

BARINGS



公開固定收益

# 四大正面因子 支持非投資等級債券

霸菱洞察

過去十年非投資等級債券發生根本性的變化，如今無論是殖利率還是信用品質均有所提升，因此面對潛在的經濟低迷時，顯得格外有投資價值



Sean Feeley, CFA(特許金融分析師)

美國非投資等級團隊投組經理人

顯然，目前的投資環境存在許多挑戰。對經濟軟著陸前景的樂觀情緒似乎正逐漸消退，潛在的經濟衰退可能即將到來。此外，利率走勢仍然不明朗，但市場似乎普遍認為日後「較高利率環境可能會持續較長時間」。與此同時，全球地緣政治緊張局勢繼續升溫。

**儘管所有這些因素於未來幾個月可能會令市場受壓，但非投資等級債券市場似乎更能抵禦即將到來的任何衝擊，主要原因有以下四點：**

## 1. 非投資等級市場信用品質大幅提升

有不少投資者誤以為非投資等級意味著高風險。但情況不一定如此；事實上，如今非投資等級市場的信用品質要遠高於以往水平。具體而言，雖然以往歐洲市場的BB級發行人更多，**但現在近半數美國非投資等級發行人都是BB級**；與十年前相比，如今的市場發生了翻天覆地的巨變（圖一）。與此同時，最低信評的CCC級發行人目前僅佔市場的11%，10年前及20年前占比超過19%及17%<sup>1</sup>。與過往相比，如今非投資等級市場的企業規模更大，全球多元化程度更高，其中包括Rolls-Royce、Vodafone及American Airlines等知名企業\*。

圖一：非投資等級市場信用品質相較以往有所提升



資料來源：ICE美銀。截至2023年9月30日。

**\*本文所提及之個股或公司，並非推薦或勸誘投資該個股或公司。**

1. 資料來源：ICE美銀。截至2023年9月30日。

## 「鑑於信用品質較高、槓桿率較低、現金緩衝充裕以及短期內到期的債券有限，中短期內違約率顯著上升的可能性不大。」

令人鼓舞的是，當中許多非投資等級企業過去幾年一直致力於**強化自身的財務狀況**，因此從基本面的角度而言，這些企業已做好充分準備應對潛在的經濟衰退。美國及歐洲非投資等級企業的淨槓桿率處於合理水平，分別約為3.6倍及4.8倍<sup>2</sup>，利息保障倍數亦處於可控水平，其中美國為5.3倍<sup>3</sup>。就大部份非投資等級市場而言，企業利潤(用稅前息前折舊攤銷前利潤(EBITDA)為代表)已恢復到超過疫情爆發前的水平；事實上，美國非投資等級企業的EBITDA最近平均達到10億美元，突顯出其規模較大。

到目前為止，在經濟增長放緩及融資成本輕微上升的情況下，非投資等級發行人能保護其資產負債表的健全；由此可見，即使在經濟疲弱時期，大多數非投資等級發行人仍有能力繼續償還債務。與此同時，**短期內到期的債券仍然有限**。例如，美國市場有7%的債券於未來18到24個月內到期<sup>4</sup>，其中大部份為BB級，這代表發行人將能進入資本市場，且面對再融資風險的可能性不大。

鑑於信用品質較高、槓桿率較低、現金緩衝充裕以及短期內到期的債券有限，我們認為違約率可能會因一些特殊情況而小幅上升，但中短期內顯著上升的可能性不大。即使未來幾個月經濟陷入衰退，預計違約率仍將維持於3%左右(這與歷史平均水平相似)。

## 2. 目前非投資等級債券的殖利率及價格更具有吸引力

相對於過去幾年，目前非投資等級市場處於獨特的位置。當然，該資產類別仍會受到過去18個月利率上升帶來的挑戰；利率上升，大部份固定收益市場普遍急跌，非投資等級債券市場亦受到影響。不過，過去幾年的低利環境也讓非投資等級市場年度報酬很少超過10%。

最近，繼非投資等級市場於2022年出現大幅重新定價之後，殖利率已翻倍至接近雙位數水平。例如，BB級非投資等級債券目前的殖利率約為7.5%，而B級(含)以下債券的殖利率為9%以上，加上平均價格存在10-15%的折價<sup>5</sup>，這也暗示非投資等級債券在獲得潛在報酬的同時，無需承擔過高的風險<sup>6</sup>。

