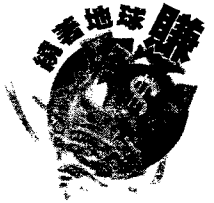
後升息時代 高收益債率先起跑

95.11.20.財訊快報8版



■汪潔民

△近來市場對於明年景氣的表現看法多空分歧，就在衆人看法偏向『棄股轉債』的同時，卻又不時傳出亮眼的企業獲利財報，及全球股市陸續創新高的好消息。美林證券也公佈了最新十一月份全球基金經理人報告，從中可以看出全球基金經理人對景氣展望的看法轉趨正面，十一月份全球經濟樂觀指數自負六六％彈升至負五五％，而且看好景氣處於主升段的經理人比例從二七％上升至三五％。拜購併題材、超乎預期的企業獲利以及傳統旺季所賜，經濟趨緩的陰霾終於撥雲見日。

而在前聯準會主席葛林斯潘喊出，美國房市最壞的日子已經過去後，美國經濟確定已經走向軟著陸的這條路，聯準會已經連續三次維持利率不變，明顯終止了二年來的升息循環。不論明年到底是債優於股還是股債齊揚，可以肯定的是停止升息後，全球債市進入長線的多頭格局，而過去於債市始終擔任領頭羊地位的高收益債，仍將繼續受惠於企業獲利良好、違約率偏低等利多穩坐一哥的寶座。

違約率是決定高收益債關鍵

一般來說，公債或是信用風險低的公司債，因爲準時付息還錢的機率很高，所以債券的價值主要受利率波動影響。但是高收益債因爲倒帳的機率高，所以債券價值受信用風險的影響反而比利率波動來的大。通常景氣好的時候，公司的獲利比較好，倒帳的機會降低，高收益債的價值會增加。因此一般認爲分析高收益債的價值應該較接近分析股票的方式，著重於公司獲利的好壞與違約率的高低。

美國運通運昇策略投顧總經理汪潔民

目前美國危機債券規模佔高收益公司債市比重已經連續四一個月低於二％，十月份收在〇．四一％，進一步刺激公司債市。加上穆迪十月份公佈的違約率報告中，美國高收益公司債違約率自九月份的二．一％下滑至一．九％，更激勵高收益債市的表現。

一九九五年是美國高收益債券表現搶眼的一年，報酬率高達一九．一七％，然而當年的時空環境在二〇〇六年似乎又再度活靈活現的重演。首先是違約率同樣僅小幅攀升，一九九五年違約率從二％攀升到三．一％；而二〇〇六年初多數評等機構也都一致預測違約率僅會小幅攀升，標準普爾預估今年底，違約率可能來到二．九％。JP Morgan則預估將攀升至二．五％，而最新的報告也顯示出爲違約率於低檔盤旋，更確定高收益債穩健走揚的趨勢。

第二是同樣遇到停止升息！一九九五年二月Fed停止升息，更旋即在七月降息，造成當時債市的大多頭。觀察今年，Fed已經明確透露出停止升息的訊息，想當然爾，升息的停止將再爲債市帶來多頭行情，過去幾次經驗就顯示，升息停止過後一年，高收益債券平均漲幅達到九．七％。

最後是目前經濟情勢與當時相仿，但卻勝於當時。當時經濟成長率爲二．五％，企業獲利達到兩位數以上；而根據Thomson Financial的統計，截至十一月十五日第三季S&P五〇〇成份股當中已有超過八三％公佈季報，有將近三／四的公司獲利都比分析師預期還來的好。預估美國企業第三季的盈餘成長可能超過一八％，已經是連續一八個季度的雙位數成長！絲毫不受消費力道減弱所影響。

購併方興未艾 歐債長多不變

相較之下歐洲企業毫不遜色，一〇月底公佈的歐元區信心指標上揚至一一〇．三，創下二〇〇〇年科技泡沫後以來的高點，在亮麗經濟表現推升下，歐洲企業獲利也是強勁增長。此外，活絡的併購活動可以繼續刺激歐洲的經濟，今年歐洲企業併購規模已達一．二三兆美元，超越去年的一．一四兆美元，更高於同期間美國企業併購規模的一．二一兆美元。

據理柏資訊一〇月底的統計，今年以來全球主要債券市場表現最佳爲歐債市場，平均報酬率達一〇．七四％，表現較落後的市場則爲美債市場，平均報酬率高達五．〇八％，全球整體債券市場報酬相當搶眼。歐洲市場在企業獲利突出、企業整合併購方興未艾，吸引世界更多資金流入。

不過投資人目前較少期待仍處於升息階段的歐洲高收益債的表現，雖然說歐洲央行在十一月初的會議聲明強烈暗示十二月可能升息，但歐洲目前通貨膨脹與經濟狀況都在控制範圍內，投資人對歐洲通膨與升息壓力的疑慮似乎是過度反應，反而創造合理價格與進場的時機點。加上原油價格偏弱，通貨膨脹與物價指數的壓力舒緩，歐洲在十二月升息完之後，也將跟隨美國的腳步進入停止升息或是降息的階段，對歐債後市看法樂觀。

新興市場債信評等調升

除歐美市場外，通膨壓力不大、債信持續提升等利多不斷，也使新興市場債市行情可期。在全球化的效應下，新興市場在原物料強勁出口帶動外貿節節上升，這些新興國家更善用千載難逢的成長機會，致力轉變經濟體質，減低外債發行量，在債務比例降低後，產經環境更是進入循環性的成長。

而且當地企業在獲利大增後，提昇營運的效率，不再恣意胡亂投資，展現脫胎換骨的本領，讓獲利水準不斷創新高。也因如此，企業的配息能力變強，風險更加降低。而新興市場債券可以維持強勁報酬率，主要原因也是新興市場債信評等提高、許多重要的新興市場國家包含墨西哥、巴西、阿根廷以及俄羅斯等之經濟基礎改善、債信評等屢屢獲得調高，償債計畫持續進行，中長線題材豐沛，債券價格仍具支撐。

至於過去最令人擔心的不安定因子—通用汽車，由於北美地區業務的流失，導致二〇〇五年累計虧損擴大到達八六億美元。今年通用組織重整與成本縮減的效益將逐步發酵，另外，在通用稱霸中國車市後，亞太地區的銷售成長更將扮演其獲利的重要推進器，因此今年通用縮小虧損，甚至已有券商預估通用有機會轉虧爲盈。

整體而言，近期油價飆高與升息等風險都將暫時告一段落，因此明年高收益債券仍有表現機會。而且在人口老化的趨勢下，退休族對於高收益產品的需求仍十分殷切，長期而言，高收益債券仍提供穩定合理的報酬，以雷曼兄弟高收益債券指數而言，近五年、十年的年化報酬率就分別達到八．〇四％與六．五三％，累積報酬率更達到五二．八四％與八八．四四％，高收益債可說是投資組合中風險與獲利兼具的投資工具。

美國聯準會主席柏南克爲停止升息鳴下槍響，在後升息時代揭開序幕之際，即是面對第四季與傳統元月行情資金擁簇的環境，高收益債券在企業財務能力改善、債券違約率穩健情況下，可望成爲全球債市的火車頭，開啓大多頭走勢。

（作者為運昇策略投顧總經理）