

# 瀚亞策略印度傘型基金

# 瀚亞印度趨勢多重資產基金

(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)

周佑倫

June 2019

---

# 報告大綱

1. 上月市場波動原因
2. 印度債市展望
3. 投資組合配置與策略

## 10年期公債利率突破區間

- 對央行超寬鬆預期引導利率突破
- 債市1個月利率下跌近40個基本點，約當2.6%資本利得
- 10年債預估區間 6.7%-7.2%，匯率68-71

### 1年來低點

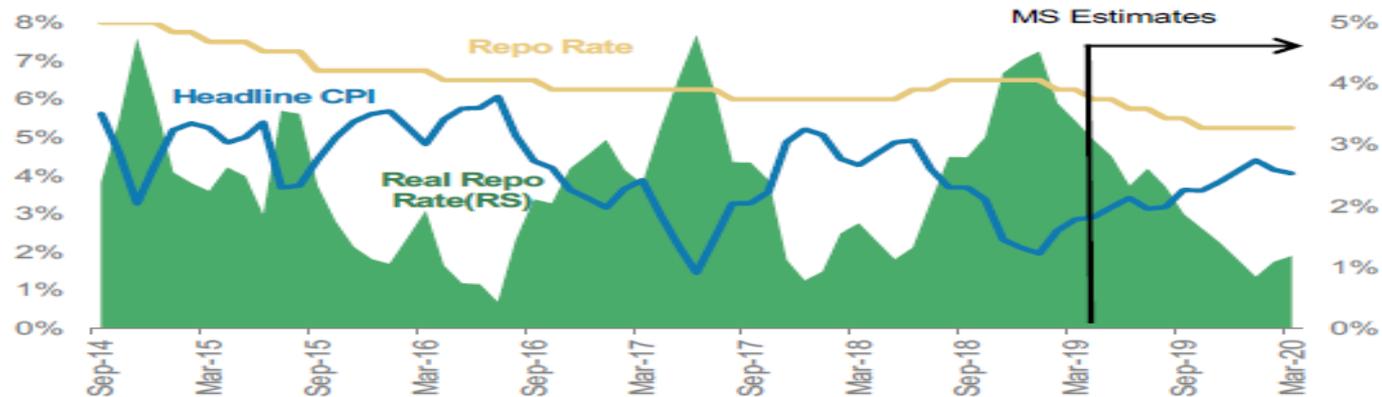


資料來源：Bloomberg 20190611

## 6:0 一致通過降息，迎來更為鴿派央行

- 通膨整年可控，更為寬鬆政策支撐成長
- 今年累計降息75bps，市場預期8月仍有再降息機會
- 實質利率至年底將降至歷史低點

	前次會議	本次會議
經濟成長 FY20	7.2%	7.0%
通膨	2.9-3.0% 上半年 3.5-3.8% 下半年	3.0-3.1% 上半年 3.4-3.7% 下半年
立場	中立	寬鬆



