



固定收益

高收益：於充滿風險的環境中尋找價值

霸菱視野



Martin Horne

環球公共固定收益
及環球高收益投資總監



David Mihalick

美國公共固定收益
及美國高收益投資總監

市場對新型冠狀病毒疫情蔓延、油價下跌及環球經濟陷入衰退感到憂慮，令各個市場的表現嚴重受挫，當中包括環球高收益債券及槓桿貸款市場。儘管市場上不斷出現具有價值的投資機會，但同時亦滲透著風險，因此必須小心應對。

新型冠狀病毒帶來的影響已導致經濟惡化，而隨著環球各國逐漸適應旅行禁令、學校停課及居家辦公等新常態，可能會繼續令消費者情緒嚴重受壓。於最近數週，高收益市場已因此受到全面影響，債券及貸款的息差擴闊已超越歐洲主權債務危機（2011年）、商品危機（2016年）及2018年第四季市況波動的水平。儘管目前的息差擴闊幅度並未達至環球金融危機期間的水平，但最近數週的資產價格走勢及波幅難免會令人回想起該時期的市況。

市場近期的急跌並非由於現階段企業發行人的相關信貸基本因素發生變化，而是由外來或無法預料的衝擊所致，這不禁令人回想起2008年金融危機的情形—當時是因為雷曼兄弟破產，而現時則為全球疫情大流行。話雖如此，疫情持續的時間及所產生的嚴重性仍然是未知之數，但持續的時間越長，基本因素惡化的情況則將越嚴重。有見及此，我們會繼續密切留意相關的事態發展，並根據市況不斷監測及重新評估我們的觀點。

縱觀目前的市場，儘管我們預計基本因素將會減弱，但我們認為目前的息差（已高出基本利率600至1150個基點）可能為企業盈利的實際風險提供充分有餘的補償。儘管違約率可能會上升（尤其對數個面臨困境的行業而言），但我們認為這些行業的違約率仍然處於可控水平，並集中於可識別的領域。企業盈利方面，我們預計一旦供應鏈恢復正常，以及企業回復到市場認為的正常貿易狀態後，大部份發行人的盈利能力有望從疫情中相對迅速地復甦。考慮到事件性質極端，我們亦相信，投資者將理性行事，並在必要時提供流動性支持，以幫助企業度過難關。此外，在近期大量的再融資活動後，該領域的許多企業已妥善安排其到期日的問題。再者，加上在基本利率偏低的环境下，應有助企業減低隨後經濟疲弱所帶來的影響。

從福特近期被下調評級中可見，鑑於油價下跌及新型冠狀病毒所帶來的經濟影響，市場出現大批「墮落天使」（投資級別中最低評級的債券被降級至較高級別的高收益債券）的可能性於最近數週顯著上升。事實上，摩根大通估計在2020年可能會有達2,150億美元的債券（或佔投資級別指數近4%）被下調信貸評級，這將創下歷史新高。我們預計買家將賣出某些發行人的債券，以便騰出空間買入因評級下調而進入市場的新發行人，這可能會為高收益債券市場部份領域帶來技術面壓力。然而，倘若高收益市場開始由更優質、流動性更高的發行人提供傳統上所預期的收益率（及潛在總回報），「墮落天使」的數量增加於長遠而言可能對高收益投資者更有利。

圖一：歷史而言，市場在息差擴闊後會表現強勁

市場	環球金融危機		歐洲主權債務危機		商品危機		2018年第四季		31/3/2020
	最大息差	12個月總回報	最大息差	12個月總回報	最大息差	12個月總回報	最大息差	12個月總回報	目前的息差水平
歐洲BB級別高收益債券 ¹	1566個基點 (11/12/2008)	65.4%	801個基點 (04/10/2011)	26.2%	505個基點 (11/02/2016)	14.9%	398個基點 (11/12/2018)	14.4%	582個基點
歐洲B級別高收益債券 ²	2604個基點 (24/11/2008)	90.1%	1193個基點 (04/10/2011)	33.4%	772個基點 (20/01/2016)	17.8%	740個基點 (11/12/2018)	13.6%	1150個基點
歐洲貸款 ³	1987個基點 (18/12/2008)	48.1%	901個基點 (06/10/2011)	10.6%	584個基點 (01/03/2016)	9.5%	458個基點 (31/12/2018)	7.5%	998個基點
美國BB級別高收益債券 ⁴	1444個基點 (16/12/2008)	54.4%	683個基點 (04/10/2011)	20.3%	582個基點 (11/02/2016)	19.4%	363個基點 (27/12/2018)	16.3%	641個基點
美國B級別高收益債券 ⁵	2084個基點 (21/11/2008)	56.8%	923個基點 (04/10/2011)	21.3%	900個基點 (11/02/2016)	25.9%	579個基點 (27/12/2018)	15.0%	957個基點
美國貸款 ⁶	1859個基點 (16/12/2008)	45.4%	757個基點 (26/08/2011)	10.7%	700個基點 (16/02/2016)	12.5%	552個基點 (28/12/2018)	8.2%	974個基點

