



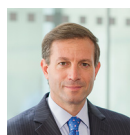
BARINGS

公共固定收益

环球高收益债券市场：跨越债券到期墙(Maturity Wall)

霸菱视野

环球高收益债券发行人面临的到期墙 (Maturity Wall) 问题引起广泛关注。然而，与过往相比，市场的久期较短、价格较低且质量相对较高，因此，发行人面对的实际情况并非如此严峻。



Craig Abouchar

欧洲高收益投资团队
董事总经理



Chris Ellis

欧洲高收益投资团队
董事总经理

到期墙(Maturity Wall)是指整体债券市场的到期时间表,目前正引起海外媒体及投资者的关注。特别是在全球高收益债券市场,利率水平较高引发市场担忧发行人能否为其现有的低票息债券进行再融资。虽然这些担忧的确存在,但我们认为它们可能有些言过其实,并令人忽视整体全球固定收益市场具有吸引力的潜在投资机会。

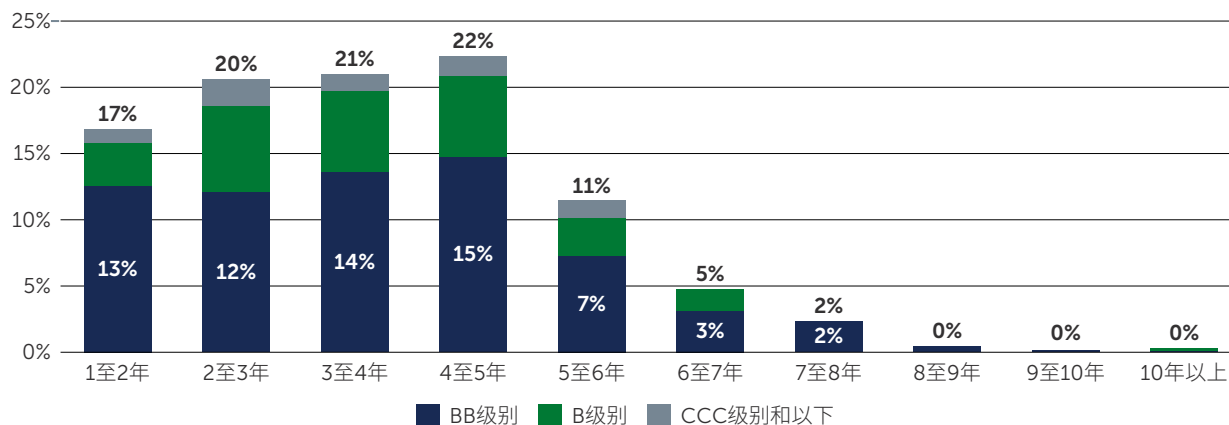
目前市场的主要特征

就全球高收益债券而言,海外利率持续高企难免引起市场担忧,也就是说融资成本上升可能会对发行人为到期债务进行再融资带来挑战,特别是在金融状况或基本面恶化的情况下。在某些情况下,发行人可能要面对两倍甚至三倍的利息成本方可维持相同水平的资产负债表债务,这可能会对其现金流产生重大影响,并可能会导致不良债务的增加,而在极端情况下甚至会导致债务违约。然而,近年来全球高收益债券市场的结构已有所改变,这些变动可能有助于降低发生最坏情况的风险。

企业质量相对较高

CCC级别和以下发行人的再融资担忧和违约风险最为严重。一般而言,此类发行人的利息覆盖率低于评级较高的企业,而资产负债表的杠杆水平也往往较高,从而加大了偿还能力风险。然而,值得注意的是,CCC级别债券仅占全球高收益债券市场的一小部分;尤其是在欧洲高收益债券市场,此类债券仅占市场不足7%,较15年前减少40%¹。此外,随着欧洲CCC级别发行人债券的平均价格达至面值的67%,市场已消化大部分减值风险²。与此同时,在短期内到期的债券中,仅有小部分为CCC级别债券(圖一)。特别是,虽然近年来发行人推迟再融资,令短期内到期的债券占该市场的比例有所增加,但目前有37%的发行人债券在未来36个月内到期,当中仅有约3%的债券为CCC级别。

