

寻求通过前沿市场债务优化风险 调整后的回报潜力



机会在边远市场债务中显著增加，因为越来越多的国家有意识地努力开放其资本市场，货币的价值也更加公平。因此，我们认为现在是时候通过一种专门的战略分配给边远市场债务了。在这篇论文中，我们更深入地研究了边远债务组合可能为投资者组合带来的潜在利益，讨论了我们的投资流程，并解释了我们是如何处理这一资产类别的固有风险的。

2025年2月

投资组合经理

Yvette Babb Daniel Wood

时机可能已成熟

近年来，由于结构改善、估值变动、更大的多元化潜力以及硬货币前沿债务持续增长，前沿市场债务中的投资机会会有所增加。

• **结构改进：**更多前沿经济体正在向国际投资者开放其本地资本市场，这得益于多边发展伙伴支持的亲市场改革、资本管制的放宽以及由央行提供的增强流动性措施。

• **吸引人的估值：**许多前沿货币经历了显著的贬值，这导致我们认为是估值更加合理且具有吸引力的利率的货币。这种环境使投资者能够接触到高收益资产，同时可能从改善的货币估值中获益。

• **更多多元化的潜力：**以前，新兴市场基金经理通常会集中分配到边缘本地市场。然而，我们认为，该资产类别目前已足够成熟，可以作为多元化的投资类别存在。

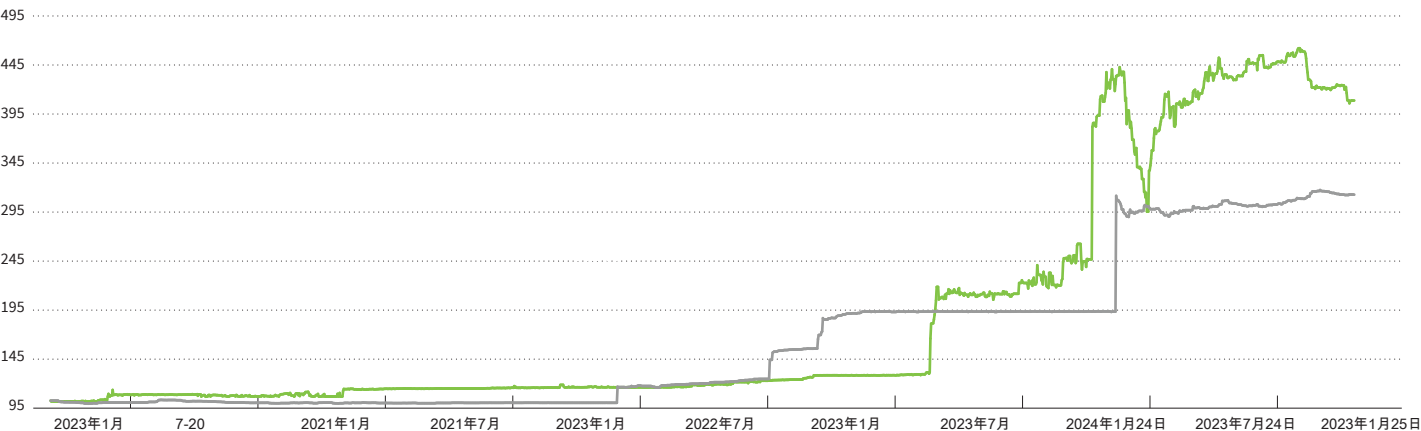
• **硬货币前沿债务：**该资产类别的这一部分已超过十年看到一个不断增长和多元化的发行人基础。硬货币前沿债券继续提供相对较高的名义收益率，估值表明有进一步利差压缩的空间。我们也相信，在最近违约案例中与债券持有人成功谈判后，在可预测的时间范围内，重组风险可能较低。我们认为，欧元债券投资者的恢复价值弹性进一步增强了投资案例。

估值已改善

在边远国家，央行通常在管理借贷成本时，将名义汇率作为金融和货币政策的锚点。然而，投资于货币高估且息差低的国家债券具有风险。在过去的四年里，严峻的全球经济状况和国际货币基金组织（IMF）支持的政策措施迫使许多边远市场放弃不可持续的货币挂钩和管理汇率，导致更具竞争力的货币估值（参见第1个附表，以尼日利亚和埃及为例，展示了有意义的调整）。同时，货币政策的收紧和利率的急剧上涨也加强了边远市场债务的投资案例。

