



駿利亨德森固定收益觀點：

重新定義核心固定收益

簡介

近幾十年來，投資人為了資本保護、投資組合的多元性、以及較可預期的投資收益等原因，持續在核心固定收益(core fixed income)證券中佈局。不過自從金融危機以來的這幾年，相關貨幣政策與經濟情況等已經逐漸減緩這些特性。隨著央行成為政府債與房貸的邊際投資人(marginal buyers)，這些商品的殖利率也低於投資人的期望。目前在美國聯準會針對未來升息所給出的指引(guidance)以及資產負債表縮表計畫，將對債券價格造成下行壓力下資本保護的基礎也受到質疑。目前投資人得思索他們固定收益佈局的未來預期。不過，債券價格在升息環境下承受壓力也不是沒有先例：在過去 30 多年中，我們見到債券價格多次經歷週期漲跌。目前在債券市場所面臨的逆風很可能轉為長期因素，而投資人當然必須對這種可能性做好準備。

不過，與其消極地接受期望下調的事實，投資機構可以積極地著手進行相關措施，來提高掌握核心固定收益(core fixed income)風險及報酬特點的機會。其中一個步驟就是先瞭解到：眾多核心固定收益策略所憑藉的參考指標也有許多缺點 - 我們的論點是：這些參考指標非常容易反映寬鬆貨幣政策下可能帶來的扭曲效應(distortive effects)。非常矛盾地，要維持與類核心績效(core-like performance)的最好方法，就是脫離那些被廣泛使用的參考指標，而採用絕對報酬的方式，來取代(或補助)這些受參考指標限制的投資策略。

重點摘要

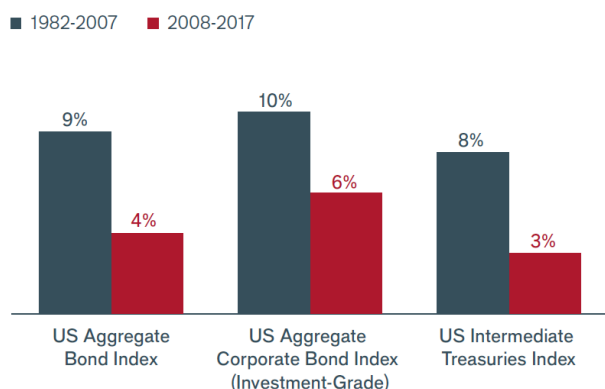
- 美國聯準會所給出有關升息的指引(guidance)以及資產負債表縮表計畫，可能對債券價格造成下行壓力；而投資人可能很快地就需要思索先前在固定收益的佈局。
- 與其調低預期報酬，投資人可以採取主動：調整在利率、信用、以及各區域的佈局，以助其面對未來市場的挑戰。
- 鎖定一個尋求提供正報酬的債券投資組合，其所涵括證券在利率上升時，仍可產生收益，且提供足夠利率緩衝空間。

存續期是重點

驅動這幾十年來債券長期牛市的主要因素之一為：利率風險的持續下降。先前有美國聯準會主席保羅·沃爾克著名的“打破通膨循環(“broke the back of inflation)”；而後有他的繼任者艾倫·格林斯潘針對全球化經濟下的通縮效應，提出“大緩和時代(the great moderation)”。而在金融危機後持續緩和的經濟成長也稍微限制了通膨數據；再加上美國聯準會購買資產也幾乎保證了美債殖利率將在歷史低點徘徊。

圖 1 – 主要固定收益指數年化總報酬

各類核心固定收益殖利率低於長期、金融危機前平均。



資料來源：彭博。

構成聯準會絕佳政策的元素之一就是 2011 年的“扭曲操作(Operation Twist)”，其試圖降低長天期債券利率。而這不僅壓縮到較長天期的美債，也同時激勵企業發行較長天期有價證券。結果，彭博巴克萊美國總合債券指數(Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index (Agg))的存續期從 2008 年底的 3.7 年上升至 2018 年初的 6.1 年。隱含在債券期間溢酬(term premium)的是一些以存續期衡量的利率風險是可被接受的，只要投資人得到補償。不過就像圖 2 所示，聯準會大量購買資產也導致彭博巴克萊美國總合債券指數的最差收益率

