



BARINGS

問 答 集

霸菱優先順位資產抵押債券基金
(本本基金主要投資於非投資等級之
高風險債券及符合美國Rule 144A規定
之私募性質債券且基金之配息來源可
能為本金)

**綻放優質收益機會
嶄新非投資等級債券策略**

2025年4月



目錄

什麼是優先擔保債券?	3
「優先擔保債券」的擔保品為何形式?	4
全球優先擔保債券市場規模如何?	4
倘若優先擔保債券發行企業被重組，將會發生什麼情況?這是好事與否?	4
在經濟衰退時，優先擔保債券可能會出現哪些情況?	4
在過往升息的环境下，優先擔保債券的表現如何?	5
在過往降息週期中，優先擔保債券的表現如何?	6
什麼是回復率(RECOVERY RATE)?這對優先擔保債券有何重要?	6
為何企業選擇發行優先擔保債券，而非傳統的無擔保非投資等級債券?若發行人的資本結構包括優先擔保債券，是否代表其基本面較差?	7
優先擔保債券與傳統非投資等級債券的風險/報酬分析	7
從產業和區域來看，優先擔保債券及傳統非投資等級債券有何分別?	8
優先擔保債券的信評為「非投資級」，這對投資者有何意義?	9
從資產配置來說，非投資等級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?這對非投資等級投資者有何啟示?	9

什麼是優先擔保債券？

何謂「優先」及「擔保」？

債券是指售予投資者的債務證券。若一家公司無法履行債務責任，便會被迫進入破產清算程序，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順位進行；最先償還的是「優先」債務，然後是次一級或次順位債務。若債務有「擔保」，便可有發行人的抵押/擔保品作保障。因此，當一家公司違約時，擔保債券的回收率(Recovery Rate)可能遠高於無擔保債券(詳情請參閱第5頁)。

從償債優先順位來說，什麼是「第一留置權(FIRST-LIEN)」及「第二留置權(SECOND LIEN)」？

第一留置權及第二留置權債券均屬於優先債券，但當發生破產或違約事件時，第二留置權債券的償債順位為第二，即在第一留置權債券之後。

這類債券通常是「優先及擔保」，還是「優先或擔保」？

「優先擔保」一詞是指債券同時是優先且有擔保。債券亦可以是優先償債但無擔保，即是該債券沒有具體的抵押品作為擔保。

優先擔保債券的發行人是否規模較小及缺乏知名度？

不一定，一些具知名度高的品牌及產業領導者均有發行優先擔保債券，例如 American Airline, Virgin Media。發行優先擔保債券的原因眾多，例如為目前債務再融資，或作為併購交易之融資來源。

全球優先擔保債券帶來資本結構保障



「優先擔保債券」的擔保品為何形式？

多種資產都可以當作擔保/抵押品，包括房地產、設備、汽車，以及軟體或商標等無形資產。放款人可透過不同的保障方案取得擔保/抵押品的特定追索或不同順位的留置權。事實上，有擔保債券的投資人是公司資本結構中最優先償債的債權人，對特定的資產組合擁有最優先的償債權利，順位甚至先於優先無擔保債券投資人。

全球優先擔保債券市場規模如何？

自2008金融危機以來，優先擔保債券市場規模顯著成長，其中以歐洲最為明顯。主因是其他融資途徑(包括貸款及無擔保債券)受到限制，令優先擔保債券成為可行的企業融資來源。目前，全球優先擔保債券市場規模已超過6,310億美元¹。

倘若優先擔保債券發行企業被重組，將會發生什麼情況？這是好事與否？

對優先擔保債券投資人而言，公司重組債務不一定是好事或壞事。這需要看重組詳情，並可能有利於優先擔保債券持有人。在重組時，優先債券投資人可以扣押擔保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，重組對次順位債券、無擔保債券或股權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有沉重的利息負擔，這個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，債券投資人可能無法取回原先付出的價格。然而，投資者至少可透過重組程序取回大部份本金，而非單單等候公司違約並進入清算。正如前文指出，由於重組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優先擔保債券組合。

