

BARINGS

2025年展望

駕馭不斷變化的
市場形勢

環球固定收益

霸菱視野

在不斷變化的宏觀經濟環境、政治及地緣政治局勢的背景下，我們的固定收益投資組合經理探討了高收益債券、新興市場債券及投資級別信貸的未來前景。



RICARDO ADROGUÉ
環球主權債務及貨幣投資總監



OMOTUNDE LAWAL，
特許金融分析師
歐洲、中東及非洲企業信貸及
新興市場企業債務投資總監



BRIAN PACHECO
環球高收益投資經理



CHARLES SANFORD
投資級別信貸總監



COLIN GORDON
主持人
投資組合解決方案及
分析總監



COLIN GORDON (主持人)：於預測2025年及以後的市場前景時，許多投資者認為特朗普勝出美國總統大選是一項主要考慮因素。第二屆特朗普政府將對各投資市場有什麼潛在影響？

BRIAN PACHECO：縱觀而言，第二屆特朗普政府可能會採取措施進一步推動經濟增長及減低監管力度，而美國高收益債券市場於大選結果出爐後亦迅速地消化了這個情景。於行業方面，特朗普政策對能源業前景的影響備受市場關注。儘管大選結束後能源業有所回升，但市場所指的「加大油氣鑽探」情景是否能夠利好該行業，亦或是否會大幅增產（特別是考慮到近年來決定能源供應的主要因素是油價，而非監管），仍是未知之數。此外，市場需求及地緣政治因素亦可能影響該行業的前景。

RICARDO ADROGUÉ：於地緣政治方面，市場普遍認為相關風險於大選結束後應會逐漸消退。這於一定程度上可能是對的，特別是於俄烏戰爭及中東戰爭的情況下，但鑑於這些地緣政治危機所帶來的各種複雜因素，我還是對市場可能過於樂觀而感到憂慮。

OMOTUNDE LAWAL：於新興市場及歐洲企業方面，關稅政策是「特朗普2.0時代」的不明朗因素的主要來源，亦是我們密切關注的。於新興市場方面，中國是最大的未知數，而且對環球經濟發展有舉足輕重的影響。環球貿易於第一屆特朗普政府執政期間重新定位，並由中國轉移至環球其他國家／地區。展望未來，我們預計新興市場於環球關稅戰中將會出現一批贏家及輸家。商品出口國及國內經濟強勁的國家可能呈現相當的穩定性。然而，市場可能低估了中國於經濟上予以反擊的能力，亦低估了可能作出反擊的力度。

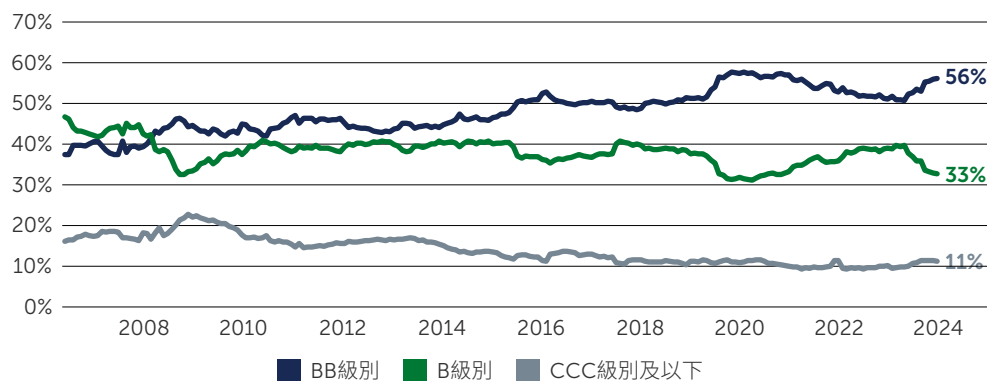
COLIN GORDON：儘管市場環境存在不明朗因素，但信貸息差仍然繼續收緊。從「由上而下」及「由下而上」的兩個角度來分析市場狀況會否存在脫節？

BRIAN PACHECO：與過往相比，高收益債券的息差較窄，箇中有數項原因。從宏觀的角度來看，儘管經濟衰退及政治風險猶存，但正逐步緩和並利好信貸市場。從基本因素的角度來看，儘管零售及其他以消費為主導的行業表現疲弱，但整體高收益債券發行人的財務狀況良好。此外，市場需求強勁及供應緊張亦提供進一步支持。

