

BARINGS 霸菱

常見問題

霸菱環球高級抵押債券基金*

*霸菱環球高級抵押債券基金主要投資於次投資級別及／或未獲評級債務證券。

本基金於高級抵押債務證券的投資概不保證返還投資者的投資本金。

綻放優質收益機會
嶄新高收益策略



MORNINGSTAR晨星綜合評級™#

2025年4月

#Morningstar晨星綜合評級截至2025年3月31日（EEA OE 環球高收益債券），只適用於G類別美元分派（每月），並不代表其他股份類別的表現。

重要資料

1. 本基金主要投資於定息及浮息企業債券、票據及其他定息及浮息收入證券（不論是有抵押或無抵押及不論高級或次級（即非高級））的投資組合，主要專注於北美及歐洲高級抵押高收益（即次投資級別）工具，有關工具在歐洲或北美的認可市場上市或交易。
2. 本基金涉及投資、信貸、利率波動、評級下調、估值、信貸評級及貨幣風險。本基金可集中投資於北美及歐洲市場，而導致本基金的價值可能較為波動。此外，投資於某些歐元區國家可涉及主權債務風險。
3. 與投資級別工具相比，本基金投資於次投資級別或未獲評級的債務工具可能須承受較高的流動性、波動性、信貸風險，以及較大的本金及利息損失風險。投資於高級抵押債務工具仍須承受債務工具發行人的信用／違約風險。在違約的情況下，概不保證變現債務工具抵押品能償還投資本金。
4. 人民幣類別須承受人民幣貨幣風險。人民幣現時並非自由兌換貨幣而人民幣兌換須受外匯管制政策及限制所規限。概不保證人民幣不會貶值。在特殊情況下，相關投資以人民幣向本基金支付的變現所得款項及／或股息付款或會受到延誤。
5. 本基金可投資於衍生工具作對沖及／或投資用途。與衍生工具相關的風險包括對手方／信貸、流動性、估值、波動性及場外交易等風險。投資於衍生工具可能導致本基金承受重大虧損的高度風險。
6. 本基金可投資於具吸收虧損特點的債務工具（「LAP」）須承受在發生複雜且難以預測的觸發事件時被應急減值或應急轉換為普通股的風險，並可能導致高價格波動性及導致損失全數已投資本金。LAP亦可能承受流動性風險、估值風險及行業集中風險。
7. 董事可酌情以未變現資本收益及／或總收入支付股息並以資本支付本基金部分或全部費用及開支（即指實際上從資本支付股息），而導致本基金可分派收入增加。董事亦可直接從資本中支付股息。從資本支付股息即相當於從投資者的原有投資或該原有投資應佔的任何資本收益中退還或提取部分款項及導致本基金的每股資產淨值即時減少。
8. 投資者投資於本基金可能蒙受重大損失。



目錄

甚麼是高級抵押高收益債券？	3
甚麼是「高級抵押」中所指的抵押品？	4
環球高級抵押高收益債券市場的規模如何？	4
倘若高級抵押高收益債券被重組，將會發生甚麼情況？這是好事與否？	4
於過往經濟衰退的環境下，高級抵押高收益債券的表現如何？	4
於過往加息的環境下，高級抵押高收益債券的表現如何？	5
於減息週期下，高級抵押高收益債券將有機會表現如何？	6
甚麼是追償率？這對高級抵押高收益債券有何重要？	6
為何企業選擇發行高級抵押高收益債券，而非傳統無抵押高收益債券？若發行人的資本結構包括高級抵押高收益債券，這是否代表其基本因素較弱？	7
請比較投資者投資於高級抵押高收益債券與傳統高收益債券的風險與回報水平。	7
從行業和地區來說，高級抵押高收益債券及傳統高收益債券有何分別？	8
高級抵押高收益債券的評級低於投資級別。這對投資者有何意義？	9
從資產配置而言，高收益債券能否成為核心資產？	9
於各個地區及行業進行多元化投資的重要性何在？這對高收益投資者有何啟示？	9