在經濟衰退時，優先擔保債券可能會出現哪些情況？

優先擔保債券並非不受經濟衰退所影響，但由於在資本結構的償債順位先於無擔保債券，因此能於市場違約率急升時、為投資者提供較大的本金損失保障。與傳統非投資等級債券相似，此資產類別對發行公司的信貸基本面較為敏感，而經濟放緩可能會為企業現金流及/或盈餘能力帶來壓力。

與傳統無擔保非投資等級債券一樣，由於優先擔保債券的槓桿比率通常較投資級債券高，因此在經濟衰退時較易受到影響。不過，投資經理可以透過謹慎分析發行人的基本面，以及評估債券的擔保/抵押品，從而減輕非投資級債券的信貸風險。霸菱在美國及歐洲擁有逾50名非投資等級投資專家²，並具備資源及專業知識為我們投資的所有債券提供深入基本面分析。

1. 資料來源：ICE 美銀 BB-B 等級全球優先擔保債券指數 (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 多名結構性信貸投資專業人士。

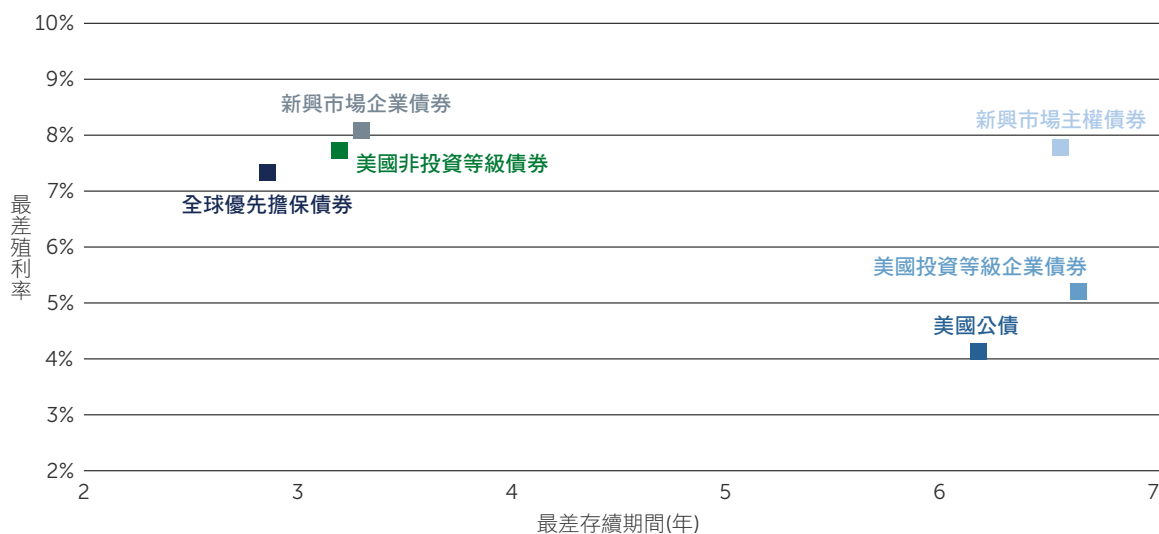


在過往升息的环境下，優先擔保債券的表現如何？

全球優先擔保債券的存續期間較其他固定收益短，因此對升息的敏感度往往較低。從優先擔保債券與美國公債過往相關性一向較低，甚至為負，就可驗證。從經濟的角度亦屬合理。例如已開發市場升息及公債殖利率上升期間，通常是因為較高增長及通膨預期，而此類通貨再膨脹的環境，往往對優先擔保債券有利，利差持續收窄機會大。

