

風險升溫不減 信貸吸引力



p.2 - 考慮目前的債市, 質量為重

p.3 - 存續期亦是關鍵

p.5 - 信貸選擇和產生超額回報的動力

p.6 - 信貸篩選: 團隊合作建立投資流程

p.7 - 讓ESG融入投資組合

p.8 - 建立優質投資組合



Ecaterina Bigos
核心投資部首席投資總監
亞洲 (日本除外)



Frank Olszewski
主動型美國投資級別
信貸主管

“

我們預計信貸
篩選仍將是獲得
超額回報的關鍵。

”

考慮目前的債市， 質量為重

繼貨幣政策在2022年和2023年持續收緊，政府債券收益率上升和信貸利差擴大，使投資級別信貸的總收益率大幅上升，信貸再次成為投資焦點。然而，加息的幅度和步伐勢必會給金融體系帶來壓力。本季度美國和歐洲銀行的疲軟，正是實際和名義利率上升正帶來金融風險的跡象。

銀行業危機蔓延的風險引發市場對遠期政策利率、信貸和增長的新一輪質疑。前端利率大幅上漲——然而，儘管市場寄望貨幣政策稍為寬鬆，但在勞動力市場條件強勁、核心通脹相對堅挺的情況下，政策利率和經濟活動的路徑仍不確定。在期待聯儲局暫停加息步伐之際，固定收益提供了機會，讓投資者可以從優質資產獲得高個位數回報。

另外，在息差擴闊下，風險與回報之間的平衡持續有改善。投資者處於有利地位，可以受惠於較高「息差」——（即長期債券收益率與借款成本之間的差異）。

整體而言，美國企業基本面保持韌性，而美國投資級別公司的資產負債表管理良好。重要的是，隨著經濟增長強於最初預期，整體通脹放緩，以及利率接近到頂，企業利潤率從目前顯著惡化的壓力較少。即使下跌，目前的利潤亦屬健康水平。

由於增長周期放緩和融資成本上升，預計利差會出現一些波動性，高槓桿發行人可能會較難調整，尤其是利息覆蓋率較低的公司以及未對沖浮動利率負債的公司。這亦解釋為何我們偏愛較高質量的信貸，並會重點挑選對經濟放緩周期更有抗跌力的公司。我們預計信貸篩選仍將是獲得超額回報的關鍵，因為主動的經理會尋找收益穩定、運營靈活以及流動性強的公司。



存續期亦是關鍵

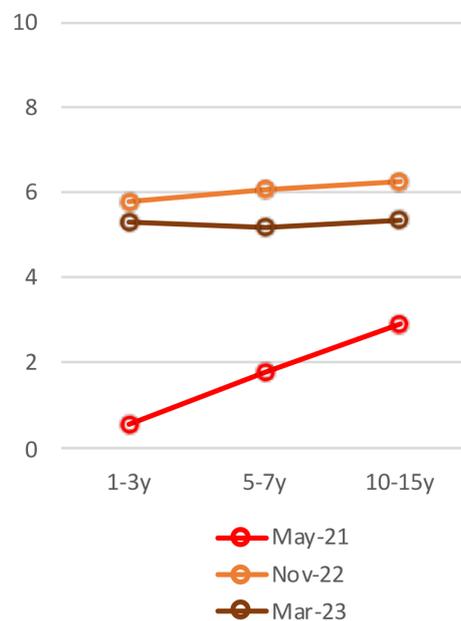
鑑於美國政府債券曲線倒置，投資者需要考慮投資級別信貸的收益率期限結構，如圖1所示，該結構是平坦的。相比之下，在沒有增加利率風險和信用風險的背景下，中短期的策略比長期策略更有機會提供較佳的風險回報。