(yield-to-worst)在 2012 年降低至 1.6%，即使目前數據回升至 3.6%，但仍遠低於 1997-2007 年的平均值 5.6%。

圖 2 - 核心債券風險與報酬不相稱

彭博巴克萊美國總合債券指數中顯示的“核心債券殖利率”從存續期衡量利率風險，無法反映上揚的利率風險。



資料來源：彭博巴克萊，截至 2018 年 10 月 15 日。

金融危機後，投資人為了仍能達成報酬目標，部分投資人增加了對高收益企業債與新興市場債的配置比例。最近，有些投資人更試著操作更深奧的投資(包括對各類資產賣出波動性)，而這樣的策略壓低了各類資產的波動性；也正因如此，投資人很可能有些自滿，也就不再對向來風險較高的高收益信用商品、新興市場債、與股票感到害怕。

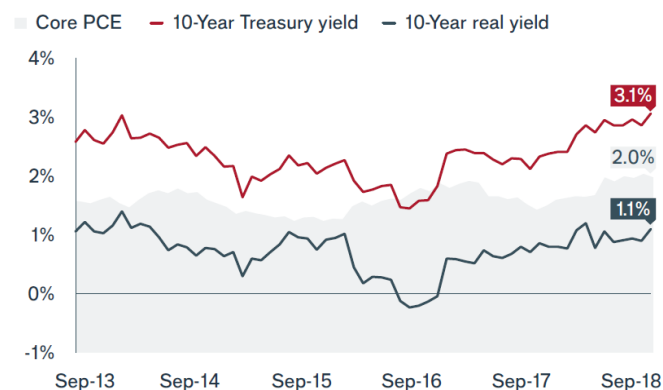
留意轉折點

債券投資人現在面臨了三個相互關聯的潛在威脅：1) 隨著政策正常化，聯準會身為固定收益證券邊際投資人的角色也逐漸減輕；2) 財政刺激與與勞動市場趨緊，增加了通膨壓力；3) 較高的利率也吸引了投資人回歸傳統型的收益(carry)來源，導致他們賣出波動性(sell volatility)的資產所具有的歷史風險樣貌反轉。這些因素分別都提高虧損的可能性，而

當這些因素合併在一起時，就放大了投資人所面對的風險。

圖 3 – 美國 10 年期政府債名目利率與實質利率

雖然已從 2016 年負利率的領域回升，但 10 年期債的實質利率仍維持在接近 1% 範圍。



資料來源：彭博巴克萊，截至 2018 年 9 月 30 日。

專注於依據傳統核心參考指標策略的債券投資人，很可能面臨了資本虧損的風險；而罪魁禍首就是彭博巴克萊美國總合債券指數延長的存續期，而所導致的高利率風險目前看來尚未反饋於投資人的報酬率；這現象也因為今年以來美國殖利率曲線急轉平緩而被突顯出來。當 2 年期政府債殖利率約達 10 年債殖利率的 90% 時，維持與核心參考指標相似的存續期將僅能獲得微幅報酬。也就是說，利率需要上升 148 個基點才有可能抵銷彭博巴克萊美國政府債券 1-3 年指數 (Bloomberg Barclays US Treasury 1-3 Year Index) 的漲幅；而若要抵銷中期美國政府債券指數先前漲幅，利率也需要上漲 77 個基點才會達成。如要將彭博巴克萊美國總合債券指數報酬降至零，利率可能需要漲 59 個基點。

