

高收益債券發展成為一個重要的資產類別

摘要

在優質債券收益率接近歷史低位之際，投資者已轉投高收益債券，以求增加投資組合的回報。雖然這個情況令人關注高收益市場可能過熱，但安聯投資認為投資者或可將高收益債券視作長線的策略性配置工具，而非短期的戰術性配置。事實上，高收益債券已成為一個正規的資產類別，不僅規模龐大，而且發展成熟，風險亦較過往為低，能提供久經考驗的投資優勢，因此是多元化投資組合不可或缺的一環。此外，現時的环境仍利好高收益債券的整體表現，而積極管理的基金經理可透過嚴謹的信貸研究程序，協助投資者提升這個重要資產類別的潛在風險與回報。

目錄

第2頁

甚麼是高收益債券？

第3頁

高收益債券之今昔

第4-5頁

高收益債券的投資優勢

第6-7頁

如何把高收益債券納入資產配置策略

面對低收益的環境，高收益債券能帶來強勁的潛在收益；在可預見的未來，短期利率將維持在低水平。

參考以下數據：

- 現時高收益債券的收益率為7%，相比國庫券，息差超過600點子，令高收益債券顯得具吸引力。
- 高收益債券或會成為少數能締造**高幅度單位數字回報**的投資工具。

我們認為，即使一個資產類別具備吸引的特點，而且表現優秀，亦不代表其估值偏高。正如我們在本報告中指出，高收益公司的盈利質素一般不俗，在過往的違約率較低；部份投資者或會認為，值得為這些特質付出溢價。

對比其他資產類別，高收益債券的收益率能吸引現時的投資者。

那麼，高收益債券在多元化投資組合擔當甚麼角色？為解答這個問題，我們首先概述高收益債券的特性和歷史，然後回顧其發展進程。

甚麼是高收益債券？

高收益債券和投資級別債券是兩種不同的債券，統稱為企業債券。這類債券由公營機構和私人公司發行，藉此在信貸市場籌集資金。

- 投資級別債券由償債能力最高的公司發行，評級由「AAA」至「BBB-」（或相等的評級），而利率略高於政府債券。
- 高收益債券由償債能力稍遜的公司發行，其償債能力則由數家主要評級機構獲廣泛認可的評估釐定。高收益債券的評級低於「BBB-」（或相等的評級），利率遠高於政府債券，以吸引潛在投資者。

企業債券發行商的償債能力由標準普爾、穆迪和惠譽等評級機構釐定（見圖1），透過評級準確反映信貸風險水平（發行商拖欠付款的風險）。評級機構每年最少檢討評級一次，並作出維持不變、升級或降級的決定，亦會把發行商列入「正面」或「負面」的「信貸監察」，直至完成進一步的研究。

高收益債券的「息差」是高收益債券與政府債券之間的收益率差距，主要取決於發行商的償債能力。經驗豐富的高收益債券投資者會物色償債能力可望改善的債券，即所謂「有望升級的發行商」。發行商的償債能力改善能降低息差，因而推低整體利率，帶動債券價格上升。

相反，投資者必須避免買入償債能力即將惡化的債券：償債能力下降會導致息差擴闊，結果導致整體利率上升，債券價格便自動回落。

「有望升級的發行商」是指償債能力可望改善的高收益債券發行商，通常能帶動債券價值上升。

圖1：企業債券一覽

以下是主要評級機構的評級概覽，顯示企業債券市場的不同償債能力水平。

	穆迪		標準普爾		惠譽	
	長期	短期	長期	短期	長期	短期
投資級別	Aaa	Prime-1	AAA	A-1	AAA	F1+
	Aa1	Prime-1	AA+		AA+	F1+
	Aa2	Prime-1	AA		AA	F1+
	Aa3	Prime-1	AA-		AA-	F1+
	A1	Prime-1	A+	A-1	A+	F1+ 或 F1
	A2	Prime-1 或 Prime-2	A		A	F1
	A3	Prime-1 或 Prime-2	A-	A-2	A-	F1 或 F2
	Baa1	Prime-2	BBB+		BBB+	F2
	Baa2	Prime-2 或 Prime-3	BBB		BBB	F2 或 F3
投資級別 / 高收益債券	Baa3	Prime-3	BBB-	A-3	BBB-	F3
	Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B
	Ba2		BB		BB	B
	Ba3		BB-		BB-	B
	B1		B+		B+	B
	B2		B		B	B
	B3		B-		B-	B
	Caa1		CCC+	C	CCC	C
	Caa2		CCC		CC	C
	Caa3		CCC-		C	C
	Ca		CC		RD/D	RD/D
	C		C			

