



BARINGS

公開固定收益

非投資等級：四大因子影響 未來幾個月的展望

霸菱洞察

今年非投資等級市場面臨多種挑戰，但我們認為非投資等級債券及貸款
(包括一些非傳統的領域)仍存在具吸引力的投資機會。



Scott Roth

美國非投資等級團隊共同主管



Adrienne Butler

美國非投資等級團隊共同主管

包括非投資等級在內的全球市場今年面臨多種挑戰。但非投資等級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，我們認為非投資等級債券及貸款仍存在具吸引力的投資機會，並且預期於未來幾個月會持續湧現。

在此背景下，我們為非投資等級投資者列出影響未來幾個月展望的四大因子。

1. 非投資等級發行人財務狀況穩健

從高通脹及堅定鷹派立場的央行，到憂慮迫在眉睫的經濟衰退及不斷升級的地緣政治衝突，目前市場面臨的風險將持續存在，且不太可能在短期內得到解決。隨著升息的影響滲透至整體經濟，需求相應減弱，對非投資等級發行人會有怎樣的表現及利潤率會受到多大影響，仍是未知之數。

好消息是，相比疫情前，疫情後許多**企業的財務狀況變得更穩健**。繼疫情爆發之後，許多非投資等級發行人利用先前穩健的資本市場為其債務再融資，從而減少票息支付，同時亦延長了債務到期日。由於許多企業仍能將通脹壓力轉移給消費者，這些企業的現金流量已恢復到2019年的水平，甚至達到更高的水平，從而創造了利潤率新高。由於基本面強勁，處於極度受壓水平(利差超過1,000個基點)的債券比例為7%左右，為相對可控的範圍，特別是與先前市場壓力高漲期間相比¹。這代表，短期內違約率顯著上升的可能性不大。

此外，於利多方面，即使市場情緒負面，今年餘下時間至2023年的盈餘估計可能比部份市場參與者的預期更加持穩。其中一個原因是，由於收入及息前稅前折舊攤銷前利潤受到名目美元的驅動，名目增長環境依然強勁。因此，即使我們進入充滿挑戰的經濟期間，**和之前的下跌週期相比，企業盈餘可能表現更佳**。

同時值得注意的是，有別於股票，**非投資等級不需要強勁的經濟增長亦能夠取得良好表現**。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、加上盈餘有可能更持穩，讓大多數非投資等級發行人均能在償還未來債務方面處於有利位置。

