



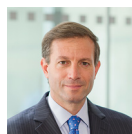
BARINGS

公共固定收益

高收益債券 市場：跨越 債券到期牆

霸菱視野

高收益債券發行人面臨的到期牆引起廣泛關注。然而，與過往相比，市場的存續期較短、價格較低且質素較高，因此，發行人面對的實際情況並非那麼嚴峻。



Craig Abouchar

歐洲高收益投資團隊
董事總經理



Chris Ellis

歐洲高收益投資團隊
董事總經理

到期牆是指整體債券市場的到期時間表，目前正引起媒體及投資者的關注。特別是於高收益債券市場，利率水平高企引發市場憂慮發行人能否為其現有的低票息債券進行再融資。儘管這些憂慮的確存在，但我們認為它們可能有些言過其實，並令人忽視了整體固定收益市場具有吸引力的潛在總回報投資機會。

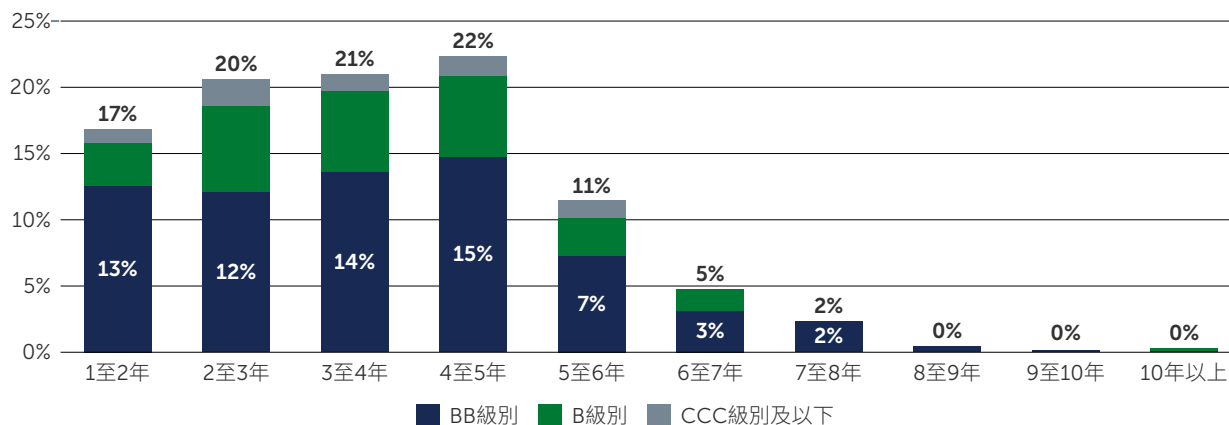
目前市場的主要特徵

就高收益債券而言，利率持續高企難免引起市場憂慮，即融資成本上升可能會對發行人為到期債務進行再融資帶來挑戰，特別是於金融狀況或基本因素惡化的情況下。於某些情況下，發行人可能要面對兩倍甚至三倍的利息成本方能維持相同水平的資產負債表債務，這可能會對其現金流產生重大影響，並可能會導致不良債務增加，而於極端情況下甚至會導致債務違約。然而，近年來高收益債券市場的結構已有所改變，這些變動可能有助於降低發生最壞情況的風險。

企業質素較高

CCC級別及以下發行人的再融資憂慮及違約風險最為嚴重。一般而言，此類發行人的利息覆蓋率低於評級較高的企業，而資產負債表的槓桿水平也往往較高，從而放大了償還能力風險。然而，值得注意的是，CCC級別債券僅佔高收益債券市場的一小部份；尤其是於歐洲高收益債券市場，此類債券僅佔市場不足7%，較15年前減少40%¹。此外，隨著歐洲CCC級別發行人債券的平均價格達至面值的67%，市場已反映大部份減值風險²。與此同時，於短期內到期的債券中，僅有小部份為CCC級別債券（圖一）。特別是，儘管近年來發行人推遲再融資，令短期內到期的債券佔該市場的比例有所增加，但目前有37%的歐洲高收益債券於未來36個月內到期，當中僅有約3%的債券為CCC級別。

圖一：CCC級別債券僅佔歐洲高收益債券到期時間表的一小部份



資料來源：洲際交易所美銀及彭博。相關指數為洲際交易所美銀歐洲貨幣非金融高收益限制指數（對沖至歐元）。截至2024年6月30日。

1. 資料來源：洲際交易所美銀及彭博。截至2024年6月30日。
2. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2024年6月30日。

