

BARINGS

2025年展望

全球 固定收益

對談

綜觀總經環境、政治局勢及地緣政治等方面，無一不在變化之中。於此環境下，霸菱固定收益投資組合經理人透過對談，分享「非投資等級」、「新興市場債券」及「投資等級信貸」的未來前景。



RICARDO ADROGUÉ

全球主權債券和貨幣投資
團隊主管



OMOTUNDE LAWAL, CFA

歐非中東企業信用和
新興市場企業債券
團隊主管



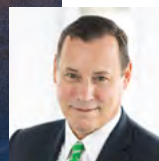
BRIAN PACHECO

全球非投資等級
投組經理人



CHARLES SANFORD

投資等級信用
團隊主管



COLIN GORDON

(主持人)
投資組合解決方案及分析
團隊主管



COLIN GORDON(主持人):在預測2025年及以後的展望時，許多投資者認為川普贏得美國總統大選是一大考量因素。第二屆川普政府對各個投資市場有何潛在影響？

BRIAN PACHECO:綜觀而言，第二屆川普政府可能會採取措施、進一步推動經濟增長及降低監管力度，而美國非投資等級市場在大選結果出爐後亦十分迅速消化了這個情景。在產業方面，川普政策對能源業的影響備受關注。儘管大選後能源業回升，但所謂的「加大油氣鑽探」情景是否一定有利，亦是否會大幅增產(特別是考慮到近年來決定能源供給的主因是油價、而非監管)，仍是未知之數。當然，需求及地緣政治因素亦可能會影響該產業前景。

RICARDO ADROGUÉ:地緣政治方面，有市場人士認為，既然大選塵埃落定，相關風險理應逐漸消退。這在一定程度上可能是對的，特別是考慮到俄烏戰爭及中東戰爭的情況下，但考慮到這些地緣政治危機帶來的各種複雜因素，對市場可能過於樂觀實在感到憂慮。

OMOTUNDE LAWAL:新興市場及歐洲企業方面，關稅政策是「川普2.0時代」下的主要不明朗因素，亦是我們密切關注的焦點。新興市場方面，中國是最大的未知數，同時對全球經濟發展亦起到舉足輕重的作用。第一屆川普政府執政期間，全球貿易格局重新洗牌，從中國轉移至全球其他國家/地區。展望未來，我們預計新興市場在全球關稅戰中將會出現一批贏家及輸家。商品出口國及國內經濟強勁的國家可能呈現出一定的穩定性。然而，市場可能低估了中國在經濟上予以反擊的能力，亦低估了可能作出反擊的力度。

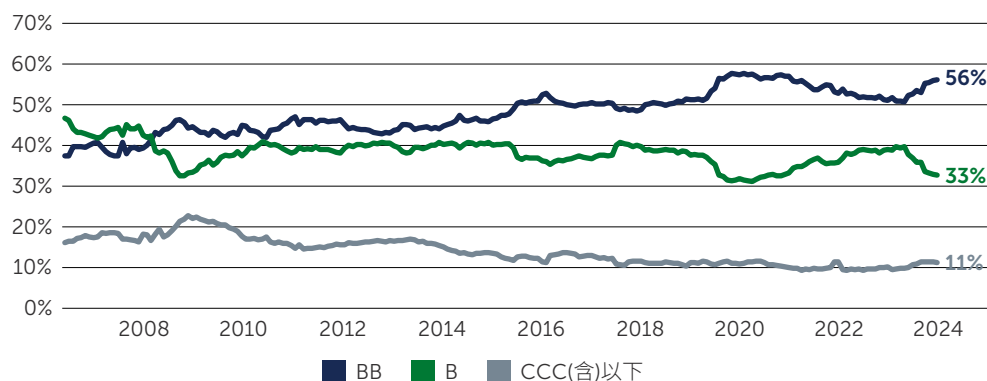
COLIN GORDON:儘管市場環境存在不明朗因素，但信貸利差仍繼續收窄。各位從「由上而下」及「由下而上」兩個角度分析市場，所得結果之間是否存在脫節？

BRIAN PACHECO:與過往相比，非投資等級的利差較窄，箇中原因有幾點。從總經的角度來看，儘管經濟衰退及政治風險猶存，但似乎逐漸轉向緩和，而這一點有利信貸市場。從基本面的角度來看，儘管零售及其他以消費為導向的產業表現疲弱，但整體而言，**非投資等級發行人的財務狀況良好**。此外，需求強勁及供給緊張為市場提供進一步的技術面支持。