然而，個別信貸、產業及評等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」的債券挑選。最後，值得注意的是，鑑於全球優先擔保債券的到期日相對較短，市場上距離到期日大於10年的債券約為1%³，因此長期美國公債殖利率急升、導致美國公債殖利率曲線陡峭，對優先擔保債券的直接影響較小。

優先擔保債券對利率敏感度較低



資料來源：全球優先擔保債券使用ICE美銀BB-B級全球優先擔保債券指數、美國非投資等級債券使用ICE美銀美國非投資等級債券指數、新興市場主權債券使用摩根大通新興市場債券環球多元化指數、美國公債使用彭博美國公債指數、新興市場企業債券使用摩根大通新興市場企業債券指數、美國投資等級企業債券使用ICE美銀美國企業債券指數。截至2025年3月31日。

3. 資料來源：ICE 美銀；2025年3月31日。

在過往降息週期中，優先擔保債券的表現如何？

在降息週期中，利率的下降預計將減輕企業的償債負擔，支持非投資等級債券。儘管如此，降息背後的經濟背景很重要，雖然衰退環境通常對市場不利，但在較良性經濟環境下的降息，實際上對非投資等級債券創造有利的環境。1990年代中期的降息周期可作一個相似的歷史參考，在此期間，非投資等級債券市場在降息週期開始後獲得了不錯的報酬⁴。

什麼是回復率(Recovery Rate)?這對優先擔保債券有何重要？

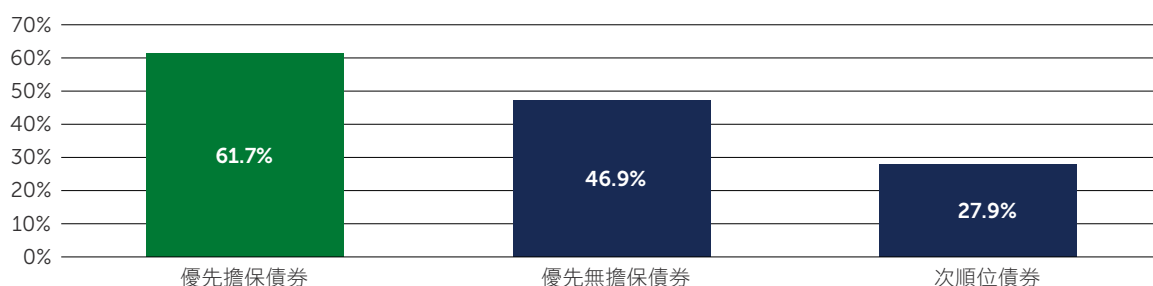
回復率(Recovery Rate)是指在發行人違約或重組債務後，可以償還或回收的債務比率，其高低將取決於多項因素，包括：資產品質、該資產的當前市況，以及收回主要資產所涉及的法律與實際程序。債券投資者必須謹記：擔保債券投資人一定有權參與討論債務重組，並於整個程序中獲得優先處理。

以歷史經驗看來，優先擔保債券的回復率一直高於無擔保債券。在1987年至2022年期間，優先擔保債券的平均回復率為61.2%，而優先無擔保債券為47.1%，次順位債券為27.8%(下圖)。

在現實情況中，當發行人違約及進行重組時，債務投資人甚少實際取得公司或資產的直接擁有權。相反，會在發生違約事件時致力於債務重組，並藉此回收最多的投資本金。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重整程序的控制權，並把債務重新包裝。

此外，在重組發行人債務以取得最佳回收率的過程中，需要由資源充裕和經驗豐富的投資團隊執行。有鑑於此，我們認為優先擔保債券投資者必須與擁有廣泛經驗及過往績效，並擅於在起伏不定的信貸及經濟循環中處理這些情況的投資經理合作。

