

BARINGS

公開固定收益

非投資等級： 對長線投資者而言 風險報酬前景 具有吸引力

季展望

預期央行可能會調整貨幣政策，市場很可能會維持波動，但倘若投資者願意承受市場波動，非投資等級市場可繼續帶來具吸引力的總報酬機會。



Adrienne Butler
美國非投資級團隊共同主管



Scott Roth, CFA
美國非投資級團隊共同主管



Chris Sawyer
歐洲非投資級團隊主管

央行政策轉向時間難以預估，再添不明朗因素，亦為金融市場帶來更多的不確定性。事實上，市場在去年底回升，原因是美國公佈的消費物價指數年增率低於預期，通膨放緩可能會導致政策不那麼鷹派，但由於美國聯準會暗示進一步升息的可能性仍大，市場漲勢也受到阻礙。同樣，歐洲央行亦維持較預期更為鷹派的立場。

儘管通膨放緩，但仍處於十年來的較高水平，短期內似乎不大可能出現政策轉向，因此，該不明朗因素可能會導致未來市場進一步波動。然而，若投資者願意承受市場波動，並採取長線投資方式，非投資等級債券及貸款可繼續帶來具吸引力的總報酬機會。

「若投資者願意承受市場波動，並採取長線投資方式，非投資等級債券及貸款可繼續帶來具吸引力的總報酬機會。」

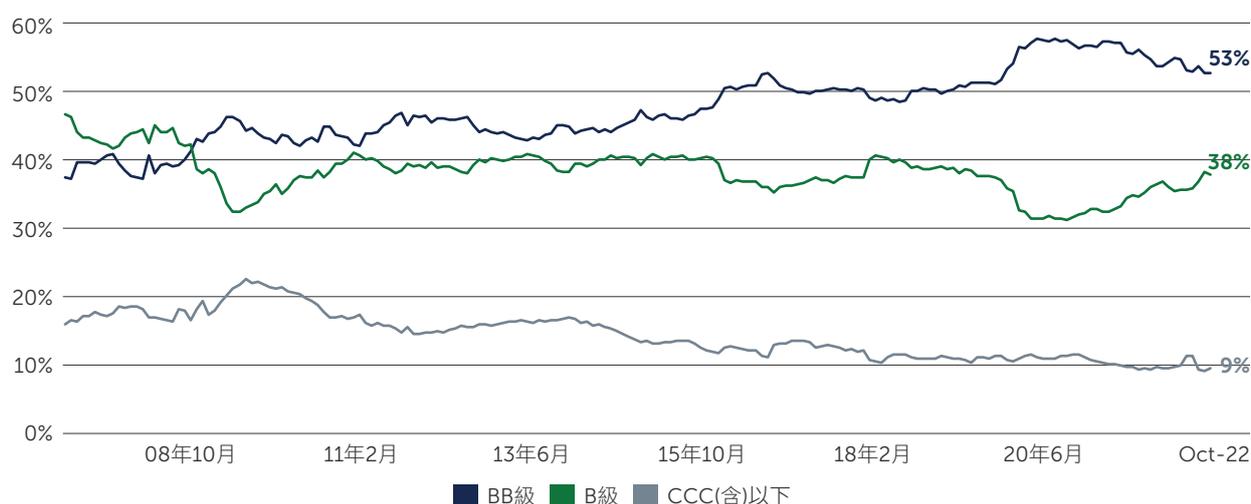
企業盈餘受到關注

倘若2022年是利率波動的一年，那麼，企業盈餘可能成為2023年市場關注的焦點。雖然去年通膨上升，但許多企業仍擁有充分的議價能力，能夠將上升的成本轉嫁給其客戶；因此，企業盈餘持穩的時間會較部份市場參與者預期的更加持久。綜觀目前的非投資等級市場，似乎前景較為黯淡。首先，2022年升息的滯後影響已開始對經濟的部份領域帶來壓力，並且開始影響到整體需求。加上勞工成本仍高，企業轉嫁價格上升的能力開始減退，這可能會導致企業日後的盈餘有所下降；在某些情況下，整體盈餘可能遠不如預期，從而可能導致波動性加劇。

另外，非投資等級(特別是貸款)的技術面仍具有挑戰性，原因是美國市場的流動性狀況出現更大挑戰，零售資金出現淨流出。此外，新的抵押貸款憑證(CLO)發行仍然不足，而CLO歷年來佔貸款需求的很大一部份。

於利多方面，大部份非投資等級發行人仍具有足夠的靈活性，能夠在經濟疲弱期間繼續償還債務；這些發行人目前的財務狀況較疫情爆發前要好。例如，美國發行非投資等級企業2022年第三季的槓桿水平降至3.4倍，是自2019年第四季以來最低，而歐洲企業第二季的槓桿水平降至5.2倍¹。與此同時，非投資等級市場的信用品質在過去15年已大幅改善，其中BB級發行人佔該市場的53%，而B級企業佔38%(圖1)。

