

BARINGS

2024年展望

聚焦

非投資等級市場

霸菱對談

伴隨著不確定性增加，2024年前景顯得更加難測，
本文邀請霸菱非投資等級團隊的專家，探討此資產類別的未來前景。



BRIAN PACHECO
投組經理人
全球非投資等級



MATT LIVAS
客戶投資組合管理團隊主管
公開固定收益

MAT TLIVAS(主持人)：目前全球市場仍存在許多不明朗因素。我們不禁生出一連串疑問：經濟是否會陷入衰退，而若經濟陷入衰退，會持續多久，嚴重程度如何？未來的利率走勢會如何？於此環境下，非投資等級市場在過去一年有什麼是最令您感到驚訝的？您如何看待未來12個月的發展趨勢？

BRIAN PACHECO：非投資等級貸款和債券持續表現強勁是今年最大的驚喜之一，部份原因是非投資等級債券和貸款的存續期間較短、利率敏感度較低，另外的原因來自於利空較少，正如我們所預期，今年初並未發生一些市場人士預期的違約潮，而「高利率環境可能會持續較長時間」這一情況對貸款(浮動利率)尤為有利。與此同時，信貸評等下調情勢亦處於可控水平。

當然，投資人最大疑問是：倘若總經狀況開始惡化，非投資等級的強勁表現能否持續？部份解答來自於目前殖利率及報酬水平。貸款年初至今的總報酬約為10%、目前殖利率約為9.5%¹。美國非投資等級債券年初至今上升近5%，殖利率為9.5%左右²。在經濟大幅放緩的情況下，殖利率仍能達到如此水平，應能為投資者提供相當的緩衝。

MATT LIVAS：您對非投資等級債券及貸款的信貸品質有何看法？未來是否會出現一大波違約潮，還是說這預測過於負面？

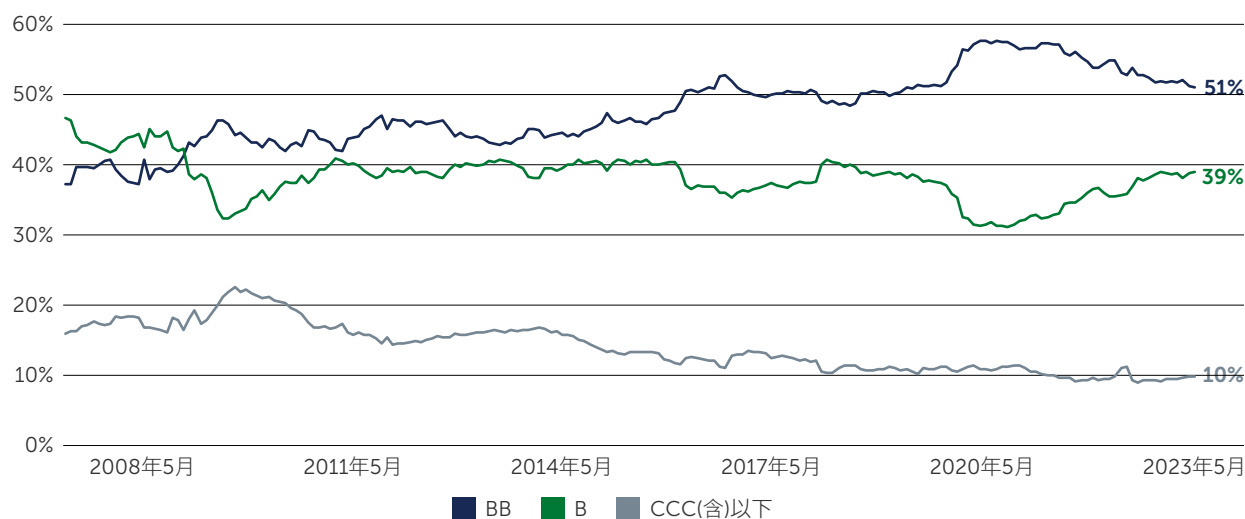
BRIAN PACHECO：鑑於2023年的違約率相對溫和，部份分析師仍預測未來12至18個月違約率會大幅上升，投資者可能會普遍有損失。然而，這並不是基本預測，主要原因有以下幾點：首先，倘若經濟出現衰退或大幅放緩，這將是歷史上最被廣泛預測的經濟衰退之一。由於市場價格會領先反映，目前已大幅折價的價格，已反映了未來12-18個月經濟可能出現的低迷和違約，且目前的較高殖利率應有助於消化任何確實會發生的違約事件。

與此同時，非投資等級市場的信評在過去十年已顯著提升，這是我們認為不大可能出現大範圍違約的另一原因。例如，BB級目前佔市場比重超過五成，十年前是40%(圖一)。違約風險最高的CCC級目前僅佔10%，遠低於2008金融危機後的超過20%。更重要的是，目前非投資等級市場的產業分布更為多元，並沒有一個產業出現嚴重受壓的跡象。因此，違約可能是個別信貸的非系統性及特殊性所引起。總而言之，儘管2024年違約率可能會從目前的較低水平有所上升，但非投資等級市場整體品質預期仍健康。

1. 資料來源：瑞士信貸。截至2023年10月31日。

2. 資料來源：美銀。截至2023年10月31日。

圖一：非投資等級市場信用品質有所提升



資料來源：美銀。截至2023年9月30日。

MATT LIVAS：預期非投資等級市場「明日之星」/「墮落天使」*的態勢為何？

BRIAN PACHECO：新冠病毒疫情爆發期間，超過2,000億美元的投資級信貸被降為非投資等級³，從那時起，非投資等級市場規模萎縮了約3,500億美元，其中2,300億美元屬於「明日之星」、可能在未來上調為投資級，這為非投資等級市場帶來良好的技術面。福特汽車(Ford、約有400億美元債務)近期被上調評等至投資級，就是很好的例子。霸菱預計2024年「明日之星」的規模仍然高於「墮落天使」，只是差距沒有過去18個月那麼大。

