



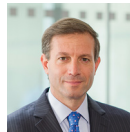
BARINGS

公開固定收益

非投資等級 市場：到期牆 迷思

霸菱洞察

非投資等級債券發行人面對的債務到期壓力，引起了廣泛關注。然而，與過往相比，市場的存續期間較短、價格較低，而且信評較高，有鑑於此，發行人面對的實際情況並非那麼嚴峻。



Craig Abouchar

董事總經理
歐洲非投資等級團隊



Chris Ellis

董事總經理
歐洲非投資等級團隊

到期牆(maturity walls)是指整體市場的債務到期時間表，目前正引起媒體及投資者的關注。特別是在非投資等級市場，利率處於較高檔，讓市場懷疑發行人能否為其現有低利率債務再融資。儘管這些憂慮的確存在，但我們認為這些憂慮有些言過其實，令人忽視了整體固定收益市場具備有吸引力的潛在總報酬機會。

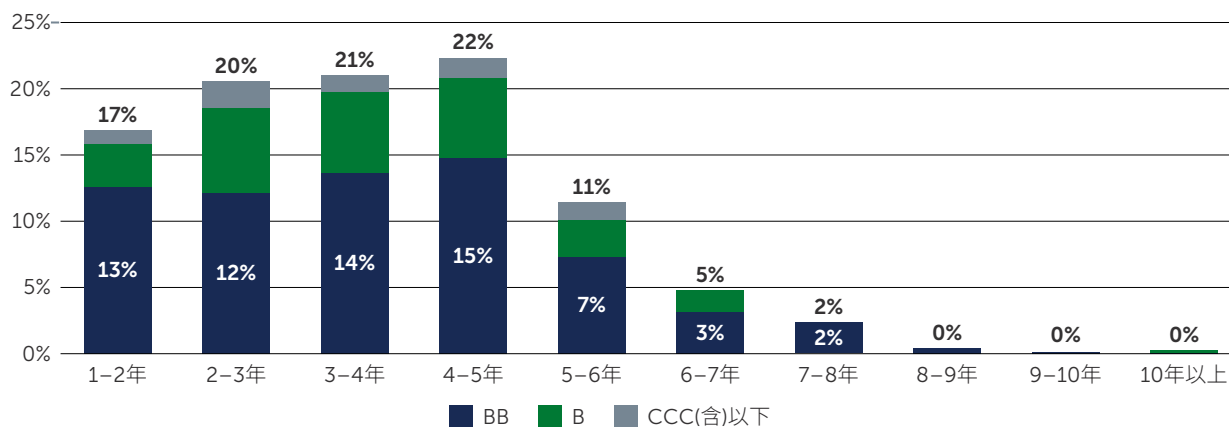
市場目前的主要特色

就非投資等級債券而言，利率持續處於高檔難免引起市場憂慮。也就是說，融資成本上升，可能會讓發行人為到期債務再融資帶來挑戰，特別是於金融狀況或基本面惡化的情況下。在某些情況下，發行人可能要面對兩倍甚至三倍的利息成本，才能維持相同水平的債務，這可能會對現金流量產生重大影響，這可能會導致不良債務增加，於極端情況下甚至會導致違約事件發生。然而，近年來非投資等級債券市場的組成已有所變動，這些變動有助於最大限度地降低最壞情況發生的風險。

信評較高

首先，CCC(含)以下評等的發行人，其再融資及違約風險最需關注。一般而言，此類發行人的利息保障倍數低於評等較高的企業，而資產負債表的槓桿比率往往較高，從而放大了償付能力的風險。然而，值得注意的是，CCC級僅佔非投資等級債券市場的一小部份；特別是於歐洲非投資等級債券市場，僅佔市場的不到7%，較15年前減少40%¹。此外，隨著歐洲CCC級債券的平均價格達到面額的67%，市場已消化了大部份減損風險²。與此同時，在短期內到期的債務中，僅有小部份為CCC級(圖一)。近年來，由於發行人推遲再融資，短期內到期的比重有所增加，儘管目前有37%的債券於未來36個月內到期，但其中僅有約3%的債券目前是CCC級。

圖1：歐洲非投資等級債券市場到期時間表：CCC(含)以下比重甚少



資料來源：ICE美銀及彭博。截至2024年6月30日。

1. 資料來源：ICE美銀及彭博。截至2024年6月30日。
 2. 資料來源：ICE美銀。截至2024年6月30日。

除此之外，綜觀目前的全球非投資等級債券市場，信評處於多年來的高水位。與此同時，CCC級債券的佔比持續下降，而BB級(非投資等級中信評最高的)的佔比則持續上升。這一趨勢適用於全球，目前美國市場有52%的發行人是BB級，歐洲更明顯，目前有三分之二的發行人是BB級³。與此同時，債務的名目成本上升已影響到企業行為、改變了發行人動機，並推動許多非投資等級債券發行人致力強化自身的財務狀況。特別是，儘管債務名目成本上升、導致利息保障倍數從近期的高點滑落，但大多數發行人的槓桿比重仍控制良好。

