



固定收益

高收益市場是否正處於最佳狀態？

霸菱視野

高收益市場繼續受惠於多項利好因素（例如違約情況持續改善及對加息的敏感度有所降低），而隨著經濟持續穩步復甦，該市場有望錄得強勁表現。



David Mihalick

美國公共固定收益投資總監
及美國高收益投資總監



Martin Horne

環球公共固定收益投資總監

疫情過後的高收益市場漸漸成為投資者關注的焦點。儘管經濟活動仍需一段時間方能恢復正常，特別是考慮到全球某些地區的新型冠狀病毒確診個案還在不斷增加，但市場仍然憧憬未來數月至一年經濟會出現強勁復甦。

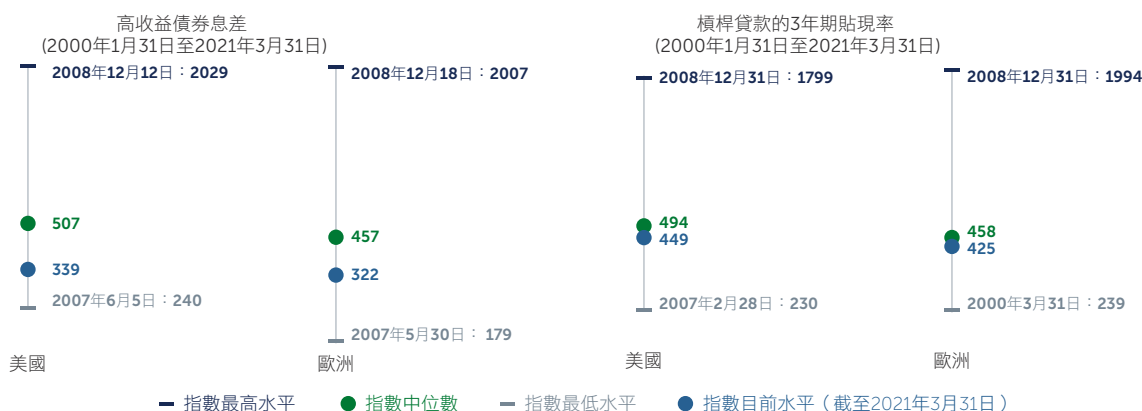
加息繼續備受關注，或許並不令人意外的是貸款於今年年初跑贏債券，美國及歐洲貸款市場上升約2%¹。然而，雖然通貨再膨脹環境必然利好貸款等浮動利率資產，但高收益債券似乎亦相對處於有利位置，特別是在歐洲，由於該市場受到美國國庫債券孳息率波動的影響較小，於季內上升1.6%。儘管整體高收益市場表現滯後，但相較一些其他固定收益資產類別，美國高收益債券卻表現穩健，上升0.95%²。這部份是由於該資產類別的存續期較短，如投資級別企業債券的平均存續期略為超過7年，而高收益債券的存續期則約為4年³。

經濟復甦曙光初現

從基本因素的角度而言，違約預期繼續改善。鑑於不良貸款比率處於多年低位，加上債券及貸款市場的流動性充裕，我們認為今年的違約率可能會降至歷史平均水平2%至3%之間。相比之下，去年高收益債券及貸款違約率介乎3%至5%，遠低於一些市場人士最初預測的雙位數，這在很大程度上歸因於全球各國推出大規模的刺激措施⁴。與此同時，隨著消費需求回升，預計企業於今明兩年的盈利、收入及現金流量有望大幅增長。

由於該資產類別表現良好，加上違約預期持續改善，息差於最近數月已顯著收窄，引發圍繞估值方面的疑問。與歷史平均值相比，債券及貸款息差似乎有所收窄，但估值方面的疑問更為微妙，原因有數點。首先，息差近期有所收窄，但相對於信貸評級較高的企業債券而言仍較為有利，其中一些企業債券的息差已處於或接近歷史最窄水平。例如高收益債券的息差與2017/2018年的市場週期低點相比仍處於較闊的水平，而貸款的息差與環球金融危機前後的最窄水平相比仍處於較闊的水平（圖一）。