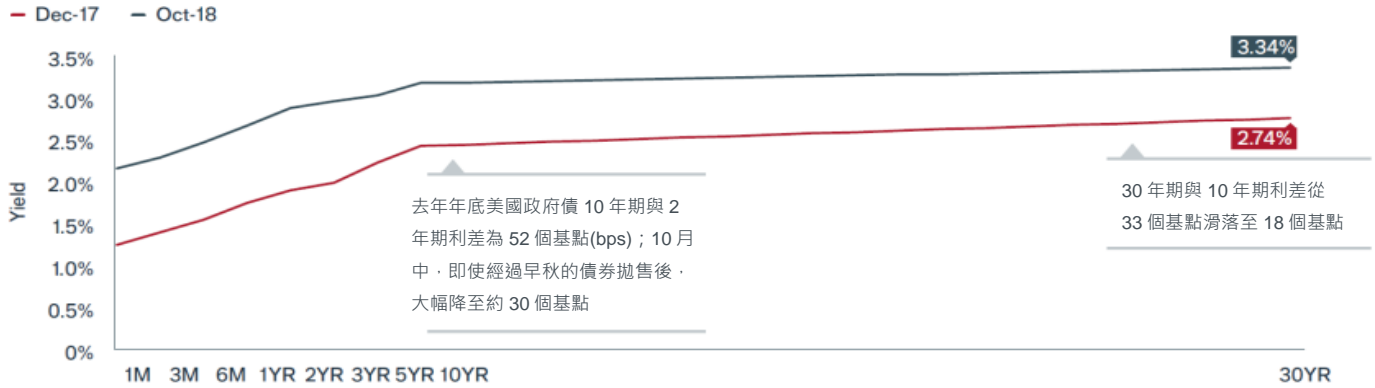
加以控制

面對寬鬆後的世界該怎麼處理等議題，也不再是紙上談兵了。聯準會在本次緊縮週期期間已提高了八次聯邦基金利率，並且預定 2019 年底前至少再升息三次。期貨市場儘管出現較偏鴿派的預期，目前也已反映出至少還有兩次升息的價格情境。在這樣的環境下，為了提高固定收益資本保護的機率(這也是配置固定收益的主要宗旨)，投資人應考慮將存續期風險降至最低。其中一種方式是降低對“存續期負載”類型參考指標 (duration-laden benchmarks) 的依賴程度，並且在固定收益結構下，加入絕對報酬策略。

在眾多策略中，絕對報酬策略大多都有個特性：就是專注於產生正報酬 – 而這樣的策略多與現金作比較 – 不是與特定指數相比。在固定收益領域中，這表示加入一些既有指數(總合債券指數)中所沒包括的證券所打造出來的投資策略。以目前的市場環境來說，絕對報酬固定收益策略的優勢即：將如利率風險這種受貨幣政策與經濟狀況所決定等“不可控風險”降至最低，並將“可控因素”最大化。

對“受限參考指標的策略”來說，它的存續期可能可以容忍相對指數存續期加/減約一年的彈性區間，不過這樣的彈性區間可能僅在平均存續期約四年的世界裡是足夠的若是在平均為六年的情況下，這樣的彈性區間想要降低利率風險將會是不足的。舉例而言，由於目前在許多固定收益區塊中，都見到存續期與殖利率不相襯的情況，對於特別關注“資本保護”的投資人來說，可能會想要提高在短天期商品上的佈局比重。而以目前債券市場所展現的特性來說，透過偏向短天期的佈局，投資人可以獲得與長天期相似的報酬，又不會冒高存續期的風險。

