



公開固定收益

貸款：前景仍佳

霸菱洞察

儘管升息週期似乎接近尾聲，但未來一年的貸款前景有望持續正面，主要原因是貸款可提供較高來自票息的收益(亦稱為契約收益)。



Natalie Heawood, CFA

歐洲非投資等級團隊
董事總經理



Casey McKinney

美國非投資等級團隊
董事總經理

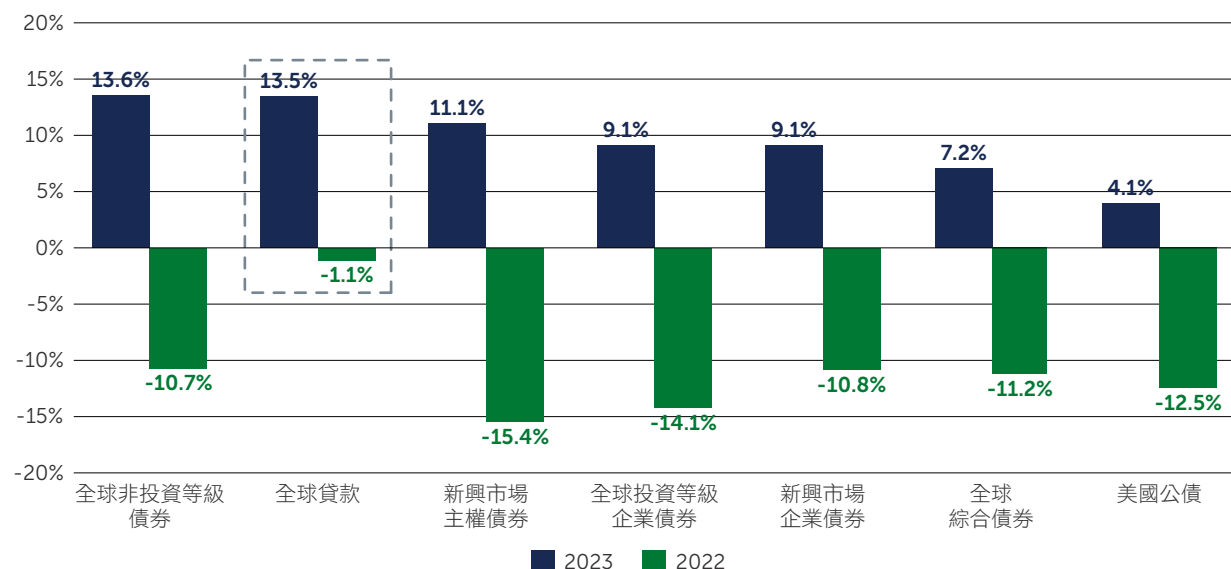
「儘管所有固定收益的殖利率均有所上升，但貸款仍受投資者青睞，這不僅是因為過去表現不錯，亦是因為其大部份收益來自目前支付的票息(而非等待價格回升後)。」

貸款是一種支付給投資者浮動利率票息的資產類別，在利率上升的環境下通常表現出色，所以過去兩年，貸款表現佳。然而，由於升息週期可能接近尾聲，投資者不免懷疑此項利多能否延續。霸菱認為是可以的，主要原因是貸款目前提供的票息，仍在2008年金融危機後的高檔區徘徊。

貸款於利率上升的環境下表現強勁

隨著各國央行穩步升息以應對通膨，在過去兩年，貸款每年表現都優於其他固定收益。2022年，儘管貸款市場收跌(先前美國僅發生過兩次，而歐洲發生過三次)，但因貸款價格對利率上升的敏感度較低，貸款相較其他固定收益仍相對持穩(圖一)。2023年，貸款的票息大幅提升，加上貸款價格溫和回升，令其迅速收復2022年的失土，並連續第二年表現優於其他固定收益市場。

