



市場衛星定位

固定收益 2021年展望

JIM CIELINSKI
全球固定收益主管



順勢而為

2020年市場表現可歸結於以下幾大趨勢：市場游資氾濫、病毒流竄各國、全球供應鏈重組，以及科技讓民眾可以繼續工作、享受各種娛樂。駿利亨德森全球固定收益主管Jim Cielinski在文中解釋，固定收益對趨勢極為敏感；2021年各趨勢的走向將會決定本資產類別未來一年的表現。

本文要點

- ▶ 企業在2020年提前舉債以確保能夠挺過這波危機；我們預期由於企業開始修補資產負債表、去槓桿化，2021年公司債發行量將會跟著趨緩。歷來資料顯示，信用循環一旦進入「修復」階段，對於公司債報酬多有助益。
- ▶ 原先已在進行的結構性變化在2020年出現加速：從原本只是採用更多新科技，轉變為對環境、社會與治理(ESG)因子的高度重視。這些都可謂勢在必行，且進入2021年會有更具體的實踐。我們認為借款公司必須在這些改變上做對的事。
- ▶ 我們預期已開發市場央行不會輕易升息，而是傾向以超寬鬆的貨幣政策確保經濟邁向復甦。2021年，對通膨的擔憂可能會造成市場波動，投資人可能因此採取戰術性防禦配置，不過我們認為通膨增加幅度應該有限。
- ▶ 傳統主權債看來投資價值偏低；經濟復甦可能讓長期利率出現上升壓力，可是央行應該會設法控制漲幅。

短期利率則由政策制定者(央行)決定；長期利率則主要受到短期利率未來走向以及期間溢酬的影響--即投資人對長期借貸所要求額外的風險補償，且期間溢酬又跟經濟成長、通膨預期和供/需情況有密切關聯。大部分已開發國家的短期政策利率都趨近於零，且變動機率不大，所以2021年不太可能看到政府公債出現與2020年一樣的資本升值，因此重點在於期間溢酬。信用敏感度較高的固定收益產品在2020年幸未重跌，主要是因為各國為因應疫情危機，快速傾注了大量貨幣與財政支持。信用市場自4月起開始強勁反彈，讓各界不經意忽略了年初發生的虧損。信用利差於2020年底仍較疫情爆發前大，我們相信在2021年不同固定收益的報酬表現可能會翻轉，亦即高收益債和證券化產品等信用敏感度較高者，將較利率敏感度高的政府公債有更亮眼的表現，公債投資人大概只能寄望票息收入。

力求平衡

債券供給創新高卻仍有投資人買單，似乎讓很多市場評論家頗為詫異；不過如果一家公司或一國政府能夠發行債券，理論上就代表市場上確有買家購入債券。買氣不墜是因為投資人持續需要收益。至10月底為止，美國投資等級和高收益公司債的發行總額達到2兆730億美元，已經超越2017年的紀錄，如圖1所示。

企業紛紛超前部署舉債，奉行股權募資者常說的：「規模要大、時機要早。」畢竟，看來不像走投無路的樣子，比較容易借到錢，借貸成本也比較便宜。利率和債券殖利率都在如此低檔的情況下，持有較多現金在當前不確定的環境裡其實成本很低，對某些公司而言，反正這些現金也是放在資產負債表上，淨債務的增幅微乎其微。我們認為隨著企業獲利改善，2021年將看到槓桿(負債)水準降低。

