



固定收益

# 高收益市场正处于最佳状态吗？

霸菱视野

高收益市场继续受益于多个利好因素（例如违约情况持续改善、对加息的敏感度有所降低等），而随着经济持续稳步复苏，这个市场有望录得强劲表现。



**David Mihalick**  
美国公共固定收益投资总监  
和美国高收益投资总监



**Martin Horne**  
环球公共固定收益投资总监

疫情过后的高收益市场逐渐成为投资者关注的焦点。虽然经济活动仍需要一段时间才能恢复正常，尤其是考虑到全球某些地区的新冠病毒确诊个案还在不断增加，但市场仍然憧憬未来几个月至一年经济会出现强劲复苏。

加息继续备受关注，而贷款在今年年初跑赢债券，美国和欧洲贷款市场上扬约2%<sup>1</sup>，这似乎并不令人意外。然而，虽然通货膨胀环境肯定有利于贷款等浮动利率资产，但高收益债券似乎也处于相对有利的位置，特别是在欧洲，因为欧洲市场受到美国国库债券到期收益率波动的影响较小，所以在季内取得1.6%的增长。尽管整体高收益市场表现滞后，但与一些其他固定收益类资产相比，美国高收益债券却表现稳健，上升了0.95%<sup>2</sup>。部分原因是该类资产的续存期较短，如投资级别企业债券的平均续存期略超过7年，而高收益债券则约为4年<sup>3</sup>。

## 经济复苏曙光初现

从基本面来看，预期违约情况将继续改善。鉴于不良贷款比率处于多年来的低位水平，加上债券和贷款市场的流动性充足，我们认为今年的违约率可能会降到历史平均水平2%至3%之间。相比之下，去年高收益债券和贷款违约率在3%至5%之间，远低于一些市场人士最初预测的双位数，这在很大程度上得益于全球各国推出的大规模刺激措施<sup>4</sup>。与此同时，随着消费需求回暖，预计企业今明两年的盈利、收入和现金流量将会大幅增长。

因为该类资产表现良好，加上违约预期的持续改善，息差在最近几个月已经明显收窄，从而引发了估值相关的疑问。与历史平均值相比，债券和贷款息差似乎有所收窄，但估值方面的疑问更为微妙，这有好几个方面的原因。首先，息差近期有所收窄，但相对于信贷评级较高的企业债券而言仍然比较有利，其中一些企业债券的息差已处于或接近历史最窄水平。例如，与2017/2018年的市场周期低点相比，高收益债券的息差仍然处在较高的水平，而贷款的息差与全球金融危机前后的最窄水平相比也处于较高的水平（图一）。

图一：相较过往水平，高收益债券息差似乎有所收窄...



资料来源：洲际交易所集团美银美林和瑞士信贷。截至2021年3月31日。

1. 资料来源：瑞士信贷。截至2021年3月31日。  
 2. 资料来源：美银美林。截至2021年3月31日。  
 3. 资料来源：美银美林。截至2021年3月31日。  
 4. 资料来源：标准普尔及瑞士信贷。截至2020年12月31日。

此外，高收益市场的质量已经有明显改善。例如，目前BB级别债券占全球高收益债券市场的57%，比2000年的35%有所上升。另一方面，B级别债券目前占该市场的32%，比2000年的56%有所下降（图二）。虽然CCC级别债券占比略有上升，但还是远低于2009/2010年的峰值。在过去一年，因为新债券发行市场兴旺，加上在新冠病毒疫情首次爆发后，投资级别债券纷纷下调为高收益债券，使「堕落天使」规模创下历史新高，因此市场质量明显改善。

