

高收益債券：這一勢頭能否延續？

儘管環球經濟的走向存在風險，但對於願意承受潛在短期波動的長線投資者而言，高收益債券及貸款將繼續提供具有吸引力的總回報潛力。

預期聯儲局加息週期接近尾聲，加上消費者開支及勞工市場持續強勁，令信貸息差於過去數週有所收窄。儘管歐洲經濟低迷，而且歐洲央行於持續高企的通脹回落之前不太可能減息，但市場普遍認為美國經濟能夠實現軟著陸。但隨著目前的信貸息差接近歷史平均水平的較低位，部份投資者開始對高收益債券能否維持強勁勢頭有所懷疑。市場認為此資產類別仍具有投資價值。若投資者能保持耐心，將有望獲得具吸引力的總回報。

企業表現穩健

儘管整體企業盈利於2023年上半年呈下跌趨勢，但於第三季出現止跌回升，並於第四季更有良好表現，市場普遍預期這一勢頭有望延續至今年上半年。然而，不同行業的企業盈利可能會出現分歧。例如，對利率較為敏感、槓桿率較高及具週期性的行業，潛在利潤較低的風險較高。

無論目前的盈利如何，高收益債券市場的信貸質素仍遠高於過往水平。與十年前相比，現今的市場有顯著的轉變，過往歐洲市場的BB級別債券發行人較多，但現在大部份美國高收益債券發行人亦屬於BB級別（圖一）。與此同時，最低級別的CCC級別債券發行人目前僅佔市場的11%，而於十年前佔近20%。

令人鼓舞的是，許多高收益債券發行人於過去數年一直致力強化自身的財務狀況，因此從基本因素的角度而言，這些企業已經作好充分準備以應對潛在的經濟衰退，特別是較預期溫和的經濟衰退。美國及歐洲的企業淨槓桿率仍處於歷史低位，分別約為3.55倍及3.7倍，而利息保障倍數亦處於可控水平¹。企業利潤（以息稅折舊攤銷前利潤計算）於許多情況下，已回復到甚至超越疫情爆發前的水平。與此同時，短期內到期的債券數量仍然有限，美國市場約有7%的債券於未來18至24個月內到期²。由於大部份債券為BB級別，發行人面對再融資風險的可能性不大。

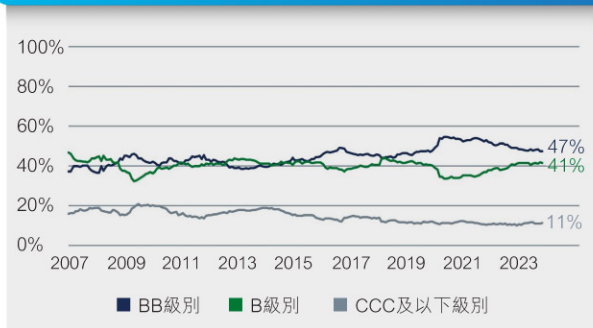
儘管違約率於去年上半年由於一些特殊情況而小幅上升，但綜合信貸質素較高、槓桿率較低、現金緩沖充裕以及短期內到期的債券數量有限等因素，違約率於中短期內顯著上升的可能性不大，甚至可能持平或下跌。

持樂觀態度的理由

鑑於市場預期經濟可能並非那麼不明朗，信貸相對於其他主要資產類別的潛在風險似乎較低。儘管如此，由於市場波動性可能會維持高企，投資者繼續看好評級（及質素）較高的債券及貸款，這是由於相關資產類別的收息率仍然具有吸引力。例如，美國市場的BB至B級別債券近期的收息率約為7.2%，而貸款的收息率則約為7.9%³。儘管信貸息差於過去數週有所收窄，但於基本因素狀況良好、違約前景持續改善及潛在經濟問題較少的情況下，此收息率水平將有助該資產類別實現潛在具吸引力的總回報，特別是對於願意在進一步波動中仍堅定持有的投資者。

就貸款而言，於短期利率上升及既定息差整體穩定的推動下，目前票息約為9.11%，遠超長期平均水平的5.46%⁴。對於過往總回報介乎於4%至6%之間的市場而言，此票息水平表明未來總回報很可能高於平均水平。如前所述，儘管所有固定收益市場的收息率均有所上升，但貸款資產類別仍然受投資者青睞，這不僅是由於其表現跑贏其他市場，同時是由於其大部份收息率來自目前（而非等待價格回升後）支付的合約收入。

