



固定收益

高收益：是時候靈活配置



霸菱訪談

在本次訪談中，霸菱全球公開固定收益主管Martin Horne探討了高收益市場在週期尾段的狀態，以及為了把握相對價值，靈活配置、精挑細選為何至關重要。

您認為高收益市場現正處於什麼階段？是如何受到利率的影響？您實地考察時有何發現？

不可否認，我們現正處於週期尾段。利率反映了全球經濟的走向—央行進入了寬鬆模式。因此，資金如預期地從浮動票息產品(例如貸款)流出；全球殖利率已經收窄；全球各地的市場人士基本上達成共識：我們正處於低增長環境。市場上有13兆美元的債券殖利率為負，這一大技術面因素，推動全球投資者十分殷切尋求收益率—投資者的資金總要有去處¹。在許多情況下，這意味著資金將從投資級債券轉向高收益。

儘管市場評論人士及政客頻頻談及經濟衰退，令股市表現不穩，但企業發行人的行為顯示，接下來的經濟形勢會溫和得多。類似於20世紀90年代的經濟衰退，即使經濟降溫，降溫步伐都很可能十分緩慢。在經濟溫和衰退的環境下，信貸市場往往表現良好。即使利差維持在較寬的水平，但違約率通常會維持在可控水平。展望未來，專注於信貸的投資經理人應能夠洞悉到好的投資機會，避開看淡的標的，為投資者帶來不錯的預期報酬。此外，由於週期尾段這個話題已討論了很長時間，企業的調整逐漸發生了轉變。例如，財務總監及行政總裁調整了資本報酬率的假設、資本支出分配過程以及庫存水平的預期—這都意味著企業為應對接下來的情況做了更充分準備。然而，精挑細選將會至關重要；這不是追蹤指數的時候。

「儘管市場評論人士及政客頻頻談及經濟衰退，令股市表現不穩，但企業發行人的行為顯示，接下來的經濟形勢會溫和得多。」

高收益市場的表現有差距，信評低的信貸表現落後，主要是CCC級信貸。您對信評機構的行動以及目前的違約情況有何看法？

目前，美國及歐洲貸款的違約率分別為2.3%及2.5%，美國及歐洲高收益債券的違約率分別為2.8%及1.6%，仍然低於長期歷史平均值²。違約率無可避免會有所上升，但觀察美國目前的情況，違約率上升的幾乎僅限於能源及零售業，以及週期性行業。我們預期，儘管違約率很可能會上升，但升幅會處於十分可控的水平。從信評機構聽到的情況亦是一樣的，但他們在全球金融危機時已經受過傷，這次更為主動，對很可能在經濟降溫環境中表現欠佳的產業，更積極地下調評等。這在市場上引起了可以預見的技術面反應，應會在低評等資產中創造投資機會。市場對降溫及擴張均反應過度，中短線而言，要把握這些情況帶來的投資機會，需要靈活配置、精挑細選。

1. 資料來源：彭博社。截至2019年9月30日。
2. 資料來源：瑞士信貸。截至2019年9月30日。

**「絕不假設信貸市場是合乎邏輯的。信貸市場是不講邏輯的，
我們致力保持靈活，及時把握出現的投資機會。」**

您如何看待高收益「四大核心」資產類別—美國及歐洲貸款及債券—年初至今的表現？有哪個領域的相對價值尤其具有吸引力嗎？

債券方面，美國市場年初至今的報酬超過10%，歐洲市場的報酬正在接近10%。貸款方面，美國及歐洲的報酬大約是債券的一半。固定收益的利差有所收窄，而利率下跌使得零售投資者淨流出貸款、時間已接近一年，也讓貸款今年表現落後。在目前所處的週期階段，這是十分典型的市場反應。倘若某個子資產類別的利差過大，在一段時間過後就應該會收窄，尤其是在此環境下，投資者努力尋求相對價值點。

市場接近這些價值點的速度遠較過往更快，這意味著投資機會很可能轉瞬即逝。因此，靈活進行資產配置是至關重要的，出於這個原因，我們大力主張採取多元信貸投資方式。

在所有條件相同的情況下—倘若利差略為收窄，高收益投資範疇並無明顯的相對價值點—理論上貸款是否更具防禦性？

通常情況下，當金融市場急跌，因貸款是與其他資產相關性最低的類別之一，因此，本身更具防禦性。一個很好的例子就是在2018年，鮮有金融市場能夠提供正報酬表現，貸款卻是其中之一，背後原因有部分來自於該資產的浮動票息性質，部份是貸款有資產抵押/擔保。傳統的高收益債券是固定票息和無資產抵押/擔保的，在資本結構中處於不那麼高的位置，長遠而言殖利率很可能更高。但投資者需要多元化；很重要的一點是，資產配置組合要能夠降低相關性及波動性。在市場大幅下跌期間，貸款往往會表現相對穩健，從而令投資者能夠更好地調配資本，這是該資產類別最重要的特質之一。

