

發掘公司債投資價值 在低利率市場環境中尋找收益來源

2009年05月



Ian Spreadbury

Ian Spreadbury於1995年加入富達，1995年6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。

正當全球相繼邁入零利率時代之際，投資人必須在現金之外找尋收益來源。富達英鎊債券基金分散投資於政府公債、投資等級公司債及高收益債，提供投資人三合一的投資選擇。在此，富達英鎊債券基金與歐洲高收益基金經理人Ian Spreadbury分享他對於英鎊債券市場投資機會浮現的一些看法。

英國政府的量化寬鬆政策將對債券市場產生何種影響？

我相信量化寬鬆政策(quantitative easing)可望保障政府公債及高品質公司債的價值維持不墜。英國央行(BOE)已經開始透過「央行準備金(central bank reserves)」著手建立規模750億英鎊的資產買賣計畫(Asset Purchase Facility)，這個計畫不僅購買一般公司債，同時也會買入中、長天期的英國政府公債。而這個規模高達750億英鎊的計畫，與英國公司債市場總值的3900億英鎊及英國公債市場總額的5750億英鎊相較之下，可以說相當顯著且龐大。

這個計畫初步而言對於英國公債市場具有正面效應，並且已轉移它的目標至公司債市場。我相信這計劃在公司債市場仍然管用，儘管效果可能會小上許多。我預期央行專注於公司債的計畫可望有效改善該市場的流動性，至於整體效果有限的主要原因來自國際債券市場的本質—舉例來說，全球知名零售商特易購(Tesco)之類的債券發行單位可能會同時發行各種不同計價幣別的公司債，然而英格蘭央行僅能專注於英鎊計價的公司債，至於美元或歐元計價的公司債就在英國央行的能力範圍之外了。

請問這是否意味著政府公債優於公司債呢？

並非如此，我仍然深信投資等級公司債券能提供相較英國公債更高的投資價值。在高收益債方面，受到經濟情勢惡化影響，我預期違約率將會在2009至2010年間持續攀升，然而我不認為違約率會達到一些市場分析師所說的15-20%水準—主要因為企業的負債比例相對而言偏低。

一般來說寬鬆貨幣政策通常要在兩年後才會在信用市場及放款活動上出現明顯效果

我們仍未抵達市場谷底，而倘若避險基金的去槓桿現象持續擴大，公司債的市場波動性也恐隨之加劇

雖然我的確觀察到這個衰退循環已經導致違約事件逐漸浮出檯面，然而值得慶幸的是，這些違約事件大部分都發生在信用貸款市場，其中也僅一小部分擴散至金融業公司債。儘管如此，金融業公司債在經濟條件轉趨明朗前仍會持續惡化－我們仍未抵達市場的反轉階段。

我認為這樣的負面市場情緒將會主宰整個2009年。的確，現在就預期公司債市場將在今年強勢復甦可能還言之過早，一般來說寬鬆貨幣政策通常要在兩年後才會在信用市場及放款活動上出現明顯效果。美國聯準會(FED)自2007年9月開始施行寬鬆貨幣政策，因此在2009年下半年之前我們都還難以對經濟復甦抱有太大的期望。最主要的兩大觀察指標包括GDP成長率是否反彈以及公司債違約率是否自高點滑落（兩者間呈負相關）。經濟領先指標仍未出現經濟好轉的訊號，而我認為經濟復甦仍距離我們數季之遙。與此同時，更進一步的去槓桿化(de-leveraging)現象也可能對於債市產生威脅，包括了持續賣壓沉重的貸款市場以及可能出現的結構型信用商品解約潮。

總而言之，我預期2009年公司債的報酬主要會由高票面利率及避免違約兩大因素所趨動。公司債信用利差仍然處於歷史高點，以09年2月底為例，英國的投資等級公司債相較於英國公債的信用利差高達600基點！但我仍會勸告那些有意積極擴大資產配置於公司債的投資人需控制風險－我們仍未抵達市場谷底，而倘若避險基金的去槓桿現象持續擴大，公司債的市場波動性也恐隨之加劇。

請問您對於金融債的看法是？

目前公司債主要分為兩大區塊－金融業公司債、一般公司債。金融債是相當難以捉摸的投資標的，因此我對金融債維持減碼。此外金融債雖明顯有可能遭股權化，然鑒於政府欲避免銀行業全面國有化，因此我認為這樣的可能性不大。如果金融債再度遭受避險基金、投資銀行及保險業等投資人的強勢賣壓，投資金融債更大的風險應該是價格波動可能會轉趨劇烈。

在過去一年中，選擇投資在銀行業資本結構的哪個部分與挑對投資標的一樣重要。儘管我在2008時持續減碼金融債，包含風險最高的第一級資本(Tier 1)銀行債券，然最近幾個月來，我逐漸看好位於銀行資本結構中間部分資產的投資前景，更由於優先和低順位第二級資本(Tier 2)銀行債券良好投資價值浮現，因此我特別增加它們的投資配置比重。

