

全球信用債展望：亂流眾多、技術面乏力，保守為宜

盧米斯賽勒斯資產管理公司固收團隊

2023/1/26

Q1：2022 年利率波動主宰全球債市，歐洲投資等級債券利差甚至衝上十年新高！請問對利差當前水準與未來走向有何看法？

年底喜訊頻傳鼓舞投資人動用現金、揮軍入市，BBB 級證券、新債尤其受到追捧，而歐洲投資等級債市流動性欠佳，資金進駐更導致利差低於基本面所允許，但最終勢必證明是空歡喜一場。

另一方面，現行估值相對過往出色，以綜合收益率（all-in yields）而言更是如此，惟未來展望偏保守，利差料將自目前水準擴張，且利率恐波動劇烈，景氣欠佳亦將導致基本面惡化，種種因素結合之下，2023 年信用債市必然充滿亂流。

資料來源：Loomis Sayles，中國信託整理。

Q2：為何認為2023 年基本面將惡化？

基本面目前為止仍然穩健，多數產業EBITDA 略微上升之外，淨槓桿持平，利息保障倍數更逼近歷史高點。然而，2023年出現值得保守之理由，例：貨幣政策將為景氣蒙上陰影，進而壓縮企業盈餘、帶來經濟衰退。此外，近日獲利維持不墜恐怕源自企業出清積壓之庫存，2023年恐難故技重施，而歐洲今冬天氣溫暖雖為當地企業節省大筆能源成本，但能源短缺仍是重大風險，且將成為下回冬季之障礙。

依景氣條件觀之，未來數季將掀起信評降級潮，畢竟信評淨升降一向與綜合採購經理人指數密切相關；儘管利息保障倍數高值得欣喜，但該項指標預計將走弱。另外，50%歐洲未清償投資等級債券將於2026 年到期，假設到期債務以目前指數殖利率（~4.5%）再融資，歐洲投資等級企業每年利息成本將增加100~150億歐元*。

資料來源：*Bank of America（2022 年11 月22 日數據）、Loomis Sayles，中國信託整理。

Q3：2023 年主要技術面因素為何？

利差變化之技術面推力眾多，主要者如：歐洲及英國央行撤離市場、2022 年大舉出逃之資金開始回流、交換利差（swap spreads）震盪。

（下頁續）

歐洲投資等級債券利差與殖利率



資料來源：Bloomberg、盧米斯賽勒斯，中國信託投信整理，2023/1/11。

針對削減再投資，歐洲央行（下稱「歐央」）十二月中宣布更鷹派之方案，其「資產收購計畫（Asset Purchase Programme）」投資組合規模預計降低50%，亦即2023年3~6月間，平均每月減少150億歐元（下同）債券；自另一角度觀之，歐央資產負債表中，平均每月將有300億債券到期，上述縮表幅度等同50%，如此一來，「公司債收購計畫（Corporate Sector Purchase Programme）」年初每月再投資金額預估約為20億，但四月起恐驟跌至10~15億。儘管歐央尚未宣布下半年目標，但市場普遍認為將繼續縮表，換言之，整體經濟走弱時遭逢歐央拉抬力量減輕，將不利歐洲投資等級債市。

另外，負債驅動投資（LDI）引發之軒然大波平息後，英國央行恢復縮減其「公司債購買計畫（corporate bond purchase scheme）」，預估每週最少賣出2億英鎊（下同）持債，但實際拋售時金額遠遠較高，平均每週4.75億**，而英國央行目前持有97.5億公司債，期望最遲於2024年初賣出***，意味現行出售速度將放慢，雖有利公司債市，但大環境疲弱時仍將促使利差擴大，出售步伐前快後慢時尤其為然。