展示1

尼日利亚和埃及：选择前沿外汇调整



来源：彭博社，截至2025年2月。自2020年1月1日起，指数为100。过往业绩不代表未来回报。

2 寻求通过前沿市场债务优化风险调整后的回报潜力

优化风险（继续）

无效性可以被利用

在新兴市场，我们认为持续的缺乏透明度和研究覆盖导致某些新兴市场资产中嵌入了一种不必要的风险溢价。这种低效率为有技能的管理者提供了利用的机会：

- **每单位期限的高收益率：** 硬货币前沿债券通常提供相对于其风险特征的超高收益率。
- **高风险调整后的持有收益：** 本地新兴市场频繁展现出具有风险调整后回报率超过发达或新兴市场的货币远期合约。
- **全球基准中的代表性不足：** 相对较低的边疆资产国际持有量进一步可能增强这些机会。

这种现象在边远市场比非边远新兴市场更为突出，因为国际所有权最小化，获取信息也更困难。

与传统资产类别的相关性通常较低。

边疆市场债务与传统资产类别在历史上表现出低相关性，使其成为一个潜在的有价值分散器。几个关键因素促成这一点：

- **专用交易所交易基金缺失（ETFs）：** 没有ETF驱动的流动性波动，前沿市场对由大规模被动资金流动引起的波动性更不敏感。
- **低国际参与度：** 市场准入挑战以及缺乏全球公认的基准可能限制参与度，从而降低对全球风险情绪变化的敏感性。
- **回报倾向于主要由自下而上的因素驱动：** 市场回报通常主要受特定国家动态驱动，而非广泛的宏观经济趋势。

遇见管理者

Yvette Babb



Yvette Babb是威廉布莱尔公司（William Blair）新兴市场债务团队的一位硬货币和本地货币组合经理。在加入威廉布莱尔之前，她曾是NN投资合作伙伴（NN Investment Partners）新兴市场债务团队的组合经理，以及摩根大通（J.P. Morgan）在撒哈拉以南非洲的首席经济学家和战略分析师。她还在南非约翰内斯堡的标准银行（Standard Bank）担任过类似职务。Yvette担任PRI的主权咨询委员会（Sovereign Advisory Committee，简称SDAC）委员。她在鹿特丹的伊拉斯姆斯大学（Erasmus University of Rotterdam）获得国际经济与商业研究理学学士学位，在阿姆斯特丹大学（University of Amsterdam）获得经济学硕士学位。

丹尼尔·伍德



丹尼尔·伍德是威廉·布莱尔（William Blair）EM债务团队的硬货币和本地货币投资组合经理。加入威廉·布莱尔之前，他在NN投资伙伴的EM债务团队担任高级投资组合经理；在BNP Paribas担任投资组合经理；并在雷克瑟（Rexiter）的EM固定收益团队担任分析师。丹尼尔于2000年开始他的职业生涯，在富达（Fidelity）、施罗德（Schroders）和州街（State Street）担任过各种中后台、市场营销和客户服务职位。他从布莱顿大学获得金融和会计、经济学和会计学荣誉学士学位。

优化风险（继续）

除与其他风险资产高度相关外，前沿市场通常彼此之间也不存在高度相关性。即使在同一国家内，硬货币和本地货币债券往往也表现出低相关性，这可以进一步增强投资组合的多元化。

赞助改善了基本面。

许多前沿经济体享有强大的地缘政治重要性和对经济机会的认可，吸引了多边和双边机构的显著支持。这些市场中的很大一部分目前受益于国际货币基金组织（IMF）的项目以及发展伙伴的进一步支持，它们提供：

- **低成本融资：** 减轻财政压力并增强经济稳定性。
- **经济改革：** 鼓励市场友好型政策，包括补贴取消和私有化努力。
- **债务可持续性得到改善：** 经济基本面加强，降低违约风险，提高增长潜力。