「展望未來，我們預計新興市場
在全球關稅戰中將會出現一批贏家及輸家。」

同時，非投資等級債券市場亦發生結構性變化。可以說，市場目前的信貸品質處於歷史最高水準，其中BB級發行人佔全球非投資等級債券指數的比重為56%，接近歷史高點，而CCC級發行人約佔11%(圖一)。此外，市場存續期間約為3年，表明市場對利差擴大的敏感度較低。特別是，信評的提升亦有助於違約率維持在較低水平。可能出現違約的多半是CCC級發行人；鑑於目前市場CCC級債券發行人所佔的比重較少，即使未來一年違約率會略有上升，預計未來違約率仍將處於歷史水平區間內。

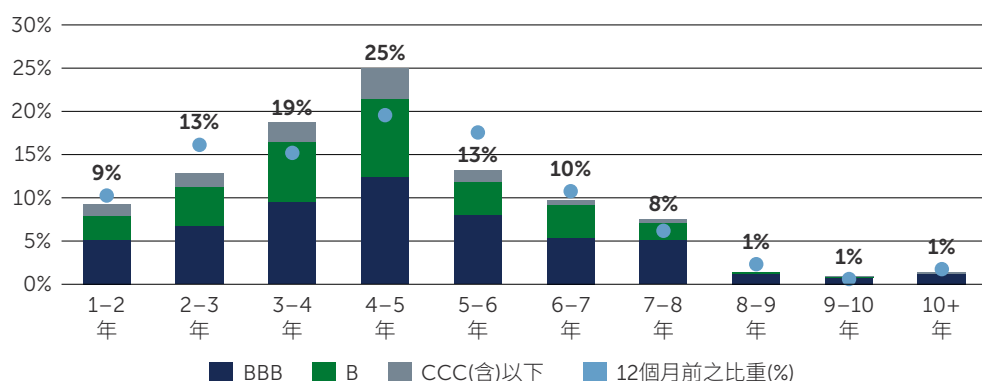
圖一：非投資等級債券市場整體的信評有所提升



資料來源：ICE美銀。截至2024年9月30日。

同時值得一提的是，鑑於整體市場信評較高，加上存續期間較短，到期風險也是一個即將出現的風險；但實際情況並非那麼令人擔憂；由於非投資等級債券發行企業通常會在債券最終到期前至少12至18個月為其進行再融資，因此，若企業對此類債券提前進行再融資，加上目前的市價低於面額，在許多情況下，投資於此類債券可賺取相較最差殖利率更高的報酬機會。目前市場有很大部分的非投資等級債券屬於這種情況，因此，投資價值頗具吸引力。

圖二：非投資等級債券到期情況可能不那麼令人擔憂



資料來源：摩根大通。截至2024年9月30日。

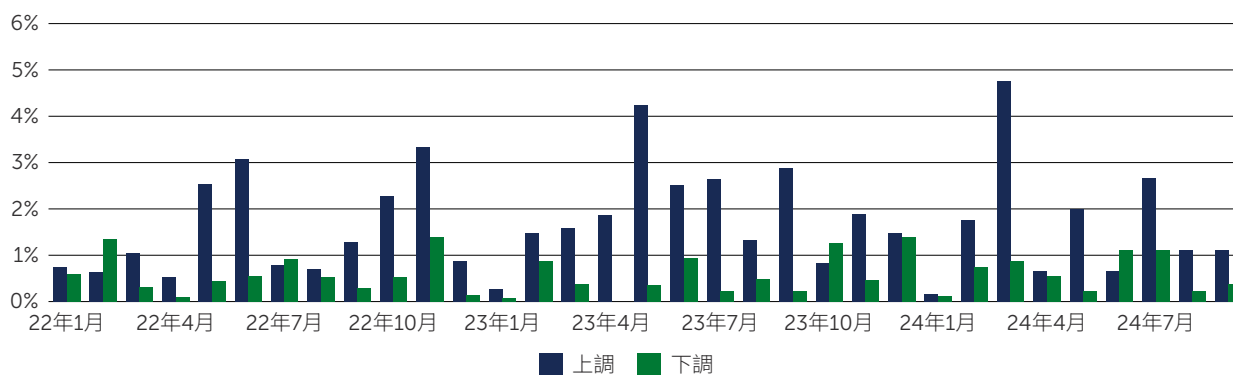
CHARLES SANFORD:從「由下而上」的角度來看，同樣看好投資等級信貸市場。技術面十分強勁，且需求面仍暢旺，特別是注重收益的保險企業，這些企業因應市場對固定年金產品的需求激增而帶來的負債，需要找到相對應的資產來搭配。此外，美國及歐洲市場的基本面亦表現強勁，企業盈餘已基本恢復至疫情爆發前的水平。然而，槓桿率仍在上升，這表明從基本面來看利差收窄可能並非完全合理，特別是考慮到未來市場可能會出現波動。

