



公共固定收益

# 目前高收益債券表現 更為穩健的四大原因

霸菱視野

高收益債券市場於過去十年經歷根本性的變化，如今的孳息率及信貸質素均有所提升，因此於面對潛在的經濟低迷時顯得格外穩健。



Sean Feeley，特許金融分析師

美國高收益債券投資組合經理

目前的投資環境顯然存在許多挑戰。投資者對經濟軟著陸前景的樂觀情緒似乎正逐漸消退，而潛在的經濟衰退可能即將來臨。此外，利率走勢仍然不明朗，但市場似乎普遍認為日後「高利率環境可能會持續較長時間」。與此同時，環球地緣政治緊張局勢繼續升溫。

雖然這些因素於未來數月可能會令市場受壓，但高收益債券似乎尤其能抵禦即將來臨的任何衝擊，主要有以下四大原因。

## 1. 高收益債券市場的質素有所上升

投資者常見的理解為高收益意味著高風險。其實整體情況不一定如此；目前高收益債券市場的質素高於過往水平。具體而言，以往歐洲市場的BB級別債券發行人較多，**但現在大部份美國高收益債券發行人都為BB級別**；與十年前相比，現在的高收益債券市場經歷巨大的轉變（圖一）。與此同時，最低級別的CCC級別債券發行人目前僅佔美國市場的11%，相對於十年前及20年前分別佔逾19%及17%<sup>1</sup>。與過往相比，如今美國高收益債券市場的企業規模更大，而且環球多元化程度更高，並且包括環球知名企業。

圖一：信貸質素相比過往有所提升



資料來源：洲際交易所美銀，請注意以上數據為美國市場。截至2023年9月30日。

1. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2023年9月30日。

「鑑於信貸質素較高、槓桿率較低、現金緩沖充裕以及短期內到期的債券有限，中短期內違約率顯著上升的可能性不大。」

令人鼓舞的是，當中許多企業於過去數年一直致力**強化自身的財務狀況**，因此從基本因素的角度而言，這些企業已經作好充份準備以應對潛在的經濟衰退。美國及歐洲市場的企業淨槓桿率處於健康水平，分別約為3.6倍及4.8倍<sup>2</sup>。利息保障倍數亦處於可控水平，其中美國市場為5.3倍<sup>3</sup>。就大部份高收益債券市場而言，企業利潤（以息稅折舊攤銷前利潤的形式計算）已恢復到甚至超越疫情前的水平；事實上，美國市場息稅折舊攤銷前利潤的平均值最近達到10億美元，突顯出借款人的規模較大<sup>4</sup>。

到目前為止，高收益債券發行人能夠於經濟增長放緩及融資成本輕微上升的情況下維持其資產負債表的信貸質素；由此可見，大部份高收益債券發行人於經濟疲弱時仍有能力繼續償還債務。與此同時，短期內到期的債券仍然有限。例如，美國市場有7%的債券於未來18到24個月內到期<sup>5</sup>。其中大部份債券為BB級別，這表明發行人將能夠進入資本市場，並且面對再融資風險的可能性不大。

鑑於信貸質素較高、槓桿率較低、現金緩沖充裕及短期內到期的債券有限，違約率雖然由於一些特殊情況而輕微上升，但中短期內顯著上升的可能性不大。即使未來數月經濟陷入衰退，我們預期美國高收益債券市場的違約率仍將維持於約3%，與歷史平均水平大致持平。

## 2. 目前的孳息率及價格較過往更具吸引力

與過去數年相比，目前高收益債券處於獨特的位置。該資產類別於過去18個月確實面對著利率上升所帶來的挑戰；利率上升導致大部份固定收益市場普遍急跌，而高收益債券市場亦不能倖免。過去數年的低息環境亦帶來不利影響，該資產類別的回報率很少超過低雙位數。

繼美國高收益債券市場於2022年出現大幅重新定價後，最近的債券孳息率已翻倍至接近雙位數水平。例如，BB級別美國高收益債券目前的孳息率約為7.5%，而高收益債券市場其他部份的孳息率為9%以上<sup>6</sup>。儘管孳息率上升，但部份債券的價格存在約10%至15%的折讓<sup>7</sup>。

