

駿利亨德森歐洲高收益債券觀點： 收益，令人著迷

2019年3月

歐洲高收益債券市場可能是在現下收益匱乏的世界中，最後的收益堡壘之一。駿利亨德森企業信用投資組合經理人 Tom Ross 觀察歐洲高收益債券市場的特質，並分享其看法。

著名的小說家和劇作家 Oscar Wilde 曾說：“擁有永久性收益比有趣迷人更重要”。作為債券投資人，常被股票投資人不公平地冠上‘無聊’和‘保守’等標籤；雖然我們對這些話的後半部有點不滿，但仍將全心地支持並希望達成‘穩定收益’的這個前提。

對於歐洲投資人來說，想要有‘具吸引力的收益率’已變得越來越難。認為歐洲央行將跟隨美國聯準會升息腳步而升息的預期已經不復存在；而在某種程度上，聯準會轉向鴿派不再進一步緊縮，減輕了其他央行升息的壓力。另一方面，多數央行也對整體經濟成長放緩做出了反應，因為擔心抑制經濟成長而不確定是否應該進一步緊縮貨幣政策。

目前，預期歐元區的主要貨幣政策利率仍將保持為零，也就是維持自 2016 年 3 月以來的水準。事實上，歐洲央行在 2019 年 3 月的政策會議上表示到今年年底前，利率將保持在目前水準；因此，在沒有通膨上升或經濟成長陡升的情況下，政府債券殖利率可能會維持低位。對於尋求收益的投資者來說，在最為安全的信用商品中的選擇實在不多：短期 (3 個月) 德國國債的殖利率在今年三月初為負值，甚至 10 年期德國國債殖利率也低於 0.1%¹；反觀歐元區通膨於截至 2019 年 2 月的過去一年達到 1.5%，顯示政府債券投資者實質上以接受降低的實際花費能力換取德國政府的擔保。

德國國債殖利率未能跟上通膨步伐



資料來源：湯森路透資料庫，2014 年 2 月 28 日至 2019 年 2 月 28 日，歐元區 CPI，Datastream 指數 10 年期德國政府債券贖回收益率。

隨著評級向上至投資等級企業債券 - AAA + 到 BBB-信用評級公司所發行的債務 – 可能提供更高的收益。ICE BofAML 歐元企業指數的收益率為 1.0%²，但評等低於投資級債券的高收益債 – 收益率變得比較迷人，ICE BofAML 歐洲貨幣高收益率指數收益率來到 4.1%²。

上述收益率為承擔風險後之溢價(premium) – 其實質風險來自公司可能違約，無法支付票息（定期利息支出）、或無法償還投資者與票面等值金額等因素。根據穆迪(Moody's)的信用評級機構數據，歐洲的高收益率違約率維持低位 - 截至 2019 年 2 月統計過去 12 個月違約率約為 0.9%。即使預期違約率可能攀升，但因為市場再融資資源仍相當充足，且公司所需償還利率仍維持低位，因此預期未來 12 個月的違約率應仍低於過往 15 年歷史平均 2.7%。

我們認為，只要經濟展望沒有惡化太多，借貸公司就應該能夠找到投資人願意投資。而有鑑於高收益借款人所承受的特殊個別公司風險，這時候企業的基本面就值得仔細研究了。高收益債涵蓋了各種信評等級的債務發行公司，其中評級較低的 B-與評級較高 BB+之間就存在很大差異。以信用評級機構標準普爾 (Standard & Poor's) 為例，其自 1981 年至 2017 年期間所統計歐洲高收益債券數據顯示：B-評級 5 年期累積違約率約為 23.99%，而 BB+評級債券僅為 0.56%；顯示出在獲取高收益和承擔高違約風險之間存在著明顯的抵換關係。

比信用評級更重要的或許是公司未來走向。例如：一家 BB-評等但基本面已見改善趨勢的公司，可能比一家 BB+評等但展望欠佳的公司來得更具吸引力，特別是在破壞式創新很可能迅速破壞公司整體商業模式及其現金流的時代更是如此。根據我們觀察，最近所出現的違約事件正是受到世界不斷變化而出現的一些症狀：例如，一家義大利建築公司即為義大利疲軟經濟的受害者，其償債成本過於繁重，再加上土耳其的政治動盪也妨礙了該公司在出售資產而籌集現金上所做的努力；另外，像英國一家地區性報紙出版社，該公司因為看到了線上媒體消費趨勢，而轉向數位廣告領域，但這轉變使公司營收陷入困境。

另一種則是會受益於環境改善或自助措施的公司。由於投資人對這些公司履行收益支付的信心較高，因此這些公司的債券價格也就比較可能上漲或保持穩定。例如：一家英國超市集團致力於減少公司淨負債，並與折扣超市競爭，已經有一家信評機構(惠譽)將它評為一個投資級評等，如果其他兩家信評機構任一家跟進，這家超市集團就有可能獲得全部投資等級評等。而在 2018 年完全轉變為投資級的公司包括一家芬蘭紙漿和紙張集團、以及一家總部位於盧森堡的全球鋼鐵公司。

一般認為，總體經濟背景條件決定了公司何時會從‘投資等級’降級為‘高收益’（又稱 fallen angels，墮落天使）以及何時又從高收益升級為投資等級（又稱 rising stars，明日新星）；但實際上的情況則更微妙一些，因為經濟惡化和公司陷入困境之間往往存在著‘時間差’ - 例如：2008-09 年間幾乎沒有見到墮落天使；但在 2015-16 年間，受到油價急跌影響導致廣泛的產業降級時，我們卻見到了很多墮落天使的案例。而這也是高收益令人著迷的地方。

¹Source：湯森路透資料庫，2019 年 3 月 7 日，Datastream 指數 10 年期德國政府債券贖回殖利率。殖利率可能會有所不同且不能保證。

²資料來源：彭博，資料截止日期為 2019 年 3 月 7 日。殖利率可能會有所不同且不能保證。

重要資訊

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。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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，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。駿利亨德森為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

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。

JHITL0419(3)1219.TW.retail