图一: CCC级别债券仅占欧洲高收益债券到期时间表的一小部分



资料来源:洲际交易所美银和彭博。相关指数为洲际交易所美银欧洲货币非金融高收益限制指数(对冲至欧元)。截至2024年6月30日。

1. 资料来源:洲际交易所美银和彭博。截至2024年6月30日。
 2. 资料来源:洲际交易所美银。截至2024年6月30日。

除此之外，综观目前的全球高收益债券市场，信用质量处于多年来的高位。与此同时，CCC级别债券在市场中的占比持续下降，而BB级别债券（全球高收益债券市场中质量最高的债券）的占比则持续上升。这项趋势在环球范围内较明显，其中美国市场目前有52%的发行人获评为BB级别，而在欧洲市场则特别明显，目前有三分之二的发行人获评为BB级别³。与此同时，债务的名义成本上升已影响到企业行为、改变了发行人动机，并推动许多全球高收益债券发行人努力巩固其财务状况。值得注意的是，虽然债务名义成本上升导致利息覆盖率从近期的高峰水平回落，但大多数发行人的杠杆水平获得了较好的控制。

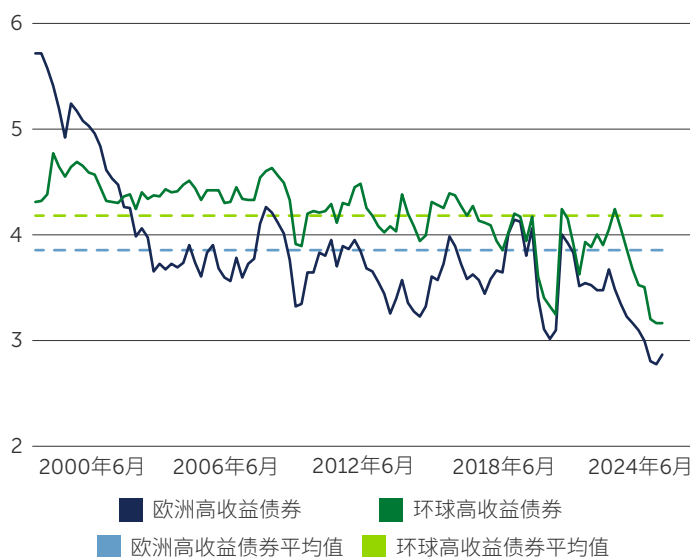
此外，今年的发行趋势也为市场对全球高收益发行人债务再融资的意愿提供支持。欧洲高收益债券在2024年首六个月的发行总额已超越2023年全年的总额，其中约三分之二用于偿还现有债务⁴。由于发行总额中用于再融资的占比较高，新增供应量净额（发行总额减去用于偿还债务的金额）的整体水平与去年相对持平。由于信用整体上持续供不应求，这有助于为市场提供强劲的技术面因素⁵。

市场久期较短

目前全球高收益债券市场的另一个显著特征其久期较短，仅略高于3年（图二）⁶，距离债券最终到期日的余下年期约为4.6年。对投资者而言，欧洲市场的可比数据甚至更为有利，其中久期仅为2.8年，而平均到期年期略低于4年。

