

本年度債券市場多個領域的孳息率急速變化，尤其是高收益債券。這是否令高收益債券成為具吸引力的投資領域？抑或我們應視此為「衰退風險臨近」的訊號？環球信貸主管Caryn E. Rothman 簡要分析即使是在面臨經濟衰退的情況下，此類資產基本因素的穩定性和實用性。

高收益市場並未出現衰退跡象

投資者目前面臨一系列潛在長期轉變，包括結構性通脹升溫、利率急速上升和市場波動加劇。這些轉變對股票投資者和固定收益投資者而言均屬憂慮。

舉例而言，高收益債券在 2022 年上半年經歷急速調整，為此類資產的投資者帶來沉重打擊。息差（即高收益債券與年期相若的美國國庫債券之間的孳息率差距）由 4 月初的 343 點子擴闊至 6 月底的 587 點子，大幅超過 10 年平均息差 451 點子。

市場水平繼續發生巨大變化，息差其後於 7 月份市場反彈期間收窄，並重返長期平均水平。鑑於債券孳息率與價格呈反比，上半年息差急速擴闊反映債價同樣急速貶值，導致眾多投資者的投資組合價值減少，更令發行高收益債券的公司暫停發行新債。

我們應如何解讀債券孳息率當前的急速變化？

高收益市場的實質孳息率 (%)



資料來源：彭博資訊及宏利投資管理。數據取自 2012 年 7 月 31 日至 2022 年 7 月 31 日。數據基於洲際交易所美銀美國高收益債券指數，該指數追蹤在美國當地市場公開發行，並以美元計價的低於投資級別企業債券的表現，當中包括信貸評級為 BBB 級或以下的債券。投資者不可直接投資於指數。

目前新債發行低迷實際上可能反映企業債務再融資的另一長期轉變，因為公司可能普遍能夠不靠高收益市場籌集營運資金。這本身可能反映企業實力強勁而非疲弱。

然而，不少投資者（特別是在 7 月份高收益市場反彈前已離場的投資者）的疑問是，上半年高收益債券表現倒退是否意味著高收益市場出現危機。

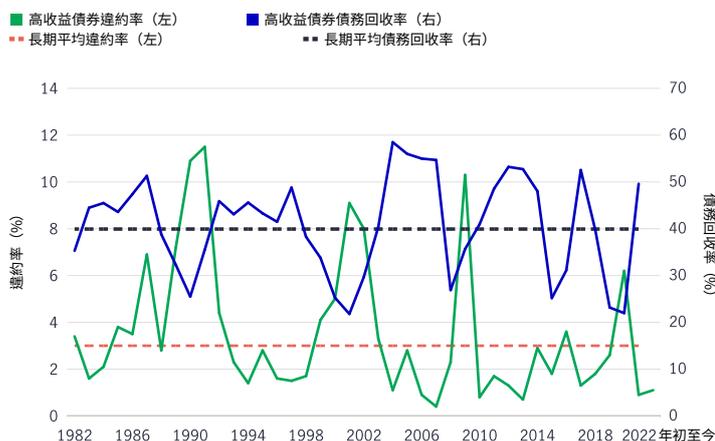
信貸風險不成問題

正正相反，我們認為投資者不應著眼於目前的波動市況，而是發掘持久力較強的高收益債券投資機會。

從信貸風險角度來看，兩個關鍵數據系列表明，高收益債券發行人明顯呈強勢而非弱勢，我們認為，對於較優質部份的債券而言尤其如此。高收益債券違約率（衡量企業未能償還債務的傾向）目前處於數十年低位，債務回收率（衡量投資者自違約發行人回收資金的能力）則高於長期平均。

儘管市場觀察者可能將息差擴闊視為經濟即將陷入困境的指標，但在市場近日回落期間，低於投資級別債券市場的優質領域價格尚未反映市場即將崩盤。

以歷史標準計，高收益債券違約率偏低，債務回收率則偏高



資料來源：摩根大通，2022年6月30日。年初至2022年6月30月的違約率數據。

若日後確實出現經濟衰退，我們固然預期差距將會收窄，即違約率上升而回收率下降。但我們亦認為，高收益債券市場中評級最低的領域所受影響最大，較優

質領域則可能完全不受影響。我們認為，在傳統高收益債券發行人中，不少質素較佳的發行人，尤其是資訊科技等行業，均具有實力和定價能力以應對目前通脹所致的市場干擾。

與常見債券指數相比，高收益債券受利率變動的影響較小

現時，違約率處於歷史低位而回收率處於歷史高位的情況之所以值得注視，不僅是基於近期疫情引發的經濟干擾，亦基於2022年利率環境的考慮。利率在本年急升，主要是由於聯儲局試圖遏制通脹。在此環境下，固定收益投資者面臨兩個問題：只要利率繼續上升，固定票息債券的孳息率便會低於標準；而只要通脹尚未受控，債券所產生收益的購買力便會下降。

因此，債券存續期至關重要。由於高收益債券並非長存續期資產，其對利率變動的敏感度低於其他類型的固定收益資產，例如投資級別企業債券或彭博美國綜合債券指數等廣泛基準。此外，目前約7.5%的實質孳息率超過長期股市回報，但歷來高收益債券在整個市場周期中的波幅均低於股票。

與眾多其他固定收益資產相比，高收益債券的存續期較短

固定收益領域	實質存續期 (年)
美國高收益債券	4.24
企業債券	7.41
廣泛美國固定收益市場	6.38
國際債券	7.02

資料來源：彭博資訊，截至 2022 年 7 月 31 日。高收益債券以洲際交易所美銀美國高收益債券指數為代表，該指數追蹤在美國當地市場公開發行，並以美元計價的低於投資級別企業債券的表現，當中包括信貸評級為 BBB 級或以下的債券。企業債券以彭博美國企業債券指數為代表，該指數追蹤以美元計價的投資級別定息應稅企業債券市場的表現。廣泛美國固定收益市場以彭博美國綜合債券指數為代表，該指數追蹤美國政府債券、資產抵押債券和企業債券市場內投資級別債券的表現。國際企業債券以彭博環球綜合債券指數為代表，該指數追蹤定息國庫債券、政府相關債券、企業債券及證券化債券市場內環球投資級別債券的表現。投資者不可直接投資於指數。

高收益債券的分散投資能力

儘管無人能夠百分百準確預測任何資產類別的表現，但我們可透過審視數據得出合理的結論，以了解投資者如何無意間使其投資組合承受過高風險。彭博美國綜合債券指數等廣泛指數佔投資者的固定收益投資組合的重大比重，意味著利率風險水平普遍偏高，而且過往在加息環境下表現遜色。

我們認為，目前投資風險水平過高並非源於信貸基本因素。金融體系並不存在我們特別憂慮的金融煉金術；銀行亦未對處於泡沫的房地產市場承擔過度槓桿風險。儘管孳息率將繼續跟隨與衰退風險相關的市場氣氛而波動，但鑑於實質孳息率及收益型投資者的長期風險調整後回報潛力較高，故我們仍然認為高收益債券是相當值得考慮的資產類別。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

2409136