圖1：美國國債倒掛有利中短期債券

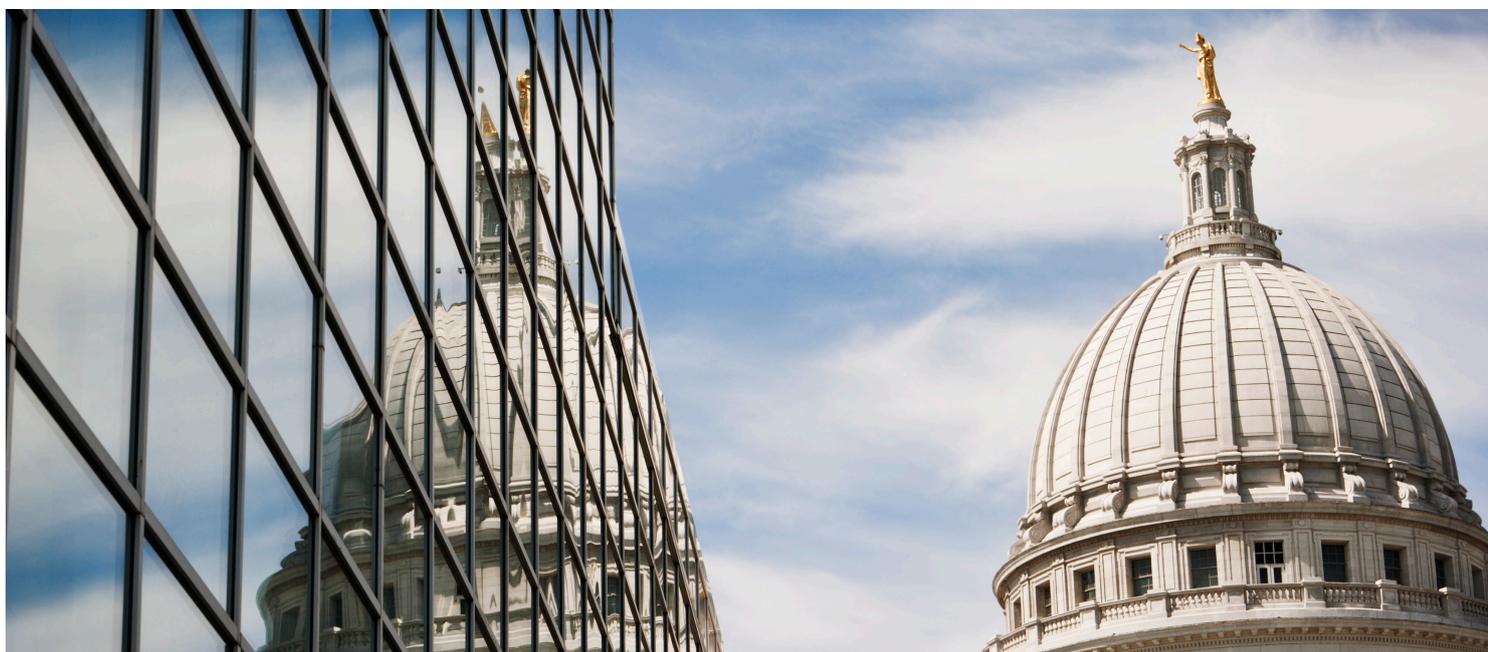
美國投資級別債券收益率水平



美國投資級別債券收益曲線



資料來源：彭博，安盛投資管理研究計算，2023年3月。



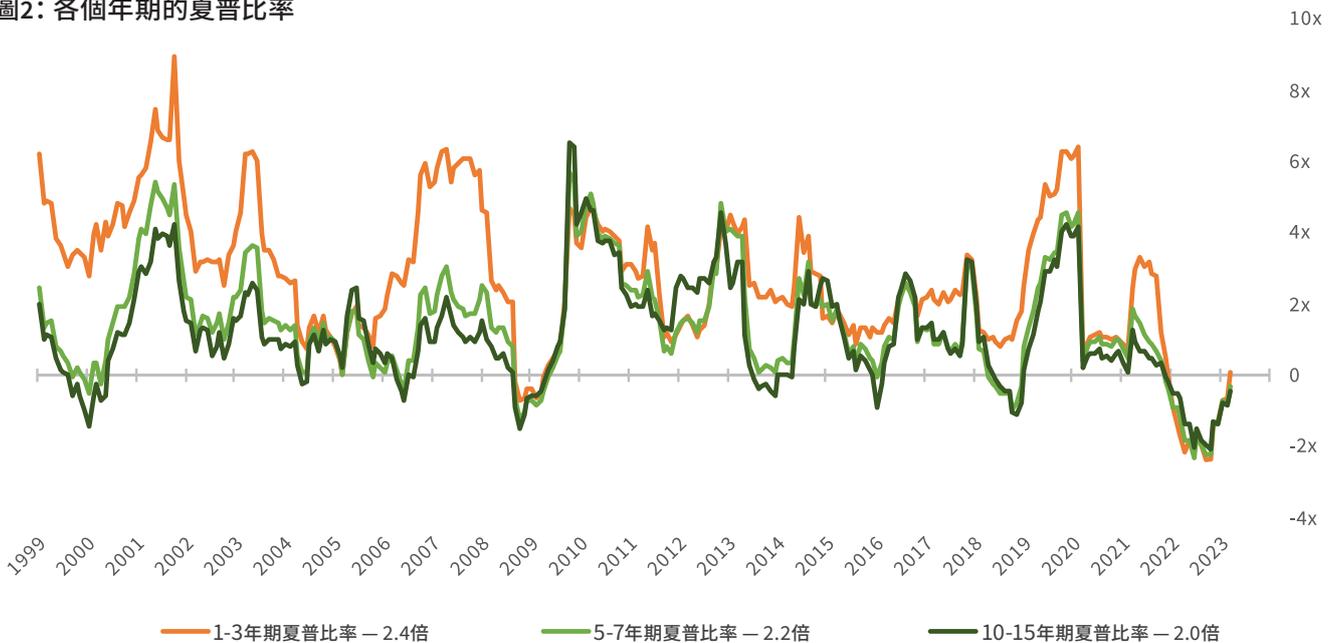
風險升溫不減信貸吸引力

這些債券一般表現較低的波動性，通常能隨時間產生良好的風險調整後回報（圖2）。尤其是對比長存續期債券，短期債券普遍更不容易受利率和信貸息差變動影響。短債也有能力提高流動性——如在整體投資組合之中，經常到期的債券比例較高，將可為投資組合創造定期現金流。這或可讓投資者避免被迫拋售，尤其是在經濟環境緊張時。短債也應可創造更高再投資率，可把握由利率上升環境衍生的投資機會。

同樣地，與長期債券相比，短期債券能更有把握地估算付息和資本支出，其價格往往比存續期較長的債券更貼近票面價格，意味著與大市比較，回報波動性較低。這些特點有助消除由市場變化及央行措施造成的眾多必然不確定性。

我們認為保持投資於主動挑選、優質、期限較短的債券策略可把握目前的市場機會。如可投資年期較長，中期存續期債券也可為投資組合帶來潛在的差異化優勢。除現時由票息在更高水平重置所帶來的正數息差外，當聯儲局最終轉向，通脹恢復正常水平時，中期債券將可受惠於資本增值。

