

「IG 優於 HY」策略上的另一層意義

上週與大家分享由股市帶來的債市風險，今週更深入分析債市部署與策略。過去已分析違約風險上投資級別(IG)更勝高息債券(HY)，在此不再累贅。但在「IG 優於 HY」策略上，應多加一層意義。

市場與美國官方在衰退爭辯上各執一詞。但正本清源，2008 年央行利用量寬以超量流動性去遮掩問題核心，造成大量高槓桿企業透過舉債苟延殘喘，把經濟問題疊加，延後再延後的衰退只會加深日後對經濟衝擊。

1 年間美息由近乎零息升至 5.5%，企業在營運上如何配合或適應？當美元定存都高見 5%時，私人資金有何誘因作企債投資？如此環境下為解決續期燃眉之急，企債發行人被迫在高企的國債收益率上加碼。加上信貸利差遞升，總利息支出令企業難以負荷。更甚是當經濟進一步放緩，盈利下降同時信貸利差又再上升，造成惡性循環。銀行危機湧現、商業房地產不景、製造業 PMI 持續低過 50 等經濟問題與一枝獨秀的美股明顯背馳。多次強調高息債券與股市相關係數偏高，東窗事發時高息債券將不能幸免。

另外，投資 IG 中亦須注意出現「墜落天使」，意指最初被授予投資級評級，但後來大多由於發行人財務狀況惡化，評級被下調至高息級別，債價受壓。根據穆迪評級指標中 Baa 為投資級別最下端階級，如被降級至高息級別最高端階級 Ba，暗示將打擊該發行人未來舉債成本及市場接受程度。因此量度 Baa 與上一階級 A 評級兩者信貸利差之差距，便可反映「墜落天使」違約率變化及其合理價值：利差差距愈大，「墜落天使」價值愈低，被降級機會愈高。

參考過去 3 年彭博全球「墜落天使」企業債券指數與 Baa 及 A 級信貸利差差距，兩者走勢成反比。自去年中旬利差差距穩步上升，反映 Baa 違約風險上升或 A 級風險下降。但未來如經濟趨向放緩，或帶動更多企業申請破產保護，「墜落天使」價值料每況愈下。簡單而言，當經濟放緩至衰退邊緣時，在「IG 優於 HY」維度上，更要提升債券組合中平均評級值，或遠離 Baa 邊緣債券。

另一角度，如果美國下半年出現明顯反彈，參考過去 20 年，投資減去高息級別之新發行債券淨銷售額，其差距與美國按季 GDP 走勢呈現同比狀態，反映未來新發行或成功舉債者多為投資級別，亦支持本文「IG 優於 HY」策略。

共勉之。

以上資訊由東亞銀行首席投資策略師李振豪先生提供

重要聲明

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

此文件中的一切資料只供一般參考用途，有關資料所表達的預測及意見並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

以上文章只反映作者的觀點，並不代表東亞銀行立場，東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。