

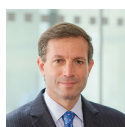
BARINGS

公開固定收益

優先擔保債券的 投資理由

霸菱觀點

從於資本結構中處於優先位置及較高的過往回復率，到利率敏感度較低及具有吸引力的殖利率，全球優先擔保債券可提供多項潛在優勢。



Craig Abouchar，特許金融分析師(CFA)

歐洲非投資等級債券團隊董事總經理



Kelly Burton

美國非投資等級債券團隊董事總經理



Chris Ellis

歐洲非投資等級債券團隊董事

為何選擇優先擔保債券？

全球優先擔保債券屬於全球非投資等級債券，資產規模越來越大；顧名思義，是由在資本結構中享有更優先位置的擔保債券組成。優先擔保債券在一家公司是資本結構中處於最優先位置，享有最優先的還款順位，其次才是其他債務及股東利益。此外，優先擔保債券亦享有各種公司資產的擔保品保護，包括有形資產(例如地產、廠房及設備、庫存及合約索賠等)以及無形資產(例如軟體及商標等)。歸根到底，這意味著一旦公司出現債務違約，優先擔保債券持有人享有最優先的還款次序，其次是其他債權人，同時透過抵押擔保品享有於對該公司營運業務至關重要資產的控制權。

因此，優先擔保債券過往的回復率高於無擔保債券。例如，在1987年至2021年期間，違約的優先擔保債券的平均回復率為61.5%，而優先無擔保債券為47.4%，次順位債券為27.9%¹。至於規模，在過去五年擴大約70%至超過5,000億美元，約佔全球非投資等級債券市場規模的三分之一²。這是一個具有較大廣度及

深度的多元化市場，為主動型全球非投資等級債券基金經理提供豐富的投資選擇，同時亦提供有望產生可持續超額報酬潛力的眾多投資機會。

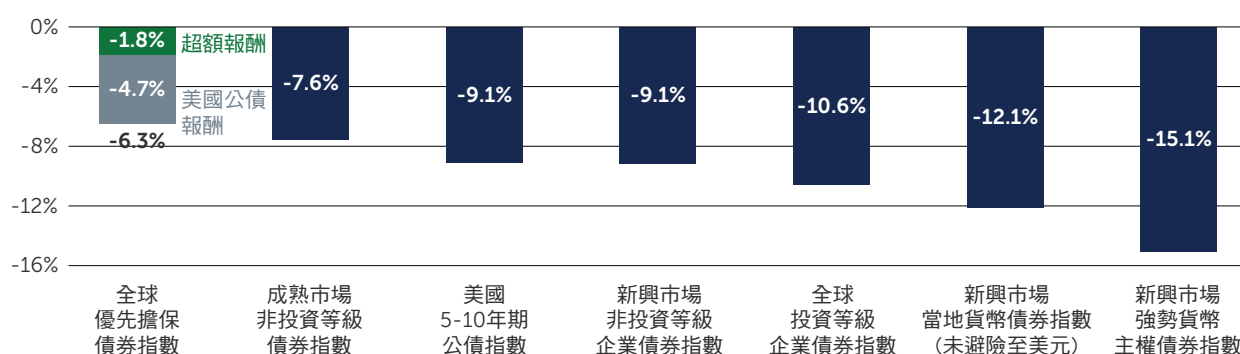
為何「現在」要投資優先擔保債券？

應對目前具有挑戰性的環境

今年，由於通膨壓力高漲、央行採取鷹派政策(市場預期利率上升及金融狀況收緊)、俄羅斯入侵烏克蘭事件導致地緣政治緊張局勢升溫，以及新冠病毒疫情持續造成衝擊，大多數金融市場面臨極大挑戰且出現大幅波動，特別是一些主要市場，例如中國。與其它全球固定收益市場的一樣，優先擔保債券市場亦受到全球各國公債殖利率上升帶來的壓力所影響。

然而，值得注意的是，優先擔保債券市場今年以來表現優於全球大部份的債券市場。這主要是因為該資產類別的存續期間(衡量利率敏感度的指標)較短且票息較高，從而提供具吸引力的投資選擇(圖一)。