COLIN GORDON:綜觀總經環境，美國及歐洲的經濟似乎正朝著不同的方向發展。各位是否認同這一看法？這對各位投資的資產類別有何影響？

RICARDO ADROGUÉ:的確美國經濟的狀況似乎較歐洲更佳，但情況卻很微妙。近年來，歐洲經濟遭受多次負面衝擊。於俄羅斯入侵烏克蘭期間，歐洲限制從俄羅斯購買石油及天然氣的數量，轉而選擇以更高的價格從美國購買，導致能源成本大幅上升。於此期間，歐洲亦增加軍事支出；由於區內缺乏武器供應商，不得已又再從美國採購。因此，儘管美國經濟確實強勁，但從導致歐洲經濟面對挑戰的部份因素來看，作為一個經濟體，其生產力並沒有下降。相反，歐洲經濟出現週期性低迷的可能性更大，並將於某個時候出現逆轉。然而，在那樣的環境下，歐洲可能會下調利率，而假設那時美國升息，會導致利差擴大，從而進一步推高美元兌歐元匯價。

OMOTUNDE LAWAL:我認同Ricardo的看法，目前歐洲所面對的壓力可能會在中短期對歐洲經濟及企業產生負面影響。當然，我不會完全不投資歐洲企業。值得注意的是，歐洲於過去幾個月出現分化。相比「歐洲周邊國家」，「歐洲核心國家」面對更大挑戰：歐元區採購經理人指數呈降溫趨勢，但事實上，「歐洲核心國家」的許多企業表現相當穩健，特別是那些業務遍及全球的歐洲投資等級大型企業。此外，正如Charles所提到的，基本面及技術面整體上表現穩健。企業評等被調整的狀況亦呈現良好趨勢；於最近幾年，信評獲得上調的企業家數是評等被下調的數倍(圖三)。所有這些都表明，儘管歐美之間的經濟狀況似乎存在很大差異，但從「由下而上」的角度來看情況更為微妙，這最終成為我們日後作出資產配置決策的理由。

圖三：歐洲企業評等獲上調的企業多於被下調的企業



資料來源：摩根大通；截至2024年9月。

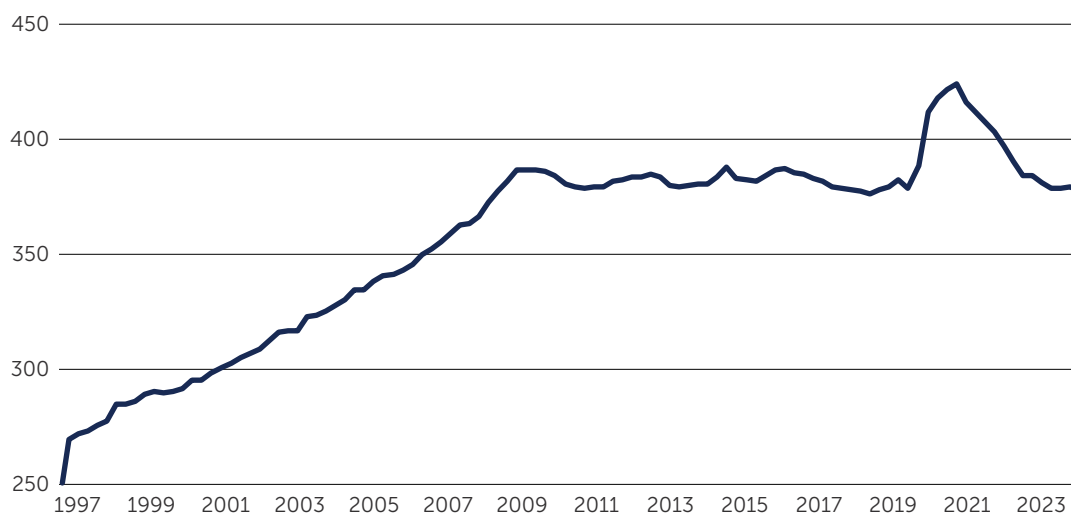


COLIN GORDON:各位於職業生涯中都歷經多個信貸週期。那麼，本輪週期又有何不同？

CHARLES SANFORD:我認為現在未必是週期尾段，主要原因是系統中並無任何重大的累積失衡。例如，在2008年全球金融危機之前，系統中的槓桿資金量非常龐大；而於2015/2016年的能源危機期間，企業同樣大量使用槓桿。此外，有時候併購活動會大幅增加，在這些期間投資等級企業會動用大量槓桿來收購其他企業。因此，儘管利差較窄，而且已持續了一段時間，但我們仍有理由認為，本輪週期可能會持續相當長的一段時間。