圖一：相較過往水平，高收益債券息差似乎有所收窄…



資料來源：洲際交易所集團美銀美林及瑞士信貸。截至2021年3月31日。

1. 資料來源：瑞士信貸。截至2021年3月31日。
 2. 資料來源：美銀美林。截至2021年3月31日。
 3. 資料來源：美銀美林。截至2021年3月31日。
 4. 資料來源：標準普爾及瑞士信貸。截至2020年12月31日。

此外，高收益市場的質素已有明顯改善。例如目前BB級別債券佔環球高收益債券市場的57%，較2000年的35%有所上升。另一方面，B級別債券目前佔該市場的32%，較2000年的56%有所下降（圖二）。儘管CCC級別債券佔比略有上升，但仍遠低於2009/2010年的高峯值。在過去一年，由於新債券發行暢旺，加上在新型冠狀病毒疫情首次爆發後，許多投資級別債券被下調為高收益債券，令「墮落天使」的規模創下紀錄高位，因此市場質素顯著提升。

圖二：…然而，該市場的質素大幅提升



資料來源：洲際交易所集團美銀美林。截至2021年3月31日。

「結合金融市場狀況持續改善及經濟增長等利好因素經已為高收益信貸市場營造出最佳的投資環境，因此，在我們看來，該資產類別似乎處於非常有利的位
置。」

展望未來12至24個月，經濟前景整體上仍然利好該資產類別。儘管市場對各國國內生產總值增長的預期有所不同：美國經濟有望在1.9萬億美元經濟刺激方案取得進展後出現顯著改善，而歐洲部份國家的經濟因長期封城而表現滯後，但總體而言，環球經濟似乎已在復甦的正軌上穩步前行。在此環境下，考慮到市場質素有所提升，我們認為估值仍處於合理水平。事實上，縱然日後利率上升，我們認為息差尚有進一步收窄的空間，並且有可能再探歷史最窄水平。從本質上而言，結合金融市場狀況持續改善及經濟增長等利好因素經已為高收益信貸市場營造出最佳的投資環境，因此，在我們看來，該資產類別似乎處於非常有利的位

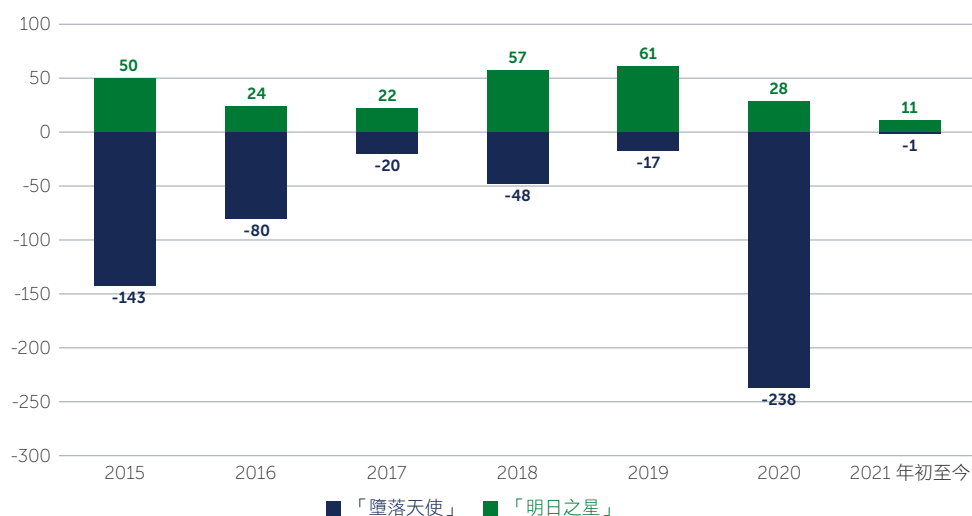
可予考慮的三個投資機會

縱觀目前的高收益債券市場，預計未來數月可能會出現許多投資機會。

明日之星

雖然「墮落天使」在2020年備受關注，但「明日之星」（被升級為投資級別的高收益企業）可能會成為未來12至24個月的投資主題。如上所述，隨著疫情爆發，「墮落天使」的規模於去年創下紀錄新高，約2,380億美元的投資級別債券落入高收益債券市場，包括福特、卡夫亨氏及Occidental Petroleum等大型企業（圖三）。除有助於提升市場質素外，這些「墮落天使」亦為我們帶來投資那些營運及財務方面具有很大靈活性的多元化大型企業的独特機會。特別是美國高收益債券市場，目前許多評級被下調的企業債券的息差有望進一步收窄，而這些債券可能會在未來數個季度重返投資級別市場。

