

市場衛星定位報告

固定收益觀點

目錄

3

我們的固定收益投資能力

4

一位擔憂的好友給聯準會的信

全球債券 – Nick Maroutsos



8

聯準會新政策、通膨及其
對美國債券的影響

美國固定收益 – Greg Wilensky 與 Michael Keough



12

違約將多如高山，或僅如矮丘？

公司債 – Seth Meyer 與 Esther Watt



16

低殖利率時代，
發掘浮動利率的機遇

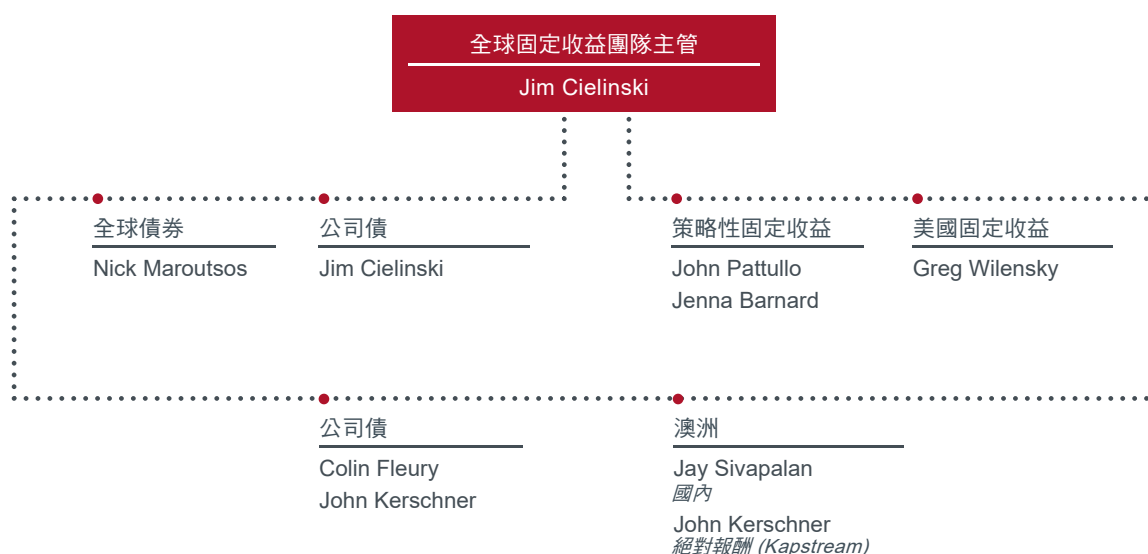
證券化產品團隊



我們的固定收益投資實力

駿利亨德森固定收益團隊提供主動式資產管理解決方案，幫助客戶達成投資目標。

過去40年來，我們的全球投資團隊開發出多樣化的產品解決方案，滿足客戶不斷變化的各種需求。從核心與多元投資到更為聚焦的委任投資，我們善用創新、與眾不同的投資技巧，特別設計來協助客戶在每次獨一無二的經濟週期中穩妥前行。這些團隊的專業能力不僅發揮於管理個別投資策略，也可以搭配客製化解決方案。



各團隊和區域間共享知識，可以鼓勵互助合作、就投資想法提出異議及討論，但與此同時，每支團隊在紀律嚴謹的框架內，仍保持確切的彈性空間。我們的投組建構流程由紮實的風險管理架構主導，以打造更優異的風險調整後報酬。此外，我們相信唯有資訊透明，才能和客戶建立真正的夥伴關係；我們贏得客戶的信任，並努力維持，關鍵就在於嚴謹且經得起考驗的投資流程，且由專業投資人員提供客戶第一手的洞見。

一位擔憂的好友給聯準會的信



全球債券

全球債券團隊主管 Nick Maroutsos 擔心，貨幣政策太過聚焦於金融市場，將無助引燃經濟步出衰退所需之成長動能。

資料來源：Getty Images

關鍵要點

- ▶ The聯準會(Fed)已證明自己可提供金融市場有利支撐，但目前看不出來這一籃子超寬鬆政策工具能否刺激經濟成長。
 - ▶ 聯準會最近放寬原本2%的通膨目標，等於間接承認現在通膨不足為慮，而且需要採取更多措施來創造有利增長的環境。
- 如今利率受壓的情況下，債權投資人想找到理想的固定收益產品，選擇十分有限。

親愛的聯準會，

其實很早就想寫這封信，但是考量到貴會值此多事之秋恐怕早已焦頭爛額，遲未提筆，就是怕因此讓各位分心，無法處理落在諸位身上的艱難任務。過去數月，各位已經證明自己的好心腸：竭盡所能幫助一般家庭、小型企業與雇主，他們正是實體經濟中的重要成員，也是一百多年前聯準會憲章的基石。秉持寬大為懷的精神，各位也出手援助不堪重創的可憐企業，諸如蘋果、花旗集團、AT&T、福特、聯合航空以及許多其他長年盤踞財星500大排行榜的公司。

不過我認為各位如此樂善好施，恐怕容易遭人利用。出於關切之情，我決定必須勇敢發聲。我這裡指的正是貴會和金融市場間的關係；我擔心這層關係已經益發失衡，甚至到了功能失調的程度。即便沒有所謂白紙黑字的證據，但至少今年以來公司債發行數據已足為明鑑。貴會所推出的各項方案原本只是要穩定市場信心，結果卻讓企業罔顧獲利下滑的疑慮，大肆利用超低的借貸成本，讓公司債發行總額創下新高。

我完全理解各位在全球金融危機(GFC)爆發時極力支撐市場的用心。可是，很多這類「專案」性質的合作關係所以失敗作收，原因就是某些合作夥伴根本無力推動變革。他們都作出了承諾；這我懂。有一派人士認為，超低利率加上購入債券將降低資金成本，可望鼓勵企業投資，進而提升生產力與薪資。結果這些並沒有發生。反而看到企業利用便宜的信貸大舉支應庫藏股的實施。然後貴會又希望資產價格上漲可以發揮財富效應，亦即藉由股價無基之彈刺激消費，從而重振整體經濟。過程中受益者或許包括電動車經銷商、灣區的葡萄酒莊和黃金地段的不動產仲介，但可惜的是並未出現一人得道，百人得福的景象。這話或許刻薄了點，請多見諒，不過我個人懷疑大企業近來利用低利率舉債，接下來真的會蓋出嶄新發亮的廠房，或是創造許多工作機會。

