

BARINGS

2025年展望

驾驭不断变化的
市场环境

环球固定收益

霸菱视野

在不断变化的宏观经济环境、政治和地缘政治局势的背景下，我们的环球固定收益投资组合专家探讨了环球高收益债券、新兴市场债券和投资级别信用的未来前景。



RICARDO ADROGUÉ
环球主权债务和货币投资总监



OMOTUNDE LAWAL，
特许金融分析师
欧洲、中东和非洲企业信贷和
新兴市场企业债务投资总监



BRIAN PACHECO
环球高收益投资经理



CHARLES SANFORD
投资级别信贷总监



COLIN GORDON
主持人
投资组合解决方案和
分析总监



COLIN GORDON (主持人) :在预测2025年和以后的市场前景时，许多投资者认为特朗普胜出美国总统大选是一项主要考虑因素。第二届特朗普政府可能将对各个投资市场产生什么影响？

BRIAN PACHECO :综观而言，第二届特朗普政府可能会采取措施进一步推动经济增长和降低美国监管力度。在大选结果出炉之后，美国高收益债券市场也迅速地消化了这个情景。在行业方面，特朗普政策对能源业前景的影响备受市场关注。虽然大选结束后能源业有所回升，但市场所指的「加大油气钻探」情景是否能够利好该行业，又或者会否大幅增产（特别是考虑到近年来决定能源供应的主要因素是油价，而不是美国监管），仍是未知之数。此外，市场需求和地缘政治因素也可能影响该行业的前景。

RICARDO ADROGUÉ :在地缘政治方面，市场普遍认为相关风险在大选结束后应该会逐渐消退。这在一定程度上可能是正确的，尤其是在俄乌战争和**中东战争**问题上，但鉴于这些地缘政治危机所带来的各种复杂因素，我还是对市场可能过于乐观而感到担忧。

OMOTUNDE LAWAL :在新兴市场和欧洲企业方面，关税政策是“特朗普2.0时代”的不确定性的主要来源，也是我们密切关注的方面。在新兴市场方面，中国对全球经济发展有举足轻重的影响。全球贸易在第一届特朗普政府执政期间有所调整。展望未来，我们预计新兴市场在全球关税战中将会出现一批赢家和输家。商品出口国和国内经济强劲的国家可能会呈现出相当的稳定性。

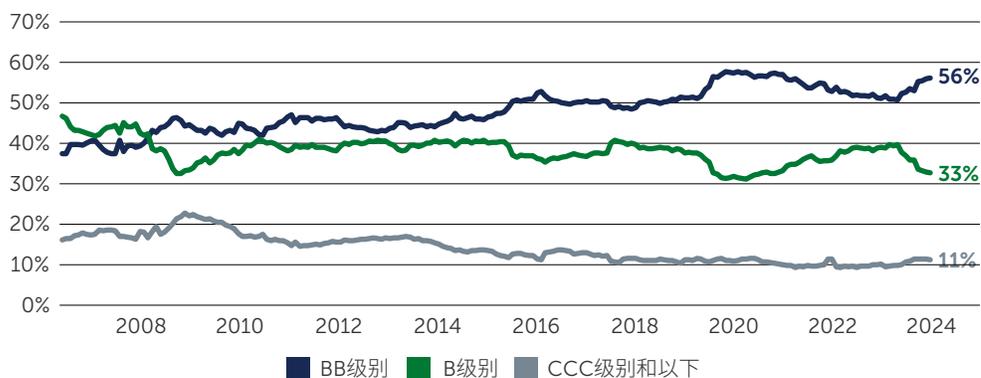
COLIN GORDON :虽然市场环境存在不确定性，但信用息差仍然继续收紧。从“自上而下”和“自下而上”的两个角度来分析，市场状况是否会脱节？

BRIAN PACHECO :与过去相比，全球高收益债券的息差相对较窄，其中有几个原因。从宏观的角度来看，虽然经济不景气和政治风险仍然存在，但正逐步缓和并利好信用市场。从基本面的角度来看，虽然零售和其他以消费为主导的行业表现疲弱，但整体**环球高收益债券发行人的财务状况良好**。此外，需求强劲和供应紧张也为市场提供了进一步支持。

