

美國高收益債券： 跨越債券到期牆

霸菱視野

美國高收益債券發行人所面臨的到期牆規模龐大。然而，鑑於當前市場的結構，到期壓力對發行人而言似乎不再那麼嚴峻；同時，對投資者而言，這可能帶來潛在機會。



Kelly Burton

董事總經理，
高收益投資組合經理



Sean Feeley

董事總經理，
高收益投資組合經理



Adam Schauer

董事總經理，
高收益投資組合經理

在美國高收益債券市場中，發行人正面臨一波顯著的「到期牆高峰」，市場上約有20%的債券將於未來三年內到期，另有約22%將於隨後三至四年間到期¹。在利率仍維持高企的情況下，較高的融資成本可能導致發行人對龐大的到期債務進行再融資變得更具挑戰，尤其是在財務狀況或基本面受壓的情況下。這可能導致市場中的不良債務增加，甚至在極端情境下引發違約風險上升。

然而，儘管上述憂慮確實存在，市場反應可能略為過度，並可能掩蓋市場中潛在的總回報機會。我們認為仍有多項因素有助於降低最壞情境發生的可能性。

1. 信貸組合的質素更高

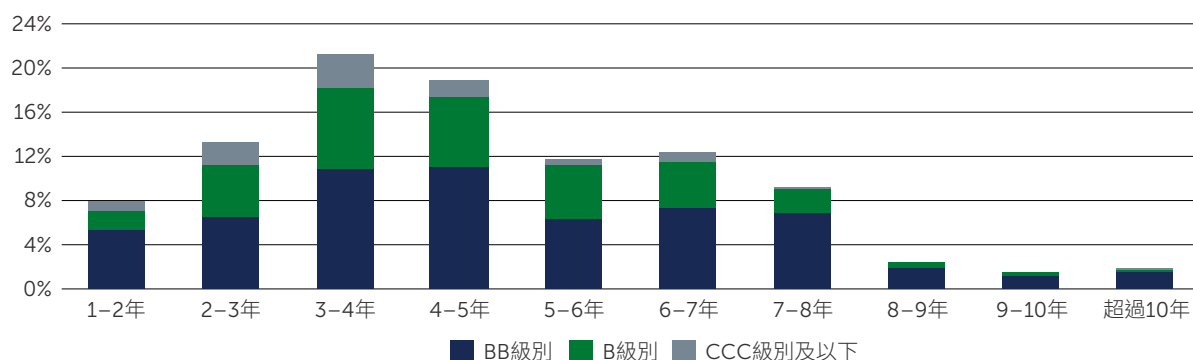
整體而言，高收益企業的基本面似乎仍維持穩健。特別是許多發行人近年來持續強化其財務狀況，例如大部份美國發行人的槓桿水平管理整體上維持溫和，目前的淨槓桿倍數約為3.6倍²。

這樣的改善也反映在美國高收益市場的信貸質素上，目前的整體信貸評級接近歷史高位。BB級別發行人目前的佔比已提升至58%，相較十年前的49%明顯增加³；同時，CCC級別佔比則由十年前的13%下降至目前的9%。此外，美國高收益債券市場的市場結構亦更為穩健，有抵押債券目前佔未償債務約37%，相較十年前的20%顯著提高⁴。

CCC級別債券在即將到期的債券中佔比有限

再融資風險與違約風險通常主要集中於CCC級別及以下的發行人，原因在於與評級較高的企業相比，這些企業的利息保障倍數通常較低且資產負債表槓桿率較高，從而令其償還債務的風險較高。然而，在即將到期的美國高收益市場中，CCC級別及以下的債券僅佔一小部份。在未來三年內面臨到期的約20%發行人中，僅有約3%的債券屬於CCC級別（圖一）。