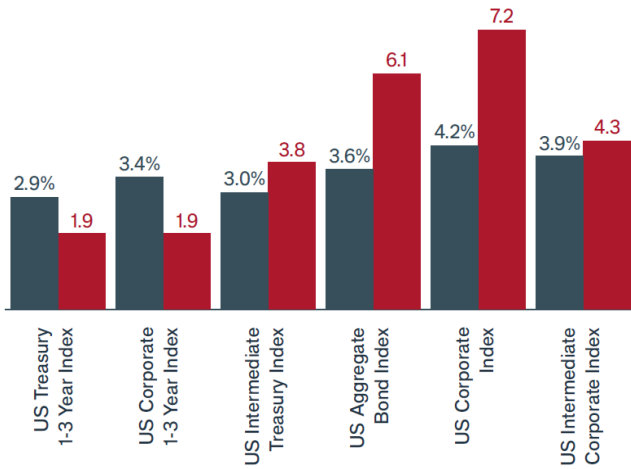
圖 4 – 2018 年美國政府債券殖利率趨平坦



資料來源：彭博，截至 2018 年 10 月 15 日。

圖 5 – 核心固定收益債市的最差收益率(yield-to-worst)和存續期

目前“存續期負載”債券在承受額外風險下，提供了微小增長的報酬率



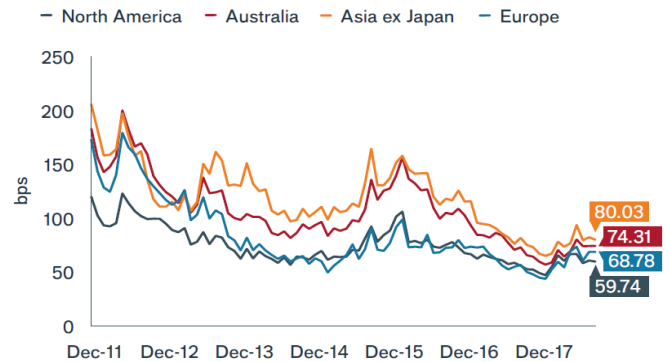
資料來源：彭博巴克萊，截至 2018 年 10 月 15 日。

邁向全球

投資人依據總合債券參考指標配置限制了他們僅能布局於美國的證券。隨著聯準會已處於政策正常化的前線位置，美國市場將是受到升息衝擊最大的地區；相反地，全球化策略為投資人提供了更多機會，找尋符

合他們風險/報酬需求的有價證券。每個國家在信用環境與貨幣政策週期都處於不同位置，其中仍繼續維持相對寬鬆的已開發經濟體，以及一些可以在有助於發展的環境下營運其業務的投資等級公司，均可能為投資人提供具吸引力的風險調整後報酬的潛能，而不需降低其資產於資本結構中的位置，也不用增加對新興市場的曝險。

圖 6 – 各地區投資等級企業信用違約(CDS)利差
許多國際已開發市場信用利差可能比北美利差更寬



資料來源：彭博，Markit，截至 2018 年 9 月 30 日。

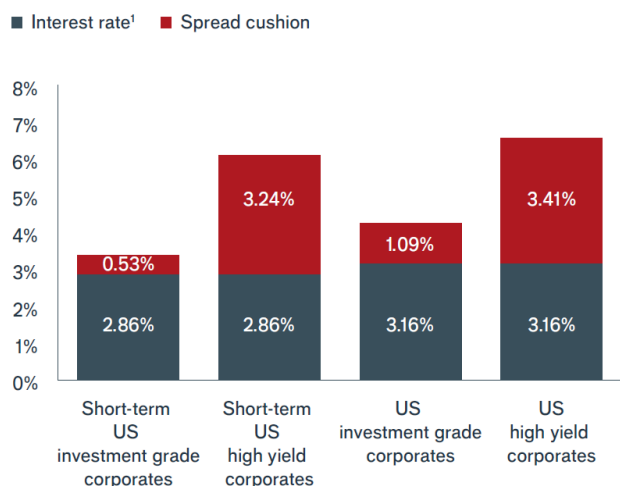
隨著全球經濟成長減緩，那些依賴亞太地區貿易的國家在可預見的未來，為了支撐本國經濟，可能將維持利率不變。而在該地區中，已開發國家主權債的殖利率高於歐洲與日本，其中有些國家不下於美國，其受利率上升而拉低報酬率的風險也較低。

信用市場的關鍵角色

而另一個投資人可以管理的變數，就是投資組合內的信用品質，目前因升息可能扮演了決定商品價格的重要角色，信用品質就顯得更為重要。目前信用利差相較於歷史水準仍相對較窄，債券價格可能缺乏足夠的利差緩衝空間以吸收明顯的利率上揚所帶來的風險。當然，小心謹慎選擇標的可以彌補相關風險；投資人可透過找出獲利能見度高、資產負債表強勁、以及受惠於產業趨勢順風等信用標的，來增加資本保護的機率，並同時獲取足夠水準的收益。投資等級信用市場中，找出利差水準適當反映其品質的信用標的，就非常重要，因為這些標的與美國政府債具高相關性。如同主權債，美國以外的投資等級企業債也為主動式投資管理者提供了充足的機會，可從中找尋優質的發債機構且當地的利率環境較佳。