資料來源：RBI, Morgan Stanley Research June 2019

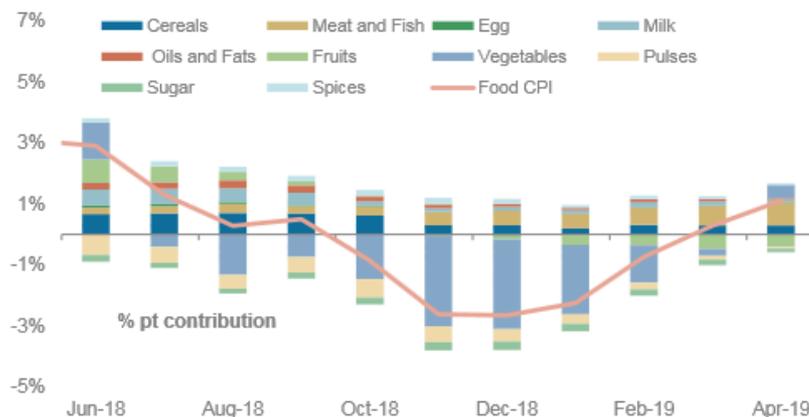
## 可預見通膨上升，但全年維持在4-4.5%

- 食品批發價年初1.4%跳增至7.4%
- 5-6月季節性因素，食品通膨將緩升
- 除經濟明顯轉強、雨季不如預期外，通膨將維持在央行目標區間

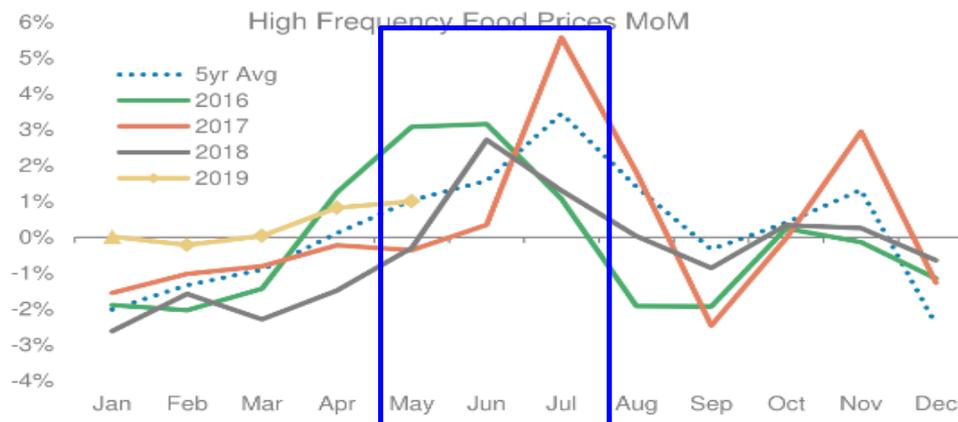
## 食品批發價年增率



## 連6個月負貢獻後，食品通膨轉正



## 歷史上5-7月，食品通膨增長快



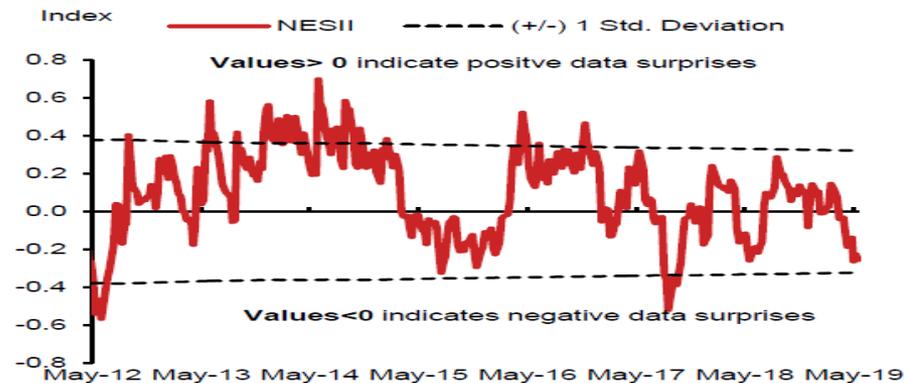
資料來源：TOP(R)CEIC, IIFL Research RBI, Labour Bureau, Bottom(L) CEIC, Dept. of Consumer Affairs, Morgan Stanley Research, Bottom(R) Capitaline, Morgan Stanley Research May 2019

## 各家領先指標一致向下

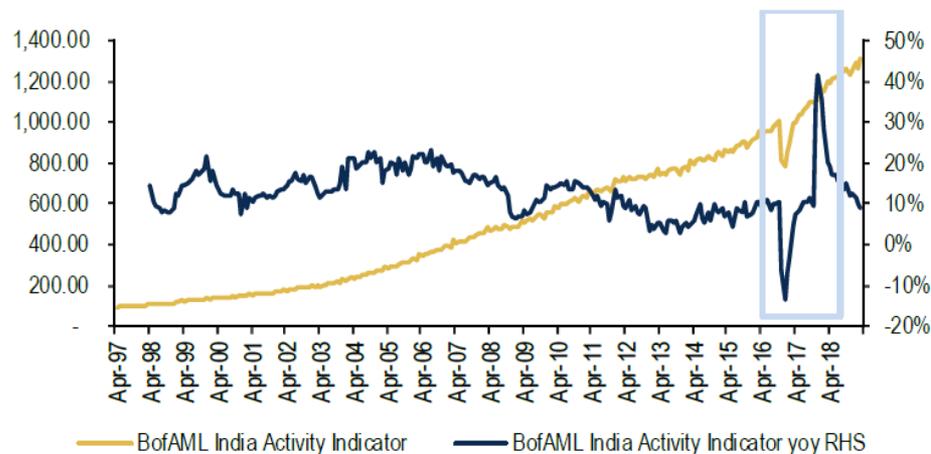
### GDP 連3季成長率下降



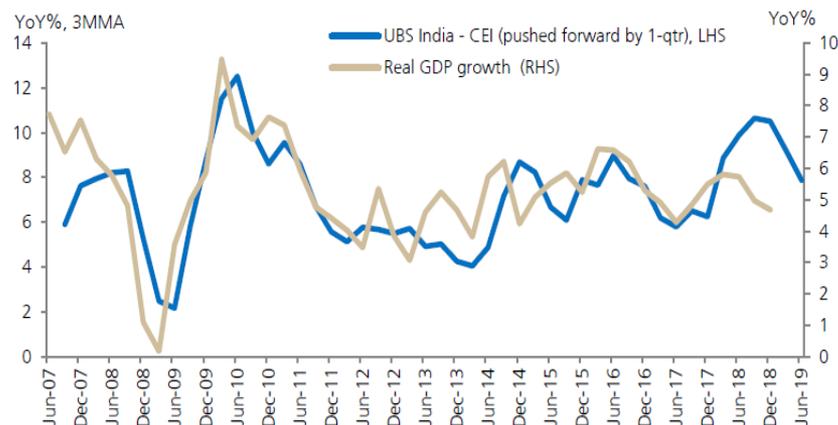
### Nomura 領先指標 (5/27)



### BOAML 領先指標 (5/30)



### UBS 領先指標 (5/28)



資料來源: CEIC, Morgan Stanley Research Estimates, June 2019

Bloomberg, UBS BofA Merrill Lynch Global Research CEIC, Consensus survey and Nomura Global Economics. May 2019