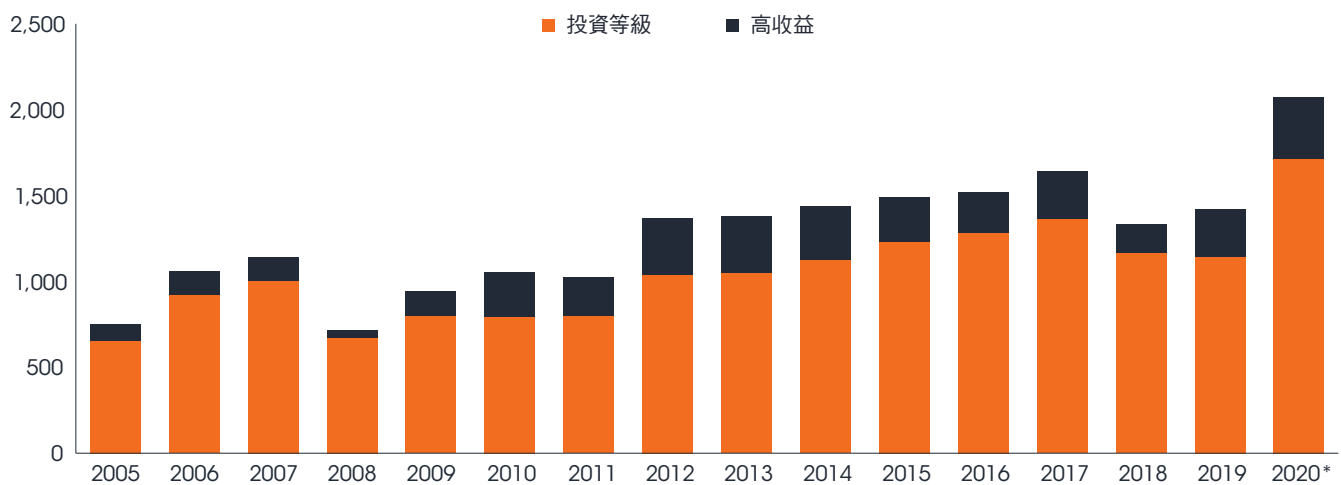
短期紓困或長期支援

去槓桿的速度主要取決於新冠肺炎疫情及潛在疫苗開發進度。2020年上半年，許多國家採取封鎖措施，希望疫情發生是一次性的事件。政府提供大量流動性與財政支援，彌補企業因封鎖而造成營收重跌。但是封鎖措施接二連三實施，代表原本短期救急還不夠，必須延長挹注流動性。但企業本來就擔心疫情一波接著一波，未雨綢繆之計就是拉長舉債期限，避免短期資金需求增加時必須再次借貸。

我們認為這次疫情危機使典型信用週期縮短，2020年提前出現景氣衰退，也讓2021年加速邁入景氣修復階段。

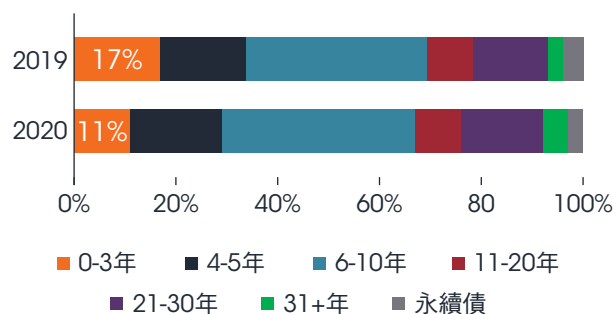
過去經驗顯示，信用週期進入修復階段後，隨著企業營收改善，資產負債表修復，帶動信用利差收緊，因此信用債往往表現領先。

圖1：美國日曆年度公司債發行總額(單位：10億美元)



資料來源：SIMFA，全年發行量，*2020年初至10月31日為止數據。

儘管2020年總發行量增加，但是0-3年到期的債券發行比重卻較2019年減少了6%。



資料來源：Dealogic、Morgan Stanley、美國投資級公司債發行量，2020年10月26日。

我們和各信評機構看法一致：違約率將於2021年上半年觸頂，但會很快回落。這次與之前金融危機的差別在於銀行業資金充沛。像能源、零售與餐飲等因疫情受創最重的產業可說首當其衝，但投資人若願意好好研究信用基本面，將可發掘不少誘人機會。報酬高離散度將是2021年的關鍵特點，反映各產業與發行公司的報酬落差；地緣政治與疫苗相關報導很可能造成市場波動加劇。墮落天使(fallen angels)數量可能增加，不過高收益債市場在2020年顯示有能力吸收大量遭降評的投資級債券。其他如資產抵押證券(ABS)以及不動產抵押貸款證券(MBS)則有不同情況。這些券種在過去10年從未出現槓桿大幅升高的情形，因此疫情爆發後表現相對較佳。由於這些證券可做為替代收益來源，我們預期需求在2021年將顯著增加。雖然它們的流動性低於許多公司債，這些證券在結構上提供多元分散，與額外的信用提升。