歐洲投資等級債市2022年出走之資金一度高達177億歐元****，惟金流已陸續回歸，十一月初起共同基金與ETFs流量便由黑翻紅，原因之一係綜合收益率提升墊高年度絕對報酬，而英國投資等級債市同樣經歷失血，最慘烈之時莫過於前首相特拉斯（Liz Truss）推出迷你預算、引爆市場震盪，進而令LDI投資人壓力與現金需求激增；儘管英國市場已回穩，歸隊資金依然有限。最後，歐央撤銷量化寬鬆將減輕交換利差*****市場壓力，如此一來，以零波動利差（Z-spread）而言，估值將更具吸引力——零波動利差係歐洲市場信用風險主要衡量指標，反映投資等級債市殖利率與交換利率之差額，而歐央收購限縮主權債供給，並且成為交換利差逼近歷史高點之技術面因素，於是零波動利差下降、吸引力減低。隨歐央量化寬鬆退場、歐盟國家增發債券籌措紓困計畫財源，2023年主權債發行量料將上升，可望緩和交換利差市場之混亂，成為信用債估值一大助力，同時零波動利差亦可趨於正常，惟必須注意主權債供給增加恐削弱公司債需求。

資料來源：盧米斯賽勒斯提供，**Citigroup (2023年1月6日數據)；***英國央行(2022年12月16日數據)；****JP Morgan (2022年12月2日數據)；*****交換利差指某一交換契約(協議以固定利率付息換取浮動利率付息)之固定利率與到期年限近似主權債殖利率彼此間差額；中國信託整理。以上指數僅供參考用途，其歷史績效不應被視為現在或未來任何法盛系列基金之表現及績效的保證，亦不代表基金現在或未來之報酬率。

**【中國信託投信獨立經營管理】**

本資料僅供參考，請勿將其視為買賣基金或其他任何投資之建議或邀約。以上所作任何投資意見與市場分析結果，是依據資料製作當時情況進行判斷，本公司已力求資訊之正確與完整，惟文中之數據、預測或意見仍可能有脫漏或錯誤之處，本公司不保證本資料內容及來源資料之正確及完整性；或因市場環境變化已有變更，投資標的之價格與收益亦將隨時變動，投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去的績效亦不代表未來績效之保證，投資人應自行判斷投資標的、投資風險，或尋求專業之投資建議，不應將本資料內容引為投資之唯一依據，若有投資損益或因使用本資料所生之直接或間接損失，應由投資人自行負責。本公司或關是企業與其任何董事、受僱人不因此而承擔任何損害賠償責任。

投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。基金經金融監督管理委員會核准或同意生效，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，不負責基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知，本公司及銷售機構均備有基金公開說明書(或中譯本)或投資人須知，投資人亦可至本公司網站、公開資訊觀測站或境外基金資訊觀測站中查詢。匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動；投資人應注意基金投資之風險包括利率風險、債券交易市場流動性不足之風險及投資無擔保公司債之風險；或有因利率變動、債券交易市場流動性不足及定期存單提前解約而影響基金淨值下跌之風險，同時或有受益人大量贖回時，致延遲給付贖回價款之可能。投資涉及新興市場部份，其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請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。**由於非投資等級債券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，故所投資之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，不適合無法承擔相關風險之投資人。得投資於非投資等級債券及非投資等級或未經信用評等之轉換公司債之基金，投資人不宜占其投資組合過高之比重，且適合承受較高風險之非保守型投資人，且基金可投資於美國 Rule 144A 債券，該債券屬私募性質，較可能發生流動性不足、財務訊息揭露不完整或因價格不透明導致波動性較大之風險。配息型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，於獲配息時須一併注意基金淨值之變動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付，任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。且因現金股利之配發時間及金額將視個別企業而定，基金是依所投資標的之除息基準日認列股利收入，並於每月終了後，依帳列記錄計算可分配收益，故月配息金額非固定且配息機制可能侵蝕本金。基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用(包含經理費、保管費及其他相關費用等)。**

中國信託證券投資信託股份有限公司

台北市南港區經貿二路188號12樓 | 02-2652-6688

台中分公司 台中市西區忠明南路499號9樓之1 | 02-2372-5199