圖三：「墮落天使」和「明日之星」的規模（十億美元）



資料來源：摩根大通。截至2021年3月31日。

雖然「墮落天使」/「明日之星」的交易活動主要是美國的現象，但隨著市場進入新一輪主上行週期，除這一範疇外，亦有許多BB級別信貸的評級有望被上調；這種情況在過往經濟復甦時期經常發生。例如繼2001/2002年經濟陷入低迷後，美國高收益市場中有超過8%的債券被上調評級。在2007/2008年環球金融危機後的數年中，該市場中有近9%的債券進入了投資級別市場。今年，有110億美元的債券被上調評級，而被下調評級的債券則為數不多。考慮到在過去數年歐洲市場的規模顯著增長，發行人亦大幅增加，我們預計該市場亦會出現類似趨勢。當然，今年餘下時間的交易活動在一定程度上將取決於評級機構，以及他們對企業槓桿率和盈利增長持續改善的信心。然而，考慮到經濟狀況日漸改善，我們認為隨著這些企業在未來數年內被上調評級，當中許多企業或有機會帶來超額回報。

週期性及受新型冠狀病毒疫情影響的行業

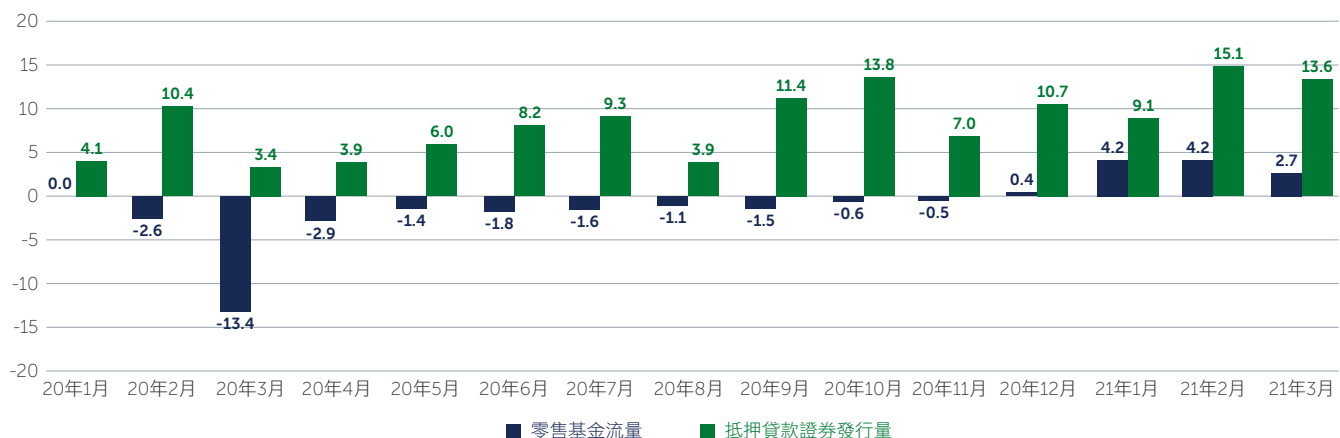
此外，我們亦在去年受到衝擊尤為嚴重的週期性行業中物色到潛在的投資機會。儘管許多週期性行業已經開始回升，但是隨著復甦勢頭增強，這些行業中的部份發行人有可能跑贏大市。能源業就是箇中例子；該行業是近年來表現最差的行業之一，而步入2021年之際，亦是該市場中息差最大的行業之一。然而，在過去數月，能源業出現逆轉，目前在高收益債券及貸款市場均跑贏大市。近期，由於市場對歐洲部份地區的新型冠狀病毒疫情的憂慮有所加劇，市場波動性回歸，儘管如此，該行業似乎為進一步復甦做好了準備。

