

2022 年 7 月

非投資級債券市場展望與佈局

**Ken MONAGHAN**鋒裕匯理非投資等級債團隊
共同主管 / 投資組合經理人**Tim DOWLING**

客戶投資組合經理

重點摘要

- 非投資級債券市場的第二季表現為非投資級債市自 1980 年代以來第三疲弱的一季。美國公債殖利率飆升，信用利差擴大。
- 各國央行能否控制住通貨膨脹，又會不會為了平抑物價而付出經濟衰退的代價？我們認為美國有機會免於經濟衰退，反觀歐洲衰退可能性較高；萬一美國出現衰退，應該也只會是淺層萎縮。
- 通貨膨脹正在影響債券發行企業；為此，我們原有的分析工作，也開始針對更能免於通膨衝擊的各家公司精挑細選。
- 違約數字仍未達到顯著程度；我們固然預期違約率會上升，但也推測不會達到先前幾次經濟衰退時候的高位水平。
- 尋求風險中立的佈局：考量利差與殖利率仍具吸引力，積極增加投資組合的 **beta** 係數的時機尚未來臨，為此我們採取了更中立的佈局。

2022 年第二季回顧

2022 年第二季，非投資級債券市場表現疲弱，而絕大多數類別的風險與非風險資產都是如此。ICE 美銀美林 (BofAML) 全球非投資級債指數下跌 9.95%，是該指數自 1986 年來第三疲弱的單季表現。疲弱的市場環境主要反映了各國央行的通膨因應作為延遲，帶動主權債券殖利率上升、股價下跌以及信用利差擴大等。俄烏衝突對於原物料價格的影響，特別是能源價格，惡化了季初的市場狀況；而後到了季末，經濟衰退的憂慮心態更加明顯。

指數報酬

ICE 美銀美林指數	2022 年 第二季	年初迄今 2022 年 6 月 30 日
美國非投資級	-9.97%	-14.04%
美國 BB 級非投資級債券	-8.62%	-13.53%
美國 B 級非投資級債券	-10.70%	-13.79%
美國 CCC 級非投資級債券	-13.91%	-17.12%
美國 BBB 級投資等級債券	-7.32%	-14.93%
全球非投資級債券	-9.95%	-14.90%
全球 BB 級非投資級債券	-9.03%	-14.64%
全球 B 級非投資級債券	-10.74%	-14.98%
美國 CCC 級非投資級債券	-13.19%	-16.29%
歐洲貨幣非投資級債券	-10.02%	-14.02%
新興市場非投資級	-10.14%	-19.28%

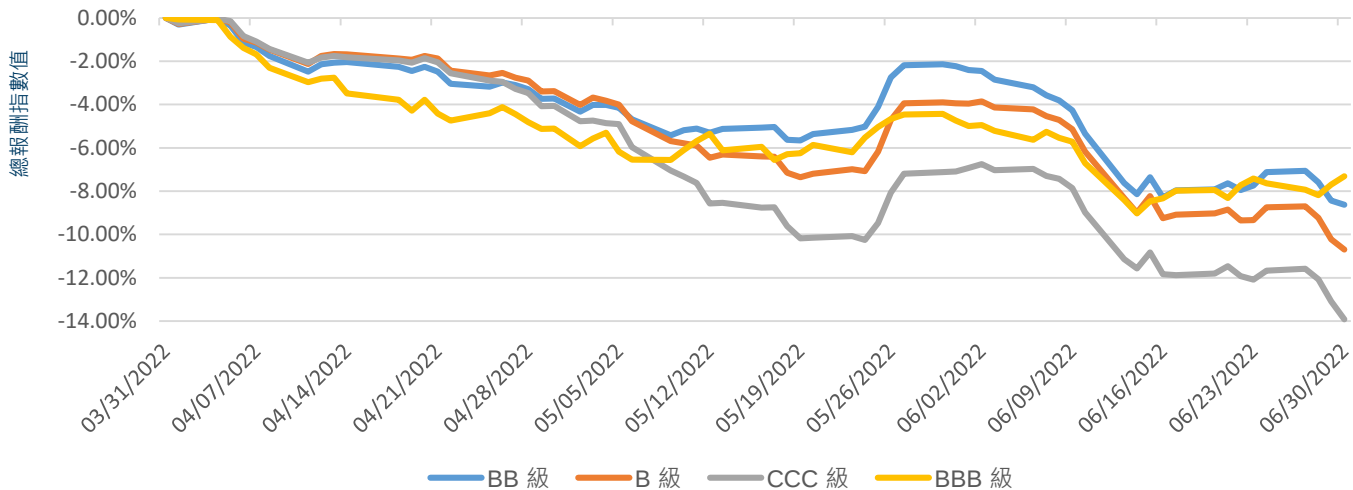
資料來源：ICE 資料服務與彭博財經 (Bloomberg Finance L.P.) 指數未經管理，並且有別於基金報酬，無需再行扣除各種費用或支出。指數本身無法作為直接投資對象。指數定義請參見第 5 頁。

