**



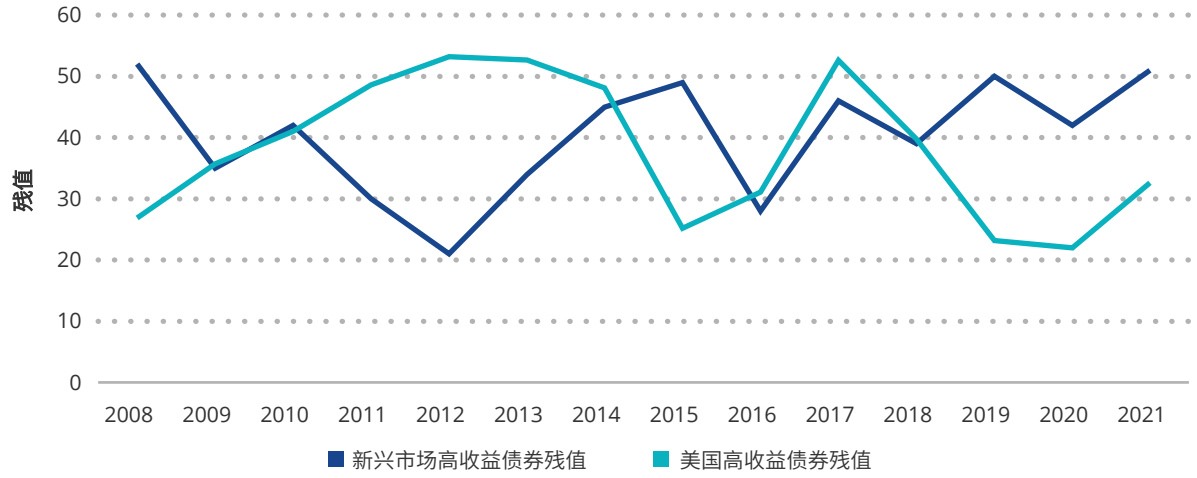

来源：摩根大通，数据截至 2021 年 7 月。

**图 10：新兴市场高收益债券和美国高收益债券的违约率**




来源：摩根大通，数据截至 2021 年。

**图 11：新兴市场高收益债券和美国高收益债券残值**




来源：摩根大通，数据截至 2021 年。

## IV. 新兴市场债券应对全球投资者有吸引力

我们认为，新兴市场债券在固定收益配置中的占比不足的现象不只是个例，全球投资者都是如此。适用于多个投资者群体的方法往往具有更大的价值，当数据能够证明非美元投资者与美元投资者损益情况相同，则这一方法准确性更高。

许多投资者可能希望增加新兴市场债券的配置比例。最重要的是，经过一系列基础货币损益情况验证，我们的结论是正确的。

我们对欧元计价投资者损益情况（即相同的数据，仅换算为欧元，以及欧洲固定收益投资方案）进行了有效前沿分析，得出了相同的结论：我们认为，欧元投资者的投资组合配置中应该包括新兴市场债券。我们对澳元投资者损益情况进行了同样的有效前沿研究，也得出了同样的结论。我们认为，澳元投资者的投资组合配置中应该包括新兴市场债券。我们在下文中就欧元投资组合的有效前言和配置提供了建议，供需要了解具体信息的投资者参考。我们认为，从全球市场来看，新兴市场债券资产类别的投资成本更低。

## 图 12：欧元计价的投资组合配置建议

欧元计价的投资组合的有效前沿和隐含权重数据集：2004 至 2021 年月度数据

| | 低风险 < | | | | | | | | | | | > 高风险 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **投资组合标准差** | 6.62 | 7.09 | 7.34 | 7.75 | 8.00 | 9.69 | 9.87 | 10.63 | 10.79 | 11.10 | 11.18 | 12.16 |
| **新兴市场政府债券指数（GBI-EM）** | 21% | 27% | 29% | 32% | 32% | 31% | 31% | 6% | 1% | 0% | 0% | 0% |
| **新兴市场债券指数（EMBIG）** | 0% | 0% | 0% | 0% | 6% | 43% | 47% | 66% | 70% | 46% | 41% | 0% |
| **全球综合指数债券** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **全球国债** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 4% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **全球政府债券** | 78% | 58% | 51% | 42% | 36% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **全球企业债券** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **全球证券化产品** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **美国综合指数债券** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **美国高收益债券** | 2% | 15% | 20% | 26% | 26% | 22% | 21% | 28% | 29% | 54% | 59% | 100% |
| **欧元综合债券指数** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **美国国债** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **新兴市场企业债券指数（CEMBI）** | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| **新兴市场固定收益产品 (GBI-EM, EMBIG, CEMBI)** | 21% | 27% | 29% | 32% | 38% | 74% | 78% | 72% | 71% | 46% | 41% | 0% |

