

美國非投資等級債券： 穿越到期高峰

霸菱洞察

美國非投資等級債券發行人所面臨的「到期高峰」規模相當龐大。然而，鑑於當前市場的結構，到期壓力對發行人而言似乎不再那麼嚴峻；同時，對投資人來說，這樣的環境正逐步形塑出具吸引力的潛在投資機會。



Kelly Burton

董事總經理，
非投資等級投組經理



Sean Feeley

董事總經理，
非投資等級投組經理



Adam Schauer

董事總經理，
非投資等級投組經理

在美國非投資等級債券市場中，發行人正面臨一波顯著的「到期高峰」(maturity wall)，約有20%的市場規模將於未來三年內到期，另有約22%將於隨後三至四年間到期¹。在利率仍維持於相對高檔的情況下，較高的融資成本使得發行人為這些龐大的到期債務進行再融資變得更具挑戰，尤其是在財務條件或基本面承壓時更是如此。此情況可能導致市場中陷入困境的債券增加，甚至在極端情境下引發違約風險上升。

然而，儘管上述憂慮確實存在，市場反應可能略顯過度，亦可能掩蓋整體總報酬所蘊含的潛在投資機會。我們認為，仍有多項因素有助於降低最壞情境發生的可能性。

1. 信用品質提升

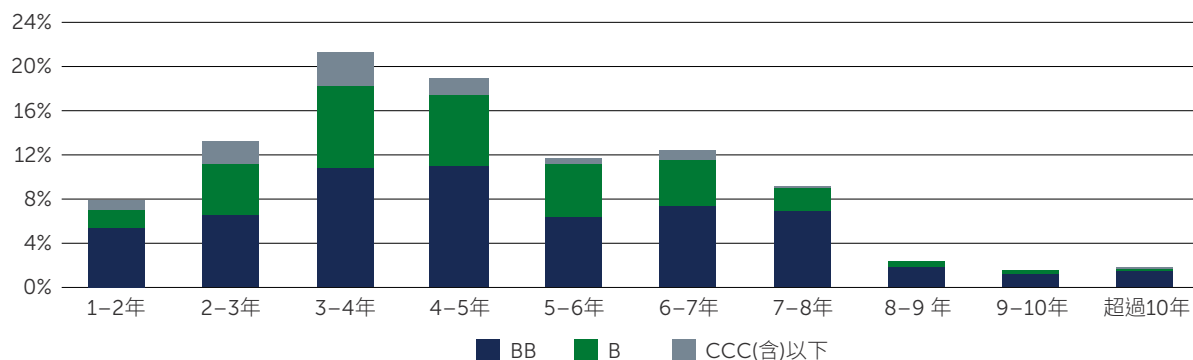
整體而言，**非投資等級企業的基本面仍維持穩健**。特別是過去幾年來，許多發行人持續強化財務體質，例如多數美國發行人的槓桿水準管理良好，目前淨槓桿倍數約為3.6倍²。

這樣的改善也反映在**美國非投資等級市場的信用品質上**，目前**整體信用評等接近歷史高點**。BB級發行人占比已提升至58%，相較十年前的49%明顯增加³；同時，CCC級占比則由十年前的13%下降至目前的9%。此外，市場結構亦更為穩健，目前約有37%的流通在外債券為擔保債券，相較十年前的20%顯著提高⁴。

短期有到期壓力的券種中，CCC(含)以下的占比有限

再融資壓力與違約風險通常主要集中於CCC(含)以下的發行人，原因在於這類企業相較於高評等公司，通常具備較低的利息保障倍數及較高的財務槓桿，使其償債風險較高。然而，值得注意的是，**短期有到期壓力的券種中，CCC(含)以下的占比有限**。在目前未來三年內面臨到期的約20%發行人中，**僅約3%屬於CCC級(圖1)**。

