

歐洲高收益債券

3大優勢躍升策略性資產投資標的

2010年02月



Ian Spreadbury

Ian Spreadbury於1995年加入富達。

1995年7月起擔任富達英鎊債券基金經理人。2002年7月起接任富達歐洲高收益基金經理人，投資經驗超過30年。擁有Sussex大學數學統計碩士學位，並為英國精算師協會成員。

FIST 1002-053 E1005

自2010年初起，投資人對高收益債券持續充滿高度興趣，我們相信歐洲市場正在醞釀一場結構性變革。銀行業萎縮，歸因於金融監管的法令趨嚴以及銀行需要更多資金挹注，這自然促使債市扮演借貸雙方的中介角色。這個現象在歐洲更是明顯，因為企業通常仰賴銀行作為資金來源。有鑑於歐洲高收益債的發行增加與更多投資機會湧現，我們認為歐洲高收益債市日臻成熟，並將逐漸躍身為投資人策略性資產的選擇標的。它所提供的3大優勢包括：收益、風險分散與提供新的投資機會。

重點摘要

- 自今年初起，高收益債券受到投資人高度青睞
- 銀行業呈現結構性萎縮，迫使企業轉而向債市籌資，可望推升2010年歐洲高收益債的發行量
- 問題是這樣的供給是否能透過投資人的湧入而被市場吸收
- 歐洲高收益債向來被利基投資人視為短期戰略性的資產類別，然基於風險分散的優勢、創造高收益的能力以及提供新的投資機會，歐洲高收益債可望躍身成為策略性的資產選擇標的
- 透過謹慎選債，仍有亮眼報酬可期，當前利差水準仍足以償付可能的違約風險

2009年歐洲高收益債表現亮眼，市場漸趨成熟且投資機會日增。高收益債也逐漸轉型為策略配置，未來需求仍強勁。

3大理由促使歐高收逐漸轉為策略性資產配置

- 1) 較高的收益率
- 2) 分散風險
- 3) 新的投資機會

終於...歐洲高收益債券躍身為策略性資產類別

一般而言，歐洲高收益債向來只受到利基型投資人的青睞，尤其是單純屬於一個區域的高收益債，只有避險基金、組合基金或是最大型的退休基金投資於歐洲高收益債。除了市場逐漸成熟且投資機會日增之外，投資人也看好高收益債擁有的時機優勢，因為高收益債在復甦的初期階段表現往往優於股票，而當行情反轉向下時，下跌風險也比較低。去年正是一個很好的例子，自2009年3月低點以來，歐洲高收益債表現超越股票達14%¹。

但現在高收益債的戰略性優勢略為消退，未來需求是否還在？我們認為需求還是存在，因為歐洲高收益債的投資族群將擴大而且逐漸轉型為策略配置。理由有三：1) 具有吸引力的收益；2) 風險分散優點；3) 可提供新的投資機會。高收益債券的一大優勢是其所提供的收益 — 對於接近或處於退休狀態的投資人，這個資產類別是提高收益的一項有用工具。雖然高收益一向被視為高風險，歐洲高收益債券卻是透過單純股票收益投資而創造收益的一個風險較低、波動較低的管道。舉例來說，以美林歐洲高收益債券指數與代表歐洲股票資產類別的MSCI歐洲指數做比較時，過去五年來歐洲高收益債券指數年化報酬高出25.54%，但波動性卻低了近一半。

歐洲高收益債市與股市風險報酬比較表

美林歐洲高收益指數	1年	3年	5年
年化報酬率	63.97%	15.56%	35.18%
年化波動度	6.97%	12.39%	11.96%
MSCI 歐洲指數	1年	3年	5年
年化報酬率	37.72%	-27.93%	9.64%
年化波動度	24.5%	27.99%	23.01%

資料來源：Lipper, 以歐元計算，截至2010/02/19

註：資料來源:Lipper- BofA ML European High Yield index and MSCI Europe Index.
 年化波動度係年化標準差，該數值越低表示波動越低，反之亦然。