優先擔保債券提供較高回復率-1987~2023



資料來源：穆迪年度違約研究，數據指的是北美非金融公司。截至2024年2月26日。

4. 資料來源：彭博社、美銀；2025年3月31日。

為何企業選擇發行優先擔保債券，而非傳統的無擔保非投資等級債券？若發行人的資本結構包括優先擔保債券，是否代表其基本面較差？

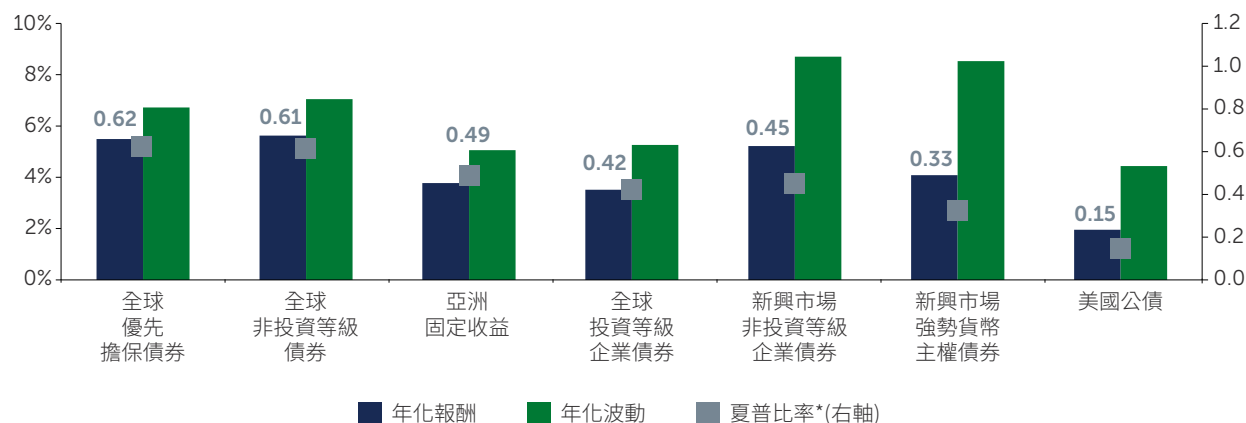
在決定發行何種債務結構時，發行人可能有各種考量，未必反映發行人的基本面，而是根據具體需要及市場可提供的選項，並搭配資產負債表來作選擇。倘若企業擁有可用作擔保/抵押的資產，擔保債券可能較傳統非投資等級債券更能配合其需要，而且也是成本較低的融資方法。此外，若企業的營運年限尚短，放款人在投資時可能希望獲得擔保/抵押品的保障。或是有些投資人會比較偏好投資由發展成熟企業發行的傳統非投資等級債券。

傳統非投資等級債券通常都沒有擔保，因此其優先償債順位排在有擔保的債券之後，而這類債券通常為投資者提供較高的預期報酬，藉以彌補有關超額風險。另一方面，優先擔保債券把資產(可以是實物或是無形)當作擔保/抵押品，通常會對來自擔保品的資產及現金流比例設限，這部份決定了該債券的保障程度，因為當不利情勢出現時，債券持有人一般將有權推動公司重組程序。

優先擔保債券與傳統非投資等級債券的風險/報酬分析

歷史經驗顯示優先擔保債券的報酬具吸引力：在過去13年，全球優先擔保債券每年平均約有5.6%的年化總報酬(下圖)，報酬略低於全球非投資等級債券(這些傳統非投資等級債券以無擔保債券為主)。換言之，相對於無擔保非投資等級債券，優先擔保債券能為投資者提供更佳的本金保障。若投資者願意割捨少部份的利差⁵或收益，優先擔保債券便可在發行人違約時提供額外保障。

全球優先擔保債券提供具吸引力的經風險調整後報酬(2011年2月-2025年3月)