我也希望貴會當前應對措施確實無懈可擊，但事實擺在眼前：各位正在助長市場輕率、躁進的風氣。人說防微要杜漸，如今想叫市場負起責任、回歸中道，勢必會遭到極大反彈，就像2013年的QE退場恐慌、2018年秋天推動利率正常化而引發股市賣壓一樣。

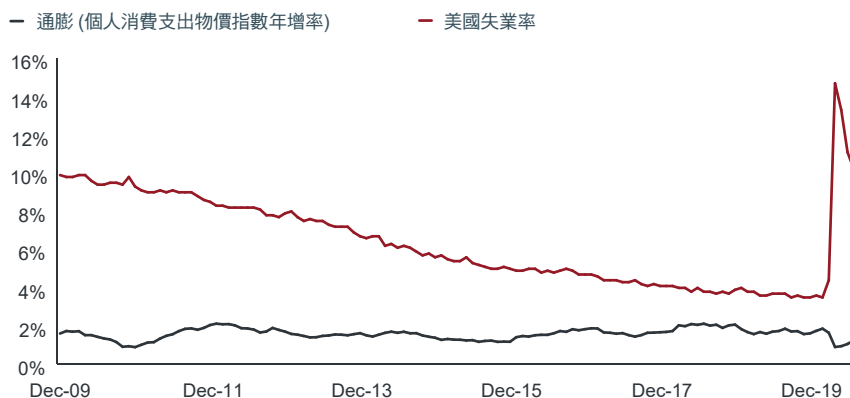
一位擔憂的好友 給聯準會的信(續)

我忍不住想，過去聯準會必須全神投注於實體經濟活動時，各位心情比現在好得多。雙方的關係也更加良好、健全。一旦經濟走弱，各位就會降息，而信用刺激也可以帶動投資與消費。不可否認地，這樣的關係也有它的問題；聯準會經常反應過慢，未能抑制通膨加速，但是這種誤失未來應該不會再出現了。我們大家都很清楚，目前根本沒有通膨的風險。

聯準會最近放寬對於完全就業的定義，各界多所肯定，認為有助於在弱勢地區創造就業機會，但是正因貴會預期低通膨將持續下去--甚至可能通膨減緩，所以才一點也不擔心此舉會推升通膨。很遺憾的是，現在看來似乎是市場在發號施令，因為聯準會針對就業和通膨的最新看法說明了各位已完全放棄菲利浦曲線；事實證明，該曲線無法有效管理後金融危機時代的經濟活動。

菲利浦先生，再見！

過去十年，儘管聯準會一直維持低利率，失業率也持續下滑，但核心通膨率幾乎沒怎麼變動，平均1.6%，這些跡象顯示菲利浦曲線所主張的通膨-就業關聯已不復存在，亦即聯準會政策的核心信念已被打破。



資料來源：彭博社，2020年9月11日個人消費支出物價指數(PCE)主要衡量美國居民或代其採購商品與勞務時所付價格。該指數最著名的就是能夠捕捉各種消費支出的通膨(或通縮)，並反映消費者行為的改變。

市場依賴成性，尤其是較高風險資產，導致政策畫錯重點。金融市場健全應該是經濟充滿活力的映照。為了刻意支撐資產價格而發明的伎倆，根本無助於實體經濟增長，過去12年已經證實這一點。

美國得天獨厚，具備良好的資本市場，可是諷刺的是，貴會近來默許資產泡沫擴大，同時又企圖提振實體經濟，這樣的決策長期而言反而會抑制經濟成長。資本市場的主要功能是引導資金流向最具吸引力的投資機會，從而促進增長。目前因超寬鬆政策導致的扭曲現象產生正好相反的結果：投資決策欠佳，無法導引資金流入最具效益的用途。最顯著的例子就是品質低落的「僵屍」企業，這些公司所以能夠存續，就是靠持續發行新債，賣給渴求收益的投資人。

一位擔憂的好友 給聯準會的信(續)

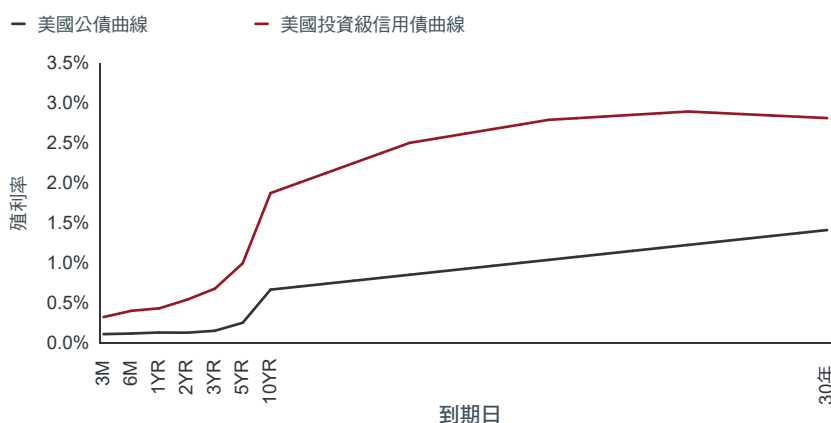
審慎的投資人陷入兩難。在政策更甚於企業體質的市場中投資，代表傳統的資產管理方法完全遭到顛覆。風險性資產顧名思義是有原因的。這就是為什麼相較於無風險證券，這類股票會有權益風險溢酬，而債券會有利差。如果有市場力量支撐，這些風險溢酬合情合理，而看似高風險的證券怎麼飆漲都沒問題。

