



4 月 12 日，斯里蘭卡央行宣布將暫停償還 510 億美元離岸債務，以維持其不斷減少的外匯儲備¹。這個聲明顯示技術性違約已迫在眉睫²。在今期投資通訊中，環球新興市場定息產品研究主管張麗萍及南亞定息產品研究主管 Joseph Huang 剖析斯里蘭卡違約和債

務重組的艱難前路，以及這次事件對投資者帶來的獨特一課：主權高收益信貸需要按照全面性框架來評估。

斯里蘭卡的艱難前路

投資者對斯里蘭卡央行的公告並不感到意外。事實上，該國的經濟狀況已在過去兩年逐步惡化。繼近期經歷大規模糧食及燃料短缺後，政府在 4 月 1 日因民眾強烈抗議而宣布進入緊急狀態，但隨後因示威進一步高漲而取消有關命令。由於外匯儲備減少，政府最終決定暫停償還所有外債，直至能夠就正式債務重組進行談判，從而避免可能出現的人道主義危機。

我們認為主權違約並非憑空出現，而是當地經濟結構、政策決定及外部宏觀衝擊隨著時間衍生而成，尤其是斯里蘭卡的國際收支平衡危機已非新鮮事：自 1965 年起，當地已獲國際貨幣基金組織授出 16 筆貸款。作為依賴出口及服務硬貨幣以購買關鍵貨品的島國，外匯儲備一直是信貸投資者的重要指標。

在過去兩年，斯里蘭卡已面對一連串突如其來的挑戰，加劇了歷史上的金融脆弱性。2019-新型冠狀病毒疫情令政府實施旅遊限制，重創對經濟相當重要的旅遊業，影響外資流入。國際旅客入境人數在 2020 年下跌 61.75%。此外，政府在 2021 年 4 月禁止進口肥料，這個意外決定導致茶葉及橡膠業的生產力和收入下降，而茶葉及橡膠是當地兩大出口產品。因此，外匯儲備逐步跌至具危險性的低水平（見圖 1）。

¹ 斯里蘭卡央行，截至 2022 年 4 月 13 日。

² 報道指出，評級機構惠譽視斯里蘭卡的外債已啟動違約程序。儘管央行已聲明不會償還美元債券，嚴格來說，違約將僅在 4 月 18 日和 15-30 天寬限期債券票息未能兌付時發生。

圖1：斯里蘭卡的外匯儲備不斷減少（百萬美元）³



雖然有跡象顯示斯里蘭卡經濟可能在 2022 年第一季復甦，但全球通脹（尤其是能源和食品）升溫，加上俄烏衝突（大量旅客來自這兩個國家），均帶來新挑戰。最後，雙赤（經常帳赤字和財政赤字）擴大及斯里蘭卡盧比貶值，迫使政府決定如何運用其有限資源。

評估信貸風險的全面方法：斯里蘭卡的教訓

斯里蘭卡即將出現的違約為投資者提供獨特的研究案例，以了解基本因素信貸分析如何與環境、社會和管治（ESG）因素結合，從而對一個國家的償債能力作出更嚴謹的評估。

事實上，儘管傳統信貸標準顯示國家對國際收支平衡危機的潛在脆弱程度，但早於 2018 年，我們便已發

現投資者可考慮的其他 ESG 相關因素，來豐富這一分析。

- 從管治（G）角度來看，現任總理在 2018 年憲法危機期間就任，當時前總統漠視國會提出的兩次不信任動議，同時任命兩名總理。雖然這次事件以合法方式解決，現任總理馬欣達再次獲得弟弟戈塔巴雅任命（戈塔巴雅在 2019 年總統大選勝出成為總統），但這損害當地管治誠信，並引起市場廣泛質疑這個政權的透明度承諾，包括不公開與其他國家訂立的借款和投資協議詳情。
- 這些憂慮亦蔓延至社會（S）層面。管治質素下降可能導致當地教派衝突不斷升溫，長遠或會令社會更加動盪。

斯里蘭卡的未來潛在路線圖

展望未來，我們預計斯里蘭卡將會面對漫長及艱難的前路。事實上，違約只是漫長過程的開始，還需要解決根本問題，並與不同的離岸債券持有人進行談判。

首要工作是為這個面對人道主義危機，而且多年來局勢不穩的國家恢復政治秩序。示威者要求總理馬欣達辭職，而他的內閣已在 4 月初集體請辭，但他表明不會下台。

在這環境下，當地不可能全面整頓政治危機。不過，任命看守政府可能是必要的第一步，藉此重拾民眾信任，以及重建主要國際金融持份者對大規模借貸方案的信任。雖然之前的憲法危機經歷了約兩個月便能解決，但基於這次危機的嚴重性、所需的變化規模及可

³ 斯里蘭卡央行，截止 2022 年 4 月 13 日。

供選擇的方案有限，我們認為可能需要更長時間才可化解。

我們認為只要建立穩定的政治環境，便能展開真正的工作。

- 斯里蘭卡將需要從國際貨幣基金組織⁴取得融資，才能透過正式債務重組站穩陣腳。這個情況未必即時出現，因為政府必須採取經濟政策，讓國際貨幣基金組織及其他持份者相信領導層已引領國家走上正確的政策路向。
- 中國及印度等盟友很可能為斯里蘭卡提供若干形式的財政援助，可能是購買商品的信貸限額。然而，這種援助不大可能解決債務重組及緊縮措施所引發的更嚴重經濟衝擊。

總括而言，考慮到上述阻礙，我們認為重組過程將會是漫長和艱辛的。投資者可能參考黎巴嫩及厄瓜多爾等其他新興市場例子，作為談判進度及最終所需扣減率的潛在模版（但存在顯著差異）。我們相信，斯里蘭卡債務的債券持有人有可能會面臨相當於 20-50% 債券面值的削債率，並換取票息減少以及長達 15 年年期的新不良債券。

結語

每個信貸市場，不論是已發展或新興市場，都會存在管治風險。然而，這兩類市場的管治風險性質及評估方法應會截然不同。亞洲方面，我們認為更全面的信貸評估框架結合量化和質化因素，是充份了解風險的重要一環。

除了斯里蘭卡之外，對於過去一年備受關注的違約事件，其他亞洲美元／高收益投資者應記憶猶新。事實上，市場可能過份相信既有觀念，而沒有檢驗這一假設因此，在評估亞洲主權或企業信貸時，質化因素往往很關鍵。我們認為更全面的信貸評估框架結合量化和質化因素至關重要，因為在評估亞洲信貸時，不應留有任何懷疑的餘地。

⁴ 國際貨幣基金組織或提供最初的、較小的援助以規避人道主義危機。不過，包括債務重組和救援等更大規模的組合可能僅會在更加穩定的政治環境下形成。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

552318