圖 7 – 美國企業債的利率風險與利差緩衝空間

與歷史數據相比，目前利差仍維持緊縮；雖然高收益相對於品質較佳的發債機構來說，似乎較具吸引力，但與金融危機前相比，目前仍遠低於長期平均



資料來源：彭博巴克萊，截至 2018 年 10 月 15 日。

在升息環境(如美國)下，投資人可以找尋較不受高利率影響的證券。再次地，如果投資人可偏離參考指標狹隘的框架 – 因為特定指數的成分股與各分項的權重都被設定，這樣的投資方式其成效將更為顯著。各產業目前位於信用週期階段的位置，也都有所不同，有些公司管理階層認為資產負債表的韌性是最重要的，而有些公司可能認為回饋給股東才是最重要的(常常是透過提高財務槓桿)，透過擴展參考指標限制的框架 – 包括擴展發債機構信用品質和證券存續期 – 投資人得以建構一個更能達成其目標的投資組合，也能同時將目前市場環境的風險納入考量。

替代方案有限

與投資等級債相比，高收益企業債的利差看起來相對具吸引力，但其利差水準仍處於歷史低點。由於目前信用週期已經見到趨向成熟的信號，在投資上我們得須更謹慎。高收益企業債所面臨的下修風險為接續在股票後下跌，這樣的可能性漸趨明顯，而這樣的相關性也因為高收益債位於信用週期末期而更為擴大。也因此，想要增加品質較低的發債機構的投資比重，以求在低殖利率的核心債券市場中獲得補償的投資人，可能需要重新思考這樣的投資計畫。

此外，對部分投資人於後金融危機時代而言，私有公司債也是個不錯的投資方向。不過，雖然報酬率具吸引力，它們的低流動性以及難以訂價的特性，也可能造成風險 – 因此讓許多投資人有些擔憂。隨著預期波動重回較高風險的資產，投資人可能希望投資組合中的債券部位能擔任“坐鎮”的角色。

展望未來

目前來看，對全球經濟看法已從先前“一致化”轉變成“不確定”；而美國先前財政刺激所帶來的助益也被升高的貿易障礙所抵銷。雖然美國聯準會似乎對往後的升息與縮表執行相當認真；但另一方面，歐洲央行行長德拉吉(Mario Draghi)卻釋出較偏鴿派的訊息，表示歐元區下一次升息至少要等到2019年夏天以後；而尚未決定的英國脫歐架構也為英國經濟蒙上一層陰影。

如果說成長性突然跳升、通膨數據回漲等因素可能導致利率上揚，那麼絕對報酬策略的結構特性可以避免最高的存續期風險，並提供投資人較大的“資本保護”與“獲得適中報酬”的機會。若是全球經濟成長放緩或地緣政治風險攀升，一個多元佈局於全球的絕對報酬策略，應該可被視為一個適當的補充策略 - 為存續期較長的核心策略增加在天期、地區、與產業上的多元性。

隨著央行貨幣政策正常化，我們見到許多信號都顯示了多數區域利率可能上升。雖然升息不一定會造成資本虧損，但升息確實對固定收益策略帶來逆風；而整體債券市場報酬的決定性因素可能是收益(carry)。也因此，能不能建構出一個融合證券的債券型投資組合，以求在升息環境中持續產生收益並提供投資人足夠的利率緩衝空間將是尋求正報酬投資策略的關鍵要素。將絕對報酬的思考方式加入較廣的固定收益投資架構中，同時降低存續期風險並將此過程效益放至最大化，在絕大多數的投資世界中已經越來越普遍了！

重要資訊

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亨德森證券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。基金報酬或有所變化，投資的本金亦隨市場漲跌和外幣匯率而波動。投資人贖回股份時股份的價值可能多於或少於原來的價值。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。

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。本基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人，且投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。

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。本基金經金管會核准或申報生效，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。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com/> 及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。

如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。© 2018 · Janus Henderson Group plc。駿利亨德森及 Knowledge. Shared. 為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。JHITL1218(6)0619.TW.retail