12個月總回報按最大息差計算。

過往表現不可作為未來表現的指標。

- 資料來源：洲際交易所集團美銀美林BB級別歐洲貨幣高收益指數(HP10)（對沖至美元）。
- 資料來源：洲際交易所集團美銀美林B級別歐洲貨幣高收益指數(HP20)（對沖至美元）。
- 資料來源：瑞士信貸西歐槓桿貸款指數（以非美元計值）（對沖至美元）。
- 資料來源：洲際交易所集團美銀美林BB級別美國高收益指數(H0A1)（對沖至美元）。
- 資料來源：洲際交易所集團美銀美林B級別美國高收益指數(H0A2)（對沖至美元）。
- 資料來源：瑞士信貸槓桿貸款指數（對沖至美元）。

某些行業會較其他行業更容易受影響

新型冠狀病毒疫情所產生的影響不一，某些行業及企業較容易受到影響。儘管在一定程度上已在市場上得以反映，但市場普遍顯著下跌，我們認為這並不能作為整體基本因素狀況或復甦可能性的指標。例如，許多優質企業的基本因素狀況是穩健的，而且其盈利不太可能受到重大影響，但這些企業的債券價格卻大幅下跌。另外，食品生產商、電纜供應商及包裝公司的運作似乎大致如常，在某些情況下，甚至可能從現時較強勁的銷售中受惠。我們相信疫情結束後，這些企業很可能會復甦得最快，而市場似乎並未反映這方面的因素。

此外，許多企業亦會在短期內面臨挑戰，但仍具有良好的長線增長前景。儘管這些企業可能需要流動資金來渡過短期的難關，但其根基於疫情爆發前穩健，於疫情過後很可能會有良好的表現。電影院營運商、旅遊公司及體育特許經營業務（如一級方程式賽事）就是箇中例子。儘管這些行業及相關企業在短期內受到社交隔離趨勢的負面影響，而且越來越多企業被強制（暫時）停業，但當疫情結束後，其需求可能會出現大幅回升。

受疫情直接打擊的行業遭受的影響最為嚴重亦不足為奇。能源業就是一個很好的例子，該行業的表現在過去幾年一直受壓。除受到疫情影響外，該行業亦因油價下跌而承受著巨大的壓力，而日後的違約率無疑會急升。由於能源業佔美國高收益債券市場約10%，該市場面臨的挑戰可能最為嚴峻。相比之下，由於能源業佔高級抵押債券及歐洲高收益債券市場分別約5%及3%，預計該等市場所受到的影響會相對較小¹。

零售業則是另一個例子，該行業中有許多高槓桿企業已一直面臨挑戰，而目前該行業正面對門市需停業數週甚至幾個月的情況。這並不意味著我們無法在這些行業中精挑細選具有價值的企業，但在許多情況下，這些行業及企業受到的衝擊更為嚴重，並需要更長的時間回復。除了精選投資機會外，我們認為從風險回報率的角度來看，目前這些領域的吸引力較低。

**「許多優質企業的基本因素狀況是穩健的，
而且其盈利不太可能受到重大影響，但這些企業的債券價格卻大幅下跌。」**

1. 資料來源：美銀美林。截至2020年3月13日。

違約率會達至甚麼水平？

我們很難準確地說明違約率最終會達至什麼水平。概括而言，我們認為可能會有出現兩類的違約情況，但需謹記疫情持續的時間及所產生的嚴重性仍有待觀察。

第一類為優質企業債券，這些企業可能只因此次特定事件而發生違約。儘管這些企業可能會終止票息及／或尋求流動性支持（不論是向債券投資者或股票投資者），但我們相信企業將會獲得支持。因此，我們認為這些企業很有可能在疫情過後反彈，而損失亦因而相對較小。

第二類為在疫情爆發前被視為具有較高風險的企業債券，例如於去年年底表現受壓或低迷的企業債券。對於關鍵點以低於美元（或歐元）價格交易的企業債券進行簡單分析（圖二），可大致了解此類企業債券在市場中所佔的比重。我們認為這些企業可能已經準備進行資產負債表重組，而此次事件可能會令重組步伐加快。就此而言，我們預計中期復甦將更符合市場先例。挑戰肯定會於短期內加劇，尤其是這些重組發生於股市估值仍然低迷的時候。然而，我們相信長遠而言價值回升的可能性很大。