2. 資料來源：彭博。截至2023年9月30日。

3. 資料來源：彭博。截至2023年9月30日。

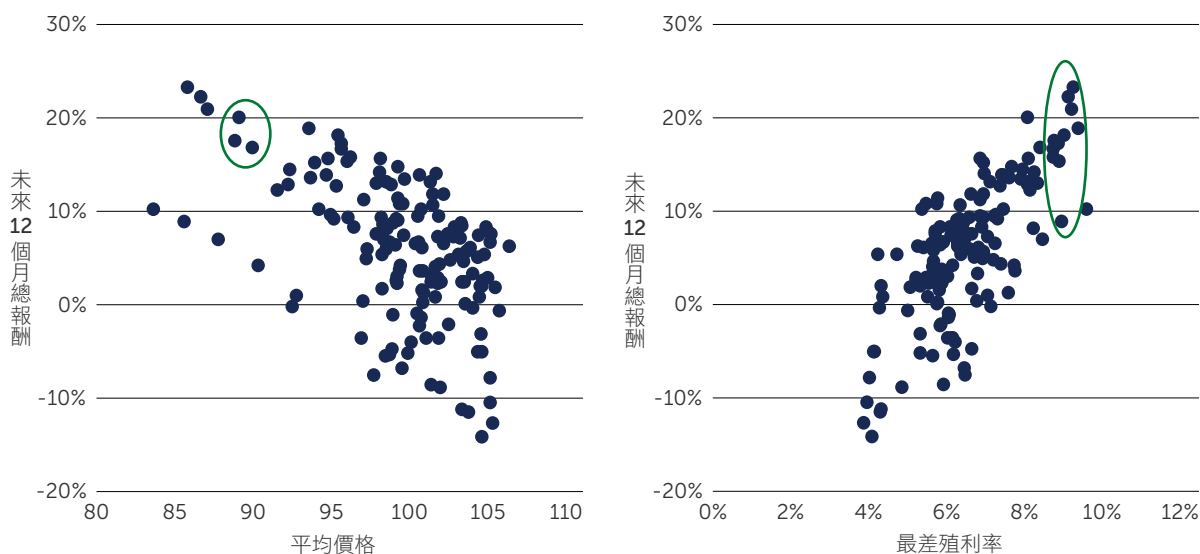
4. 資料來源：ICE美銀。截至2023年9月30日。

5. 資料來源：摩根大通及美銀。截至2023年9月30日。

6. 資料來源：彭博。截至2023年9月30日。

隨著債券價格到期會回到面值，目前平均價格存在折價，為潛在信貸虧損提供了緩衝，而且反映出強勁的資本增值潛力。此外，以過去經驗看來，在出現類似這種殖利率水平和平均價格後的12個月內，往往會有不錯的雙位數報酬潛力（圖二）。

圖二：根據過往經驗，目前非投資等級債券的殖利率和價格，未來12個月有望帶來雙位數的報酬潛力



資料來源：霸菱及ICE美銀。截至2023年9月30日。

加上非投資等級債券的存續期間相對較短(目前不到四年)，這些特徵提高了該資產類別於經濟降溫情境下的整體防禦性。事實上，鑑於經濟增長的不確定性上升以及地緣政治緊張局勢加劇，部份投資者已開始從股票等評價較高的資產移出，轉向殖利率具吸引力且表現持穩的非投資等級市場。隨著利率正常化，我們預計這一趨勢有望持續。

### 3. 非投資等級債券不需要強勁的經濟增長

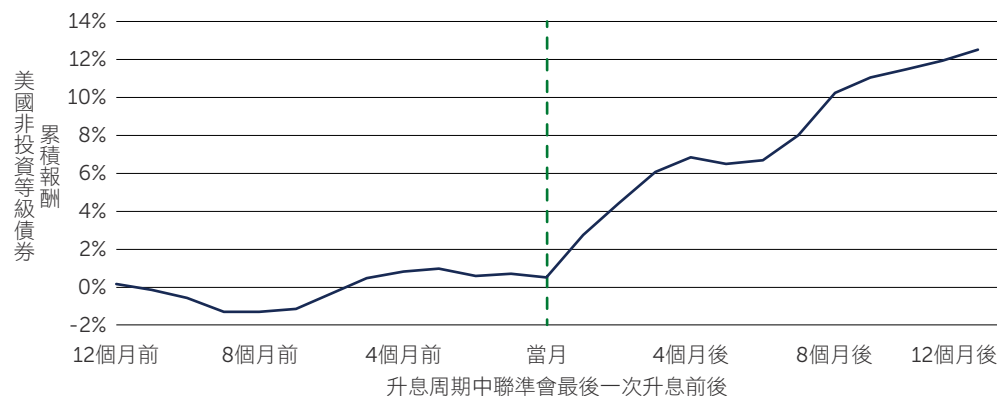
聯準會能否在勞工市場受到負面衝擊之前降息，市場對此有很多的猜測。成功軟著陸當然有利於非投資等級市場，因為通膨降溫以及經濟溫和正增長(包含緩慢的增長)，均有望讓利差收窄並帶來具吸引力的總報酬潛力。

但即使軟著陸未能實現，非投資等級債券的前景亦並非完全負面。非投資等級債券與股票不同的地方在於，非投資等級債券不需要強勁的經濟增長亦能夠取得良好表現。在此市場，最重要的是發行人就未償還債務持續償付利息的能力。GDP增長放緩甚至是短期進入溫和的衰退，都不大可能令違約率大幅上升，特別是考慮到目前非投資等級債券的防禦性更強。

同時值得注意的是，2022年非投資等級債券取得負報酬，其中75%是源自於聯準會前所未有的升息，但值得注意的是，升息步伐一定會隨著通膨降溫而放緩。

事實上，歷史經驗顯示利率見頂後非投資等級債券往往會出現正報酬。具體而言，美國過去出現過四次升息週期，在利率見頂後的12個月內，非投資等級債券的平均報酬接近12%**(圖三)**。

