

A photograph of two men on a sailboat. One man is in the foreground, steering the boat with a large wooden wheel. He is wearing a dark jacket and light-colored pants. The other man is in the background, leaning over the side of the boat. The sky is blue with some clouds, and the sun is low on the horizon, creating a silhouette effect on the boat's rigging.

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

投資洞察藍皮書 | 2020 年上半年

高收益債展望：
自信從容，但仍須謹慎



Kenneth J. MONAGHAN
高收益債共同協理



Andrew FELTUS
高收益債共同協理



Matt SHULKIN
全球高收益經理人



Marina COHEN
歐洲高收益主管

2020 年全球高收益債投資四大熱門主題

在主要國家央行寬鬆政策及強勁投資人需求的支撐之下，去年的全球債市表現亮眼，美國、歐洲及新興市場高收益債換算美元後報酬率皆突破 14%。帶動績效的功臣是市場中品質較佳的類別，例如 BB 級債券，以及在歐洲締造佳績的 CCC 級債券。這是因為風險氛圍良好，激勵投資人在信用市場中尋求收益。

邁入 2020 年，金融市場似乎陷入一場拔河角力中，一邊是美中貿易戰休兵，景氣回春，經濟有望反彈；另一邊則是新冠狀病毒疫情擴散，擔憂經濟動搖的恐懼與日俱增。此外，當前的起點也略有波折，目前金融市場評價的吸引力已經比不上 1 年前美國聯準會轉趨鴿派立場的時候；當時的股市發展可謂一路長紅，企業利差緊縮，過去 1 年裡的大多數時候都是如此。同時，總體流動性依然充裕，但仍高度仰賴整體經濟環境，是以無法排除在短時間內枯竭的可能性，必須加以密切監控。

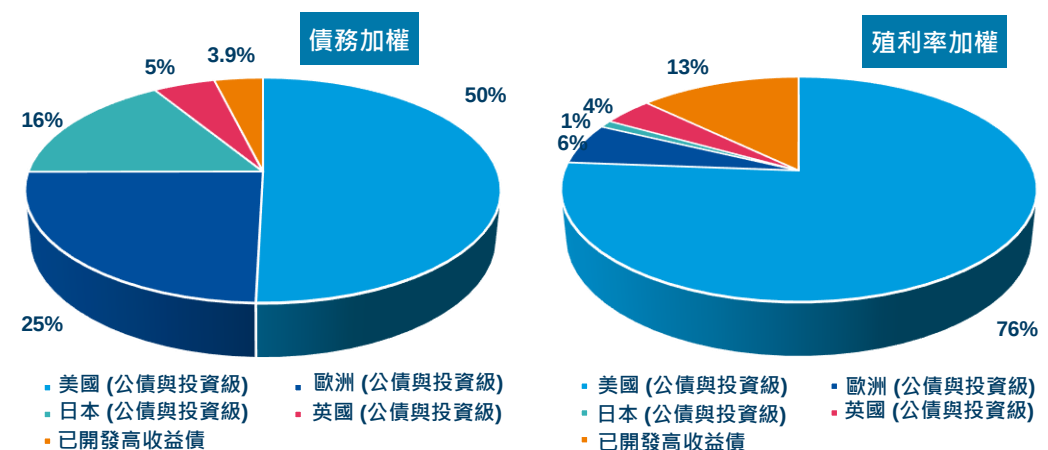
我們根據環境進行預測，提出 2020 年全球高收益債投資的四大熱門主題。

1. 尋求收益仍是固定收益投資人的主要目標

全球的低收益情況可能會在今年裡持續，理由是貨幣環境保持寬鬆，且經濟情勢並無過熱的跡象。在這樣的環境裡，投資人尋求收益的熱度不但將持續，而且還有可能升溫，如此一來就有機會撐起全球高收益債的相關需求，眼下全球高收益債仍能夠為投資人創造誘人良機。

根據我們的計算，雖然目前高收益債僅佔全球已開發固定收益市場的 3.9%，但在這類市場的投資人總收益佔比卻達到 13%。其餘收益則集中在美元計價債券，包括主權債及投資級公司債。

