



BARINGS

公共固定收益

环球高收益债券市场：关于未来数月的四项考虑因素

霸菱视野

虽然环球高收益债券在今年面对多项挑战，但我们认为环球高收益债券和贷款（包括在部分非传统的领域）仍存在具吸引力的投资机会。



Scott Roth

美国高收益投资联席总监



Adrienne Butler

美国高收益投资联席总监

包括环球高收益市场在内的全球市场在今年面对多项挑战。但该资产类别的前景并非完全负面。事实上，虽然挑战和不确定性可能持续，我们认为环球高收益债券和贷款仍然具有投资价值，预期投资机会将在未来数月持续涌现，并可能出现在出人意料的领域。

在此背景下，我们介绍对未来数月环球高收益债券市场的四项主要考虑因素。

1. 环球高收益债券发行人的表现

从高通胀和坚定鹰派立场的美国央行，到对迫在眉睫的经济衰退的担忧，和不断升温的国际地缘政治冲突，目前市场面对的风险将持续存在，也较难在短期内得到解决。随着加息影响开始渗透到整体经济，需求也相应减弱，环球高收益债券发行人的表现和利润率会受到多大的影响仍是未知之数。

好消息是，相比疫情前，许多**企业的财务状况在疫情后变得较为稳健**。继疫情爆发后，许多环球高收益债券发行人利用此前稳健的资本市场为其债务再融资，从而减少票息支付，同时也延长债务到期日。由于许多企业仍能将通胀压力转移给消费者，因此其现金流量已恢复至或超出2019年的水平，从而带来创纪录的利润率。由于基本面强劲，处于极度承压水平（息差超过1,000个基点）的债券交易比例约为7%左右，特别与早前市场压力较高的期间相比，这属于相对可控的范围¹。这表明短期内违约率显著上升的可能性不大。

此外，在利好方面，即使市场情绪负面，今年余下时间至2023年的盈利预测估计可能比部分市场参与者的预期更为持久。其中一个原因是，由于收入和息税折旧摊销前利润受名义美元所驱动，名义增长环境依然强劲。因此，即使我们进入充满挑战的经济时期，**企业盈利较之前的下跌周期可能表现更佳**。

同时值得注意的是，有别于股票，**环球高收益债券**最重要的是发行人就未偿还债务支付利息的能力。我们认为财务状况相对稳健、违约前景可控和可能更为持久的盈利，令大多数环球高收益债券发行人在未来偿还债务方面处于有利位置。

