

BARINGS

2024年展望

聚焦

環球高收益市場

霸菱視野

隨著不確定性增加及廣泛風險令市場前景不明朗，
本文將探討投資團隊對環球高收益資產類別的展望。



BRIAN PACHECO
環球高收益投資組合經理



MATT LIVAS
公共固定收益
客戶投資組合管理總監

MATT LIVAS:目前環球市場存在許多不明朗因素，令投資者有多個疑問：經濟會否陷入衰退，而倘若經濟陷入衰退，會持續多久或嚴重程度如何？未來利率的走勢會如何？於此環境下，環球高收益市場於過去一年有何事最為令您感到驚訝？您認為未來12個月的動態會如何發展？

BRIAN PACHECO:縱觀高收益市場，貸款及債券的持續表現為今年最大的驚喜之一。雖然部份原因是高收益債券的存續期較短或對利率的敏感度較低，但這亦是由於市場缺乏利淡的推動因素所致。**正如我們所料，今年年初並未出現部份市場人士預期的違約潮，而「高利率環境可能會持續較長時間」此現實情況則對浮動利率貸款特別有利。**與此同時，信貸評級下調幅度亦處於可控水平。

當然，最大的問題是，倘若宏觀經濟環境開始惡化，此表現能否持續。部份答案在於當前孳息率及回報水平。縱觀美國高收益市場，貸款年初至今的回報率約為10%，而目前的孳息率約為9.5%¹。美國高收益債券價格年初至今上升近5%，孳息率約為9.5%²。孳息率於經濟大幅放緩的情況下仍能有如此水平，可能為投資者提供充裕的緩衝。

MATT LIVAS: Brian，您對高收益債券及貸款的信貸質素有何看法？預計未來會否出現大型違約潮，或是認為這預測過於負面？

BRIAN PACHECO:鑑於2023年的違約率相對溫和，部份市場分析師仍預測未來12至18個月違約率會大幅上升，投資者可能會普遍錄得損失。然而，霸菱假設的基本情況並非如此，主要原因有數個。首先，倘若經濟出現衰退或大幅放緩，這將是歷史上最被廣泛預測的經濟衰退之一。**由於市場具有前瞻性，價格已反映了經濟低迷的情況，因此未來12至18個月大部份可能出現違約的信貸交易價格相對於面值存在大幅折讓，而目前的高孳息率或可有助於消化任何確實會發生的違約事件。**

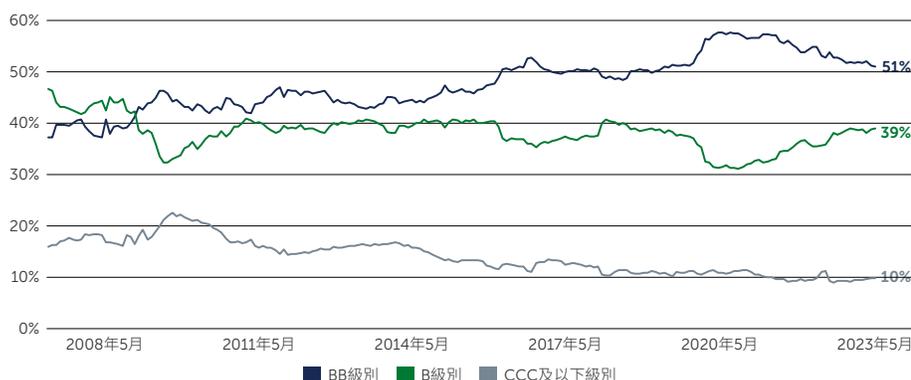
與此同時，**高收益債券市場的質素**於過去10年已有所提升，這亦是我們認為不太可能出現大範圍違約的另一原因。例如，BB級別債券目前佔市場約一半，而十年前則為40%（圖一）。違約風險相對較高的CCC級別債券目前僅佔市場的10%，而於2008年金融危機後卻佔超過20%。更重要的是，目前高收益債券市場涉及的產業及行業更為廣泛，並沒有單一行業佔環球高收益債券市場超過11%³。因此，違約可能是由具體信貸的非系統性及特殊性所引致。總括而言，儘管違約率可能會從目前的較低水平有所上升，但高收益債券市場整體表現穩健。

1. 資料來源：瑞士信貸。截至2023年10月31日。

2. 資料來源：美銀。截至2023年10月31日。

3. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2023年10月31日。

圖一：市場質素有所提升



資料來源：美銀，請注意以上數據為環球市場。截至2023年9月30日。

MATT LIVAS：目前「明日之星」與「墮落天使」於市場中的動態如何？

BRIAN PACHECO：於新冠疫情爆發期間，超過2,000億美元投資級別信貸被下調為高收益⁴。高收益債券市場的規模隨後下跌約3,500億美元，其中2,300億美元屬於「明日之星」，為技術面帶來利好因素。相當於400億美元債務的Ford*於2023年11月獲標準普爾上調全球評級意義重大；我們預計「明日之星」於2024年的規模仍然高於「墮落天使」，但具支持性的技術面因素則可能少於過去18個月。