資料來源：標準普爾、穆迪及惠譽。長期評級是對原有限期為一年或以上定息債務的相對信貸風險的評級。短期評級則是對發行商償還短期財政債務（即未來13個月內）能力的評級，可反映流動資金的固有重要性，以及在較長期信貸特性評估所顯示的短期問題。

自1980年代起，高收益債券經歷重大的轉變。

高收益債券之今昔

雖然高收益債券是不少投資組合的基本元素，但亦有投資者對之並未充份利用，甚至忽略對待，這可能由於投資者對本資產類別存在常見的誤解。事實上，高收益債券在最近數十年經歷了顯著的轉變。

昔日：市場尚未成熟，市況短暫暢旺

在1977年以前，近乎所有高收益債券（稱為「垃圾債券」）均是「降級天使」，即是由原先擁有投資級別公司所發行的債券，但這些公司其後遭降級，以反映違約機會增加。

然而，市場在1977年引進一種新發行的高收益債券，帶動整個資產類別轉趨暢旺。這個新市場主要由投資銀行Drexel Burnham Lambert及其星級交易員Michael Milken創造；他為不少被視為「劣質」投資、難以向銀行融資的公司提供獲取信貸的途徑。

不過，Drexel在1980年代備受法律訴訟和醜聞纏身，嚴重打擊高收益債券的聲譽。此外，在利率趨升、違

約率增加和監管環境轉變下，高收益債券市場亦隨之萎縮。

今天：在新環境下發展成熟的市場

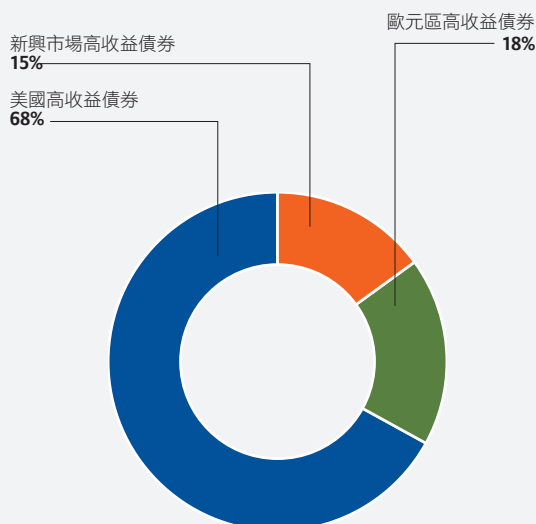
回顧過去數十年，高收益債券市場的環境經歷重大的變化。

- 在1990年，美國高收益債券的總發行額僅為1,500億美元，及至2015年則超過1.5萬億美元。
- 綜觀全球高收益企業債券市場，以美國所佔的份額最高（見圖2）。
- 當地高收益債券發行商涵蓋多元化的領域（見圖3）。過往的高收益債券市場集中於個別行業，現時並無任何單一行業能夠主導。
- 與過往比較，現時的公司甚少以發債所得的資金進行收購或新投資；它們改以發債作再融資途徑，藉此減少借貸成本，從而降低違約風險。

現時，當地高收益債券已成為一個發展成熟的多元化資產類別，表現穩健。

圖2：美國高收益債券市場的規模最大

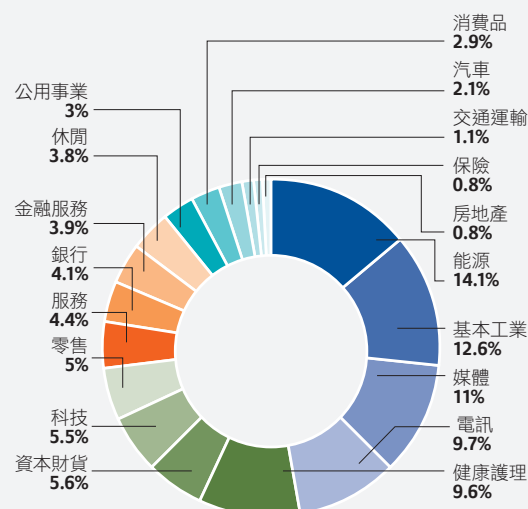
全球高收益債券市場總值19,700億美元，美國佔其中的13,350億美元，為投資者帶來最廣泛的機會。



資料來源：美銀美林，截至2016年6月30日。美國高收益債券以美銀美林美元高收益大師II號指數為代表，歐元區高收益債券以美銀美林歐元高收益指數為代表，而新興市場高收益債券以美銀美林環球新興市場信貸指數為代表。過往表現並非未來業績的保證。

