

固定收益

非投資等級市場展望

2022 年 4 月

雖然近期的負面衝擊影響非投資等級市場，但此市場整體表現仍持穩，特別是貸款；在升息環境下，貸款可提供一定程度的保護。

波動性是否會持續下去？繼第一季市場表現震盪(因為俄羅斯入侵烏克蘭事件引發資本市場極端波動，並且令通膨及商品價格上升至近期高點)之後，情況似乎確實如此。

事實證明，在此環境下所有風險性資產均面臨挑戰，非投資等級市場亦不例外。美國及歐洲非投資等級債券於第一季下跌約 4.4%。隨著美國聯準會繼續升息，浮動利率貸款能夠在一定程度上防範信貸及利率風險，因而表現略優，其中美國及歐洲的浮動利率貸款分別下跌 0.1%及 0.5%¹。

基本面仍強勁，但議價能力是關鍵

儘管俄羅斯入侵烏克蘭事件導致市場大幅下跌，但美國與歐洲的市況卻有所不同。於美國方面，雖然經濟增長有所放緩，但仍相當強勁。美國消費依然強勁，加上估計美國家庭有 2.5 兆美元的過剩儲蓄，通膨壓力仍處可控水平²。

¹資料來源：ICE 美銀及瑞士信貸。截至 2022 年 3 月 31 日。

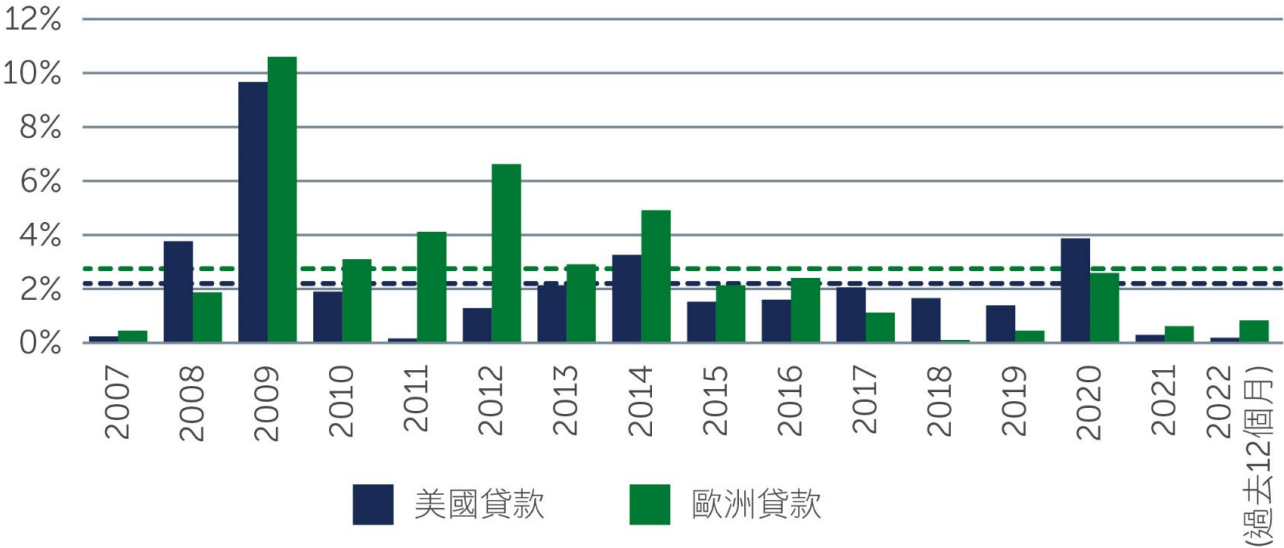
²資料來源：摩根大通、富國銀行及 Haver Analytics。截至 2021 年 8 月。

由於俄烏衝突對歐洲經濟造成的打擊更為嚴重，歐洲的市況充斥著更多的不確定性。鑑於該地區依賴俄羅斯商品(主要是石油及天然氣，但亦需要鋁及鎳等原物料以及小麥等產品)，歐洲經濟體可能即將面臨食品及能源短缺的壓力。

於利多方面，企業的基本面依然維持強勁。收入、現金流量及稅前息前折舊攤銷前利潤(EBITDA)在許多情況下已恢復到 2019 年的水平，甚至更高。此外，與過去升息期間相比，許多發行人目前的槓桿比率較低，流動性水平亦較高，這應有助於這些發行人在短期內消化通膨上升帶來的影響。這在一定程度上歸因於過去兩年的發債規模有所增加，企業累積資本儲備以幫助抵禦疫情帶來的影響。因此，儘管通膨可能開始壓縮未來利潤率，但許多企業尚有較大的議價能力，能夠轉嫁所增加的成本。