全球高收益债券市场具有久期较短的性质主要是由于近年来发行趋势低迷。与投资级别企业债券不同的是，全球高收益债券可以在到期日前的数年赎回，而且一只债券通常在发行人长期债务中占据不相称的比例。从全球高收益债券发行人的角度来看，为了从利率下跌中受益而提前赎回债券的动机已发生重大变化。在2022年之前，欧洲高收益债券市场的一级债券发行量创下纪录新高，此乃由于发行人希望在利率处于历史低位时行使其提早赎回的权利，从而抢先延长其债务到期的情况。如今，许多发行人的未偿还债券的票息均等于甚至低于目前的央行隔夜利率。在此情况下，任何提前偿还债务的做法在经济层面上都是非理性的。当为债券提供再融资的成本高于当前票息时，发行人有更大的动机在进行再融资前尽可能等待更长时间。

图二：高收益债券目前的有效久期处于历史相对低位



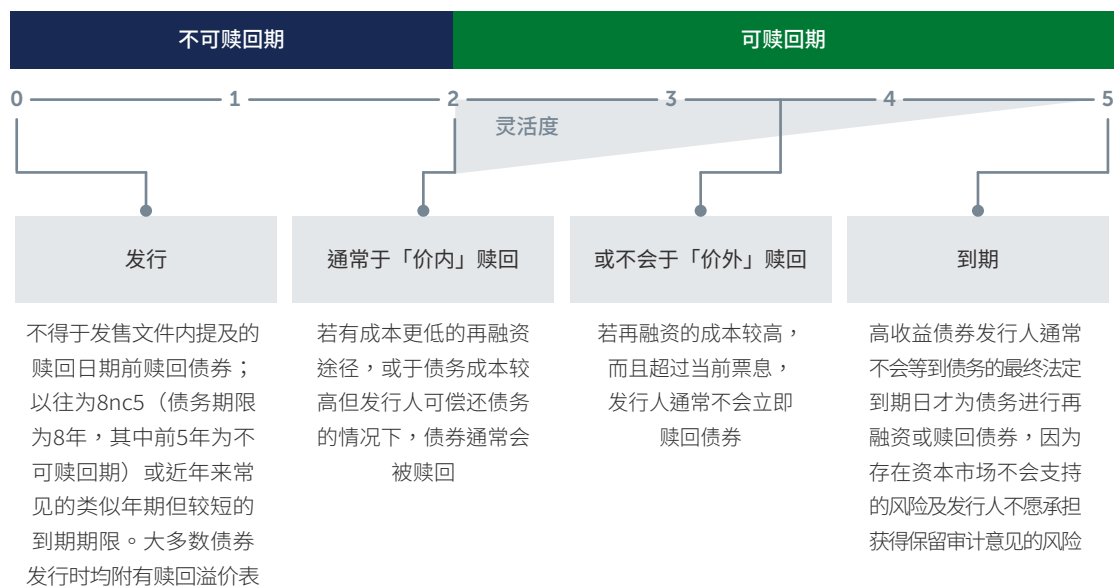
资料来源：洲际交易所美银和彭博。相关指数为洲际交易所美银欧洲货币非金融高收益限制指数（对冲至欧元）和洲际交易所美银非金融已发展市场高收益限制指数。截至2024年6月30日。

3. 资料来源：洲际交易所美银和彭博。截至2024年6月30日。
 4. 资料来源：标准普尔杠杆评论与数据。截至2024年6月30日。
 5. 资料来源：巴克莱。截至2024年6月21日。
 6. 资料来源：洲际交易所美银。截至2024年6月30日。最终到期年数不包括企业混合债券。

在考虑未来市场情况时，投资者务必谨记环球高收益债券市场的属性。如前所述，由于环球高收益债券市场的平均久期仅略高于3年，加上考虑到市场的到期概况越来越短，许多发行人现已开始考虑为其债务进行再融资。环球高收益债券发行人通常会于债务最终到期日前12至24个月为其债务进行再融资，因为随着债务从长期债务变为短期债务，这些发行人的资产负债表对流动性影响较为敏感。由于大多数环球高收益债券发行人依赖于子弹型债券到期期限结构（发行人大部分长期债务的到期日均为同一日），因此将债务重新分类为短期债务可能会导致其评级被下调至CCC级别，从而令人质疑该企业是否可以继续持续经营。