RICARDO ADROGUÉ:我亦認為本輪週期可能會再持續一段時間。如圖四所示，自2008年以來，扣除2020年因新冠疫情而大幅上升，全球債務存量一直維持在相當穩定的水平。這主要是因為，儘管政府的債務與GDP比重有所上升，但家庭及企業的債務與GDP比重整體出現下跌。綜合來看，目前所有債務與GDP比重實際上是低於2008年危機爆發時的水平。

圖四：已開發市場債務佔GDP比重維持穩定(扣除2020年新冠疫情)



資料來源：彭博國際金融研究所；截至 2024 年 6 月。

「我們對非投資等級市場表現穩健感到滿意，特別是從「由下而上」的角度來看，但考慮到目前的資金流量，很難確定目前究竟處於信貸週期的哪個階段。」

OMOTUNDE LAWAL:此外，我們尚未進入週期尾段的看法、在企業債券市場亦得到印證。與過往相比，歐洲及新興市場的企業資產負債表均良好；而槓桿水平在過去十年整體上一直在改善，不過正如Charles所講，於某些情況下開始緩慢上升。因此，技術面方面，利潤率仍有擴張空間的產業及企業，其債券利差可能會略有收窄，特別是進一步降息的歐洲。於新興市場方面，多家央行早於聯準會進行降息，這為那些國家的企業創造空間，這些企業主要在其國內市場經營業務。

與十年前相比，目前全球金融業的體質亦有很大的改善。於歐洲方面，瑞士信貸倒閉之後，銀行體系恢復得相當快。我剛才提到過評等上調，而值得注意的是，歐洲的一些評等上調的趨勢，實際上是集中在銀行業，其中近期有多家義大利及西班牙銀行的信貸評等獲得上調。新興市場亦出現相似的主題，其中銀行系統的整體狀況較佳。部份新興市場的銀行系統，例如墨西哥的銀行系統，其資本的良好程度處於歷史最高水平。

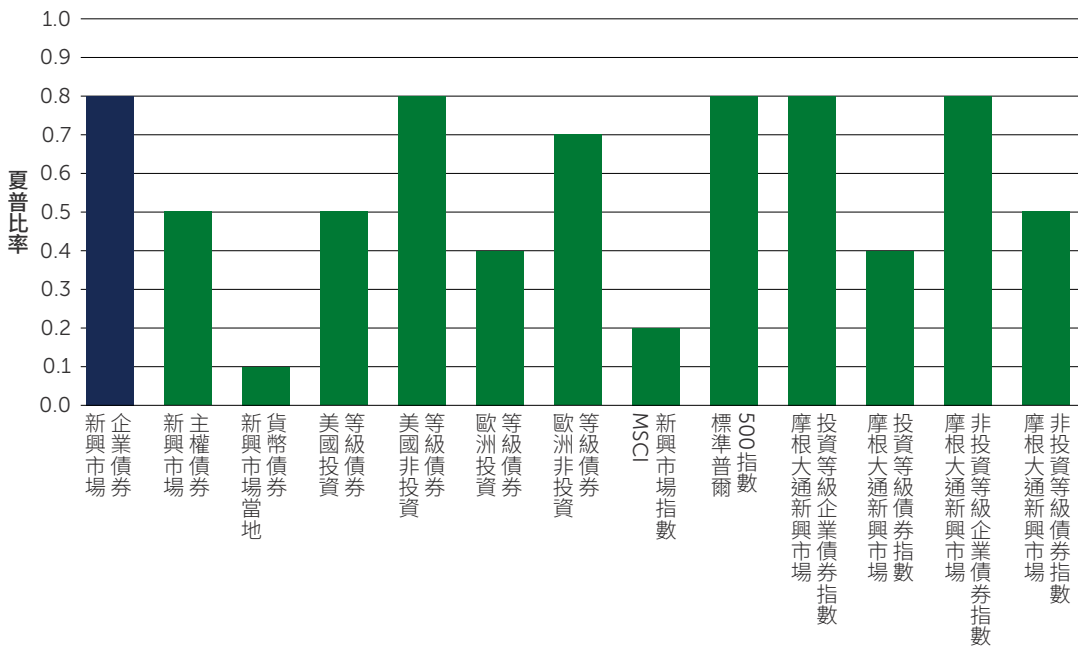
BRIAN PACHECO:我們對非投資等級市場表現穩健感到滿意，特別是從「由下而上」的角度來看，但考慮到目前的資金流量，很難確定目前究竟處於信貸週期的哪個階段。市場的流動性主要是新冠疫情過後財政及貨幣刺激措施帶來的結果，這導致美國公債殖利率曲線倒掛、經濟領先指標、製造業採購經理人指數等這些傳統的衰退指標都變得不太可靠。在某個時候，當過剩流動資金撤出市場時，這些指標應會再次發揮作用。在此之前，「自上而下」觀點不甚確切。