同樣地，精選證券將是關鍵，因為有些產品，例如住宅抵押貸款與放款，確實有較好的抗壓性。而其他如商辦或零售不動產抵押貸款，則較可能因疫情持續而受到衝擊。

我們認為，經濟結構益發仰賴科技的趨勢已然加速，而各界也將在2021年更加重視環境、社會與治理等因素。全球越來越多銀行拒絕放款給ESG表現不佳的企業，整體債務資本市場也將面臨更大壓力，必須在發債時將ESG因素納入考量，尤其如果美國開始推動「綠色」議程。我們認為現在已逐漸形成一個自我強化的反饋迴路，讓ESG表現優異的企業能夠以較低成本取得融資。

因勢利導

2021年推出哪一類刺激方案將是重要的。其中財政政策將持續扮演關鍵角色，在家庭和企業需求提升之前，各國政府勢必得介入填補缺口，否則就可能看到經濟大幅萎縮。要讓經濟停止依賴財政刺激，並非一蹴可幾，而且各國央行持續扮演最後買家的情況下，債務貨幣化和財政支出兩者間的界線可能益發模糊。現代貨幣理論已經在一定程度上獲得實現。我們預期歐洲國家會在必要時繼續實施補助無薪假，而且等美國大選結果塵埃落定後，美國國會應該會通過進一步的紓困振興方案。

國家一旦陷入戰爭，政府支出就會隨之暴漲，如今各國政府已經向新冠病毒開戰：一場經濟與醫療的戰爭。無疑地，一定有人開始批評政府債務失控，但是類似的雜音過去幾十年來始終存在；只要大家有信心不會出現倒債的話，這些批評很少會影響到市場表現。

“世上最長存不滅的莫過於政府的暫行性措施。”

經濟學家 米爾頓·傅利曼

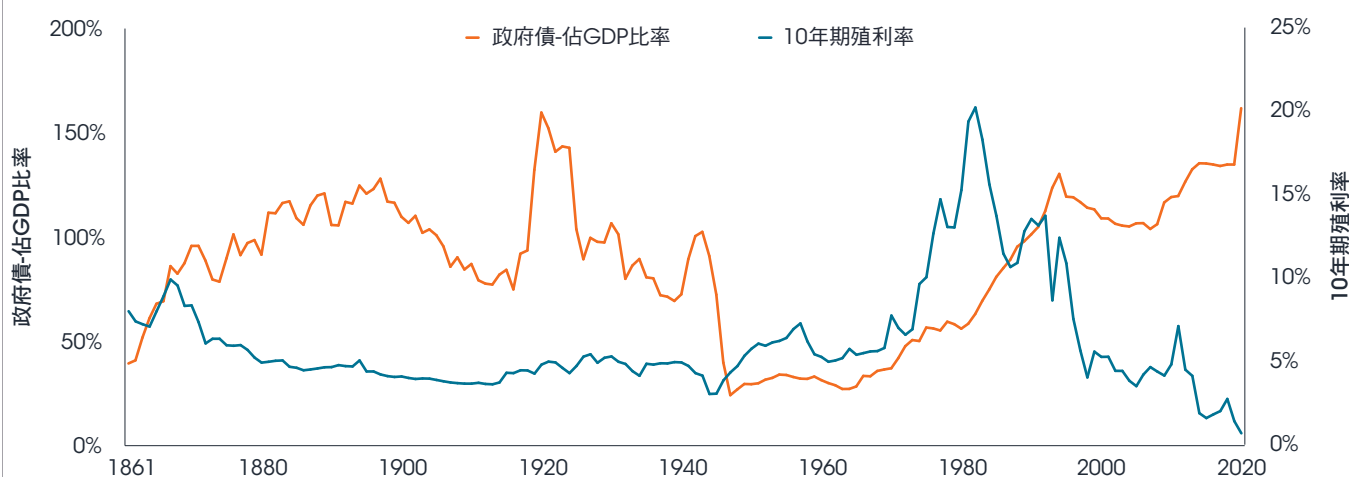
義大利就是個很好的例子：如圖2所示，負債水準和借貸成本之間並無絕對關聯，而且過去大部分時候負債越高，政府公債殖利率反而偏低或下滑。