圖2：各個年期的夏普比率



資料來源：彭博，安盛投資管理研究計算，2023年3月。



信貸選擇和產生 超額回報的動力

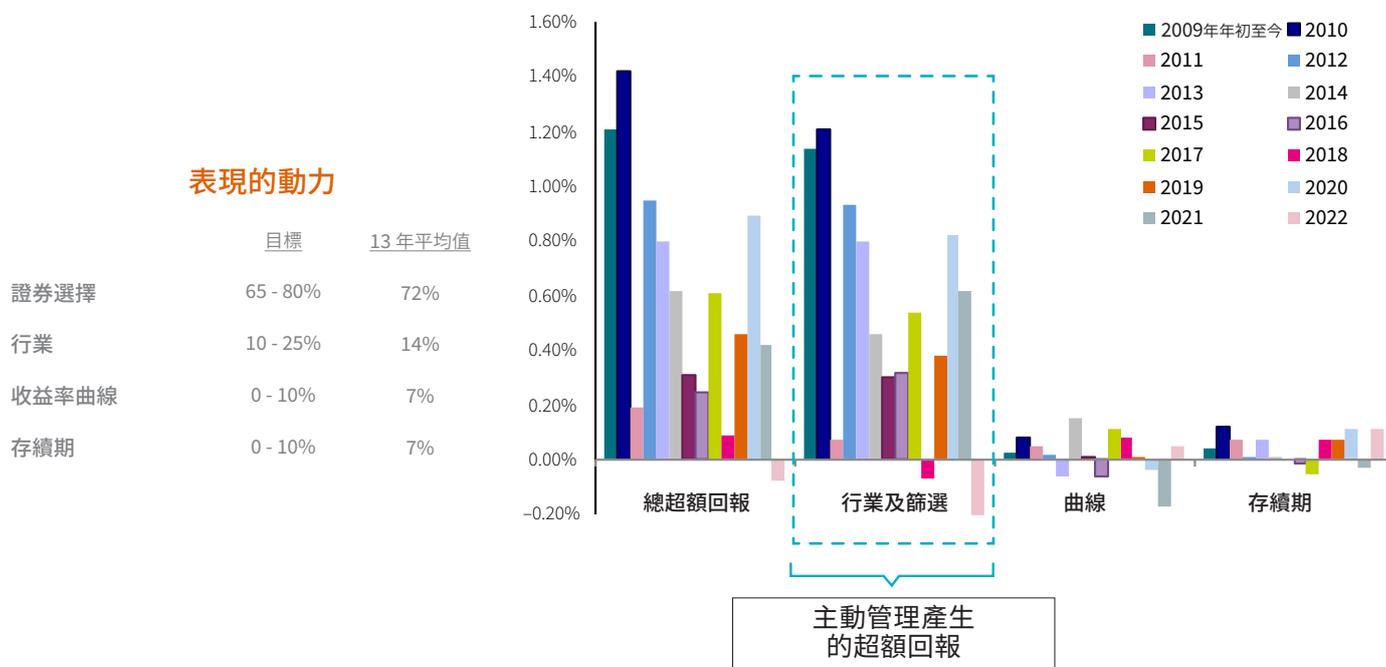
信貸為重的策略主要通過證券選擇和 行業輪動產生超額回報

在所有市場環境下，成功的美國高級別企業信貸配置將可把握回報潛力及降低風險，這需要依賴由下至上嚴格地選擇證券，輔以行業輪動（圖3）。這亦可以區分信貸，避免信貸惡化、降級和違約風險。

根據評級機構估計，到了2023年底，美國高級別和高收益企業指數的平均評級可能輕微下降，可見息差或會波動。我們可能步向發行人之間信貸評級較為分散的時期。在這個環境下，我們相信只有主動挑選證券、辨識具有穩健基礎的發行人，才能夠捕捉最吸引的投資機會。

隨著經濟和信貸周期演變，行業輪動為第二大重要考慮因素。通過在不同時間靈活調整比重，將可支持投資組合的風險定位。同樣地，因應周期調整信貸質素比重，亦是產生超額回報的重要因素之一。例如在信貸周期之初，我們會增加信貸質素較低的BBB級債券比重，把握BBB級債券在周期餘下時間的出色表現。

圖3: 建立正確的行業和證券組合可帶來成果



資料來源：安盛投資管理，2009年1月至2022年12月。FactSet的表現因素百分比明細，已應用至State Street的官方表現。上文顯示的表現為適用管理費的總和。扣除費用會降低回報水平。過去表現並非未來表現的指標。僅供參考。

“
我們的信貸分析和實踐方式有助於投資組合持續獲得超額回報。
”

信貸篩選：團隊合作 建立投資流程

在選擇美國投資級別信貸的個別證券時，我們以此三大支柱作考量：

- **積極主動** – 務求有效地區分信貸，分辨領先和落後的選擇
- **避免降級** – 挑選信貸對降低不對稱風險非常重要
- **防止信貸惡化** – 與分析師進行緊密溝通，密切監察估值和基本因素有助掌握信息，以更好地應對具挑戰性的周期