圖一：CCC級別債券在即將到期的美國高收益債券中佔比較小



資料來源：洲際交易所美銀美國非金融高收益限制指數及彭博，截至2026年3月31日。

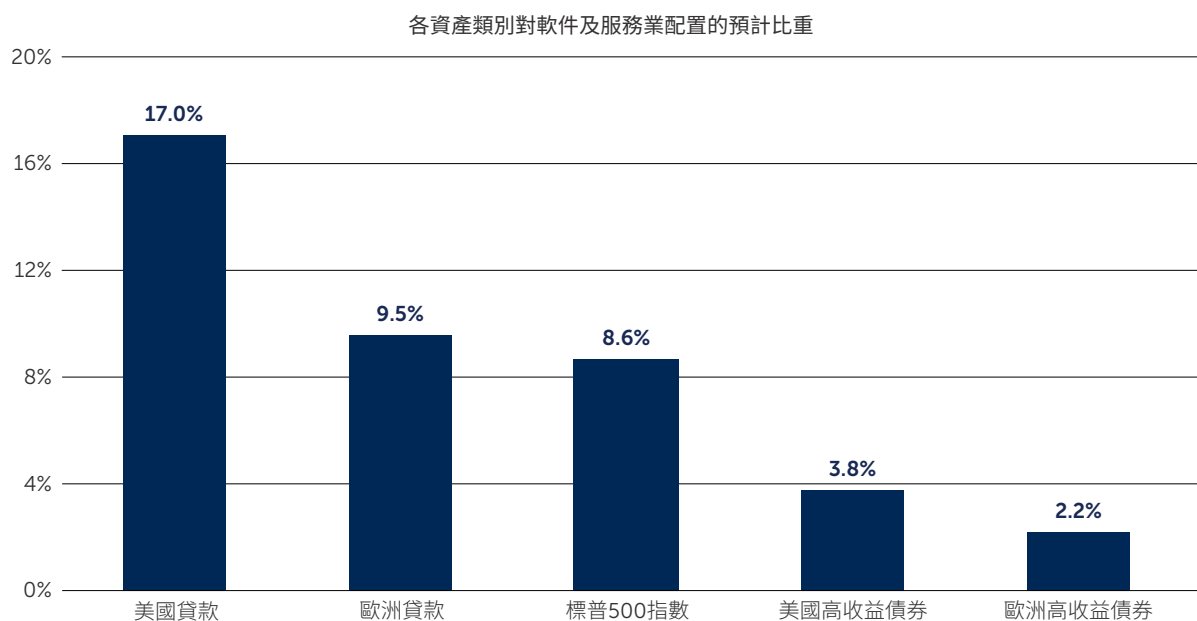
1. 資料來源：洲際交易所美銀及瑞銀，截至2026年2月28日。
2. 資料來源：CreditSights，截至2025年12月31日。
3. 資料來源：洲際交易所美銀，截至2026年4月21日。
4. 資料來源：洲際交易所美銀，截至2026年4月21日。

2. 與軟件業相關的風險有限

今年市場的關注焦點之一為人工智能帶來的潛在衝擊。隨著市場憂慮人工智能可能侵蝕軟件企業的商業模式與利潤空間，軟件業今年一度出現明顯修正，相關市場的違約預期亦隨之上升。

在此環境下，**相較其他資產類別，美國高收益債券市場受到此類違約風險的影響相對較小，主要原因在於軟件業在該市場中僅佔約3.8%（圖二）。**

圖二：美國高收益債券市場受軟件業違約風險的影響相對較小



資料來源：摩根士丹利及彭博，截至2026年3月31日。

3. 發行人於再融資方面已提前佈局

此外，許多發行人已積極提前進入市場，針對於短期內到期的債務進行再融資，以降低未來的到期壓力。整體而言，**高收益債券發行人通常會於最終到期日前約12至24個月進行再融資安排，因為當債務由長期負債轉為短期負債時，其資產負債表對流動性的敏感度會顯著提高。**

「相較其他資產類別，美國高收益債券市場受到軟件業違約風險的影響相對較小」

在2025年，美國高收益債券的總發行量中，約有64%用於償還現有債務⁵。展望今年，再融資活動預計仍將繼續主導債券新發行。2026年至今，已有超過50%的交易用於再融資⁶。

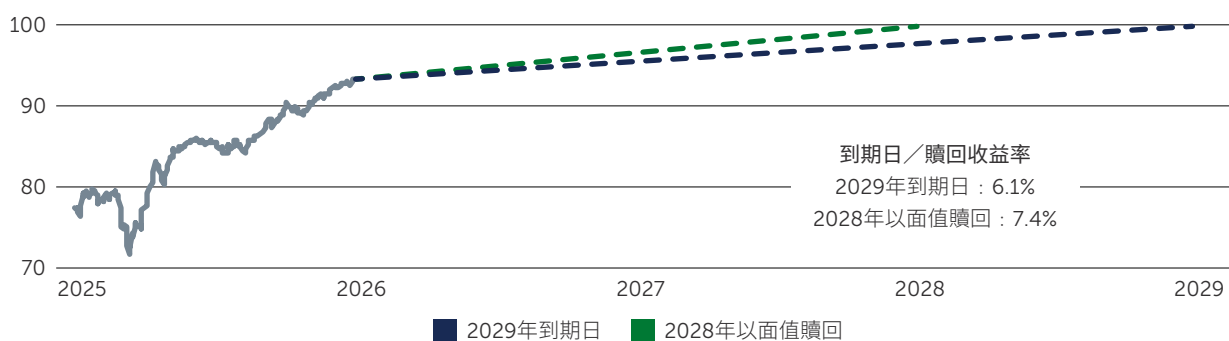
技術面因素亦持續提供支持。以收益為導向的投資者需求持續強勁，為該資產類別提供穩定的買家。同時，投資組合經理通常會將票息收入再投資於市場中，形成穩定的回購基礎。上述因素共同支持市場上的新發行債券及再融資活動，使整體市場技術面維持正面。

「提前再融資」或有助於提升回報

此動態對整體總回報可能產生顯著影響。在再融資發生前的6至12個月期間，債券總回報更可能受到再融資事件本身的影響，而非政府債券收益率或息差變動所影響。隨著發行人陸續為2027年、2028年，甚至2029年到期的債務進行再融資，市場或出現「回歸至面值」效應，即原本以折價交易的債券將以面值償還，從而有望在較標準收益率計算所反映的期間更短時間內，實現價格折讓所帶來的收益。

