

BARINGS



公共固定收益

# 目前环球高收益债券表现 更具韧性的四大原因

霸菱视野

环球高收益债券市场在过去十年经历了根本性的变化，如今的收益率(Yield)和信贷质量都有所提升，因此在面对潜在经济低迷时更具韧性。



Sean Feeley, 特许金融分析师

美国高收益债券投资组合经理

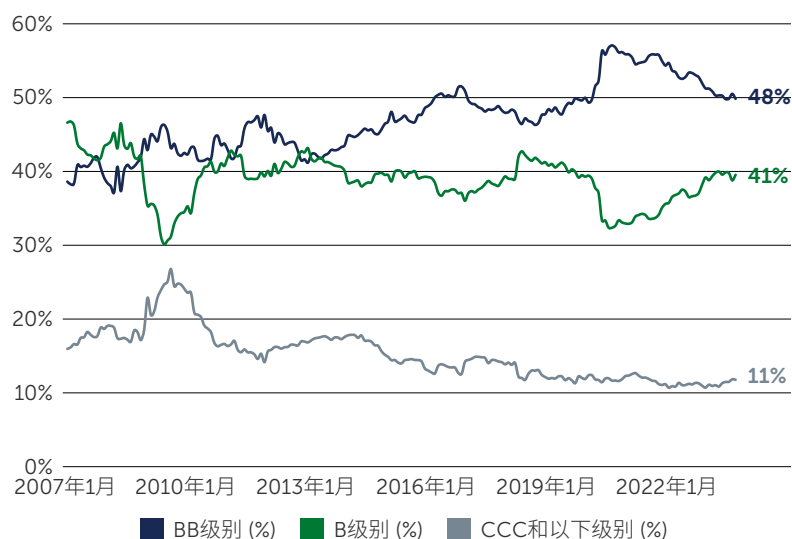
目前的投资环境显然存在诸多挑战。投资者对美国经济软着陆前景的乐观情绪似乎正在逐渐消退，而潜在的经济衰退可能即将来临。此外，美国利率走势仍然不确定，但市场似乎普遍认为日后「高利率环境可能会持续较长时间」。与此同时，全球地缘政治紧张局势继续升温。

虽然这些因素在未来几个月可能会使市场受压，但全球高收益债券似乎能够抵御即将来临的任何冲击，主要有以下四大原因。

## 1. 全球高收益债券市场的质量有所上升

投资者常见的误解是环球高收益债券意味着高风险。其实情况不一定如此；目前环球高收益债券市场的质量要远高于过去的水平。具体而言，过去欧洲市场的BB级别债券发行人较多，**但现在大多数美国高收益债券发行人都是BB级别**；与十年前相比，现在的高收益债券市场正经历着巨大的转变（图一）。与此同时，最低级别的CCC级别债券发行人目前仅占市场的11%，而10年前和20年前则分别占19%和17%以上<sup>1</sup>。与过去相比，如今美国高收益债券市场的企业规模更大，而且全球多元化程度更高，其中包括Rolls-Royce、Vodafone和American Airlines等知名企业。

图一：信贷质量相比过去有所提高



资料来源：洲际交易所美银。截至2023年9月30日。

1. 资料来源：洲际交易所美银。截至2023年9月30日。

「鉴于信贷质量较高、杠杆率较低、现金缓冲充足以及短期内到期的债券有限，中短期内违约率显著上升的可能性不大。」

令人鼓舞的是，当中诸多企业在过去几年一直致力于**强化自身的财务状况**，因此，从基本面的角度而言，这些企业已经为应对潜在经济衰退做好了充分准备。美国和欧洲市场的企业净杠杆率处于较为健康的水平，分别约为3.6倍和4.8倍<sup>2</sup>。利息保障倍数也处于可控水平，其中美国市场为5.3倍<sup>3</sup>。对大部分高收益债券市场来说，企业利润（按息税折旧摊销前利润计算）已恢复到甚至超越了疫情前的水平；事实上，美国市场息税折旧摊销前利润的平均值最近达到了10亿美元，显示出借款人的规模较大。

到目前为止，环球高收益债券发行人能够在经济增长放缓和融资成本轻微增加的情况下保护其资产负债表的信贷质量；由此可见，大部分高收益债券发行人在经济疲软时仍然有能力继续偿还债务。与此同时，短期内到期的债券仍然有限。例如，美国市场有7%的债券在未来18到24个月内到期<sup>4</sup>。其中大部分债券为BB级别，这表明发行人将能够进入资本市场，并且面对再融资风险的可能性不大。

