

諾亞研究

2020年12月18日

主題 | 疫情下的債基表現回顧

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

在經濟復蘇預期下，債市的信用策略上可考慮適當風險下沉。我們仍然傾向於素質較好的高收益債，且看好亞洲及部分新興市場債券在明年的機遇。

美聯儲在今年的最後一次貨幣政策會議，重申了在經濟復蘇完成之前都將維持近零利率的承諾，繼續實施當前的購債計劃，確保貨幣政策為經濟提供強有力的支持，直至就業和通脹取得「實質性進展」。此外美聯儲再次上修此前的悲觀預測，將明年的經濟增長預期中值從之前的 4% 上調到了 4.2%，並將年底失業率預期從 5.5% 下調至 5%。

不過這次美聯儲並未如市場部分預期的將買債計劃向長端傾斜進行扭曲操作（OT），購買資產的類型或速度都沒有調整，僅將 QE 前瞻指引調整為與經濟修復掛鉤，使得這一時間點更加模糊。

在美聯儲的「不怎麼作為」的聲明後，股債市均反應平淡，10 年期美債收益率輕微上揚，美元指數昨日跌穿 90 大關，金價也小上漲回到 1,877 美元，而另一個潛在受益者比特幣一路上升無阻突破 23,000 美元。在接近 9,000 億美元的救助計劃達成在即的預期下，納斯達克指數再創新高。

美聯儲繼續給予市場支撐，而今年以來全球央行的流動性支持都有目共睹，2020 年全球央行累計降息 190 個基點，也就是說平均每 5 個交易日就降息 4 個基點，平均每 6 個小時購買 13 億美元的資產。在流動性充足下，鍛造了股債齊升的局面，並延長了史上最長的債券牛市，使得債券類資產在低利率環境和實體經濟受到重創下仍未失去光彩。

年初至今，環球流入債券基金包括 ETF 在內的淨流入資金高達 2,550 億美元，尤其是投資級別債券基金已經連續錄得 36 周淨流入，也就是說從危機以來的 9 個多月，不管疫情、疫苗、財政或貨幣政策如何演變，環球資金仍然在每週源源不斷的流入高評級債券資產，這與投資級別債發行量的急劇增長和規模創下新高也有很大關係。雖然高收益債基金的 443 億美元的流入規模相對要小得多，但高收益債基金的年度淨流入也可能創下 1992 年有追蹤記錄的歷史最高。

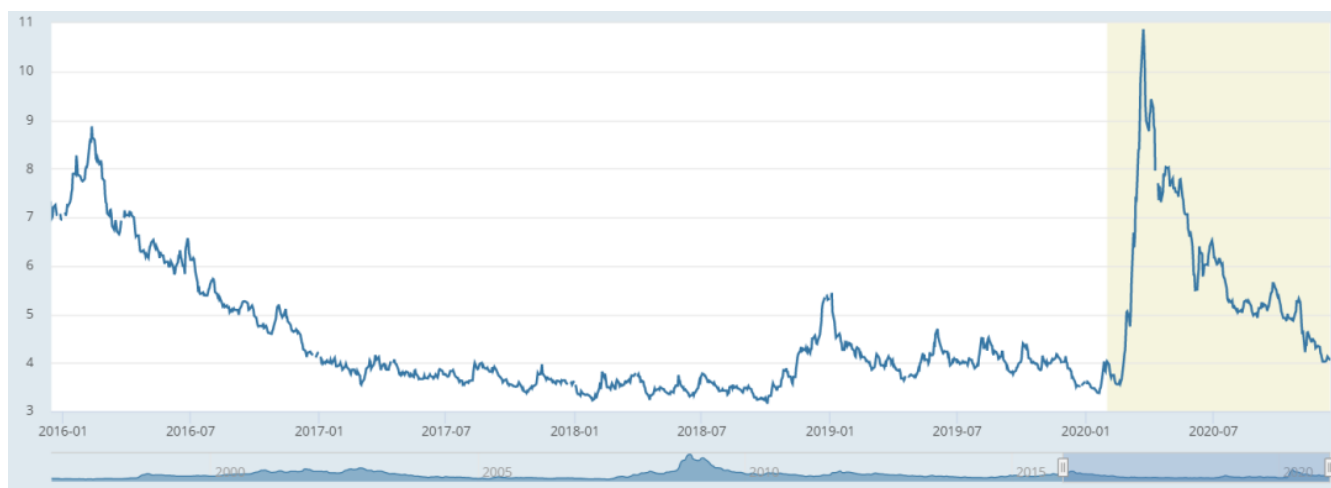
從表現上看，今年債券基金平均回報為 5.2%，其中各類別債券基金均在今年獲得平均正回報。表現最好的是歐洲債券基金類別，平均回報 11.2%，在平均、最好和最差層次的表現都意外超越了美國債券基金類別，而美國債券基金平均回報 6.9%，但歐洲債券基金中歐元升值也是不得不考慮到的貢獻回報的重要原因。

