



市场透视

高收益债卖压：并非金融海啸来袭

进入 2016 年，美国高收益债市场动荡却让若干投资者想起 2008 年。联博认为，当前状况看来比较像网络泡沫破灭时期，而非一场新的全球危机。

但这并不表示今年会在平顺中度过，本世纪初网络泡沫破灭时，违约率上升，整个市场受牵连，但是，问题仅集中在一个、两个杠杆过高的部门，没有像 2008 年一样，波及到整个金融体系。

试着回想一下，高收益债在网络股泡沫期间出了什么问题？1990 年代，电信公司大力举债，投资建设高速网络电缆，到 2000 年，电信公司负债大约占巴克莱美国高收益债指数（Barclays US High Yield Index）成份公司整体负债的三分之一。

然而，大部分公司都算错了真正的投资成本，当 2002 年泡沫破灭时，电信公司债券暴跌，拖累市场跟着崩溃。

现今的问题在于能源部门

再把场景快速拉回到今天的高收益债抛售情况，可以看出起因为能源产业债券价格剧跌。能源产业的债券从 2014 年中起，成为美国高收益债指数中占有最高权重的产业类别。能源产业的占比扩大，是因大量举债，用以

进行北美能源探勘生产的结果。油价暴跌后，这些投资计划变成无利可图。

那么，这种情势对市场又有什么影响？

2002 年时，高收益债违约率上升，但大致局限于电信公司，市场的其他部分仍然健全无虞。如果这次的情势依照类似的剧目发展，违约集中在能源部门，也无须感到意外。

如果投资者大幅曝险于能源公司债券中，当然可能会遭受损失。2015 年内，能源债券下跌将近 24%，远高于整体债市 4.5% 的跌幅，而且跌势集中在包括能源债券在内的不良债券上，导致一家知名共同基金公司上月被迫停止赎回。

基金公司持有的现金增加、融资减少

2008 年的金融海啸则有所不同，起因是整个金融体系巨量举债——金融机构和联邦存款保险保障的大银行尤其如此——而不是只有一、两个部门大量举债。而且那次危机的冲击扩散到所有市场和全世界，联博认为这次不会爆发同样的情形。

首先，由于目前债券市场的流动性较低，因此共同基金持有的现金比

2007-2008 年时多，在此情况下，基金经理人比较能够因应赎回情况。

其次，现今系统中的风险程度不同。例如，在本次信用循环中，年度融资并购总额（LBO, Leveraged Buyouts）的最高纪录是 1,860 亿美元，2007 年时却高达 4,340 亿美元。

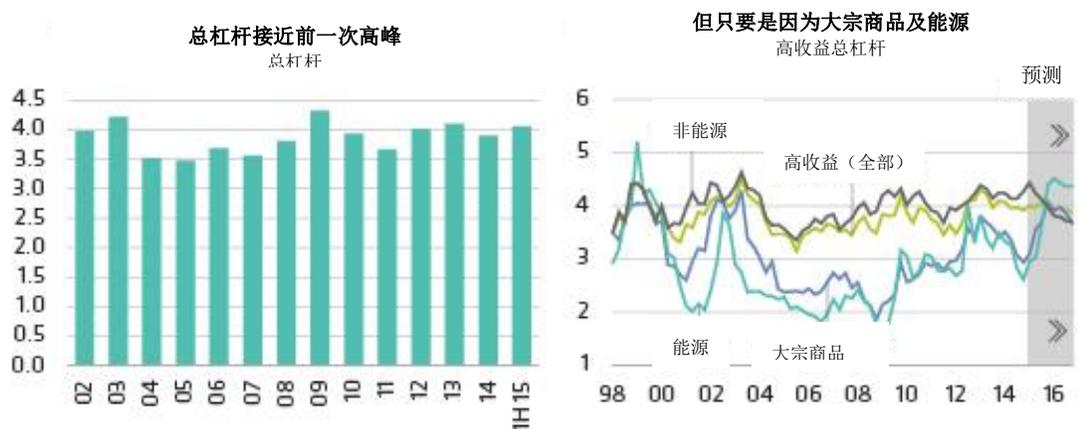
而且虽然高收益债的整体融资总额接近前一次的高峰，多数还是能源部门和其他商品公司举债所致（见图，下页），对于在高收益债指数中占大多数的非能源公司来说，商品价格下跌有助于增加获利能力，而非侵蚀获利。

最后，目前的杠杆操作跟银行体系关系不大。2008 年时，问题会变成系统性风险，原因在于银行的资产负债表上，抱着一大堆难以定价的次级房贷。新的监法规让银行比较难以持有风险资产，这点造成债券市场的流动性下降，也使银行变得较为安全。

至于高收益债市场的震荡结束了吗？可能还没有结束。但是联博认为，投资者可以不必担心 2008 年的金融风暴重演，而应开始注意如何将此次卖压转为有利的投资机会。

杠杆集中在大宗商品领域

比率 (x)



左图截至 2015 年 6 月 30 日；右图截至 2015 年 9 月 30 日
根据标普资本智库所作的季度预测（利息，税，折旧，摊销前的盈利收入）
资料来源：Bloomberg, Morgan Stanley 及标普资本智库

风险声明

本材料中包含的信息反映了 AllianceBernstein L.P. 或其关联机构的观点以及截至本材料印刷日 AllianceBernstein 认为可信的信息。AllianceBernstein L.P. 对相关数据的准确性不做任何陈述或保证，而且无法保证本材料中的任何预测或观点将得以实现。

过往的业绩不能保证将来的表现。本材料中陈述的观点也有可能在本材料付印后发生变化。本材料信息仅供参考，不构成任何投资建议。AllianceBernstein L.P. 或 Bernstein 不提供任何有关税务、法律或会计的建议。

本材料未考虑任何投资者的投资目的或财务状况，投资者在作出投资决策前应与相关专业人士讨论其具体情况。本材料由 AllianceBernstein L.P. 提供。本材料或其中包含或援引的任何信息均不构成在中华人民共和国（“中国”，就本材料而言，不包括香港、澳门和台湾）境内销售任何 AllianceBernstein 或其关联机构所提供的金融工具、产品或服务的要约或购买前述金融工具、产品或服务的要约邀请。在考虑本材料时，阁下应该与上述相关领域的专业人士就阁下的具体情况进行讨论。© 2016 AllianceBernstein LP

[A/B] 标志为 AllianceBernstein 的服务标记，而 AllianceBernstein® 为注册商标，须获得其拥有人 AllianceBernstein L.P. 的批准方可使用。