

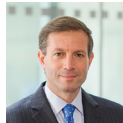
BARINGS

公共固定收益

高級抵押債券的 投資理據

霸菱視野

環球高級抵押債券在資本結構中處於較優先位置及過往追償率較高，加上對利率敏感度較低且收益率具有吸引力，因此提供多項潛在優勢。



Craig Abouchar, 特許金融分析師

歐洲高收益投資董事總經理



Kelly Burton

美國高收益投資董事總經理



Chris Ellis

歐洲高收益投資董事

為何選擇投資於高級抵押債券？

環球高級抵押債券市場為整個環球高收益債券資產類別中規模頗大的子領域；顧名思義，其乃由在資本結構中享有較優先位置的有抵押債券組成。高級抵押債券在一家公司的資本結構中處於最優先位置，享有最優先的還款次序，其次方為其他債務及股東利益。此外，高級抵押債券亦享有各種公司資產的抵押權益，包括有形資產（如房地產、廠房及設備、庫存及合約索償等）以及無形資產（如軟件及商標等）。最終，這意味著一旦公司出現債務違約，高級抵押債券持有人享有最優先的還款次序，其次才是其他債權人，同時可透過抵押權益而受惠於對該公司營運業務至關重要的資產之控制權。

因此，高級抵押債券過往的追償率高於無抵押債券。例如，於1987年至2021年期間，違約的高級抵押債券的平均追償率為61.5%，而高級無抵押債券及次級債務則分別為47.4%及27.9%¹。高級抵押債券市場十分成功，其市場規模在過去五年增加約70%至超過5,000億美元，約佔環球高收益債券市場規模的三分之一²。此市場範圍闊廣、有深度且多元化，為主動型環球高收益債券投資經理

提供豐富的投資選擇，同時亦提供有望產生可持續超額回報的眾多投資機會。

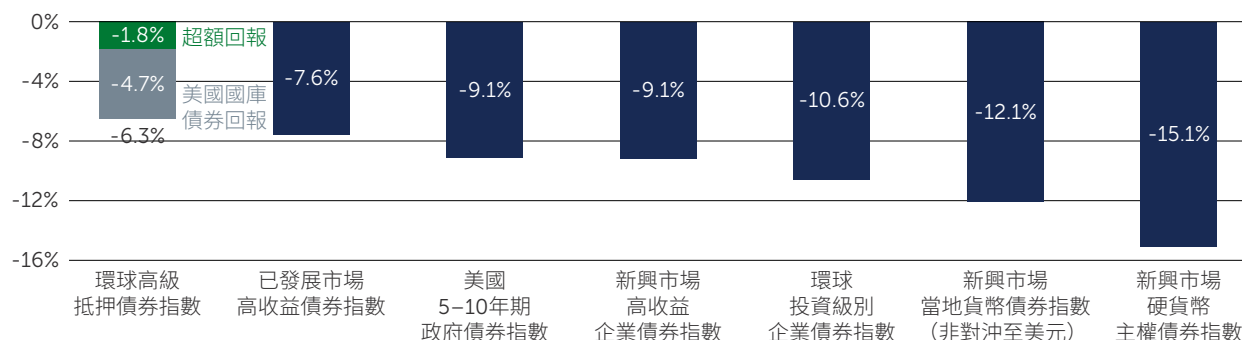
為何現在是投資時機？

應對目前具有挑戰性的環境

由於通脹壓力高企、市場預期利率上升及金融狀況緊縮促使央行採取鷹派政策、俄羅斯入侵烏克蘭導致地緣政治局勢緊張，以及新型冠狀病毒疫情持續造成衝擊，今年大部份金融市場面臨極大挑戰且出現大幅波動，特別是在中國等主要地區。與環球固定收益市場的其他領域一樣，高級抵押債券市場亦受到環球各國政府債券孳息率上升帶來的壓力所影響。

然而，值得注意的是，高級抵押債券市場年初至今表現優於其他環球大部份債券市場。這主要是由於該資產類別的存續期較短（衡量對利率敏感度的指標）且票息水平較高，從而提供具有吸引力的投資選擇，可替代質素更高及對利率更為敏感的固定收益市場領域（圖一）。