既然認定市場一路看漲，那麼債券收益如此微薄的情況下，實在沒有配置的必要。可是即便許多個股一天漲幅就超過10年期美國公債一年的票息，9月初的賣壓提醒了投資人，市場還是可能時有波動。

如何選擇適當避險因應這些震盪，也受到各位對市場強力支持的影響。長天期公債的殖利率和短天期的所差無幾，因此殖利率曲線前端成為金融市場裡少數合理的投資選項。也由於貴會承諾不會升息，這些證券的風險/報酬特性其實更近似於最後避難所。

美國公債與投資級信用債曲線

各種天期的利率都受到壓縮，而且可能持續好一段時間，於是債券市場裡少數能夠提供期限溢酬的標的只剩短天期信用債，隨著證券「滾動向下」趨近到期日時有機會賺取收益。



資料來源：彭博社，2020年9月11日。投資級公司債由公司發行，一般認為這類公司發生違約的風險相對較低。若與違約風險較高的債券相比，這類債券中品質最佳者通常反映在其信用評級。

一位擔憂的好友 給聯準會的信(續)

多年來政策前提錯誤的情況下，各位已無路可退，如今只能放由市場做主。實體經濟成為最大受害者。如果各位捫心自問，應該很清楚如此臣服於市場力量並無法實踐貴會真正希望達成，也是法律明定的目標。諸位寄望財政主管機關能出手相助，可是我們都知道他們有多不靠譜。

唯有徹底覺醒才能夠從這個泥淖脫身。各位必須讓市場了解何謂愛之深，責之切。市場必須接受風險的必然性，而且不能夠一再仰仗聯準會慷慨解囊，對實體經濟的情況視若無睹。

要讓各位從如此不利處境中脫身，確實是知易行難，而且拖得越久，最終的醒悟就越是痛苦。永無止盡的溫和貨幣政策和聯準會作為後盾，讓資產評價居高不下，看似人人都是贏家，但事實上最終個個是輸家。

一位擔憂的好友給聯準會的信

詞彙表

QE退場恐慌：美國聯準會主席在2013年5月發表評論後引發的市場反應，在該評論中主席暗示美國正在考慮逐步縮小(放緩)債券購買計畫(量化寬鬆政策)。

菲利浦曲線：單一方程式經濟模型，描述經濟體內失業率和薪資上漲率之間的反向關係。

風險溢酬：投資人若持有風險性資產，預期可獲取超越持有現金的額外報酬。一般認定的資產風險越大，風險溢酬就越高。

殖利率：持有某證券產生的收益，通常以百分比率來表示。

利差/信用利差：類似到期日但信用評級不同的證券間殖利率差異。利差擴大通常代表該企業借款人的信用惡化，收窄則代表信用改善。

到期日：到期日是指一筆債務何時到期，所有本金和/級利息都必須還給債權人。

聯準會新政策、通膨率及其對美國債券市場的影響



資料來源：Getty Images

美國固定收益

美國固定收益團隊主管Greg Wilensky與投組經理人Michael Keough 討論聯準會改變政策後美國通膨前景，及其對美國債券市場的影響。

關鍵要點

- ▶ 美國聯準會(Fed)宣布新的平均通膨目標政策，希望能夠推升通膨率超過2%，但是我們覺得近期內通膨率不太可能出現大幅上漲。
- ▶ 盡管殖利率曲線可能微幅陡峭化，但我們相信未來仍將是低利環境，因為聯準會透過趨近於零的政策利率，以及大規模資產購買計畫，持續挹注大量流動性進入市場與經濟體系。
- ▶ 我們認為分散配置債券投組仍有其價值，並偏好高品質信用資產，因為不僅可受惠於央行購債行動，且疫苗研發進展、全球投資人持續追求收益等亦為有利因素。

鮑爾主席最近推出聯準會最新的貨幣政策策略，再次承諾將致力達成平均通膨目標。該項政策將允許通膨上漲至超過2%，以彌補前一景氣週期內通膨始終未能達標的問題。換言之，聯準會為了刺激景氣復甦，已承諾立場會更趨鴿派，即便失業率走低也或通膨開始增加也不會立即預防性升息，而是會等通膨確定繼續升溫後才採取行動。

這是重大的政策轉向，可是訂立目標是一回事，實際執行又是另一回事。自新冠肺炎疫情爆發以來，金融市場表現亮眼主要拜聯準會言行所賜，因此若其改變管理通膨方式的話，我們應該重新檢視這對債券投組可能有哪些影響。

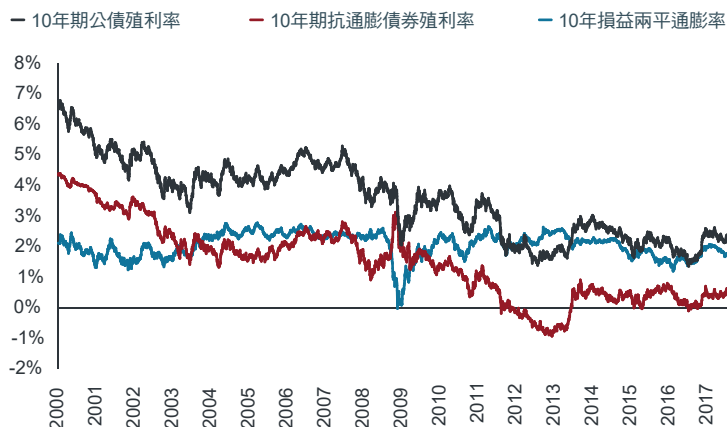
通膨會升溫嗎？

為了對抗疫情，政府推出大量貨幣與財政刺激措施挹注經濟，加上目前市場預期通膨上升，許多投資人開始擔心通膨升溫、殖利率上漲，是否將衝擊到固定收益投資報酬。資產購買計畫讓聯準會資產負債表暴增，導致實質貨幣供給量來到歷史新高，與此同時，大規模財政刺激方案紛紛出爐。但是即便聯準會和國會挹注了如此龐大資金，刺激措施近期內似乎仍無法帶動通膨穩定走升。失業率居高不下，消費支出缺乏動能，雖然增長數據逐漸轉正，許多部門仍需要進行大幅修復方能恢復生機。疫情未見緩解，持續擴散，也讓全面重啟經濟必須延後。