圖3：多元化的高收益債券市場

美國高收益債券市場涵蓋廣泛的行業，有助投資者作出多元化的債券配置。



資料來源：美銀美林、彭博資訊及安聯投資。資料截至2016年6月30日。以美銀美林美元高收益大師II號指數為代表，行業百分率代表市值。分散投資策略並非獲利或避免虧損的保證。

往績顯示，高收益債券的風險／回報結構優於傳統資產類別。

高收益債券的投資優勢

隨著高收益債券市場的發展，使之成為一個多元化投資組合包含的正規資產類別，亦奠定高收益債券作為重要策略配置的地位。我們認為高收益債券享有三個主要的投資優勢：收益潛力、分散風險和抵禦通脹及加息環境。

現時回報率高企，滿足投資者對收益的需求

在利率處於歷史低位之際，現時高收益債券對國庫券的息差約為621 點子¹，令高收益債券較國庫券享有顯著的收益率優勢。事實上，國庫券目前的收益率偏低，其實質回報可能未能跟上通脹。當然，國庫券是唯一獲得美國政府保證的投資工具，能夠及時

償付利息和本金，但投資者能在高收益債券市場物色吸引的收益良機。

高收益債券有助分散投資組合的風險

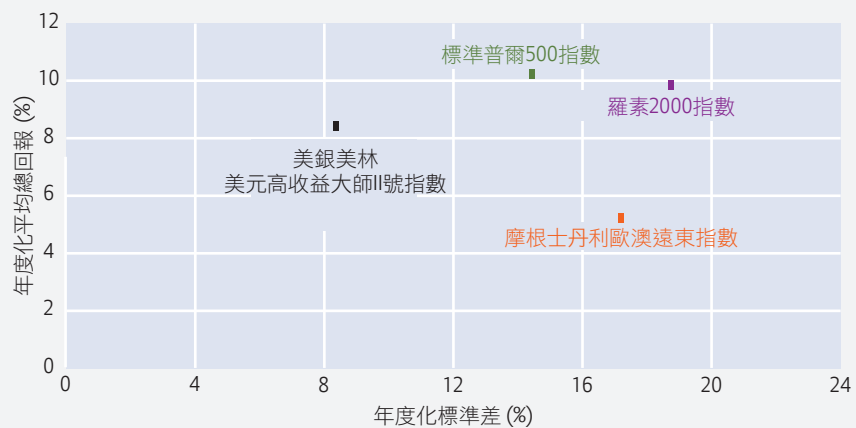
除能帶來可觀和穩定的潛在收益外，高收益債券亦能從其他方面惠及投資組合。

■ 從圖4可見，高收益債券的風險／回報結構優於較傳統的資產類別（包括大型美國股、小型美國股和國際股票），因此其回報能夠媲美股票，但波幅則顯著較低。由於高收益債券能提供穩定的收益，緩衝市況疲弱的影響，故其波幅一般較低。

對整體投資組合來說，高收益債券是一種有效的分散投資工具。

圖4: 高收益債券利好風險／回報結構

對比其他資產類別，高收益債券的風險／回報結構較佳，因而能帶來媲美股票的回報，而波幅則較低。



資料來源：美銀美林、FactSet及安聯投資。數據由1988年1月31日至2016年6月30日。過往表現並非未來業績的保證。各項指數的表現並不反映任何安聯投資旗下管理的產品的過往或未來表現。除非另有指明，指數回報包括把股息收入和資本收益再作投資（如有），但未計算收費、經紀佣金或其他投資開支。投資者無法直接投資於指數。

當利率上升時，高收益債券（對國庫券的相關係數為負數）能提供堅挺的價格表現。

高收益債券有助抵禦通脹及加息環境

若利率從現時的歷史低位回升（這個情況難免出現），把資產配置到高收益債券是理想的選擇。相對於其他類型的債券（尤其是國庫券），高收益債券的價格傾向穩定。不過，投資者必須注意，在利率趨升時，債券價格通常會下跌，而長存續期的債券會較受影響。

■ 高收益債券對利率敏感的十年期國庫券的相關係數為-0.04，能在加息的環境下帶來堅挺的價格表現。²

■ 相反，高收益債券對股票的相關性較高。截至2016年6月30日，高收益債券對美國小型股的相關係數為0.62，對美國大型股的相關係數為0.62，而對環球股票的相關係數則為0.56。³