圖一：固定收益資產類別年初至今的回報



資料來源：霸菱、洲際交易所美銀非金融已發展市場高收益限制指數、摩根大通新興市場非投資級別企業債券多元化指數、洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數、洲際交易所美銀環球企業指數、摩根大通美國政府債券指數、摩根大通新興市場債券環球多元化指數、摩根大通政府債券指數-新興市場環球多元化指數。截至2022年4月30日。除非另有說明，回報以對沖至美元計值。圖表中的灰色部份代表該市場中美國國庫債券領域產生的回報，而其上方的綠色部份則代表信貸領域產生的超額回報。過往表現不可作為未來表現的指標。

1. 資料來源：穆迪投資者服務的年度違約研究。截至2022年2月8日。
2. 資料來源：洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數及洲際交易所美銀非金融已發展市場高收益限制指數。截至2022年4月30日。

我們從過去十年的市況中觀察到類似趨勢，即相對於整體信貸市場而言，於市場壓力加劇期間（如2015年商品危機期間及2018年第四季市場遭拋售期間），高級抵押債券展現出相對較低的波動性，並且能在跌市中捕捉投資機會。

到目前為止，事實證明對於環球信貸市場而言，2022年的市場環境極不尋常。於過去十年，信貸市場錄得負回報主要可歸根於基本因素惡化及避險情緒升溫的共同作用，導致信貸息差擴闊。就現時的情況而言，信貸基本因素依然強勁，但隨著已發展市場受到近40年來的首次通脹衝擊，我們看到政府債券孳息率歷史性地大幅上升，導致固定收益市場所有領域的價格紛紛下跌。事實上，即便是利息收入亦無法抵銷政府債券孳息率於今年首四個月急劇及大幅上升（圖二）的影響。繼美國聯儲局於5月初決定將利率上調50個基點後，市場仍在消化未來一年聯儲局將會再次加息2.2%（即政策利率將會超過3%）的預期。

在此環境下，值得注意的是高級抵押債券對利率敏感度相較其他資產類別往往較低（按最低修訂存續期計算）。例如，高級抵押債券目前的存續期為4.0年，而整體高收益債券市場及投資級別信貸的存續期則分別為4.4年及6.6年³。

圖二：政府債券孳息率於4月份大幅上升

5年期政府債券				
	2021年9月	2021年12月	2022年3月	2022年4月
美國	0.97	1.26	2.42	2.92
德國	-0.56	-0.45	0.38	0.68
英國	0.64	0.82	1.41	1.67