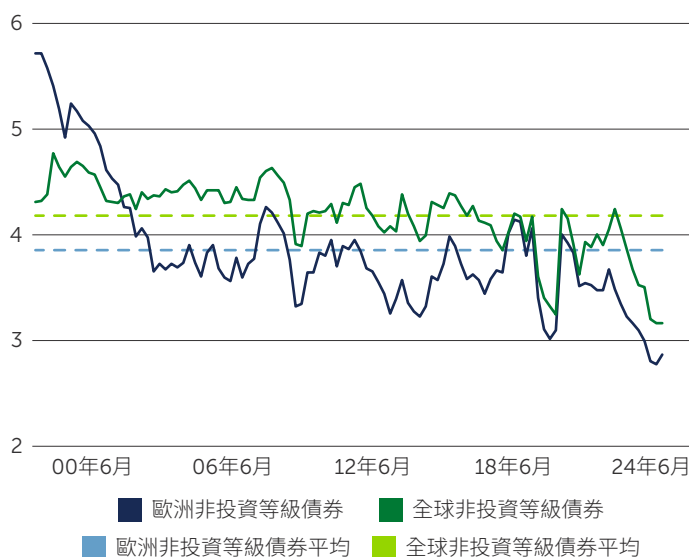
此外，今年的發行趨勢亦提振了市場為非投資等級發行人債務再融資的意願。特別是，2024年首六個月歐洲非投資等級債券發行總額已超過2023年全年，其中約三分之二用於償還現有債務⁴。由於發行總額中用於再融資的部份佔比如此之大，新供應淨額(發行總額減去用於償債的金額)的整體水平與去年基本持平。這有助於為市場提供強勁的技術面支持，原因是信貸整體上持續供不應求⁵。

存續期間較短

非投資等級債券市場目前的另一顯著特色是存續期間較短，僅略高於3年，距離債券最終到期日的年限約為4.6年(圖二)⁶。對投資者來說，歐洲的數據甚至更為有利，其中存續期間僅為2.8年，平均到期年限略低於4年。

非投資等級債券市場之所以具有短存續期間的性質，主要是由於近年來發行低迷。與投資級企業債券不同的是，非投資等級債券可於到期之前的幾年贖回。從非投資等級債券發行人的

圖2：非投資等級債券目前的有效存續期間處於歷史低點



資料來源：ICE美銀及彭博。截至2024年6月30日。

角度來看，為了從利率下跌中受惠而行使內含權利提前買回債券的動機已發生實質性變化。2022年之前，歐洲非投資等級債券市場的IPO發行量創下歷史新高，原因是發行人想趁利率處於歷史低檔時行使其提前買回權，從而搶先延長其債務到期情況。如今，其中許多發行人的未償還債券的票息均等於甚至低於目前央行隔夜利率。在此情況下，任何提前償還債務的做法於經濟上都是非理性的。當債券再融資的成本高於當前票息時，發行人有更大的動機於進行再融資之前盡可能等待更長時間。