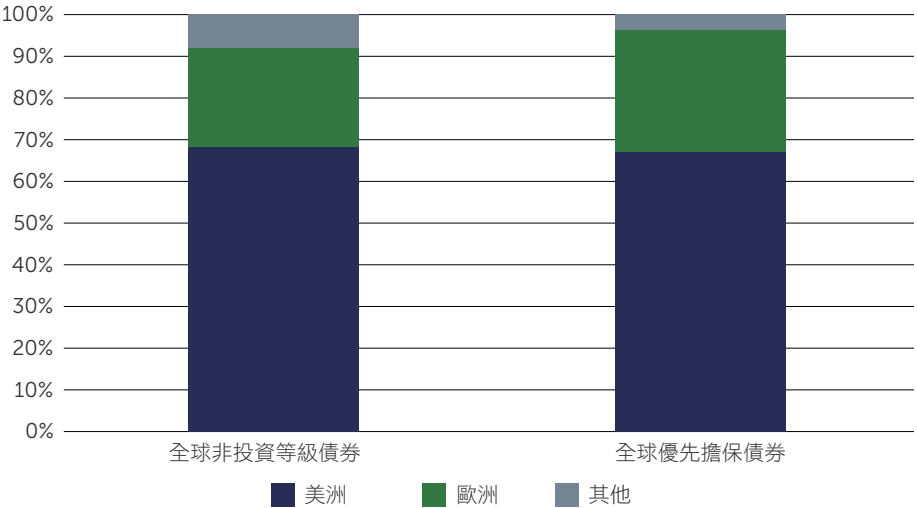
資料來源：ICE美銀非金融已開發市場非投資等級限制指數、ICE美銀BB-B等級全球優先擔保債券指數(HW4S)、摩根大通亞洲信貸指數、摩根大通新興市場非投資等級企業債券多元化指數、ICE美銀全球企業債券指數、摩根大通新興市場債券環球多元化指數、摩根大通美國5-10年期公債指數。截至2025年3月31日。所有報酬以美元計價。*經風險調整後報酬為夏普比率，計算方式為(年化報酬 - 無風險利率)/年化波動；無風險利率為彭博巴克萊美國3個月國庫債總報酬指數。

5. 資料來源：利差是指相對無風險利率之利率差距。

從產業和區域來看，優先擔保債券及傳統非投資等級債券有何分別？

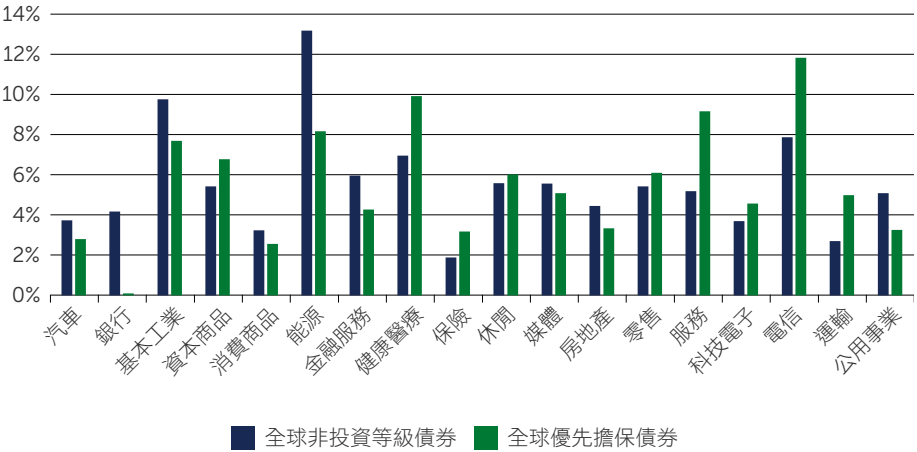
雖然優先擔保債券及全球非投資等級債券市場在資本商品、媒體和健康醫療的比重類似，但在過去幾年，能源、汽車和消費商品佔全球非投資等級債券市場較高比重，而休閒和服務則優先擔保債券市場中所佔比重較高。