此外，歐洲高收益債具有風險分散特性，可望成為降低資金缺口、低風險的一個重要投資工具。同時，高收益債的存續期間較短，是利率上揚時的一個避險選擇。

歐洲高收益新債發售將為投資人帶來新的投資機會。

這也點出金融風暴對於資產配置經理人在風險規劃上的影響。對於機構法人更是如此，因為機構法人必須找出適當的風險報酬組合以符合長期負債水準並且降低退休年金赤字。退休年金向來不碰觸高收益資產類別，然而這可望是降低資金缺口、低風險的一個重要投資工具。高收益債提供的風險分散亦是一大優點，對於股票型與債券型投資組合都是一個很好的風險分散工具。若與股票結合，它可以大幅降低整體波動性。相較於其他固定收益證券，高收益債券與政府公債的相關性為負，與投資等級債券的相關性低，亦即，若將不同的資產類別結合在一起時，可望帶來低風險與高收益。高收益債券在通膨升高時表現亦較為穩健，因為價格走揚時，槓桿程度高的公司較易於償還固定負債。此外，由於高收益債的存續期間較短，對於利率變動較不敏感，是利率走高時的一個避險選擇。

新債發售—提供新的投資機會

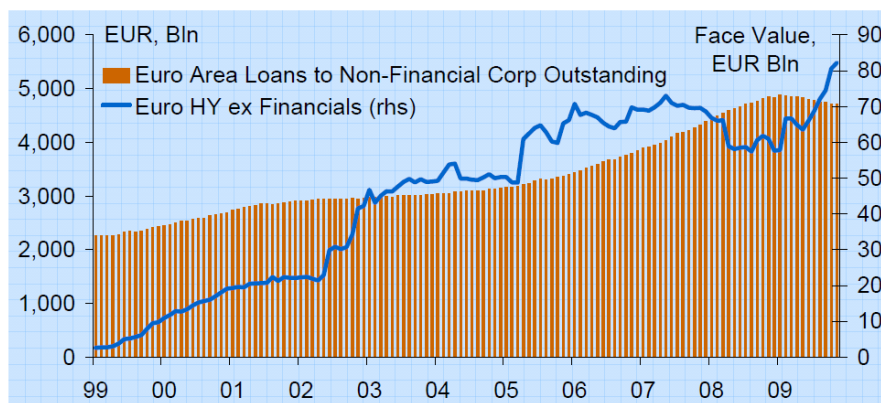
我們認為歐洲高收益債需求持續存在的最後一項理由，是其提供了新的投資機會。高收益發行新債的速度超乎預期，年初至今已有85億的新債發售，相當於2009年總發行量的20%。我們預估此榮景將會持續下去，在2000億高收益債市場規模中，今年的新債發售量可望達500億³。

這些新發售的債券來源為何？又何以能夠吸引投資人？金融海嘯過後，銀行融資借貸的能力愈趨受限，當金融監管規範、資本適足要求都更加嚴格的環境，已使得此一趨勢愈來愈明顯。許多公司，特別是高度仰賴外部資金的企業，被迫轉而尋求其他資金來源，例如債券市場。由於歐洲的企業傳統上多半依賴銀行作為融資對象，因此融資方式的轉變在歐洲特別明顯。另外兩項加劇轉變的因素為高收益債存續期間所具有的特性，以及目前流通在外的貸款量。由於市面上大量公司債及槓桿貸款 (leverage loan—多指LBO(槓桿收購)案的貸款)臨屆到期，加上目前市場利於發債的低利率環境，公司再融資需求如雨後春筍--對於存續期間較短的槓桿貸款而言更是如此。

註3 資料來源: BofA ML issuance data. Market size of BofA ML Global HY European Issuers Constrained Index as at 20/01/2010

以上所提及之個股或公司，僅供作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議，亦不代表本基金之投資。

歐洲高收益債市場規模 vs. 歐洲央行貸款給企業金額



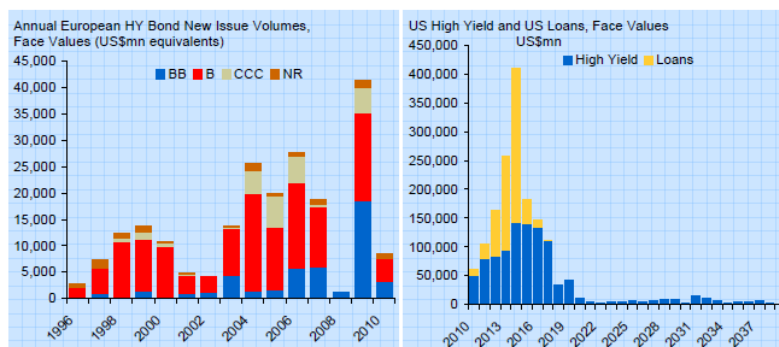
Source: Bloomberg – BofA ML Euro HY Non Financial Index (to 31/12/2009) and ECB Euro Area Monetary Financial Institutions Loans to Non-Financial Corporates (to 30/11/2009)