「展望未来，我们预计新兴市场在全球关税战中
将会出现一批赢家和输家。」

与此同时，环球高收益债券市场也出现了结构性变化。市场目前的信用质量处于历史较高水平，其中BB级别债券发行人在环球高收益债券指数中的占比为56%，处于接近历史高位的水平，而CCC级别债券发行人约占11%（图一）。此外，市场的久期约为3年，显示市场对信用息差扩大的敏感度较低。特别是，信用质量的提升也有助于违约率维持在较低水平。违约者通常是CCC级别债券发行人，鉴于目前市场中CCC级别债券发行人所占的比例较少，即使未来一年该比例略有上升，我们预计未来违约率也许仍将处于历史水平范围内。

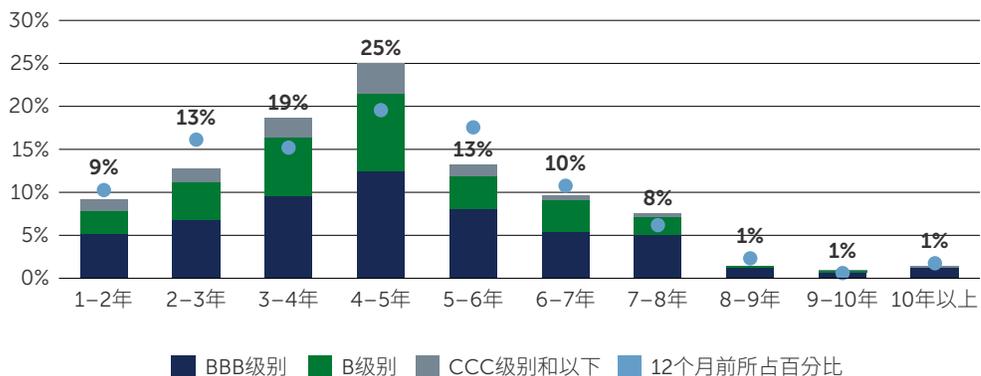
图一：环球高收益债券市场质量有所提升



资料来源：洲际交易所美银。截至2024年9月30日。

鉴于信用市场的质量较高且久期较短，虽然债券到期墙可能是一个即将出现的风险，但实际情况也许并非如部分市场参与者所想般令人担忧，甚至可能更像是“资产”而非“负债”。由于环球高收益债券发行企业通常会在债券最终到期前至少12至18个月为其进行再融资，因此，如果企业对此类债券提前进行再融资，且其目前的交易价低于面值，则投资于此类债券在大部分情况下可能赚取高于其按最差收益率(Yield-to-Worst)*计算的回报（在不发生违约的前提下）。目前市场上有相当多的证券属于这一情况，并且颇具吸引力。

图二：环球高收益债券到期情况可能并不那么令人担忧



资料来源：摩根大通。截至2024年9月30日。

*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。

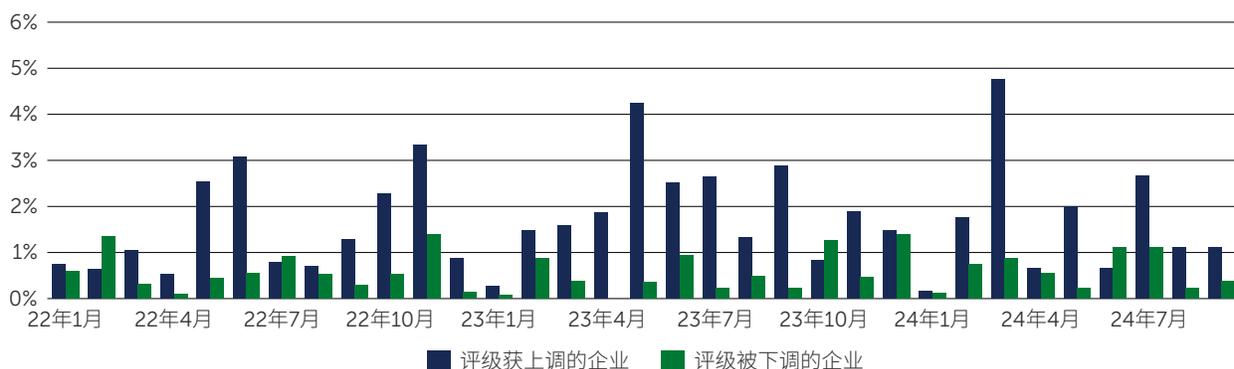
CHARLES SANFORD：从“自下而上”的角度来看，投资级别信用市场的前景同样向好。该市场的技术面较为强劲且需求依然旺盛，特别是注重收益的保险企业，这些企业努力为市场对固定年金产品的需求激增所带来的负债进行资产债务配对。此外，美国和欧洲市场的基本面也表现较为强劲，企业盈利已大致恢复至疫情前水平。然而，杠杆率仍在上升，显示从基本面状况来看息差收窄可能并非完全合理，特别是考虑到未来市场也许会出现波动。