「展望未來，我們預計新興市場於環球關稅戰中
將會出現一批贏家及輸家。」

與此同時，高收益債券市場亦出現結構性變化。市場目前的信貸質素處於歷史的最高水平，其中BB級別債券發行人於環球高收益債券指數中的佔比為56%，處於接近歷史高位的水平，而CCC級別債券發行人約佔11% (圖一)。此外，市場的存續期約為3年，顯示市場對信貸息差擴大的敏感度較低。特別是，信貸質素的提升亦有助於違約率維持於較低水平。違約者通常是CCC級別債券發行人，鑑於目前市場中CCC級別債券發行人所佔的比例較少，即使未來一年該比例略有上升，我們預計未來違約率仍將處於歷史水平範圍內。

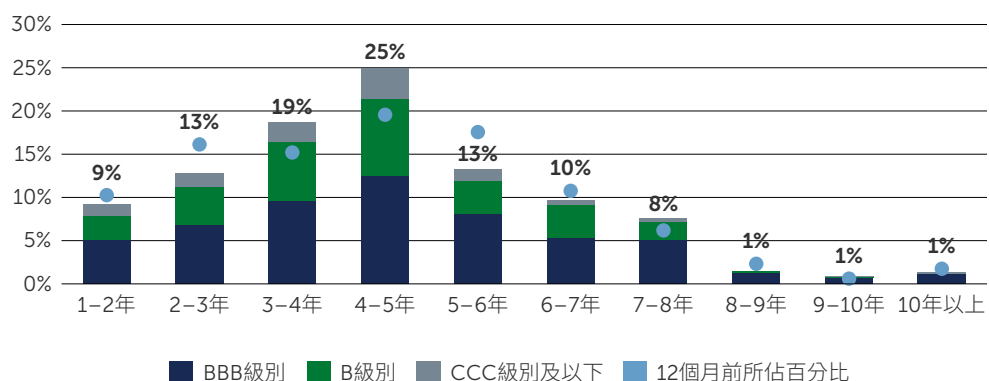
圖一：高收益債券市場質素有所提升



資料來源：洲際交易所美銀。截至2024年9月30日。

鑑於信貸市場的質素較高且存續期較短，值得注意的是債券到期牆可能是一個即將出現的風險，但實際情況並非如部份市場參與者所想般令人擔憂，甚至可能更像是「資產」而非「負債」。由於高收益債券發行企業通常會於債券最終到期前至少12至18個月為其進行再融資，因此，若企業對此類債券提前進行再融資及其目前的交易價低於面值，則投資於此類債券於大部份情況下可賺取高於其按最低收益率計算的回報。目前市場有相當多的證券屬於此情況並且頗具吸引力。

圖二：高收益債券到期情況可能並不那麼令人擔憂



資料來源：摩根大通。截至2024年9月30日。

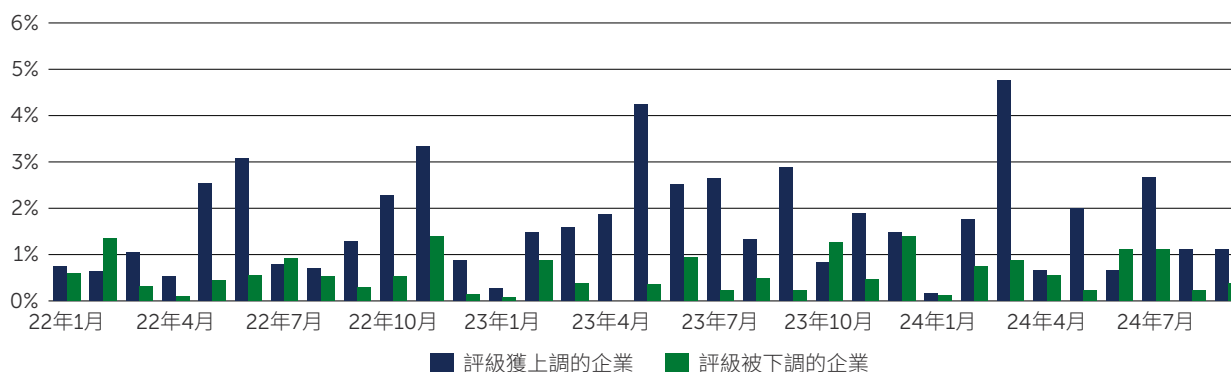
CHARLES SANFORD：從「由下而上」的角度來看，投資級別信貸市場的前景同樣向好。該市場的技術面十分強勁且需求依然旺盛，特別是注重收益的保險企業，這些企業致力為因應市場對固定年金產品的需求激增所帶來的負債進行資產債務配對。此外，美國及歐洲市場的基本因素亦表現強勁，企業盈利已大致恢復至疫情前水平。然而，槓桿率仍在上升，顯示從基本因素狀況來看息差收窄可能並非完全合理，特別是考慮到未來市場可能會出現波動。