圖二：2019年年底表現受壓或低迷的信貸

	80及以下	85及以下	90及以下
美國貸款市場	2.9%	5.5%	8.6%
歐洲貸款市場	1.0%	1.8%	5.5%
美國高收益債券市場	3.6%	4.4%	6.4%
歐洲高收益債券市場	2.0%	2.8%	4.3%

資料來源：霸菱、瑞士信貸及洲際交易所集團指數平台。各個市場的代表性指數包括瑞士信貸槓桿貸款指數、瑞士信貸西歐槓桿貸款指數、洲際交易所集團美銀美林美國非金融高收益限制指數及洲際交易所集團美銀美林歐洲貨幣非金融3%限制指數。僅供說明用途。

事實上，儘管違約可能會為本金帶來損失，但投資者通常在重組程序中有機會追償部份本金。儘管過往追償率並非未來結果的指引，但若考慮到無抵押高收益債券的長期追償率為50%（十分接近長期平均追償率），顯示息差約900個基點，意味著整個市場的違約率約為18%，遠超過環球金融危機期間約10%的水平。但如上所述，這種情景對整個市場而言可能過於悲觀。

從過往經驗中所得出的啟示

新型冠狀病毒疫情可能會令環球經濟陷入衰退，但值得注意的是，以往溫和的衰退對信貸市場未必是壞事。大部份高收益債券發行人均具有足夠的靈活性，能夠在經濟疲弱期間繼續償還債務（尤其在其事後證明屬影響溫和而短暫的時期）。

儘管不能對這場危機掉以輕心，尤其是考慮到疫情為全球造成的慘痛代價，但值得重申的是，金融市場往往會對新聞頭條反應過度（不論是負面還是正面消息），並經常於市場錯配或波動時出現短期定價低效的情況。

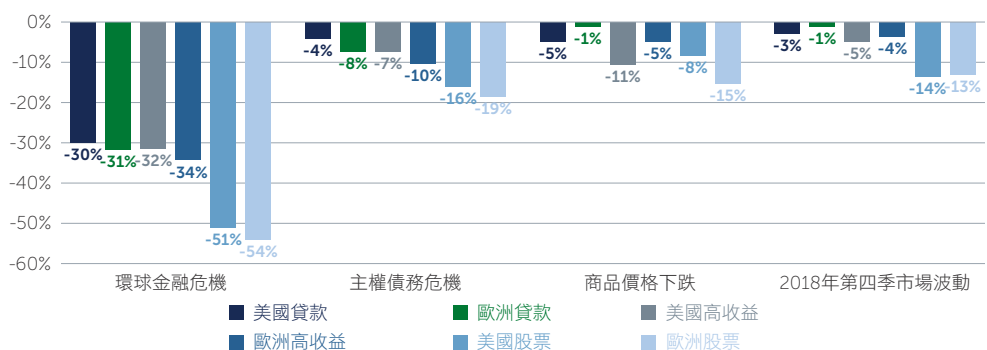
自金融危機以來的十幾年期間，宏觀經濟或地緣政治因素導致多次逐險/避險情緒的時期。市場下跌持續時間會由數星期到數月不等，但通常隨後會迎來復甦及和上升。事實上，在市況波動的時期，信貸市場的跌幅往往低於股票市場，而隨後回升的速度亦會較快（圖三及圖四），這種情況可以說是幾乎沒有例外。

於2008年金融危機期間，高收益債券息差急劇擴闊，所有市場普遍錄得大幅下跌，從最高點下跌至最低點均達至30%或以上。各個市場於一年內大致收復失地，而12個月總回報均錄得超過40%。債券及貸款市場於2011年歐洲主權債務危機期間再度下跌，息差雖然顯著擴闊，但未達到環球金融危機期間的水平。歐洲債券及貸款市場受到的衝擊最為嚴重，這或許並不令人意外。值得注意的是，市場隨後在第二年回升，歐洲B級別債券的12個月回報約為33%。