圖一：高收益債券市場質素有所提升

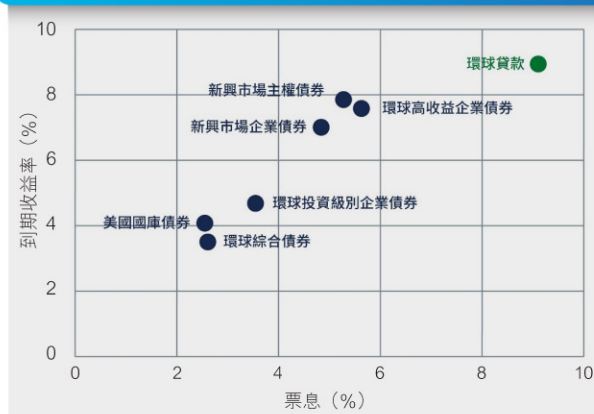


資料來源：洲際交易所美銀，請注意以上為美國市場數據。截至2023年12月31日。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖二：收息率上升與合約收入



資料來源：瑞士信貸、摩根大通及彭博。截至2023年12月31日。環球貸款是指瑞士信貸全球槓桿貸款指數、新興市場主權債券是指摩根大通新興市場債券環球多元化指數、新興市場企業債券是指摩根大通新興市場企業債券環球多元化指數、環球高收益企業債券指洲際交易所美銀非金融已發展市場高收益限制指數、環球投資級別企業債券指彭博全球企業債券指數、美國國庫債券是指彭博美國國庫債券指數（非美元回報，對沖至美元）及環球綜合債券指彭博全球綜合指數。

市場展望

市場於未來數月將面對多項宏觀及微觀不明朗因素，任何一項均可能對相對溫和的前景造成影響。從宏觀角度來看，美國總統大選及中國經濟復甦是首要密切留意的兩大因素，東歐及中東的持續衝突亦不可忽視。於微觀層面，以陷入困境的商業房地產為例，隨著債務到期，部份借款人的評級可能會被下調，因而對整體高收益債券及貸款市場造成負面影響。

面對諸多不明朗因素，儘管市場上不乏機遇及價值，但現在並非承擔過度風險以賺取更高投資回報的時候。霸菱認為「由下而上」的信貸分析仍然至關重要，特別是此舉有助於未來實現具有吸引力的總回報。

資料來源：

1. 彭博。截至2023年12月31日。
2. 洲際交易所美銀。截至2023年12月31日。
3. 洲際交易所指數及瑞士信貸。截至2023年12月31日。BB至B級別債券收息率指BB級別、分割B級別及B級別債券的收息率。
4. 瑞士信貸環球槓桿貸款指數。截至2023年12月31日。

聲明：以上資料由霸菱資產管理（亞洲）有限公司（「第三者」）提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至2024年3月11日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡化，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。

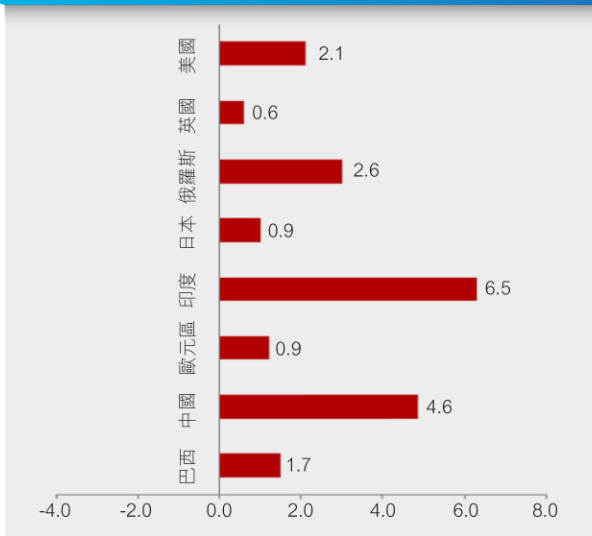
探索印度增長動力

踏入2024年，全球經濟增長有可能放緩。在這種環境下，投資者不妨將注意力轉向印度。作為全球其中一個增長最快的主要經濟體，印度受惠於廣泛的結構性改革，其基本因素亦持續改善。

