

公开固定收益

美国高收益债券： 跨越债券到期墙(Maturity Wall)

霸菱视野

美国高收益债券发行人所面临的到期墙(Maturity Wall)规模庞大。然而，鉴于当前的市场结构，到期压力对发行人而言似乎不再那么严峻；同时，对投资者而言，这样的环境正逐步塑造出一些颇具吸引力的潜在投资机会。



Kelly Burton

董事总经理，
高收益投资组合经理



Sean Feeley

董事总经理，
高收益投资组合经理



Adam Schauer

董事总经理，
高收益投资组合经理

在美国高收益债券市场中，发行人正面临一波显著的「到期墙(Maturity Wall)高峰」（到期墙是指整体债券市场的到期时间表），市场上约有20%的债券将于未来三年内到期，另外有约22%的债券将于随后三至四年间到期¹。在美国利率持续处于高位的情况下，较高的融资成本可能导致对庞大的到期债务进行再融资变得更具挑战，尤其是在财务状况或基本面承压的情况下。这可能导致市场中的不良债务增加，甚至在极端情境下引发违约风险的上升。

然而，尽管上述忧虑确实存在，但可能被一定程度上放大，并掩盖了市场中潜在的投资机会。我们认为仍有多项因素有助于降低最坏情境发生的可能性。

1. 更高的信用质量

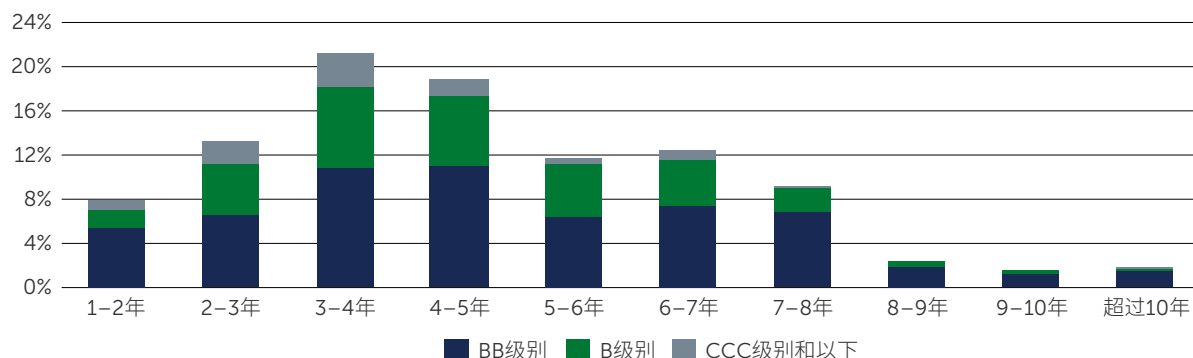
整体而言，美国高收益企业的基本面仍维持稳健。特别是许多发行人近年来持续强化其财务状况，例如大部分美国发行人的杠杆水平管理良好，目前的净杠杆倍数约为3.6倍²。

这样的改善也反映在美国高收益市场的信用质量上，目前的整体信用评级接近历史较高位。BB级别发行人目前的占比已提升至58%，相较十年前的49%有较为明显的增加³；同时，CCC级别占比则由十年前的13%下降至目前的9%。此外，市场结构也更为稳健，有抵押债券目前占未偿债务约37%，相较十年前的20%显著提高⁴。

CCC级别债券在即将到期的债券中占比有限

再融资风险与违约风险通常主要集中在CCC级别和以下的发行人，原因在于与评级较高的企业相比，这些企业的利息保障倍数通常较低且资产负债表杠杆率较高，从而令偿还债务的风险较高。然而，在即将到期的美国高收益市场中，CCC级别和以下的债券只占一小部分。在未来三年内面临到期的约20%发行人中，仅有约3%的债券属于CCC级别（图一）。