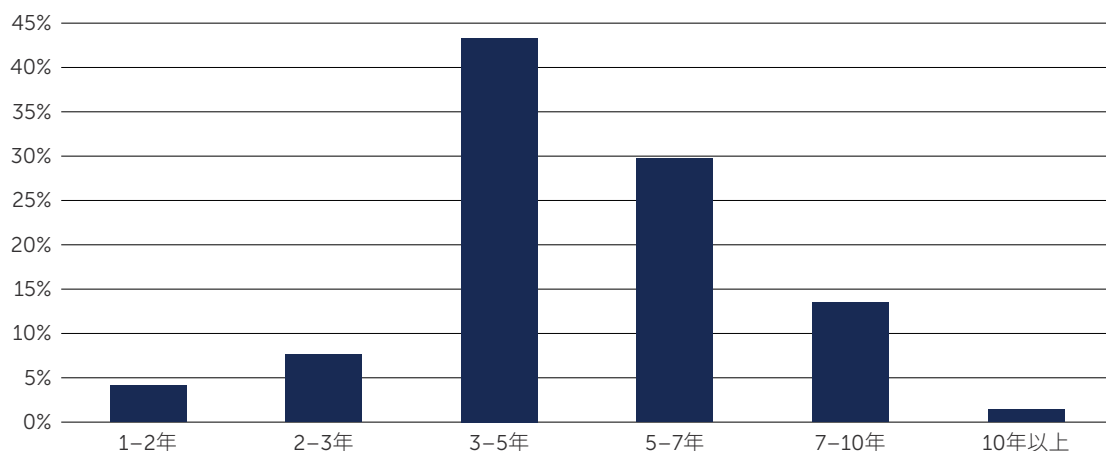
資料來源：彭博。截至2022年4月30日。

3. 資料來源：洲際交易所美銀非金融已發展市場高收益限制指數及洲際交易所美銀環球企業指數。截至2022年4月30日。

企業基本因素維持穩健

縱觀年初至今，高級抵押債券市場的信貸息差（衡量違約風險的指標）有所擴闊，部份原因是宏觀經濟不明朗因素增加，但此次息差擴闊是在信貸基本因素相對穩健的環境下所發生的。繼2020年新型冠狀病毒疫情爆發引起最初的衝擊後，企業的財務狀況已有明顯改善，槓桿水平及借貸成本亦已大幅下降。此外，鑑於過去兩年高級抵押債券市場及整體信貸市場的新債券發行總額創下紀錄新高，發行人能夠籌集充足的流動性作緩衝，並且推遲債務到期牆。因此，違約率仍然維持在溫和水平，而且近期的償付能力風險似乎處於相對可控範圍內。

圖三：在未來三年到期的債券數量有限



資料來源：洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數。截至2022年4月30日。

儘管通脹壓力持續攀升，但企業通常能夠將增加的投入成本轉嫁至其終端客戶。此乃部份由於疫情期間儲蓄率高，加上勞工市場緊張推動工資上升，因此已發展市場家庭擁有強勁的財務狀況。另一個原因是特定市場領域的消費需求被壓抑，隨著經濟走出封城抗疫及相關限制的陰霾，這方面的需求勢頭依然強勁。即使在一些受疫情影響最為嚴重的行業，仍有部份企業有望受惠於已發展市場陸續重啟經濟；如旅遊及休閒業的企業近期表現相對較好。

儘管如此，在目前的市場環境下，進行嚴謹的盡職調查及採取主動型管理至關重要。縱觀目前的市場，我們認為減持更容易受經濟低迷環境影響的發行人之配置實屬合理，特別是在息差似乎並未為投資者提供相應補償的情況下。此外，我們亦對商業模式更容易受到通脹壓力加劇或供應鏈中斷帶來不利影響的企業持審慎態度。

大幅重新定價帶來精選投資機會

主要由於政府債券孳息率上升，加上最近信貸息差擴闊，令債券收益率急劇上升，因此高級抵押債券市場的交易價相對於面值已大幅折讓。該市場債券於年初的平均價格約為101.4，相對於面值100存在溢價。如今由於收益率上升，導致價格大幅跌至90.9，相對於面值有所折讓⁴。

繼價格下跌後，高級抵押債券市場年初至今的最低收益率上升超過3%，目前接近8% (圖四)。收益率上升，加上債券價格存在較大折讓，這正是推動總回報具有吸引力的理想環境。事實上，鑑於收益率仍處於相對較高的水平，加上隨著時間的推移，其價格最終會回歸面值的證券有望提供總回報機會，整體價格錯配情況已帶來具有吸引力的投資機會。

圖四：高級抵押債券市場的最低收益率年初至今上升超過3%

環球高級抵押債券市場					
	2018年12月	2019年12月	2020年12月	2021年12月	2022年5月13日
最低收益率(%)	7.06	4.96	4.34	4.59	7.69
價格	95.6	102.6	103.9	101.4	90.9

資料來源：洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數。截至2022年5月13日。

具體地分析估值而言，高級抵押債券目前的信貸息差與2018年第四季的水平大致持平；當時，市場日益憂慮聯儲局政策可能會導致金融狀況收緊。然而，如今情況不同，甚至更為有利的是，與2018年年底的可比同期相比，目前債券的平均價格還要低四個基點以上。此情況的背景乃信貸基本因素相對穩健及違約率創紀錄新低，應在經濟增長放緩的環境下為投資者帶來安慰。

「收益率上升，加上債券價格存在較大折讓，這正是推動總回報具有吸引力的理想環境。」

4. 資料來源：洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數。截至2022年5月13日。

從長遠的角度來看，自環球金融危機以來，高級抵押債券市場的最低收益率曾經錄得三次升幅超過8%。在這三次期間，從最低收益率首次超過8%的時候開始，12個月遠期回報就一直維持相當強勁的勢頭（圖五）。