图二：…然而，该市场的质量明显改善



资料来源：洲际交易所集团美银美林。截至2021年3月31日。

**「金融市场状况持续改善和经济增长等利好因素相互迭加，已经为高收益信贷市场营造出最佳的投资环境，因此，在我们看来，该类资产似乎处在非常有利的位**

置。」  
展望今后12至24个月，整体经济前景仍然对该类资产有利。虽然市场对各国国内生产总值增长的预期有所不同，例如美国经济有望在1.9万亿美元的经济刺激方案取得进展后出现显着改善，而欧洲部分国家的经济因为长期封城而表现滞后，但总体而言，全球经济看似已经在稳步复苏。在这样的环境下，考虑到市场质量有所提升，我们认为估值仍然处在合理水平。事实上，纵使日后利率上升，我们认为息差还有进一步收窄的空间，并且可能会再探历史最窄水平。本质而言，金融市场状况持续改善和经济增长等利好因素相互迭加，已经为高收益信贷市场营造出最佳的投资环境，因此，在我们看来，该类资产似乎处在非常有利的位

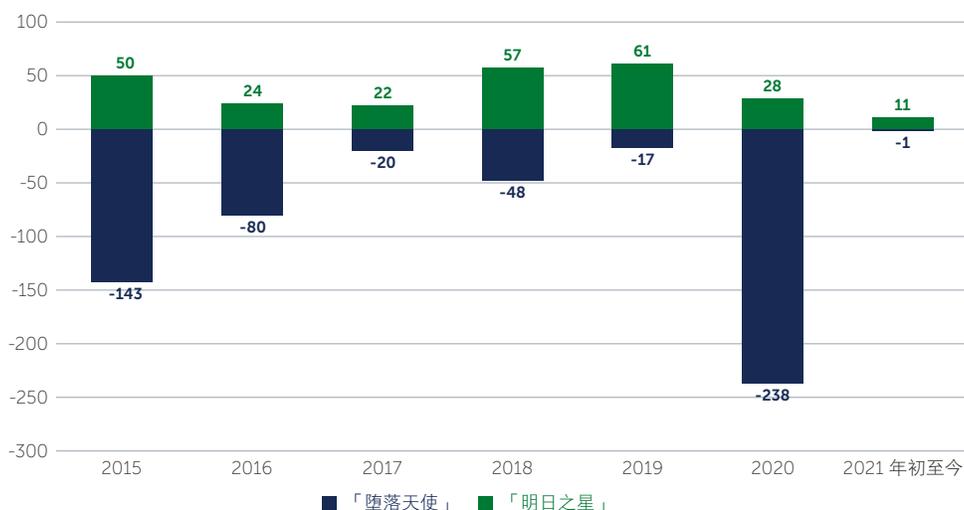
## 可以考虑的三个投资机会

纵观目前的高收益债券市场，预计未来几个月可能会涌现许多投资机会。

### 明日之星

虽然「堕落天使」在2020年备受关注，但「明日之星」（已升级为投资级别的高收益企业）可能会成为今后12至24个月的投资题材。如上所述，随着疫情爆发，「堕落天使」的规模在去年创下破纪录新高，约有2,380亿美元的投资级别债券落入高收益债券市场，其中不乏福特、卡夫亨氏和Occidental Petroleum等大型企业（图三）。除有助于提升市场质量外，这些「堕落天使」也为我们带来了独特的机会，可借机投资那些在运营和财务方面灵活性大的多元化大型企业。特别是美国高收益债券市场，目前许多评级下调的企业债券的息差有望进一步收窄，而这些债券可能会在未来几个季度重返投资级别市场。

图三：「堕落天使」和「明日之星」的规模（十亿美元）



资料来源：摩根大通。截至2021年3月31日。

虽然「堕落天使」/「明日之星」的交易活动主要在美国进行，但随着市场进入新一轮主上行周期，除了这一范畴以外，也有许多BB级别信贷的评级有望被上调；这种情况在过去的经济复苏时期时有发生。例如，在2001/2002年经济陷入低迷后，美国高收益市场中有8%以上的债券被上调评级。在2007/2008年全球金融危机之后的几年里，该市场有近9%的债券晋级到投资级别市场。今年有110亿美元的债券评级上调，而评级下调的债券则为数不多。考虑到在过去几年欧洲市场规模大幅增长，发行量也大幅增加，我们预计该市场也会呈现类似趋势。当然，今年余下时间的交易活动也在一定程度上将取决于评级机构，还有它们对企业杠杆率和盈利增长持续改善的信心。但是，考虑到经济状况日益改善，我们认为，随着这些企业的评级在未来几年内会被上调，当中许多企业可能有望带来超额回报。