圖一：短期有到期壓力的券種中，CCC(含)以下的占比有限



資料來源：美銀ICE、彭博；截至2026年3月31日。

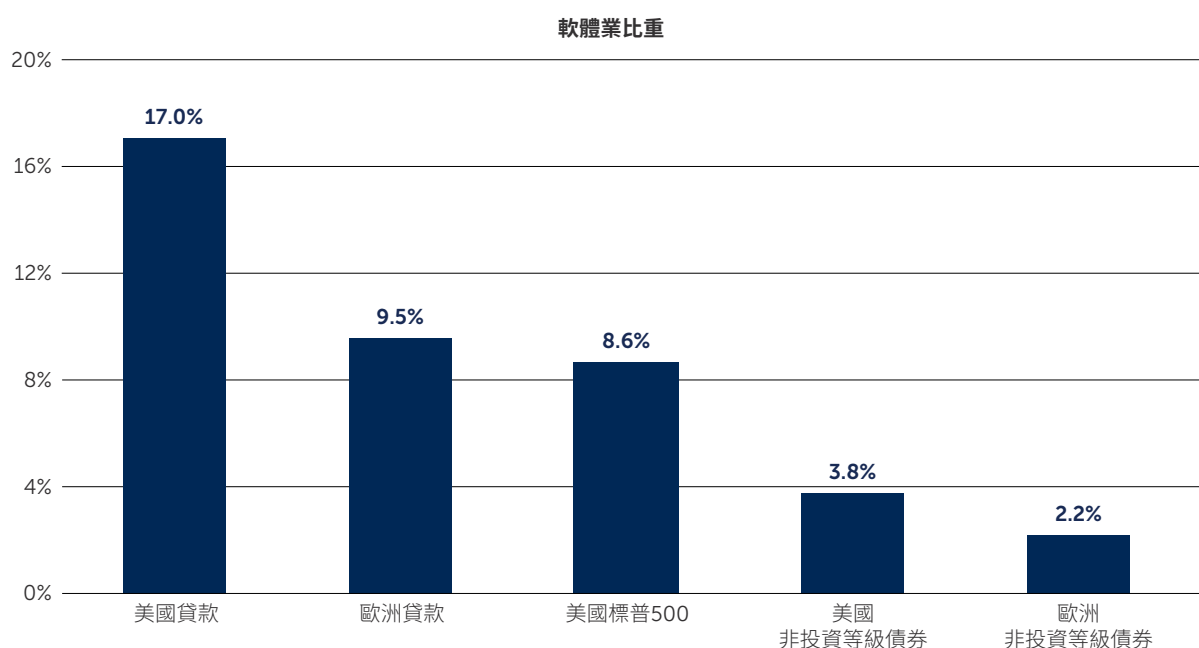
1. 資料來源：美銀ICE、瑞銀；截至2026年2月28日。
2. 資料來源：CreditSights；截至2025年12月31日。
3. 資料來源：美銀ICE；截至2026年4月21日。
4. 資料來源：美銀ICE；截至2026年4月21日。

2. 軟體業曝險有限

今年市場的重要關注焦點之一為人工智慧(AI)帶來的潛在衝擊。隨著市場擔憂AI可能侵蝕軟體公司的商業模式與利潤空間，軟體產業今年一度出現明顯修正，相關市場的違約預期亦隨之上升。

在此背景下，**美國非投資等級債券市場相較其他資產類別，受到此類違約風險的影響相對有限，主要原因在於軟體業在該市場中的占比僅約3.8%(圖二)。**

圖二：美國非投資等級債券市場受軟體業違約風險影響相對有限



資料來源：摩根士丹利、彭博；截至2026年3月31日。

3. 發行人已提前布局再融資

此外，許多發行人已積極提前進場，針對短期到期債務進行再融資，以降低未來的到期壓力。

整體而言，**非投資等級債券發行人通常會於最終到期日前約12至24個月啟動再融資安排，主因在於當債務由長期負債轉為短期負債時，對企業流動性與資產負債表的影響較為敏感，因此需提前因應。**

