



固定收益

固定收益： 取代傳統投資方式



霸菱視野

在貿易及關稅的衝突中及信貸週期的長度繼續令人意外的環境下，投資者持續尋求收益率。霸菱環球市場總監Michael Freno於本文探討仍然能於何處發掘到價值，以及投資者放眼高收益債券、投資級別信貸及新興市場債券等傳統指數以外會有何裨益。

在如此不明朗的環境下，投資者應該如何考慮其固定收益的投資配置？

無論是高收益債券、投資級別信貸還是新興市場債券，我們認為在整個市場週期內保持投資具有裨益。於任何資產類別中要做出「由上而下」的投資判斷，並有效地選擇進出市場的時機都是十分困難的。例如於一年前，部份評論人士預測10年期美國國庫債券的孳息率在2018年年底會收報4%，但目前的孳息率卻徘徊在2%左右。因此，我們在作出投資決策時，會避免作出全面的利率及信貸判斷。我們的投資方式是專注於分析我們深信可以確切了解的方面，那就是為基本信貸風險定價。

目前，我們輕微增持美國貸款，主要是由於債券在過去數月已經大幅上漲。由於貸款與債券目前的息差相若，我們認為從風險溢價的角度來看，應該考慮在資本結構中位列較高的資產。

我們亦認為以擇機或多元信貸方式投資於這些資產類別有眾多裨益。有別於傳統固定收益投資策略，大多數多元信貸策略是不受基準指數規範，投資組合經理可靈活於各個資產類別、行業及地區尋求最具吸引力的相對價值投資機會。結果是以更多元化的方式投資於信貸，相較單一行業投資策略而言，有望提供更具吸引力的經風險調整後回報。

從高收益開始，你是如何運用這種思維方式投資於固定收益市場？

早於2011至2012年，我們花了很多時間與世界各地的投資者進行交流，了解他們如何投資於高收益資產。我們留意到的一點是許多投資者對高收益資產（無論是美國或歐洲的貸款或債券）的看法是十分孤立，而不是整體地看待。我們認為投資者希望以更放眼全球及縱觀全局的方式進行投資。

為此，我們構建的投資組合混合了各個高收益子資產類別，打造出環球高收益多元信貸投資策略。於霸菱，這意味著「四大核心」的高收益子資產類別配置（美國高收益債券、美國貸款、歐洲高收益債券及歐洲貸款），同時能夠擇機對抵押貸款證券、受壓和不良信貸（特殊情況）以及新興市場企業債券進行配置。

高收益資產類別通常具有相關性，長遠而言走向相同，但各個市場有地區差異及技術面差異，令價格與基本因素脫鉤。我們認為密切觀察市場走勢的投資經理有望洞悉到及把握技術面的低效，這就是主動型管理的價值所在。

我們認為高收益並不是個適合擇機進出市場的資產類別，而是更適合策略性投資。要持續把握好進出市場的時機是極其困難的事情，乃至是不可能的任務，當然，當你並未進場投資時，你就是放棄了票息收入。我們認為更為有裨益的做法或許是採取策略性的投資方式，同時亦有足夠靈活性，令投資經理可以根據當時最佳的相對價值進行戰術性配置。

目前縱觀高收益市場，你於哪些領域物色到具有吸引力的相對價值？

高收益市場十分廣泛，我們相信在所有領域均可發掘到投資價值。目前，我們輕微增持美國貸款，主要是由於債券在過去數月已經大幅上漲。由於貸款與債券目前的息差相若，我們認為從風險溢價的角度來看，應該考慮在資本結構中位列較高的資產。

在2019年第一季之前，市場人士討論加息之際，大量資金流入貸款市場。但情況現已逆轉，加息的概率似乎接近零，我們繼續從風險溢價的角度進行評估，貸款市場似乎具有更大的投資價值。只要投資者繼續做出利率的投資判斷，就會導致信貸市場低效，我們致力把握這些投資機會。我們亦輕微減持歐洲，轉而增持美國。我們認為目前美國的經濟體系略優於歐洲，而這一點未有反映到息差中。