1. 資料來源：美銀。截至2022年8月31日。

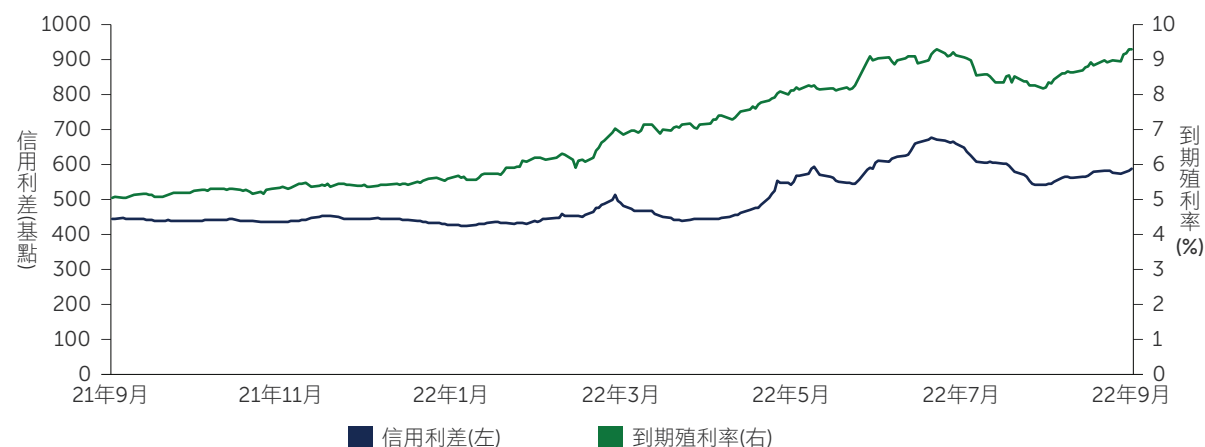
2. 技術面因素為投資貸款創造機會

面對升息環境，金融市場波動性持續，貸款可提供多項潛在優勢。首先，貸款**由借款人的資產進行抵押**，一旦出現違約，通常對這些資產享有第一追索權，因此當違約率開始上升時，可提供實質性的下檔保障。另外，貸款**在資本結構中享有更優先的位置**，這意味著在其他債權人獲得還款之前，貸款的票息及本金必須獲得償付。最後，貸款提供**基於浮動利率的票息支付**，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，從而提供穩定的收益增長。從本質上講，貸款可以被視為因應利率上升及通膨環境的一種避險工具。

然而，儘管提供多項潛在優勢，近幾個月貸款市場仍未出現顯著的資金流入。這部份是由於投資者轉持現金、優質資產及追求穩定性，這在更具挑戰性的時期較為普遍。但這亦是來自市場對抵押貸款憑證(CLO)的需求下降所致，與去年相比，其約佔貸款買家的60%²。具體而言，由於今年一些大型的AAA級CLO買家撤出市場，CLO新發行量因此受到負面影響。

因此，即使考量非投資等級的基本面風險後，目前信用利差仍處於較寬的水平。事實上，目前美國及歐洲非投資等級的利差處在550-650個基點，若從歷史回復率(Recovery Rate)來看，違約率需要超過10%、才能完全抵銷目前提供的額外信用利差³。美國及歐洲的殖利率均具吸引力，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的情況下，鑑於利率上升帶來的持續利多，我們認為，參考過去出現類似利差擴大的情況，**非投資等級在未來12個月可能產生不錯的報酬潛力**。

圖一：次級市場平均信用利差及全球貸款到期殖利率仍處於高水位



資料來源：瑞士信貸。信用利差為該指數3年期平均折現率。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。

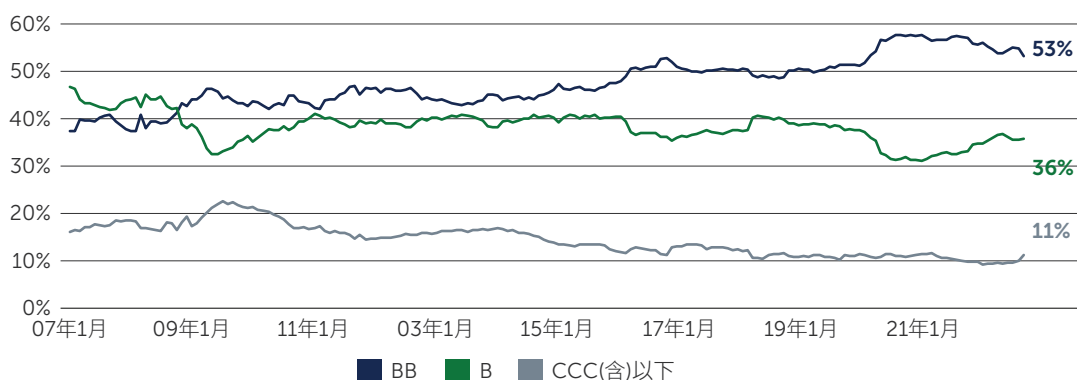
3. 資料來源：瑞士信貸。截至2022年8月31日。

3. 擇機投資難度很大

今年非投資等級債券無疑面臨挑戰，利率波動性及信用利差擴大對表現造成重大影響。然而，我們認為有充足理由證明，對非投資等級債券進行策略性配置是明智的選擇。信用利差在經歷相對歷史水平較窄的時期後，目前徘徊在500個基點左右，一些投資者開始質疑目前仍舊是買入非投資等級債券的良好時機嗎？但是，與歷史水平相比，要回答利差是否合適的問題，情況更為微妙，原因有幾點。