除此之外，縱觀目前的環球高收益債券市場，信貸質素處於多年來的高位。與此同時，CCC級別債券於市場中的佔比持續下降，而BB級別債券（環球高收益債券市場中質素最高的債券）的佔比則持續上升。這項趨勢於環球範圍內較明顯，其中美國市場目前有52%的發行人獲評為BB級別，而於歐洲市場則特別明顯，目前有三分之二的發行人獲評為BB級別³。與此同時，債務的名義成本上升已影響到企業行為、改變了發行人動機，並推動許多高收益債券發行人致力鞏固其財務狀況。值得注意的是，儘管債務名義成本上升導致利息覆蓋率從近期的高峰水平回落，但大多數發行人的槓桿水平獲得較好的控制。

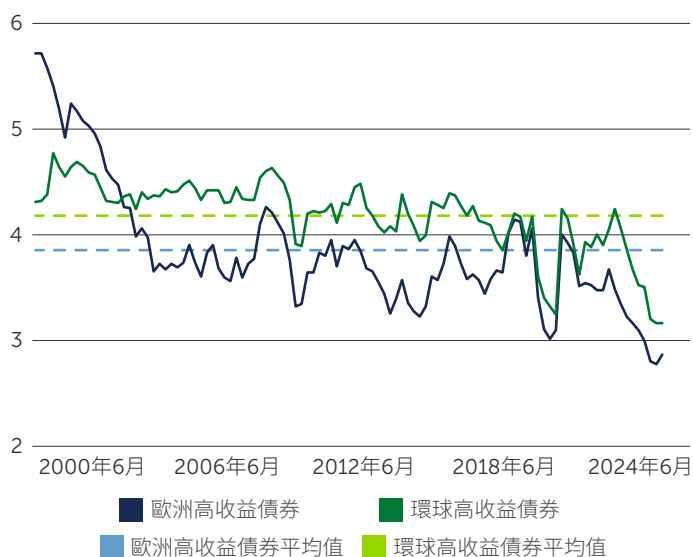
此外，今年的發行趨勢亦為市場對高收益發行人債務再融資的意願提供支持。歐洲高收益債券於2024年首六個月的發行總額已超越2023年全年的總額，其中約三分之二用於償還現有債務⁴。由於發行總額中用於再融資的佔比較高，新增供應量淨額（發行總額減去用於償還債務的金額）的整體水平與去年相對持平。由於信貸整體上持續供不應求，這有助於為市場提供強勁的技術面因素⁵。

市場存續期較短

目前高收益債券市場的另一個顯著特徵為其存續期較短，僅略高於3年，距離債券最終到期日的餘下年期約為4.6年（圖二）⁶。對投資者而言，歐洲市場的可比數據甚至更為有利，其中存續期僅為2.8年，而平均到期年期略低於4年。

高收益債券市場具有存續期較短的性質主要是由於近年來發行趨勢低迷。與投資級別企業債券不同的是，高收益債券可以於到期日前的數年贖回，而且一隻債券通常於發行人長期債務中佔據不相稱的比例。從高收益債券發行人的角度來看，為了從利率下跌中受惠而行使內含權利提前贖回債券的動機已發生重大變化。於2022年之前，歐洲高收益債券市場的一級債券發行量創下紀錄新高，此乃由於發行人希望在利率處於歷史低位時行使其提早贖回的權利，從而搶先延長其債務到期的情況。如今，許多發行人的未償還債券的票息均等於甚至低於目前央行隔夜利率。在此情況下，任何提前償還債務的做法於經濟層面上皆是非理性。當為債券提供再融資的成本高於當前票息時，發行人有更大的動機於進行再融資前盡可能等待更長時間。

圖二：高收益債券目前的有效存續期處於歷史低位



資料來源：洲際交易所美銀及彭博。截至2024年6月30日。相關指數為洲際交易所美銀歐洲貨幣非金融高收益限制指數（對沖至歐元）及洲際交易所美銀非金融已發展市場高收益限制指數。