COLIN GORDON：综观宏观经济环境，美国和欧洲的经济似乎正朝着不同的方向发展。各位是否认同？这对各资产类别有何启示？

RICARDO ADROGUÉ：美国的经济发展似乎较欧洲更好，但情况却也很微妙。近年来，欧洲经济遭受多次负面冲击。在俄乌战争期间，欧洲限制从俄罗斯购买石油和天然气的数量，转而选择以更高的价格从美国购买，导致能源成本大幅上升。在此期间，欧洲也增加军事开支，这是由于区内缺乏武器供货商，迫不得已从美国采购。因此，虽然美国经济确实较为强劲，但从导致欧洲经济面对挑战的部分因素来看，其生产力并没有下降。相反，欧洲经济出现周期性低迷的可能性更大，并将在某个时候出现逆转。在此环境下，欧洲可能会下调利率，而假设此时美国加息，将导致息差扩大，从而进一步推高美元兑欧元的汇价。

OMOTUNDE LAWAL：我认同Ricardo的看法，目前欧洲所面对的压力可能在中短期内对欧洲经济和欧洲企业产生负面影响，但我不会将欧洲企业完全排除出投资范围。值得注意的是，在过去几个月欧洲出现了分化。相比“欧洲外围国家”，“欧洲核心国家”面临的挑战更大。然而，虽然欧元区的采购经理人指数数据呈下行趋势，但许多“欧洲外围国家”的企业表现相当稳健，特别是业务遍及全球的欧洲投资级别大型企业。此外，正如Charles所提到，市场整体基本面和技术面因素表现稳健。企业评级行动也呈现正面趋势，近年来上调评级次数是下调评级次数的数倍（图三）。因此，虽然欧美之间的经济状况似乎存在很大差异，但从“自下而上”的角度来看情况则更为微妙，这最终会成为我们日后作出资产配置决策的理由。

图三：欧洲企业：评级获上调的企业多于被下调的企业



资料来源：摩根大通和彭博。截至2024年9月。

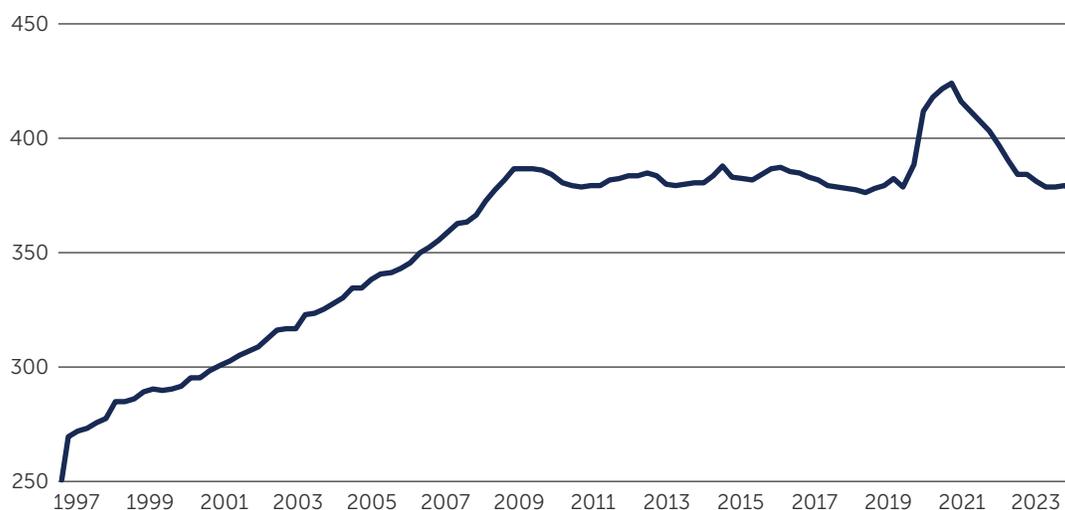


COLIN GORDON :各位在职业生涯中经历了多个信用周期。本轮周期又有什么不同呢？

CHARLES SANFORD :我认为现在未必是本轮周期的尾段，主要原因是系统中并没有任何重大的累积失衡问题。例如，在全球金融危机前，系统中的杠杆资金量非常庞大；而在2015/2016年的能源危机期间，企业同样大量使用杠杆。此外，有时并购活动会大幅增加，在此期间，投资级别企业会动用大量杠杆来收购其他企业。因此，虽然信用息差较窄且已持续了一段时间，但我们仍有理由相信本轮周期可能会持续相当长的一段时间。