甚麼是高級抵押高收益債券？

何謂「高級」及「抵押」？

債券是指售予投資者的債務證券。若一家公司違反債務責任，便會被迫進入破產清盤程序，屆時將變賣其資產來償還債務。償還債務是根據既定的優先次序進行；最先償還的是「高級」債務，然後是低級或次級債務。若債券屬於「抵押」類別，便可獲得發行人的抵押品或某種形式的資產作保障。因此，當一家公司違約時，抵押債券的追償率可能高於無抵押債券。

從償債的優先次序來說，甚麼是「第一留置權」及「第二留置權」？

雖然第一留置權及第二留置權債券均屬高級債務，但當發生破產或違約事件時，第二留置權債券的償債次序為第二，即在第一留置權債券之後。

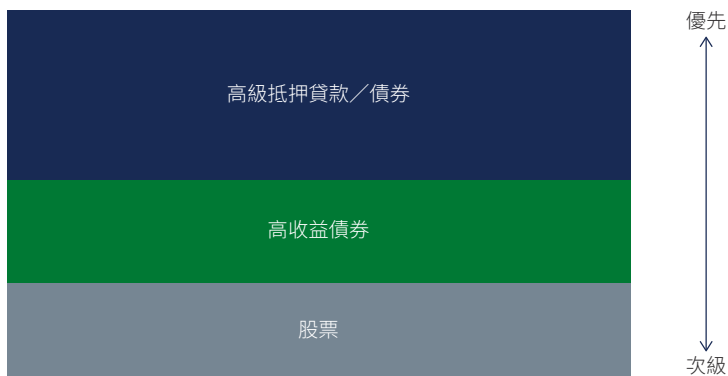
這類債券通常是「高級及抵押」，還是「高級或抵押」？

「高級抵押」一詞是指債券的結構同時屬於高級及有抵押。債券亦可以是高級但無抵押，即是該債券沒有具體的抵押品作為保證。

高級抵押高收益債券的發行人是否規模較小及缺乏知名度？

不一定。一些高具知名度的品牌及行業領導者均有發行高級抵押高收益債券，例如American Airlines 及Virgin Media*。發行高級抵押高收益債券的原因眾多，例如為現有債務再融資、減低資本成本或作為併購交易融資方案的一部份。

圖一：環球高級抵押債券於資本結構中處於優先位置



資料來源：聯合國經濟及社會事務部人口組（2019年）。2019年世界人口展望。

*僅供說明及參考之用途，不得用於或賴以作出任何投資決策。不擬提述具體發行人及不應被詮釋為購買、出售或持有該等發行人證券的推薦意見。霸菱的投資產品及投資策略未必有包含所提及的證券，若是持有該等證券，則並不代表將繼續持有該等證券。

甚麼是「高級抵押」中所指的抵押品？

多種不同的資產都可以當作抵押品，包括房地產、設備、汽車，以及軟件或商標等無形資產。放款人可透過不同的保障方案買入有關抵押品的特定索償或取得留置權。事實上，有抵押放款人是公司資本結構中最優先的債權人，對特定的資產組合擁有最優先的償債權利，排名甚至優於最高級的無抵押放款人。

環球高級抵押高收益債券市場的規模如何？

於過去十年，高級抵押高收益債券市場經歷顯著增長。這主要由於其他融資途徑（包括貸款及無抵押債券）受到限制，令高級抵押高收益債券成為可行的企業融資來源。現時，這個市場的價值約6,310億美元¹。

倘若高級抵押高收益債券被重組，將會發生甚麼情況？這是好事與否？

這視乎重組的詳情，當中有可能有利於高級債券持有人。在重組時，高級放款人可以扣押抵押品或重新商議原有債券條款，並可加入債權人委員會，最終可能持有公司的主要控制權。不過，重組對次級債券、無抵押債券或股票持有人的正面作用不大。

儘管每次重組都有其獨特之處，但如果一家企業過度舉債及承受沉重的利息，此程序可能是一件好事。若公司的經營狀況開始惡化並壓力漸增，債券持有人可能無法取回原先付出的金額。然而，投資者至少可以透過重組程序取回部份本金，而非單單等待公司違約並進入清盤狀態。正如上文指出，由於重組發行人債務的過程相當複雜，因此需要經驗豐富的投資團隊來管理高級抵押高收益債券組合。