*明日之星(Rising Star)：指的是從「非投資等級」調升為「投資等級」的信貸；墮落天使(Fallen Angel)：指的是從「投資等級」調降為「非投資等級」的信貸。

MATT LIVAS：展望未來一年，非投資等級市場哪些領域最具吸引力？存在投資機會？

BRIAN PACHECO：BB級債券目前的殖利率為7%至8%，相較股市的過去平均年化報酬實屬難能可貴(標普500指數長期年化報酬約為10%或11%⁴)。於非投資等級殖利率達到如此水平的情況下，就沒有必要透過承擔額外的信貸風險來「追求收益率」。我們在一些有較高殖利率和信用利差的債券發現到獨特機會，這些信貸有較佳流動性槓桿或有較佳抵押擔保能力，有多種方式可進行再融資。BB級及B級債券方面，根據基本面改善而帶來的盈餘動能轉佳或信評上調潛力，我們預期利差將會收窄。

貸款市場方面，BB級貸款的票息約為7.5%至8%，歷年來這類型的貸款違約率都很低⁵。貸款市場的其他領域亦存在投資機會。例如，投資者會發現第一留置權貸款可提供與股票相似的報酬潛力；在沒有發生重大不利總經事件(例如2008金融危機和新冠病毒疫情等)下可提供如此報酬潛力實屬罕見。

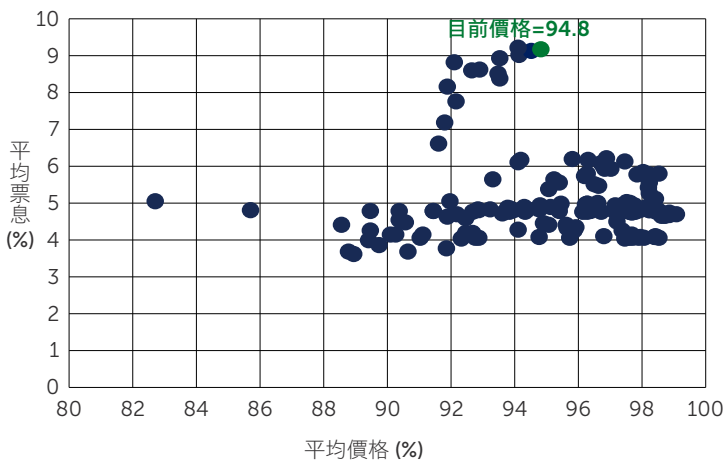
3. 資料來源：摩根大通及美銀。截至2023年10月31日。

4. 資料來源：美銀。截至2023年10月31日。

5. 資料來源：瑞士信貸。截至2023年10月31日。

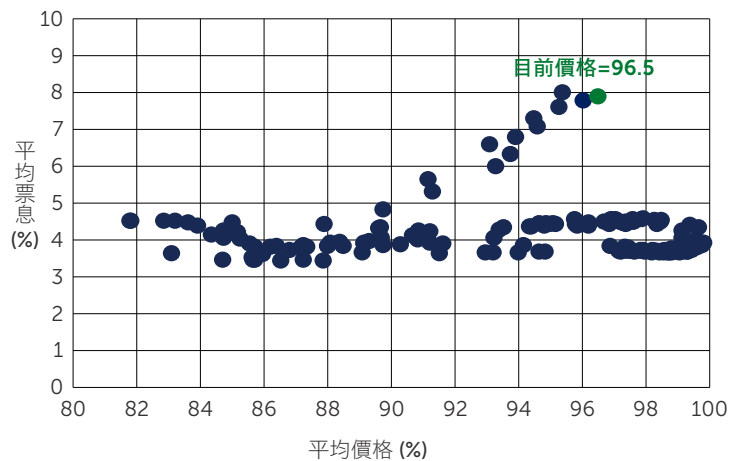
圖二：貸款市場的票息處於歷史高檔，預計將持續保持

美國貸款市場：票息 vs. 價格



資料來源：霸菱、瑞士信貸槓桿貸款指數及瑞士信貸西歐槓桿貸款指數(非美元)。截至2023年9月30日。

歐洲貸款市場：票息 vs. 價格



資料來源：霸菱及彭博。截至2023年9月30日。

僅供說明用途。此分析僅根據所討論的個別因子/變數演算而來。此分析並未涵蓋可能影響潛在結果的所有因子和變數。過往表現亦不一定反映未來結果。

MATT LIVAS：展望未來，市場面對的最大風險是什麼？

BRIAN PACHECO：鑑於目前的違約率軌跡預測及當前較高的殖利率，我整體上不太擔心非投資等級債券及貸款市場，但因為近期發行貸款的債權人保護欠佳，是需要留意的，另外發行人債務管理的能力也要考量，雖然有多種方法可降低風險(例如成為償債優先順位最高的債權人、在談判桌上佔有一席之地，或是與贊助人(sponsors)、同行及顧問保持良好關係)，但都不是萬全之策。

與此同時，在場外保持觀望及試圖準確把握市場時機亦會帶來風險。目前可從市場獲取的收益管道很多元，不適宜等待，因為像這樣的買入機會通常不會持續太長時間。然而，考慮到未來有可能出現更具挑戰性的情景，我們認為採取「由下而上」的投資方法(即根據個別發行人、個別交易及個別信貸進行投資)至關重要，不僅能避免保護投資組合，亦可物色到能抵禦未來挑戰的發行企業。

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

TW23-3262989 出刊日期：2023年12月5日