COLIN GORDON：縱觀宏觀經濟環境，美國及歐洲的經濟似乎正朝著不同的方向發展。各位是否認同？這對各資產類別有何啟示？

RICARDO ADROGUÉ：美國的經濟發展似乎較歐洲為佳，但情況卻很微妙。近年來，歐洲經濟遭受多次負面衝擊。於俄羅斯入侵烏克蘭期間，歐洲限制從俄羅斯購買石油及天然氣的數量，轉而選擇以更高的價格從美國購買，導致能源成本大幅上升。於此期間，歐洲亦增加軍事開支，這是由於區內缺乏武器供應商，迫不得已從美國採購。因此，儘管美國經濟確實較為強勁，但從導致歐洲經濟面對挑戰的部份因素來看，其生產力並沒有下降。相反，歐洲經濟出現週期性低迷的可能性更大，並將於某個時候出現逆轉。於此環境下，歐洲可能會下調利率，而假設此時美國加息，將導致息差擴闊，從而進一步推高美元兌歐元的匯價。

OMOTUNDE LAWAL：我認同Ricardo的看法，目前歐洲所面對的壓力可能於中短期內對歐洲經濟及歐洲企業產生負面影響，但我不會將歐洲企業完全排除出投資範圍。值得注意的是，歐洲於過去數月出現了分化。相比「歐洲外圍國家」，「歐洲核心國家」面對的挑戰更大。然而，儘管歐元區的採購經理人指數數據呈下行趨勢，但許多「歐洲外圍國家」的企業表現相當穩健，特別是業務遍及全球的歐洲投資級別大型企業。此外，正如Charles所提到的，市場整體基本因素及技術面因素表現穩健。企業評級行動亦呈現正面趨勢，近年來上調評級次數是下調評級次數的數倍（圖三）。故此，儘管歐美之間的經濟狀況似乎存在很大差異，但從「由下而上」的角度來看情況更為微妙，這最終成為我們日後作出資產配置決策的理據。

圖三：歐洲企業：評級獲上調的企業多於被下調的企業



資料來源：摩根大通及彭博。截至2024年9月。

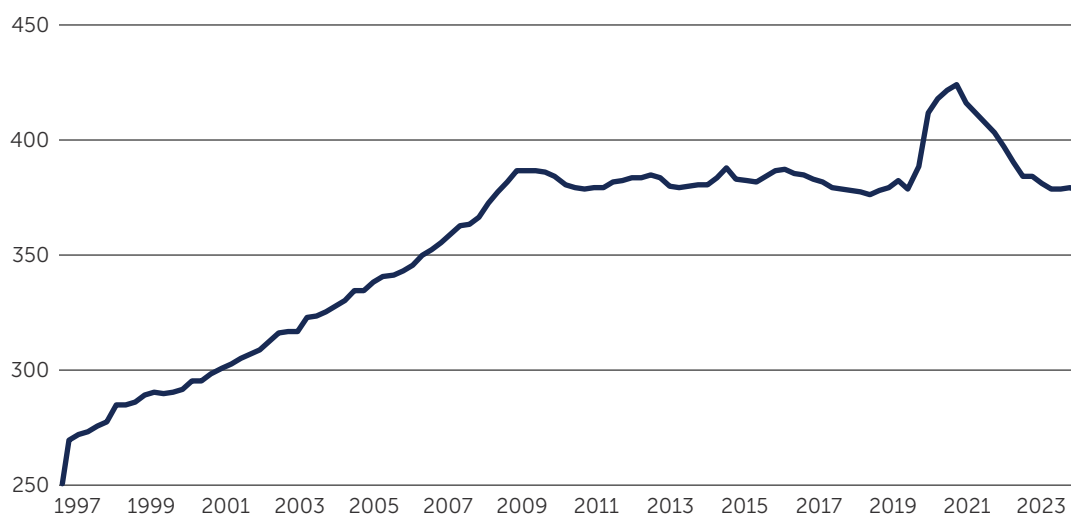


COLIN GORDON : 各位於職業生涯中歷經了多個信貸週期。本輪週期又有何不同呢？

CHARLES SANFORD : 我認為現在未必是本輪週期的尾段，主要原因是系統中並無任何重大的累積失衡問題。例如，於環球金融危機前，系統中的槓桿資金量非常龐大；而於2015/2016年的能源危機期間，企業同樣大量使用槓桿。此外，有時候併購活動會大幅增加，在此期間投資級別企業會動用大量槓桿來收購其他企業。因此，儘管信貸息差較窄且已經持續了一段時間，但我們仍有理由相信本輪週期可能會持續相當長的一段時間。