景氣持續復甦可能也會逐漸反映在外匯市場。美元通常是全球增長的反向指標，亦即全球經濟疲弱時美元多半走強，因為投資人視美元為「安全避風港」。反之若全球景氣暢旺，則美元表現趨弱。

全球經濟復甦代表接下來美元可能走貶。在此環境下，我們預期2021年會有更多資金流入新興債市，回補2020年發生的資金流出，如圖3所示。美中關係如有所改善也將有所幫助。

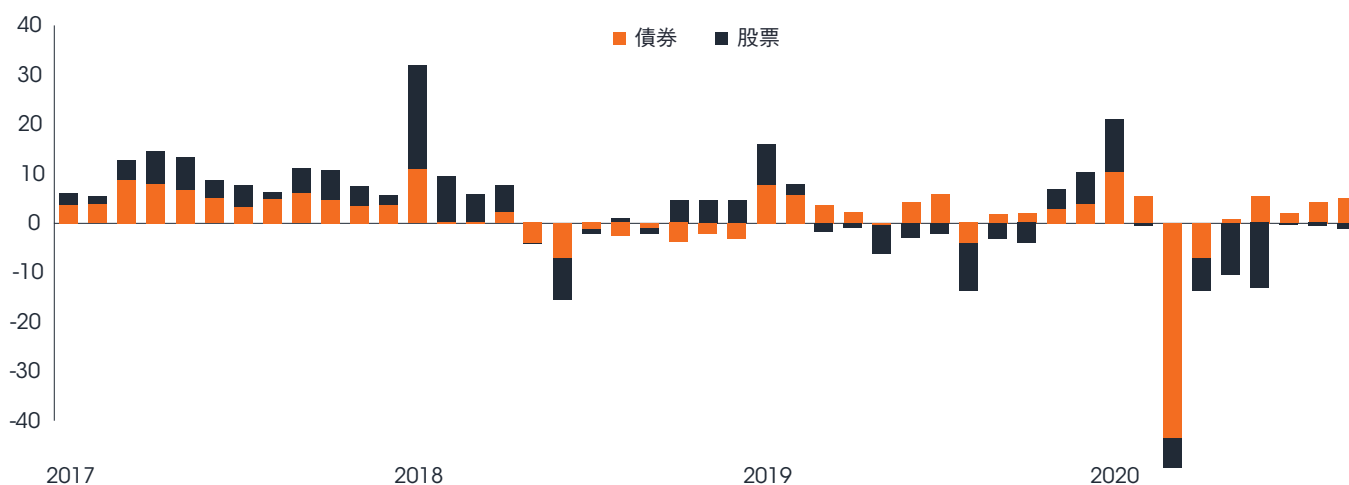
以目前貨幣政策而言，已經難有額外的發揮空間。我們不認為美國聯準會及英國央行會積極調降利率至負值，特別是看到歐洲與日本的前車之鑑後。

圖2：自1861年起，義大利政府債-佔GDP比率與10年期公債殖利率



資料來源：IMF、Bloomberg、Banca D'Italia、Janus Henderson Investors，1861-2020。2020-2021預測為估算結果，無法保證。過去績效並非未來績效指引。

圖3：新興市場基金資金淨流入(10億美元)