## 選後改革政策延續，成長緩、利率低、盧比長期看升

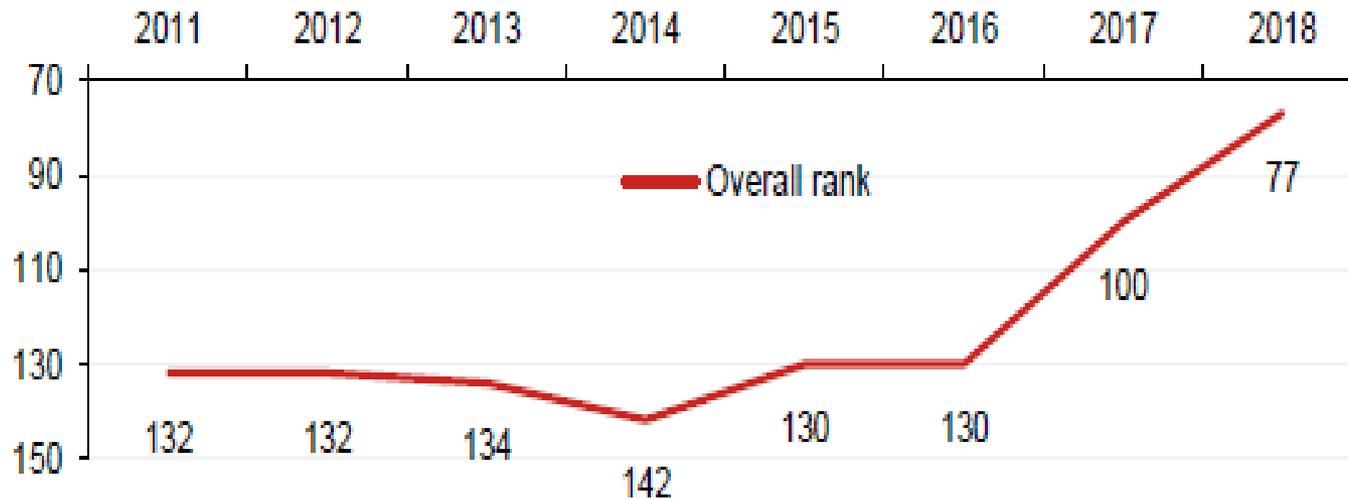
政策	扶持農村經濟、經商環境50名內、加速壞帳處理、維持流動性、減少直接稅負擔、精進GST
財政赤字	3.3-3.5%
經濟成長	今年6.8%、改革加速7.5%、最大上限8%
通膨	4.0-4.5%
貨幣政策	維持寬鬆支持經濟，但通膨轉升，再降息難度高
外匯	短期區間 1.新興市場投資氣氛弱 2. 5、6月貿易赤字大 3. 7月預算公佈不確定性 長期升值 1. 央行寬鬆、外資流入、油價下跌
利率	預期財政不再惡化，低成長，貨幣寬鬆，利率維持低檔，但難突破7.15%

## 印度經商環境持續改善

進步分數最多前三名 (分數增加比率)

1. 取得建築許可 34%
2. 跨省份交易 19%
3. 公司設立 7%

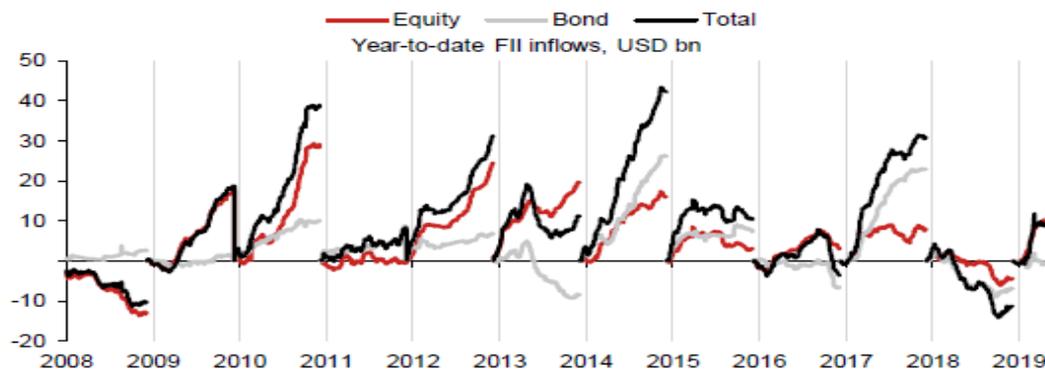
### World Bank Ease of Doing Business



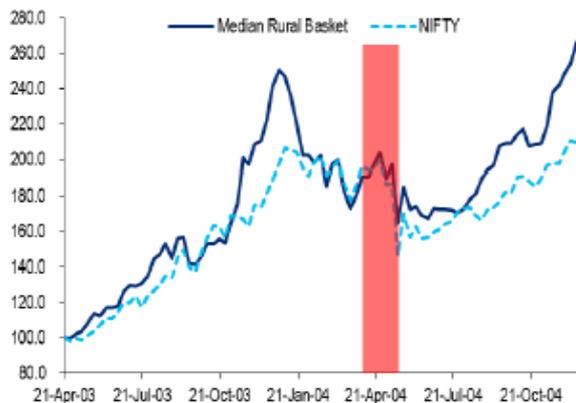
資料來源: CEIC, Bloomberg, RBI, NSDL, Nomura. Note: 1) DB = World Bank ease of Doing Business survey results.