MATT LIVAS：展望未來一年，有哪些領域相對較具吸引力？您認為高收益債券市場哪方面存在投資機遇？

BRIAN PACHECO：BB級別美國債券目前的孳息率為7%至8%⁵，鑑於票息及本金償還的合約性質，與標準普爾500指數等股票市場的回報率相比已屬相對吸引；標準普爾500指數於過往超過30年的回報率約為9.7%⁶。我們認為有較高息差及孳息率的中短期貸款存在獨特的投資機遇。此類貸款的借款人持有較佳流動性槓桿或擁有以抵押品擔保的能力，本質上有多種方式可以進行再融資。於BB級別債券及質素較高的B級別債券方面，我們認為存在推動息差收窄的因素。這可能是由於基本因素改善而帶來的盈利勢頭或信貸評級上調潛力。

*僅供說明及參考之用途，不得用於或賴以作出任何投資決策。不擬提述具體發行人及不應被詮釋為購買、出售或持有該等發行人證券的推薦意見。霸菱的投資產品及投資策略未必有包含所提及的證券，若是持有該等證券，則並不代表將繼續持有該等證券。

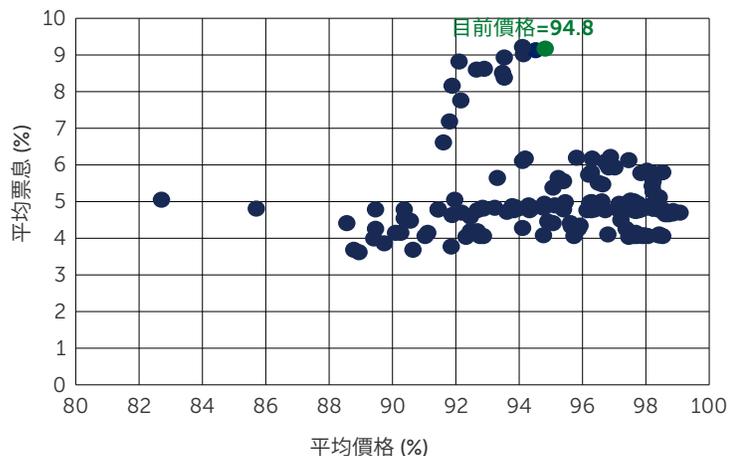
4. 資料來源：摩根大通及美銀。截至2023年10月31日。

5. 資料來源：美銀。截至2023年10月31日。

6. 資料來源：彭博。截至2023年10月31日。

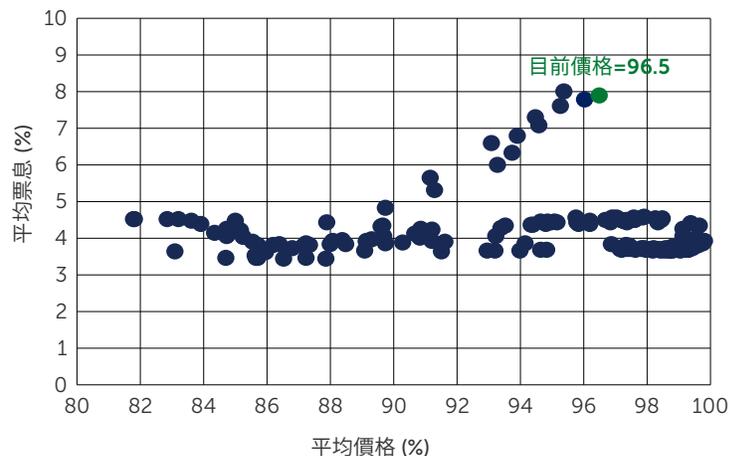
圖二：貸款市場的收入處於高峰水平，預計將維持高位

美國貸款市場票息 (相對於價格)



資料來源：霸菱及瑞士信貸槓桿貸款指數。
截至2023年9月30日。

歐洲貸款市場票息 (相對於價格)



資料來源：霸菱、彭博及瑞士信貸西歐槓桿貸款指數 (非美元)。
截至2023年9月30日。

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。過往表現不一定反映未來績效。

於貸款市場方面，BB級別貸款的票息率約為7.5%至8%，這市場部份的違約率歷來都非常低⁷。貸款市場的其他領域亦存在投資機會。例如，於沒有發生重大不利宏觀環境事件（如2008年金融危機及新冠疫情等）的情況下，貸款提供的孳息率與股票的長期回報水平相似實屬罕見¹⁶。

MATT LIVAS：縱觀目前市況及展望未來，您認為高收益市場面對的最大風險是甚麼？

BRIAN PACHECO：鑑於對違約率的計算及當前孳息率較高，投資團隊整體上不太擔心高收益債券及貸款市場的前景，但本週期的不同之處在於對近期發行貸款的債權人之保障欠佳，以及企業及保薦人如何物色創新方案來把握差價。然而，令投資團隊擔憂的是發行人於債務管理方面出現問題；雖然有多種方法可以減低風險（例如成為資本結構中最優先的貸款人、在談判過程中擁有發言權，以及與保薦人、同業及顧問維持良好關係），但都不是萬全之策。

與此同時，持觀望態度及試圖準確地把握市場時機亦會帶來風險。目前可以從市場獲取的收入實在不少。然而，鑑於未來環境可能更具挑戰性，我們認為採取「由下而上」的投資方式（即根據具體發行人、具體交易及具體信貸進行投資）至關重要，不僅能夠管理投資組合表現進一步下行，亦可以物色能夠抵禦未來挑戰的發行人。

7. 資料來源：瑞士信貸。截至2023年10月31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

23-3273281