

❖ 背景：2020 年以来新冠疫情在全球范围内爆发。

随着冠状病毒危机的爆发，投资级新兴市场债券（EMD）的价格大幅下跌，收益率飙升至历史新高。为了解海外机构关于投资级新兴市场债券的看法，我们编译整理了 Alliancebernstein 的 Shamaila Khan 以及 SSGA 的 Michele Barlow 的观点（分别发表于 2020 年 6 月 1 日和 6 月 3 日），供市场参考和交流。

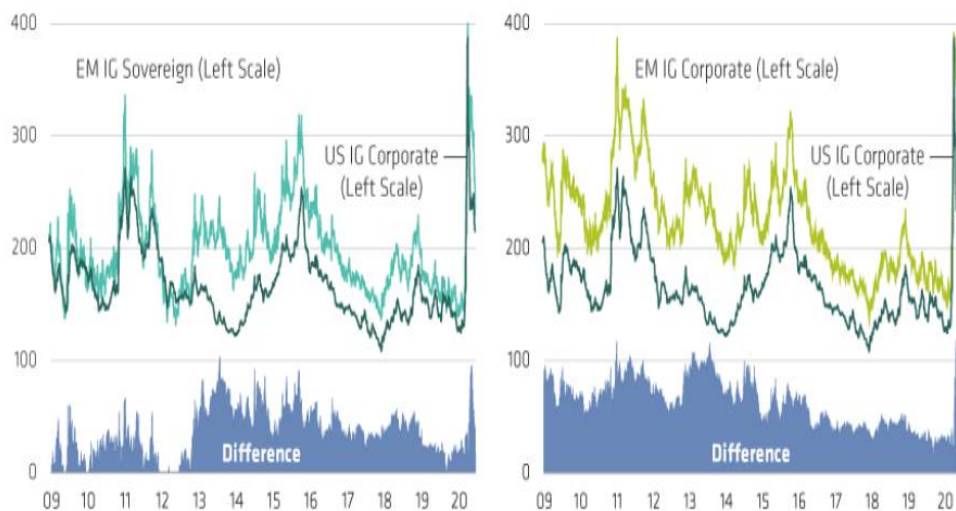
❖ 投资级新兴市场企业债与美国企业债的收益率差距扩大

Alliancebernstein 的 Shamaila Khan 指出过去 10 年，投资级 EMD 与美国投资级企业债之间的收益率稳步缩小，反映出平均信贷质量的趋同。随着 COVID-19 的爆发，由于投资者急于获得现金，导致新兴市场债券市场大幅下跌。一些盲目的抛售打击了市场中一批质量较高的债券，包括投资级 EMD。自那以来的两个月中，投资级 EMD 已经有所反弹。但是，今天的利差仍然很大，特别是在投资级 EMD 中，无论是用自身的历史衡量还是与美国投资级公司债券的利差相比。

图 1： 疫情下新兴市场和美国投资级债收益率变化

In the Crisis, Emerging-Market Spreads Widened Significantly over US Corporates

Yield Spreads vs. US Treasuries: Investment-Grade Debt (Basis Points)



资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

Alliancebernstein 的 Shamaila Khan 认为投资级 EMD 与美国企业债之间的利差扩大，反映的不是基本面恶化，而是一种相当大程度的短期技术因素。在市场回落的早期阶段，投资级新兴市场债券和美国投资级债券的表现基本是一致的。但是，当美联储宣布扩大对美国公司债券的购买额度时，美国信贷的复苏加速了，从而使投资级 EMD 落后了。尽管一些发行投资级 EMD 的企业所属国家已经相对复苏，但发行投资级 EMD 的新兴市场企业仍有复苏的空间。

📌 证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2019/06/12

📌 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

chenli@cczq.com

📌 联系人

王一棠

证书编号：S1100118050005

wangyitang@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

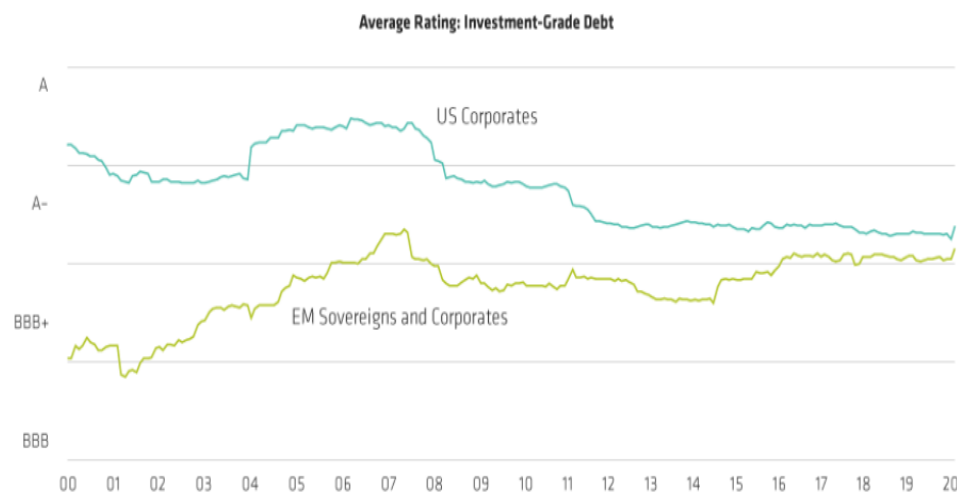
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 投资级新兴市场债券的基本面