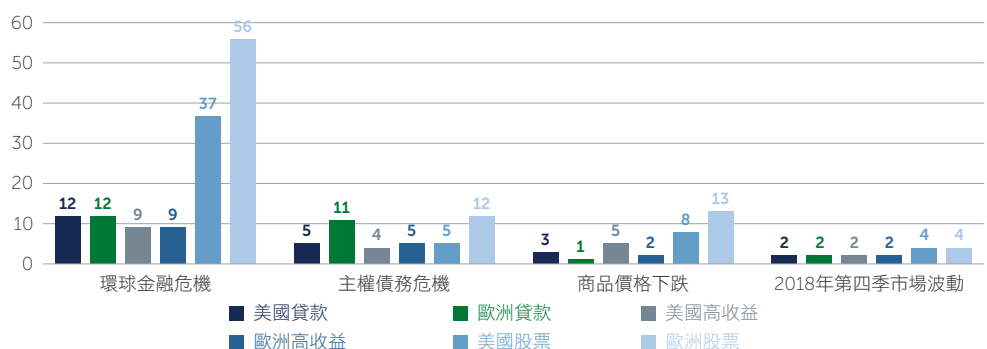
2015年能源及商品價格下跌時亦出現類似的情況。受油價下跌影響，高收益市場錄得負回報，而息差（尤其是美國債券及貸款）亦有所擴闊。隨後不到六個月，市場回升並普遍錄得正回報。最近，於2018年第四季，新聞頭條引起的動盪導致債券及貸款息差擴闊，擴闊幅度超過環球金融危機後時期的水平。市場在隨後不到兩個月的時間迅速回升，而按年表現亦十分強勁。

儘管每次危機都不盡相同，但我們以前亦經歷過類似的情況。若能小心應對，我們知道危機最終亦會帶來顯著的投資機遇。

圖三：過往波動時期內的最大跌幅



圖四：跌幅後反彈所需月數



資料來源（圖三及圖四）：瑞士信貸槓桿貸款指數、瑞士信貸西歐槓桿貸款指數（非美元計值，對沖至歐元）、洲際交易所集團美銀美林美國非金融高收益限制指數、洲際交易所集團美銀美林歐洲貨幣非金融高收益3%限制指數（對沖至歐元）、標準普爾500指數及歐洲斯托克600指數。

目前不應嘗試擇「機」而行

歷史證明投資者幾乎不可能有效地選擇進出高收益市場的「時機」。相反，長遠而言，靈活的方法往往最為有效，當價格與基本因素價值脫鉤，以及相對價值出現時，投資經理可於債券及貸款之間（以及在各個地區之間）靈活配置。

縱觀目前的市場，除了在傳統高收益債券及貸款市場物色到投資機會外，於成交量較少及低於投資級別的信貸市場中亦開始出現機會。例如，不良債務是一個具有吸引力的投資機會，而全球疫情大流行可能正是投資者等待已久的觸發點，藉此將更多資金配置到該投資策略中。儘管我們認為下一個週期可能會出現許多機會，但這市場仍存在多項挑戰。因此，對於追求超額回報的投資者而言，廣泛配置於各種交易類型、規模、資產類別及各個地區至關重要。

抵押貸款證券亦提供具有吸引力的投資機會。儘管投資者對該資產類別存在一些憂慮，但我們認為該資產類別往往容易被誤解，而箇中裨益亦被投資者忽略。特別是相對於傳統債券及貸款，抵押貸款證券不僅提供獲取更高收益率的機會，同時具有多元化及增強結構性保障等額外裨益。儘管投資於該資產類別並非全無風險，例如目前面臨的其中一個憂慮為近期貸款市場疲弱可能會帶來挑戰，但長遠而言，該資產類別亦會帶來穩定的經風險調整後回報及相對較低的違約率。

目前尚未能量化新型冠狀病毒疫情及相關的經濟增長放緩所帶來的長期影響。情況轉好之前很可能會進一步惡化，投資者無疑會被迫應對波動的市況，而且仍要面對不斷出現的負面消息，反映目前對所有人而言都極具挑戰性的現實。儘管如此，市場上仍然不斷出現投資機會，鑑於市場價格下跌，投資者無需承擔太大的風險以獲取具有吸引力的回報。於高收益債券及貸款市場的較高級別部份，以及不良債務及抵押貸款證券等領域方面，長期風險回報前景變得尤其具有吸引力，但投資者亦需保持警惕。

如上所述，投資者不可能有效地選擇進出市場的時機。但從以往經驗來看，堅定地專注於基本因素及「由下而上」的逐項信貸分析，有助於洞悉於疫情過後繼續積極發展的發行人，而這場危機最終可能證明是一個創造價值的機會。

**「市場上仍然不斷出現投資機會，
鑑於市場價格下跌，投資者無需承擔太大的風險
以獲取具有吸引力的回報。」**

霸菱為一家管理逾3,380億美元*資產的環球金融服務公司，致力滿足客戶持續演變的投資及資金需求。透過主動型資產管理及直接始創，我們於公共及私募資本市場中提供創新的投資方案及不同的投資機遇。作為美國萬通的子公司，霸菱擁有強大的環球業務版圖，其商業及投資專業人士遍及北美、歐洲及亞太區。

重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及/或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

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

*截至2019年12月31日

20-1144956