来源：范达研究，彭博，数据集：2004 至 2021 年月度数据

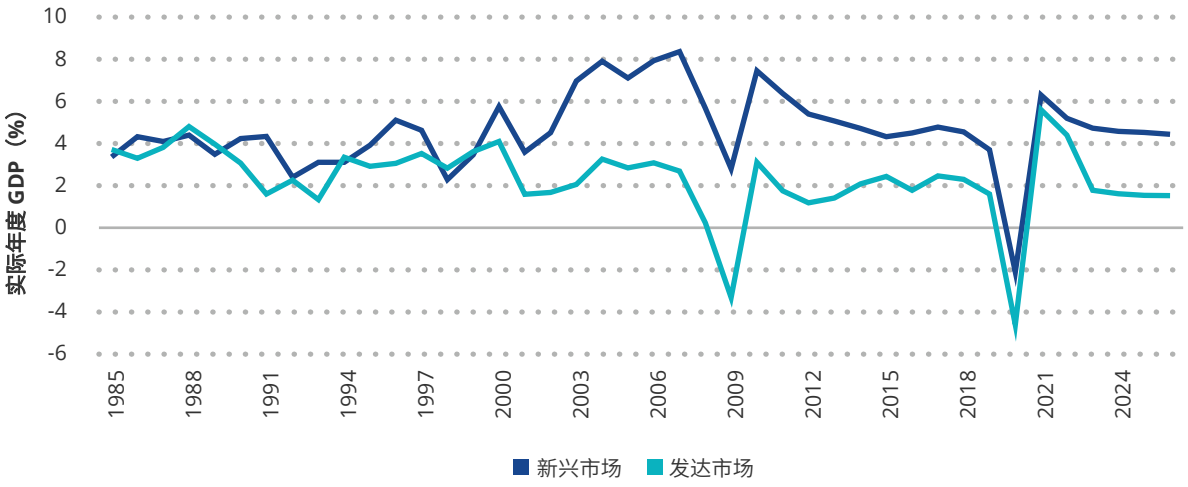
与此有关的是，许多仍对新兴市场债券持谨慎态度的投资者表示，他们通过一只全球债券基金投资新兴市场债券。全球债券基金有时将“新兴市场债券”视为一个整体，并倾向于自上而下对其进行分析，而纯粹的新兴市场基金更有可能简单地自下而上地寻找估值便宜的公司。然而，通过全球债券基金持有新兴市场债券的挑战就是我们通过有效前沿得出的基本结论，即我们发现新兴市场债券配置占比不足。

