

駿利亨德森高收益觀點： 轉向：高收益的去槓桿之旅

駿利亨德森全球企業信用債團隊經理人Tom Ross為投資人剖析信用市場基本面的發展能否支持高收益債市的走勢。

關鍵要點

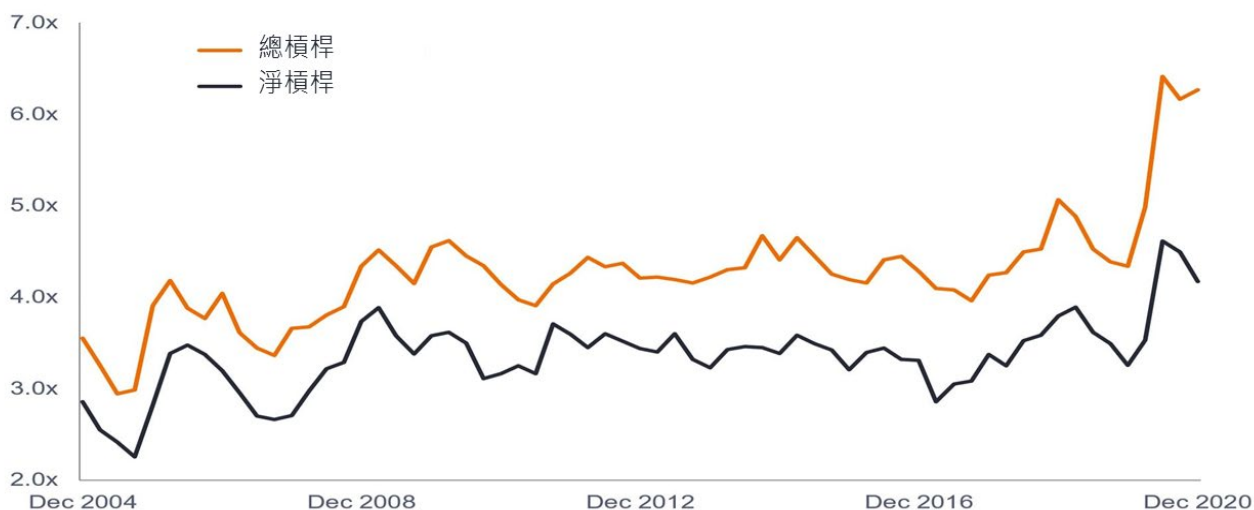
- 高收益債券價格去年強勁反彈，原因之一是預期企業前景可望改善。
- 數據公布時程意味信用市場指標將落後實際復甦，但基本面好轉之證據已不斷增加。
- 慎選標的至關緊要，企業的復原能力可從三大類觀察。

新冠疫情爆發之初資產價格重挫，這距今已逾一年，期間由於央行注資、政府推出振興方案，經濟因此得以避免全線崩潰，進而帶動資產市場迅速復原。其中高收益債券備受鼓舞，全球高收益債券利差（指相較於相同到期年限的公債，公司債額外所提供之收益）於2021年5月中便回落至接近疫情前水準¹。然而，封鎖期間企業為度過營收減少的難關而額外背負之債務應如何處理？市場是否認為負債多寡無所謂？

負債或已觸頂

如下圖所示，歐洲企業負債（槓桿）飛快增加，其中總槓桿比率代表總負債除以息稅折舊攤銷前盈餘（EBITDA）得出之倍數，淨槓桿比率則是同樣指標，差別僅在於分子為「淨負債」，即總負債扣除企業資產負債表中持有之現金或約當現金；槓桿倍數愈高，代表債務負擔愈重，反之則愈輕，而下圖乍看或許慘不忍睹，但其實透露許多訊息。

歐洲高收益槓桿比率



資料來源：摩根史坦利研究、彭博，公司資料，季統計，自 2003 年至 2020 年 12 月。

首先，總槓桿與淨槓桿之間存在巨大落差，意味高收益評等的發債企業囤積預防性的現金，摩根大通數據便顯示，2020 年底歐洲高收益發債機構現金餘額刷新紀錄、約達 1900 億歐元²，原因可能是企業為應付反覆封城，以及一些企業乘著低利率籌集資金。如今疫苗逐步施打、各國陸續解封，應可期待企業清償部分債務或善用現金。