## 選後資金流入明顯

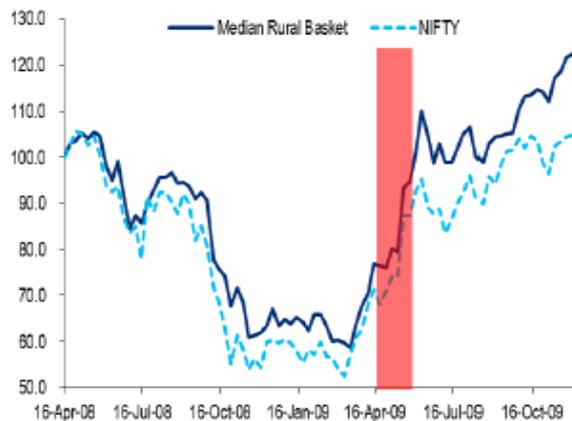
今年股債資金流入仍有很大成長空間



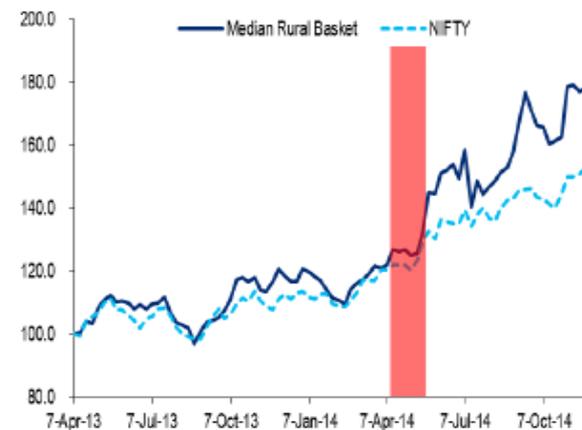
### 2004大選



### 2009大選



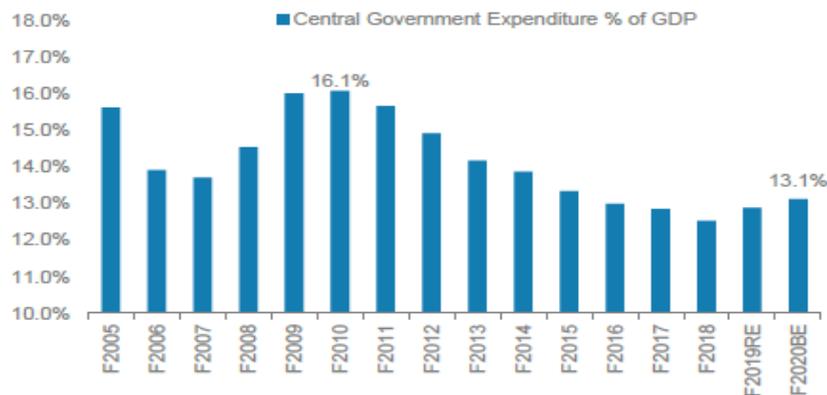
### 2014大選



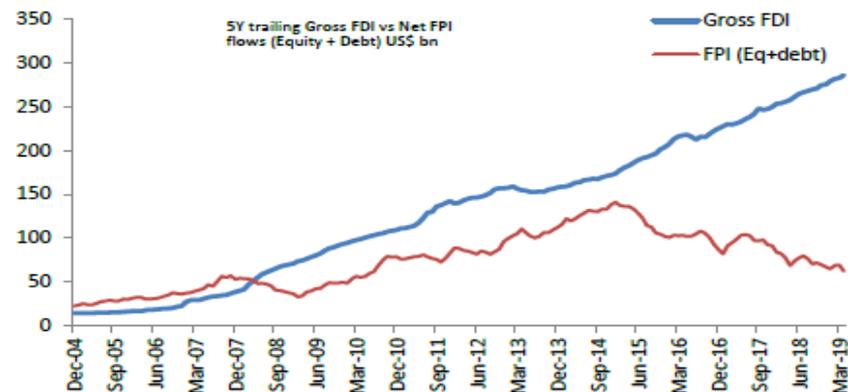
資料來源: CEIC, Bloomberg, Nomur Bloomberg, Citi Research Source: Bloomberg May 2019

## 投資與貸款增長為後續成長引擎

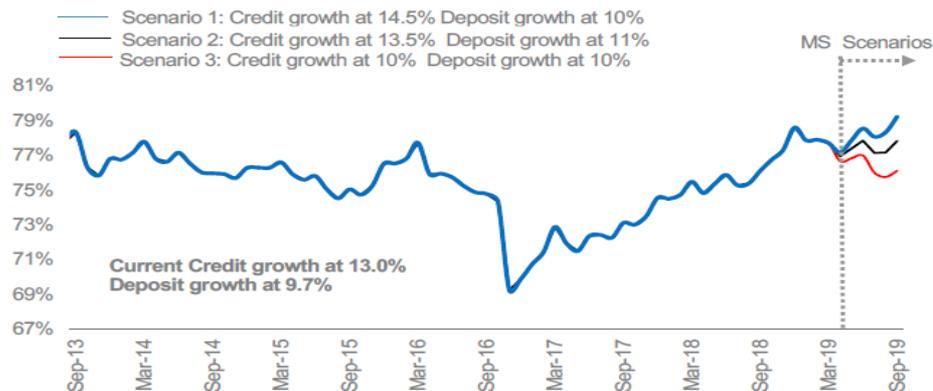
### 政府支出佔GDP比重上升



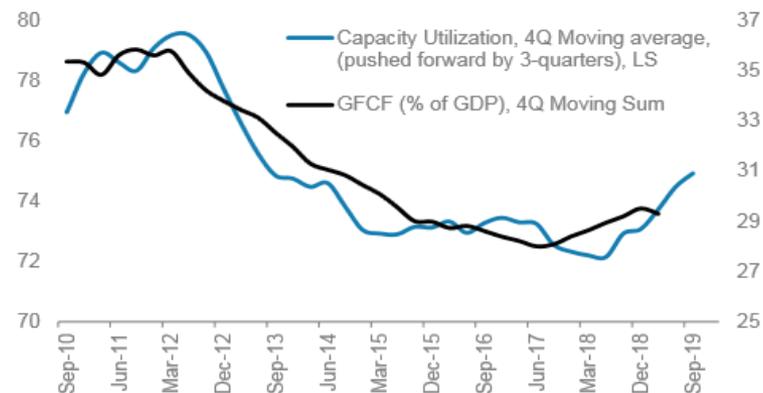
### 每年直接投資300億美金



### 貸款年增率持續增長



### 產能利用率、固定資產投資復甦



資料來源: CMIE, CEIC, Haver, Company Data, Morgan Stanley Industrials Team, Morgan Stanley Research May 2019