優先擔保債券歐洲比重較非投資等級債券高、較為多元



資料來源：ICE美銀全球非投資等級債券指數(HW00)、ICE美銀BB-B等級全球優先擔保債券指數(HW4S)。截至2025年3月31日。

產業分類



資料來源：ICE美銀全球非投資等級債券指數(HW00)、ICE美銀BB-B等級全球優先擔保債券指數(HW4S)。截至2025年3月31日。



優先擔保債券的信評為「非投資級」，這對投資者有何意義？

信評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評估依據。信評是對發行人償債能力的當前評估，並不保證未來的表現。非投資級或非投資等級債券的信評較投資級(Baa3/BBB-)為低，而債券的評等主要由三家信評機構決定，分別是穆迪投資服務(穆迪)、標準普爾及惠譽。信評只是各機構的意見，並非信貸品質的保證，亦不代表違約率或買賣建議。由於非投資級發行人預期的違約風險較高，因此通常要提供投資者較高的利率、才可彌補有關風險。

從資產配置來說，非投資等級債券能否成為核心資產？

我們認為把非投資等級債券當作廣泛投資組合的核心資產是明智之舉。從過往資料可見，非投資等級債券除了可帶來具吸引力的報酬潛力外，由於它與其他資產類別的相關性偏低，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：貸款及投資級債券)相比，非投資等級債券提供能承受一定信貸或違約風險的投資人之額外收益機會。相較於類似股票的資產類別，非投資等級債券可能締造相似的報酬，但波動卻較低。

霸菱認為基本面是推動非投資等級債券長期報酬的關鍵，然而，從短期而言，市場可能非常無效率。在過去幾年，雖然非投資等級債券市場曾經數次出現價格及利差大幅波動的情況(主要受發行量或共同基金流向等技術面影響)，但基本面的變動其實不大。若投資者要根據這些短期波動來決定投資時機並不容易，以2013年的美國「縮減量化寬鬆恐慌」(taper tantrum)及2016年的英國脫歐公投為例，入市時機來去匆匆。我們認為這是在策略層面及於整個信貸循環中以非投資等級債券作為「核心」資產的最有力理由之一。

即使在大盤普遍疲弱時，長期策略性的投資於非投資等級債券將幫助投資者(特別是那些願意承受短期波動的投資者)及時掌握多變的相對價值機會，並在整體市場反彈時捕捉漲升潛力。

於各個地區及產業進行多元化投資的重要性何在？這對非投資等級投資者有何啟示

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(尤其是在已開發市場)，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開發市場均具備相同的特性，但兩者的子成份及產業分佈不盡相同，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%⁶。長遠而言，技術面及基本面會有所不同，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」的基本面分析。

6. 資料來源：ICE 美銀歐洲貨幣非金融非投資等級限制指數 (HPID)；ICE 美銀美國非金融非投資等級限制指數 (HCNF)，截至2025年3月31日。

霸菱為一家管理4,426億美元*資產的全球投資管理公司，與機構、保險和中介客戶合作，並透過靈活的融資解決方案支持領先企業。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，利用其全球規模以及公開和私募固定收益、實體資產和資本解決方案方面的能力，力求提供超額報酬。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 一百一十四年金管投顧新字第零零捌號
地址：台北市信義區信義路五段7號55樓A室(台北101大樓) 電話：0800-062-068

本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，不負責本基金之盈虧，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。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文之經濟走勢預測亦不代表相關基金績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。基金投資涉及新興市場的部分，因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。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於非投資等級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，故本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。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。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，不負責本基金之盈虧，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。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜佔其投資組合過高的比重。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。本基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金近12個月配息組成項目表請參見霸菱證券投資顧問股份有限公司網站。基金配息不代表基金實際報酬，且過去配息不代表未來配息；基金淨值可能因市場因素而上下波動。本基金主要投資於符合美國RULE 144A規定之私募性質債券，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，投資人需留意相關風險。

請至[BARINGS.COM](https://www.barings.com)發掘更多

*截至2025年3月31日

TW25-4442536 出刊日期：2025年4月28日