印度的獨特優勢

印度的獨特優勢包括人口結構年輕、結構性改革及數碼化發展，推動當地經濟持續增長。國際貨幣基金組織預計，印度2024年的國內生產總值（GDP）增長可達到6.5%，高於美國的2.1%及中國的4.6%（圖一）。憑藉強勁的增長動力，印度有望於2032年超越德國及日本，晉身全球第三大經濟體¹。

圖一：國際貨幣基金組織對2024年GDP的預測



資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望更新》，截至2024年1月。內容反映編製時的觀點，可能隨時變更。任何估計、預測及目標僅供說明之用，並不保證將會發生。對於未能達到上述估計、預測或目標，滙豐投資管理並不承擔任何責任。僅供說明之用。

印度的人口結構是支持當地經濟增長的關鍵。預期在2050年²之前，印度的勞動人口將會持續增長，並推動國內消費。印度勞動人口的年齡中位數為29歲³，明顯較其他主要國家年輕。在年輕、熟練且廉價的勞動力支持下，印度經濟可望繼續增長。

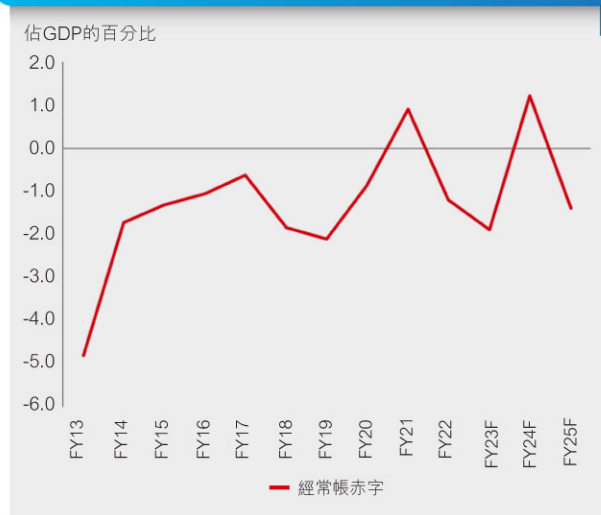
數碼化發展亦進一步增強印度經濟實力。印度政府持續投資於數碼基建，有助減少城鄉之間的差距，並提高效率。至於印度數碼支付交易佔GDP的比率，亦位居全球前列位置⁴。此外，從印度的互聯網和線上購物滲透率增長可見，數碼化的快速發展是電子商貿持續增長的動力所在。

印度盧比支持國內增長

在宏觀形勢方面，有利的貨幣前景進一步支持印度經濟增長。印度盧比近年的基本因素大幅改善，經常帳改善、外國直接投資（FDI）需求增加，以及外匯儲備累積均印證了上述觀點。

由於印度受惠於強勁的服務出口，市場預期經常帳赤字將會有所改善（圖二）。印度的製藥、科技服務及綠色科技等高價值產業繼續蓬勃發展，不僅能吸引強勁的環球需求，同時可減少經常帳赤字。此外，原油價格下跌亦利好印度的經常帳。

圖二：經常帳赤字—基於成長的石油和進口需求



資料來源：彭博、印度儲備銀行，數據截至2023年12月。FY=財年；F=預測。

投資者近月留意到印度的外國直接投資（FDI）和外國證券投資（FPI）需求不斷增長。印度經濟基本因素改善吸引了大量資金流入，有助增強印度的增長潛力，並吸引更多可持續的外來投資。

龐大的外匯儲備有助提高貨幣穩定性及央行行動的公信力。透過穩定匯率，儲備將有助促進貿易活動、吸引外資，並維持穩定的宏觀經濟。此外，外匯儲備亦可緩衝貨幣的波動性，從而增強投資者信心，這對印度等新興市場尤其重要。市場預期印度儲備銀行將繼續增加外匯儲備，從而舒緩貨幣波幅。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