與股票一樣，高收益債券的回報與發行公司的基本因素息息相關。

■圖5顯示，在加息週期下，高收益債券的回報平均優於國庫券超過3個百分點。

在加息週期期間，高收益債券的表現會較像股票。我們認為這是由於高收益債券的回報與發行公司的業務表現和基本因素息息相關，情況與股票非常相似。

高收益債券與公司業務的基本因素關係密切，因此當利率上升時，其表現應能優於投資級別債券，因為利率傾向在業務強勁時趨升。

圖5: 回顧過去四次加息週期，高收益債券在其中三次錄得優秀表現

自1988年起的四次加息週期中，高收益債券的回報平均優於高質素債券1.59個百分點，對比國庫券則平均超越3.02個百分點。

	加息週期1: 1988年3月29日至 1989年2月24日	加息週期2: 1994年2月4日至 1995年2月1日	加息週期3: 1999年6月30日至 2000年5月16日	加息週期4: 2004年6月30日至 2006年6月29日
核心債券	3.41%	-2.04%	2.02%	2.99%
十年國庫債券	2.82%	-6.07%	1.64%	2.29%
高收益債券	8.95%	-1.77%	-1.84%	7.41%
週期	合共加息的幅度	週期開始時的高收益債券回報	週期結束時的高收益債券回報	變動%
1	3.25%	6.50%	9.75%	+50.00%
2	3.00%	3.00%	6.00%	+100.00%
3	1.75%	4.75%	6.50%	+36.84%
4	4.25%	1.00%	5.25%	+425.00%

資料來源: Morningstar Direct。核心債券以巴克萊美國綜合債券指數為代表，高收益債券以美銀美林美元高收益大師II號指數為代表。除非另有指明，指數回報包括把股息收入和資本收益再作投資（如有），但未計算收費、經紀佣金或其他投資開支。投資者無法直接投資於指數。過往表現並非未來業績的保證。

如何把高收益債券納入資產配置策略

隨著高收益債券成為一個正規的資產類別，除了規模龐大外，發展亦見成熟，風險較過往為低，我們相信投資者確有充份的理據，考慮以積極管理的高收益債券投資組合作為長線資產配置。

高收益債券是一項吸引選擇適合多類投資組合配置

正如前文所述，往績顯示高收益債券的潛在經常性收入較高、風險／回報結構較佳，並能在加息環境下保持價格堅挺。然而，不少基本資產配置模型並無配置於高收益債券，亦可能配置不足或錯誤配置，導致長線投資者的利益受損。

傳統上，投資者非常依賴定息工具為投資組合帶來穩定的收益。然而，由於近年利率低企，傳統債券的收益率亦同樣偏低。

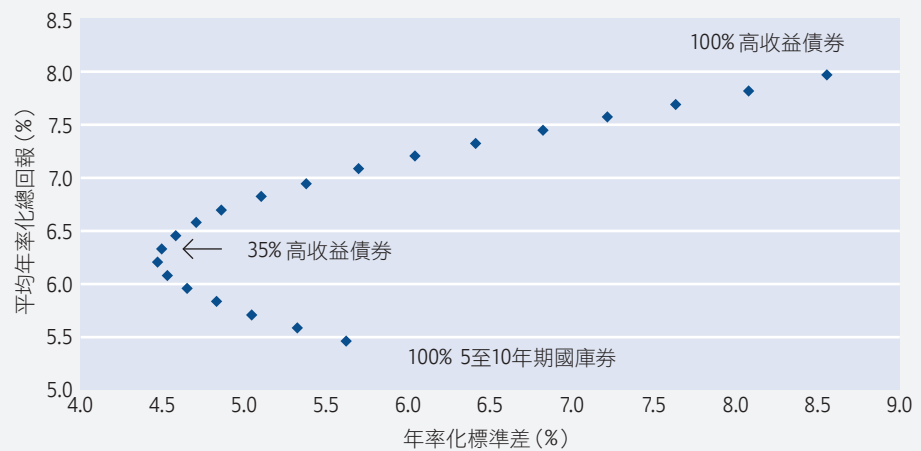
圖6顯示，投資者在定息配置中加入高收益債券，可擴展效率前緣、減低風險及增加回報。

然而，採取資產配置策略並不保證能帶來盈利或避免虧損。投資者應考慮個人的投資年期、承險能力及投資工具。

傳統的「60/40」投資組合（股票佔60%，債券佔40%）只須納入10%的高收益債券，便享有較高的回報和理想的夏普比率，風險亦會下跌。

圖6: 高收益債券可改進「效率前緣」

在定息配置中加入高收益債券有助減低風險及增加潛在回報。



資料來源：美銀美林、安聯投資。數據由1993年1月至2016年6月。高收益債券以美銀美林高收益100指數為基礎；5年及10年期國庫券以美銀美林即期美國5年期國庫券指數為基礎及美銀美林即期美國10年期國庫券指數為基礎。過往表現並非未來業績的保證。投資者無法直接投資於指數。