資料來源：國際貨幣基金世界經濟展望，2020年10月，2017年1月至2020年9月。

我們認為2021年不會有任何主要的已開發國家調升短期政策利率。各國央行已表明會維持寬鬆政策，此舉應有助於降低市場波動性。我們的看法主要根據以下兩個因素。第一，今日的央行依據過往經驗，不願看到過早緊縮以致扼殺景氣復甦。1990年代日本的經濟復甦就是因此頓失動能，並陷入失落的十年。

2007-2008年全球金融危機之後，聯準會等了7年才升息，可是在2013年暗示將停止購買資產後，所謂「QE退場恐慌」立即打亂了聯準會的步調。第二，今年8月聯準會主動向市場揭示：接下來將改採彈性平均通膨目標政策。聯準會短期內願意容忍通膨率升逾2%。

無事自擾

貨幣政策按兵不動也能發揮刺激效果。通膨上升時讓利率穩定維持在超低水準，即可壓低實質利率。這表示融資的實質成本下滑，可望鼓勵企業擴大投資、一般家庭增加信貸。從美國到瑞典、澳洲，全球各地房市在危機中欣欣向榮，這並非偶然，而是因為實質利率維持低檔甚至持續下降。不過我們還是必須留意：寬鬆的貨幣政策可能導致市場過度偏好風險。

聯準會不斷藉由釋放信號來達成其想要的結果，成效確實斐然。舉例來說，雖然宣布要購入公司債，但實際購買金額卻少得可憐；可是光是知道聯準會願意作為潛在後盾，就足以激勵私部門爭相買進債券了。到了2020年11月初，聯準會的初級市場公司信用額度(PMCCF)根本還未動用，而次級市場公司債信用額度(SMCCF)也僅持有135億美元的公司債與公司債ETFs，在8.7兆美元的總市值裡佔比不過0.2%。

跟歐洲比較一下：歐洲央行持續加碼買進公司債，目前持有總額為2430億歐元。在一定程度上，歐洲市場確實比較仰賴技術面支持，所以我們預期2021年這些資產購買計畫還會繼續實施。歐洲央行所做宣示將極為重要，因為歐元區內經濟體表現殊異，所以比起其他區域，貨幣政策對投資報酬的直接影響在這裡最是明顯。

順勢而為

目前仍有大量資金在等待進場；截至2020年10月31日，美國貨幣市場基金持有約4兆美元，比起上次全球危機爆發後，亦即2009年底時的資金水位還高出逾三分之一⁵。2021年美國政治情勢更加穩定，解決了一大關鍵變數。而在對抗新冠疫情的醫療領域，預計也將有更大的進展，也許是有更好的治療方式或是展開疫苗施打，比起財政刺激方案，疫苗問世才是提振經濟最有力的強心針。

目前現金利率在超低水位，所以我們相信投資人將會設法運用部分資金，轉進債市和股市。各國央行持續買進公債的同時，許多投資人會開始將投資等級優質公司債視為「新主權債」--在額外資本風險水準可接受的情況下，提供投資人較高的收益率。

愈來愈多人提出合理懷疑：政府公債真的能夠用來對沖股票風險嗎？殖利率已跌無可跌，債券價格上漲機率益發渺茫，更加坐實這樣的質疑。不過債券仍有助維持相對資本穩定，而且在到期日較近(亦即存續期風險較小)的情況下，可望提供收益又不致有太劇烈的資本波動。

另一個迫切的問題是貨幣供給增加是否會導致通膨升溫。基數效應所致，2021年通膨料將上漲；通膨計算乃是基於年增率變化，因此2020年需求崩跌、油價重挫導致物價異常偏低，就會造成下一年度增幅極大的效果。我們認為通膨攀升僅係短期現象，並不代表高通膨就此成為經濟常態。科技進步帶動通膨增速趨緩，加上較高的失業率持續以及疫情導致的產出缺口，都將阻礙通膨進一步上漲，但是我們仍將密切觀察原物料價格與貨幣流通速度變化，因其變化可能挑戰上述觀點。如圖4所示，2020年貨幣流通速度大幅下滑，貨幣供給成長的效果因此大打折扣，通膨增溫也受到抑制。如果兩者同步走升也會令人憂心。