这样的改革正在帮助许多新兴市场改善结构性增长潜力，使债务水平走上更加可持续的路径，并有可能降低资产价格大幅下跌的概率。

调整风险后的回报潜力极具吸引力。

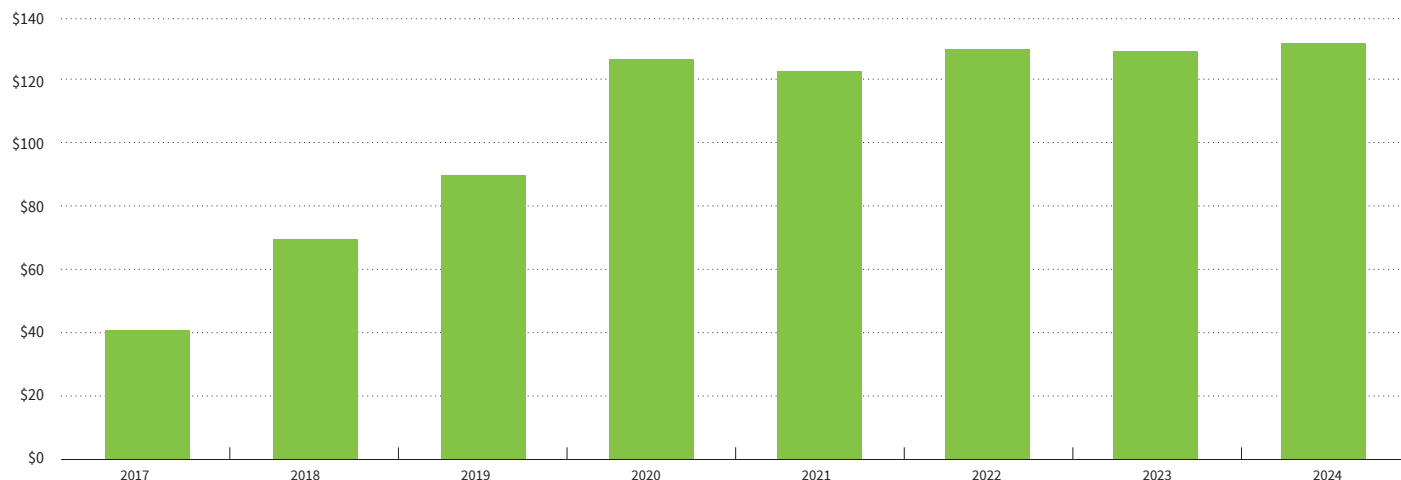
我们相信，过度的风险溢价、多元化效益、与传统资产的低相关性以及强大的机构支持，使得新兴市场债务成为一种有吸引力的资产类别。从历史角度来看，它由于以下原因提供了较高的夏普比率：

- **过度补偿波动性：** 高收益和风险调整后的溢价抵消了感知风险。
- **弹性复苏率：** 即使在违约情景下，前沿市场债务在历史上也提供了相对较强的回收价值。
- **主动管理优势：** 经验丰富的管理者可以通过战略资产配置和严格的风险缓解来解锁额外的阿尔法值。

我们认为，鉴于高息差和对冲风险溢价的补偿超过了投资者对波动性、违约风险和损失潜力的担忧，高夏普比率有持续存在的潜力。

展示 2

国际货币基金组织对78个前沿国家的信贷余额（以十亿美元计）



来源：国际货币基金组织，截至2025年。显示一般资源账户（GRA）、减贫与增长信托（PRGT）和弹性与可持续性信托（RST）下的未偿还信贷。

寻求通过前沿市场债务优化风险调整后的回报潜力

优化风险（继续）

活跃管理的重要性

我们相信，在探索新兴市场债务的复杂性时，需要一个经验丰富、研究驱动的管理者，能够识别机会、管理风险，并试图在硬货币债务和当地货币债务之间优化资产配置，这两者是资产类别的两大广泛类别。鉴于新兴市场的相对低透明度，我们认为一个严格自下而上的、研究驱动的流程是必要的，以识别高价值机会并有效分配资本。同时，一个多元化程度高的投资组合，结合稳健的风险控制，对于限制回撤和提供长期韧性至关重要。