上述現象意味著，總回報潛力可能超過收益率預期。如圖三所示，若2029年到期的債券改於2028年完成再融資，則可能帶來額外130個基點的收益率。

圖三：回歸面值機制示意圖



資料來源：彭博，截至2026年1月27日。僅供說明用途。

5. 資料來源：CreditSights，截至2026年3月31日。

6. 資料來源：CreditSights，截至2026年3月31日。

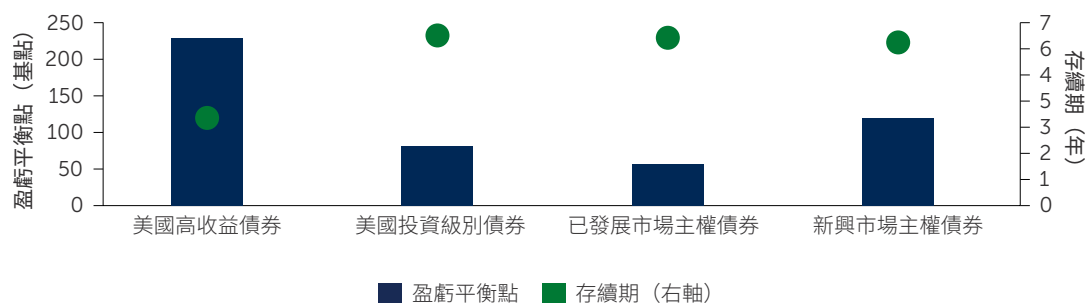
在充滿不確定性的環境下的投資機會

儘管到期牆的規模龐大令人憂慮，但主要受惠於較佳的信貸質素、對軟體業的風險相對有限，以及發行人已積極進行再融資，美國高收益債券市場似乎相對已具備良好條件來應對這項挑戰。

此外，美國高收益債券市場目前具備相對較低的存續期，目前約為3年，低於4.15年的長期平均年數⁷；同時，收益率水平仍具吸引力，目前收益率約為6.9%⁸。這些特性意味著相較於其他固定收益市場，美國高收益債券市場或可提供一定的下行保護。特別是，美國高收益債券市場展現出相對有利的盈虧平衡特性：在假設持有期間為12個月的情況下，政府債券利率需上升約229個基點才會導致美國高收益債券產生負回報；相較之下，美國投資級別企業債券僅需約75個基點，新興市場主權債券則約為107個基點（圖四）。

在當前市場波動加劇的環境下，這項特性尤為值得關注：對於擔憂利差擴大或利率波動可能帶來損失的投資者而言，美國高收益債券在過往政府債券收益率出現變動時對其總回報的影響相對有限，或可帶來一定程度的安心。

圖四：美國高收益債券盈虧平衡特性反映其當前收入水平及較低的存續期特徵



資料來源：洲際交易所美銀、摩根大通及霸菱內部分析，截至2026年3月31日。美國高收益債券以洲際交易所美銀美國非金融高收益限制指數為代表；美國投資級別債券以洲際交易所美銀美國企業債券指數為代表；已發展市場主權債券以洲際交易所美銀環球政府債券指數為代表；新興市場主權債券以摩根大通新興市場債券環球多元化指數為代表。本分析係以「最低收益率」除以「最低修訂存續期」計算而得。本分析僅供說明用途，用以呈現上述特定分析要素，不代表已涵蓋所有可能影響結果的因素或變數，實際結果可能因其他因素而有所差異。

整體而言，美國高收益債券具備回報潛力，其實際回報亦可能優於簡單以收益率所顯示的水平；同時，其對利率的敏感度較低亦提供一定程度的下行管理及多元化裨益。然而，風險依然猶存。美國高收益債券市場的發行者眾多，其再融資風險在不同發行人之間存在顯著差異，因此投資挑選至關重要。我們認為透過主動型的投資方式，結合豐富的研究資源與市場經驗，將有助於投資者應對未來潛在挑戰，並有效捕捉市場中的投資機會。

7. 資料來源：洲際交易所美銀及彭博，截至2026年4月21日。

8. 資料來源：洲際交易所美銀，截至2026年4月21日。

霸菱為一家管理4,817億美元*資產並以另類資產為核心的環球資產管理公司，
致力與機構、保險及財富客戶合作，透過靈活的金融解決方案為領先企業提供支持。
霸菱由保險機構美國萬通及MS&AD持有，旨在善用其環球規模，透過信貸、實物資產、
資本解決方案及新興市場方面的投資能力，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。

本文件中的預測反映了霸菱在編製當日對市場的意見，如發生變動，恕不另行通知。預測並非對未來表現的保證。投資的價值及任何收益可能會波動，且不獲霸菱或任何其他方的保證。所示的例子、投資組合構成及投資績效僅供說明用途，並非對未來結果的預測。實際投資可能在規模、構成及風險方面存在重大差異。概不保證投資將會獲利或避免損失。貨幣匯率的波動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險，包括本金可能損失的風險。過往表現不反映未來結果。

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2026年3月31日

26-5481656