1. 资料来源：美国银行。截至2022年8月31日。

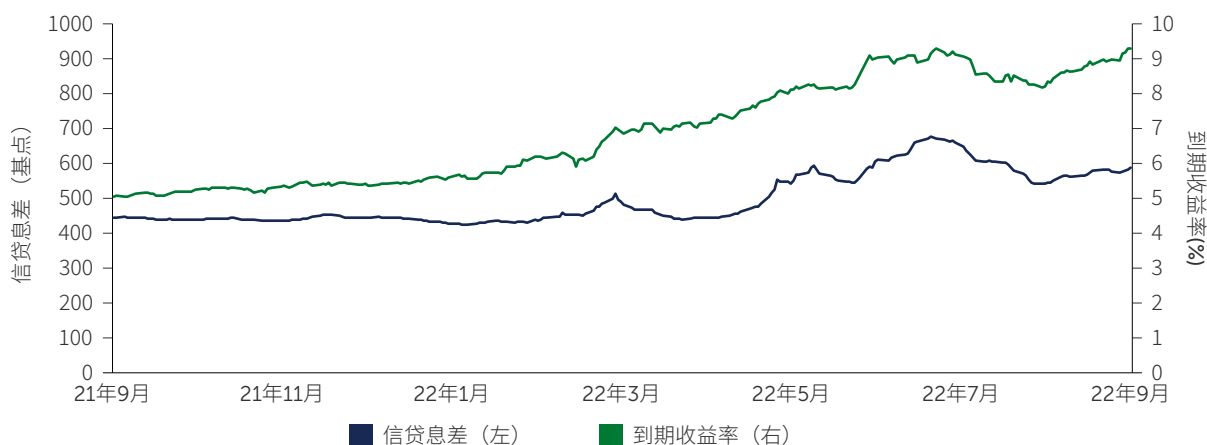
2. 技术面因素为贷款创造投资机会

面对加息环境，金融市场的波动性持续，贷款可提供多项潜在裨益。首先，贷款**以借款人的资产作抵押**，通常在出现违约时对这些资产享有最优先的申索权，因此可以在违约率开始上升时提供实质性的下行保障。贷款也**在资本结构中享有较优先的位置**，这表示贷款的利率和本金必须在其他债权人获得还款前获得偿付。最后，贷款提供**基于浮动利率的息票支付**，因此在利率上升的环境下，需支付的利息会随着利率上升而有所增加，从而可以提供相对稳定的收益增长。从本质上而言，贷款可以被视为对冲利率上升和通胀环境的一种投资工具。

然而，虽然提供多项潜在裨益，但环球贷款市场在最近数月仍未出现显著的资金流入。部分是由于投资者在更具挑战性的时期普遍转向持有现金和优质资产，并追求稳定性。此外，对抵押贷款证券的需求也出现下降，与去年相比，该资产类别约占贷款买家的60%²。具体而言，由于今年部分大型AAA评级的抵押贷款证券买家撤出市场，抵押贷款证券的新发行量因此受到负面影响。

因此，相对于该资产类别的基本面风险，信贷息差仍处于相对较阔的水平。事实上，从目前美国和欧洲的息差处于550至650个基点的区间和历史追偿率的角度而言，违约率需要超过10%才能完全消除目前提供的额外信贷息差³。美国和欧洲的到期收益率（YTM）均具吸引力，约为9%，较一年前高出约400个基点（图一）。因此，在违约率并无显著上升（并非我们假设的基本情况），和利率上升带来的持续利好的情况下，参考过往出现的类似息差扩大的情况，我们认为**该资产类别在未来12个月可能产生可观的回报**。

图一：二级市场平均信贷息差和全球杠杆贷款到期收益率仍处于高水平



资料来源：瑞士信贷。息差按该指数3年期平均贴现率计算。截至2022年9月16日。

2. 资料来源：摩根大通。截至2022年8月17日。

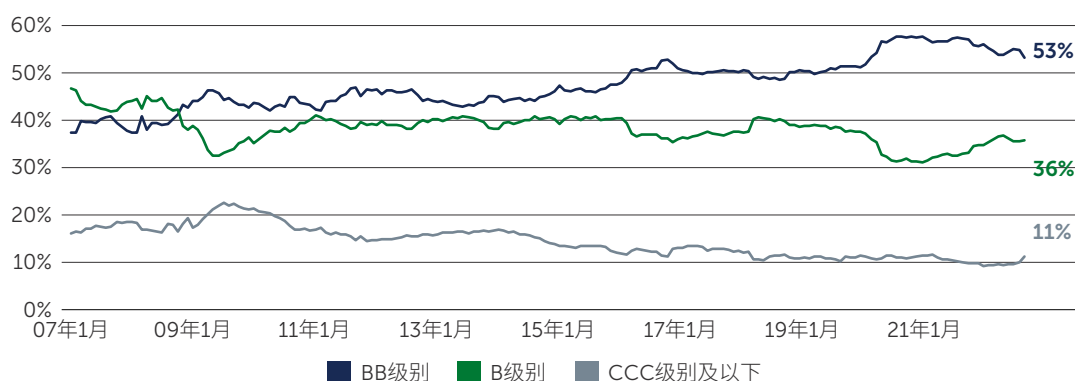
3. 资料来源：瑞士信贷。截至2022年8月31日。

3. 难以把握入市机遇

全球高收益债券今年无疑面对多项挑战，利率波动性和信贷息差扩大对表现造成重大影响。然而，我们认为仍有充分的理据证明对该资产类别进行策略性配置为明智之举。经历了相对历史水平较窄的时期后，目前的息差徘徊在500个基点左右，部分投资者开始质疑目前是否买入全球高收益债券的良好时机。但相对历史水平而言，息差是否合适的问题更为微妙，原因有以下几个：