於過往經濟衰退的環境下，高級抵押高收益債券的表現如何？

高級抵押高收益債券並非不受經濟衰退所影響，但由於其在資本結構的償債次序優於無抵押債券，因此能於企業違約時為投資者提供較大的本金損失保障。與傳統高收益債券相似，此資產類別對發行公司的信貸基本因素較為敏感，而經濟放緩可為企業現金流及／或盈利能力帶來壓力。

與傳統無抵押高收益債券一樣，由於高級抵押高收益債券的槓桿程度通常較投資級別債券高，因此在經濟衰退時或會較易受到影響。不過，投資經理可以透過謹慎分析發行人的基本因素，以及評估債券的抵押品，從而減輕未達投資級別債券的信貸風險。霸菱在美國及歐洲擁有逾50名高收益投資專家²，並具備資源及專業知識為我們包銷的所有信貸提供深入基本因素分析。

1. 資料來源：洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數(HW4S)，截至2025年3月31日。

2. 資料來源：霸菱，截至2025年3月31日。不包括11名結構性信貸投資專業人士。



於過往加息的環境下，高級抵押高收益債券的表現如何？

環球高級抵押高收益債券的存續期相比其他固定收益資產類別較短，因此對加息的敏感度往往較低。環球高級抵押債券與美國國庫債券過往相關性一向較低，甚至為負，由此可以引證這一點。從經濟原理的角度亦屬合理。例如已發展市場加息及政府債券孳息率上升期間通常與經濟可能出現較高增長及通脹預期相關。這類通貨再膨脹的環境往往利好環球高級抵押高收益債券，並可能有利於息差收窄及利好該資產類別的表現。然而，具體信貸、行業及評級對利率的敏感度可能存在重大差異，投資者需仔細進行「由下而上」的證券挑選。最後，值得注意的是鑑於環球高級抵押債券市場的到期日相對較短，市場上到期日大於10年的債券不足1%³。

圖二：高收益債券前景對利率敏感度相對較低



資料來源：環球高級抵押債券按洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數、美國高收益債券按洲際交易所美銀美國高收益指數、新興市場企業債券按摩根大通新興市場債券環球多元化指數、美國國庫債券按洲際交易所美銀美國國債指數、新興市場主權債券按摩根大通新興市場企業債券廣泛多元化指數及美國投資級別企業債券按洲際交易所美銀美國企業指數。截至2025年3月31日。

3. 資料來源：洲際交易所美銀，截至2025年3月31日。

於減息週期下，高級抵押高收益債券將有機會表現如何？

由於利率下跌，這有望減輕企業的償債負擔，並為高收益債券市場締造有利的環境。然而，減息時的經濟環境很重要。儘管經濟衰退的環境普遍不利於市場，但於較溫和的經濟環境下減息歷來有望為高收益債券市場提供建設性的市場環境。例如：於1990年代中期，高收益債券市場繼減息週期開始後錄得強勁的回報⁴。

甚麼是追償率？這對高級抵押高收益債券有何重要？

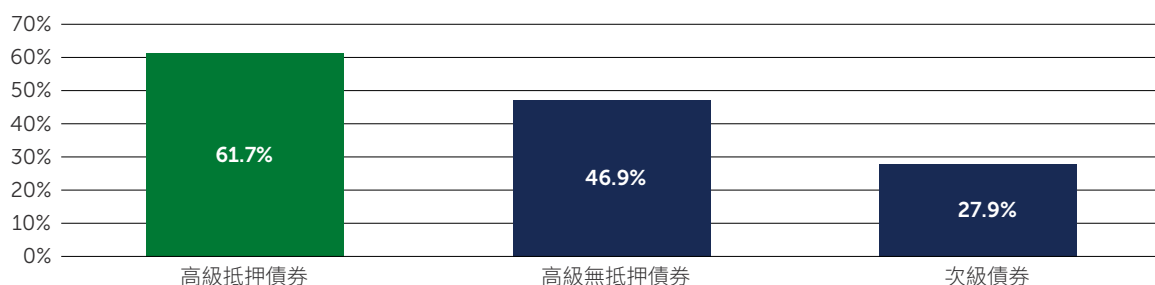
追償率是指償還債務的比率，當中或包括資產性質、該資產的當前市場情況，以及收回主要資產所涉及的法律與實際程序。債券投資者必須緊記：抵押放款人有權參與討論債務重組，並於整個程序中獲得較優先處理。