與其他主要貨幣相比，印度盧比的波幅相對較低（圖三）。總括而言，相對穩定的貨幣，加上印度獨特的宏觀經濟優勢，可為經濟增長及投資創造良好環境。

圖三：印度盧比的波幅相對較低

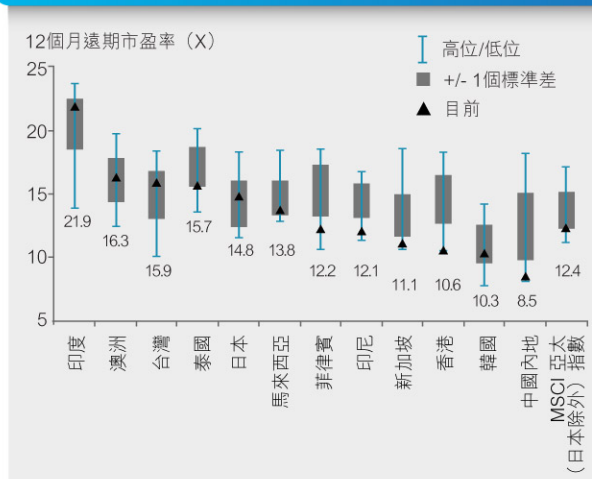
貨幣兌美元	2022年1月以來 貨幣兌美元的年化波幅
歐元	8.1%
日元	10.3%
英鎊	9.4%
澳幣	11.1%
加元	6.5%
巴西雷亞爾	14.8%
人民幣	5.2%
印度盧比	3.9%

資料來源：彭博、滙豐投資管理，數據截至2024年1月。基於每週數據。投資涉及風險。過去表現並不代表未來表現。僅供說明之用。

印度股票綻放吸引機遇

印度股市在環球和地區同儕中脫穎而出，即使目前的估值並不便宜（圖四），但是以下幾大因素令印度股票提供吸引長線機遇。

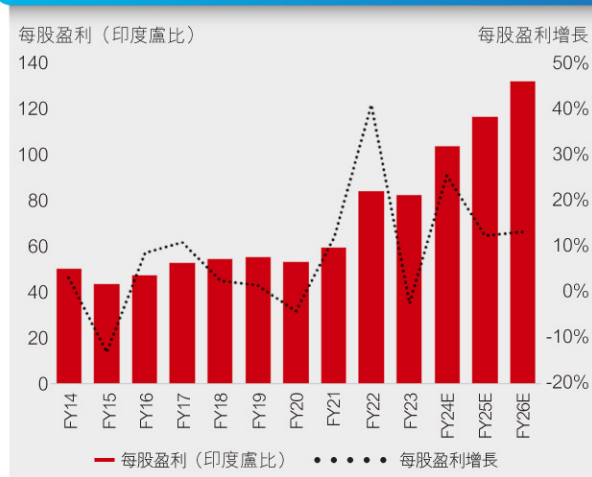
圖四：遠期市盈率估值



資料來源：高盛、MSCI，數據截至2024年1月。投資涉及風險。內容反映編製時的觀點，可能隨時變更。任何估計、預測及目標僅供說明之用，並不保證將會發生。對於未能達到上述估計、預測或目標，滙豐投資管理並不承擔任何責任。僅供說明之用。

首先，印度企業的盈利增長強勁，是當地股市的主要動力。投資者預期企業將保持強勁表現，並能維持雙位數的盈利增長（圖五）。強勁的盈利配合快速的增長潛力，使印度股市成為區內最具吸引力的投資之一。

圖五：印度企業的盈利預計將保持強勁



資料來源：RIMES、MSCI、IBES預估、摩根士丹利研究，數據截至2023年12月。FY=財年；E=預測數字。內容反映編製時的觀點，可能隨時變更。任何估計、預測及目標僅供說明之用，並不保證將會發生。對於未能達到上述估計、預測或目標，滙豐投資管理並不承擔任何責任。僅供說明之用。

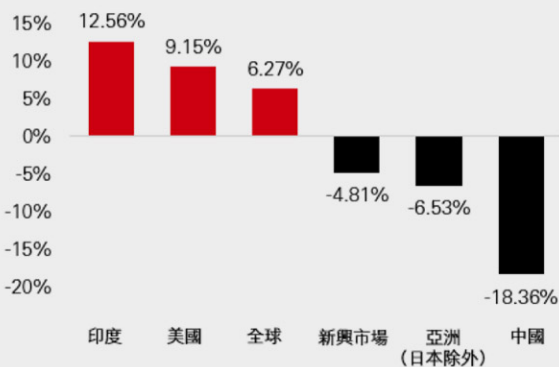
其次，長遠而言，印度股市有望交出亮麗回報。印度股市的3年期年化回報率為12.56%，明顯高於美國的9.15%（圖六）。在過去10年，印度的年化回報率雖然略低於美國，但仍遠高於世界其他地區（圖六）。