RICARDO ADROGUÉ :我也认为本轮周期可能会再持续一段时间。如图四所示，全球债务存量自2008年以来一直维持于相当稳定的水平，2020年的大幅上升除外。这主要是由于政府层面的债务与国内生产总值比率有所上升，但整体家庭和企业的债务与国内生产总值比率则出现下跌。综合来看，目前的债务与国内生产总值比率实际上低于2008年危机爆发时的水平。

图四：发达市场债务总额维持稳定（占国内生产总值百分比）



资料来源：国际金融研究所和彭博。截至2024年6月。

「我们对环球高收益债券市场表现较为稳健感到满意，特别是从‘自下而上’的角度来看，但基于市场的资金流量，我们未能确定目前市场正处于信用周期的哪个阶段。」

OMOTUNDE LAWAL : 此外，我们认为企业债券市场也尚未进入周期尾段。与过去相比，欧洲和新兴市场的企业资产负债表均状况良好；而整体杠杆水平于过去十年持续改善，不过正如Charles所说，杠杆水平在某些情况下开始缓慢上升。因此，在技术面方面，利润率仍有扩张空间的行业和企业的债券息差可能会略为收窄，特别是在进一步降息背景下的欧洲。在新兴市场方面，许多新兴市场的央行早于美联储进行降息，为主要在国内市场经营业务的当地企业创造了空间。

与十年前相比，目前全球金融业的健康状况也获得了较大的改善。在欧洲方面，银行体系在瑞士信贷倒闭后恢复迅速。我刚才提到过评级上调，值得注意的是部分欧洲的企业评级上调趋势均集中于银行业，其中近期有多家意大利和西班牙银行的信用评级获得上调。新兴市场也出现相似的主题，其中整体银行系统的状况较好。部分新兴市场的银行系统，例如墨西哥的银行系统，其资本状况的良好程度处于历史较高水平。

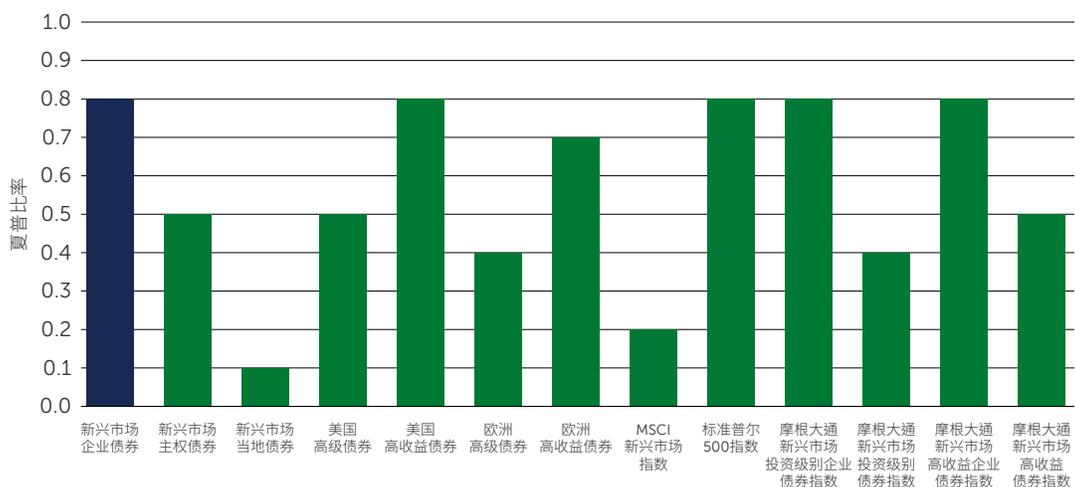
BRIAN PACHECO : 我们对环球高收益债券市场表现较为稳健感到满意，特别是从“自下而上”的角度来看，但基于市场的资金流量，我们未能确定目前市场正处于信用周期的哪个阶段。市场的流动性主要是由新冠疫情过后财政和货币刺激措施所造成，这导致美国国债到期收益率曲线(Treasury curve)倒挂、经济领先指标、制造业采购经理人指数等传统衰退指标都变得不太可靠。当过剩的流动资金撤出市场时，这些指标应会再次发挥作用。但在此之前，“自上而下”的观点似乎不甚确切。

COLIN GORDON : 展望未来, 各位对2025年的全球固定收益市场有何最佳的投资理念分享?