鉴于信贷质量较高、杠杆率较低、现金缓冲充足以及短期内到期的债券有限，违约率虽然因为出现一些特殊情况而轻微上升，但中短期内显著上升的可能性不大。我们预期，即使未来几个月经济陷入衰退，违约率仍然将维持在约3%，与历史平均水平大致持平。

## 2. 目前的收益率(Yield)和价格比过去更具吸引力

与过去几年相比，目前环球高收益债券处于独特的位置。这一资产类别在过去18个月确实面临着利率上升所带来的挑战；利率上升导致大部分固定收益市场普遍急跌，而环球高收益债券市场也未能幸免。过去几年的低息环境也有着不利影响。

继美国高收益债券市场在2022年出现大幅度重新定价后，最近的债券收益率(Yield)已经有所上升。例如，目前BB级别高收益债券的收益率(Yield)约为7.5%，而环球高收益债券市场其他部分的票息收益率(Yield)为9%以上<sup>5</sup>。尽管收益率(Yield)上升，但部分债券的价格存在约10%至15%的折扣<sup>6</sup>。

2. 资料来源：彭博。截至2023年9月30日。

3. 资料来源：彭博。截至2023年9月30日。

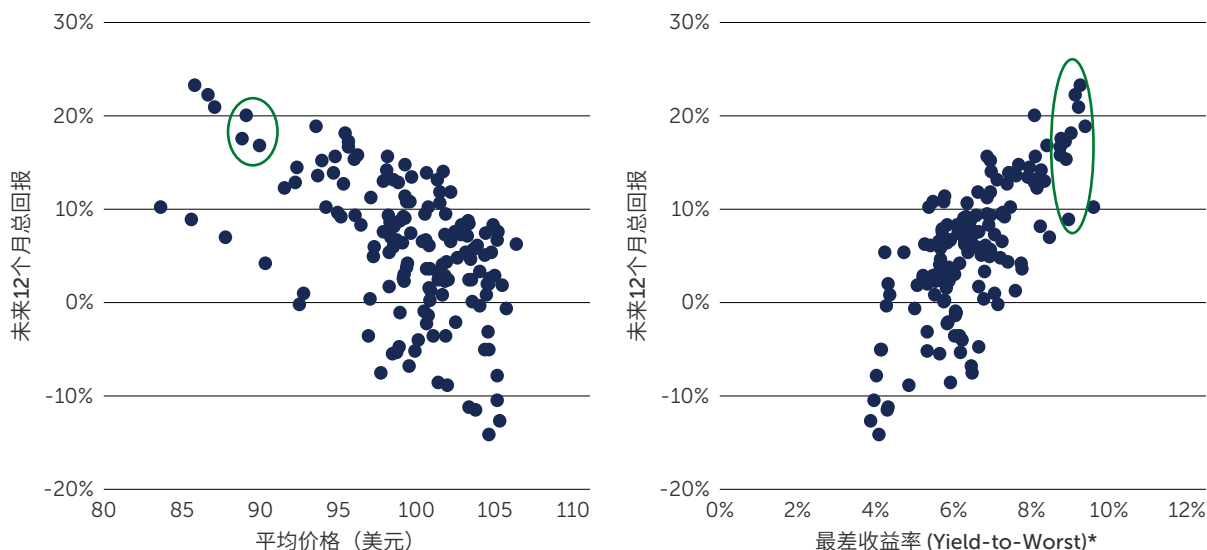
4. 资料来源：洲际交易所美银。截至2023年9月30日。

5. 资料来源：彭博。截至2023年9月30日。

6. 资料来源：摩根大通和美银。截至2023年9月30日。

随着市场价格回调至面值，债券收益率(Yield)上升加上价格存在折扣，这种独特的环境不仅为潜在信贷亏损提供缓冲，更反映出强劲资本增值潜力。从历史上来看，这种收益率(Yield)和价格出现后的12个月内往往会录得较为可观的回报(图二)。