### 周期性与受新冠病毒疫情影响的行业

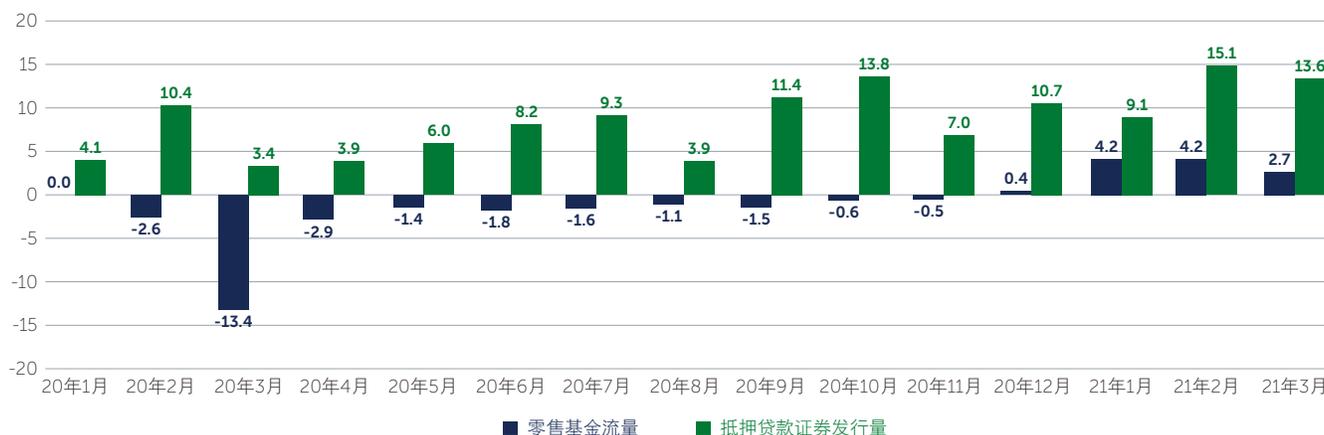
另外，去年有些周期性行业受到的冲击尤其严重，我们也在其中找到了潜在投资机会。虽然许多周期性行业已经开始回暖，但是随着复苏势头增强，这些行业中的部分发行人有可能跑赢大市。能源业就是其中之一，该行业是近年来表现最不尽如人意的一个行业，而且在步入2021年之际，也是市场中息差最大的行业之一；然而，在过去几个月，能源业得以转向，目前同时在高收益债券和贷款市场跑赢大市。最近因为市场对欧洲部分地区的新冠病毒疫情的忧虑有所加剧，市场波动性重现，虽然如此，该行业似乎已经为进一步复苏做好了准备。

此外，许多受新冠病毒冲击的行业也具有潜在投资机会；与一年前相比，这些行业的息差仍然较大，而且从基本面来看也低于应有的水平。零售业便是一个例子，但考虑到该行业面临长期挑战，精选投资至关重要。因为去年世界各地实施封城措施，经济活动受限，家庭储蓄大幅增加；美国、英国、中国和日本消费者据估计已经节省了近3万亿美元<sup>5</sup>。当店铺重新营业之际，经济活动恢复正常之时，此前受压抑的消费力一旦释放，可能会为零售业发行人带来强劲的利好因素，对那些去年能够利用该市场提高流动性的发行人来说更是如此。