Alliancebernstein 的 Shamaila Khan 认为预计随着经济复苏的推进，投资级 EMD 和美国投资级企业债的收益率差距将继续缩小。这是因为，从长期来看，信贷基本面对债券回报最为重要。投资级 EMD 的信贷基本面较为强劲且正在改善。事实上，过去 20 年，尽管美国发行投资级债券企业的平均信用质量下降，但投资级 EMD 的平均信用评级却上升了。结果，投资级 EMD 实际上缩小了与美国发行投资级债券公司的评级差距。

图 2： 投资级 EMD 和美国企业之间的收益率差距

Emerging-Market and US Corporate Ratings Have Converged over Time

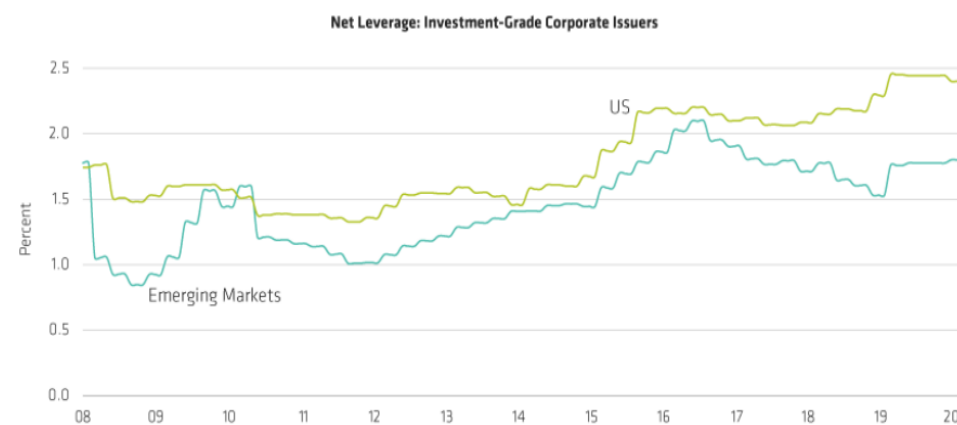


资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

Alliancebernstein 的 Shamaila Khan 还认为最关键的基本因素之一是发行人的财务指标。近年来，美国发行投资级债券企业的杠杆率变得更高，因为低利率为企业股票回购提供了资金，并使它们能够进行更积极的资产负债表管理。这使美国公司的 BBB 级债务所占份额高于以往，并显著增加了堕落天使的风险——债券被降级为投资级以下评级。

图 3： 美国投资级企业债的杠杆率变得更高

EM Corporates Are Less Levered than US Corporates

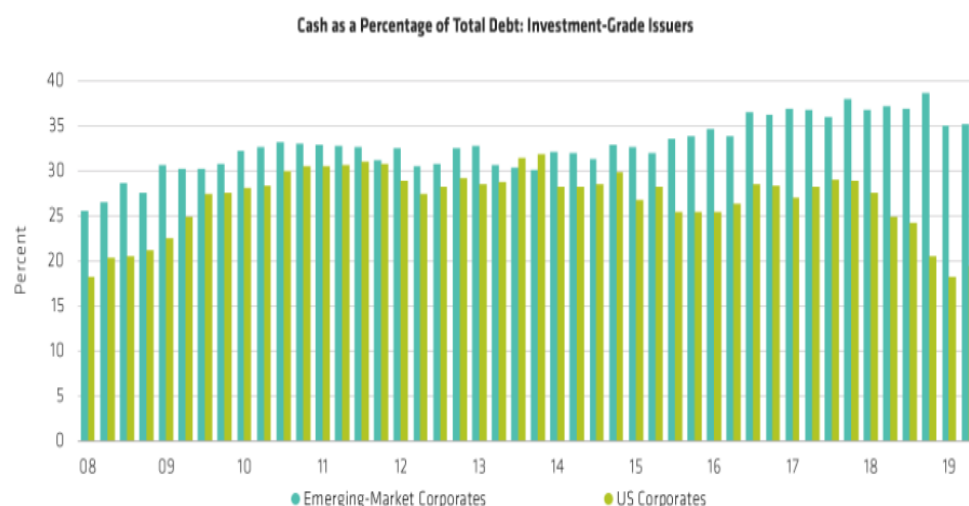


资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

相比之下，发行投资级 EMD 的新兴市场企业的净杠杆率总体较低，“堕落天使”的风险也较低。此外，由于新兴市场的基本面强劲，我们对新兴市场“堕落天使”的预期并没有因危机而大幅提高。