聯準會新政策， 通膨及其對美國 債券的影響(續)

隱含通膨預期

通膨預期正在上升，由美國10年期公債(名目)殖利率和10年期抗通膨債券殖利率差距可見一斑。

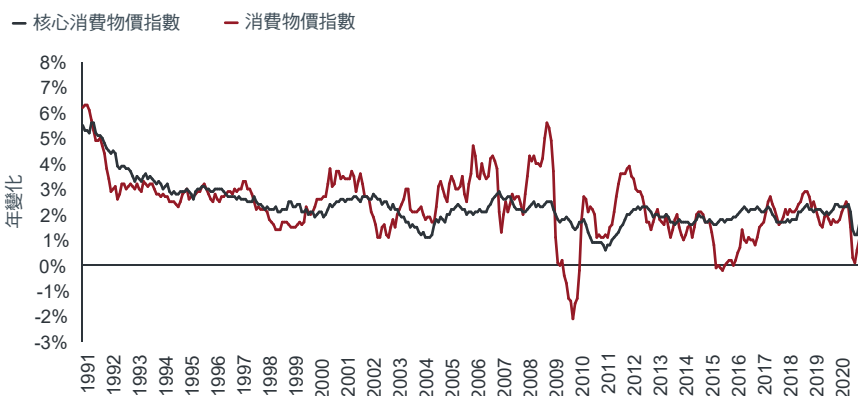


資料來源：彭博社，2020年9月11日。抗通膨債券是由美國政府發行，與通膨連結的國庫證券，保護投資人不受到貨幣購買力下滑的影響。隨著通膨增加，抗通膨債券會調整價格來維持其實質價值。名目殖利率係指不考慮通膨影響下的債券殖利率。實質殖利率則是債券的名目殖利率減去預期通膨率。

我們相信聯準會所以期待美國通膨升溫，主要是因為最近幾個經濟週期裡通膨率不升反降，且有時平均不到2%。如果美國害怕陷入像日本一樣的經濟停滯的話，那麼通膨升溫不僅可證明經濟已經復甦，同時也能減緩美國經濟日本化的疑慮，讓各界不再懷疑聯準會達成政策目標的能力。當前環境下，我們認為聯準會更在意的是如何提升市場對於最終通膨的預期，而截至目前為止，聯準會政策確實讓美國公債名目殖利率維持低檔，而通膨預期則開始上升。目前低名目殖利率和負實質利率都有助於支持經濟增長與投資，同時也為資產價格提供良好支撐，正如之前危機結束後的情況。

美國過去30年消費者物價指數

在全球金融危機爆發後，美國通膨率大致都落在聯準會2%目標以下。



資料來源：彭博社，2020年8月31日。消費者物價指數(CPI)係衡量一籃子消費性商品與服務在一段時間內的價格變動。整體通膨率用來估算物價上漲情形，計算經濟體系內整體通膨水準，價格較易變動的食品和能源也包括在內。核心通膨率則排除食品和能源等較易變動的價格，主要衡量長期物價上漲情形。

聯準會新政策， 通膨及其對美國 債券的影響(續)

殖利率曲線會有何變化？

我們認為，在可預見的未來，美國公債殖利率曲線前端利率將維持在低檔。聯準會對通膨採取新立場後，更可能讓政策利率維持在比以往更低的水位。一般來說，一旦聯準會認為通膨開始上升時就會著手升息。但是這次，聯準會已經言明會等到通膨穩定走揚後才會升息。一旦疫苗成功問世，並在各國廣泛施打後，我們認為經濟活動就會開始回溫，而周期性通膨也會從低檔爬升，可是這並不同於通膨失控，聯準會必須緊縮貨幣政策，轉而升息。

至於殖利率曲線後端及30年期利率，投資人應該謹記，聯準會在提供政策支持時向來超前部署、力度驚人。將政策利率調降至零後，聯準會也開始透過量化寬鬆大規模購入資產，以維持金融市場穩定，並幫助許多借款人取得亟需之流動性。聯準會理事Lael Brainard在最近演講時表示，「未來數月，貨幣政策必須要從穩健轉向寬鬆。」因此，我們接下來會密切關注有關前瞻指引的額外細節，以及資產購買計畫的改變，例如可能增加購入長天期債券以防止長期利率走揚。與此同時，我們預期較長天期債券的需求會進一步增加，因為在全球大量債券負利率的情況下，投資人將進入美國市場尋求收益。只要殖利率曲線維持正斜率，目前新低水位殖利率就會誘使投資人承擔較長天期的風險，以達成其收益目標，而且隨著長天期殖利率走升只會更顯誘人。一方面是投資人需求，另一方面則是聯準會企圖透過較長期的低利率(實質與名目皆然)來刺激景氣，因此我們預期較長天期殖利率上漲空間有限。

多元配置債券投組之展望

可跨多重券種投資的固定收益策略最大好處在於靈活，可利用各種工具因應瞬息萬變的市場，這正是當前市場環境的寫照。對於可配置於公債與信用債的投資人而言，公債殖利率低，和其他信用債相比毫無吸引力，後者不僅提供更誘人的殖利率，且隨著經濟復甦更有價格上漲潛力。這並不表示美國公債在分散配置的投組中不具任何價值。即便在目前的殖利率水準，曲線上長天期債券仍有助於分散風險，且萬一經濟走弱，股票等風險性資產出現賣壓時，也會是潛在資本升值的來源。但目前政府公債殖利率走低，確實讓投資人更傾向承擔信用風險。的確，我們認為聯準會希望打造市場氛圍，鼓勵投資人配置於這類債券，並將消費者及企業的借貸成本控制在較低水位，以逆轉今年上半年資金搶進高品質資產的趨勢，提供私部門所需支援。