「美國非投資等級債券市場相較其他資產類別， 受到軟體業違約風險的影響相對有限。」

在2025年，美國非投資等級債券的總發行量中，約有64%用於償還既有債務⁵。展望今年，再融資活動預期仍將持續主導新發行。2026年至今，已有超過50%的交易是用於再融資用途⁶。

從技術面來看，市場條件仍具支撐力。以收益為導向的投資人需求持續強勁，為該資產類別提供穩定買盤；同時，資產管理人亦持續將收到的票息收入再投資於市場中，形成穩定且重複的買盤來源。

在上述因素共同作用下，有助於市場消化新發行供給並支撐再融資活動，使整體市場技術面維持偏多格局。

「提前再融資」有助於提升報酬

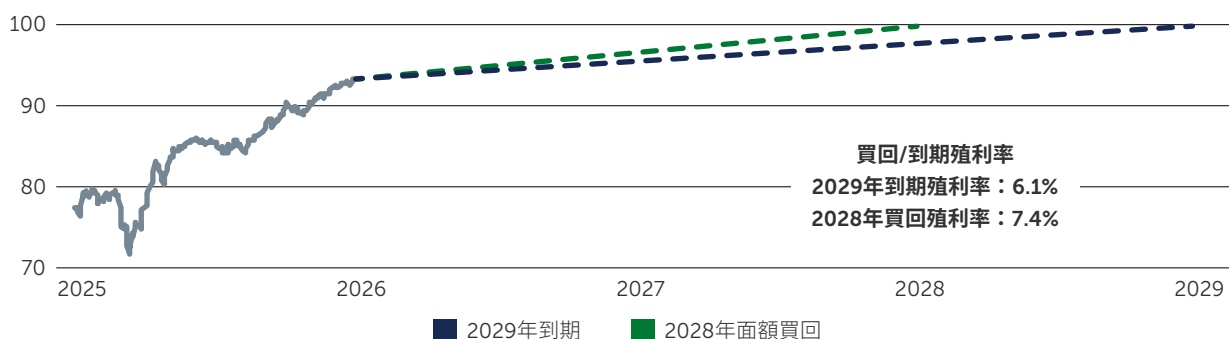
此一動態對整體總報酬可能產生顯著影響。在再融資發生前的6至12個月期間，債券總報酬更可能受到再融資事件本身的影響，而非公債殖利率或利差變動所主

導。隨著發行人陸續進場，為2027、2028，甚至2029年到期的債務進行再融資，市場將出現所謂的「回歸面額(pull-to-par)效應」。亦即，原本以折價交易的債券將以面額被償還，使投資人能在較短期間內實現價格折價所帶來的報酬，而非依循傳統殖利率計算所反映的持有期間。

上述現象意味著，實際總報酬潛力可能高於傳統殖利率(例如最差殖利率)所呈現的水準。以目前美國非投資等級債平均價格約為97.65為例，若一檔債券於未來24個月內到期並提前再融資，可能額外帶來約50至150個基本點(bps)的額外報酬，超過傳統殖利率所隱含的水準。