我們的美國信貸投資團隊與全球固定收益平台的分析師合作，以強化投資流程。其中不少投資級別分析師在過去均有覆蓋高收益信貸的經驗，令挑選信貸成為交叉策略的一部分。

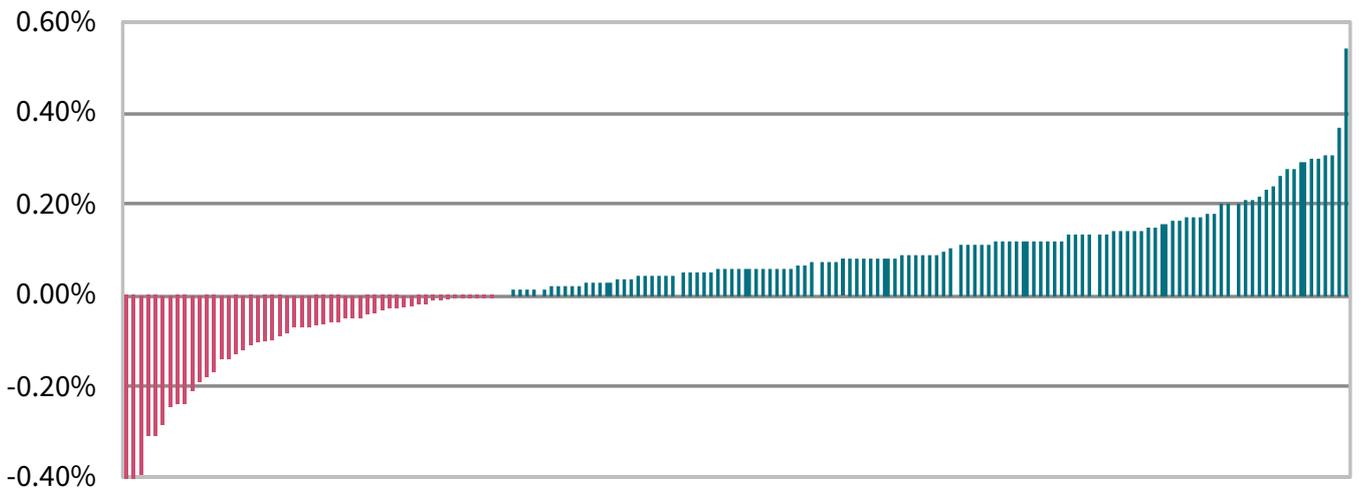
我們會與高收益團隊合作進行「信貸遷移」(credit migrations)，以捕捉一些信貸可能會由高收益級別上調至投資級別所帶來的機會。例如，自我們的美國投資級別信貸策略由2009年3月成立以來，我們的高收益分析師已成功辨識過37隻「明日之星」(rising star, 由高收益升級至投資級別) —— 其中2022年便有4隻獲升級。

總括來說，我們可以從往績（尤其是短期和中期策略）看到，我們的信貸分析和實踐方式有助於投資組合持續獲得超額回報（圖 4）。

圖4：產生一致的超額回報（未扣除費用）

佔超額回報百分比

月度超額回報分佈



資料來源：安盛投資管理由2009年2月至2023年1月。上文顯示的組合為安盛投資管理美國企業債券 —— 均衡GIPS組合。基準為彭博美國企業均衡指數。上文顯示的表現為適用管理費的總和。扣除費用會降低回報水平。過去表現並非未來表現的指標。僅供參考。

“

我們相信重視ESG有利長期表現。

”

讓ESG融入投資組合

環境、社會及管治 (ESG) 因素已成為我們選擇信貸的必要考慮，這是我們在責任型投資的承諾之一。這讓投資組合配置得以配合改變投資格局的全球大勢，包括監管日趨嚴格、風險緩和需要日益殷切，及社會意識提高等議題。

納入ESG因素的目的是透過找出基本因素估值以外的潛在風險和機會，讓傳統的財務分析更進一步。最終目標是改善財務表現，為環境和社會帶來積極影響。

我們擁有20年ESG投資的經驗，加上30多名專責分析師，可以支持我們在整個投資組合融入相關元素。這種流程已妥善綜合至整體投資策略。我們把由上至下和由下至上的方針，與ESG標準和排他行業互相結合。

此外，我們亦長期進行投資者對話，於我們所投資的公司推動內部變革 (圖5)。

圖5: 按照共同基礎整合ESG



資料來源: 安盛投資管理。僅供參考。安盛投資管理保留自行決定修改此處描述的任何程序、過程及監督的權利。

*投資流程中使用的ESG數據，乃根據在一定程度上依賴第三方數據的ESG方法計算，有時候則是由內部編制。資料具主觀成份，並可能隨時間而改變。儘管存在若干倡議，但缺乏統一的定義可能使ESG標準參差不齊。因此，我們難以將使用不同ESG標準和ESG報告方法的不同投資策略相互比較。納入ESG標準的策略和納入可持續發展標準的策略可能使用看起來相似但應加以區分的ESG數據，因為它們的計算方法可能不同。

建立優質投資組合

債券現時再次提供更高收益率，投資者有機會把握更大的潛在收益來源——目前我們偏好較短期的債券。這種動態將保持不變，而信貸收益率期限架構平坦，繼續讓投資者可通過配置短期債券，獲得大部分收益。延長存續期亦可提供相若收益率，並提供選擇權：一旦市場開始預期央行放寬政策，便可確認資本收益。然而，我們的基線情境為2024年前發生此情況的可能性不大。