聯準會新政策， 通膨及其對美國 債券的影響(續)

盡管聯準會採取新的通膨立場，我們仍舊認為經濟復甦、物價持續上揚並非一蹴可幾，因此在我們看來，分散配置債券投組方能為投資人創造價值。投資一定有風險，例如選舉或是入冬後出現第二波疫情，但是我們相信投資人最佳選擇仍為保持彈性，繼續配合聯準會政策。由於各國央行將持續積極支持景氣復甦，降低尾部風險，我們預期信用資產仍可獲得良好支撐。

聯準會新政策，通膨及其對美國債券的影響

詞彙表

殖利率：持有某證券產生的收益，通常以百分比率來表示。

貨幣供給：一個經濟體內的總體貨幣量。狹義的貨幣供給包括流通中的紙幣、鑄幣以及可輕易兌現的貨幣等價物。廣義的貨幣供給則包括各種長期、流動性較低的銀行存款。

名目殖利率：在考慮通膨影響前的債券收益率。

實質殖利率：債券的名目殖利率減去預期通膨率

量化寬鬆(QE)：央行採用的一種非常規貨幣政策，藉由提升銀行體系內的整體貨幣量來刺激經濟。

違約將多如高山，或僅如矮丘？



資料來源：Getty Images

公司債

公司債投資組合經理人Seth Meyer、客戶投資組合經理人Esther Watt探討高收益債未來可能違約情況，又將帶來何種風險和機遇。

關鍵要點

- ▶ 當前貨幣及財政振興方案允許再融資，經濟又已回溫，違約率預期將低於全球金融危機時期。
- ▶ 高收益市場組成各有不同，因此未來可能違約情形並不一致，某些產業或可能成為黑馬。
- ▶ 各經濟體如何因應新冠肺炎感染率攀升，將是影響違約情況之決定因素，但慎選投資標的亦有助於減少風險、獲取價值。

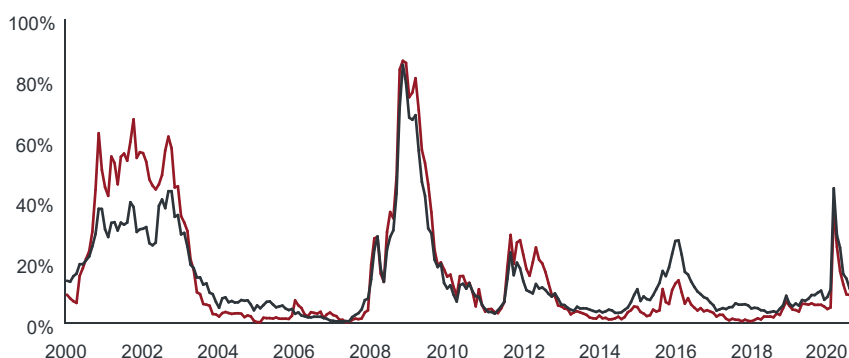
新冠疫情對全球經濟造成衝擊之大，史上少見，由此看來資產市場的恢復情形可圈可點。看好全球經濟將可迅速由衰轉盛，股市於是跌後勁升，公司債利差亦縮小。其中，高收益公司債市違約率預計將上升，但較2008年全球金融危機後為低。前景看俏，係因有貨幣及財政振興方案馳援，加上技術面有利支撐，但對於違約，市場是否真應如此樂觀？

不良債權比率(distressed ratio)主要衡量利差擴大的債券數量多寡，可有效反映高收益市場中的壓力，不良債權比率高，代表違約機率增加。比如三月時不良債權比率激增，顯示違約情況將增加，但仍低於金融危機以及科技股泡沫化時期。

不良債權比率已降至近乎疫情前水準

不良債權比率 = 交易利差超過1,000個基本點之債券占比(%)

— 美元 — 歐元



資料來源：德意志銀行(Deutsche Bank)、洲際交易所(ICE)指數(ICE Indices)、Markit，2000年1月31日至2020年9月8日。利差反映公司債較相應政府公債高出多少殖利率。大抵而言，利差擴大表示借款公司信用惡化，利差縮小則表示信用改善。基本點(bp)等於百分點的1/100。1 bp = 0.01%，100 bps = 1%。

違約，換個名字還是違約

什麼叫違約？這個問題看似很傻——違約不就是發行機構無法履行對持債者的義務嗎？但真要定義起來，可能十分棘手。比如2016年持有葡萄牙銀行Novo Banco信用衍生商品的持有人就面臨上述問題。當時該銀行資產遭再轉讓，此舉如經認定屬「政府干預」，將可啟動信用衍生商品對於投資人之保護支付機制，但最後認定並非如此，代表債權人必須認賠。

違約將多如高山，或僅如矮丘？(續)

「國際交換交易暨衍生性商品協會」(ISDA)為衍生性金融商品店頭交易業者的產業組織，據該協會表示，信用債最常遭遇的三大問題為申請破產、還款違約、債務重整。然而由於各國法律對破產的定義及程序規定落差極大，要想直接比較十分困難，此外各區域的內部組成及各指數的權重分配亦不相同，導致問題更加複雜。

舉例而言，歐洲債市有較多政府補助及貸款擔保，有時會延後破產時間，相較之下破產在美國就比較直截了當，程序也更為快速。此外，美國債市中能源業及B級、CCC級的債券比例較高，市場風險也因此較高。

區域指數的不同組成

在指數中占比(%)	美國	歐洲
BB級	56.2	71.1
B級	32.3	21.8
CCC級	11.5	7.1
能源業	12.9	5.0

資料來源：彭博(Bloomberg)、ICE美國銀行美國高收益指數(ICE BofA US High Yield Index)、ICE美國銀行歐洲貨幣高收益指數(ICE BofA European Currency High Yield Index)，2020年9月9日。ICE美國銀行美國高收益指數(H0A0)追蹤績效對象為：於美國國內市場公開發行、投資等級以下之美元公司債。ICE美國銀行歐洲貨幣高收益指數(HP00)追蹤績效對象為：於國際債券市場或歐元或英鎊國內市場公開發行、投資等級以下之歐元或英鎊公司債。評級機構根據高收益借款方的信用良窳給予信用評級，評級結果依字母順序排列，BB級品質優於B級，B級又優於CCC級。CCC級表示借款方風險較高、較可能違約。