就從歷史而言，北美非金融企業的高級抵押高收益債券之追償率一直相對優於無抵押債券。在1987年至2023年期間，違約的高級抵押債券的平均追償率為61.7%，而高級無抵押債券為46.9%，次級債務為27.9%（圖三）。

在現實情況中，當發行人違約及進行重組時，放款人甚少實際取得公司或資產的直接擁有權。相反，放款人在發生違約事件時致力於重組債務，並藉此收回最多的投資本金。換言之，當中未必涉及取得資產擁有權並將之出售，更常見的是取得整個程序的控制權，並把債務重新包裝。

此外，在重組發行人債務以取得最佳追償率的過程中，需要由資源充裕和經驗豐富的投資團隊執行。有鑑於此，我們認為高級抵押高收益債券投資者必須與擁有廣泛經驗及往績，並擅於在起伏不定的信貸及經濟週期中處理這些情況的投資經理合作。

圖三：高級抵押債券歷來提供較高追償率（1987年至2023年）



資料來源：穆迪投資者服務年度違約研究，請注意以上數據為北美非金融企業，截至2024年2月26日。

4. 資料來源：彭博及洲際交易所美銀，截至2025年3月31日。

為何企業選擇發行高級抵押高收益債券，而非傳統無抵押高收益債券？若發行人的資本結構包括高級抵押高收益債券，這是否代表其基本因素較弱？

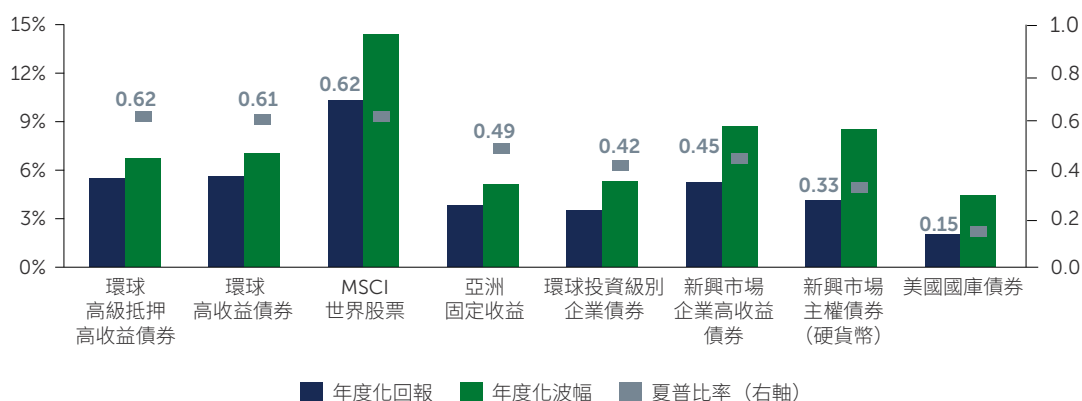
決定發行債券的結構類型原因眾多，其選擇未必反映發行人的基本質素。企業會因應其具體需要及市場可提供的選擇，配合其資產負債表的情況釐定。倘若企業擁有可以用作抵押的資產，抵押債券可能較傳統高收益債券更能切合其需要，而且也是成本較低的融資方法。此外，若企業的營運時間尚短，放款人在投資時可能希望獲得抵押品的保障，反之，放款人可能較願意投資於由發展成熟的企業所發行的傳統高收益債券。

傳統高收益債券通常都沒有抵押品，因此其排名在資本結構中在有抵押債權人之後，而這類債券通常為投資者提供較高的回報，藉以彌補有關額外風險。另一方面，高級抵押高收益債券把資產（實物或無形）當作抵押品，借款人通常會對來自抵押資產的資產及現金流比例設限。這局部決定了該債券的保障程度，因為當出現下行情況時，債券持有人一般將有權推動重組程序。