圖五：當最低收益率超過8%時，12個月遠期回報狀況

日期	12個月遠期回報
2011年8月5日	10.3%
2016年1月13日	14.8%
2020年3月12日	14.0%

資料來源：霸菱及洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數。截至2022年5月13日。回報對沖至美元。過往表現不可作為未來表現的指標。

投資啟示

縱觀目前市場，鑑於2022年迄今為止⁵已出現大幅重新定價，我們認為高級抵押債券可提供具有吸引力的投資機會，原因如下：

- 相較大部份固定收益市場，高級抵押債券對利率的敏感度相對較低
- 儘管企業基本因素維持相對穩健，但高級抵押債券收益率已接近8%，而債券價格有約10%的折讓，可提供具有吸引力的回報前景
- 在不確定性加劇及經濟增長放緩的環境下，其可能因在資本結構中處於較優先位置而受到市場青睞

然而，債券市場在未來亦不無風險。俄烏衝突帶來的長遠影響於現階段尚無法量化，但已為整體債券市場帶來相當大的不確定性。此外，貨幣政策收緊更為激進，加上通脹壓力高企，可能會令市場情緒繼續受壓，並引發市場波動。

但值得注意的是，市場波動期間可以（亦經常）為採取「由下而上」管理方式的主動型投資經理帶來取得超額回報的投資機會。從過往多宗市場事件中可以看到這一點，包括於主權債務危機及商品危機，以至新型冠狀病毒疫情爆發引起的市場拋售。然而，在市場波動期間，保持警惕為關鍵。倘若從以往經驗來看，堅定地專注於基本因素及採取「由下而上」的逐項信貸分析，有助於物色有潛力在目前事件過後繼續蓬勃發展的發行人。

5. 截至2022年5月。

為何選擇霸菱？

霸菱為環球高級抵押債券市場的先驅投資者。我們擁有超過11年專注投資該市場的往績記錄，並代表客戶於多個起伏跌宕的信貸及經濟週期中管理投資。重要的是，我們的管理方式始終如一。

霸菱的長遠業績主要歸功於我們龐大的環球團隊。霸菱的高收益投資平台為業內規模最大之一，由超過60名專門的美國及歐洲高收益投資專業人士組成⁵。為與我們的規模及環球業務保持一致，霸菱的高級抵押債券投資策略在歐洲及北美提供多元化的地區持倉，配置比重分別為42%及55%⁶。憑藉在多個地區擁有專業知識及深耕當地的投資資源，我們在評估相對價值投資機會方面具有獨特的優勢，特別是考慮到市場上成熟的大型企業通常以多種貨幣發行債券。

在短期息差擴闊期間，外匯對沖成本可能會產生顯著影響，在此情況下，在多個市場深耕當地的優勢對我們特別有利。例如，基於目前市場預期美元利率上升的速度遠遠快於歐元，以歐元計值的對沖外匯持倉轉換成以美元計值的情況通常會大幅增加；相對於專注單一地區的投資策略而言，這可以提供額外的相對價值投資機會。

鑑於俄烏局勢的最新進展，值得注意的是霸菱的高級抵押債券投資策略主要專注在已發展市場發行人。了解無力償債或破產法以及其如何適用於每項債券為我們分析工作的重要部份。憑藉完善的法務系統及累積數十年可供借鑑的先例，我們對進行這些結構性評估更有把握。

霸菱高收益投資平台的另一優勢為與資本解決方案團隊之間的合作，這有助於我們在發生信貸減值的情況下最大限度提升追償價值。憑藉此等規模，我們能夠對企業的財務狀況進行「由下而上」的詳細分析，將環境、社會及管治方面的因素納入我們的信貸評估流程，並且主動與企業管理層溝通，以物色具有吸引力的投資機會。鑑於多項市場不明朗因素，我們繼續以高度主動型的方式來管理霸菱的高級抵押債券投資策略，同時重點強調「由下而上」的證券挑選。歸根到底，當涉及到減輕信貸風險及物色相對價值機會時，我們認為分析相關信貸基本因素最為關鍵。

6. 資料來源：霸菱。截至2022年4月30日。

7. 資料來源：霸菱。截至2022年4月30日。

霸菱為一家管理超過3,710億美元*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2022年3月31日

22-2226148