RICARDO ADROGUÉ : 我亦認為本輪週期可能會再持續一段時間。如圖四所示，環球債務存量自2008年以來一直維持於相當穩定的水平，除2020年大幅上升外。這主要是由於政府層面的債務與國內生產總值比率有所上升，但整體家庭及企業的債務與國內生產總值比率則出現下跌。綜合來看，目前的債務與國內生產總值比率實際上低於2008年危機爆發時的水平。

圖四：已發展市場債務總額維持穩定 (佔國內生產總值百分比)



資料來源：國際金融研究所及彭博。截至2024年6月。

「我們對高收益債券市場表現穩健感到滿意，特別是從「由下而上」的角度來看，但基於市場的資金流量，我們未能確定目前正處於信貸週期的哪個階段。」

OMOTUNDE LAWAL : 此外，我們尚未進入週期尾段的看法亦反映於企業債券市場中。與過往相比，歐洲及新興市場的企業資產負債表均狀況良好；而整體槓桿水平約於過去十年持續改善，不過正如Charles所說，槓桿水平於某些情況下開始緩慢上升。因此，於技術面方面，利潤率仍有擴張空間的行業及企業的債券息差可能會略為收窄，特別是於進一步減息背景下的歐洲。於新興市場方面，許多新興市場的央行早於聯儲局進行減息，為主要於國內市場經營業務的當地企業創造了空間。

與十年前相比，目前環球金融業的健康狀況亦獲得很大的改善。於歐洲方面，銀行體系於瑞士信貸倒閉後恢復迅速。我剛才提到過評級上調，值得注意的是部份歐洲的企業評級上調趨勢均集中於銀行業，其中近期有多家意大利及西班牙銀行的信貸評級獲得上調。新興市場亦出現相似的主題，其中整體銀行系統的狀況較佳。部份新興市場的銀行系統，例如墨西哥的銀行系統，其資本狀況的良好程度處於歷史最高水平。

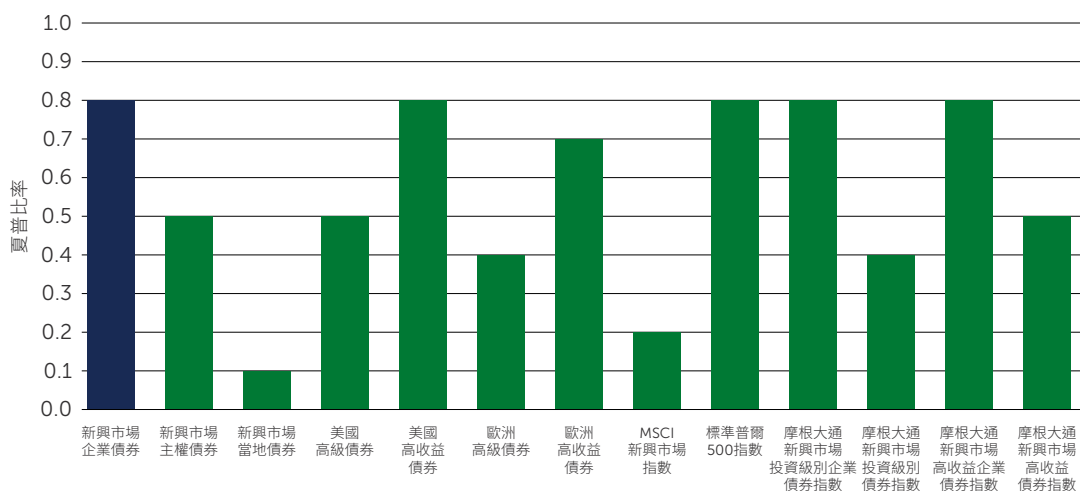
BRIAN PACHECO : 我們對高收益債券市場表現穩健感到滿意，特別是從「由下而上」的角度來看，但基於市場的資金流量，我們未能確定目前正處於信貸週期的哪個階段。市場的流動性主要是由新型冠狀病毒疫情過後財政及貨幣刺激措施所造成，這導致美國國庫債券孳息率曲線倒掛、經濟領先指標、製造業採購經理人指數等傳統衰退指標都變得不太可靠。當過剩的流動資金撤出市場時，這些指標應會再次發揮作用。但在此之前，「自上而下」的觀點似乎不甚確切。