利用威廉·布莱尔新兴市场前沿债务策略捕捉风险调整后的回报潜力

这就是我们引入威廉·布莱尔新兴市场前沿债务策略的原因，该策略投资于前沿市场债务的多元化投资组合，目标资产中75%为本地货币债务，25%为硬货币债务。¹

我们的方法优先考虑：

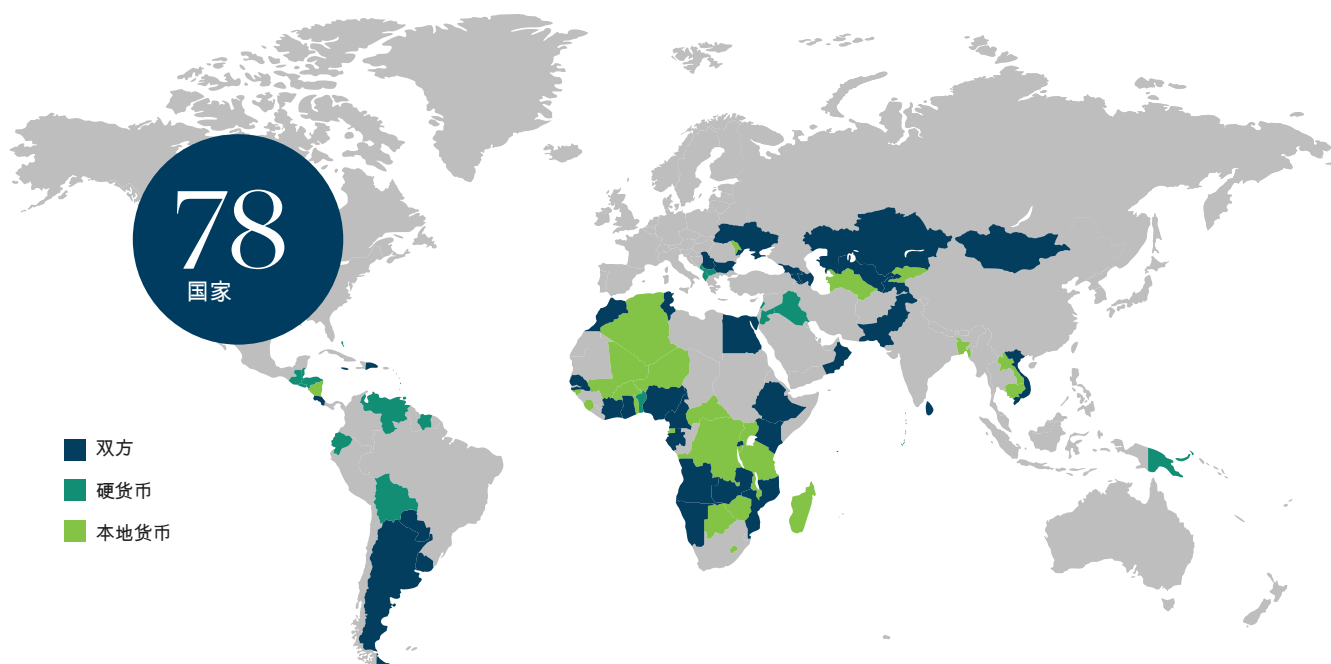
- **多元化的投资组合构建：** 寻求通过战略性资产选择来限制下跌风险。
- **自下而上的研究：** 将资本分配给我们认为是最具吸引力的机会，通过一个强大、自下而上、以研究为导向的过程。
- **动态资产配置：** 根据不断变化的市场条件调整对硬货币和本地货币债券的敞口。

利用我们广泛的操作专业知识，我们在78个不同的新兴市场中进行投资——其中37个既可以用硬货币也可以用本地货币进行投资，20个仅限本地货币，还有21个仅限硬货币。这一广泛的覆盖范围确保了在拉丁美洲、欧洲、中东、非洲和亚洲的全面均衡风险敞口。

¹ 大致初始分配。分配具有灵活性，由自上而下和自下而上的驱动力决定。

展示3

前沿市场跨越地理区域。



来源：彭博、摩根士丹利和威廉·布莱尔，截至2025年1月31日。仅提供指数和宇宙特性以供说明之用。

优化风险（继续）

风险考量与缓解策略

尽管前沿市场债务的机会令人信服，但谨慎的风险管理是必要的。主要风险及我们降低这些风险的方法包括：

- **流动性风险：** 前沿市场流动性仍低于发达市场和新兴市场。我们通过设定管理总资产上限、实施特定国家分配限额以及采用自下而上的流动性评估来在市场和投资组合层面应对相关风险。

- **可兑换风险：** 本地市场投资面临资金汇回风险。我们通过维持可兑换风险评分卡、利用强大的托管关系以及多元化投资工具（如全球债券、信用联结票据、不可交割远期和超国家债券）来降低这一风险。

- **货币贬值风险：** 钉住的货币和管理货币可能会面临突然且显著的调整。我们通过自下而上的方法管理这种风险，识别易受攻击的货币并分散在多个市场上的风险敞口。

- **违约和重组风险：** 尽管在地方市场进行债券重组的情况很少，但对于硬货币投资者而言，风险显著更高。硬货币前沿债券的历史年违约率低于1%，恢复价值平均在50年代中期。最近的政府债务重组浪潮降低了近期的风险。我们的主动管理策略进一步降低了对手方违约发行者的风险敞口，同时寻求利用恢复机会。