图一：CCC级别债券在即将到期的美国高收益债券中占比较小



资料来源：洲际交易所美银美国非金融高收益限制指数和彭博，截至2026年3月31日。

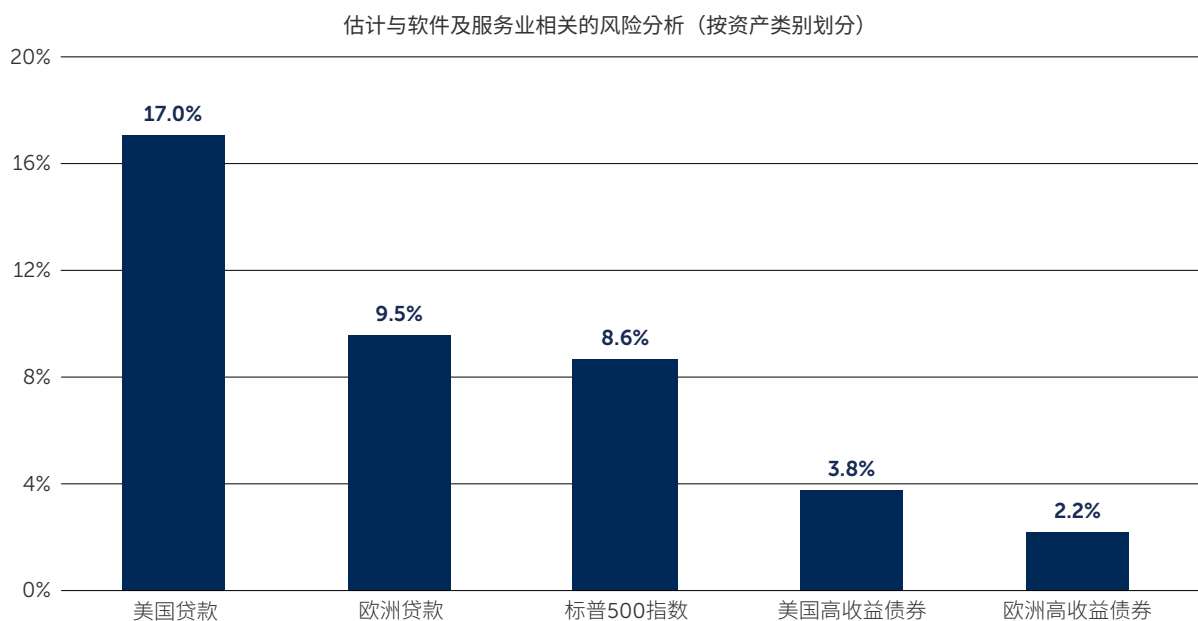
1. 资料来源：洲际交易所美银和瑞银，截至2026年2月28日。
 2. 资料来源：CreditSights，截至2025年12月31日。
 3. 资料来源：洲际交易所美银，截至2026年4月21日。
 4. 资料来源：洲际交易所美银，截至2026年4月21日。

2. 对软件行业的敞口较低

今年市场的关注焦点之一是人工智能带来的潜在冲击。随着市场忧虑人工智能可能侵蚀软件企业的商业模式和利润空间，软件业今年一度出现明显修正，相关市场的违约预期也随之上升。

在此环境下，与其他资产类别相比，美国高收益债券市场受到此类违约风险的影响相对有限，主要原因在于软件业在该市场中仅占约3.8% (图二)。

图二：美国高收益债券市场受软件业违约风险的影响相对有限



资料来源：摩根士丹利和彭博，截至2026年3月31日。

3. 发行人在再融资方面已提前布局

此外，许多发行人已积极提前进入市场，为短期内到期的债务进行再融资，以降低未来的到期压力。整体而言，**全球高收益债券发行人通常会在到期日前约12至24个月进行再融资安排，因为当债务由长期负债转为短期负债时，其资产负债表对流动性的敏感度会显著提高。**

