

鋒裕匯理高收益債團隊觀點

短期震盪難免，全球高收益債長線極具投資價值

—— 鋒裕匯理高收益債團隊

高收益債利差因疫情擔憂而擴大，鋒裕匯理美國固定收益團隊對高收債前景仍抱持樂觀

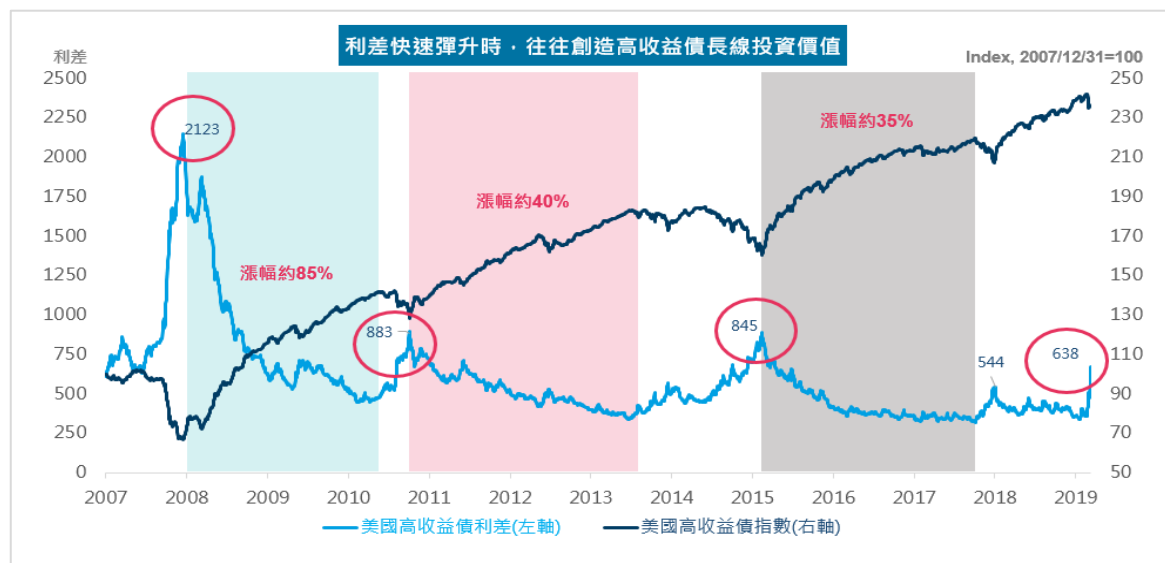
- 高收益債市場已因新型冠狀病毒及油價重挫的影響而重新定價。
- 鋒裕匯理目前對美國經濟成長率預估僅微幅下調。
- 市場對於聯準會再度降息預期已提高，全球各國包含美國政府在內的財政刺激政策料陸續推出。
- 高收益債不像股票高度仰賴獲利增長而是主要看公司償債能力，受疫情的影響相對較小，加上利差已擴大至歷史相對高點，以長線觀點而言進場投資高收益債有機會掌握高殖利率水準及利差收斂機會。

高收益債市場的投資價值浮現

2020 年初，美國高收益債的利差一度縮窄至 338 個基點，殖利率低到僅 5.14%；全球高收益債的利差亦縮窄至 361 個基點，殖利率也只有 4.88%。(資料來源：Bloomberg, BofA)

截至上周五(3/6)為止，美國高收益債的殖利率回升至 6.4%，利差也擴大到 546 個基點，經過本周一(3/9)的大幅拋售，美國高收益債殖利率已觸及 7%，利差也將較上周五再進一步擴大 100 個基點至 650-660 個基點，這樣的利差水準已經比 2018 年底/2019 年初高收債市場遭到拋售時來的更大。(資料來源：Bloomberg, BofA)

鋒裕匯理高收益債投資團隊認為，如果投資人相信疫情對經濟的衝擊終將在 2020 年中逐漸淡去，且不會造成長期的經濟衰退，現階段高收益債的利差水準足以提供良好的資本利得機會。



資料來源：Bloomberg, 鋒裕匯理投信整理，資料時間截至 2020/3/9 美國高收益債指數係採 BofA US High Yield Index。指數舉例僅為投資參考，惟投資人無法直接投資該指數，指數報酬不代表基金之績效表現/到期殖利率不代表基金報酬率，過往績效不保證未來結果。