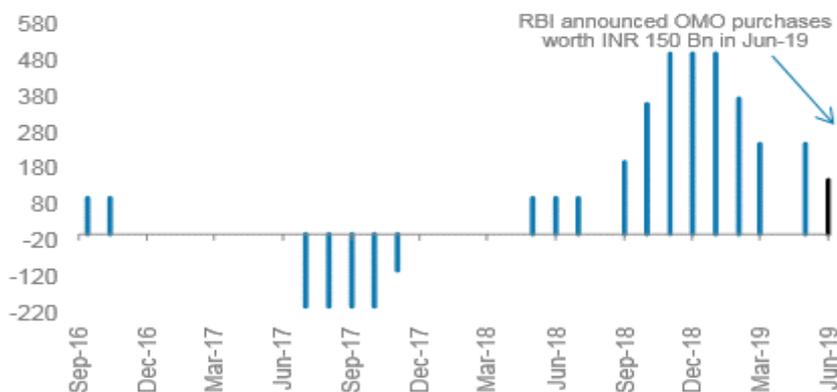
## 債市需求面穩定

銀行佔公債買盤50%，存款增，體質改善

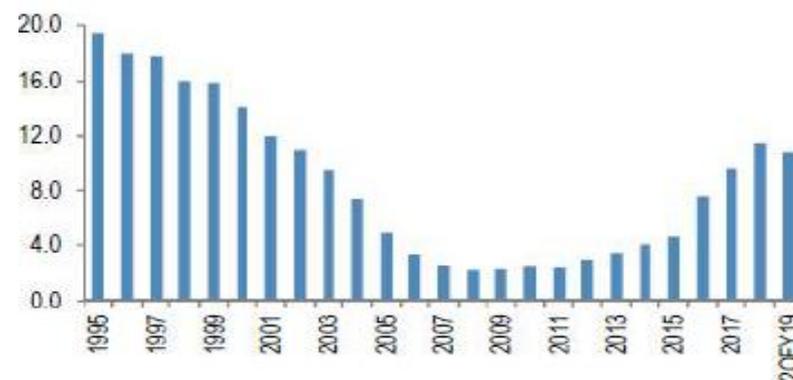
### 政府持續幫助公有銀行重建資本



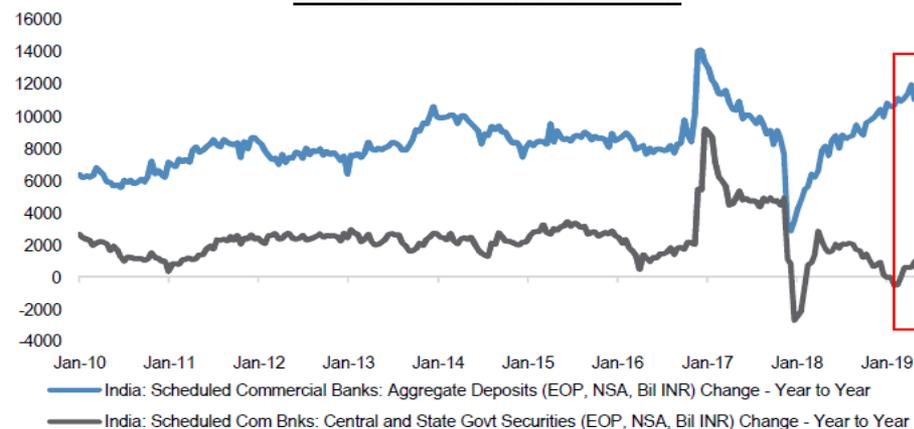
央行5月買公債 2,500億盧比  
6月續購 1,500億盧比



### 銀行壞帳率開始下降



### 銀行對公債需求上升



資料來源: RBI, Bloomberg, Morgan Stanley Research May 2019. Bottom(R) Govt. Budget Documents,, IIFL Research May 2019