**圖三：歷史經驗顯示利率見頂後，美國非投資等級債券往往取得正報酬**

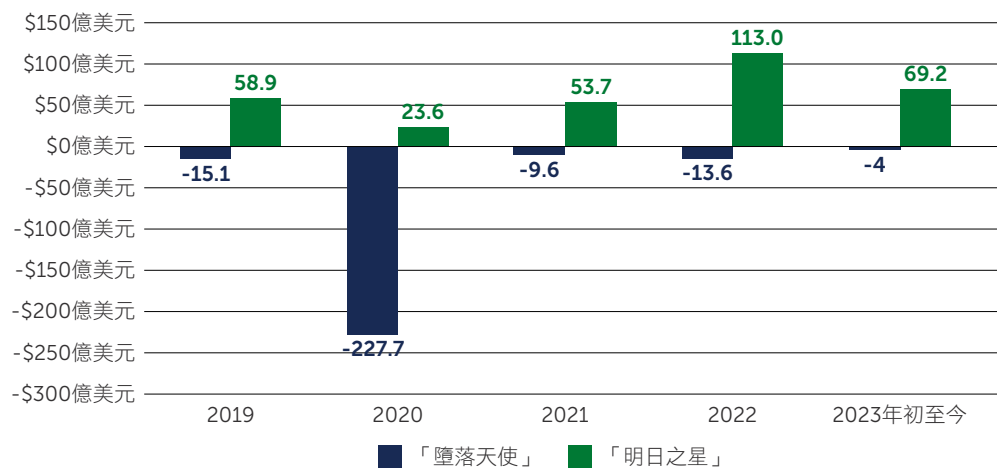


資料來源：彭博及ICE美銀。截至2023年9月30日。本文提到的美國過往四次升息週期涵蓋1994-1995年(最後一次升息於1995年2月)、1999-2001年(最後一次升息於2000年5月)、2004-2007年(最後一次升息於2006年6月)及2015-2019年(最後一次升息於2018年12月)。**過往表現亦不一定反映未來結果。**

#### 4. 有利的技術面有望持續

非投資等級市場的技術面尤為強勁，為其表現提供進一步支持。而技術面強勁的原因之一是2022年「明日之星」(即由非投資等級升為投資級的公司)的規模達到歷史新高(1,130億美元)，遠高出「墮落天使」(減少136億美元)。此外，2023年前三季「明日之星」的規模亦高出「墮落天使」700多億美元**(圖四)**。

**圖四：「明日之星」的規模大幅超過「墮落天使」，從而提供有利的技術面**



資料來源：摩根大通。截至2023年9月30日。

很多公司的信評上調至投資級，導致非投資等級市場規模縮小，2022年萎縮11%，預計2023年還會進一步萎縮<sup>7</sup>。從技術面角度來看，相同數目的資金可以買到的標的減少(即供不應求)，從而為該資產類別帶來強勁的技術面支持。

加劇供需失衡的是，今年的新發行仍相對溫和，其中大部份用於再融資活動。此外，繼2022年表現乏力後，併購活動年減約40%，市場實際上並無新發行供應<sup>8</sup>，加上待發債券不多，且有大量現金在場外觀望，強勁的技術面、對非投資等級市場尤為有利。

## 歸根到底

從對經濟增長及潛在衰退的擔憂，到地緣政治緊張局勢加劇，未來幾個月很多因素都可能令金融市場受壓。於此背景下，我們認為非投資等級債券的表現將保持持穩，主要原因有四個：

1. **該市場的信用品質較高**，加上基本面穩健且短期內到期的債券有限，可令違約率處於可控水平。
2. 目前**殖利率上升及價格存在折價**，為信貸虧損提供了潛在緩衝，並且反映出強勁的資本增值潛力。
3. 持續供不應求，這將繼續於未來幾個月提供**強勁的技術面支持**。
4. 非投資等級債券不需要強勁或正面的經濟增長亦能夠取得良好表現，且**歷史經驗顯示利率見頂後、非投資等級債券往往出現不錯的正報酬表現**。

7. 資料來源：摩根大通。截至2023年9月30日。

8. 資料來源：摩根大通。截至2023年9月30日。

霸菱為一家管理逾3,479億美元\*資產的全球投資管理公司，致力於尋找不同的投資機會，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場建構長線投資組合。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，在北美、歐洲和亞太地區駐有投資專家，致力於為客戶、社區和員工提供服務，並致力於可持續的發展和負責任的投資。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市基隆路一段 333 號 21 樓 2112 室  
一百零六金管投顧新字第零零貳號 0800 062 068

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文之經濟走勢預測亦不代表相關基金績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。基金投資涉及投資於新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本資料可能載有根據霸菱資產管理現時的意見、預期及預測而作出的前瞻性陳述。本公司並無責任更新或訂任何前瞻性陳述，而實際結果可能與前瞻性陳述所預期者有重大差異。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經驗信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

\*截至2023年9月30日

TW23-3228074 出刊日期：2023年11月14日