3. 資料來源：洲際交易所美銀及彭博。截至2024年6月30日。

4. 資料來源：標準普爾槓桿評論與數據。截至2024年6月30日。

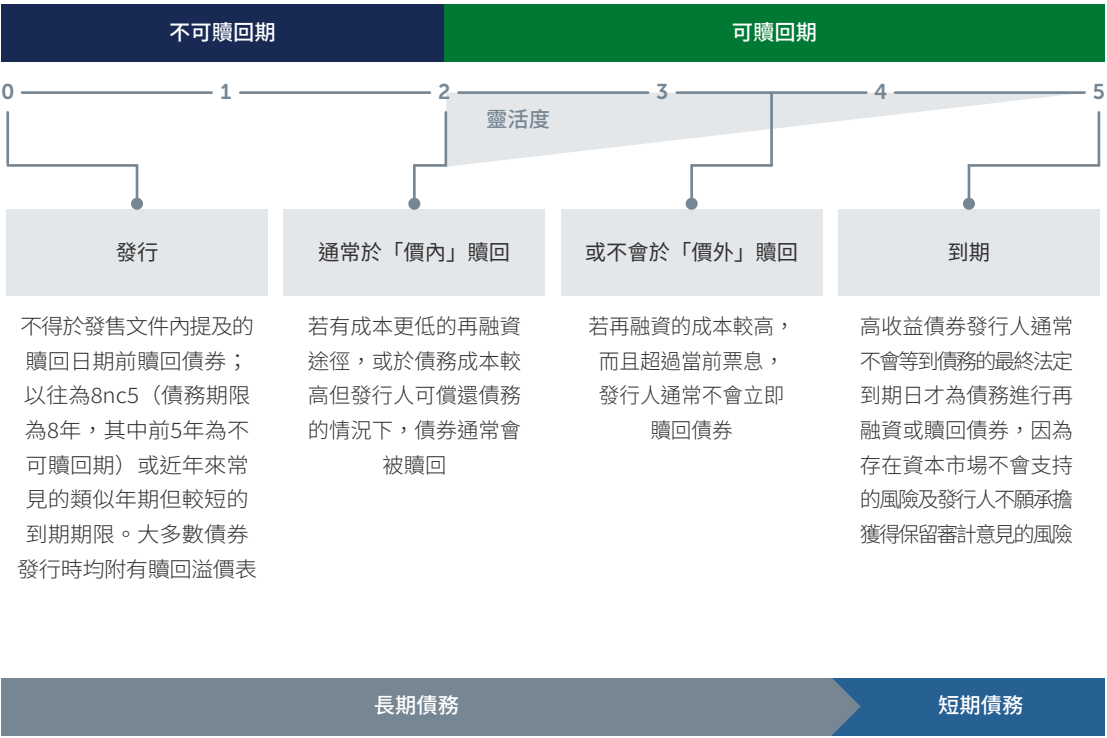
5. 資料來源：巴克萊。截至2024年6月21日。

6. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2024年6月30日。最終到期年數不包括企業混合債券。

於考慮未來市況時，投資者務必謹記高收益債券市場的屬性。如前所述，由於高收益債券市場的平均存續期僅略高於3年，加上考慮到市場的到期概況越來越短，許多發行人現已開始考慮為其債務進行再融資。高收益債券發行人通常會於債務最終到期日前12至24個月為其債務進行再融資，因為隨著債務從長期債務變為短期債務，這些發行人的資產負債表對流動性影響較為敏感。由於大多數高收益債券發行人依賴於子彈型債券到期期限結構（發行人大部份長期債務的到期日均為同一日），因此將債務重新分類為短期債務可能會導致其評級被下調至CCC級別，從而令人質疑該企業是否可以繼續持續經營。

事實上，若發行人處於這樣的情況，發生違約的可能性將會較高。然而，其管理層有權選擇提前（於任何債務的法定最終到期日前至少12個月）為債務進行再融資以解決這個問題。與之不同的是，通常投資級別債券發行人的現金流較高、槓桿率較低，而且債務到期的情況從隔夜到30年以上不等。由於投資級別債券具備這些特徵，其長期債務與短期債務之間的分類變動對流動性的影響非常低，而且通常只會於法定最終到期日贖回債券。

圖三：假設高收益債券發行週期為5年，其中前兩年為不可贖回期(5nc2)