高收益債市場展望

1) 國價油價重挫的影響與因應措施

- a) 國際油價的重挫勢必影響到能源債的價格，但上游探勘與生產的(E&P)能源企業受到的影響更為顯著，是主要遭到拋售的標的。
- b) 鋒裕匯理高收益債投資策略主要專注在能源中游產業，受油價影響的程度不若上游的探勘與生產和下游的零售業務來的劇烈，較能在低油價的環境下生存。
- c) 鋒裕匯理高收益債團隊一直對頁岩油探勘與生產的公司的經營模式抱持懷疑的態度，主要原因在於：1) 這類公司需要一直透過資本市場融資 2) 大多數的頁岩油生產商尚未產生資本回報。
- d) 油價的快速下挫將加速頁岩油探勘與生產商的重組，我們只會在其中挑選挑選少數高品質的公司，通常需具有低度財務槓桿和具備對沖油價下跌風險能力的公司，並且避開無法無法產生資本回報的公司。

2) 新型冠狀病毒對特定產業的影響

針對新型冠狀病毒疫情，鋒裕匯理高收益債團隊認為對於產業面的主要衝擊在於人們和公司減少旅遊和出差，導致航空公司、郵輪和賭場受到影響，但對這些產業影響預料將只是暫時性的，這樣的突發事件反而創造逢低進場布局的機會。

3) 「倒洗澡水時別把 Baby 一起倒掉」

鋒裕匯理高收益債團隊指出，在市場恐慌下，常常看到市場投資人錯殺良好標的的情況，一種是他們「必需」賣出部位以換取流動性，另一種則是出於恐懼，兩種狀況都加劇了高收益市場的無效率性，但這樣的結果反而對有深入研究和理性的高收益債投資人創造絕佳的投資機會。

為什麼美國高收益債相當具吸引力

1) 美國經濟依然穩健

- a) 美國 2019 年經濟成長率受到庫存和出口(尤其是波音訂單減少)拖累，預估落在 1.5%至 2.0%區間，較 2018 年的 3%下滑。
- b) 然而，仰賴穩固的內需消費，美國經濟仍將延續溫和成長，消費是美國經濟成長的關鍵。
- c) 美中兩國簽署的第一階段貿易協議仍按計畫進行。

2) 美國高收益債利差來到合理水準

- e) 美國 10 年期政府公債殖利率年初至今已下滑逾 70 個基點。
- f) 美銀美林高收益債指數年初至今上漲 0.46%(截至 2020/2/24)，但利差與去年底相較幾乎沒有變動(約 403 基點)，預期隨著美債殖利率下滑，美高收利差未來仍有大幅縮窄的空間(經濟展望受到疫情影響、聯準會貨幣政策支持，都可使利差持續縮窄)。
- g) 美銀美林高收益債指數過去 2 年利差最窄處為 316 基點(2018 年 9 月)，與當前 403 基點相較，現階段的利差水準仍寬，未來仍有縮窄的空間。

h) 美高收指數裡面 BB 評級占比已由 2018 年的 9 月從 35%增長至 42%，代表今日美國高收益債市的信評分布已改善許多。

3) 尋求收益仍是固定收益投資人的主要目標

- a) 全球央行持續寬鬆的情況下，低利率的環境將延續。在此環境下，預期投資人追逐收益的行為也將持續，這對於高收益債的需求將構成支撐。
- b) 鋒裕匯理美國高收益債投資團隊認為，未來信用債市相關資產的主要績效驅動來源將是債券息收，而非債券價格的大幅上揚。

4) 發行者體質普遍良好

- a) 多數發行者目前並不需要擴大其資產負債表，擴大資產負債表的現象被視為市場反轉的徵兆。
- b) 過去幾年的債券發行者多屬信用良性發行，而非再融資、大規模槓桿收購等非良性債務發行。

5) 聯準會政策面提供支持

- a) 聯準會緊縮貨幣政策的聲音已不存在。鋒裕匯理認為，若有必要，聯準會會快速採取降息因應，對於升息與否將變得非常有耐心(意即對通膨的容忍度提高)。

6) 違約率展望溫和

- a) 鋒裕匯理預估 2020 年美高收違約率約落在 2.50%至 3.50%區間，與過去 12 個月的期間一致。

結論

- 鋒裕匯理對美國的經濟預估是正面的，且我們不認為未來 12 個月有衰退的風險。
- 若未有突發性風險發生，鋒裕匯理認為美國高收益債利差未來會持續地縮窄(即使發生突發性風險事件，鋒裕匯理美高收團隊認為將是一個很好的切入買點)。
- 鋒裕匯理不認為美國高收益債市場能像 2019 年一樣帶給投資人雙位數的報酬。然而，在利差溫和收斂的情境下，我們預估美國高收益債市場在 2020 年回報率可達 4%至 6% (投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證;以上僅為市場分析說明，非個別有價證券之推薦或買賣建議)，這樣的回報仍有可能超越多數固定收益資產的表現。