請比較投資者投資於高級抵押高收益債券與傳統高收益債券的風險與回報水平。

過往表現顯示高級抵押高收益債券的回報較吸引：在過去超過14年，環球高級抵押高收益債券每年平均帶來5.5%的回報（圖四）。

圖四：環球高級抵押高收益債券提供具吸引力的經風險調整後回報（2011年2月至2025年3月）

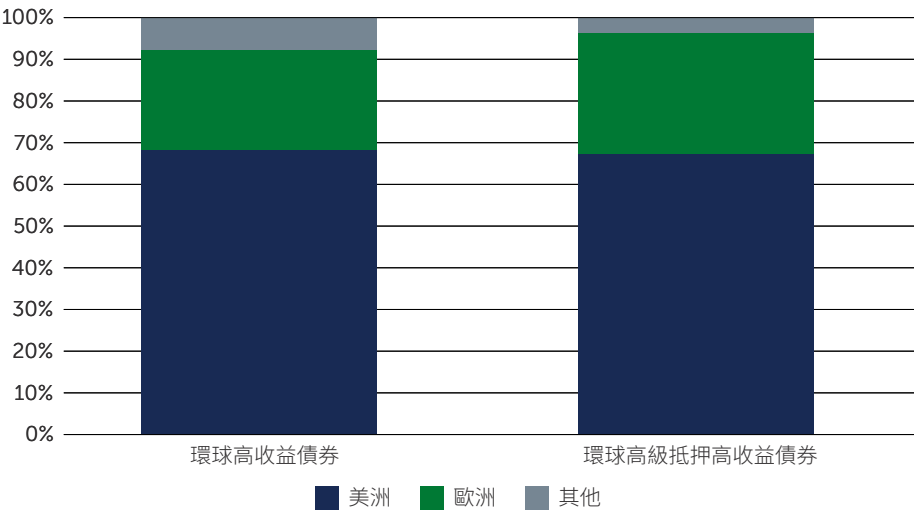


資料來源：洲際交易所美銀BB-B級環球高收益抵押債券指數（對沖至美元）、洲際交易所美銀非金融已發展市場高收益限制指數（對沖至美元）、MSCI世界股票指數、摩根大通亞洲信用指數、洲際交易所美銀環球企業債券指數（對沖至美元）、摩根大通新興市場非投資級別企業債券多元化指數、摩根大通新興市場債券環球多元化指數及彭博美國國庫債券指數，截至2025年3月31日。注意：所有回報以美元計值。經風險調整後回報為（年度化回報-無風險利率）/標準差。夏普比率及經風險調整後回報的無風險利率按彭博巴克萊美國國庫債券3個月總回報指數計算。

從行業和地區來說，高級抵押高收益債券及傳統高收益債券有何分別？

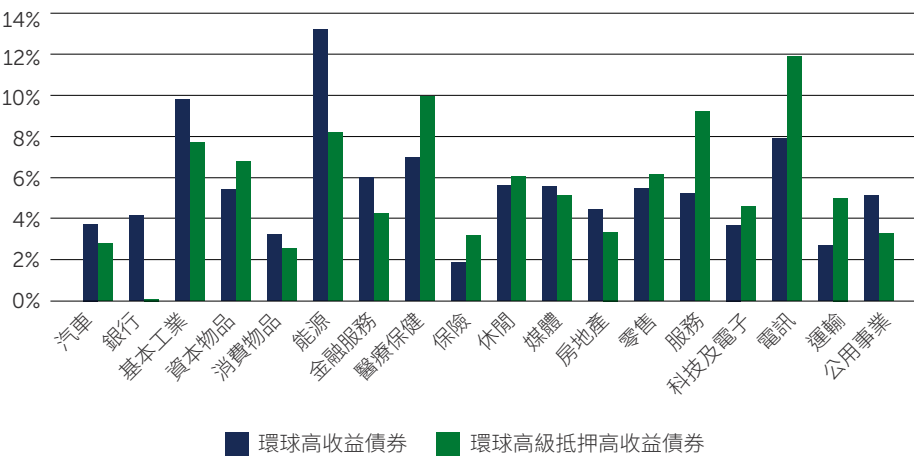
雖然環球高級抵押高收益債券及環球高收益債券市場在資本物品、媒體和醫療保健的比重相若，但於過去數年，能源、汽車和消費品一般佔環球高收益債券市場較高比重（圖六），而一般休閒和服務則在環球高級抵押高收益債券市場中所佔的比重較高。