COLIN GORDON：展望未來，各位對2025年的固定收益市場有何最佳的投資理念分享？

OMOTUNDE LAWAL：新興市場企業債券市場於過去數年一直充滿挑戰，但對於部份配置了該資產類別，而又質疑回報是否與風險相稱的投資者來說，我想提出一些考慮因素。首先，儘管市場消息繁多，但新興市場企業債券的夏普比率為0.8倍，相對於歷史水平及一些固定收益資產類別都較具吸引力（圖五）。鑑於部份基本因素穩健，違約率現已回復正常水平。此外，新興市場企業債券市場較多元化，而且與部份其他固定收益資產類別的相關性較低，我們認為此類資產可以於資產配置中充當有效的多元化投資工具。

總而言之，2025年可能是充滿不明朗因素的一年，這意味著嚴謹的「由下而上」信貸分析將是物色有望受惠於非系統性因素的「贏家」的關鍵。例如，於我們預期的近期例外情況中，部份於美國開展業務的新興市場企業有望表現出色。於美元可能升值的情況下，擁有硬貨幣收入流的新興市場出口商有望受惠。鑑於目前的不明朗因素，防守性行業亦較具有吸引力。

圖五：相對於其他資產類別，新興市場企業債券可提供較高或相同的經風險調整後回報（2010年1月至2024年9月）



資料來源：摩根大通。截至2024年9月30日。

RICARDO ADROGUÉ：展望2025年，新興市場主權債券似乎亦頗具吸引力。目前美國聯儲局已從實施量化寬鬆政策轉為僅依賴利率措施，我們認為環球商業銀行將會把貸款利率上調至更接近歷史水平。鑑於新興市場的多元化潛力及其他具吸引力的特徵，我們預計外國直接投資資金亦會回流新興市場，這亦是部份投資者所忽略的一點。

於此環境下，高收益主權硬貨幣債券似乎尤其具有吸引力。該市場部分的信貸息差有所回升，但於許多情況下，目前信貸息差擴闊的情況仍遠超新型冠狀病毒疫情爆發前。這是由於疫情期間國際貨幣基金組織及世界銀行等多邊機構建議部份主權國家停止償還債務，轉而觸發違約以啟動債務重組程序。許多國家最終亦聽從相關建議，因此其主權債券的價格處於非常低的水平。其中部份信貸過了很久才重返市場，而部份國家至今仍在就其債務進行重新談判。我們依然認為基本因素強勁的BB級別主權債券擁有較具吸引力的風險回報。

BRIAN PACHECO：展望2025年，我們認為市場環境有利於長倉美國貸款及國庫債券期貨。目前貸款息差並無帶來太多取得超額回報的投資機遇；相反，市場現時處於套利型環境，貸款可提供大量套利機遇。當利率出現重大變化，特別是於利率下調幅度超過市場預期的情況下，美國國庫債券期貨可提供一些保護。受惠於市場的存續期較短且質素較高，我們認為於不同情景下投資均有望取得良好表現。

CHARLES SANFORD：視乎投資者的需求，信貸市場的各项領域均可提供具吸引力的投資機遇。對於保險業投資者，特別是年金買家而言，利率高企為孳息率曲線前端的債券提供較具吸引力的投資機遇；而對於終身壽險買家而言，孳息率曲線長期部份更具吸引力。對於專注於相對回報的投資者而言，儘管息差有所收窄，但受關注程度較低／流動性較差的發行人仍然存在具有吸引力的投資機遇，特別是於金融業，其中飛機出租企業、業務發展公司及部份BBB級別保險企業均可提供價值投資機遇。

「視乎投資者的需求，信貸市場的各項領域均可提供具吸引力的投資機遇。」



霸菱為一家管理4,317億美元*資產的環球資產管理公司，致力與機構、保險和中介客戶合作，通過靈活的金融解決方案為領先企業提供支持。作為美國萬通的子公司，霸菱旨在善用其環球規模，以及通過公共和私募市場固定收益、實物資產和資本解決方案方面的投資能力，為投資者實現超額回報。

重要資料：

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及／或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*截至2024年9月30日

24-4070611