圖一：固定收益資產類別今年以來的表現



資料來源：霸菱、ICE美銀非金融成熟市場非投資等級限制指數、摩根大通新興市場企業債券廣泛多元化非投資等級指數、ICE美銀BB-B全球非投資等級擔保債券指數、ICE美銀全球企業指數、摩根大通美國公債指數、摩根大通新興市場債券全球多元化指數、摩根大通政府債券指數-新興市場全球多元化指數。截至2022年4月30日。除非另有說明，否則報酬以美元避險計價。灰色柱形圖代表該市場中美國公債產生的報酬，而上面綠色柱形圖代表信用部份產生的超額報酬。過往表現不可作為未來表現的指標。

1. 資料來源：穆迪投資者服務公司的年度違約研究。截至2022年2月8日。
 2. 資料來源：ICE美銀BB-B全球非投資等級擔保債券指數及ICE美銀非金融成熟市場非投資等級限制指數。截至2022年4月30日。

我們從過去十年的市場中觀察到類似趨勢，即相對於整體信貸市場而言，於市場壓力加劇期間(例如2015年商品危機、2018年第四季市場急跌)，優先擔保債券展現出相對較低的波動性，並且能在跌市中捕捉機會。

事實證明，對於全球信貸市場而言，2022年迄今為止的市場環境極不尋常。在過去十年，信貸市場會取得負報酬的原因是基本面惡化及避險情緒升溫，在共同作用下導致信貸利差擴大。這一次，信貸基本面依然強勁，但隨著成熟市場受到近40年來的首次通膨衝擊，我們看到公債殖利率出現了歷史性的大幅上升，導致所有固定收益市場的價格紛紛下跌。事實上，公債殖利率在今年前四個月就出現大幅上升(圖二)，而升幅如此之大，以至於票息收入亦無法予以抵銷。繼美國聯準會於5月初決定將利率上調50個基點後，市場仍在消化未來一年聯準會將會再次加息2.2%(即聯邦資金利率將會超過3%)的預期。

在此環境下，值得注意的是，相較其他資產類別，優先擔保債券對利率敏感度往往較低(從最低修正存續期間觀察)。例如，優先擔保債券目前的存續期間為4.0年，而整體非投資等級債券的存續期間為4.4年，投資等級債券的存續期間為6.6年³。

圖二：公債殖利率在今年頭四個月大幅上升

	5年期公債殖利率(%)			
	21年9月	21年12月	22年3月	22年4月
美國	0.97	1.26	2.42	2.92
德國	-0.56	-0.45	0.38	0.68
英國	0.64	0.82	1.41	1.67