3. 資料來源：ICE美銀及彭博。截至2024年6月30日。

4. 資料來源：標準普爾槓桿評論與數據(LCD)。截至2024年6月30日。

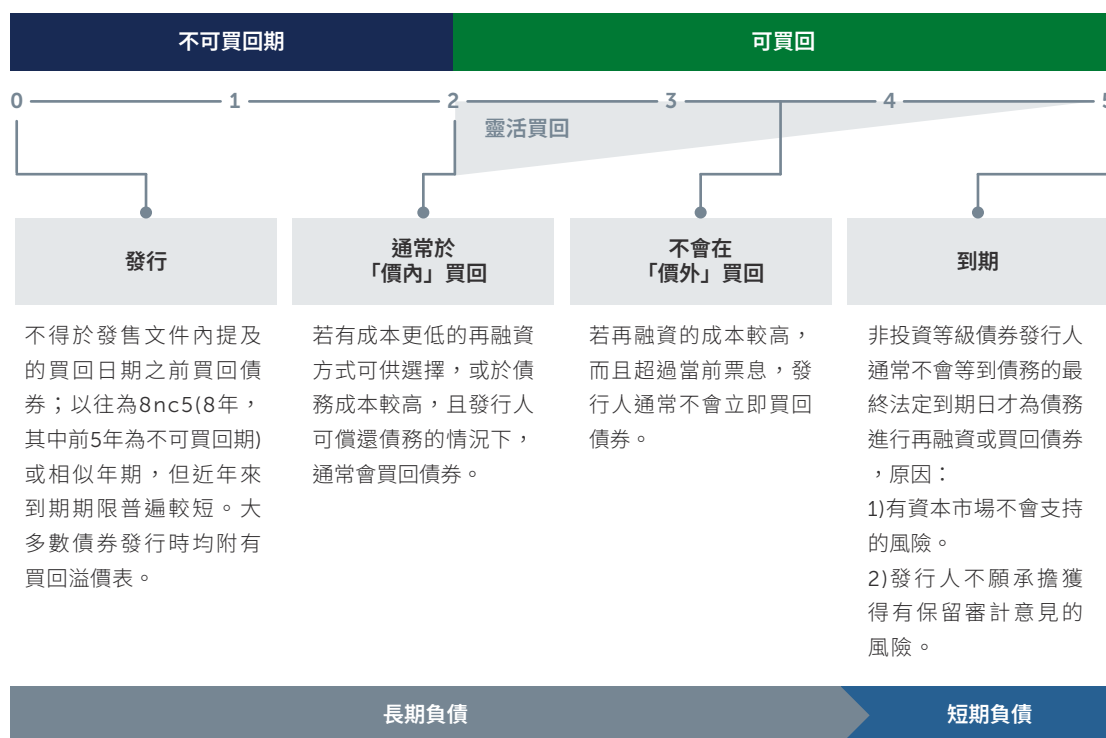
5. 資料來源：巴克萊銀行。截至2024年6月21日。

6. 資料來源：ICE美銀。截至2024年6月30日。最終到期年限不包括企業混合債券的最終到期年限。

於考慮未來市況時，務必謹記這些市場的特性。如前所述，由於非投資等級債券市場的平均存續期間僅略高於3年，加上考慮到市場的到期概況越來越短，許多發行人現已開始考慮為其債務進行再融資。非投資等級債券發行人通常會於債務最終到期前12至24個月進行再融資，因為隨著債務從長期負債變為短期負債，這些發行人的資產負債表對流動性影響較為敏感。由於大多數非投資等級債券發行人依賴於子彈型債券到期期限結構(這些發行人大部份長期債務的到期日均為同一日)，因此將債務重新分類為短期負債，可能會導致評等被下調至CCC，從而令人質疑該企業是否可以持續經營。

事實上，若發行人處於這樣的處境，發生違約的可能性很高。然而，其管理層有權選擇提前(於任何債務的法定最終到期日前至少12個月)為債務進行再融資以解決這個問題。與之不同的是，通常投資級債券發行人的現金流量較高、槓桿比重較低，並且其債務到期情況從隔夜到30年以上不等。由於具有這些特性，長期債務與短期債務之間的分類變動對流動性的影響微乎其微，而且通常只會於法定最終到期日買回債券。