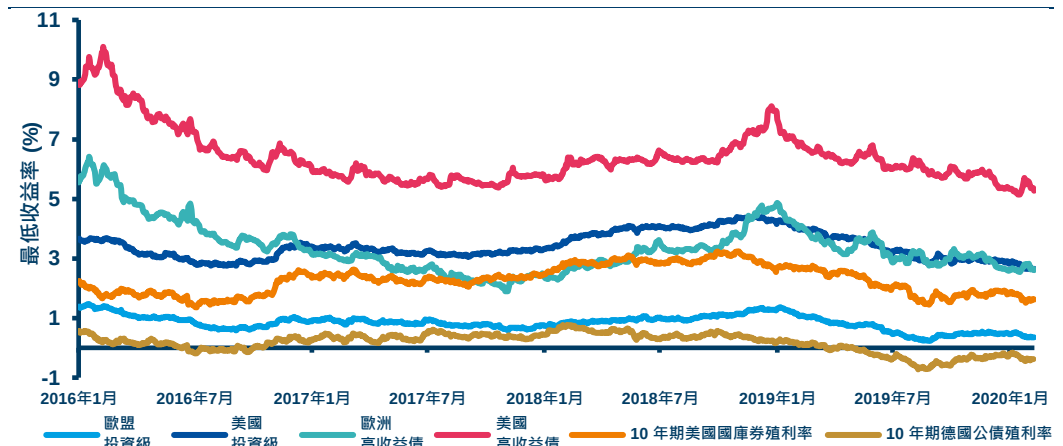
圖 1：主要已開發市場債市的債務與殖利率加權比較



資料來源：彭博、鋒裕匯理研究。截至 2020 年 1 月 23 日資料。

就相對價值而言，高收益債提供具吸引力的報酬機會，優於主權債與投資級債券，不過根據過往經驗，高收益市場價位並不算低廉，畢竟利差仍然接近景氣循環谷底，低於長期歷史平均水準。

圖 2：主要已開發市場債市最低收益率



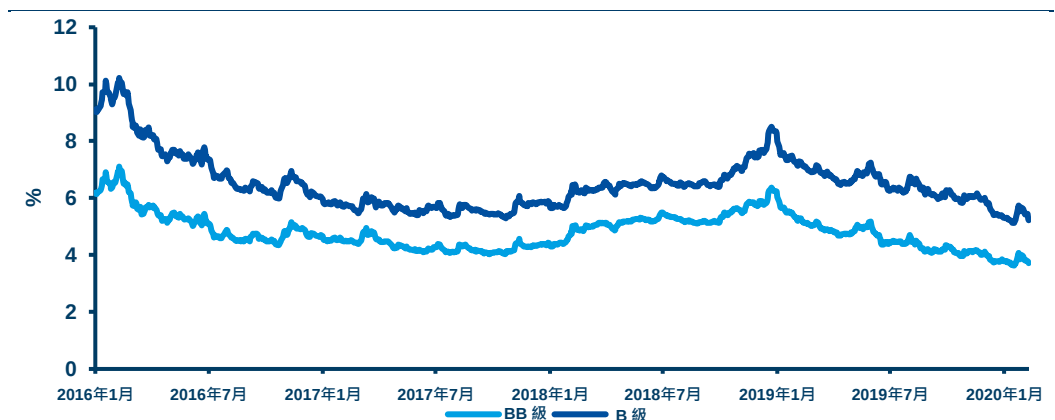
資料來源：彭博、鋒裕匯理。截至 2020 年 2 月 13 日的資料。

我們看好利差產品在 2020 年的表現，主要受到具備套利特色的報酬帶動。假如美元匯價回整或走疲，美中貿易戰持續休兵，美國經濟情勢良好，可以預見利差壓縮情況將會更進一步，這樣的情境將容許違約率保持在低於歷史平均水準以下。目前利差水準緊縮，但若違約率繼續保持在當前水準附近，應足以形成超額報酬。此外，高收益債利差緊縮的現象，應配合股價偏高、低主權債殖利率偏低的环境，一併予以評估。

2. 各國央行：2020 年的央行立場有利投資，但亦不宜期望過高

金融環境與主要央行貨幣政策立場皆呈寬鬆，主要已開發及開發中經濟體的高收益市場，今年無論基本面及技術面均將因此獲得支撐，只是貨幣寬鬆政策多已出盡。投資人對於高收益債的胃納仍然高漲，企業再融資成本亦低，因此違約率依舊低於歷史平均水準，例如美國 BB 級債券殖利率目前約為 3.8%，而 B 級企業債殖利率則不到 5.5%，比 1 月底新冠病毒疫情爆發前的高點要低了 25 至 30 基點。