歐洲高收益債的成長背景在於現有公司貸款量的下降，近期也可看到許多吸引人的發債案例。基本面強健，具優勢地位及違約率風險低的企業認購熱烈。

歐洲高收益債的成長背景在於現有公司貸款量的下降(如上圖)。貸款量的下降亦反映出體質強健、基本面優良的公司紛紛轉往高收益債市尋求資金。這意味著更寬廣的投資機會以及債券價格在次級市場有更便宜的潛力，對於投資人而言不失為一項好消息。首次發行公司債的企業也將體認到即使頗負盛名，仍得接受發債須付出較高的收益率；近幾個月已可觀察到一些吸引投資人的交易案例。例如：Infinis，英國第二大替代能源業者，其發債的收益率高於9%。我們認為像這樣基本面強健，又預計2010年大幅去槓桿化(降低負債比例)的公司，其發行的債券格外吸引投資人。英國具領導地位的彩券經銷商William Hill又是一例，它的現金流入穩定，同時我們預估其線上交易成長亦將帶來良好獲利。在今年一月，史坦普信評機構評其為B等級，訂於2017年到期、來自挪威的某檔公司債，在發行時提供了高達10%以上的收益率。歐洲具優勢地位的聚氯乙烯(PVC)製造業者發行的公司債中，亦不乏具賺取資本利得潛力之投資標的。另一方面，新債的違約風險也可能低於以往典型的高收益債。印證此一推論的好例子是英國維京多媒體公司(Virgin Media)，該公司最近透過發行債券以對銀行貸款進行再融資。由於維京公司的現金流量穩健，我們認為往後幾年其晉升投資等級(BBB以上)的機會很大。2010年真正關鍵的問題是：市場需求面是否能夠吸收像2010年這樣大量的新債發行，抑或高收益債的供給過量而造成利差擴大以及績效不彰？

歐洲高收益新債發行量

美國高收益新債發行量與企業貸款金額



Source: Bloomberg, BofA Merrill Lynch (to 27/01/2010)

預期2010年市場可望完全胃納新債發行，反映投資價值被市場認可。

較高的殖利率不僅優於現金收益，且若在利差擴大時，可望為違約風險提供保障。

未來歐洲高收益債仍具投資吸引力，違約率也可望於2010年年底大幅下滑。

未來歐洲高收益債仍具投資吸引力，但個別選債能力將更為重要

儘管短期之內投資人對於歐洲高收益債庫存難以消化的情形無法避免，但我們預期2010年的新發債可望完全被市場吸收。此觀點反映了不止高收益市場利率結構的改變，也反映出投資人對於高收益債券市場仍具投資價值的認知。

2009年3月底點以來高收益債的亮麗績效難再重演是顯而易見的，因為利差相對於高點已大幅收斂，目前高收益債已接近合理評價。但歐洲高收益債9.7%⁴的殖利率，以收益觀點而言，相較於現金，在資產類別中仍相當具有投資吸引力。此外，歐洲高收益債也在利差擴大時期為違約風險提供足以償付的違約風險。的確，目前違約風險已逐漸下滑，經濟基本面也因為企業大幅度削減成本以保有充足現金流量而逐漸好轉，儘管企業仍積極籌資並且清償負債。

上述因素對於未來的違約情形都是有利的，但最終的違約情形仍將決於市場走向。穆迪(Moody's) 全球投機級別違約率(global speculative grade default rate)於2009年11月達高點，為12.9%，其在2009年12月時降至12.5%。穆迪也預測，2010年年底違約率可望大幅下降至3.3%⁵。我們的計量分析研究團隊也藉由分析若干可能對於違約情形有影響的因素，如放款標準，十年期公債殖利率，國內生產毛額(GDP)成長和公債殖利率曲線陡峭程度來預測未來違約率走勢，分析結果也顯示2010年年底違約率可望大幅下降至6%。

註4 資料來源: BofA Merrill Lynch Global High Yield European Issuers Constrained Index – Redemption Yield as at 2010/01/08

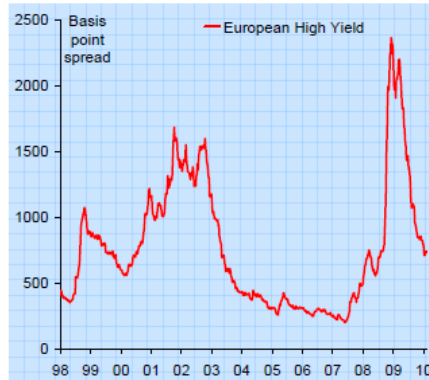
註5 資料來源: Moodys. 2009/12/31

以上所提及之個股或公司，僅供作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議，亦不代表本基金之投資。