2. 資料來源：彭博。截至2023年9月30日。

3. 資料來源：彭博。截至2023年9月30日。

4. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2023年10月。

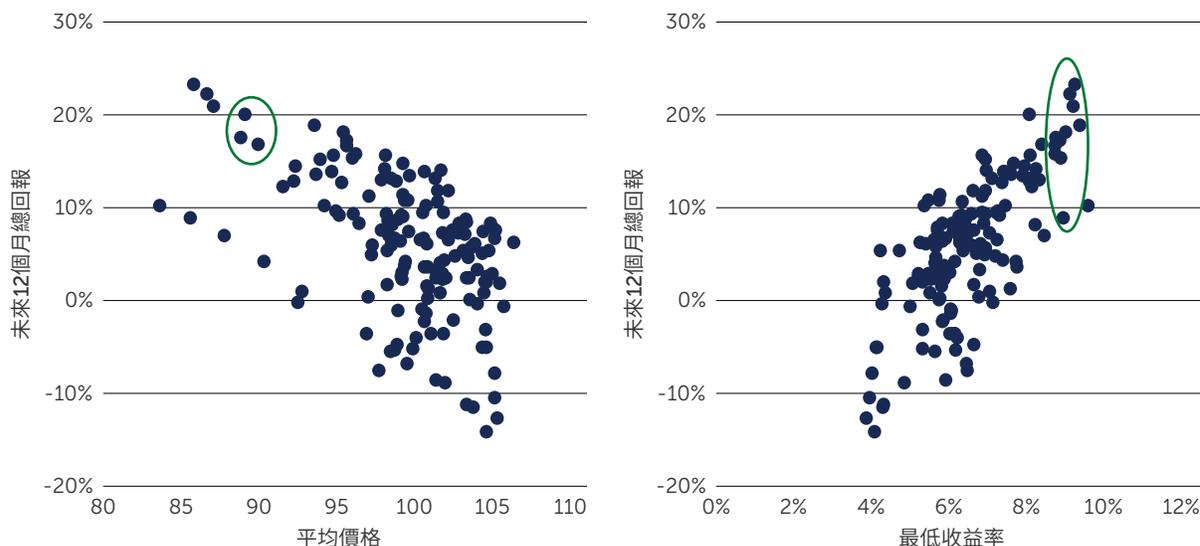
5. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2023年9月30日。

6. 資料來源：彭博。截至2023年9月30日。

7. 資料來源：摩根大通及美銀。截至2023年9月30日。

隨著市場價格回調至面值，債券孳息率上升加上價格存在折讓，這種獨特的環境不僅為潛在信貸虧損提供緩衝，更反映其資本增值潛力。從歷史上來看，這種孳息率及價格出現後的12個月內往往會錄得強勁的平均雙位數總回報（圖二）。

圖二：根據過往記錄，目前的收益率／價格水平有望帶來雙位數的12個月遠期回報



資料來源：霸菱及洲際交易所美銀，請注意以上數據為美國市場。截至2023年9月30日。過往表現不一定反映未來績效。

此外，高收益債券的存續期相對較短（目前不到四年）<sup>8</sup>的特徵同時提高了該資產類別於下行環境下的整體防守性。事實上，鑑於經濟增長的不確定性上升以及地緣政治緊張局勢加劇，部份投資者已開始從股票等估值較高的資產轉移，並轉向高收益市場中孳息率具吸引力且表現更為穩健的配置。隨著利率正常化，我們預計此趨勢有望持續。

### 3. 高收益債券不需要強勁的經濟增長

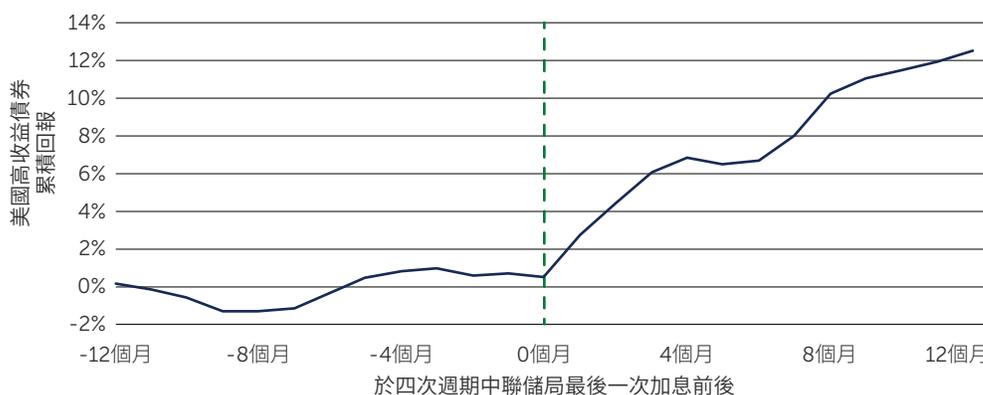
市場對聯儲局能否於勞工市場受到重大影響前減息有很多猜測。成功軟著陸當然利好高收益債券，加上通脹回落以及（即使是緩慢的）經濟增長均有望令息差收窄，並帶來具有吸引力的總回報潛力。

即使未能實現軟著陸，高收益債券的前景亦並非完全負面。高收益資產類別與股票不同，並不一定需要強勁的經濟增長亦能夠取得良好表現。於高收益債券市場，最重要的是發行人就未償還債務持續償付利息的能力。就高收益資產類別目前較強的防守性而言，儘管國內生產總值增長放緩，甚至是短期內進入溫和的衰退，都不太可能令違約率大幅上升。

8. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2023年9月30日。

同時值得注意的是，2022年美國高收益債券錄得的負回報中有75%是由於聯儲局前所未有的加息措施所致<sup>9</sup>，但其加息步伐或會隨著通脹回落而放緩。事實上，過往記錄顯示利率見頂後美國高收益債券市場往往錄得正回報。具體而言，美國於過去四次加息週期中該資產類別的12個月累積回報平均接近12%（圖三）。

圖三：過往記錄顯示利率見頂後高收益債券往往錄得正回報

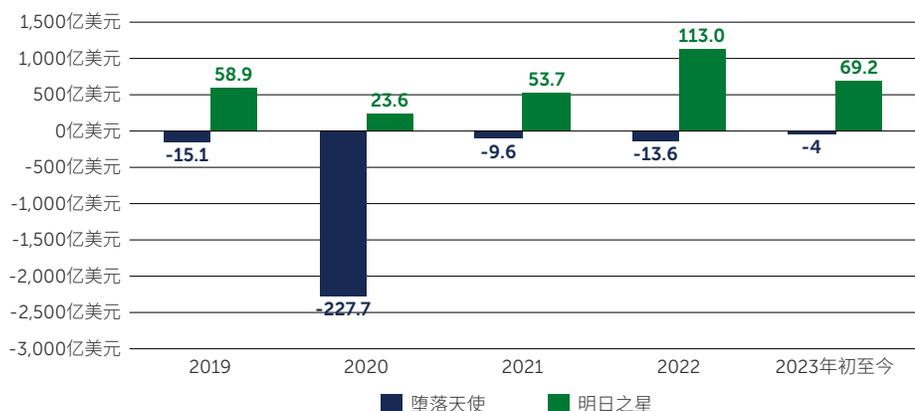


資料來源：彭博及洲際交易所美銀，請注意以上數據為美國市場。截至2023年9月30日。本文提到的美國過往四次加息週期涵蓋1994-1995年（最後一次加息為1995年2月）、1999-2001年（最後一次加息為2000年5月）、2004-2007年（最後一次加息為2006年6月）及2015-2019年（最後一次加息為2018年12月）。過往表現不一定反映未來績效。

#### 4. 利好的技術面有望持續

高收益債券市場的技術面尤為強勁，為該資產類別的穩健表現帶來進一步支持。技術面強勁的原因之一是2022年「明日之星」（即由高收益級別上調至投資級別的企業）的規模達到創紀錄水平（1,130億美元），遠高於「墮落天使」（下跌136億美元）。此外，2023年首三季「明日之星」的規模亦遠超「墮落天使」700多億美元（圖四）。

圖四：「明日之星」的規模大幅超過「墮落天使」，從而提供利好的技術面（十億美元）



資料來源：摩根大通。截至2023年9月30日。

企業的評級獲上調至投資級別導致高收益市場規模縮小，於2022年規模下跌11%，並預計於2023年將進一步萎縮<sup>10</sup>。從技術面的角度來看，這實際上意味著在有相同資金的情況下，可物色的投資機會減少，從而為該資產類別的技術面帶來強勁支持。

加劇此供需失衡的是今年的新發行量仍然相對溫和，當中大部份用於再融資活動。此外，繼2022年表現有欠動力後，併購活動按年下跌約40%<sup>11</sup>，市場實際上並沒有新發行供應<sup>12</sup>。強勁的技術面有利於高收益債券，加上待發行的債券不多且有大量現金結餘在市場外觀望，此趨勢有望持續。

## 歸根到底

從對經濟增長及潛在經濟衰退的擔憂，再到地緣政治緊張局勢加劇，未來數月有多項因素都可能令金融市場受壓。於此背景下，我們認為高收益債券的表現將維持相對穩健的主要原因有四個：

1. **高收益債券市場的質素較高**，加上基本因素狀況穩健且短期內到期的債券有限，應可令違約率處於可控水平。
2. 目前**孳息率上升及債券價格存在折讓**為信貸虧損提供潛在緩衝，並反映其資本增值潛力。
3. 持續供不應求，這將繼續於未來數月為**強勁的技術面提供支持**。
4. 高收益債券不一定需要強勁的經濟增長亦能夠取得良好表現，而且**記錄顯示其於利率見頂後往往錄得正回報**<sup>13</sup>。

10. 資料來源：摩根大通。截至2023年9月30日。

11. 資料來源：標準普爾／樞桿評論與數據。截至2023年第二季。

12. 資料來源：摩根大通。截至2023年9月30日。

13. 資料來源：彭博及洲際交易所美銀。截至2023年9月30日。

霸菱為一家管理超過3,479億美元\*資產的環球投資管理公司，致力物色不同的投資機遇，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2023年9月30日

23-3241488