圖 3：美國 BB 與 B 級高收益債券最低收益率



資料來源：彭博、鋒裕匯理。截至 2020 年 2 月 13 日的資料。

金融環境與貨幣政策立場皆呈寬鬆，高收益市場今年無論基本面及技術面均將因此獲得支撐，不過貨幣政策的支撐多已出盡。



**Sergio
BERTONCINI**

利率與外匯研究主管

「全球央行政策立場可能仍對市場較為有利。」

全球央行立場轉向寬鬆，是 2019 年的主要市場主題，也可望在今年裡延續趨勢，只是力道或將有所減弱。

聯準會自 2018 年升息 4 次後，已三度調降官方利率，目前聯邦基金利率目標略低於原先預估的中性水準。此外，美國央行重啟資產負債表擴張政策，買進短天期美國國庫券。此一政策不宜視之為量化寬鬆，因為其宗旨並非降低長期利率以提振經濟，而是透過調整，維持理想而適中的聯準會資產負債規模，確保金融系統內流動性充足無虞。儘管如此，市場仍解讀為量化寬鬆，原因在於此舉釋出明確的貨幣政策傾向訊號。為了因應新冠病毒的意外衝擊可能帶動經濟風險，後續還是有機會再降息，只是考量美國經濟的抗跌強韌體質，貨幣寬鬆恐怕多已出盡。

於此同時，歐洲央行已再度啟動量化寬鬆策略，為歐元計價公司債提供直接與間接的支撐。投資級非金融業公司債獲得歐洲央行公司領域收購方案的直接支持，該方案係針對這個市場，且能將波動率抑制在相關資產類別內。另一方面，由於投資級殖利率走低，引發投資人尋求收益，拜轉嫁效應之賜，高收益債直接獲得支撐。除量化寬鬆之外，特別是就金融業而言，歐洲央行亦透過其他工具為銀行提供支撐，包括兩層準備金給息制度，並加強定向長期再融資操作。

而在英吉利海峽彼端，英國央行也準備未來將採取更加寬鬆的貨幣政策立場，英國在 1 月退出歐盟後，官方亦下修 GDP 成長率預測至全球金融危機以來最低水準。最近 3 次的英國央行決策會議中，表決贊成降息的貨幣政策委員會委員計有 2 人。

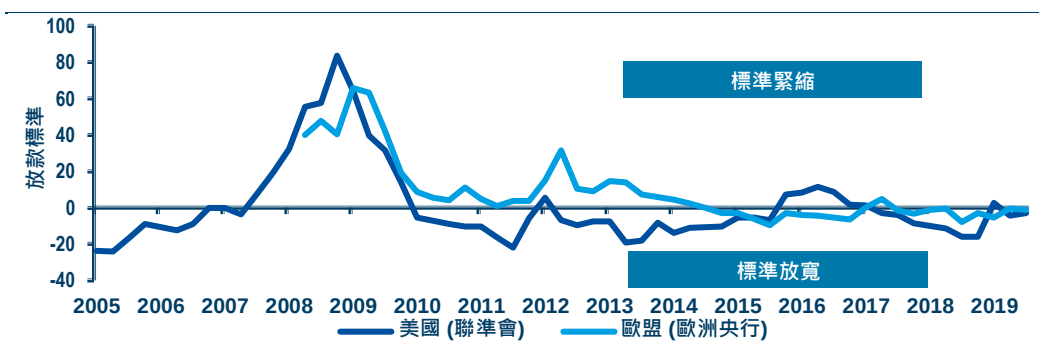
最後，雖然比起去年略見減速，不過今年新興市場貨幣政策普遍亦較 2019 年寬鬆，尤其是中國，在爆發新冠病毒疫情之際，中國亦須設法支撐疲軟經濟。

綜觀全局，全球央行政策立場可能仍對市場較為有利，除了央行的總體經濟預測之外，央行也深知抑制利率的重要性，據以防範金融環境意外緊縮，而造成金融市場與經濟趨勢之間的惡性循環。