對比積極管理的高收益債券投資組合，非積極管理的高收益ETF顯然遜色得多。

非積極管理的高收益債券交易所買賣基金對比積極管理的高收益債券投資組合

雖然投資者對交易所買賣基金（ETF）的接受程度漸增，視之為涉足於多個資產類別的有效途徑，但ETF並非投資於高收益債券的理想工具。受高收益市場特性的影響，對比積極管理的高收益債券投資組合，非積極管理的高收益ETF顯然遜色得多。

例如，ETF需要密切追蹤指數，但與通常持有基準指數所有成份股的股票ETF不同，定息ETF持有債券的數目遠低於所追蹤的指數，因為那些指數一般包括數以千計的個別證券。以美銀美林美元高收益大師II號指數為例，這項主要的高收益債券指數包括超過2,000項高收益債券。如要在無須持有全部2,000多項證券的情況下複製指數的整體特性，高收益債券ETF便會持有規模最大、流動性最高和最近發行的債券。與ETF一樣，積極管理的投資組合可能無法完全代表指數，亦可能對個別證券持偏高或偏低的比重。不過，與ETF不同，不少積極的投資經理都會物色評級具上調潛力或償債能力優秀的發行商。

此外，若高收益債券市場受壓，而第二市場的交易量下跌時，投資者將難以買賣ETF。這是由於ETF必須每天以現金交收，即使市況下跌亦不例外。如果ETF的股份持有人進行贖回，ETF必然能帶來收益。不過，在跌市時，ETF交易員將面對未如理想的「買賣差價」，但仍須接受當日市場所提供的價格。當然，不論市場活動如何，積極管理的投資組合只可在日終贖回，而ETF則可在中午進行贖回。

此外，積極的投資經理可透過由下而上的基本因素研究，在市場過度受壓前減少高風險債券的持倉。

積極的投資經理可透過基本因素分析、分散投資和持續的風險評估，直接提升股份持有人的回報表現。

積極管理高收益投資組合的經理可採取直接的措施，提升股份持有人的回報表現，但不保證這些策略能夠奏效。與ETF不同，積極的投資經理：

- **透過深入的分析評估信貸質素。**研究發行商所屬的行業、市場定位、經營策略、財政狀況和財務報表，皆有助投資經理決定該公司能否藉由日常業務應付長期的債務。
- **審核息差是否與企業的償債能力匹配。**若投資經理認為息差低估了償債能力，他們可增加投資；若息差水平不足，投資經理則可減持。

- **物色有望升級的發行商。**正如上文所述，投資者應該持有償債能力可望改善的證券。發行商的信貸評級上調有助推低整體利率，並帶動證券的價值上升。
- **可將投資組合分散投資於不同行業及公司，而非設法複製指數。**當然，多元化投資策略並非獲利或避免虧損的保證。

非積極管理的交易所買賣基金		積極管理的投資組合
非積極	管理風格	積極
一般持有指數中規模最大和流動性最高的證券	代表性持倉	由投資經理決定；可以分散投資於指數的不同證券
必須接受市場在當日提供的價格，即使市場缺乏流通性	市況受壓	一般無須即日進行交易
並非ETF的目標；ETF旨在代表一個非積極型指數	風險管理	可透過積極的措施管理風險
並非ETF的目標	能評估信貸質素	可以，由投資經理決定
並非ETF的目標	能分析相關發行商的財政狀況	可以，由投資經理決定
一般低於積極管理的投資組合	成本	一般高於ETF

附註：

1. 美銀美林及安聯投資，截至2016年6月30日。
2. 巴克萊、美銀美林、FactSet及安聯投資，截至2016年6月30日。以美銀美林美元高收益大師II號指數為基礎。
3. 巴克萊、美銀美林、FactSet及安聯投資，截至2016年6月30日。以美銀美林美元高收益大師II號指數為基礎。小型股以羅素2000指數為代表，大型股以羅素1000指數為代表，而美國以外股票則以摩根士丹利歐澳遠東指數為代表。

截至2016年6月30日。

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制度的法規法則而發行的代客境外理財產品，提供輔助資訊。

發行人為安聯環球投資亞太有限公司。

安聯環球投資亞太有限公司（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香港證監會（香港皇后大道中2號長江集團中心35樓）監管。Allianz Global Investors Singapore Limited（12 Marina View, #13-02 Asia Square Tower 2, Singapore 018 961（公司註冊號碼：199907169Z））是基金新加坡代表並受新加坡金融管理局監管。