市場觀望

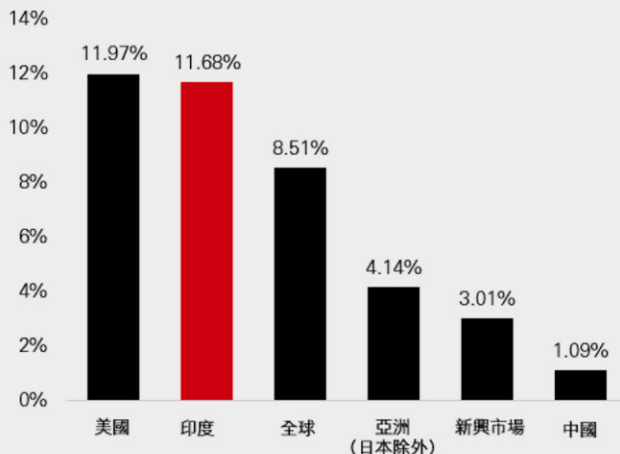
EYE ON THE MARKET

圖六

3 年期的年化回報率 (%) (以美元計)



10 年期的年化回報率 (%) (以美元計)



資料來源：MSCI、滙豐投資管理，數據截至 2023 年 12 月。所用指數為相關市場的 MSCI 指數。投資涉及風險。過去表現並不代表未來表現。僅供說明之用。

中小型股票繼續引領印度市場的增長。在過去 10 年間，印度中小型股累計總回報顯著高於大型股（圖七）。

圖七：印度中小型股過去 10 年的累計總回報率較高

指數表現：2013 年 12 月 31 日 = 100



資料來源：彭博、滙豐投資管理，數據截至 2023 年 12 月 31 日。使用的指數如下：印度大型股：國家證券交易所 Nifty 100 總回報指數；印度中型股：國家證券交易所 Nifty 中型股 150 指數總回報；印度小型股：國家證券交易所 Nifty 小型股 250 指數總回報。投資涉及風險。過去表現並不代表未來表現。僅供說明之用。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

前景亮麗的行業

強韌的盈利增長是推動印度股市表現的關鍵。滙豐投資管理的印度股票投資團隊重視盈利增長所帶來的機遇。透過自下而上的方針，滙豐投資管理識別出具備競爭優勢、穩健資產負債表，以及有效商業模式的企業，從廣闊的印度市場中捕捉優質股票的增長機遇。

在當前的環境下，滙豐投資管理看好印度的金融及健康護理行業。金融行業，尤其是貸款業務，可望受惠於印度的正面信貸週期及高速增長；而雄厚的資本及細緻的經營有助企業獲得更多零售存款。除此以外，數碼化亦進一步提升金融機構的效率及盈利能力。值得注意的是，與其他行業相比，金融股的溢價相對低於歷史平均水平。

另一方面，滙豐投資管理相信健康護理行業可為投資者提供長線增長機遇。優質的健康護理產品及服務在印度的滲透率偏低，反映行業存在可觀的發展潛力。隨著人口快速增長，且收入增加，有理由相信當地對健康護理服務的需求將會與日俱增。此行業的盈利波幅相對較低，加上估值合理，對投資者來說亦非常吸引。

資料來源：

1. 2023 年世界經濟排行榜 (World Economic League Table)，排行榜包含 191 個國家直至 2037 年的預測。資料來源：經濟和商業研究中心 (CEBR)。數據截至 2022 年 12 月。
2. 聯合國、滙豐環球研究，數據截至 2023 年 5 月。
3. 世界數據，資料截至 2023 年 10 月。
4. 印度儲備銀行、摩根士丹利預測，數據截至 2023 年 10 月。交易包括快速支付系統 (IMPS)、統一付款介面 (UPI)、預付支付工具 (PPI)，以及信用卡和簽帳金融卡銷售點 (POS)。

聲明：以上資料由滙豐環球投資管理（香港）有限公司（「第三者」）提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至 2024 年 3 月 13 日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡化，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。