我管理的基金近期以防禦型的資產配置為主，然亦持有部分資金可以在投資價值浮現時，買進價格過低的資產

我對量化寬鬆政策相當樂觀，我認為此政策終將奏效，並可望嘉惠市場殖利率滑落

然而鑒於市場評價的原因，我已經準備賣出部分低順位第二級資本銀行債券(為在優先順位第二級資本銀行債券之後最安全的資產)，某些此類債券的價格已復甦至90年代的水準，而優先順位第二級資本銀行債券的價格則仍維持在40年代以來的低檔，因此我相信由前者轉往後者有助於增加投資價值。因為我相信市場對第一級資本債券和優先順位第二級資本債券的評價顯示投資人研判它們將是銀行一旦國有化後的輸家(但這種想法太過悲觀)。

請問您近期買進的資產類別？

我管理的基金近期以防禦型的資產配置為主，然亦持有部分資金可以在投資價值浮現時，買進價格過低的資產。英國次大酒吧公司Enterprise Inns就是這種價格遭低估、投資價值浮現，因而促使我可能買進的一個不錯的例子，這家酒吧集團的投資標的價格已經跌至30左右，因此即使它將來違約了，投資人可能仍將獲得不錯的報酬。

另外由於英鎊投資等級債券市場的殖利率已在9%左右，高收益市場殖利率更是高達20%，我相信這樣的利率提供了相當良好的長期投資機會，因此我增加了富達英鎊債券基金的信用資產投資比重。

英鎊公債市場持續受惠於量化寬鬆政策，然供給依舊很多，價格也仍然很貴。儘管經濟前景不確定性仍高—甚至比過去我管理債券基金的這三十多年來的任何時期都高，然我對量化寬鬆政策相當樂觀，我認為此政策終將奏效，並可望嘉惠市場殖利率滑落，因此我將基金的資產配置都由短期資產改為長期資產。

我們可以看到持續有穩健的資金流入我所管理的基金，因此我也妥善運用基金額外的流動性精選投資於自2009年1月以來新發行的債券標的。自該月新債券創下發行量的記錄後，接下來也仍有一些新發行的債券，特別是某些現金流入穩健的產業，如菸草和公共事業，可望嘉惠債券投資人保有穩健收益。

相對的，您避免投資在哪個區塊？

由於英國消費行業明顯前景黯淡，因此我避免投資在非核心消費產業，此外我也減碼媒體及保險業。

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。

不論是否將出現更多賣壓，今年債券市場的波動仍大，若賣壓再度出籠則將導致情況惡化

請問在您所管理的基金中，最適合在近期的市場環境下投資的基金為何者？

我認為這些基金都各有其投資優點，投資哪一檔基金應取決於投資人對經濟情勢的看法及對經濟復甦時點的預測。

富達英鎊債券基金屬於全方位的債券基金，我基於基金投資人的利益將資產配置於固定收益資產的各個領域。本基金特別適合欲維持持有固定收益投資部位、卻又不願自行做複雜且必須持續變動資產類別配置策略的投資人，尤其是在目前這個變動最為劇烈的時期。例如，我逐漸增加本基金對公司債投資比重，包括以低廉價格買進部分浮現良好投資價值的高收益債券。我努力的目標是讓本基金在景氣循環中績效表現能優於全英國的固定收益市場，包含投資等級公司債基金。

「不論是否將出現更多賣壓，今年債券市場的波動仍大，若賣壓再度出籠則將導致情況惡化。我的基金資產配置策略將可望讓績效在最近的情勢中有所斬獲，然而也同時保護投資人免於受到利差擴大所傷害。」

「任何想要在中長期追求收益與資本增值效果的投資人，債券資產將會是相當好的一種選擇。然而我仍不確定市場利差是否已經抵達最高點—主要由於市場反轉的訊號仍未出現—且關於投資人大舉轉入固定收益資產能否因此獲利豐厚，我仍無法做出定論。」

基金經理人，Ian Spreadbury

本文摘譯自富達國際2009年3月Fidelity Sterling Bond Fund Range – Finding Value in Corporate Bonds: The search for income in a low interest rate environment，富達證券整理

	累計報酬率(%)						
	3個月	6個月	1年	2年	3年	4年	5年
富達歐洲高收益基金	10.77	8.99	-20.62	-23.77	-18.77	-12.28	-5.79
富達英鎊債券基金	2.04	3.80	-3.31	-1.43	-0.40	3.58	10.94

績效資料來源：Morningstar，資料截至2009/4/30。報酬率以原幣(歐元、英鎊)計算

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信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故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。

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。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。