也難怪近幾年(包括今年)，美國現金債券及衍生商品之違約情形皆多於歐洲。以下圖表為信用評級機構穆迪(Moody's)所整理之高收益債連續12個月違約率，其中可見8月底時美國違約率已升至8.7%，為歐洲3.4%之兩倍以上¹。

投機等級(高收益)債之違約率

高收益債違約率之峰值預計將低於金融危機時期



資料來源：穆迪違約報告，連續12個月違約率，依發行機構加權，2000年8月31日至2020年8月31日。基線預測提出時間為2020年9月9日。最樂觀至最悲觀的可能情境中，最可能出現的即為基線。預測僅為預估，可能與現實有落差，且不保證成真。

違約將多如高山， 或僅如矮丘？(續)

各信用違約交換(CDS)指數採取加權方式不同，因此並不適合直接比較，但最新一版的Markit CDX NA HY指數(北美高收益型)有八家公司因違約而暫遭剔除，相較之下Markit iTraxx Crossover指數(歐債型)則僅剔除兩家²。

度過青黃不接

儘管某些行業的經濟活動史無前例停擺，預期違約情況卻並未暴增，原因在於三月疫情導致拋售潮後，政府反應快速，祭出財政及貨幣方案力度之大前所未見，許多公司因此得以再融資，且資金成本越降越低。比如八月時，BB+級鋁質容器製造業者Ball Corp.的10年期債券票息為2.875%，創下美國垃圾債公司最低紀錄³。

也因此，近期投資人如見到信用指標惡化，不必過於驚慌。正是由於企業藉暫時借貸以安然「度過」營收青黃不接的時期，未來幾年公司信用指標將普遍退步，之後資產負債表才會開始恢復。話雖如此，投資人仍須明察，這麼多企業舉債補洞，有些可能越補越大洞，應該留心有哪些發行機構已經因為結構改變，而導致商業模式永久受損。

產業有別

疫情導致大環境改變，無論公司是否具備良好商業模式，抑或面臨根本難題，皆須加以適應，這點和一般信用循環不同。尤其社交活動減少，嚴重打擊零售、交通、遊憩以及能源業，也應注意如第二波感染來襲，前述產業將更可能面臨經濟寒冬。屆時，某些業者的未受限資產很可能早已抵押，用於申請優先順位有擔保貸款，再遇上營收長期低迷，將可能導致前述債務必須進一步重組。

迄今為止，高收益債中以健康照護及科技產業表現最為亮眼⁴，但投資人可能沒想到媒體、消費品、汽車業竟也不惶多讓，由此也可看出信用債及高收益市場組成的特殊之處。疫情加快了家庭變劇院的腳步，媒體集團暨高收益發債大戶Netflix的訂閱人數因而大增。汽車業方面，福特雖從投資級降為高收益，成為「墮落天使」，但高收益市場卻能輕鬆吸收該公司360億美元的債務，其債券利差於焉緊縮，顯示墮落天使依然有機會替高收益債投資人創造報酬。

違約將多如高山，或僅如矮丘？

² 資料來源：摩根士丹利(Morgan Stanley)、CDX/iTraxx最新消息彙總，2020年9月11日；Markit 消息，2020年9月16日。IHS Markit CDX NA HY指數為可交易信用違約交換指數，由流動性最高的北美高收益(次級投資等級)實體組成。IHS Markit iTraxx Crossover指數為可交易信用違約交換指數，由流動性最高的七十五個次級投資等級實體組成。

³ 資料來源：彭博(Bloomberg)，2020年8月10日。

⁴ 資料來源：彭博(Bloomberg)、ICE美國銀行全球高收益指數(ICE BofA Global High Yield Index)，總報酬以美元計，2019年12月31日至2020年8月31日。ICE美國銀行全球高收益指數(HW00)追蹤績效之對象為：以美元、加幣、英鎊及歐元計價、於國內或國際各大債市公開發行、投資等級以下之公司債。

違約將多如高山， 或僅如矮丘？(續)

自上而下觀之

已證實有效之新冠疫苗尚未問世，前景仍不明朗，北半球冬季能否安然度過第二波疫情，而不出現住院潮，將是經濟能否保持開放並持續復甦的關鍵。有鑑於歐美兩地的財政支持方案將於接下來數月告終，又逢十一月初美國大選，年底英國可能「無協議」脫歐，此時失業率將會是應關注的重點指標。

新發債不斷，墮落天使(原為投資等級但遭降級的機構)出現，找出明日之星並「避開地雷」，以上各項都有主動型經理人可發揮之處。除了違約之外，殭屍公司(能夠支付債務利息，但資金不足以償還本金或推動業務成長)也是投資人關心的一大要點。儘管資金未能用在刀口上，長期而言或將拖累生產力及成長，但若價格合宜且能維持信用，則此類公司亦可能替高收益型投資人帶來報酬，

緊張氣氛持續，導致高收益債平均利差維持在其三年至五年平均值以上⁵，而ICE全球高收益指數實質殖利率達5.5%(2020年9月資料)，則代表高收益債將繼續吸引願意以多一點風險換報酬的投資人。明年的違約率或許不如過去某些時期高，但我們深知經濟狀況將決定違約情況是否能快速減少，或者企業將面臨更為長期的難關，也因此審慎的信用分析必不可少。

違約將多如高山，或僅如矮丘？

⁵ 資料來源：彭博，ICE美國銀行全球高收益指數，公債期權調整利差，至2020年9月9日(含)之三年及五年期。期權調整利差(OAS)計算固定收益型債券報酬率與無風險型債券報酬率間差別，並考慮附選擇權情形。