圖一：貸款表現優於其他固定收益



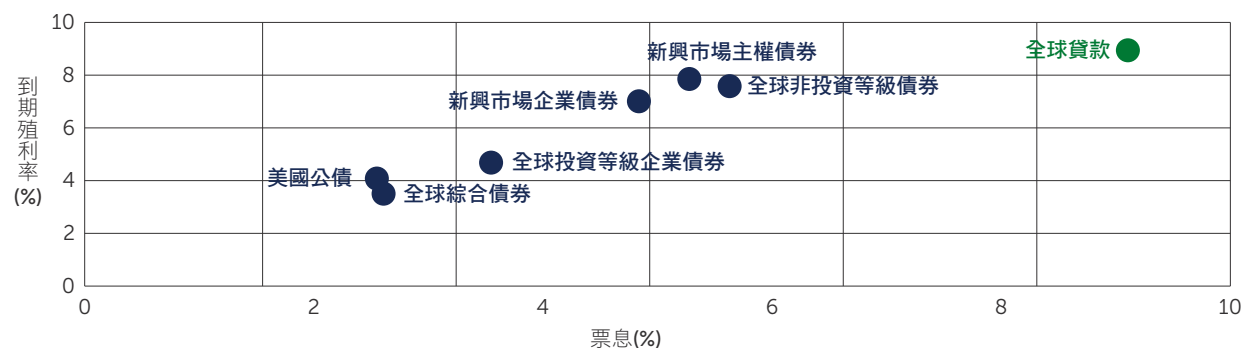
資料來源：瑞士信貸、摩根大通及彭博。截至2023年12月31日。報酬避險至美元。

此動能能否延續？

儘管升息週期似乎接近尾聲，但未來一年的貸款前景有望表現出色，主要原因是貸款可提供的票息(亦稱為契約收益)具吸引力。由於短期利率(即貸款票息浮動利率的部份)上升及給定的利差(即票息固定利率的部份)整體穩定，目前貸款的票息處於較高水平。目前全球貸款市場的平均票息為9.11%，遠超過長期平均水平的5.46%¹。對過往總報酬介於4%至6%之間的市場來說，目前處在如此水平的票息代表總報酬極有可能高於平均水平。表現強勁亦為總報酬提供天然緩衝，以應對市場波動或暫時性的價格波動；鑑於目前總經環境不明朗，未來幾個月很有可能出現市場波動或暫時性的價格波動。

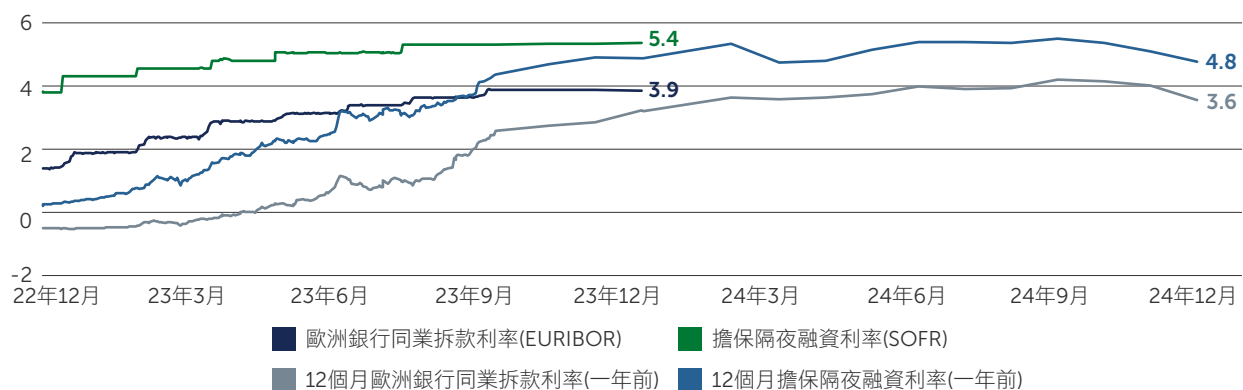
儘管所有固定收益的殖利率均有所上升，但貸款仍受投資者青睞，這不僅是因為過去表現不錯，亦是因為其大部份收益來自目前支付的票息(而非等待價格回升後)(圖二)。此外，儘管短期利率最終可能會從目前的水平下跌，但市場多半預期2024年大部份時間內、利率仍將維持在較高水平(圖三)。對貸款而言，重要的是，即使利率溫和下滑，貸款的票息仍將遠高於歷史水平，並為其表現持穩鋪平道路。