換個話題討論一下投資級別信貸——有時被視為安全港或令人安枕無憂的資產類別。你認為多元信貸投資方式具有價值嗎？

論及投資級別信貸，我們認為擇機性投資策略具有潛在裨益。投資級別投資組合的風險狀況有別

於高收益債券——波動性及虧損風險往往較低，而對利率的敏感度卻高得多。

倘若妥善管理，多元信貸或擇機性投資策略令投資經理在升市及跌市中，均能夠靈活地幫助投資者駕馭利率引發的波動。逾25年來，霸菱根據短期孳息率曲線的斜率，成功地進行基於規則的存續期管理。對於這類投資策略，投資經理可以致力降低利率風險，例如透過調整投資組合的目標存續期，及 / 或看好對利率敏感度較低的市場分部。儘管市場表現可能在短期內面對挑戰，但我們相信根據我們的經驗，長遠而言可以帶來較大增值。採取這種方式進行存續期管理，令我們得以實現目標：透過分析信貸風險並為之定價，以產生超額回報。

從投資組合構建的角度看，我們亦認為發掘傳統企業及政府債券以外的投資機會有眾多裨益。投資機會方面，我們目前看好相較投資級別企業或政府證券可以為投資者賺取更多孳息率的證券，並仍然持有在資本結構中位列較高的投資級別資產，例如資產抵押證券及投資級別抵押貸款證券中的某些領域。

除了分散風險持倉及降低投資組合所持資產類別的相關性外，這種投資策略包括固定及浮動利率資產，有助於降低存續期風險。

稍微轉換一下重點，你能否分享一下對新興市場債券的看法？

新興市場債券的市場規模超過5萬億美元，包括當地貨幣債券（約3萬億美元）、主權硬貨幣債券（少於1萬億美元）及企業債券（約2萬億美元）。儘管這些市場在不同程度上走勢相似，但未必相同，其風險狀況亦略為不同。

「我們亦願意
避免投資於某些
於指數內的國家……
歸根到底，
我們不會企圖作出
全面的宏觀判斷，
而是根據深入的
基本因素分析
進行投資決策。」

我們認為以綜合策略投資於這三個市場，是投資於新興市場債券這項資產類別具有吸引力的方式。當地貨幣債券市場通常波動性較大，而主權債券市場通常具有更高的存續期風險。因此，與其他固定收益資產類別相似，綜合的投資策略有助於分散風險。

此外，相較已發展市場（央行採取的行動嚴重扭曲了市場表現），新興市場表現更多地受到基本因素推動，其他技術面因素亦扮演更重要的角色。因此，我們認為新興市場債券的定價更恰當地反映了其基本因素，而這就是我們的團隊採取的投資方式。我們利用模型評估每個國家的基本因素，並據此致力物色我們認為於當時具有最佳相對價值的領域。

類似於投資級別及高收益債券，我們在傳統指數以外物色到最具吸引力的投資機會。例如，當論及主權債券時，我們在阿爾巴尼亞及馬其頓等國家物色到指數以外的投資機會。我們亦願意避免投資於某些於指數內的國家。例如，我們於接近三年前戰術性的悉數拋售委內瑞拉，該國當時距離違約相距甚遠及資訊稀缺。近年來，考慮到違約的概率偏高，我們對該國保持零持倉——這一觀點大幅偏離了基準指數。歸根到底，我們不會企圖作出全面的宏觀判斷，而是根據深入的基本因素分析進行投資決策。

最後，評估整體環境，你有何投資啟示與投資者分享？

這或許是個逆向的投資判斷，但我認為經濟表現比新聞頭條所示的更佳，長遠而言，利率實際上可能會上升。然而，展望未來數月，多種因素可能引發市況波動，包括利率、美國與中國及伊朗的緊張局勢、持續進行的英國脫歐談判、美國的具體行業風險等等。在此環境下考慮投資於固定收益市場，我們認為多元信貸投資方式有眾多裨益，令投資經理可以靈活轉向在當時投資機會最具吸引力的地區或子資產類別，同時避免不必要的風險。

霸菱為一家管理逾3,250億美元*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6月30日