詞彙表

高收益債券：信用評級低於投資等級，有時又稱次級投資等級債券。此類債券發行機構的違約還款風險較高，因此於發債時以較高票息彌補風險。

投資等級債券：多半由政府或者公認還款違約風險較低的公司發行，相較於高收益債券等違約風險較高的債券，此類債券品質較高，信用評級也因此較高。

利差／信用利差：證券的到期時間類似但信用品質不同，則彼此間的殖利率差異稱為利差，利差擴大通常代表借款公司之信用惡化，利差縮小則代表信用改善。

信用衍生商品：一種金融資產，以債權／債務人雙方私人契約形式存在，此契約允許債權人於支付費用後，將債務人之違約風險轉移至第三方。

信用違約交換(CDS)：一種供買賣雙方轉移債券信用風險之衍生性商品，由買方定期支付賣方費用，賣方則承諾如標的債券違約，將付清債務欠款。CDS可視為針對欠款所設計之保險，同時也是一種可交易證券。如此一來，基金經理人不必實際持有證券，也能投資某一發行機構或指數。

優先順位有擔保債：借款企業如結束營業，須優先償付的債務即優先順位債。「有擔保」則指發行機構以抵押品作保。

墮落天使：指債券原為投資等級，後因發行機構財務狀況惡化，遭降級為次級投資等級。

明日之星：此類債券之發行公司一旦以實績證明還款情況良好，債券便很有可能升級。

殖利率：債券的收益程度，通常以百分比表示。

低殖利率時代， 發掘浮動利率的機遇



證券化債務

若利率上升，浮動利率型產品能與之對沖，本公司證券化產品團隊於本文中探討低殖利率環境中，此類產品之潛在優勢。

資料來源：Getty Images

關鍵要點

- ▶ 公債殖利率低，致使難以找到合適的風險調整後報酬。有些投資人可能認為增加風險無妨，但為求審慎，投資人或該考慮整體利率曝險。
- ▶ 若利率上升，高信評的浮動利率產品能與之對沖，於分散型投資組合中不失為具吸引力之選擇。
- ▶ 過去五年間，浮動利率型擔保貸款憑證(CLO)市場已增長近一倍規模，與類似評級之公司債相比，利差更為優渥，值得進一步研究。

美國利率已逼近歷史低點，但投資人仍舊希望手中債券投資組合在該有的穩定之餘，還能帶來收益，甚至有增值空間。美國公債的信評為AA+/Aaa級，有助於求穩，且儘管殖利率低，仍不失為在股票之外多元投資的選擇。AAA級的公司債殖利率略高於美國公債，但絕對殖利率同樣較低，且由於新發行債券到期時間越來越長，利率風險也隨之增加。彭博巴克萊美國公司債指數(Bloomberg Barclays U.S. Corporate Bond Index)平均到期時間不斷穩定增長，當前存續期超過8.5年(存續期用於衡量對利率之敏感度)¹。雖說本團隊大抵看好公司債前景，但投資信債時或可考慮納入存續期較短者，以幫助分散投資。

若利率調高，浮動利率證券或可與之對沖

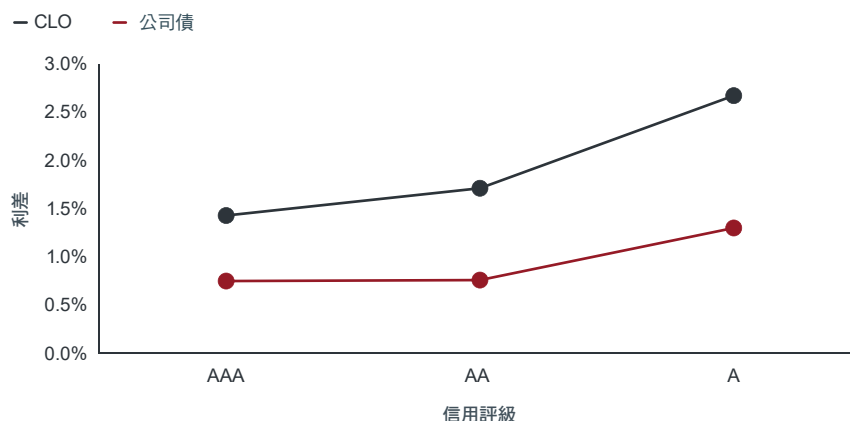
有越來越多投資人認定當前衰退已然過去，可能會開始想既然經濟漸漸復甦，利率不知何時會調升。美國聯準會(Fed)近期宣布，將會允許通膨於短期內上升，超過2%目標，許多人因而更為憂心美國利率將可能大幅升高。對此本團隊並不憂心，但承認有此風險。當前利率如此之低，增加了美國公債的不對稱風險，亦即萬一升息的上漲空間將大於利率調降至非負利率的幅度，不過我們認為目前升息機率微乎其微。要想分散投資，可選擇浮動利率型的證券，其支付票息隨當前利率升降，也因此價格對利率變化較不敏感。

1970年代抵押貸款市場初建，證券化產品的市場即不斷成長，數十年來不斷推出新產品如：商業地產抵押貸款支持證券(CMBS)以及擔保貸款憑證(CLO)。而浮動利率型市場中，又以CLO規模最大，成長也最快。此類證券集合多筆浮動利率之銀行企業貸款作為抵押品，借款企業之信評通常低於投資等級，但集合後之產品信評則高低不一。如下表所示，投資等級CLO的殖利率比投資等級公司債市高出0.67%，而信評A級的CLO利差更達兩倍。

低殖利率時代， 發掘浮動利率 的機遇(續)

CLO vs. 美國公司債利差

相較於投資等級公司債市，投資等級CLO目前對美國公債之利差更為優渥。



資料來源：彭博(Bloomberg)，截至2020年8月31日資料；摩根大通AAA級CLO金融危機後利差折價(J.P. Morgan CLO AAA Post-Crisis Discount Margin)、彭博巴克萊Aaa公司債平均期權調整利差(Bloomberg Barclays Aaa Corporate Average Option-Adjusted Spread)。期權調整利差(OAS)計算固定收益型債券報酬率與無風險型債券報酬率間差別，並考慮附選擇權情形。