结论

我们相信，前沿市场债务是一种被低估的资产类别，它提供了令人信服的风险调整回报潜力和有意义的分散化优势。通过主动管理、改善基本面和强大的机构支持，我们认为它为今天的投资者提供了一个令人兴奋的投资机会。通过采用一种纪律严明、研究密集和多元化的方法，我们相信投资者可以在这一动态市场细分领域提高回报，同时有效管理风险。

幸运的是，作为投资组合经理，我们拥有多种资源可供我们使用，以帮助平衡这些不同的、有时相互竞争的目标。

重要披露

本材料仅用于提供信息，不构成投资建议、出价或购买或出售任何特定证券或产品的推荐。

此材料不旨在替代对金融产品投资的职业建议，且文中提及的任何投资或策略可能并不适用于每位投资者。在参与任何交易之前，每位投资者都应考虑该交易是否符合其自身情况，并在必要时获取独立的专业咨询，以了解任何投资的潜在风险和后果。威廉·布莱尔公司不对使用本文件或其内容而产生的任何直接或间接损失、损害、费用或偏见承担任何责任。

任何关于特定话题的讨论均不代表全面、准确、完整或最新，且可能随时发生变化。所示数据不代表也不与威廉·布莱尔（William Blair）的任何产品或策略的表现或特征相关。所提供的事实信息源自我们认为可靠的来源，但其准确性、完整性或解释不能得到保证。所表达的信息和观点均为作者的个人观点，可能不代表威廉·布莱尔公司内其他投资团队的观点。信息仅以材料中所示日期为准，且可能未经通知而发生变化。本材料可能包括估计、展望、预测和其他前瞻性陈述。由于各种因素的影响，实际事件可能与所呈现的显著不同。

过去的表现并不预示未来的结果。 投资涉及风险，包括本金可能损失。投资于以外币计价和/或注册的证券可能因汇率波动、经济和政治风险而面临更高的风险。这些风险在新兴市场中可能会加剧。投资于债券市场存在某些风险，包括市场风险、利率风险、发行人风险、信用风险和通货膨胀风险。高收益、评级较低的证券比评级较高的证券风险更大；投资于它们的投资组合可能面临比不投资于它们的投资组合更高的信用和流动性风险。主权债务证券存在风险，即实体可能因现金流问题、外汇储备不足或政治或其他考虑而推迟或拒绝支付其主权债务的利息或本金。多元化并不能保证避免损失。

Alpha是一个衡量投资回报超过市场回报的指标，这是在风险调整之后得出的。夏普比率（Sharpe ratio）是一种使用标准差和超额回报计算的风险调整度量，用以确定单位风险下的回报。

此材料在英国由William Blair International, Ltd.分发，该公司经英国金融 Conduct Authority（FCA）授权和监管，并且仅针对并仅向符合2000年金融服务和市场法（金融推广）命令第19、38、47和49条的人员分发（所有此类人员统称为“相关人士”）。此材料在欧洲经济区（EEA）由William Blair B.V.分发，该公司经荷兰金融市场监管局（AFM）授权和监督，许可证号为14006134，并受荷兰中央银行（DNB）监督，在荷兰商会注册号为82375682，法定注册地为荷兰阿姆斯特丹。此材料仅面向合格交易对手和专业客户。此文件在澳大利亚由William Blair Investment Management, LLC（“William Blair”）分发，根据2001年澳大利亚公司法（Cth），免于持有澳大利亚金融服务许可证的要求。William Blair在美国证券交易委员会（“SEC”）注册为投资顾问，并受美国1940年投资顾问法监管，该法与美国法律不同。此文件仅向批发客户分发，如澳大利亚公司法2001年（Cth）所定义。此材料在新加坡由William Blair International (Singapore) Pte. Ltd.（注册编号201943312R）分发，该公司在新加坡金融管理局（MAS）的资本市场服务许可证下进行基金管理活动进行监管。此材料仅面向机构投资者，不得分发给零售投资者。

此材料不得分发、出版或用于任何此类分发或出版可能违法的司法管辖区。本文件为William Blair的财产，不得直接或间接分发或传播除已专门指定供其个人使用的人之外的其他任何人。本文件仅供您参考，未经William Blair事先书面同意，不得全部或部分复制、修改、转发给任何其他人员或出版，用于任何目的。

版权所有©2025 威廉布莱尔。“威廉布莱尔”指威廉布莱尔公司LLC、威廉布莱尔投资管理LLC及其关联公司。威廉布莱尔是威廉布莱尔公司LLC的注册商标。

4230998 (02/25)