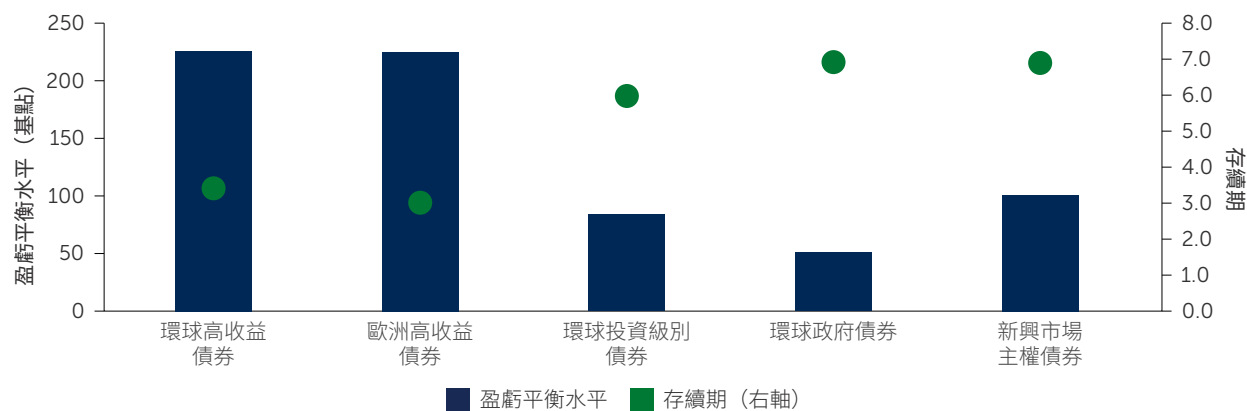
資料來源：霸菱。僅供說明用途。

上述因素可能會對總回報產生重大影響。具體而言，於債務再融資後的6至12個月內，潛在回報更有可能受事件推動（其中再融資作為事件催化劑），而非主要受到政府債券孳息率的變動或息差擴闊所推動。隨著發行人為2025年、2026年甚至2027年到期的債券進行再融資，市場有望出現「回歸面值」的情況，即價格存在折讓的債券按面值償還，從而比標準收益率所顯示的更短時間內將價格存有折讓的債券變現。因此，總回報潛力可能會超過收益率預期。例如，目前歐洲高收益債券市場的平均債券價格為92.87，價格處於過去10年最低的四分位水平⁷。對於計劃在未來24個月內到期的債券而言，再融資效應可能會令回報額外增加50個基點至150個基點，高於按傳統最低收益率計算所得出的回報水平⁸。此外，由於此行徑出於企業對融資的基本動機，於很大程度上不受整體利率變動的影響；藉此，高收益債券有望提升整體固定收益投資組合的多元化潛力。

下行保障潛力

由於存續期較短，該市場亦相較其他固定收益市場擁有提供具吸引力的下行保障的潛力。特別是，鑑於目前收入水平較高，加上存續期與過往相比較短，高收益債券市場為環球固定收益市場中盈虧平衡狀況最具吸引力的市場之一（圖四）。根據標準盈虧平衡計算方法（孳息率／存續期），環球高收益債券於政府債券孳息率上升226個基點的情況下才會錄得負回報（假設持有期為12個月）。鑑於市場的存續期與過往相比較短，加上孳息率創下10年來的新高，這些數據為有紀錄以來表現最佳的數據亦不令人意外。相比之下，高收益債券的盈虧平衡水平遠高於對利率較為敏感的固定收益市場，例如投資級別債券（84個基點）、環球政府債券（51個基點）及新興市場主權債券（101個基點）。

圖四：高收益債券的盈虧平衡狀況顯示該資產類別目前的收入水平具有吸引力且存續期較短



資料來源：洲際交易所美銀及霸菱的分析。相關指數為洲際交易所美銀非金融已發展市場高收益限制指數、洲際交易所美銀歐洲貨幣非金融高收益指數、洲際交易所美銀環球企業指數、洲際交易所美銀環球政府指數及摩根大通新興市場債券環球多元化指數。截至2024年6月30日。計算方法為最低收益率除以最低修訂存續期。僅供說明用途。此分析僅旨在展示所討論的特定因素，並未反映可影響潛在結果的所有要素及變素。

7. 資料來源：霸菱及洲際交易所美銀。截至2024年6月30日。
8. 資料來源：霸菱估算。截至2024年6月30日。

因此，對於那些可能對因息差擴大而遭受損失有所保留的投資者，或那些尋求分散風險水平而令投資不僅限於利率變動的投資者而言，值得安慰的是，基於目前的市場結構令政府債券孳息率變動對高收益債券市場總回報產生的影響可能較小。

「鑑於目前收入水平較高，加上存續期與過往相比較短，高收益債券市場為環球固定收益市場中盈虧平衡狀況最具吸引力的市場之一。」

投資啟示

高收益債券除了提供較高的收入外，目前的到期牆亦帶來具吸引力的潛在投資機會。這些機會包括高於簡單孳息率指標所顯示的回報潛力、因市場存續期較短而提供的下行保障，以及在一定程度上不受利率及通脹預期變化影響的多元化裨益。

儘管如此，市場上仍有些風險需要考慮。儘管息差較窄，但該資產類別亦絕非如出一轍，各家企業的再融資風險存在較大差異。例如，歐洲最近出現的潛在債務管理活動提醒投資者，以基本因素為本的強大信貸研究對作出明智的證券挑選而言十分重要。此外，我們相信憑藉主動型的投資策略、雄厚的資源及豐富的投資經驗，可以讓投資者更好地應對即將出現的利淡因素，並把握未來的潛在投資機遇。

霸菱為一家管理4,093億美元*資產的環球資產管理公司，致力與機構、保險及中介客戶合作，透過靈活的金融解決方案為領先企業提供支持。作為美國萬通的子公司，霸菱旨在善用其環球規模，以及透過公共及私募市場固定收益、實物資產及資本解決方案方面的投資能力，為投資者實現超額回報。

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.baring.com)

*截至2024年6月30日

24-3830168