



BARINGS

公共固定收益

高收益債券： 就未來數月的四項考慮因素

霸菱視野

高收益債券於今年面對多項挑戰，但我們認為高收益債券及貸款（包括部份非傳統的領域）仍存在具吸引力的投資機會。



Scott Roth
美國高收益投資聯席總監



Adrienne Butler
美國高收益投資聯席總監

包括高收益市場在內的環球市場於今年面對多項挑戰。但該資產類別的前景並非完全負面。事實上，儘管挑戰及不明朗因素可能持續，我們認為高收益債券及貸款仍然具有投資價值，預期投資機會將於未來數月持續湧現，並可能出現在令人出乎意料的領域。

在此背景下，我們為高收益投資者確定未來數月的四項主要考慮因素。

1. 高收益債券發行人表現穩健

由高通脹及堅定鷹派立場的央行，到對迫在眉睫的經濟衰退之擔憂，以至不斷升溫的地緣政治衝突，目前市場面對的風險將持續存在，並較難在短期內得以解決。隨著加息影響開始滲透至整體經濟，需求亦相應減弱，高收益債券發行人的表現及利潤率會受到多大的影響仍是未知之數。

好消息是，相比疫情前，許多**企業的財務狀況**於疫情後**變得更為穩健**。繼疫情爆發後，許多高收益債券發行人利用此前穩健的資本市場為其債務再融資，從而減少票息支付，同時亦延長債務到期日。由於許多企業仍能將通脹壓力轉嫁予消費者，因此其現金流量已恢復至或超出2019年的水平，從而帶來創紀錄的利潤率。由於基本因素強勁，處於極度受壓水平（息差超過1,000個基點）的債券交易比例約為7%左右，特別與早前市場壓力高企的期間相比，這是屬於相對可控的範圍¹。這表明短期內違約率顯著上升的可能性不大。

此外，於利好方面，即使市場情緒負面，今年餘下時間至2023年的盈利預測估計可能較部份市場參與者的預期更為持久。其中一個原因是，由於收入及息稅折舊攤銷前利潤受名義美元所驅動，名義增長環境依然強勁。因此，即使我們進入充滿挑戰的經濟時期，**企業盈利較之前的下跌週期可能表現更佳**。

同時值得注意的是，有別於股票，**高收益債券不需要強勁的經濟增長亦能夠取得良好表現**。相反，最重要的是發行人就未償還債務支付利息的能力。我們認為財務狀況穩健、違約前景可控及可能更為持久的盈利，令大多數高收益債券發行人在未來償還債務方面處於有利位置。