OMOTUNDE LAWAL : 新兴市场企业债券市场在过去几年一直充满挑战, 但对于部分配置了该资产类别, 而又质疑回报是否与风险相称的投资者来说, 我想提出一些考虑因素。首先, 虽然市场消息繁多, 但新兴市场企业债券的夏普比率为0.8倍, 相对于其历史水平和一些固定收益资产类别都较具吸引力 (图五)。鉴于部分基本面稳健, 违约率现已回复正常水平。此外, 新兴市场企业债券市场较多元化, 而且与部分其他固定收益资产类别的相关性较低, 我们认为此类资产可以在资产配置中充当有效的多元化投资工具。

总而言之, 2025年可能是充满不确定性的一年, 这意味着严谨的“自下而上”信用分析将是寻找有望受益于非系统性因素的“赢家”的关键。例如, 在我们预期的近期例外情况中, 部分在美国开展业务的新兴市场企业有望表现出色。在美元可能升值的情况下, 拥有强势货币收入流的新兴市场出口商有望受益。鉴于目前的不确定性, 防守性行业也较具有吸引力。

图五: 相对于其他资产类别, 新兴市场企业债券可提供较高或相同的经风险调整后回报 (2010年1月至2024年9月)



资料来源: 摩根大通。截至2024年9月30日。

RICARDO ADROGUÉ : 展望2025年, 新兴市场主权债券似乎也颇具吸引力。目前美联储已从实施量化宽松政策转为仅依赖利率措施, 我们认为全球商业银行可能将会把贷款利率上调至更接近历史水平。鉴于新兴市场的多元化潜力和其他具吸引力的特征, 我们预计外国直接投资资金也会回流新兴市场, 这也是部分投资者可能忽略的一点。

在此环境下，环球高收益主权强势货币债券(High Yield Sovereign Hard Currency)似乎尤其具有吸引力。该市场部分的信用息差有所回升，但在许多情况下，目前信用息差扩大的情况仍远超新冠疫情爆发前。这是由于疫情期间国际货币基金组织和世界银行等多边机构建议部分主权国家停止偿还债务，转而触发违约以启动债务重组程序。许多国家最终也听从相关建议，因此其主权债券的价格处于非常低的水平。其中部分信用工具过了很久才重返市场，而部分国家至今仍在就其债务进行重新谈判。我们依然认为基本面强劲的BB级别主权债券拥有较具吸引力的风险回报。

BRIAN PACHECO：展望2025年，我们认为市场环境有利于多头美国国库债券期货。当利率出现重大变化，特别是在利率下调幅度超过市场预期的情况下，美国国债期货可提供一些保护。受益于市场的久期较短且质量较高，我们认为在不同情景下投资均有望取得良好表现。

CHARLES SANFORD：根据投资者的需求，信用市场的各个领域都可能存在具有吸引力的投资机遇。对于保险业投资者，特别是年金买家而言，利率较高、收益率(Yield)曲线前端的债券可能会较具吸引力；而对于终身寿险买家而言，收益率(Yield)曲线长期部分则更具吸引力。对于专注于相对回报的投资者而言，虽然息差有所收窄，但受关注程度较低/流动性较差的发行人仍存在具有吸引力的投资机遇，特别是在金融行业，其中飞机出租企业、业务发展公司和部分BBB级别保险企业均可提供有价值的投资机遇。

「根据投资者的需求，信用市场的各个领域都可能存在具有吸引力的投资机遇。」



霸菱是一家管理4,317亿美元*资产的全球资产管理公司，致力与机构、保险和其他类型的客户合作，通过灵活的金融解决方案为领先企业提供支持。作为美国万通的子公司，霸菱旨在善用其全球规模，以及通过公共和私募市场固定收益、实物资产和资本解决方案方面的投资能力，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 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*截至2024年9月30日

24-4077562