「与其他资产类别相比，美国高收益债券市场受到软件业违约风险的影响相对有限」

在2025年，美国高收益债券的总发行量中，约有64%用于偿还现有债务⁵。今年再融资活动预计仍将继续主导债券新发行。2026年至今，已有超过50%的交易用于再融资⁶。

与此同时，市场技术面也持续提供支持。以收益为导向的投资者需求持续强劲，为该资产类别提供稳定的买家。同时，投资组合经理也定期将票息收入再投资在市场中，形成较为稳定的回购基础。上述因素共同支持市场上的新发行债券和再融资活动，使整体市场技术面维持正面。

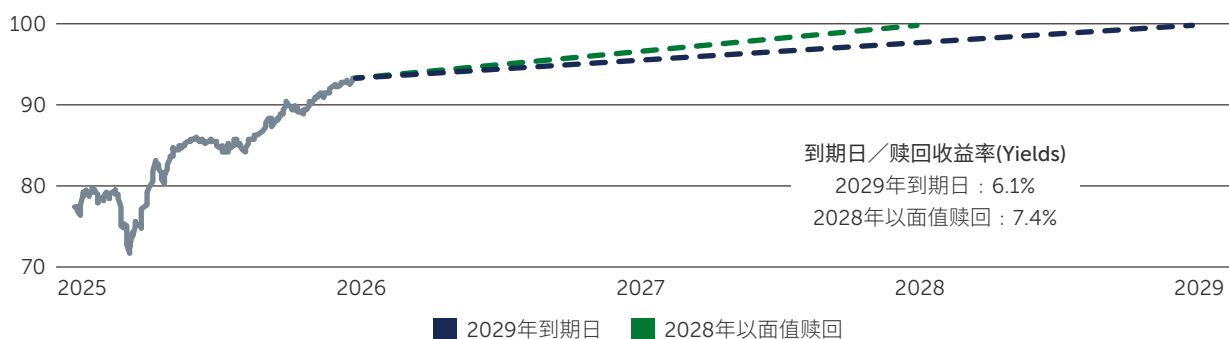
「提前再融资」有助于提升回报

这样的动态可能对投资产生显著影响。在再融资发生前的6至12个月期间，债券总回报更可能受到再融资

事件本身的影响，而非政府债券收益率(Yields)或息差变动所影响。随着发行人陆续为2027年、2028年，甚至2029年到期的债务进行再融资，市场将出现「回归面值」(pull-to-par)效应，即原本以折价交易的债券将以面值偿还，从而在较短时间内实现价格折让所带来的收益，相较标准收益率(Yields)计算更具优势。

上述现象意味着，投资成果可能超过收益率(Yields)预期。以目前美国高收益债平均价格约为97.65为例，若一项债券在未来24个月内到期并提前再融资，可能相对标准计算方法所显示的收益基础上，额外带来约50至150个基点*。如图三所示，若2029年到期的债券在2028年完成再融资，则可能带来额外130个基点的收益率(Yields) (在不发生违约的前提下)。