与美国公司债发行人相比，新兴市场公司债发行人的手头现金相对于其整体债务也更多。这有助于他们在市场准入受限且流动性至关重要的时期能承受一定的波动。这也意味着发行方不会承受负担新债的压力。

图 4： 新兴市场公司债发行人手里的现金更加充裕
Emerging-Market Corporate Issuers Have Much Higher Levels of Cash



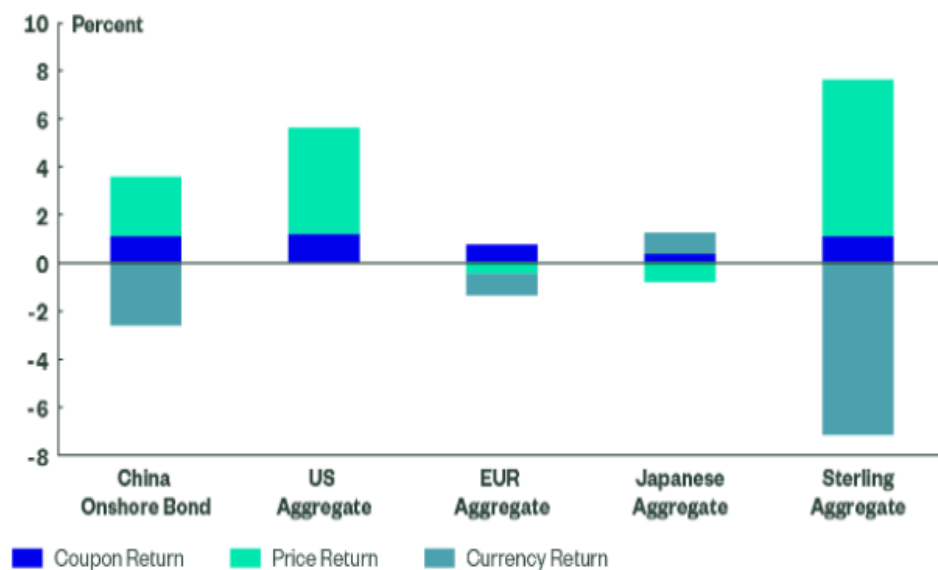
资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

Alliancebernstein 的 Shamaila Khan 认为尽管 3 月初的油价暴跌对发行投资级 EMD 企业的所属国家产生了短期影响，但并未对信贷基本面产生重大影响。在过去的几年里，这些国家增加了包括主权财富基金和央行储备在内的外部缓冲，现在这些缓冲比它们所积累的政府债务总额高出许多倍。由于有了这些充足的缓冲，尽管油价处于历史低位，但石油生产国的信用评级一直保持稳定。然而，投资级 EMD 息差仍高于正常水平。基本面和估值之间的脱节是机遇的信号。对于投资者来说，或许是时候从美国投资级企业债转向投资级 EMD 了。对于任何仔细观察 EMD 的投资者来说，这可能是一个有吸引力的切入点。

❖ 今年中国债券的表现

SSGA 的 Michele Barlow 指出今年头四个月中国债券以美元计算的回报率为 3.8%（以本币计算的回报率为 5.1%）。今年 5 月，人民币兑美元贬值和债券收益率上升都拖累了中国债券的表现。今年迄今为止，中国债券以美元计算的回报率为 1%（以本币计算的回报率为 3.6%）。

图 5： 中国债券以美元计算的回报率



资料来源：SSGA，川财证券研究所

SSGA 的 Michele Barlow 认为相对于发达市场债券，中国债券收益率的吸引力继续上升。今年 5 月底，中国债券指数的收益率为 2.56%，较美国高出 121 个基点，远高于其他主要发达国家债券指数。由于消费者和企业信心可能还需要一段时间才能恢复，预计中国将进一步放松货币政策，从而增加国内的信贷支持。这将在未来几个月为中国债券提供进一步支持。

SSGA 的 Michele Barlow 还指出尽管全球债券市场承受着巨大的流动性压力（央行的行动一定程度上缓解了这种压力），但中国在岸债券市场在此期间仍保持着相当高的流动性，在岸债券的买卖价差仅略有扩大，尽管交易规模较小。然而，在此期间，离岸债券的流动性极低或根本不存在。

风险提示

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4528