首先，過去15年，**非投資等級債券市場的信用品質已顯著提升**。目前BB級債券佔全球非投資等級債券市場的53%，較2007年的38%有所上升；與此同時，B級債券所佔比例已降至36%（圖二）。信用品質提升是多項因素的共同結果。例如，於2016年商品危機期間，多家表現欠佳的非投資等級公司經歷重組程序及被指數剔除。在過去兩三年，由於新債券發行暢旺，加上在新冠病毒疫情首次爆發後，許多投資級債券被下調為非投資等級債券，令「墮落天使」的規模亦創下歷史新高，因此市場信用品質顯著提升。

圖二：全球非投資等級債券：信用品質的變化趨勢



資料來源：美銀。截至2022年9月16日。

此外，儘管利差擴大意味著較大的長期總報酬潛力，**但6月所出現的利差顯著擴大的情況並不常見**。事實上，自2010年以來，只有8次全球非投資等級債券利差超過600個基點，且只有2次利差超過800個基點⁴。因轉折點轉瞬即逝，把握這些利差擴大事件的時機亦難度極大。因此，我們認為對非投資等級債券採戰術性策略的效率較低；而在必然會經歷陣陣波動的市場，**策略性配置可協助投資者在市場回升之際、快速高效地把握出現的投資機會**。

4. 資料來源：美銀。截至2022年7月31日。

「在過去，從主權債務危機到2020年新冠病毒疫情爆發引起的市場急跌，這些市場錯配及跌勢過快期間，為採取『由下而上』管理方式的主動型投資經理帶來超額報酬的機會。」

4. 在非傳統的領域湧現機會

左右目前市場表現的趨勢及動態亦出現精選機會，在某些情況下來自非傳統的領域。於產業方面，我們認為**相對於耐久消費產業，服務業存在具有吸引力的投資機會**。新冠病毒疫情首次爆發後，在巨大的財政刺激措施推動下，傢俱及家電等耐久消費品的需求顯著上升。另一方面，過去社交隔離措施的普及，服務需求實際上大幅下降，但近期這些趨勢有所逆轉，投資機會隨之發生轉變。

我們物色到的潛在投資機會是債券價格受壓的領域。在抵押貸款憑證(CLO)市場，金融危機後的CLO(亦稱為「CLO 2.0」)可以投資債券，其最大配置通常為5%左右。在過去，這類債券投資主要用來提高利差。但隨著以折價購買債券的機會湧現，這些債券到期回到面額時，將提供**相當的潛在投資機會**，我們在第二季末看到美國BB級債券的表現正是這種情況。最近，BB級及BBB級債券之間的利差差距已有所收窄，因此，我們認為信評更高的BBB級債券亦開始具吸引力。

當**美國及歐洲之間的相對價值**基於市況發生改變，機會亦會隨之出現。歐洲債券及貸款市場的利差目前比美國更寬，從歷史可見，該市場受技術面影響較大，在波動期間更可能會出現嚴重錯配，例如日益嚴峻的能源危機。在過去，從主權債務危機到2020年新冠病毒疫情爆發引起的市場急跌，這些市場錯配及跌勢過快期間，為採取『由下而上』管理方式的**主動型投資經理帶來超額報酬的機會**。

啟示

未來幾個月，多種風險可能會影響市場。除了通膨、利率、經濟增長及地緣政治衝突之外，量化緊縮及歐洲局部禁止俄羅斯石油的潛在影響，亦是未來值得關注的焦點。在目前充滿不明朗因素的環境下，當考慮投資非投資等級時，我們認為專注信用分析的全球策略是關鍵。憑藉霸菱龐大的專業團隊及知識，我們致力挑選那些能夠抵禦阻力，並於整個信用週期持續維持好表現的債券。我們亦採取主動投資策略，從而避免投資於基本面脆弱的債券，並選擇實力較穩健的發行人，以及在各個地區把握相對價值投資機會。

霸菱為一家管理逾3,497億美元*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。

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。

請至 [BARINGS.COM](https://www.baring.com) 發掘更多

*截至2022年6月30日

TW22-2449570 刊出日期：2022年9月30日