在四大核心資產類別之外，高收益市場有一些「指數以外」的投資機會，主要是在抵押貸款憑證(CLO)、不良債務及新興市場公司債券等策略，您認為目前投資價值何在？

作為高收益配置的一部份，這三個資產類別均能夠帶來潛在的多元化優勢及額外收益率—前提是需要靠經驗豐富、善於管理風險的團隊執行。尤其是，抵押貸款憑證(CLO)及不良債務經常會歸類為另類投資—通常包含了受關注程度較低、成交量較少的資產類別。其中，抵押貸款證券(CLO)可提供遠較公司債券更高的價值。例如，相較BB級公司債券，BB級抵押貸款憑證(CLO)的殖利率要高出300至500個基點。這個市場在2008至2009年雷曼兄弟危機期間表現良好，但一般而言，未受到廣泛關注。因此，我們認為這個資產類別尤其具有吸引力，絕對適合多元策略產品。

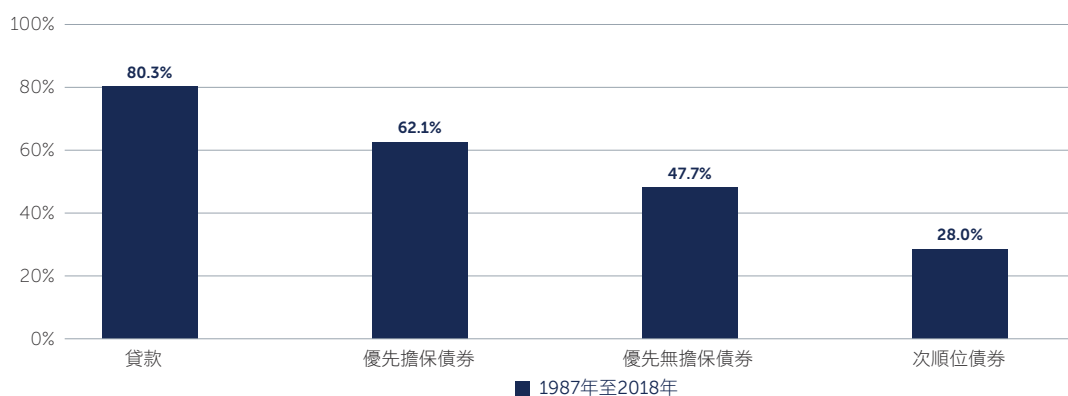
新興市場公司債券方面，新興市場及已開發市場之間的界線日益模糊，這意味著目前新興市場公司債券的許多特徵都類似於已開發市場高收益債券。事實上，新興市場公司債券的一大部份已經被納入已開發市場指數，因為當中許多發行人都是在全球發行的大型企業。在許多情況下，新興市場公司債券的高收益評等只不過是由於註冊所在地，而非實際資產負債表所致。由於領域不同，這個資產類別不適合指數追蹤，但可提供多元化優勢及額外收益率。

您能否談一下全球優先擔保債券的吸引力，尤其是在目前週期尾段的環境下？

在經濟表現疲弱—或者至少是有所放緩—的環境下，擔保資產可帶來眾多好處。全球優先擔保債券是較不具知名度的高收益資產，有擔保品作為抵押，於資本結構中處於優先位置，這意味著一旦出現違約，優先擔保債券持有人最先獲得償還。發行公司擔保抵押品價值往往是發行金額的兩倍，因此，在市場憂慮經濟衰退的環境下，持有優先擔保債券是具有吸引力的選擇。

我們通常在B級債券(而非BB級債券)中看到更多有擔保的產品。但當經濟陷入衰退，我們幾乎總是寧願投資於B級有擔保債券，而非BB級無擔保債券。這主要是由於評等機構在為擔保品估價時，會考慮違約的可能性，但不會考慮回收的可能性，而優先擔保債券過往的回收率高於無擔保債券(圖一)。

圖一：穆迪全球平均公司債券回收率(按最終回收率統計)



資料來源：穆迪企業違約及回收率。截至2019年3月31日。

展望未來12個月，您對如何最好地駕馭高收益市場，有何理念呢？

展望未來，我們的投資方式遵循幾項關鍵原則。首先，我們絕不假設信貸市場是合乎邏輯的。信貸市場是不講邏輯的，我們致力保持靈活，及時把握出現的投資機會。可帶來收益率的投資機會或許轉瞬即逝，但絕對存在。第二，我們準備好作出逆向判斷。接近大選，美國政治風險高漲，這至少在未來12個月都會是一大主題；在此過程中，醫療保健等產業很可能會備受關注。歸根到底，在接下來一段時間，對資產精挑細選都至關重要。這不是追蹤指數的時候。展望未來，要成功駕馭高收益資產類別，執行嚴謹的「由下而上」信貸選擇策略—而非總體判斷—絕對是至關重要。

霸菱是一家全球金融服務公司，資產管理規模高達3,350億美元*，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創始，我們於公開及私募資本市場中提供創新的投資方案及不同的投資機會。作為美國萬通(MassMutual)的附屬公司，霸菱在北美、歐洲和亞太開展強大的全球業務。

【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。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。過去績效並非現在及未來績效之指標。績效資料並未考量基金單位發行及贖回所生之佣金及成本。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於高收益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。投資人投資以高收益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。本基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。本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。

請至 [BARINGS.COM](https://www.barings.com) 發掘更多

*截至2019年9月30日

出刊日期：2019年10月31日 BAM2019111