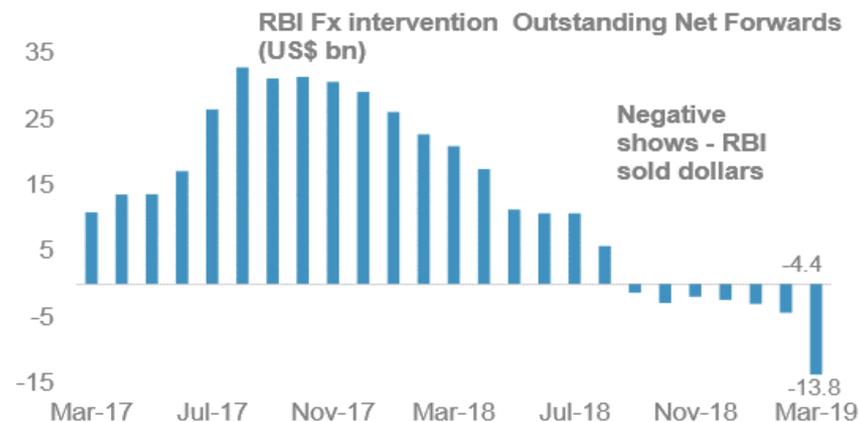
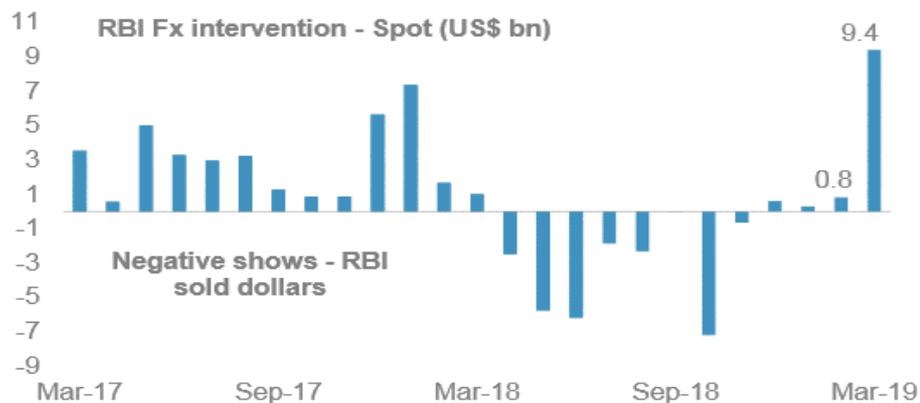
## 選後不確地性因素散去，但盧比仍受多項因素影響

### 實質有效匯率高於平均

- 寬鬆央行、貿易戰升高、美國鴿派都使盧比有壓
- 但油價的修正、免於貿易戰的內需經濟為盧比支撐
- 預估區間69-71，短期收到全球因子影響較大



### 選前-央行干預外匯金額明顯提高



資料來源: Bloomberg, RBI, CEIC, Morgan Stanley Research . \*FX Reserves data is till 10th May 2019.

## 未來3個月影響利率因素

上月提到的利率多頭因素已發生，使利率由7.3 降至7% 以下:

- 更大幅度的降息預期
- 通膨進入去年高基期，上升不易
- 莫迪政府贏得大選
- 外資選後轉為淨買入支撐匯市

未來利率可能進一步下降的因素:

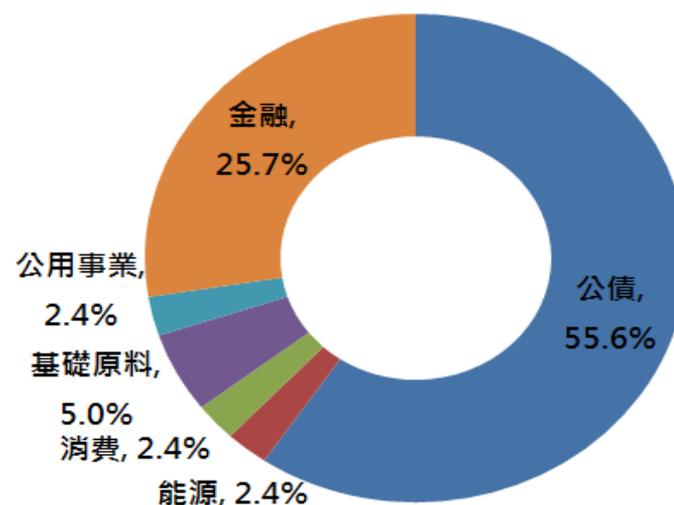
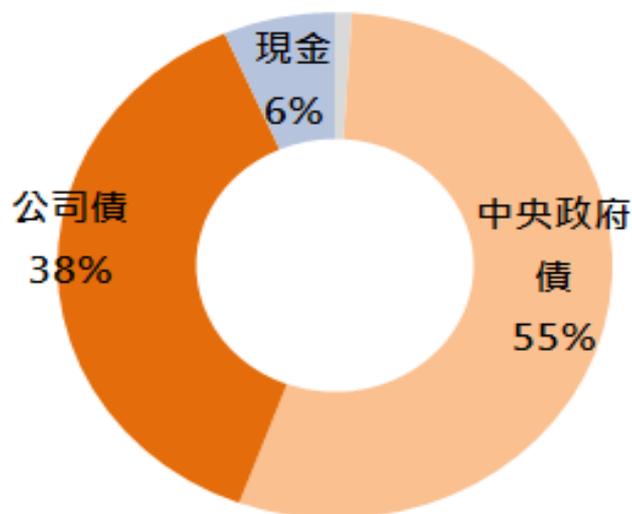
- 央行買債金額連續2個月增加
- 7月政府預算公佈優於預期
- 油價持續向下修正