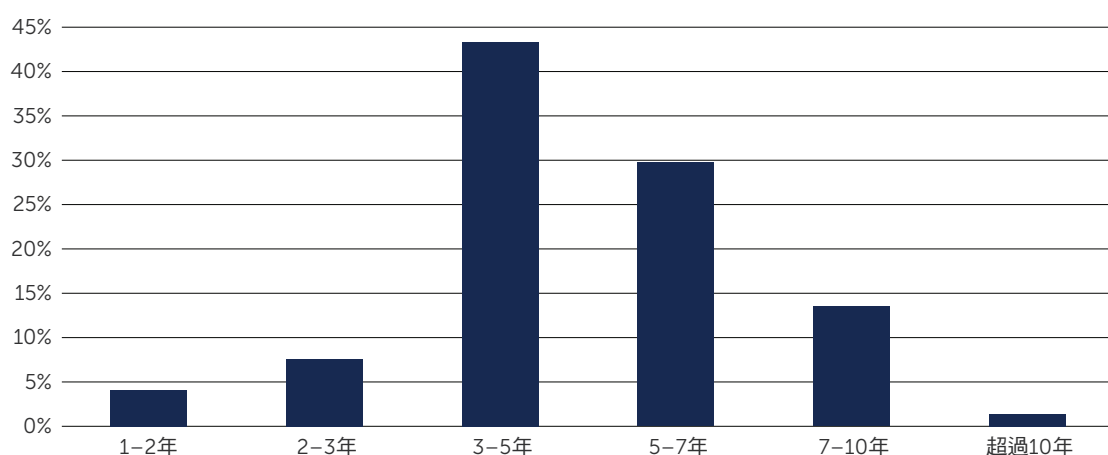
資料來源：彭博。截至2022年4月30日

3. 資料來源：ICE美銀非金融成熟市場非投資等級限制指數及ICE美銀全球企業指數。截至2022年4月30日。

企業基本面持穩

年初至今，優先擔保債券市場的信用利差(衡量違約風險的指標)擴大，部份原因是總體經濟不明朗因素升溫，但這一利差擴大是在信貸基本面相對持穩的環境下所發生的。繼2020年新冠病毒疫情爆發引起最初衝擊之後，企業財務狀況已有明顯改善，槓桿水平及償債成本亦已大幅下降。此外，鑑於過去兩年優先擔保債券市場及整體信貸市場的新債券發行總額創下歷史新高，發行人有充足的流動性做為緩衝，並且延後了債務到期年限。因此，違約率仍維持在溫和水平，而近期的償付風險似乎處於相對可控範圍內。

圖三：在未來三年到期的優先擔保債券數量有限



資料來源：ICE美銀BB-B全球非投資等級擔保債券指數。截至2022年4月30日

儘管通膨壓力繼續高漲，但企業通常能夠將增加的投入成本轉嫁給其終端客戶。這部份是由於疫情期間儲蓄率高，加上勞工市場收緊令工資上升，因而已開發市場家庭擁有強勁的財務狀況。而另一個原因是特定市場的消費需求被壓抑；隨著經濟走出新冠病毒疫情相關的封城措施及限制，這方面的需求動能依然強勁。即使在一些受疫情影響最嚴重的產業，仍有部份企業有望受惠於成熟市場陸續重啟經濟；例如，旅遊及休閒的公司近期表現相對較好。

儘管如此，在目前的市場環境下，進行嚴謹的盡職調查及採取主動型管理至關重要。綜觀目前的市場，我們認為減持更容易受到經濟疲弱影響發行人的債券部位實屬合理，特別是在利差似乎並未給投資者提供相應補償的情況下。此外，我們亦審慎看待那些商業模式更容易受到通膨壓力加劇或供應鏈中斷帶來不利影響的公司。

大幅重新定價帶來精選投資機會

由於債券殖利率大幅走高(主要是由於公債殖利率上升，而最近亦受到信用利差擴大的推動)，優先擔保債券市場的交易價相對於面值已大幅折價。於今年初時，優先擔保債券的平均價格約為101.4，相對於面值100具有溢價。如今，由於殖利率走升，導致價格大幅跌至90.9，相對於面值有所折價⁴。

繼價格下跌之後，優先擔保債券市場年初至今的最低殖利率上升幅度超過3%，目前接近8%(圖四)。殖利率上升，加上債券價格存在較大折價，這正是推動具吸引力總報酬的理想環境。事實上，鑑於殖利率仍處於相對較高水平，加上債券有望提供較佳總報酬機會(隨著時間的推移，債券價格最終會回歸面值)，整體價格錯配情況已帶來具吸引力的投資機會。

圖四：優先擔保債券市場的最低殖利率(Yield to Worst)今年以來上升幅度超過3%

全球優先擔保債券市場					
	18年12月	19年12月	20年12月	21年12月	22年5月25日
最低殖利率(%)	7.06	4.96	4.34	4.59	7.69
價格	95.6	102.6	103.9	101.4	90.9

資料來源：ICE美銀BB-B全球非投資等級擔保債券指數。截至2022年5月25日

如將目前評價與歷史比較，優先擔保債券目前的信用利差與2018年第四季的水平大致持平；在此期間，市場日益憂慮聯準會政策可能會導致金融狀況收緊。然而，如今的情況有所不同，亦更為有利；與2018年年底的同期相比，目前債券的平均價格還要低四個基點以上，這是在信用基本面相對持穩及違約率創下歷史新低的環境下發生的。

「殖利率上升，加上債券價格存在較大折價，這正是推動具吸引力總報酬的理想環境。」

4. 資料來源：ICE美銀BB-B全球非投資等級擔保債券指數。截至2022年5月25日。

從長遠的角度來看，自全球金融危機以來，優先擔保債券市場的最低殖利率出現過三次大幅上升，且每次都超過8%。在所有這些期間，從最低殖利率首次超過8%的時候開始，之後12個月報酬就一直維持相當強的態勢(圖五)。