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

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。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。基金進行配息前已先扣除應負擔之相關費用，最近 12 個月內配息組成相關資料，投資人可參考本公司網站(<https://www.amundi.com.tw>)。

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，故以高收益債券為訴求之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。高收益債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜佔其投資組合過高之比重。投資高收益債券之基金可能投資美國 Rule 144A 債券（境內基金投資比例最高可達基金總資產 30%），該債券屬私募性質，易發生流動性不足，財務訊息揭露不完整或價格不透明導致高波動性之風險。

投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險。投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。基金可能投資於未達一定之信用評等或無信用評等之轉換公司債，由於轉換公司債同時兼具債券與股票之性質，因此除流動性風險、信用風險及利率風險外，還可能因標的股票價格波動，而造成該可轉換公司債之價格波動，投資該類債券所承受之信用風險相對較高。基金之主要投資風險包括債券發行人違約之信用風險、利率變動風險、流動性風險、外匯管制及匯率變動風險、政治風險、經濟風險、資產過度集中風險、產業景氣循環風險、投資標的或特定投資策略風險、從事證券相關商品交易之風險、基金特色之風險及商品交易對手之信用風險。投資人以非本基金計價幣別之貨幣換匯後申購本基金者，須自行承擔匯率變動之風險；如以外幣計價之貨幣申購或買回時，其匯率波動可能影響該外幣計價受益權單位之投資績效，投資人應注意因其與銀行進行外匯交易時，投資人須承擔買賣價差，該價差依各銀行報價而定。人民幣目前無法自由兌換，且受到外匯管制及限制。此外，人民幣為管制性貨幣，其流動性有限，且除受市場變動之影響外，人民幣可能受大陸地區法令、政策之變更，進而影響人民幣資金市場之供需，致其匯率波動幅度較大，相關的換匯作業可能產生較高的結匯成本。基金得從事利率交換，其風險包括交易契約因市場利率之上揚或下跌所產生評價損益變動之風險，由於債券價格與利率成反向關係，當利率變動向上而使債券價格下跌時，基金資產便可能有損失之風險，進而影響淨值；利率上升亦可能影響利率交換合約的價格，進而影響基金淨值。交易對手無法對其應交付之現金流量履行交割義務之信用風險。基金得為避險目的從事衍生自信用相關金融商品交易（即信用違約交換（CDS）及信用違約交換指數（CDS Index，如 CDX 系列指數與 Itraxx 系列指數等），雖然可利用承作信用相關商品以達避險，惟從事此等交易可能存在交易對手之信用風險、流動性風險及市場風險，且縱使為避險操作亦無法完全規避違約造成無法還本的損失以及必須承擔屆時賣方無法履約的風險。境內基金 N2 類型各幣別計價受益權單位及 ND 類型各幣別計價受益權單位之遞延手續費應於買回時支付，且該費用將依持有期間而有所不同，其餘費用之計收與前收手續費類型完全相同，亦不加計分銷費用，請詳閱公開說明書。

B、U、T 級別受益權單位銷售時不須銷售費用(手續費)，然受益人依其持有期間內買回受益權單位有遞延銷售費且係自買回款項中扣除。遞延銷售費用係依擬買回單位之現行市值及申購價格，兩者較低者計算。手續費雖可遞延收取，惟每年仍需支付 1% 的分銷費，可能造成實際負擔費用增加。依公開說明書規定，分銷費係按月累計，以相關子基金之相關級別日平均淨資產價值為計算基準，每年最高 1%。

本公司自當盡力提供正確的資訊，但文中之數據、預測或意見可能有脫漏、錯誤或因環境變化而有變更，本公司與其關係企業及各該董事、監察人、受僱人，對此不負任何法律責任。投資人如欲進行投資，應自行判斷投資標的、投資風險，承擔投資損益結果，不應將本資料引為投資之唯一依據。

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】