此外，許多受新型冠狀病毒衝擊的行業亦具有潛在的投資機會；與一年前相比，這些行業的息差仍然較闊，並低於就基本因素而言應有的水平。零售業便是一個例子；然而，考慮到該行業面臨長期挑戰，精挑細選至為關鍵。由於去年環球各地實施封城措施，經濟活動受到限制，家庭儲蓄大幅增加；美國、英國、中國及日本的消費者據估計已節省近3萬億美元⁵。當店鋪重新營業，經濟活動開始恢復正常時，此前受壓抑的消費能力一旦釋放，可能會為零售業發行人帶來強勁的利好因素，特別是那些去年能夠利用該市場提高流動性的發行人。

貸款

由於近數個月利率預期上升，投資者情緒已明顯轉向浮動利率貸款，並遠離固定利率資產。這或許在美國及歐洲市場的需求增長中表現得最為明顯。經過約兩年的資金外流後，零售基金流量（美國的主要需求驅動因素）已顯著轉為正值，截至3月底達至約110億美元（圖四）。與此同時，美國及歐洲市場的抵押貸款證券發行量（這是貸款的另一個主要需求驅動因素）亦有所增加。而供應方面則與強勁的需求狀況保持平衡，一直處於穩健水平，甚至有望超越過去數年的增長速度；美國市場截至第一季度末的發行量達至1,810億美元，而歐洲市場則達至360億歐元⁶。這種供需動態有效地為環球貸款帶來良好的技術面支持，這表明日後息差可能尚有進一步收窄的空間，並且有望提供具有吸引力的總回報投資機會。

圖四：美國每月零售基金流量及抵押貸款證券發行量（十億美元）



資料來源：摩根大通。截至2021年3月31日。

5. 資料來源：彭博經濟。截至2021年2月。

6. 資料來源：標準普爾。截至2021年3月31日。

「這種供需動態有效地為環球貸款帶來利好的技術面因素支持，這表明日後息差可能尚有進一步收窄的空間。」

這是由於貸款在資本結構中享有較優先的位置，意味著還款次序通常優於次級債務及股票。此外，貸款亦以借款人部份或全部資產作抵押（包括房地產、設備，以及軟件或商標等無形資產），從而提供潛在的信貸風險保障。

旅遊及休閒

儘管美國及歐洲市場的貸款價格已從大約一年前的跌勢中大幅回升，但該市場仍有一些領域尚有進一步回升的空間。例如由於旅遊及休閒業受到疫情爆發及隨之實施封城措施的影響尤其嚴重，其復甦步伐仍然落後於整體市場。然而，在過去一年，這個領域裡的許多企業都能募集大量資金，應有助於其度過經濟重啟前的艱難時期。儘管該領域的融資活動情況及高槓桿水平確實表明日後需要快速去槓桿化，並且引發對企業是否能夠應付更高債務水平的疑問，但我們認為大多數企業已在危機爆發前主動管理其債務到期情況。此外，許多發行人在未來數年內都不會面臨即將出現的到期牆。

重要啟示

自疫情爆發以來，高收益債券已大幅回升，並繼續受惠於多項利好因素，例如違約情況更為可控，以及投資者預期經濟增長及金融狀況持續改善。儘管利率上升可能會在短期內繼續影響高收益債券，但考慮到其存續期較短，該資產類別相較其他固定收益市場仍處於相當有利的位置。因此，我們認為高收益債券日後有望錄得進一步的強勁表現，特別是在經濟穩步復甦及消費需求開始回升之際。然而，目前我們仍面臨多項風險（包括新型冠狀病毒確診個案不斷增加所帶來的風險），故此信貸挑選及主動型管理將會至關重要，我們會致力物色那些能夠抵禦短期波動，並有潛力可在經濟及市場持續復甦時提供具有吸引力的上行空間的發行人。

霸菱為一家管理逾3,450億美元*資產的環球投資管理公司，致力尋找不同的投資機遇，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場構建長線投資組合。作為美國萬通的子公司，霸菱的投資專才常駐北美、歐洲及亞太區，旨在為其客戶、社區及員工提供服務，並竭力實踐可持續發展及負責任的投資。

重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及/或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

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

*截至2020年12月31日

21-1601448