首先，**全球高收益市场的质量在过去15年已显著提升**。目前BB级别债券占全球高收益债券市场的53%，较2007年的38%有所上升；与此同时，B级别债券所占比例则降至36%（图二）。质量的提升是由多项因素所致。例如，在2016年商品危机期间，此领域多家表现欠佳的企业经历重组程序和被指数剔除。在过去两三年，由于新债券发行蓬勃，加上许多投资级别债券在新型冠状病毒疫情首次爆发后被下调为高收益债券，令「堕落天使」的规模创下纪录高位，因此市场质量显著提升。

图二：全球高收益债券：信贷质量的变化趋势



资料来源：美国银行。截至2022年9月16日。

此外，虽然息差扩大意味着较大的长期总回报潜力，**但如同6月份所出现的息差显著扩大的时期并不常见**。事实上，自2010年以来，全球高收益债券息差超过600个基点只有8次，并只有2次息差扩大至800个基点以上⁴。因转折点转瞬即逝，也极难把握这些息差扩大事件的时机。因此，我们认为对该资产类别采用战术性策略的效率较低；反之，在必然会出现进一步波动的市场下，**策略性配置可以协助投资者在市场回升之际快速且高效地把握出现的投资机会**。

4. 资料来源：美国银行。截至2022年7月31日。

「过去，从主权债务危机到2020年新型冠状病毒疫情爆发引起的市场急跌，这些市场错配和大幅起落期间为采取『自下而上』管理方式的主动型投资经理带来取得超额回报的投资机会。」

4. 在非传统的领域涌现投资机会

影响目前市场表现的趋势和动态正呈现精选投资机会，在某些情况下来自非传统的领域。在行业方面，我们认为**相对于耐用消费品业，服务业存在具有吸引力的投资机会**。新型冠状病毒疫情首次爆发后，家具和家电等耐用消费品的需求在巨额的财政刺激措施推动下显著上升。另一方面，由于社交距离措施普及，对服务的需求大幅下降。近期，这些趋势有所逆转，投资机会也相应有所转变。

我们寻找到潜在投资机会的另一个领域是环球债券市场中价格承压的领域。在环球抵押贷款证券市场，金融危机后的环球抵押贷款证券（也称为「抵押贷款证券2.0」）当中有一篮子的债券，其最大配置通常为5%左右。此篮子过去主要是作为提高息差的策略。但随着以折让价购买债券的机会涌现，这些债券将提供**回归面值的重大的潜在机会**，正如我们在第二季度末看到美国BB级别债券的表现正是此种情况。最近，BB和BBB级别债券之间的息差差异已有所收窄，因此，我们认为质量较高的BBB级别债券在某种程度上不符合传统，但也开始变得具有吸引力。

当**美国和欧洲之间的相对价值**基于市场情况**发生改变**时，机会也随之出现。欧洲债券和贷款市场的息差目前较美国更阔，虽然欧洲市场的质量较高，但该情况也不罕见。然而，从历史可见，该市场受技术面影响较大，在波动期间可能会出现严重错配，例如在日益严峻的能源危机期间可能出现的情况。以往，从主权债务危机到2020年新型冠状病毒疫情爆发引起的市场急跌，这些市场错配和大幅起落期间为采取「自下而上」管理方式的主动型投资经理带来**取得超额回报的投资机会**。

投资启示

未来数月有多项风险可能会影响市场。除通胀、利率、经济增长和地缘政治冲突外，量化紧缩和欧洲局部禁运俄罗斯石油的潜在影响也是未来值得关注的方面。在目前充满不确定性的环境下，当考虑投资在环球高收益债券时，我们认为信贷密集型的全球策略是关键。

霸菱是一家管理3,497亿美元*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，高收益债券是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.baringsgroup.com)

*截至2022年6月30日

22-2459286