事实上，若发行人处于这样的情况，发生违约的可能性将会较高。然而，其管理层有权选择提前（在任何债务的法定最终到期日前至少12个月）为债务进行再融资以解决这个问题。与之不同的是，通常投资级别债券发行人的现金流较高、杠杆率较低，而且债务到期的情况从隔夜到30年以上不等。由于投资级别债券具备这些特征，其长期债务与短期债务之间的分类变动对流动性的影响非常低，而且通常只会在法定最终到期日赎回债券。

图三：假设环球高收益债券发行周期为5年，其中前两年为不可赎回(5nc2)



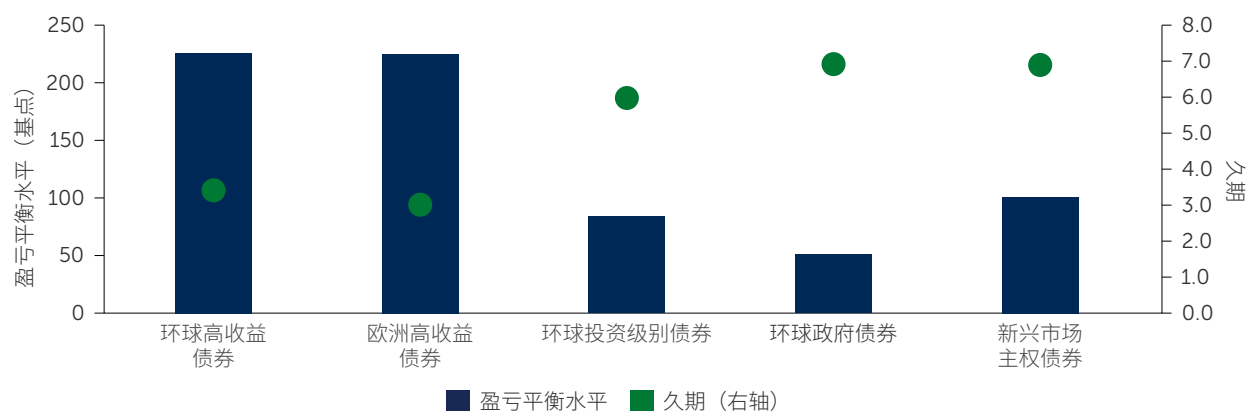
资料来源：霸菱。仅供说明用途。

上述因素可能会对投资产生重大影响。具体而言，在债务再融资后的6至12个月内，债券表现更有可能受事件推动（其中再融资作为事件催化剂），而非主要受到政府债券收益率(Yield)的变动或息差扩大所推动。随着发行人为2025年、2026年甚至2027年到期的债券进行再融资，市场有望出现“回归面值”的情况，即价格存在折扣的债券按面值偿还，从而在比标准收益率(Yield)所显示的更短时间内将价格存有折扣的债券变现。因此，该笔投资的结果有可能会超过收益率(Yield)预期。例如，目前欧洲高收益债券市场的平均债券价格为92.87，价格处于过去10年最低的四分位水平⁷。对于计划在未来24个月内到期的债券而言，再融资效应可能会令回报额外增加50个基点至150个基点，高于按传统最差收益率(Yield-to-Worst)*计算所得出的回报水平⁸。此外，由于此行径出于企业对融资的基本动机，在很大程度上不受整体利率变动的影响；环球高收益债券有望借此提升整体固定收益投资组合的多元化潜力。

下行分析

鉴于目前收入水平较高，加上久期与过往相比较短，环球高收益债券市场为全球固定收益市场中盈亏平衡状况较具吸引力的市场之一（图四）。根据标准盈亏平衡计算方法（收益率(Yield)/久期），环球高收益债券在政府债券收益率(Yield)上升226个基点的情况下会录得负回报（假设持有期为12个月）。鉴于市场的久期与过往相比较短，加上收益率(Yield)创下10年来的新高，这些数据为有纪录以来表现最佳的数据也不令人意外。相比之下，高收益债券的盈亏平衡水平高于对利率较为敏感的固定收益市场，例如投资级别债券（84个基点）、环球政府债券（51个基点）和新兴市场主权债券（101个基点）。