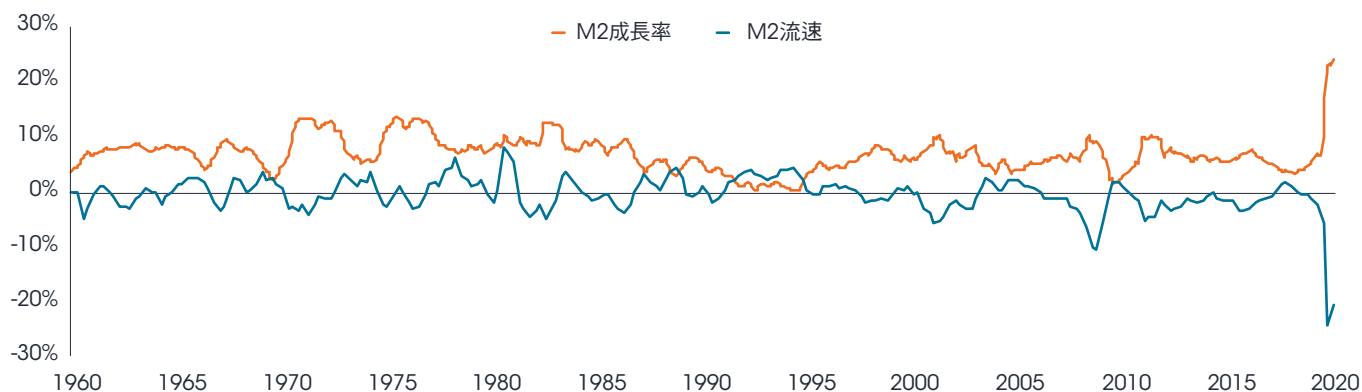
通膨是會成為市場波動的可能來源，就像2013年QE退場恐慌所發生，由於擔憂貨幣政策將轉趨緊縮，市場深陷恐慌情緒。政府公債殖利率在2021年應該會緩步走升，但是我們預期升幅極微，約數十個基本點，不會超過1%；浮動利率曝險或抗通膨證券(TIPS)等證券應有助於對沖利率風險。

波動性和風險性資產表現密切相關，因為現在投資人傾向持有流動性較低的資產。在低殖利率的環境下，追求收益將是市場持續的投資主題。此外，對於分散收益來源的需求也跟著增加。不論是新興市場債、資產抵押證券，或是公司債，投資人的風險偏好料將逐漸擴及各種跨資產類別。各資產類別背後的景氣循環通常不會完全同步，因此可藉由多元配置使投資組合的報酬更為穩健永續。ABS和MBS在2021年尤其有機會達成這樣的投資目標；雖然大部分投資人持有公司債，持有證券化債務工具的投資人相對較少。我們認為，隨著全球經濟復甦，這類結構性商品可望逐步去槓桿，為其來年的績效表現奠定基礎。

而經濟逐漸好轉，利率上漲壓力也會跟著增加，不過央行積極介入，加上通膨溫和，利率應該欲升不易。

我們預期經濟復甦、通膨稍漲，以及投資人積極尋求收益等因素，都將是債券市場較高收益證券的有力萬靈丹，並推升對公司債與MBS的需求。但是目前評價已經高度反映這些預期利多，所以需要基本面顯著改善才能確實拉升2021年的投資報酬。各國央行將竭盡所能抑制波動，而且已經越來越得心應手，但是投資人也應該做好心理準備：前述趨勢可能不時會遭到劇烈擾動。2021年開始將看到疫苗驅動經濟復甦，但新冠肺炎病例數仍是揮之不去的烏雲罩頂；未來一年將看到這些不同力量持續拉鋸、抗衡。投資人必須保持敏捷，針對有關成長與流動性挹注前景等信號及早反應，並善加利用市場波動。低利率、長期趨勢加速發展，以及政府干預等已徹底改變投資環境，所以我們必須建立一套全新的框架。