進一步而言，如圖三所示，若一檔原訂於2029年到期的債券改於2028年完成再融資，則可能額外提升約130個基本點的收益水準。

圖三：回歸面額機制示意圖



資料來源：彭博；截至2026年1月27日，目的僅為示意使用

5. 資料來源：CreditSights；截至2026年3月31日。

6. 資料來源：CreditSights；截至2026年3月31日。

不確定環境下，反而創造具吸引力的投資機會

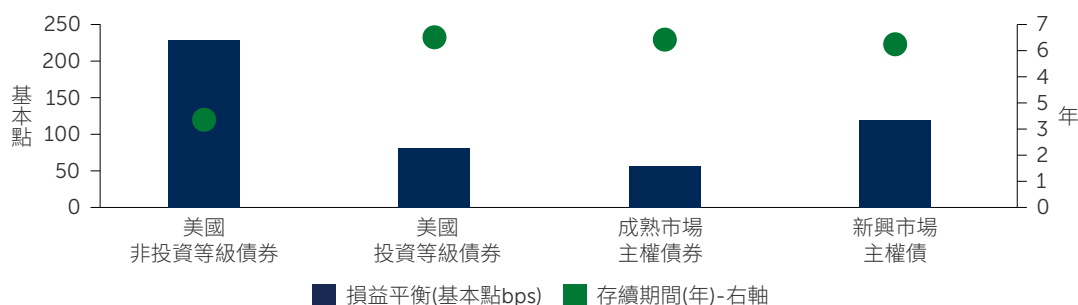
儘管到期高峰(maturity wall)規模龐大，初看之下可能帶來壓力，但綜合來看，美國非投資等級債券市場已具備良好條件來因應此一挑戰，主要受惠於**較佳的信用品質、對軟體業曝險相對有限，以及發行人已積極進行再融資。**

此外，美國非投資等級債券市場目前具備相對**較低的存續期間(約為3年)⁷**，低於長期平均的4.15年；**同時，收益水準仍具吸引力，目前殖利率約為6.9%⁸**。這些特性使該資產類別相較其他固定收益市場，具備更佳的下檔保護能力。

特別是，**美國非投資等級債券展現出相對優異的「損益平衡(breakeven)」特性**：在假設持有期間為12個月的情境下，公債殖利率需上升約229個基本點(bps)，才會使美國非投資等級債券產生負報酬；相較之下，美國投資級公司債券僅需約75個基本點，新興市場主權債券則約為107個基本點(見圖四)。

在當前市場波動加劇的環境下，這一特性尤為值得關注：對於擔憂利差擴大或利率波動可能帶來損失的投資人而言，**美國非投資等級債券的一項重要特徵是，公債殖利率變動對其總報酬的影響相對有限。**

圖四：非投資等級債券損益平衡凸顯具吸引力的收益水準&較低存續期間



資料來源：美銀ICE、摩根大通、霸菱內部分析；截至2026年3月31日。本分析係以「最差殖利率」除以「最差修正存續期間」計算而得。本資料僅供說明用途，用以呈現上述特定分析要素，不代表已涵蓋所有可能影響結果的因素或變數，實際結果可能因其他因素而有所差異。

整體而言，美國非投資等級債券除具備相對具吸引力的報酬潛力外，其實際報酬表現亦可能優於單純以殖利率所衡量的水準；同時，在利率敏感度較低的特性下，亦提供一定程度的下檔保護與分散配置效果。

然而，相關風險仍不容忽視。非投資等級債券市場發行者眾多，其再融資風險在不同發行人之間存在顯著差異，凸顯投資標的篩選的重要性。

我們認為，透過主動式投資策略，結合充分的研究資源與市場經驗，將有助於投資人在面對未來潛在挑戰的同時，更有效掌握市場中的投資機會。

7. 資料來源：美銀ICE、彭博；截至2026年4月21日。

8. 資料來源：美銀ICE；截至2026年4月21日。

霸菱為一家管理4,817億美元*資產、並以另類資產為核心的全球資產管理公司，致力與機構、保險及財富客戶合作，透過靈活的金融解決方案為領先企業提供支持。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，霸菱旨在善用其環球規模，透過信用資產、實物資產、資產解決方案及新興市場的投資能力，為投資者實現超額報酬。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市信義區信義路五段 7 號 55 樓 A 室 (台北 101 大樓)
一百一十四年金管投顧新字第零零捌號 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。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金近12個月配息組成項目表請參見霸菱證券投資顧問股份有限公司網站。

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

*2026年3月31日

TW26-5467800 出刊日期：2026年5月8日