再者，去年第三、四季歐洲與世界各國仍在實施社交距離規範、經濟尚未於滿載產能下運轉，且企業雖能重整供應鏈、提高經營效率，摩根史坦利報告卻顯示高收益債發行企業去年第四季盈餘季減 2%³，所幸藉由削減資本支出與股利，企業得以保留現金，淨槓桿倍數因此下降。

第三，總體槓桿數據出爐通常落後三至六個月，這是因為必須等待企業正式公告盈餘、資產負債表後才能計算，因此圖中最後一項數據便顯示企業幾個月前--而非當下--之概況，惟依企業高層訪談與傳來的數據顯示，景氣條件已見改善，其中 2021 年第一季雖繼續實施各項禁令，但疫苗開始接種令經濟得以逐漸重啟，施打較快國家之高頻率發佈的數據（如：零售銷售、大眾運輸使用量）便說明民眾信心迅速回復，經濟活動亦更加熱絡，以英國為例，學校復課、線上銷售業績增加、營建案回升之下，三月份的國內生產毛額數據強勁反彈⁴。

公司債務三大型態

除此之外，探討總體負債水準時，應理解其中差別，不同產業之公司負債型態迥異：第一，部分企業其實完全不受疫情影響、甚至從中受惠，如：內容串流、物流業者，因此盈餘亮眼，若有增加負債，多半用於促進成長而非支應營收下滑。第二，隨著製造復甦、消費者開始擴大購買商品，汽車、資源、化學製品、消費產品等隸屬景氣循環型產業之公司便得以反彈。第三，服務業（例：國際旅遊相關者）仍受限於社交距離禁令，槓桿倍數何時能下降之能見度較低。

綜合以上，相較目前槓桿比率，六至十八個月後之數值其實更值得留意，當然，前提是企業財務體質足夠強健或能取得資金、通過時局考驗。所幸全球高收益違約率遠低於前次重大危機時之高峰⁵，足以證明多數企業經營無虞。

的確，企業信用債的評價仍面臨威脅，如：從變種病毒突破疫苗防禦導致經濟再度陷入動盪，到通膨隱憂的浮現，不過 2020 年第三季的經驗顯示，當經濟得以重啟時企業盈餘可迅速回升，換言之，過去營收減少、槓桿提高雖驟然發生，但復甦亦可能瞬間來臨。

¹ 資料來源：彭博, ICE 美銀全球高收益債券指數，政府債選擇權調整後利差，截至 2021 年 5 月 17 日。

² 資料來源：摩根大通，報告尚未出爐之發債企業已經調整，2021 年 4 月 13 日。

³ 資料來源：摩根史坦利，取中位數，截至 2021 年 5 月 7 日。

⁴ 資料來源：ONS，英國經濟成長月預估，截至 2021 年 5 月 12 日。

⁵ 資料來源：Moody's，本波疫情以來，全球高收益債過往 12 個月違約率的高峰為 2020 年 12 月的 6.8%，相較於全球金融危機發生後的高峰發生於 2009 年-違約率為 13.4%，2021 年 5 月 10 日。

重要資訊

觀點截至發布之日。文件僅供資料參考，不應被使用或解釋為投資，法律或稅務建議，或要約出售、要約買賣，或建議買賣或持有任何證券、投資策略、市場行業的建議。任何內容均不得視為直接或間接對任何客戶提供投資管理服務。觀點和範例僅就廣泛主題加以闡述，並非表示交易意圖，且隨時有變動及並不反映公司其他人的觀點。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，無法確保所提供的資訊是完整或及時且亦不保證使用它所獲得的結果。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資，且合理地相信並依賴於第三方的資訊和數據來源。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。

並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。資料或資訊可能受法律限制，未經書面許可不得複製或引用，也不得在任何司法管轄區或情況下違法使用。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。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基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。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。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。

投資基金一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，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。

JHITL0621(2)1221.TW.retail