圖3：(解說)非投資等級債券發行期限為5年，其中前兩年為不可買回期



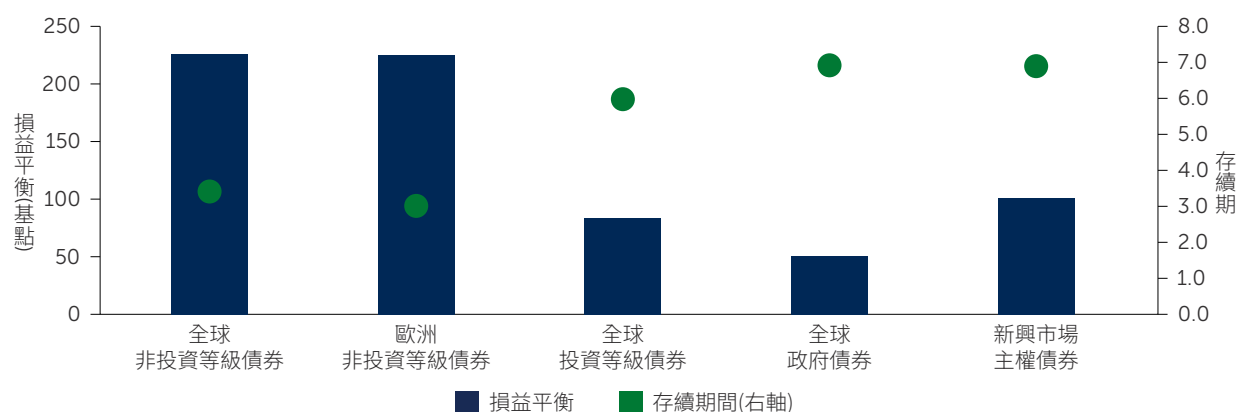
資料來源：霸菱。僅供說明用途。

上述效應可能會對總報酬產生重大影響。具體而言，於再融資後的6至12個月內，潛在報酬更有可能是受事件推動(其中再融資事件推動因素)，而非受到政府債券殖利率的變動或利差擴大的推動。隨著發行人進入市場為2025年、2026年甚至2027年到期的債券進行再融資，有望出現「回歸面額」效應，即存在價格折價的債券按面額償還。因此，總報酬潛力可能會超過殖利率估計。例如，於歐洲非投資等級債券市場，目前平均債券價格為面值的92.87%，處於過去10年的低檔區⁷。對預定於未來24個月內到期的債券而言，再融資效應可能會令報酬再上升50個基點至150個基點，超過按傳統的最差殖利率所計算得出的水平⁸。此外，由於這種行為是出於企業對融資的基本動機，於很大程度上不受整體利率變動的影響；藉此，非投資等級債券有望提升整體固定收益投資組合的多元化潛力。

下檔保障潛力

由於存續期間較短，相較其他固定收益市場，該市場亦提供具吸引力的下檔保障潛力。特別是，鑑於目前收益水平較高，加上與過往相比存續期間較短，非投資等級債券市場是全球固定收益市場中損益兩平最具吸引力的市場之一(圖四)。按照標準損益平衡的計算方法(殖利率/存續期間)，只有於政府債券殖利率上升226個基點的情況下，全球非投資等級債券才會出現負報酬(假設持有12個月)。鑑於市場的存續期間與過往相比較短，加上殖利率創下10年新高，這些數據都創下歷史新高，確實不令人意外。相比之下，非投資等級債券的損益平衡水平遠高於對利率較為敏感的其他固定收益，例如投資等級債券(84個基點)、全球政府債券(51個基點)及新興市場主權債券(101個基點)。

圖4：非投資等級債券的損益平衡較高，源自於目前的收益具吸引力且存續期間較短



資料來源：ICE美銀及霸菱的分析。截至2024年6月30日。計算方法為最差殖利率除以最低修正存續期間。僅供說明用途。此分析僅旨在展示所討論的特定因素。並未反映可影響潛在結果的所有要素及變數。

7. 資料來源：霸菱及ICE美銀。截至2024年6月30日。
 8. 資料來源：霸菱估算。截至2024年6月30日。

因此，對那些可能對因利差擴大而遭受損失，持審慎態度的投資者，或那些尋求分散風險而不是只關注利率變動的投資者來說，值得安慰的是，由於目前的市場結構使然，政府債券殖利率變動對非投資等級債券市場總報酬產生的影響可能較小。

「鑑於目前收益較高，加上與過往相比存續期間較短，非投資等級債券市場是全球固定收益市場中損益平衡狀況最具吸引力的市場之一。」

重要啟示

除了提供較高的收益外，目前到期牆亦為非投資等級債券帶來具吸引力的潛在投資機會。這些機會包括報酬潛力(可能超出簡單的殖利率所顯示的水平)、下檔保障(鑑於市場的存續期間較短)，及多元化優勢(於某程度上不受利率及通膨預期變動的影響)。

儘管如此，仍有些風險需要考慮。儘管利差較窄，但各家企業的再融資風險存在很大差異。例如，歐洲最近出現的潛在債務管理活動(LME)提醒投資者，基於以基本面為主的信貸研究、作出明智的證券挑選十分重要。此外，我們相信憑藉主動型策略、雄厚的資源及豐富的市場投資經驗，可讓投資者更好地應對即將出現的利空因素，並把握未來的潛在投資機會。

霸菱為一家管理4,093億美元*資產的全球投資管理公司，與機構、保險和中介客戶合作，並透過靈活的融資解決方案支持領先企業。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，利用其全球規模以及公開和私募固定收益、實體資產和資本解決方案方面的能力，力求提供超額報酬。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市基隆路一段 333 號 21 樓 2112 室
一百零六金管投顧新字第零零貳號 0800 062 068

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。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文之經濟走勢預測亦不代表相關基金績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。基金投資涉及投資於新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本資料可能載有根據霸菱資產管理現時的意見、預期及預測而作出的前瞻性陳述。本公司並無責任更新或訂任何前瞻性陳述，而實際結果可能與前瞻性陳述所預期者有重大差異。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經驗信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本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。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。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。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。

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

*截至2024年6月30日

TW24-3833214 出刊日期：2024年9月5日