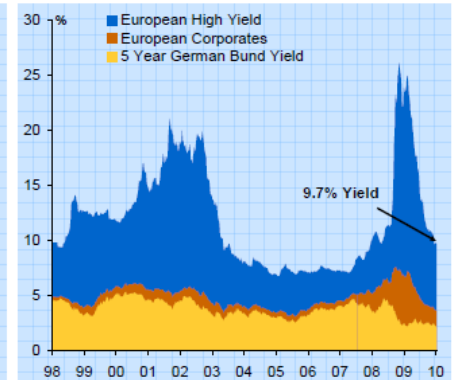
高收益市場目前最主要的風險為經濟短暫增長後衰退之可能性(double-dip)，在此環境下，審慎選債將為提升績效之重要關鍵。

那麼目前高收益市場的風險為何？我們認為最主要的風險為經濟在短暫增長後再度衰退之可能性(double-dip)。此外，過度舉債、對於主權債風險的擔憂，以及在風險偏好上轉趨保守，都可能阻礙經濟復甦。如此一來將導致違約的可能性擴大，過度槓桿的公司面臨流動性問題等。在這樣的環境下，高收益債的「選債」、審慎評估公司基本面的信用風險，將會是提升投資績效的關鍵。

歐洲高收益債券利差走勢

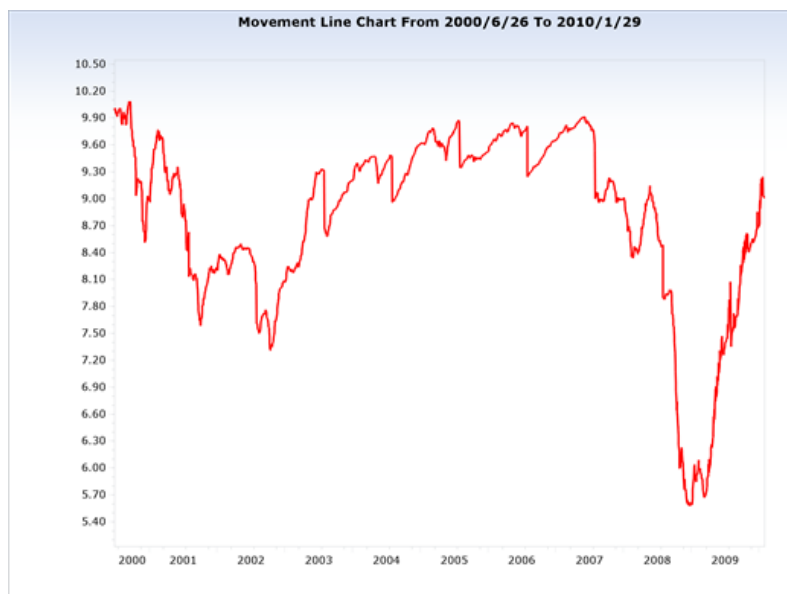


歐洲高收益債、公司債與德國5年期公債殖利率走勢



Source: Bloomberg, Merrill Lynch Global High Yield European Issuers Constrained Index, Merrill Lynch EMU Corporate and Large Cap, option adjusted spread and redemption yield (to 05/02/2010)

富達歐洲高收益基金成立以來淨值走勢圖



單筆投資累計報酬率(%)	3個月	6個月	1年	2年	3年	5年	成立至今
富達歐洲高收益基金	4.7	20.8	64.4	21.1	14.6	29.7	58.9

績效資料來源：Morningstar, 資料截至2010/01/31. 報酬率以原幣(歐元)計算。基金起始日為2000/06/26。

本文摘譯自富達國際2010年2月『European High Yield: A Strategic Asset Class Of Choice?』富達證券整理



富達證券股份有限公司獨立經營管理，台北市106敦化南路二段207號15樓，電話：0800-00-99-11按2。FIL Limited 為百慕達商富達國際有限公司。富達證券股份有限公司為FIL Limited 在台投資100%之子公司。Fidelity、Fidelity International、Fidelity International加上其金字塔標章為FIL Limited之商標且經其授權使用。

各基金經金管會核准或同意生效，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，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，各基金投資風險投資人申購前應詳閱基金公開說明書。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中。投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網<http://www.fidelity.com.tw>或境外基金資訊觀測站<http://www.fundclear.com.tw>查詢，或請洽富達證券或銷售機構索取。投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險，投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。**高收益債券基金適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人；投資人投資高收益債券基金不宜占其投資組合過高之比重。**由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經驗信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故高收益債券基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。高收益債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動。投資人應注意基金淨值及收益可漲可跌。