分析浮動利率型CLO的殖利率

CLO市場約於十年前出現，其價格一直高於公司債及許多證券化產品²，此種「溢價」現象或許是因為市場較新，許多投資人對其不甚熟悉所致。不過，現況可能逐漸改變，投資人已注意到此市場，過去五年間CLO市場規模將近翻倍³。

憂心流動性不足可能也是殖利率溢價的原因之一，不過隨著CLO市場成長，交易量與流動性可說是不斷增加。今年三月，債市極其波動，許多固定收益市場的交易量下跌，CLO交易量卻逆勢成長，創下此類資產每月交易量新高⁴。與此同時，CLO經理人的人數亦穩定增加，過去十年間增長超過三倍⁵，改善了次級市場的流動性，也提升交易對手交易及持有此類產品之意願。

CLO殖利率之所以較高，還有另一個正符合時事的解釋：利率下滑時期對浮動利率型證券的需求不高。大環境利率降低時，浮動利率代表資本增值空間較低，也因此聯準會降息時，按理來說投資人會偏好美國公債、大部分的公司債、證券化產品等固定利率型證券。更何況過去幾年CLO發行量增加，而對浮動利率型產品的需求量相對較低，此時就會推升殖利率。不過，現在聯準會的政策利率已經為零，十年期以下的美國公債殖利率不到1%⁶，或許是該開始仔細研究投資浮動利率型產品了。

低殖利率時代，找到浮動利率的機遇

² 資料來源：彭博(Bloomberg)，截至2020年09月。

³ 資料來源：彭博(Bloomberg)，截至2020年09月。

⁴ 資料來源：美銀美林集團(Bank of America Merrill Lynch)，截至2020年9月。

⁵ 資料來源：富國銀行證券(Wells Fargo Securities)，截至2020年9月。

⁶ 資料來源：彭博(Bloomberg)，截至2020年09月10日。

低殖利率時代， 發掘浮動利率 的機遇(續)

審慎建構投資組合，包含選債

大環境利率低，實質利率(考慮通膨後實付的殖利率)為負，美國公債殖利率上升的風險提高(公司債則已增加存續期)，此時建議投資人應仔細考慮如何建構投資組合。為獲取想要的殖利率，投資人可藉由買入更長天期的債券，增加利率風險；也可切入投資等級公司債市甚至至高收益債市，以增加信用風險；又或者增加證券化產品投資，此類產品之殖利率多半高於公司債平均，存續期則較短，此外以CLO而言，票息採浮動利率，若利率調升便可順勢與其對沖。然而，券種選擇僅是步驟之一。我們認為，主動式債券資產管理的最終價值，在於找到風險/報酬具吸引力的券種後，還要能進一步選債。個別證券的特性可能天差地別，而經理人(最好有數十年資歷)的工作便是選出風險／報酬組合較佳的證券，納入符合投資人殖利率及風險目標的投資組合當中。

結構的價值

雖說證券化市場中，各類產品採用的抵押品不同，但背後某些核心概念卻又相同。

- 集合多筆貸款，打造出風險更為分散的產品。
- 產品中依照信評等級高低，分為多個品質等級供投資選擇，通常稱為分券(tranche)。

以CLO而言，此類產品將貸款集合分類後作為抵押，如背後抵押品出現問題，則按照前述結構，現金流會先流向評級較高者，換言之投資AAA分券的人將可能比預期更早獲得還款，不致較晚取得還款或金額較少。

雖說證券多少都蘊含損失風險，然而全球金融危機後，CLO通常會提供給最高等級分券的保障遽增，現今已不輸給證券化市場的其餘產品。就拿新冠疫情來說，面臨這場十年來最嚴峻的流動性風險，CLO結構運作一如預期，許多時候甚至比市場料想的更為順利。

低殖利率時代，找到浮動利率的機遇

詞彙表

殖利率：債券的收益程度，通常以百分比表示。

浮動利率型債券：票息不固定的債務工具，所支付利息為參考利率(如：聯準會利息)加上固定利差。

擔保貸款憑證(CLO)：為債務證券，按照不同風險程度發行分券，其背後的擔保品主要為低於投資等級之公司貸款。

利差：指相較於「無風險」之美國公債，發行機構提供多少額外殖利率。大抵而言，利差擴大表示借款公司信用惡化，利差縮小則表示信用改善。

彭博巴克萊美國公司債指數：追蹤對象為投資等級、美元計價、固定利率且應稅的公司債市。

存續期：存續期指債券價格對於利率變化之敏感度，債券存續期越高，對於利率變化越敏感，存續期低則反之。

證券化券種：此類固定收益型證券乃將金融資產集合起來，創造出可向投資人銷售的新型證券。

商業地產抵押貸款支持證券(CMBS)：為固定收益投資產品，其背後資產為商業地產抵押貸款而非住宅抵押貸款。

投資等級公司債：多半由公認還款違約風險較低的公司發行，相較於高收益債券等違約風險較高的債券，此類債券品質較高，信用評級也因此較高。

溢價：當某檔證券的市價高於背後價值時，稱為「溢價交易」。以投資信託而言，其每股價格高出背後相應資產淨值的數字，即為溢價。反義詞為「折價」。

波動性：某個投資組合、證券或指數價格上下波動的頻率及程度。「高波動性」指價格大幅上下波動；「低波動性」則指價格波動較緩、幅度較小。波動性用以衡量投資的風險多寡。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110台北市信義路五段7號台北101大樓45樓A-1室。電話：(02) 8101-1001。107金管投顧新字第023號。

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利證券亨德森投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。

基金投資一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，本基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。

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。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。

駿利亨德森及Knowledge. Shared為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

JHITL1120(4)0321.TW.retail