圖二：貸款擁有較高的殖利率和票息



資料來源：瑞士信貸、摩根大通及彭博。截至2023年12月31日。

圖三：預計2024年大部份時間利率將維持於較高水平



截至2023年12月31日。

1. 資料來源：瑞士信貸全球槓桿貸款指數。截至2023年12月31日。

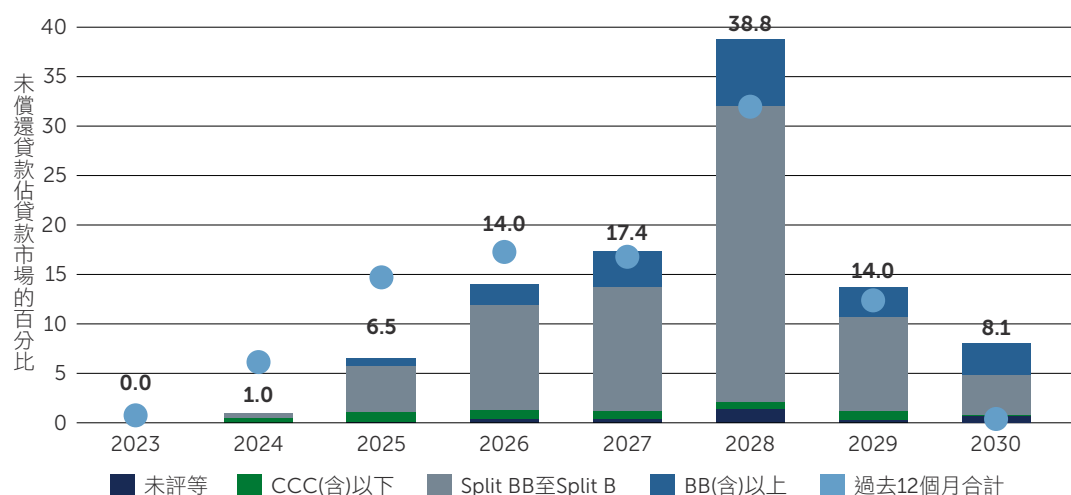
面對風險時表現出的彈性

貸款是由非投資等級的信貸組成，這意味著主要風險是因違約而可能導致的本金損失。雖然貸款投資者無疑會從目前較高的票息中受惠，但利率上升在某種程度上是一把雙面刃，債務人 (Borrower) 需承擔更高的借貸成本。儘管許多債務人都有利率避險工具或其他固定利率融資來源，但仍有一些債務人沒有。這些債務人於未來幾個月可能會面對流動性壓力 (特別是在經濟疲弱、導致企業盈餘波動加劇的情況下)，並被迫尋求額外增資或違約。

一如所料，借貸成本上升及其他因素導致美國貸款違約率從2022年的1.6%上升到截至2023年的3.2%² (截至2023年12月31日的過去12個月期間)。然而，值得注意的是，這一數據與貸款市場長期平均違約率3.1%大致持平。因此，儘管違約率有所上升，但仍處於可控水平，並且從目前水平大幅上升的可能性不大。

展望2024年，我們預期會與2023年相似，違約率維持於類似的可控水平，特別是對採取主動管理且信貸挑選審慎的投資組合而言。這部份是由於管理團隊一直透過初級市場積極解決資本結構需求、為債務再融資及推遲債務到期 (圖四)。這亦是部份壓力被充分反映出來的結果，這也代表市場已消化許多受短期利空或潛在流動性事件所造成的信貸折價。當然，未來幾個月的違約情況必然值得密切關注，但我們認為這不會大幅地抵銷較高票息收益帶來的不錯報酬潛力。

圖四：貸款的到期日仍處於可控水平



資料來源：瑞士信貸。截至2023年12月31日。

2. 資料來源：摩根大通。截至2023年12月31日。

同時值得注意的是，貸款本質上是相當具彈性的。除了通常在企業資本結構中享有優先償還的位置外，貸款還有債務人的資產作為抵押；因此，長遠來看，貸款的回復率(recovery rate)高於次順位債務和股票。此外，貸款還擁有活躍的次級市場，即使在市場存在不確定性的情況下亦能提供流動性。最後，相對於其他固定收益，貸款可在產業上提供多元化配置，這有助於其抵禦市場週期的起伏。具體而言，雖然許多固定收益市場提供能源、住宅建築商及醫院的機會，但貸款可提供分散投資於科技及服務業的機會。

重要啟示

由於貸款於過去兩年取得相對出色的表現，加上升息週期可能已達到或接近結束，讓投資者想問：目前是否是從貸款轉向其他固定收益的適當時機。

我們認為，這一觀點忽視了利率上升環境為貸款帶來的一大利多：目前的利率環境有利於其產生較高的票息收益(即契約收益)。貸款今年初的票息較過去兩年更高，且基金經理亦更加關注潛在的壓力；其中一些壓力已得到解決。因此，我們認為貸款在未來一年有望持續有不錯的表現。

霸菱為一家管理逾3,816億美元*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驗信用評等，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2023年12月31日

TW24-3320911 出刊日期：2024年1月15日