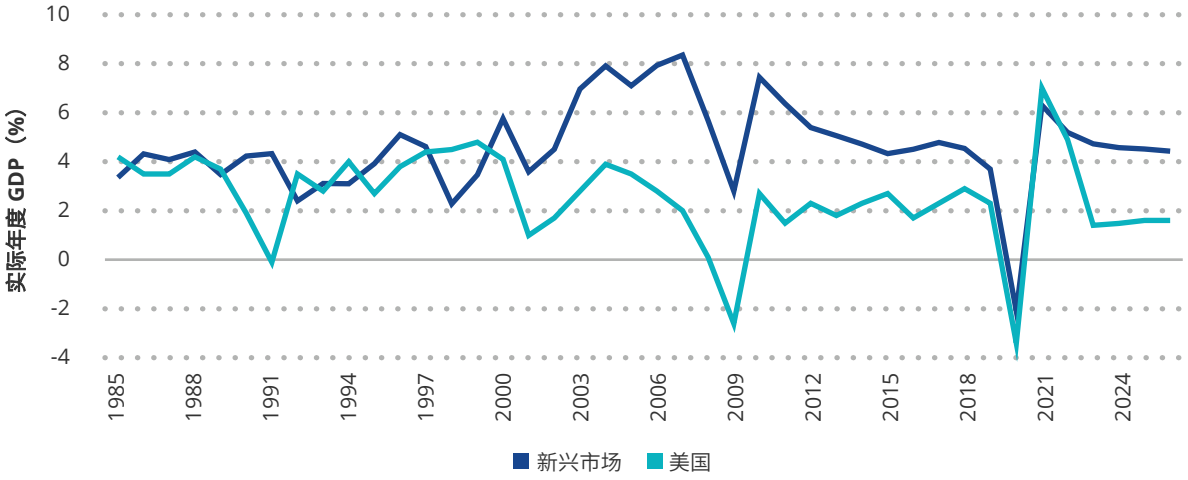
## 结论

在既担心发达市场无休止的货币刺激和负债水平，又渴望具有吸引力的收益率的大环境下，新兴市场能够提供答案。许多新兴市场拥有强劲的基本面，基于市场的收益率很高。在很多方面，发达市场恰巧相反，杠杆比率很高且回报有限。这便是为什么投资者重新评估 60/40 模式的原因——也许重新评估是正确之选。但即便全球债券的配置应该低于 40%，我们也认为新兴市场债券应该在其中占有更大的比例。我们认为，事实证明，新兴市场债券的历史配置过低。

# 附录

## 图 13：新兴市场与发达市场的增长轨迹




来源：范达研究，彭博，数据集：1985 年至 2026 年预测数据，年度

[1] 来源：范达研究，彭博，数据截至 2021 年。

[2] 来源：国际货币基金组织财政监测报告，数据截至 2021 年 4 月。

[3] 来源：彭博，数据截至 2021 年 8 月 13 日，EMB到期收益率为 4.93%，久期约为 8 年，故可比较的美国国债收益率应为十年期收益率，即 1.34%。GBI-EM 到期收益率为 5.01%；久期约为 5 年，故采用五年期美国国债收益率，即 0.81% 进行比较。

[4] 来源：范达研究，彭博。

[5] 来源：范达研究，彭博。

**重要披露**

本文并非买卖要约，也非购买或出售文中提到的任何证券/ 金融工具的建议。本文提供的信息不涉及个性化投资、财务、法律或税务建议。文中某些陈述可能构成预测、预报和其他前瞻性陈述，这些陈述并不反映实际结果，其有效期截至本文日期，如有变更，恕不另行通知。第三方来源提供的信息默认为真实可靠，但其准确性或完整性未经独立核实且无法保证。本文信息仅代表作者的观点，不一定代表范达的观点。

**任何投资都有风险，包括本金损失的风险。任何投资策略都不能保证投资目标能够实现，并且投资者可能会蒙受损失。在市场下跌情况下，分散投资并不能确保获利或遭受损失。过往业绩不保证未来结果。**

证券指数不能直接投资，也不产生一般投资基金相关的费用和开支。过往表现不保证未来结果。50% GBI-EM/50% EMBģ基准指数是一个混合指数，由 50% 的摩根大通新兴市场债券指数（EMBI）全球多元化和 50% 的摩根大通政府债券指数（GBI-EM ）新兴市场全球多元化指数组成。摩根大通新兴市场政府债券指数（GBI-EM）全球多元化指数跟踪新兴市场政府发行的本币债券。摩根大通新兴市场债券指数（EMBI）全球多元化指数跟踪新兴市场交易活跃的外债工具的回报，也是摩根大通流动性最强的美元计价新兴市场债券指标。信息来源被认为是可靠的，但摩根大通不保证其完整性或准确性。指数的使用是经过授权的。未经摩根大通书面批准，不得复制、使用或分发该指数。摩根大通公司版权所有。巴克莱资本美国企业高收益债券指数由固定利率、公开发行的非投资级债券组成。巴克莱资本美国企业投资级指数包括公开发行的、固定利率的、不可转换的投资级债券。巴克莱资本美国国债指数是针对剩余期限超过一年的美国国债的不经管理的指数。摩根士丹利资本国际全球指数是一种不受管理的、自由浮动调整的市值加权指数，由世界各国公司的股票组成。该指数旨在衡量全球发达和新兴市场的股市表现，该指数包括扣除外国预扣税后的股息再投资。标准普尔500指数（SPX）包括美国 500 家领先的公司，涵盖了大约 80% 的可用市值。

©2021 VanEck