

BARINGS

2024年展望

# 聚焦

环球高收益市场

霸菱视野

随着不确定性增加和广泛风险使得环球市场前景模糊。  
本文将探讨海外投资团队对环球高收益(High Yield)资产类别的展望。



**BRIAN PACHECO**  
环球高收益投资组合经理



**MATT LIVAS**  
公共固定收益  
客户投资组合管理总监

**MATT LIVAS :** 目前全球市场存在许多不确定因素，投资者有几个疑问：全球经济会否陷入衰退，而如果全球经济陷入衰退，会持续多久或严重程度会是怎样？未来利率的走势会是怎样？在这一环境下，全球高收益市场在过去一年有什么事最让您感到惊讶？您如何看待未来12个月这些动态的发展？

**BRIAN PACHECO :** 纵观全球高收益市场，贷款和债券持续表现强劲是今年最大的惊喜之一。虽然部分原因是全球高收益债券的久期比较短或对利率的敏感度较低，但这也是由于市场缺乏负面催化因素所致。**正如我们所预料的那样，今年年初并没有出现部分市场人士所预期的违约潮，而「高利率环境可能会持续较长时间」这一现实情况则对浮动利率贷款特别有利。**与此同时，信贷评级下调幅度也处于可控水平。

当然，最大的问题是，如果全球宏观经济环境开始恶化，这一强劲表现能否持续。部分答案在于目前市场的收益率(Yield)和回报水平。纵观全球高收益市场，贷款从年初至今的回报率约为10%，而目前的收益率(Yield)约为9.5%<sup>1</sup>。美国高收益债券价格年初至今上升近5%，收益率(Yield)约为9.5%<sup>2</sup>。收益率(Yield)在全球经济大幅放缓的情况下仍然能够达到这样的水平，应该可以为投资者提供充裕的缓冲。

**MATT LIVAS :** Brian，您对全球高收益债券和贷款的信贷质量有什么看法？预计未来是否会出现大型违约潮，还是您认为这种预测过于负面？

**BRIAN PACHECO :** 鉴于2023年的违约率相对温和，部分分析师仍然预测未来12至18个月违约率会大幅上升，投资者可能会普遍出现损失。然而，霸菱假设的基本情况并不是这样，主要原因有几个。首先，如果全球经济出现衰退或大幅放缓，这将是历史上最被广泛预测的经济衰退之一。**因为全球市场具有前瞻性，价格已经反映了经济低迷的情况，所以未来12至18个月大部分可能出现违约的信贷交易价格相对于面值存在大幅折扣，而目前市场提供的高收益率(Yield)应该有助于消化确实会发生的违约事件。**

与此同时，**全球高收益债券市场的质量**在过去10年已显著提升，这也是我们认为不太可能出现大范围违约的另一原因。例如，BB级别债券目前约占该市场的一半，而十年前则为40%（图一）。违约风险最高的CCC级别债券目前仅占该市场的10%，而在金融危机后的占比却超过20%。更重要的是，目前全球高收益债券市场涉及的产业和行业更加广泛，并没有行业或产业出现严重受压的迹象，与过去违约周期的历史情况相似。因此，违约可能是由具体信贷的非系统性和特殊性所引发。概括来说，虽然违约率可能会从目前的较低水平有所上升，但全球高收益债券市场整体表现稳健。

1. 资料来源：瑞士信贷。截至2023年10月31日。

2. 资料来源：美银。截至2023年10月31日。

图一：市场质量有所提升



资料来源：美银。截至2023年9月30日。

**MATT LIVAS：目前「明日之星」与「堕落天使」在市场中的动态如何？**

**BRIAN PACHECO：**在新冠疫情爆发期间，超过2,000亿美元投资级别信贷被下调为高收益<sup>3</sup>。随后，全球高收益债券市场的规模下跌约3,500亿美元，其中2,300亿美元属于「明日之星」，为技术面带来利好因素。我们预计「明日之星」在2024年的规模仍然要高于「堕落天使」，但技术面支持则可能少于过去18个月。

**MATT LIVAS：展望来年，哪些领域最具吸引力？您认为市场哪些方面存在投资机遇？**

**BRIAN PACHECO：**环球市场BB级别债券目前的收益率(Yield)为7%至8%，鉴于票息和本金偿还属合约性质，与标准普尔500指数等股票市场的回报率相比已经相当瞩目；标准普尔500指数的长期回报率约为10%或11%<sup>4</sup>。收益率(Yield)处于这样的水平下，因此无需通过承担额外的信贷风险来「追求收益率(Yield)」。