图二：平均价格、最差收益率(Yield-to-Worst)\*和12个月远期回报



资料来源：霸菱和洲际交易所美银。截至2023年9月30日。对历史市场情况的分析不代表对未来市场表现的预测。  
\*最差收益率(Yield-to-Worst)指在债券发行人不实际违约的情况下，某一债券可能出现的最低收益率。并不保证投资收益率。

此外，环球高收益债券久期相对较短（目前不到四年）的特征同时提高了这一资产类别在下行环境下的整体抵御能力。事实上，鉴于经济增长的不确定性上升以及地缘政治紧张局势加剧，部分投资者已经开始从股票等估值较高的资产转向环球高收益市场中收益率(Yield)具吸引力而且表现更为稳健的配置。我们预计，随着利率正常化，这一趋势有望持续。

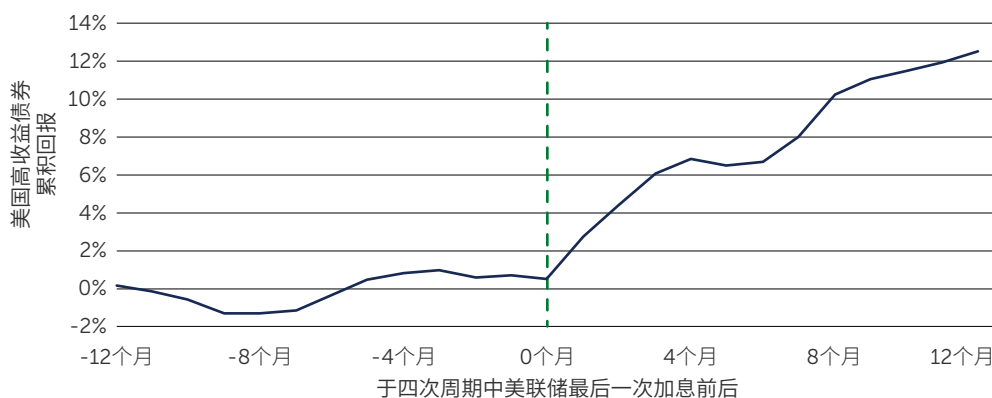
### 3. 环球高收益债券不依赖于强劲的经济增长

市场对美联储能否在劳动力市场受到重大影响前减息有很多猜测。成功软着陆当然利好环球高收益债券，加上通胀回落以及经济增长（即使是缓慢的经济增长）均有望使息差缩小，并带来具有吸引力的总回报潜力。

即使未能实现软着陆，环球高收益债券的前景也并非完全负面。高收益资产类别与股票不同，不需要强劲的经济增长也有希望取得良好表现。在环球高收益债券市场，最重要的是发行人对未偿还债务持续偿付利息的能力。对高收益资产类别目前较强的抵御能力而言，即时美国国内生产总值增长放缓，甚至在短期内进入温和的衰退，都不太可能使违约率大幅上升。

同时值得注意的是，2022年高收益债券录得的负回报中有75%是因为美联储前所未有的加息措施导致，但其加息步伐可能会随着通胀回落而放缓。事实上，过去记录显示，利率见顶后高收益债券市场往往会录得正回报。具体而言，在美国于过去四次加息周期中，这一资产类别的12个月远期回报较为可观（图三）。

图三：历史记录显示利率见顶后美国高收益债券往往会录得可观回报

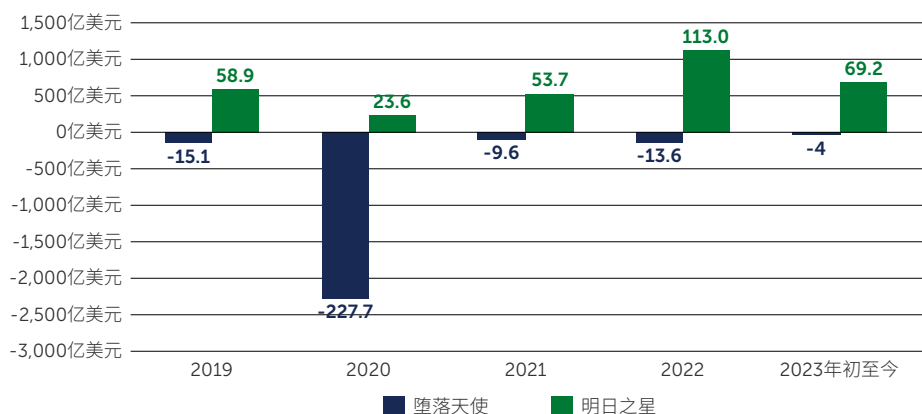


资料来源：彭博和洲际交易所美银。截至2023年9月30日。本文提到的美国过去四次加息周期涵盖1994-1995年（最后一次加息是1995年2月）、1999-2001年（最后一次加息是2000年5月）、2004-2007年（最后一次加息是2006年6月）和2015-2019年（最后一次加息是2018年12月）。过去表现不一定反映未来绩效。对历史市场情况的分析不代表对未来市场表现的预测。