在此環境下，考慮到市場大幅波動，市場某些領域的利差似乎足以補償投資者所承擔的基本面風險而有餘。考慮到今年已開發市場的違約率預計將維持在低於長期平均的水位，加上市場中只有很小一部份表現受壓，表現仍值得期待。

圖一：歷史違約率



資料來源：標普 / LSTA 槓桿貸款指數及標普歐洲槓桿貸款指數。截至 2022 年 2 月 28 日。

整體市場的機會

目前，我們認為非投資等級市場能提供許多具有吸引力的潛在機會。

貸款

在升息環境下，貸款等浮動利率資產似乎頗具吸引力，特別是在美國，這是由於美國的經濟表現強勁，而且對俄羅斯的投資相對較少。貸款利率通常每三個月按市場利率變動重設一次，這意味著貸款具有抵銷升息風險的能力。另外，由於貸款在資本結構中享有更優先的位置，還款順位早於次順位債務及股票；而且，貸款往往以借款人部份或全部資產進行擔保抵押，提供進一步的信貸保障。綜觀目前的市場，我們認為貸款存在具吸引力的投資機會，原因如下：

- 大部份優先擔保貸款市場的基準利率下限偏低，這意味著與上一次升息期間的情況相比，此資產類別中有大部份已經或將在更短的時間內變成真正的浮動利率貸款，並支付更高的票息。
- 整體而言，企業基本面依然強勁，而考慮到違約率水平，目前的貸款利差似乎為投資者提供了充分補償。
- 步入升息循環，市場對此資產類別的需求增加，因而貸款有望受到良好的技術面因子支持。

全球非投資等級債券

在目前的環境下，全球非投資等級債券似乎亦處於相對有利的位置。雖然非投資等級債券是固定收益，但其存續期間約為 3.7 年，屬於短期固定收益，而投資級企業債券的存續期間為 7.2 年。因此，即使在美國公債殖利率/利率上升期間，非投資等級債券的預期報酬亦只會受到些微影響，而存續期間較長的資產類別的跌幅往往會更大。

同時值得注意的是，於評等方面，特別是在歐洲債券市場，BB 級債券、B 級債券及 CCC 級債券的表現並無太大差異，這部份是由於投資者仍在尋求收益率。雖然我們認為評等較低的信貸提供具吸引力的長線相對價值，特別是在採取以基本面為本、「由下而上」的信貸挑選方式的情況下，但展望 2022 年餘下時間至 2023 年，鑑於許多企業可能面臨阻力，減持該市場中風險較高的部份可能是明智之舉。

新發行活動

隨著市場表現及整體投資氣氛有所走弱，歐洲非投資等級債券市場新發行活動近乎停滯，而美國市場亦十分淡靜。然而，目前銀行的資產負債表上有大量已承銷的槓桿收購債券 (LBO debt)。在未來幾個月，倘若情況穩定下來，新發行交易可能會再次活躍，這有望為該市場帶來有利的定價機會。

持審慎樂觀的態度

我們看好非投資級市場的前景，但相較於年初時，目前更為審慎。考慮到目前仍存在諸多風險，市場可能會進一步波動。市場轉換及波動期間經常為採取「由下而上」管理方式的主動型投資經理帶來取得超額報酬的機會，正如我們從多次重大市場事件(包括新型冠狀病毒疫情爆發引起市場急跌)中看到的那樣。

然而，專注於採取以基本面為本、「由下而上」的嚴謹信貸分析是至關重要的，這有助於投資經理把握相對價值投資機會，同時避免不必要的風險。



Adrienne Butler

美國高收益投資團隊共同主管



Scott Roth, CFA

美國高收益投資團隊共同主管



Chris Sawyer

歐洲高收益投資團隊主管

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市基隆路一段 333 號 21 樓 2112 室

一百零六金管投顧新字第零零貳號 0800 062 068

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理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。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文之經濟走勢預測亦不代表相關基金績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。基金投資涉及投資於新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本資料可能載有根據霸菱資產管理現時的意見、預期及預測而作出的前瞻性陳述。本公司並無責任更新或訂任何前瞻性陳述，而實際結果可能與前瞻性陳述所預期者有重大差異。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於非投資等級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。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理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。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。