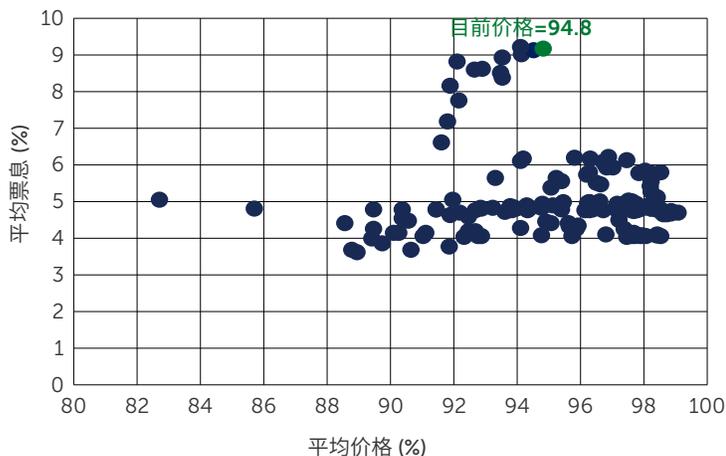
我们认为，息差和收益率(Yield)较高的中短期贷款存在独特的投资机遇。这类贷款的借款人持有比较好的流动性杠杆或拥有以抵押品做担保的能力，本质上有多种方式可以进行再融资。而在BB级别债券和质量较高的B级别债券方面，我们认为存在推动息差缩小的因素。这可能是由于基本面改善而带来的盈利势头或信贷评级上调潜力。

3. 资料来源：摩根大通和美银。截至2023年10月31日。

4. 资料来源：美银。截至2023年10月31日。

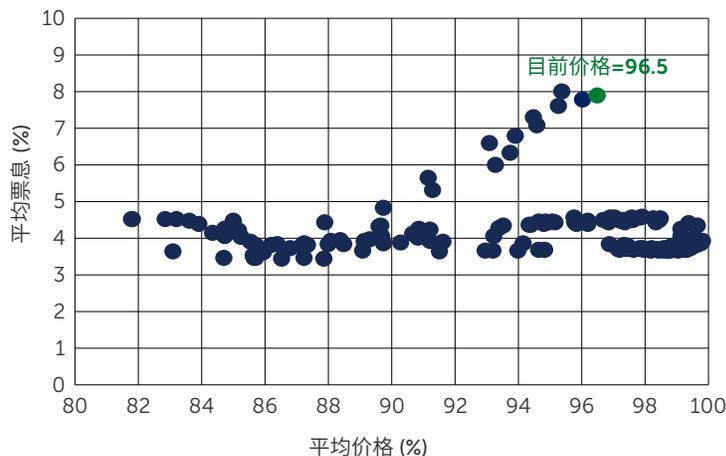
图二：贷款市场的收入处于高峰水平，预计将维持高位

美国贷款市场票息 (相对于价格)



资料来源：霸菱、瑞士信贷杠杆贷款指数和瑞士信贷西欧杠杆贷款指数 (非美元)。截至2023年9月30日。

欧洲贷款市场票息 (相对于价格)



资料来源：霸菱和彭博。截至2023年9月30日。

仅供说明用途。上述分析只是意在展示所讨论的特定因素，并没有反映可影响潜在结果的所有要素和变数。对历史市场情况的分析不代表对未来市场表现的预测。

贷款市场存在相当大的利差。BB级别贷款的票息率约为7.5%至8%，这一市场部分的违约率从历史数据看相对较低<sup>5</sup>。贷款市场的其他领域也存在投资机会。例如，在没有发生重大不利宏观环境事件（如金融危机和新冠疫情等）的情况下，市场上可以找到提供与股票相似的回报水平的第一留置权贷款，这确实罕见。

**MATT LIVAS：纵观目前市场情况，放眼未来，您认为全球高收益市场面临的<sup>最大</sup>风险是什么？**

**BRIAN PACHECO：**鉴于对违约率的计算结果，加上当前收益率(Yield)较高，投资团队整体上不太担心全球高收益债券和贷款市场的前景，但本周期的不同之处在于近些年发行的贷款中的债权人保障欠佳，以及企业和保荐人如何寻找创新方案来把握差价。然而，发行人在债务管理方面如果出现问题会让投资团队担忧；虽然有多种方法可以降低风险（例如成为资本结构中最优先的贷款人、在谈判过程中拥有发言权，以及与保荐人、同行和顾问维持良好沟通），但都不是万全之策。

**此外，持观望态度和试图完美把握市场时机也会带来风险。**目前可以从市场获取的收入实在不少，但不适合等待，这样的买入机会通常不会维持太长时间。然而，鉴于未来环境可能更有挑战性，我们认为采取「自下而上」的投资方式（即根据具体发行人、具体交易和具体信贷进行投资）对于避免投资组合承担额外的下行风险以及找到能够经受住未来挑战的发行人至关重要。

5. 资料来源：瑞士信贷。截至2023年10月31日。

霸菱是一家管理3,479亿美元\*资产的环球投资管理公司，致力寻找不同的投资机遇，并在公共和私募固定收益、房地产和专门的股票市场构建长线投资组合。作为美国万通的子公司，霸菱的投资专才常驻北美、欧洲和亚太区，旨在为其客户、社区和员工提供服务，并竭力实践可持续发展和负责任的投资。

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级别。

#### 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2023年9月30日

23-3275637