

# 高收益債券入門

02/2013

## 甚麼促使債券支付較高的孳息？

高收益債券是由信譽較低的發行商所發行的債務證券，亦稱為非投資級別債券。

獲這個級別的評級，意味著發行商違約的機會較高，即有關公司未能如期支付債券應付的票息／利息（孳息），或於到期日償還本金。

因此，非投資級別債券發行商必須支付較高的孳息，以補償債券持有人所承擔的風險。

## 高收益債券如何評級？

發行商的信譽由專業的評級機構給予評級，例如標準普爾和穆迪。其評級旨在仔細反映信貸風險水平，即發行商可能拖欠付款的風險。

	標準普爾的評級	穆迪的評級
投資級別	AAA	Aaa
	AA	Aa
	A	A
	BBB	Baa
非投資級別 (或高收益)	BB	Ba
	B	B
	CCC	Caa
	CC	Ca
	C	C
	D	/

## 誰是高收益債券的主要投資者？哪些債券是高收益債券的投資範疇？

高收益債券的投資者主要是資產管理機構，他們致力獲取高於投資級別企業債券、政府債券和現金市場投資的回報率。其他高收益債券的投資者包括對沖基金、個人投資者，以及匯集債務證券工具的安排行。

## 誰發行高收益債券？

發行商包括：

- 「明日之星」－ 逐漸崛起或新創立的公司，他們尚未擁有獲取投資級別評級應達到的營運往績、規模或資本實力。
- 「降級天使」－ 曾獲投資級別的公司，但因現時面對困境，導致其信貸評級由投資級別被調降至較低的評級。
- 高負債的公司（其規模和收益可能屬藍籌公司）－ 高於平均水平的負債可能引起評級機構的關注。
- 資本密集的公司－ 若這些公司未能透過盈利或銀行貸款為其所有資本需要融資，便會於高收益市場集資。
- 外國政府及海外企業－ 依靠高收益債券吸納資金。

## 甚麼是信貸息差？

信貸息差是指兩項不同信貸評級債券的孳息之間的差距，反映投資者可從較高風險的債券獲取的額外孳息。

## 甚麼是違約率？違約率如何影響高收益債券的估值？

違約率是指在特定評級、行業或償債優先水平的樣本調查下，違約公司的百分比。這並非實質的資本虧損比率，因為必須附以回收債項的比率，即受違約影響，但最終由債權人回收的資本比例。

違約率加上回收債項的比率，用以釐定企業債券投資組合的預計或實質虧損；而息差扣除上述比率，讓投資者得出淨息差，即與政府債券比較所得的實質額外報酬。

## 投資者應注意甚麼相關風險？

- 信貸風險 - 公司的財務狀況實際或預期將出現惡化，因而造成潛在損失。信貸風險可分為以下兩類：違約和降級的風險。
  - － 違約風險是指公司未能根據法律協議中或按計劃規定支付利息或償還本金予債務持有人，因而出現違約。
  - － 降級風險是指評級機構調低公司的債券評級。降級通常伴隨著債券價格下跌。

- 利率風險 - 利率變動影響高收益證券的價格，但年期較長的債券對利率變動更為敏感。高收益債券相對於高質素債券的到期日較短，為 3-10 年。
- 流動性風險 - 高收益債券對比投資級別債券的流動性較低，視乎當時發行人及市場的情況。
- 經濟風險 - 高收益債券對比投資級別債券，在經濟衰退期間，其價格跌幅相對較高。
- 公司和行業的「事件」風險 - 此風險包括各項可以影響公司償還債務能力的問題。

### 甚麼因素帶動／削弱高收益債券的表現？

普遍來說，高收益債券所提供的孳息顯著高於政府債券和大部份投資級別企業債券。這類債券的平均孳息取決於經濟環境，當經濟下行時，孳息一般會揚升，而此時違約率亦會上升（相對投資級別企業，利淡的市況可能對高收益企業構成較負面的影響）。例如，根據美國證券業與金融市場協會的數據，在 1980 年代和 1990 年代的大部份時間，與年期相若的美國國庫券比較，美國高收益債券一般提供高出 300 至 400 個基點的孳息。但在 2007 年至 2008 年的信貸危機後，高收益債券與政府債券之間的息差更顯著。

經濟轉佳或發債公司的表現改善，可能會對高收益債券的價格帶來重大影響。對總回報投資策略來說，資本升值是一項重要的元素。有助推高債券價格的事件包括：調升評級、盈利報告改善、併購活動、管理層變動、利好的產品發展或與市場相關的事件。當然，若發行商的財政狀況惡化，評級機構或會調降其債券評級，債券價值可能因而下跌。

### 為何投資者應考慮在其投資組合加入高收益債券？

相對美國國庫券，高收益債券具顯著的孳息優勢。現時，美國國庫券的孳息處於甚低水平，使其實質回報可能實際上未能追上通脹。

此外，與傳統的資產類別比較，高收益債券擁有利好的風險與回報結構，提供可媲美股票的回報，而其波幅則顯著偏低。高收益債券的波幅普遍較低，原因是這類債券提供穩定的收益來源，可作為市況疲弱期間的緩衝。

平均而言，在利率上升的週期，高收益債券的表現領先美國國庫券。高收益債券在加息週期的表現猶如股票，可能由於這類債券與股票相若，其回報與發債企業的業務成功和基本因素息息相關。這意味著當利率上升，高收益債券的表現傾向領先投資級別債券，因為當營商環境強勁，利率一般會上升。

### 投資者如何查閱有關高收益債券的資料？

彭博資訊是高收益債券的資料來源。此外，美銀美林、摩根大通和巴克萊等投資銀行亦提供有關資料。

## 高收益債券市場的規模有多大？

根據業內交易組織美國證券業與金融市場協會的估計，在過去 10 年至 15 年迅速增長後，現時高收益債券佔整體企業（投資級別）債券市場約 15%，而企業債券市場本身的規模約為 7.8 萬億美元，僅次是美國國庫券市場（未償還金額為 10 萬億美元），但規模較市政債券市場龐大（未償還金額為 3.7 萬億美元）。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 截至 2012 年 9 月。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。

投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。投資者在投資之前應細閱銷售文件，瞭解基金詳情包括風險因素。

本文件並未經香港證監會及新加坡金融管理局審核。本文件只供參考之用，如於中國大陸使用，旨在為境內商業銀行根據適用合格境內機構投資者計劃的法規規則而發行的代客境外理財產品，提供輔助資訊。

發行人為德盛安聯資產管理香港有限公司（新加坡辦事處：Allianz Global Investors Singapore Limited（公司註冊號碼：199907169Z））。

德盛安聯資產管理香港有限公司（香港中環花園道 3 號中國工商銀行大廈 27 樓）是基金香港代表並受證監會（香港中環干諾道中八號遮打大廈八樓）監管。