圖五：多元化的地區分佈



資料來源：洲際交易所美銀環球高收益指數(HW00)及洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數(HW4S)。截至2025年3月31日。

圖六：行業分類



資料來源：洲際交易所美銀環球高收益指數(HW00)及洲際交易所美銀BB-B級別環球高收益抵押債券指數(HW4S)。截至2025年3月31日。



高級抵押高收益債券的評級低於投資級別。這對投資者有何意義？

信貸評級顯示一個實體償還債務的相對能力，並以其借貸紀錄、還款情況及其他因素為依據。評級是對發行人償債能力的當前評估，並不保證現時或未來的表現。次投資級別或高收益債券的信貸評級較投資級別(Baa3/BBB-)為低，而債券的評級主要由三家評級機構釐定，分別是穆迪投資服務（穆迪）、標準普爾及惠譽。信貸評級只是各機構的意見，並非信貸質素的保證，亦不代表違約機率或買賣建議。由於投資級別以下的發行人預期的違約風險較高，因此通常要向投資者支付較高的利率以彌補有關風險。

從資產配置而言，高收益債券能否成為核心資產？

我們認為把高收益債券作為廣泛投資組合內的核心資產類別實屬合理。從過往資料可見，高收益債券除了可帶來具吸引力的回報潛力外，由於它與其他資產類別的相關性較低，因此亦能帶來多元化投資的優勢。與其他固定收益資產類別（例如：貸款及投資級別債券）相比，高收益債券一直提供相對遞增信貸或違約風險下取得額外收益的機會。相較於類似股票的資產類別，高收益債券可能締造相若的回報，但波幅較低。

霸菱認為基本因素是推動高收益債券長期回報的動力，然而，從短期而言，市場可能非常低效及於技術性因素的影響下，高收益債券價格及息差或會出現大幅波動的情況。以2013年的「縮減量寬恐慌」(taper tantrum)及2016年的英國脫歐投票為例，入市時機來去匆匆，投資者要根據這些短期波動來決定投資時機並不容易。我們認為這是在策略層面及於整個信貸週期中以高收益債券作為「核心」配置的最有力理據之一。

即使在大市普遍疲弱時，長期策略性地投資於高收益債券將有助投資者（特別是那些願意抵受短期波幅的投資者）及時掌握多變的相對價值機會，並在整體市場反彈時捕捉升勢潛力。

於各個地區及行業進行多元化投資的重要性何在？這對高收益投資者有何啟示？

為抵銷潛在波動性，以及把握當時的最佳相對價值投資機會，我們相信在各個地區進行多元化投資（尤其是在已發展市場），並與可靈活配置的主動型投資經理合作至關重要。儘管美國及歐洲等已發展市場均具備相同的特性，但兩者的子成份及行業分佈不盡相同，因而為各區帶來相對價值。舉例來說，美國的能源業比重高於歐洲；能源業佔美國的指數約13%，而在歐洲則約佔指數的3%⁵。有鑑於此，當能源業在2015年被拋售期間，美國高收益債券市場（能源業比重較高）普遍下跌，但對歐洲的影響卻相對較低。長遠而言，技術面及基本因素會有所不同，而主動型投資經理可致力於各個市場發掘相對價值，並同時專注於「由下而上」的基本因素分析。

5. 資料來源：洲際交易所美銀，截至2025年3月31日。

霸菱為一家管理4,426億美元*資產的環球資產管理公司，致力與機構、保險和中介客戶合作，通過靈活的金融解決方案為領先企業提供支持。作為美國萬通的子公司，霸菱旨在善用其環球規模，以及通過公共和私募市場固定收益、實物資產和資本解決方案方面的投資能力，為投資者實現超額回報。

重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及／或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者應細閱發售文件所載詳情及風險因素。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

附註：©2025 MORNINGSTAR。版權所有。本文所載資料：(1)屬MORNINGSTAR及／或其內容提供商專有；(2)不得複印或分發；及(3)不保證準確、完整或適時。MORNINGSTAR及其內容提供商概不就因使用本資料而引致的任何損害或損失承擔任何責任。過往表現並不保證未來業績。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.baring.com)

*截至2025年3月31日

25-4221539