# 基金配置狀況

基金配置狀況  
債券型

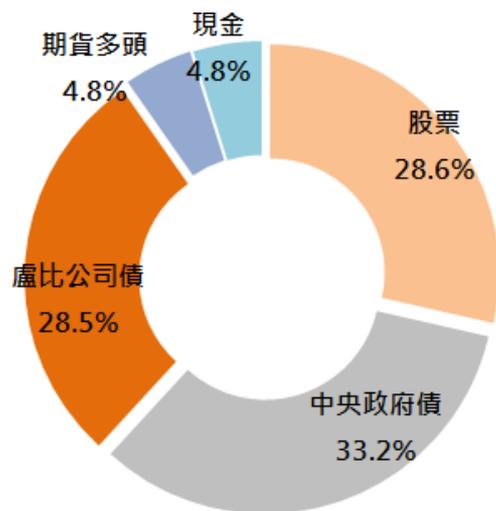
債券比重93%、投資組合當期收益率 7.36%、平均信評B、存續期3.5年

比重(%)	債券名稱	發行人	產業	當前殖利率(%)	存續期間
18.92	IGB 7.16 05/20/23	印度公債	Government	6.81	3.51
17.65	IGB 7 01/21/21	印度公債	Government	6.36	1.53
6.83	HDFCIN 11.08 04/13/27	Housing Development Finance	Financial	8.90	5.00
6.83	NABARD 8.24 03/22/29	National Bank for Agricultur	Financial	8.00	6.84
5.63	IGB 6.65 04/09/20	印度公債	Government	6.28	0.83



As of 20190531

基金配置狀況  
平衡型



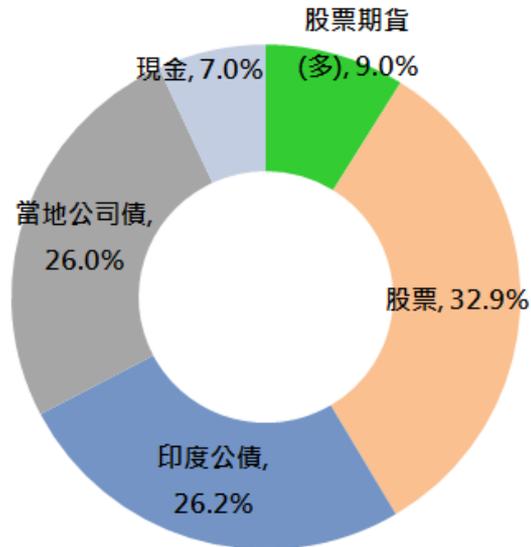
比重	公司名稱	產業	次產業分類
4.83%	HDFC Bank Ltd	Financial	Commer Banks Non-US
4.45%	Bajaj Finserv Ltd	Financial	Life/Health Insurance
2.87%	SBI Life Insurance Co Ltd	Financial	Life/Health Insurance
2.55%	印度國家銀行	Financial	Commer Banks Non-US
2.50%	TVS汽車有限公司	Consumer, Cyclical	Motorcycle/Motor Scooter

債券比重64%，投資組合當期收益率7.62%，存續期間3.9年

比重	債券名稱	發行人	當前殖利率(%)	存續期間
14.61%	IGB 7.16 05/20/23	印度公債	6.81	3.51
12.49%	IGB 7.35 06/22/24	印度公債	6.93	4.18
8.29%	HDFCIN 11.08 04/13/27	Housing Development Finance	8.90	5.00
5.58%	VEDLN 9.45 08/17/20	韋丹塔有限公司	8.99	1.11
5.07%	IGB 6.65 04/09/20	印度公債	6.28	0.83

As of 20190531

## 基金配置狀況 多重資產型



類別	比重	產業	比重
股票	33%	核心消費	18.0%
		非核心消費	9.8%
		製藥醫療	5.2%
期貨	9%	股票期貨(多)	9.0%
基金、ETF	0%	黃金 ETF	0.0%
債券	52%	美元債	0.0%
		公債	26.2%
		公司債	26.0%
現金	7%	盧比	0.1%
		非盧比	6.1%
合計	101%		100%

債券比重52%，投資組合當期收益率7.50%，存續期間4.4年

比重	債券名稱	發行人	當前殖利率(%)	存續期間
18.98%	IGB 8.83 11/25/23	印度公債	6.80	3.68
7.32%	HUDCO 8.41 03/15/29	住房及城市開發有限公司	8.04	6.79
7.21%	IGB 7.26 01/14/29	印度公債	6.99	6.91
3.68%	RILIN 9.05 10/17/28	印度信實工業有限公司	8.41	6.42
3.65%	NABARD 8.24 03/22/29	National Bank for Agricultur	8.00	6.84

資料來源：20190531

## 未來避險規劃

### 目前避險比率20%

1. 盧比區間走勢維持低避險
2. 基於以下原因，短期降至10-15%

美元指數下降

油價短期回到\$80動能不足

央行進行SWAP操作後避險成本高於5%，但選後成本明顯下降

顧問與新加坡觀點



## 美元指數

1. 美元指數對應已開發國家貨幣，由高點反轉
2. 新興市場美元指數也已上升反應貶值

Structural Parameters	Weight
Cad % of GDP	20%
Trade deficit	20%
<b>DXY</b>	<b>15%</b>
REER	15%
Policy rate differential	5%
10 yr minus inflation	10%
Momentum Parameters	
Oil	5%
Seasonality	10%

DXY (L)  
TWEXB (R) (Trade Weighted U.S.Dollar Index )



## 油價短期向上動能不足

今年油價\$70，盧比維持69-70區間

	氣氛	現貨	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20
1) NYMEX西德州輕原油(美元/桶)		53.51	59.52	53.65	53.56	53.21
預測(中位數)			60.00	61.50	62.00	60.00
差異(中位數-目前)			+0.48	+7.85	+8.44	+6.79
2) ICE布蘭特原油(美元/桶)		62.44	66.56	60.89	60.13	59.73
預測(中位數)			69.00	70.00	70.00	67.00
差異(中位數-目前)			+2.44	+9.11	+9.87	+7.27