與其陷入反通膨或通縮情境，致使投資誘因煙消雲散，各國央行通常更偏好通貨膨脹保持在 2% 左右。延續至 2020 年的長期微弱通膨宣告落幕，因應新冠疫情的寬鬆貨幣供給與財政激勵措施，於 2021 年在各個主要經濟體引發了通膨的強勢回歸。起初，美國聯準會與歐洲央行 (ECB) 樂見貨幣寬鬆政策奏效，聯準會也判斷通貨膨脹升溫只是暫時。然而消費價格不斷走挺，消費者物價指數 (CPI) 攀升超過 8%，聯準會最終在 3 月決定以 25 基點的標準幅度升息，但不足以抑制漲價。隨著通貨膨脹延續至第二季，通貨膨脹引發的政壇熱切關注迫使聯準會在 5 月和 6 月分別再升息 50 基點以及 75 基點。

由於通膨疑懼心態在本季初瀰漫市場，BB 級債券的表現遜於 B 級與 CCC 級債券。4 月下半，市場賣壓回歸較為典型的走勢，CCC 級債券展現了景氣與違約敏感的特性，績效開始落後於信用敏感度偏低的 BB 級與 B 級券種。5 月，美國以及全球 B 級非投資等級債券的表現也落後 BB 級債券，是年初迄今首見的狀況。到了季末，BB 級債券的年初至今表現超越了 B 級債券；縱使 BBB 級對於利率敏感許多，前述三種評等的非投資級債券盡皆落後於 BBB，其有效存續期間超過 7 年，有別於一般非投資級債券的 4 年。

最初的賣壓來自於利率，之後則是利差使然

各評等等級債券的每日績效：BBB 級至 CCC 級



資料來源：ICE 美銀美林美國 BBB 級與美國非投資階層債券，截至 2022 年 6 月 30 日。

在歐洲，通膨抑制的任務又更為複雜，畢竟歐陸各國非常依賴俄羅斯出口的石油與天然氣。歐洲央行表示將會展開告別負利率的進程，並承諾在 7 月份首次升息，宣稱 9 月就會結束負利率時代。歐洲外圍國家狀況各異，使得貨幣政策進一步複雜化；外圍國家與核心國家的主權債利差擴大，促使歐洲央行研議新的外圍主權債收購方案，藉此避免共同市場「分裂」。

未來展望

顯而易見的是，美國與全球的經濟正在趨緩。大致而言，美國的經濟健全程度，特別是美國的消費活動，歷來持續左右著全球經濟，所以我們預期美國的軌跡對於全球經濟至關重要。歐洲在俄烏戰火中首當其衝，面對更多複雜問題，能源價格上漲與能源供應問題也可能引領歐洲走向衰退。新興市場 (EM) 的整體景氣則是高度取決於原物料行情，其中又以中國市場的需求影響最大，然而適逢新冠病毒引發中國境內嚴厲防疫管控，相關需求現正陷入疲軟。

在美國，我們目前預期聯準會升息以及後續的下游效應將會造成「軟著陸」；所謂軟著陸的特點在於國內生產毛額 (GDP) 成長率放緩至 0% 上下，我們預估這種情境成真的機率將比停滯性通膨高出三分之一，停滯性通膨則是第二可能發生的結果。我們認為軟著陸的情境可能會導致違約率落在 4-5%。關於違約，則有兩點值得注意：首先，我們認為如今的債券發行企業財務狀況普遍優於過往狀況，所以違約風險理當低於先前的幾波經濟衰退。第二，假設償還率相當於長期平均水準，指數徘徊於 85 附近水準 (如同現今情況) 之際，違約對於績效的影響將小於水位高於面額時。