COLIN GORDON:展望2025年的固定收益市場，各位有什麼最佳投資理念可分享給大家？

OMOTUNDE LAWAL:於過去幾年，新興市場企業債券市場無疑一直充滿挑戰，但對那些配置此資產類別、而又質疑報酬是否與風險相稱的投資者來說，我想指出一些考慮因素。首先，儘管消息面紛紛擾擾，但新興市場企業債券的夏普值為0.8倍，相對於歷史水平及其他固定收益亦具吸引力(圖五)。鑑於基本面穩健，違約率亦與歷史平均水平大致持平。再加上新興市場企業債券市場的多元化程度較高，而且與其他固定收益的相關性較低，我們認為可在整體固定收益配置中充當有效的多元化投資工具。

總之，2025年很可能是充滿不明朗因素的一年，這意味著嚴謹的「由下而上」信貸分析將是物色到那些有望受惠於非系統性因素「贏家」的關鍵。例如，那些在美國開展業務的新興市場企業有望表現出色。於美元很可能升值的情況下，擁有美元收入的新興市場出口商有望受惠。考慮到目前存在不明朗因素，防禦性產業亦具吸引力。

圖五：相對於其他資產類別，新興市場企業債券可提供較高的經風險調整後報酬



資料來源：摩根大通。截至2024年9月30日。

RICARDO ADROGUÉ:展望2025年，新興市場主權債券似乎亦頗具吸引力。既然美國聯準會從實施量化寬鬆政策轉為僅依賴利率手段，我們認為全球商業銀行會增加放款到更接近歷史水平。考慮到新興市場的多元化潛力及其他具吸引力的特徵，我們預計外國直接投資資金亦會回流新興市場；我們認為這是部份投資者所忽略的一點。

於此環境下，非投資等級強勢貨幣主權債券似乎尤其具吸引力。儘管該市場的信用利差有所收窄，但目前利差仍遠大於新冠疫情爆發之前。因為，於疫情期間，國際貨幣基金(IMF)及世界銀行等多邊機構建議其中一些主權國家停止償還債務，轉而觸發違約，以啟動債務重組程序。許多國家最終亦聽從相關建議作出行動，因此其主權債券價格處於非常低的水平。其中部份信貸過了很久才重返市場，而部份國家如今仍在就其債務進行重新談判。我們依然認為，基本面強勁的BB級主權債券擁有極具吸引力的風險報酬潛力。

BRIAN PACHECO:展望2025年，我們認為市場環境有利於美國貸款搭配國庫券期貨。目前，利差並無帶來太多超額報酬的機會；相反，目前處於套利環境，貸款可提供大量套利機會。當利率出現重大變化，特別是於利率下調幅度超過市場預期，美國國庫券期貨可提供一些保護。由於市場的存續期間較短，且信評較高，我們認為無論於何種情景下投資，均有望取得良好表現。

CHARLES SANFORD:端看投資者的需求，信貸市場的任何領域都提供很多具吸引力的機會。對於保險業投資者(特別是年金買家)而言，高利率為殖利率曲線前端的債券提供了具吸引力的機會；而對於終身壽險買家而言，殖利率曲線長期部份更具吸引力。對專注於相對報酬的投資者而言，儘管利差有所收窄，但受關注程度較低/流動性較差的發行人仍存在具吸引力的投資機會，特別是於金融業，其中飛機出租企業、業務發展公司(BDC)及部份BBB級保險企業均可提供價值投資機會。

「端看投資者的需求，
信貸市場的任何領域
都提供很多具吸引力的機會。」



霸菱為一家管理4,317億美元*資產的全球投資管理公司，與機構、保險和中介客戶合作，並透過靈活的融資解決方案支持領先企業。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，利用其全球規模以及公開和私募固定收益、實體資產和資本解決方案方面的能力，力求提供超額報酬。

【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。本基金有相當比重投資於符合美國 RULE 144A 規定之私募性質債券，較可能發生流動性不足，財務訊息揭露不完整或因價格不透明導致波動性較大之風險，投資人需留意相關風險。

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

*截至2024年9月30日

TW24-4070646 出刊日期：2024年12月4日