### 贷款

因为近几个月的利率预期将会上升，投资者已明显从固定利率资产转向浮动利率贷款，这或许在美国和欧洲市场的需求增长中表现得最为明显。经过大约两年的资金外流后，零售基金流量（美国的主要需求推动因素）已显著转为正值，截至3月底达到约110亿美元（图四）。与此同时，美国和欧洲市场的抵押贷款证券发行量（贷款的另一主要需求推动因素）也有所增加。而在供应方面，则与强劲的需求状况保持平衡，一直处于稳健水平，甚至有望超越过去几年的增长速度；截至第一季度末，美国市场的发行量达到1,810亿美元，而欧洲市场则为360亿欧元<sup>6</sup>。这种供需动态有力地为全球贷款带来良好的技术面支持，表明日后息差可能还有进一步收窄空间，并且有望提供赚取丰厚回报的投资机会。

图四：美国每月零售基金流量和抵押贷款证券发行量（十亿美元）



资料来源：摩根大通。截至2021年3月31日。

5. 资料来源：彭博经济。截至2021年2月。

6. 资料来源：标准普尔。截至2021年3月31日。

## 「这种供需动态有力地为全球贷款带来利好的技术面因素支持，表明日后息差可能还有进一步收窄空间。」

这是因为贷款在资本结构中的地位比较优先，其还款次序通常高于次级债务和股票。此外，贷款也以借款人的部分或全部资产作抵押（包括房地产、设备和软件或商标等无形资产），从而提供了额外的信贷风险保障。

### 旅游和休闲

虽然美国和欧洲市场的贷款价格已从约一年前的跌势中大幅回升，但这些市场仍有一些领域还有进一步的回升空间。例如，旅游和休闲业因为受到疫情爆发后封城措施的影响尤其严重，其复苏步伐仍然落后于整体市场。但在过去一年里，这个领域里的许多企业都能募集到大量资金，这有助于它们度过经济重启前的艰难时期。虽然该领域的融资活动情况和高杠杆水平的确表明日后需要快速去杠杆化，而且引发了对企业是否能够应付更高债务水平的疑问，但我们认为大多数企业在危机爆发前便已主动管理其债务到期情况。另外，许多发行人在未来几年内不会受到即将出现的到期墙的影响。

### 重要启示

自疫情爆发以来，高收益债券已大幅回升，并继续受益于违约情况更为可控、投资者预期经济增长和金融状况持续改善等多项利好因素。虽然利率上调可能会在短期内继续影响高收益债券，但考虑到其续存期较短的特性，该类资产仍然比其他固定收益资产处于更有优势的地位。因此，我们认为高收益债券日后有望取得进一步强劲表现，特别是在经济稳步复苏和消费需求回暖之际。然而，目前我们仍然面临多项风险（包括新冠病毒确诊病例不断增加所带来的风险），所以按信贷选品和主动管理至关重要，我们会努力寻找那些能够抵御短期波动以及在经济和市场持续复苏时可提供有吸引力的上升空间的发行人。

霸菱为一家管理逾3,450亿美元\*资产的环球投资管理公司，致力寻找不同的投资机遇，并在公共及私募固定收益、房地产及专门的股票市场构建长线投资组合。作为美国万通的子公司，霸菱的投资专才常驻北美、欧洲及亚太区，旨在为其客户、社区及员工提供服务，并竭力实践可持续发展及负责任的投资。

#### 重要资料

本文仅供参考，不构成任何投资建议或承诺。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，对任何因直接或间接使用本材料或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，霸菱不承担任何法律责任。

本文非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。

本文所载的市场观点、投资策略或业务流程有可能因发布日后的各种因素变化而调整，公司在对其进行更新时不会另行通知，本文所载内容也不构成公司对市场观点、投资策略或业务架构的承诺。

若本文转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，不代表本公司立场。

本文版权归霸菱所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本文内容进行任何形式的发布、复制。如引用或转载本材料所载内容，务必联络霸菱并获得许可，并需注明出处为霸菱，且不得对本文中的任何内容进行有违原意的删节和修改。

霸菱对本文保留一切法律权利。

了解更多详情，请浏览 [BARINGS.COM](https://www.baringsoverseas.com)

\*截至2020年12月31日

21-1607638