3. 違約率：目前為止良好，但仍需留意另類情境

去年高收益債違約率依然低於長期平均水準。去年第四季美國違約率略有增加，不過主要集中在陷入困境的能源產業。違約率依其定義係事後統計數據，在預測未來動向方面的參考價值有限，在這方面值得關注的重點在於放款標準、不良債券比率，以及衰退風險。牽動違約率的主要驅動因素來自銀行放款標準及不良債券比率，反映所需時間約為 3 至 4 季。在銀行放款實務方面，聯準會及歐洲央行的最新調查均顯示企業貸款整體採取中性標準。

圖 4：銀行放款標準變化

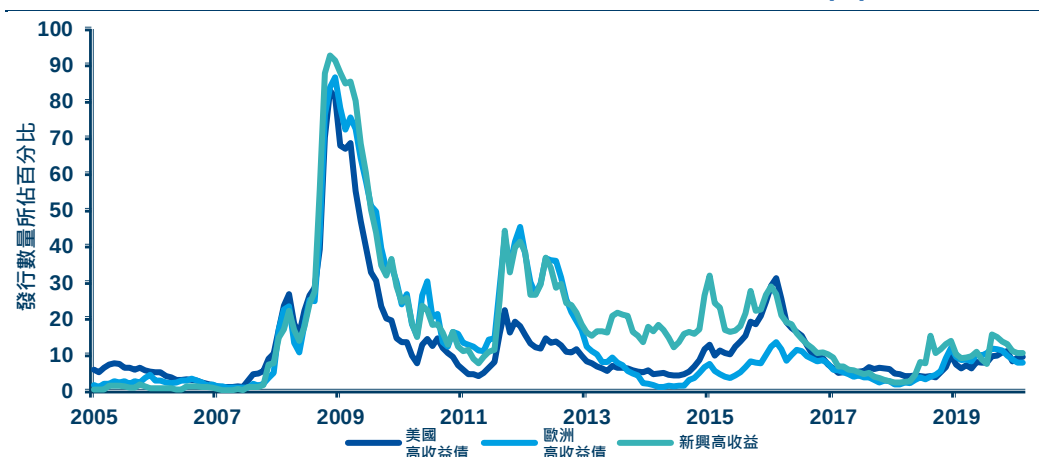


資料來源：美銀美林、聯準會、歐洲央行、IIF、鋒裕匯理。截至 2020 年 2 月 10 日的資料。

「高收益債公司的企業基本面目前看來大致健全良好。」

不良債券比率，即相對於政府公債的利差大於 1000 基點的高收益債所佔比例，反映了企業的基本面，而目前看來大致健全良好。銷售正在成長，美國高收益債公司的整體資本支出也逼近 10% (以 4 季移動平均線為準)，同時槓桿操作亦在控制範圍之內。舉例而言，美國 BB 級債券淨負債與稅前息前折舊前攤銷前利潤比目前為 3.3，B 級債券為 5.3，均低於歷史標準；歐盟同級債券則分別為 4.0 及 5.6。此外，BB 級債券在美國及歐洲高收益市場的佔比增加，進一步驗證信用品質正在提升。我們認為，以往被歸類為高收益債券的低評級融資，如今已轉變為槓桿貸款。

圖 5：美國、歐洲及新興市場高收益債不良債券比率，發行量佔比 (%)



資料來源：美銀美林、ICE 指數、鋒裕匯理。截至 2020 年 2 月 10 日的資料。

「美國違約率近期爬升，主要是因為能源類別，其他產業的不良貸款水準仍低。」

這些因素促使美國高收益債不良債券比率在 2020 年 1 月降至 9%，低於長期平均值 11%。就類別而言，主導不良債券比率走勢的仍是陷入困境的能源產業，2019 年年底時不良債券比率為 24%，而其他券種的違約率則普遍較去年下降。歐洲不良債券比率更低，根據美銀美林的資料，2020 年 1 月時只有 8.3%，其中以交通運輸攢業最高。

根據我們的估計，以上述指標為基準，我們預測接下來的 12 個月內，美國違約率將開始下滑，歐洲方面則可能攀升，不過以歷史水準而言仍然偏低。此一假設所根據的模型是 2020 年美國實質 GDP 成長由 2019 年的 2.3%，略減至 2% 以下，同時新冠病毒疫情僅對於歐洲經濟造成暫時性的負面衝擊。