圖1：非投資等級市場的品質有所提升



資料來源：美銀。截至2022年12月31日。

有望提供具吸引力的總報酬潛力

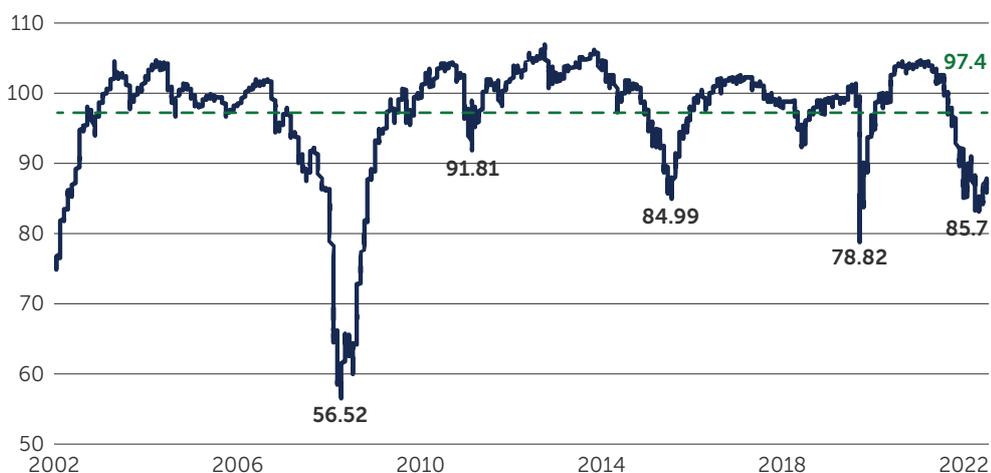
儘管總體經濟環境面臨的挑戰不大可能在短期內消退，但同時值得注意的是，以往，溫和的衰退對非投資等級市場未必是壞事。從歷史上看，在市場波動(甚至是經濟下滑)期間投資非投資等級的投資者，長遠而言是取得具吸引力的報酬。這部份是由於非投資等級不同於股票，不需要強勁的經濟增長亦能夠取得良好表現。在非投資等級市場，更為重要的是發行人就未償還債務持續償付利息的能力。GDP增長放緩甚至是短期內進入溫和的衰退，都不大可能讓違約率大幅上升，特別是在一個評等較高且相關基本面穩健的市場。

倘若經濟出現衰退，考慮到大多數金融市場於2022年面臨的挑戰，信貸下檔空間亦可能有限。儘管利差可能會較目前有所擴大，但我們預計利差不會大幅擴大到讓總報酬轉負的程度。這部份是由於利率上升導致殖利率上升，加上價格存在較大折價(圖2)所致。例如，美國及歐洲優質BB級債券的交易價均低於面額，分別約為面額的89%及87%，平均存續期間略低於4年；目前殖利率為6.5%-7.5%²。有鑑於此，利差需要擴大至遠超過目前的水位(達到與主權債務危機及歐元區崩潰相似的水平)，方能令總報酬轉為負數。值得重申的是，鑑於非投資等級市場的信評較高，加上基本面持穩，我們認為不大可能發生這種極端情況。

1. 資料來源：摩根大通。美國數據截至2022年9月30日；歐洲數據截至2022年6月30日。

2. 資料來源：美銀。截至2022年12月31日。

圖2：非投資等級債券指數平均價格與歷史水平的對比



資料來源：美銀。截至2022年12月31日。

與歐洲相比，我們亦些微偏好美國。從俄烏戰爭持續到房市疲弱，歐洲市場面臨的風險要高於美國，這可能對消費者情緒及支出造成較大影響，從而導致更嚴重或更漫長的經濟衰退。

著眼於長遠的未來

展望未來，衰退風險、持續的通膨壓力、多家央行採取鷹派政策、以及盈餘波動性，必將繼續成為市場關注的焦點。在此環境下，加上未來幾個月市場很可能會維持波動，投資者無需承擔太大的風險，就有望取得具吸引力的報酬潛力。在較高信評的非投資等級債券及貸款，以及在CLO的某些領域，其風險報酬前景仍具吸引力。然而，採取專注於信貸精選的方法至關重要，不僅能夠避免市場進一步下滑，亦可物色到能抵禦目前不利因素的發行企業。

霸菱為一家管理逾3,472億美元*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.baringsglobal.com)

*截至2022年12月31日

TW23-2710575 出刊日期：2023年1月31日