图四：环球高收益债券的盈亏平衡状况显示该资产类别目前的收入水平较具吸引力且久期较短



资料来源：洲际交易所美银和霸菱的分析。相关指数为洲际交易所美银非金融已发展市场高收益限制指数、洲际交易所美银欧洲货币非金融高收益指数、洲际交易所美银环球企业指数、洲际交易所美银环球政府指数和摩根大通新兴市场债券环球多元化指数。截至2024年6月30日。计算方法为最差收益率(Yield-to-Worst)*除以最低修订久期。仅供说明用途。此分析旨在展示所讨论的特定因素，并未反映可影响潜在结果的所有要素和变素。

7. 资料来源：霸菱和洲际交易所美银。截至2024年6月30日。

8. 资料来源：霸菱估算。截至2024年6月30日。

*最差收益率(Yield-to-Worst)：指在债券发行人不实际违约的情况下，某一债券可能出现的最低收益率。并不保证投资收益率。

因此，对于那些可能对因息差扩大而遭受损失有所保留的投资者，或那些寻求分散风险水平而令投资不仅限于利率变动的投资者而言，值得安慰的是，基于目前的市场结构，政府债券收益率(Yield)变动对环球高收益债券市场产生的影响可能较小。

「鉴于目前收入水平较高，加上久期与过往相比较短，环球高收益债券市场为环球固定收益市场中盈亏平衡状况较具吸引力的市场之一。」

投资启示

环球高收益债券除了提供较高的票息收入外（在不发生违约的情况下），目前的到期墙(Maturity Wall)也带来有吸引力的潜在投资机会。这些机会包括高于简单收益率(Yield)指标所显示的潜力、市场久期较短导致下行风险相对可控，以及在一定程度上不受利率和通胀预期变化影响的多元化裨益。

虽然如此，市场上仍有些风险需要考虑。虽然息差较窄，但该资产类别也绝非如出一辙，各家企业的再融资风险存在较大差异。例如，欧洲最近出现的潜在债务管理活动提醒投资者，以基本面为本的强大信用研究对作出明智的证券挑选而言十分重要。

霸菱是一家管理4,093亿美元*资产的全球资产管理公司，致力与机构、保险和其他类型的客户合作，通过灵活的金融解决方案为领先企业提供支持。作为美国万通的子公司，霸菱旨在善用其全球规模，以及通过公共和私募市场固定收益、实物资产和资本解决方案方面的投资能力，为投资者实现超额回报。

为本文之目的，高收益/高收益债券是指信用等级已获得次级投资级别债券。次级投资级别是指评级机构标准普尔或惠誉国际评定的“BB+”或更低的级别，穆迪投资者服务公司评定的“BA1”或更低的级别，或其他国际认可的评级机构的同等级别。

重要资料

本文仅供参考，不构成任何投资建议或承诺。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，对任何因直接或间接使用本材料或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，霸菱不承担任何法律责任。

本文非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。

本文所载的市场观点、投资策略或业务流程有可能因发布日后的各种因素变化而调整，公司在对其进行更新时不会另行通知，本文所载内容也不构成公司对市场观点、投资策略或业务架构的承诺。

若本文转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，不代表本公司立场。

本文版权归霸菱所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本文内容进行任何形式的发布、复制。如引用或转载本材料所载内容，务必联络霸菱并获得许可，并需注明出处为霸菱，且不得对本文中的任何内容进行有违原意的删节和修改。

霸菱对本文保留一切法律权利。

了解更多详情，请浏览[BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*截至2024年6月30日

24-3840389