「2020 年違約率將保持良好，且低於長期平均水準。」

以美國為例，在另類總經情境下，美國違約率將升高（參見表 1）。儘管如此，上述下檔情境成真的機率不高，至少就短期內而言，原因是美國及中國已簽署第一階段的貿易協定。另一方面，新冠狀病毒帶來的後續經濟影響也有可能比預期更嚴重，傷及全球經濟成長，以致引發全球性衰退。

表 1：美國高收益債違約率在不同情境下的表現 (至 2020 年底)

情境 1 (2020 年美國 GDP 約為 2%)	情境 2 (2020 年美國 GDP 達 1.1%)	情境 3 (2020 年美國 GDP 為 0.0%)
3.8%	6.0%	8.9%

資料來源：穆迪、鋒裕匯理研究。截至 2020 年 2 月 13 日的資料。

4. 美國選舉：券種/證券可能出現錯置機會

美國將在 11 月 3 日舉行總統大選，這足以影響到全球的經濟與金融市場。我們預測三大可能情境如下：川普連任、溫和派民主黨候選人或民粹派民主黨候選人出線。只要是川普或溫和派民主黨候選人當選，經濟情勢縱使歷經部分的微調，大致上仍將維持不變。民主黨黨內初選將會持續整個夏天，其結果將反映 11 月大選的風險高低。儘管川普第一任內經濟發展良好，許多中產階級卻感覺受到壓迫，收入停滯不前，並且認為川普任內的惠民政策（例如 2017 年減稅）只有其他的特定族群才有感受到。這類選民可能會把票投給溫和派民主黨候選人，尋求更公平的經濟體系。

在這樣的情境下，稅負將會增加，現行政策也可能基於中產階級福祉而進行修訂。投資人並不擔心主流民主黨人，因其政策近似於前朝歐巴馬的立場，大致合乎美國主流民意。基於此一理由，我們預期，無論川普連任成功，亦或溫和派民主黨候選人勝選，開票結果均已反映在金融市場價格上，選後的市場也得以維持原有秩序。

另一方面，若民粹派民主黨候選人如桑德斯勝出，將會造成重大短期市場負面衝擊，包括高收益債利差可能急遽擴大，原因是桑德斯等民粹派候選人的政策包含課徵富人稅、大幅上調所得稅，以及推動健保制度邁向全民納保。話雖如此，縱使民粹派民主黨候選人意外當選，這類政策也未必真的能順利落實，將視國會選舉結果而定。國會選舉將與總統大選同時進行，屆時美國選民將投票選出眾議院 435 位議員及參議院 35 席。

「積極慎選將有助於把握良機，降低易受選舉結果影響的特定產業風險，例如能源及醫療保健。」

若民粹派民主黨候選人成為第 46 屆美國總統，同時民主黨又取得參議院最大黨優勢 — 無論選舉結果如何，民主黨拿下眾議院應是勝券在握 — 屆時市場或將遭受衝擊，干預式政策的風險亦將升高，尤其是在能源及醫療保健產業。這種情境裡，水力壓裂開採活動可能會遭到聯邦法規禁止，醫療保健產業的原有商業模式則可能陷入普遍危機。

萬一由民粹派民主黨候選人入主白宮，即使參議院仍由共和黨控制多數席次，上述兩大產業仍將遭遇挑戰，能源公司可能無法繼續開採天然氣，而污水處理標準也將調升，多家醫療保健公司也可能因法規變動受到打擊。不過，市場的初期反應可能會超出兩大產業的實際經濟衝擊。

民粹派民主黨政府所提出的法案，若想獲得紅色州（農村與共和黨票倉各州）民主黨參議員的支持，無論如何都不太可能過於激進。此外，各種監管規定都必須具備法源依據，而且母法立法的進程緩慢。上述因素降低了激進政策成真的風險。

表 2：美國大選結果對高收益市場的潛在影響

川普連任 (機率為 50%)	溫和派民主黨候選人 (機率為 30%)	民粹派民主黨候選人 (機率為 20%)
高收益市場所受影響並不大，川普連任、監管鬆綁政策延續的情境也已經先行反映在市場價格上。	高收益市場僅受輕微影響，選舉結果有利經濟成長及市場，經濟事務僅受到微調。	某些券種（能源產業的水力壓裂開採活動恐遭禁止，以及醫療保健產業）可能受到衝擊，尤其是在民主黨同時主導新一屆參、眾兩院的情況下。