亞洲債券基金類別同樣錄得了 6.2% 的平均漲幅，但表現最好的一些基金回報超過了兩成，遠遠好於其他類別的贏家，但與往年好的時候平均超過 10% 的漲幅來比就遜色很多。新興市場債券基金則相對落後，平均上漲了 4.2%，其中新興市場本地貨幣計價的債券基金表現尚且落後於強勢貨幣債券基金，疫情後新興市場貨幣的大幅貶值及尚未完全修復，導致本幣債券表現落後於市場復蘇。

專注於投資級別債券的公募基金數量並不算多，但平均回報高達 7.2%，企業債組合明顯好於政府債；而高收益債券基金平均也有 5.5% 的漲幅，表現超過一成的基金也不算少，按地區來來區分，依然是歐美高收益的修復情況普遍好於亞洲高收益。

環球高收益債尤其是美高收益債是在近期強勁反彈，美國高收益債的收益率觸及 2000 年以來的最低水準 4.6%，高收益利差亦在本月進一步收窄至最低 403 點，逐步接近疫情前的金融危機以來歷史極低水準 338 點，而有超過一半的行業板塊的高收益息差已經低於疫情前水準，整體上看，在真正的復蘇實現前，美國高收益債券目前並不算「便宜」的資產。不過受益疫情的防禦板塊和疫情受損較嚴重的一些週期板塊的息差儘管已經明顯修正，但仍然相差接近 200 點，這使得有待落後補漲的週期性高收益板塊的資產仍具吸引。

圖：美國高收益債券 OAS 利差



來源：Fred, 資料更新至 2020 年 12 月 15 日

在經濟復蘇預期下，債市的信用策略上可考慮適當風險下沉，疫苗消息不僅提振落後股票板塊，落後的高收益債也受益於當前復蘇預期，與股票類別資產類似，可適當考慮週期性且具有可恢復盈利前景的高收益企業債。

但我們仍然傾向於素質較好的高收益債，很多極其落後的高收益債板塊其實風險仍然不小，從行業層面例如航空及旅遊等行業的復蘇路徑即使在目前疫苗已經開始普及的情況下也尚不明確，很多基本面較差的企業的仍然面臨違約或破產風險。雖然在各國央行釋放的流動性和大力財政補助下，很多大小企業都得以延續，但宏觀上債市的整體違約率仍然是在今年有明顯上升且處於歷史較高水準的，美高收益債的違約率在上個月底上行至 6.2%，而不僅僅是與能源等相關度更高的歐美企業，復蘇狀況較好的包括中國在內的亞洲企業的違約率也避免不了上升，因此落後資產的發行人狀況仍需要關注。

不過相對於性價比已經沒有那麼高的歐美債券，我們仍然看好亞洲及部分新興市場債券在明年的機遇，無論在經濟復蘇的基本面、美元趨勢、供需關係上還是投資者追求更高收益的出發點，都對該地區優質債券提供支援。

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考, 不代表任何確定性的判斷, 亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請, 亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策, 投資涉及風險, 諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測, 任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測, 本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料, 本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證, 也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更, 本公司已力求報告內容的客觀、公正, 但文中的觀點、結論及建議僅供參考, 不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有, 未經本公司及其關聯公司許可, 任何個人或組織, 均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」, 且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。