目前，投資者的心態集中掌握高收益率帶來的收益，而非承擔長存續期風險產生的利率波動。由於預期息差波動，在配置時需依賴主動的流程，即由下至上選擇證券，結同行業輪動的雙重方法，協助投資者避免評級下調風險，並讓他們在享受「套利」時不會遭受嚴重侵蝕。



風險披露

在新加坡地區，本文件由安盛投資管理亞洲(新加坡)有限公司刊發(註冊號碼 199001714W)。在新加坡以外的地區，則由安盛投資管理亞洲有限公司刊發。以下聲明中，視乎情況而定，「安盛投資管理(亞洲)」代表安盛投資管理亞洲(新加坡)有限公司或安盛投資管理亞洲有限公司。

本文件及其中所載之資料僅供專業或機構投資者使用。其他零售投資者不應倚賴本文件。該等資料僅在特定收件人的要求下，為資訊性及教育性目的而準備及刊發，並不擬作廣泛傳閱之用。除非事先取得安盛投資管理(亞洲)的書面同意，否則該等資料的全部或部份內容絕對保密，不得重製、傳閱、分發、轉發或以其他方式使用。該等資料亦不擬作分發予任何人士，或在任何受限制國家及地區分發之用。

在法律允許的最大範圍內，安盛投資管理(亞洲)對此處所載的任何資料的準確性或適用性，一概不作任何保證，並對由疏忽與否或其他因素導致的錯誤或錯誤陳述，不承擔任何責任。該等資料可能隨時更改，恕不另行通知。在此所載的數據，包括但不限於任何回溯測試、模擬歷史業績、情景分析和投資指引，乃基於數項重要的假設和數據，並只作指示及/或說明用途。

本文件所載的資料並不預示任何可能的未來業績，參閱時必須以此為基礎。若資料、內容或材料由任何第三方提供或引用自任何第三方(「第三方信息」)，安盛投資管理(亞洲)不會就此類第三方信息承擔任何法律責任或義務，並不能也不會對第三方信息的準確性、適用性、完整性或正確性提供保證，且不應被視為對此提供保證。除非另有說明，任何可能載於此類第三方信息中的觀點、意見或建議(如有)，並不反映或構成安盛投資管理(亞洲)的觀點、意見或建議。

本文件製作之時並未考慮特定個人情形、投資目標、財務狀況或任何特定個人之特殊需求。本文件中所有內容皆不構成與收件人或任何其他人士訂立任何業務、交易、合約或協議之要約或條款或條件。本文件不可被視為構成投資、稅賦或法律建議、銷售要約或促成任何特定基金投資之文件。若閣下對本文件中任何資訊有疑惑，請諮詢閣下的財務或其他專業顧問。本文件中之數據、預測、預估、假設及/或見皆為主觀資訊，並不一定會由安盛投資管理(亞洲)及其關係企業所使用或遵循，本公司之關係企業可能會以本集團下獨立部門身份，依其自身意見行事。

投資涉及風險。投資者務請留意，投資項目價值可升可跌，過往之績效表現亦不能保證未來回報，閣下有可能無法拿回全額本金。投資者不應單憑本文件就作任何投資決定。

香港投資者注意：任何基金倘獲香港證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)認可，並不暗示獲證監會正式核准或推薦。證監會認可某項基金，並非對該基金作出推薦或認許，亦非就基金商業上的優點或其表現作出推薦或認許。此並不表示基金適合所有投資者，亦非就其適合某名或某類投資者而作出認許。若某項基金不獲證監會認可，本簡報所載任何有關該基金的資料僅供香港專業投資者使用。任何材料倘毋須獲證監會認可，均未經證監會審閱。

台灣投資人注意：根據《境外基金管理準則》之非公開發行股票的規定，在台灣提供、發行、銷售或轉銷基金單位/股份須經台灣主管機關之核准及/或備案。未具許可之基金的單位/股份在台灣只能以私募方式提供給銀行、券商、信託公司、金融控股公司及其他合於資格之實體或機構(統稱合格機構)，及其他符合具體條件之實體及個人(其他合格投資人)，其餘情況不得於台灣提供或銷售此類單位/股份。此類單位/股份的台灣消費者除依法或台灣金融監督管理委員會依其他方式許可而贖回、轉移至合格機構或其他合格投資人之外，不得賣出或處理其持有之單位。