#### 4. 利好的技术面有望持续

全球高收益债券市场的技术面尤其强劲，为这一资产类别的良好表现带来了进一步支持。技术面强劲的原因之一是2022年「明日之星」（即由高收益级别上调至投资级别的企业）的规模达到创纪录水平（1,130亿美元），远高于「坠落天使」（即由投资级别下调至高收益级别的企业）（下跌136亿美元）。此外，2023年前三季「明日之星」的规模也远超「坠落天使」的700多亿美元（图四）。

图四：「明日之星」的规模大幅超过「坠落天使」，这提供了利好的技术面



资料来源：摩根大通。截至2023年9月30日。



企业的评级被上调至投资级别，导致环球高收益市场规模缩小，在2022年规模下跌11%，并预计在2023年将进一步萎缩<sup>7</sup>。从技术面的角度来看，这实际上意味着在有相同资金的情况下，可寻找的投资机会减少，从而为这一资产类别的技术面带来强劲支持。

今年的新发行量仍然相对温和，当中大部分用于再融资活动，这加剧了供需失衡局面。此外，继2022年表现动力不足后，并购活动同比下跌约40%，市场实际上并没有新发行供应<sup>8</sup>。强劲的技术面对环球高收益债券有利，加上待发行的债券不多，而且有大量现金结余在市场外观望，因此这一趋势有望持续。

## 归根到底

从对全球经济增长和潜在经济衰退的担忧到地缘政治紧张局势加剧，未来几个月有多项因素可能使全球金融市场承受压力。在此背景下，我们认为环球高收益债券的表现将维持良好，主要原因有以下四个：

1. **环球高收益债券市场的质量较高**，加上基本面状况良好且短期内到期的债券有限，违约率应能处于可控水平。
2. 目前，**收益率(Yield)上升，债券价格存在折扣**，为信贷亏损提供了潜在缓冲，并反映出资本增值潜力。
3. 持续的供不应求将继续在未来几个月为**强劲的技术面提供支持**。
4. 环球高收益债券不依赖于强劲或正面的经济增长也可能取得良好表现，并且**历史记录显示，其在利率见顶后往往会录得可观回报**。

7. 资料来源：摩根大通。截至2023年9月30日。

8. 资料来源：摩根大通。截至2023年9月30日。

霸菱是一家管理3,479亿美元\*资产的环球投资管理公司，致力寻找不同的投资机遇，  
并在公共和私募固定收益、房地产和专门的股票市场构建长线投资组合。  
作为美国万通的子公司，霸菱的投资专才常驻北美、欧洲和亚太区，  
旨在为其客户、社区和员工提供服务，并竭力实践可持续发展和负责任的投资。

为本文之目的，高收益债券是信用等级已获得次级投资级别债券。次级投资级别是指评级机构标准普尔或惠誉国际评定的“BB+”或更低的级别，穆迪投资者服务公司评定的“BA1”或更低的级别，或其他国际认可的评级机构的同等评级。

#### 重要资料

本文仅供参考，不构成任何投资建议或承诺。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，对任何因直接或间接使用本材料或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，霸菱不承担任何法律责任。

本文非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。

本文所载的市场观点、投资策略或业务流程有可能因发布日后的各种因素变化而调整，公司在对其进行更新时不会另行通知，本文所载内容也不构成公司对市场观点、投资策略或业务架构的承诺。

若本文转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，不代表本公司立场。

本文版权归霸菱所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本文内容进行任何形式的发布、复制。如引用或转载本材料所载内容，务必联络霸菱并获得许可，并需注明出处为霸菱，且不得对本文中的任何内容进行有违原意的删节和修改。

霸菱对本文保留一切法律权利。

了解更多详情，请浏览[BARINGS.COM](https://www.barings.com)

\*截至2023年9月30日

23-3255667