我們認為違約率落在 8-10% 區間的硬著陸式景氣衰退不太容易成真，因此並未轉進 BB 級債券部位協助投資組合抗跌。美國非投資等級債與全球非投資等級債利差明顯擴大，本季尾聲分別以 590 基點和 638 基點作收。這樣的利差水準，可供彌補「軟著陸」情境中可能出現的 4-5% 違約率，並且創造較具吸引力的超額報酬。長期管理非投資級債券基金的經驗顯示，在接近市場底部的水位買進債券可能很困難，是以建議投資人盡量避免擇時交易。

此刻我們正試圖確保基金相對於參考指標維持近乎風險中立的立場。我們可能會試圖在場內從事某些交易，如果利差下滑並逼近 500 基點，就調降風險；利差一旦升破 650 基點則增持風險。除非已經更能掌握經濟放緩的實際程度，否則不傾向大幅增加超過基準指標的風險。

佈局

近期召開的季度佈局會議上，信用分析團隊再次調降由下而上方法推薦的總合佈局權重，並建議加碼基準指標，幅度則較前季稍低。

分析師也發現了通貨膨脹對於不同券種均有影響。他們固然研判，某些成本攀升純屬暫時，不致衝擊商業模式 (例如醫院支付約聘臨時護理師的雙倍工資)，但也認為通膨的其他影響很可能向下紮根，就如同休閒產業目前的狀況。通貨膨脹正迫使許多消費民眾將開銷從娛樂用途 (像是美國地方賭場的博弈活動) 重新分配至食品與汽油。釐清相關趨勢有利於哪些公司，不利於哪些業者，現正成為券種分析作業的重點。例如，消費者會不會因此減少地區性主題樂園的消費？還是取消長途旅行的假期計畫，待在當地擴大消費？

能源：我們仍看好能源產業，因為我們發現石油與天然氣的價格遠高於生產成本。美國境內的生產維持紀律，反映上市公司仍傾向將資本歸還股東，而非據此擴增產能；同時也發現某些私營公司正在提升產量。我們也見到歐洲正設法分散風險，降低依賴俄羅斯出口的能源，撐起了其他國家的石油天然氣外銷價格，主要的限制則來自於進出口的量能，天然氣尤其如此。我們認為，由於經濟衰退的機率提高，評等機構的升等決策可能轉趨謹慎，新冠疫情期間遭到降等的某些公司，回歸投資級評等的時機恐將再延遲。

工業：我們樂觀看待許多次產業，例如汽車、中型與重型卡車以及航太。「景氣循環產業可能成為抗跌新寵」闡明了我們的觀點，部分的景氣循環券種今後有機會在蕭條期間維持穩健表現。舉例來說，美國汽車年產量先前都維持在 1300 萬輛，遠低於新冠肺炎前 1600 萬輛以上的水準，同時飛機的產量仍然很高，反映了民航業者設法汰換機隊內舊機並改採省油新機種。

銀行業：我們知道，商業環境降溫將會反映在銀行獲利數字上，然而銀行業的資本狀況比 2008 年健全許多，縱有遭遇大幅衰退也能承受。目前，隨著經濟進入遲滯，我們認為銀行將會迎來更多負面消息，特別在歐洲與新興市場。我們認為，歐洲主要銀行發行的額外一級資本債與應急可轉債領域，有機會浮現吸引人的契機，然而，在經濟低迷程度更明朗之前，我們傾向繼續謹慎以對。

地區佈局：針對全球非投資等級債券基金，我們研判美國經濟可能相對抗跌，表現優於歐洲與新興市場。能源成本可能會為歐洲帶來龐大阻力，而全球疲軟將影響出口。至於新興市場，雖然我們看到許多價格誘人的債券，但在聯準會升息接近尾聲之前，我們轉而予以大幅加碼的意願並不高。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路5段7號台北101大樓32樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 **Amundi Group** 之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】