圖4：貨幣供給和貨幣流通速度的年增率



資料來源：Bloomberg、Janus Henderson Investors，1960年9月30日至2020年9月30日

- 1.現代貨幣理論：屬於非正統經濟理論，認為控制本國貨幣的政府可不受限制擴大支出，直到經濟達到完全產能水準；赤字增加不是問題，因為政府可以增加印鈔以本國貨幣來清償債務；通膨亦可透過增稅或減少貨幣供給來加以控制。
- 2.QE退場恐慌：2013年，市場擔心聯準會打算減少資產採購規模，並視之為升息前兆，導致債券殖利率飆升的期間。
- 3.資料來源：聯準會統計資料，2020年11月5日。紐約聯邦儲備銀行執行副總裁Daleep Singh演講，題目為「聯準會的公司債購買額度：緣由、方法與對象」，2020年10月20日。聯準會於2020年3月23日建立初級市場公司信用額度(PMCCF)和次級市場公司信用額度(SMCCF)。針對所有投資等級公司，以及部分在2020年3月22日前係投資等級的企業，PMCCF提供信用額度助其維持營運，因應疫情造成的衝擊。SMCCF則為仍流通在外的債券提供市場流動性，亦即在次級市場購買公司債，發行者包括美國投資級企業、若干在3月22日為止仍屬投資等級的公司，以及某些投資美國公司債且於美國上市的ETF。
- 4.資料來源：歐洲央行截至2020年11月6日的公司債持有部位，依據CSPP和PEPP計畫購入。
- 5.資料來源：Refinitiv Datastream，美國聯準會，2009年12月31日和2020年10月31日合併機構與零售貨幣市場基金資產。

作者簡介：



JIM CIELINSKI，特許財務分析師

全球固定收益主管

Jim Cielinski自2017年起出任駿利亨德森投資的全球固定收益部門主管。負責督導所有全球固定收益產品與團隊，同時兼任公司債團隊主管。先前，Jim服務於Columbia Threadneedle Investments，自2010年起擔任全球固定收益主管。加入Columbia Threadneedle之前，Jim曾於高盛資產管理公司工作12年，擔任執行董事與信用資產主管。在此之前，歷任Utah Retirement Systems的固定收益主管、Brown Brothers Harriman & Co.的課稅固定收益副理、First Security Investment Management的股票投組經理。

Jim擁有猶他大學金融管理學士學位，紐約大學史登商學院主修財金之企管碩士學位。具備特許財務分析師資格，業界資歷長達37年。

2020年投資人必須關注哪些議題？駿利亨德森市場GPS提供重點摘要影片、深入的各類資產分析和投資組合經理人最新的市場觀點，幫助投資人決定布局方向。



股票

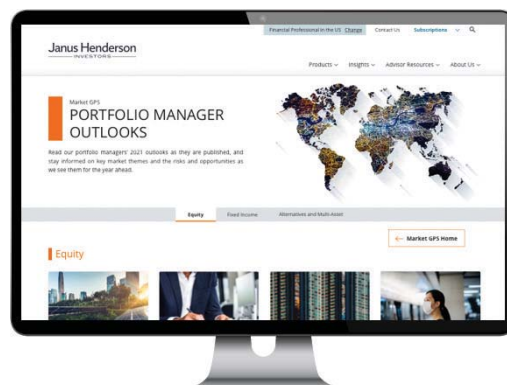


固定收益



多元另類投資

請上janushenderson.com網站，
詳閱市場GPS：2021年市場展望全文。



FOR MORE INFORMATION, PLEASE VISIT JANUSHENDERSON.COM

Janus Henderson
INVESTORS

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110台北市信義路五段7號台北101大樓45樓A-1室。電話：(02)8101-1001。107金管投顧新字第023號。

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利證券亨德森投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。

基金投資一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，本基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。

CFA®和特許金融分析師®是CFA協會擁有的商標

駿利亨德森及Knowledge. Shared為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

JHITL1220(17)1221.TW.retail