圖五：當最低殖利率超過8%時，之後12個月報酬情況

日期	之後12個月報酬
2011年8月5日	10.3%
2016年1月13日	14.8%
2020年3月12日	14.0%

資料來源：霸菱及ICE美銀BB-B全球非投資等級擔保債券指數。截至2022年5月25日。報酬以美元避險計價。過往表現不可作為未來表現的指標。

重要啟示

綜觀目前的市場，鑑於今年以來非投資等級債券市場已出現大幅重新定價，我們認為優先擔保債券可提供具吸引力的投資機會，原因如下：

- 相較大部份固定收益市場，優先擔保債券的利率敏感度相對較低。
- 儘管企業基本面保持相對持穩，但優先擔保債券殖利率已接近8%，而債券價格有約10%的折價，可提供具吸引力的報酬潛力。
- 在不確定性加劇及經濟增長放緩的環境下，因在資本結構中處於較高位置，可能受到市場青睞。

然而，債券市場在未來亦面臨諸多風險。在現階段，俄烏戰爭帶來的長遠影響尚無法量化，但已為整體債券市場帶來相當大的不確定性。此外，更為鷹派的貨幣政策，加上通膨壓力高漲，亦可能會令市場情緒繼續受壓，引發市場波動。

但值得注意的是，市場波動期間可以(亦經常)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。多個市場事件都顯示類似的情況，從主權債務危機、商品危機，再到新冠病毒疫情爆發引起市場急跌等，不一而足。然而，在市場波動期間，保持警惕是關鍵。倘若從以往經驗來看，堅定地專注於採取以基本面為本、「由下而上」的逐項信用分析，有助於洞悉那些有潛力在目前事件過後繼續蓬勃發展的發行人。

為何選擇霸菱？

霸菱是全球優先擔保債券市場的先驅投資者。我們擁有逾11年專注投資該市場的往績記錄，代表客戶在多個起伏的信用及經濟循環中管理投資。重要的是，我們的管理始終如一。

我們之所以取得長遠往績記錄，主要有賴於我們龐大的全球團隊。霸菱非投資等級平台是業內規模最大的非投資等級平台之一，由60多名專門的美國及歐洲非投資等級投資專業人士組成⁵。為了與我們的規模及全球業務保持一致，霸菱的優先擔保債券策略在歐洲及北美提供非常多元化的地區配置，比重分別約為42%及55%⁶。憑藉在多個地區擁有專業知識及豐富的投資資源，深耕當地市場，我們在評估相對價值機會方面具有獨特的優勢，特別是考慮到市場上成熟的大型企業通常能夠以多種貨幣發行債券。

在短期利差擴大期間，外匯避險成本可能會產生重大影響，在此情況下，這種在多個市場深耕當地的優勢對我們尤為有利。例如，基於目前市場預期美元利率上升的速度要遠快於歐元，以歐元計價的部位避險轉換成美元後會增加潛在收益；相對於專注單一地區的策略而言，這可以提供額外的相對價值機會。

鑑於俄烏局勢的最新進展，值得注意的是，霸菱優先擔保債券策略主要專注於成熟市場的發行人。了解無力償債/破產法以及其如何適用於每項債券，是我們分析工作的一個重要部份。憑藉完善的法務系統及累積了幾十年可供借鏡的先例，我們對進行這些結構性評估更有把握。

我們的非投資等級平台還有另一個優勢，就是讓我們能夠與資本解決方案團隊合作，這有助於在發生信用減值的情況下、最大限度提升回復率(recovery rate)。憑藉此等規模，我們能夠對企業的財務進行「由下而上」的詳細分析，將環境、社會及治理(ESG)方面的因素納入我們的信用評估流程，並且主動與企業管理層溝通，以物色具吸引力的投資機會。鑑於多項市場不明朗因素，我們繼續以高度主動的方式來管理，同時重點強調「由下而上」的債券挑選。歸根到底，當涉及到減低信用風險及物色相對價值機會時，我們認為分析相關信用基本面是至關重要的。

5. 資料來源：霸菱。截至2022年4月30日。

6. 資料來源：霸菱。截至2022年4月30日。

霸菱為一家管理逾3,716億美元*資產的全球投資管理公司，致力於尋找不同的投資機會，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場建構長線投資組合。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，在北美、歐洲和亞太地區駐有投資專家，致力於為客戶、社區和員工提供服務，並致力於可持續的發展和負責任的投資。

【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。

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

*截至2022年3月31日

TW22-2221332 出刊日期：2022年5月30日