1. 資料來源：美國銀行。截至2022年8月31日。

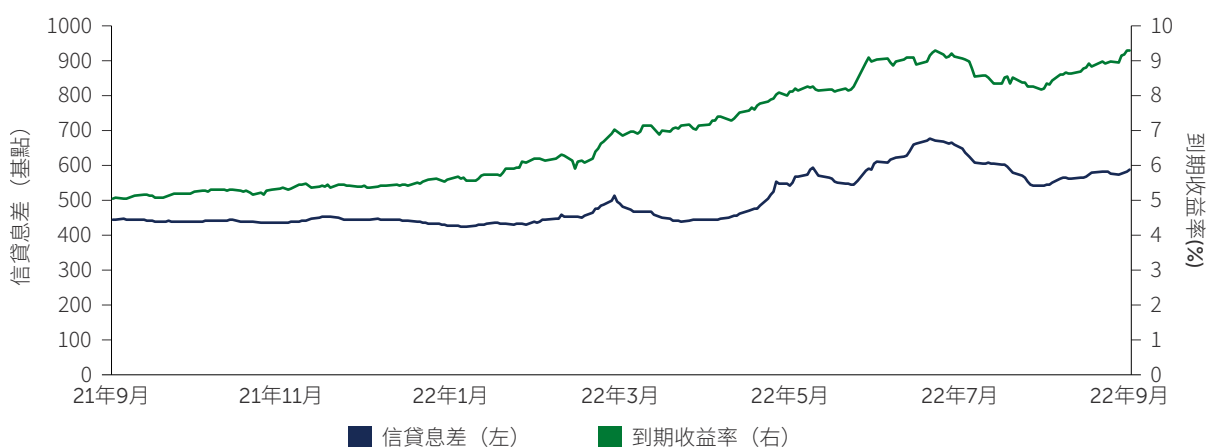
2. 技術面因素為貸款創造投資機會

面對加息環境，金融市場的波動性持續，貸款可提供多項潛在裨益。首先，貸款**以借款人的資產作抵押**，通常在出現違約時對這些資產享有第一申索權，因此可以在違約率開始上升時提供實質性的下行保障。貸款亦**在資本結構中享有較優先的位置**，這表示貸款的利率及本金必須在其他債權人獲得還款前獲得償付。最後，貸款提供**基於浮動利率的息票支付**，因此在利率上升的環境下，需支付的利息會隨著利率上升而有所增加，從而可以提供穩定的收益增長。從本質上而言，貸款可以被視為對沖利率上升及通脹環境的一種投資工具。

然而，儘管提供多項潛在裨益，但貸款市場於最近數月仍未出現顯著的資金流入。這部份是由於投資者在更具挑戰性的時期普遍轉向持有現金及優質資產，並追求穩定性。但這亦是來自對抵押貸款證券的需求下降所導致的結果，與去年相比，該資產類別約佔貸款買家的60%²。具體而言，由於今年部份大型AAA評級的抵押貸款證券買家撤出市場，抵押貸款證券的新發行量因此受到負面影響。

因此，相對於該資產類別的基本因素風險，信貸息差仍處於相對較闊的水平。事實上，從目前美國及歐洲的息差處於550至650個基點的區間及歷史追償率的角度而言，違約率需要超過10%才能完全消除目前提供的額外信貸息差³。美國及歐洲的收益率均具吸引力，約為9%，較一年前高出約400個基點（圖一）。因此，在違約率並無顯著上升（並非我們假設的基本情況），及利率上升帶來的持續利好之情況下，參考過往出現類似息差擴闊的情況，我們認為**該資產類別於未來12個月有望產生穩健的回報**。

圖一：二級市場平均信貸息差及環球槓桿貸款到期收益率仍處於高水平



資料來源：瑞士信貸。息差按該指數3年期平均貼現率計算。截至2022年9月16日。

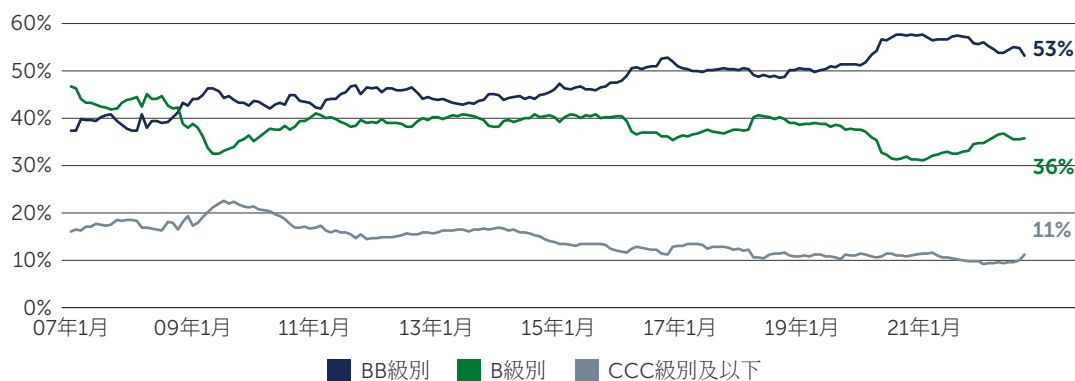
2. 資料來源：摩根大通。截至2022年8月17日。
3. 資料來源：瑞士信貸。截至2022年8月31日。

3. 難以把握入市機遇

高收益債券今年無疑面對多項挑戰，利率波動性及信貸息差擴闊對表現造成重大影響。然而，我們認為仍有充分的理據證明對該資產類別進行策略性配置為明智之舉。經歷了相對歷史水平較窄的時期後，目前的息差徘徊在500個基點左右，部份投資者開始質疑目前是否買入高收益債券的良好時機。但相對歷史水平而言，息差是否合適的問題更為微妙，原因有以下幾個。