資料來源：鋒裕匯理。截至 2020 年 2 月 13 日的資料。

2020 年全球高收益債投資聚焦 2 大主題

主題 1：分散區域投資，擴大了不同驅動因素的曝險

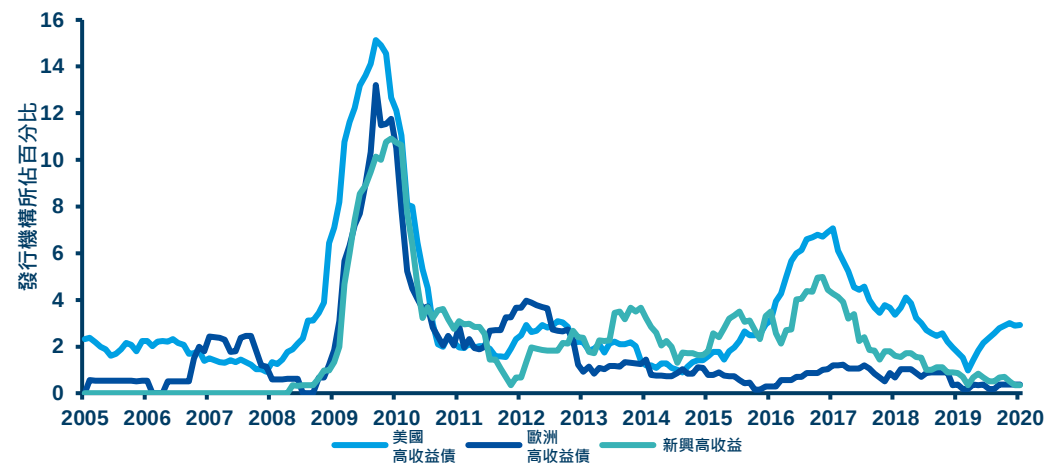
區域配置是投資組合建構及創造超額報酬的關鍵，就我們看來，這也讓投資人有機會將曝險分散至已開發市場以外地區。

2019 年新興市場高收益市場的報酬率在歐盟、美國及新興市場三大區域中稱冠，不過區域間落差不大，差距只有 35 基點。同一區域連續 2 年締造最佳報酬率並不常見，不過新興市場高收益市場殖利率最高，存續期也最長，若市場進一步緊縮，金融環境保持寬鬆，我們仍然看好新興市場高收益市場的潛力。