图三：回归面额(pull-to-par)机制示意图



资料来源：彭博，截至2026年1月27日。仅供说明用途。

5. 资料来源：CreditSights，截至2026年3月31日。

6. 资料来源：CreditSights，截至2026年3月31日。

*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。

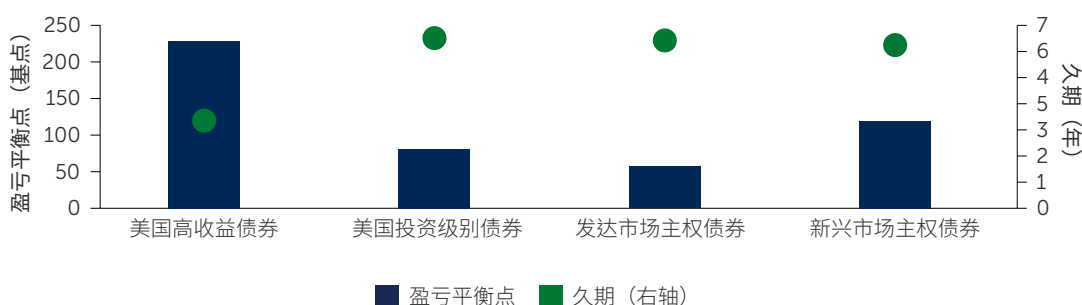
投资启示

尽管到期墙的规模庞大、令人忧虑，但美国高收益债券市场似乎已具备良好条件来应对这项挑战。这主要受益于更优质的信用结构、相对较低的软件行业敞口，以及发行人较为主动的再融资策略。

此外，**美国高收益债券市场目前具备相对较低的久期，目前约为3年**，低于该市场历史平均水平4.15年⁷。同时，**收益率(Yields)水平仍具吸引力，目前收益率(Yields)约为6.9%**⁸。这些特性令该资产类别相较于其他固定收益市场，具备一定的防御能力。特别是，**美国高收益债券市场展现出相对具吸引力的盈亏平衡特性**：在假设持有期间为12个月的情况下，政府债券利率需上升约229个基点才会导致美国高收益债券产生负回报；相较之下，美国投资级别企业债券仅需约75个基点，新兴市场主权债券则约为107个基点（图四）。

在目前市场波动增加的环境下，这项特性尤为值得关注：对于担忧利差扩大或利率波动可能带来损失的投资者而言，**历史上美国国债收益率(Yields)的变动对美国高收益债市场的影响相对有限，这在一定程度上提供了信心支撑**。

图四：美国高收益债券盈亏平衡特性，凸显当前该资产类别兼具有吸引力的收益率(Yields)和相对较低的久期



资料来源：洲际交易所美银、摩根大通和霸菱内部分析，截至2026年3月31日。美国高收益债券以洲际交易所美银美国非金融高收益限制指数为代表；美国投资级别债券以洲际交易所美银美国企业债券指数为代表；发达市场主权债券以洲际交易所美银环球政府债券指数为代表；新兴市场主权债券以摩根大通新兴市场债券环球多元化指数为代表。本分析系以「最差收益率(Yield-to-Worst)」除以「最低修订存续期」计算而得。最差收益率(Yield-to-Worst)指在债券发行人不实际违约的情况下，某一债券可能出现的最低收益率。并不保证投资收益率。本分析仅供说明用途，仅用于说明所讨论的特定因素，不涵盖可能影响结果的全部要素和变量。

整体而言，美国高收益债券不仅具备有望超越简单收益率(Yields)指标所反映水平的潜力，同时还兼具下行保护和分散化配置优势，且对利率波动的敏感性相对较低。然而，风险依然存在。美国高收益债券市场的发行者众多，其再融资风险在不同发行人之间存在显著差异，因此对投资标的的挑选至关重要。我们认为，依托积极主动的投资策略，以及对市场的深度研究能力和丰富经验，投资者有望更有效地应对前方的不利因素，并把握潜在的投资机会。

7. 资料来源：洲际交易所美银和彭博，截至2026年4月21日。

8. 资料来源：洲际交易所美银，截至2026年4月21日。

霸菱是一家管理4,817亿美元*资产并以另类资产为核心的全球资产管理公司，
致力于与机构、保险和财富客户合作，通过灵活的金融解决方案为领先企业提供支持。
霸菱由保險機構美國萬通(MassMutual)和MS&AD持有，旨在善用其环球规模，通过信用
资产、实物资产、资本解决方案和新兴市场方面的投资能力，力求为投资者实现超额回报。

为本文之目的，高收益/高收益债券是指信用等级已获得次级投资级别债券。次级投资级别是指评级机构标准普尔或惠誉国际评定的“BB+”或更低的级别，穆迪投资者服务公司评定的“Ba1”或更低的级别，或其他国际认可的评级机构的同等评级。

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.barings.com)

*截至2026年3月31日

26-5481661