首先，**高收益市場的質素於過去15年已顯著提升**。目前BB級別債券佔環球高收益債券市場的53%，較2007年的38%有所上升；與此同時，B級別債券所佔比例則降至36%（圖二）。質素的提升是由多項因素所致。例如，於2016年商品危機期間，此領域多家表現欠佳的企業經歷重組程序及被指數剔除。在過去兩三年，由於新債券發行蓬勃，加上許多投資級別債券在新型冠狀病毒疫情首次爆發後被下調為高收益債券，令「墮落天使」的規模創下紀錄高位，因此市場質素顯著提升。

圖二：環球高收益債券：信貸質素的變化趨勢



資料來源：美國銀行。截至2022年9月16日。

此外，儘管息差擴闊意味著較大的長期總回報潛力，**但如同6月份所出現的息差顯著擴闊的時期並不常見**。事實上，自2010年以來，環球高收益債券息差超過600個基點只有8次，並只有2次息差擴闊至800個基點以上⁴。因轉折點轉瞬即逝，亦極難把握這些息差擴闊事件的時機。因此，我們認為對該資產類別採用戰術性策略的效率較低；反之，在必然會出現進一步波動的市場下，**策略性配置可以協助投資者在市場回升之際快速且高效地把握出現的投資機會**。

4. 資料來源：美國銀行。截至2022年7月31日。

「以往，從主權債務危機到2020年新型冠狀病毒疫情爆發引起的市場急跌，這些市場錯配及大幅上落期間為採取『由下而上』管理方式的主動型投資經理帶來取得超額回報的投資機會。」

4. 於非傳統的領域湧現投資機會

左右目前市場表現的趨勢及動態亦正呈現精選投資機會，在某些情況下來自非傳統的領域。於行業方面，我們認為**相對於耐用消費品業，服務業存在具有吸引力的投資機會**。新型冠狀病毒疫情首次爆發後，傢俱及家電等耐用消費品的需求在巨額的財政刺激措施推動下顯著上升。另一方面，由於社交距離措施普及，對服務的需求大幅下降。近期，這些趨勢有所逆轉，投資機會亦相應有所轉變。

我們物色到潛在投資機會的另一個領域是債券市場中價格受壓的領域。在抵押貸款證券市場，金融危機後的抵押貸款證券（亦稱為「抵押貸款證券2.0」）當中有一籃子的債券，其最大配置通常為5%左右。此籃子過去主要是作為提高息差的策略。但隨著以折讓價購買債券的機會湧現，這些債券將提供**回歸面值的重大潛在機會**，正如我們於第二季末看到美國BB級別債券的表現正是該情況。最近，BB及BBB級別債券之間的息差差異已有所收窄，因此，我們認為質素較高的BBB級別債券在某種程度上不符合傳統，但亦開始變得具有吸引力。

當**美國及歐洲之間的相對價值**基於市況發生改變時，機會亦隨之出現。歐洲債券及貸款市場的息差目前較美國的闊，儘管歐洲市場的質素較高，但該情況亦不罕見。然而，從歷史可見，該市場受技術面影響較大，在波動期間可能會出現嚴重錯配，例如在日益嚴峻的能源危機期間可能出現的情況。以往，從主權債務危機到2020年新型冠狀病毒疫情爆發引起的市場急跌，這些市場錯配及大幅上落期間為採取「由下而上」管理方式的**主動型投資經理帶來取得超額回報的投資機會**。

投資啟示

未來數月有多項風險可能會影響市場。除通脹、利率、經濟增長及地緣政治衝突外，量化緊縮及歐洲局部禁運俄羅斯石油的潛在影響亦是未來值得關注的方面。在目前充滿不明朗因素的環境下，當考慮投資於高收益債券時，我們認為信貸密集型的環球策略是關鍵。憑藉霸菱龐大的專業團隊及知識，我們致力挑選能夠抵禦阻力，並於整個信貸週期持續造好的信貸。我們亦採取主動型投資策略，從而避免投資於基本因素疲弱的債券，並選擇實力較穩健的發行人，以及在不同地區把握相對價值的投資機會。

霸菱為一家管理超過3,497億美元*資產的環球投資管理公司，致力物色不同的投資機遇，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場構建長線投資組合。作為美國萬通的子公司，霸菱的投資專才常駐北美、歐洲及亞太區，旨在為其客戶、社區及員工提供服務，並竭力實踐可持續發展及負責任的投資。

重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

所提及的任何特定發行人並非旨在也不應被詮釋為購買、出售或持有這些發行人證券的建議。本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及／或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.baring.com)

*截至2022年6月30日

22-2436189