高度分散的區域投資，將使全球固定收益投資組合受惠於各種經濟與信用循環動能，並提供不同券種及企業基本面品質的多樣曝險。

「高度分散的區域投資，將協助全球固定收益投資組合受惠於各種經濟與信用循環動能，以及企業基本面品質。」

圖 6：高收益債違約率：各區走勢不同



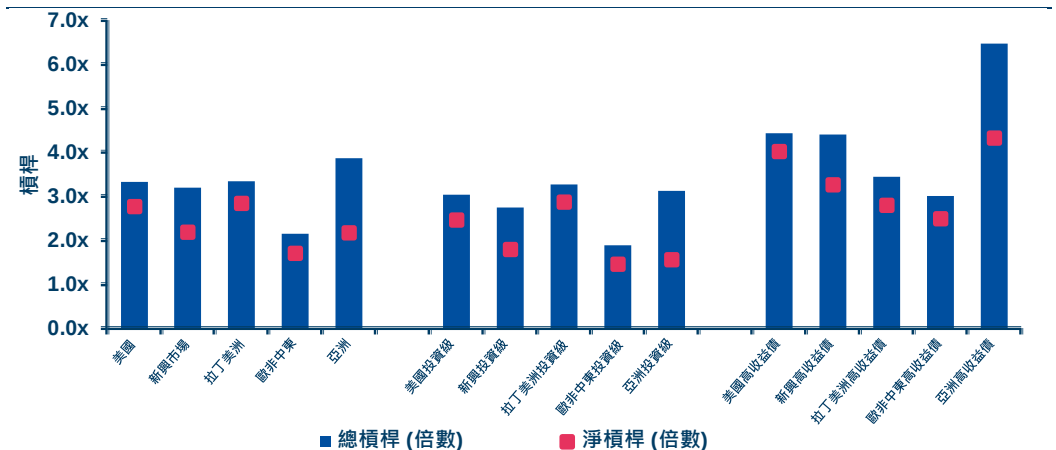
資料來源：美銀美林與鋒裕匯理研究。截至 2020 年 2 月 10 日的資料。

信用週期方面，若觀察過去 15 年來的變化，美國、歐盟及新興市場三大市場的違約率走勢各有不同，唯一的例外是全球金融危機時期，當時美國的情況引發高收益市場全面惡化。2012 至 2013 年歐元高收益債受歐元區危機衝擊，不過 2016 至 2017 年間聯準會緊縮政策、能源產業遭遇挑戰，以至美國及新興市場違約率攀升，歐元高收益債大體而言未遭波及。多元分散的積極投資策略，將可針對特定的區域驅動因素（例如歐洲央行在歐洲的支持措施）、不同產業與券種（歐洲對能源類別的曝險低於美國），以及各個經濟體中的不同動能，提供所需曝險。因此區域分散投資至關緊要，投資人可據此從不同領域的機會中受益，同時也有助於降低風險。

新興市場及歐盟高收益市場自 2000 年以來大幅成長，開拓投資市場及投資機會。20 年前，美國佔全球高收益市場的 80% 以上，如今則已減為 60% 以下。與此同時，新興市場在高收益市場的佔比則由 12% 左右增為將近 30%。

最後，區域分散投資及精準的選股，是在企業總/淨槓桿大體一致的情況下，靈活運用不同企業基本面的關鍵，如下圖所示：

圖 5：企業財務槓桿各地市場比較



資料來源：美銀美林、ICE 指數，鋒裕匯理。截至 2020 年 2 月 10 日的資料。

「加強對信用基本
面、企業治理及流動
性的監督，是 2020
年高收益市場投資的
正確策略。」

主題 2：目前尚且不宜採取過度抗跌的策略，但應加強關注信用研究、企業治理及流動性

全球經濟可望在 2020 年回穩，甚至稍微加速 — 前提是新冠狀病毒疫情沒有留下長期性影響 — 我們預期，今年違約率僅小幅升高，預料仍將低於歷史平均水準。若違約率保持穩定，我們認為無需改採抗跌布局，或加碼 BB 級債券。不過，市場正趨近空前高峰，今年波動率業已有所升高，因此，增加對 CCC 級債券的曝險，仍有過度涉險之虞。我們看好 B 級債券的選股機會理想，偏好此一類別，不過債券的擇優嚴選亦是避免特殊風險的關鍵，以防萬一放款標準惡化或經濟疲軟而受到衝擊。

歐洲方面，BB 級與 B 級債券的信用利差均優於美國同級債券，因此形成相對價值契機。美國方面，能源產業在美國高收益市場失色已久，違約率與不良債券比率均高於其他美國類別。我們認為，能源產業違約率持續居高不下，已經反映在市場價格上，看好相關產業的個別證券契機，唯務須嚴格慎選，同時保持對於石油天然氣價格的整體中性曝險。如今市場走勢已不再集中一致，各類特殊風險湧現，擇優遴選將是避免信用事件的關鍵。在循環尾聲階段，下行風險猶存，務須透過以深度研究為基礎的策略進行個股分析。因此，專有的信用研究團隊在預測不良信用狀況方面大有裨益，而且在遴選債券時，整合 ESG (環境、社會和治理) 原則，亦將是 2020 年代資產經理人在高收益市場的重大挑戰。資產經理人將第三點「治理」納入整合已經有一段時間，這一點也反映在「債權人全面評估公司債風險時，必須從股東思維出發」的概念中成效不彰的治理政策可能導致企業大幅虧損，正如同美商波音集團的例子，投資人選擇高收益債時，務須加強對 ESG 議題的監督。

投資組合的流動性亦須審慎監控。嚴重金融危機過後，適逢信用市場規模大幅增加之際，法規的變動導致了銀行與交易商在美國的活動銳減，尤其是在流動性較低的高收益債類別。因此，信用市場的流動性，將成為投資決策歷程必須審慎考量的關鍵因子。現金緩衝必須夠多，足以在發生市場錯置時發揮作用。

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】