BofA Merrill

	2Q19	3Q19	4Q19
<b>Brent</b>	\$69.00	\$68.00	\$65.00
<b>WTI</b>	\$61.00	\$60.00	\$55.00

Macquarie

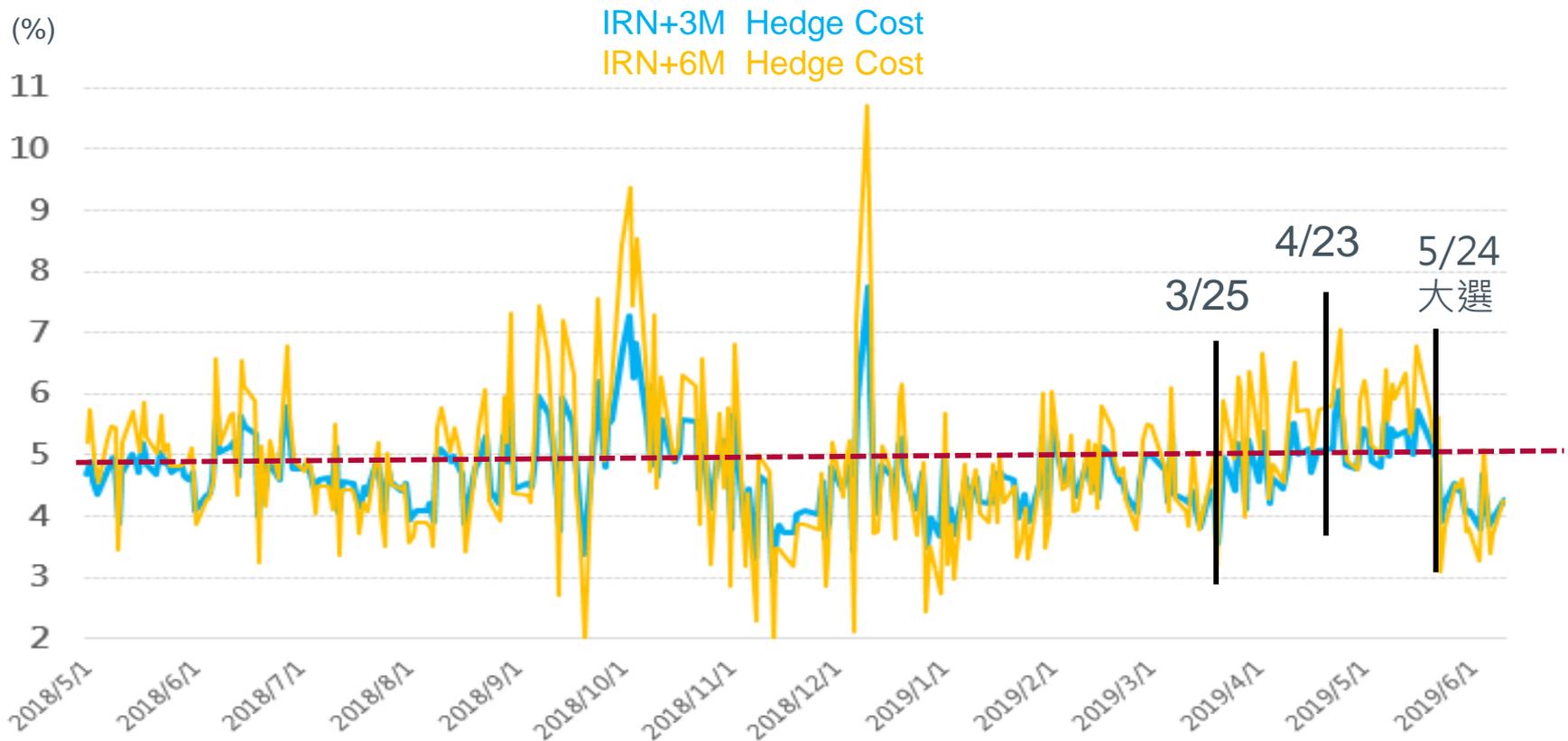
	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019F	2020F
WTI Crude Oil	62.00	60.00	56.00	59.00	60.00
Brent Crude Oil	74.00	70.00	66.00	70.00	65.00

➤ **Wei Ming Cheong:**  
不認為油價有持續走高的條件

1. OPEC + 達成減產協議仍未知
2. 沙國仍可增產，因當前產量低於減產目標
3. 美國產量續新高
4. 需求面持續走緩

## 大選後避險成本下降

央行進行SWAP操作後，避險成本高於5%，選後明顯下降



## 顧問與新加坡觀點

- 顧問仍建議維持與模型相同比率，但瀚亞可自行調整
- 選舉，重要數據已公布，仍看空主因盧比實質匯率處在1年高點，區間 69-71
- Rong Ren Goh : 上漲後的債匯市看法較保守，主因全球因素

選後最大不確定性因素移除，央行極度寬鬆支撐成長，外資重回股債市，都是有  
利因素，但中美不確定性，以及印度是否真的不受到中美影響仍待考驗，當  
前看法仍較保守。

## 結論

- 盧比區間波動較不利高成本，高避險比率
- 已將避險比率由30%降至20%與指標一致
- 如盧比持續上升突破70，持續降至15-10%
- 如盧比升值，觀察美中貿易進度，參考模型與顧問建議

## 敬語

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