

乘风破浪，稳健前行 聚焦固定收益市场

作者



Pilar Gomez-Bravo，
特许金融分析师
固定收益联席首席
投资官

摘要

- 在美国和欧洲银行业历经动荡后，银行贷款标准已有所收紧。
- 市场评论人士关注的焦点在于，金融环境趋紧是否会促使美联储停止加息或减缓加息幅度，还是会尽早开始降息。
- 尽管美国出现一定的通胀减缓迹象，但在我们看来，这尚不足以证明美联储将转变政策立场（即美联储开始降息）。
- 尽管市场乌云密布，但通过对固定收益的主动证券选择，仍有提供收益、分散投资及管理风险的潜力——尤其在美国陷入经济衰退的情况下（即我们的基本预测情境），这一点尤为关键。

自2020年新冠疫情爆发以来，金融市场遭受了巨大冲击，如近期美国和瑞士银行业的动荡。鉴于银行业对经济增长的重要性，银行和信贷增长已成为评估金融环境的关键因素。中央银行并非创造货币的唯一实体，常规银行也能做到这一点。

银行贷款标准已出现大幅收紧，这在经济周期中的反应必然滞后，从而导致违约率上升。这里的关键问题在于滞后效应的长短。有两个因素值得注意。第一，目前存在规模更大的私募信贷资产池，可以在银行不愿意提供贷款时填补相应的缺口。第二，高收益企业整体状况较好，因为它们进行了大量的再融资，为其在2024年底和2025年债务到期之前提供了缓冲空间。

然而，如果这种贷款标准收紧的模式在欧洲和美国继续上演，违约率可能轻易就上升至中高个位数。这在很大程度上取决于宏观环境，特别是通货膨胀情况，同时也取决于就业情况（目前处于超出预期的良好水平）。



美国核心通胀数据显示出一定的通胀减缓迹象，但进展非常缓慢。在我们看来，这尚不足以证明美联储将转变政策立场（即美联储开始降息）。

美国和欧洲的银行信贷增长速度有所放缓，同时这两个市场的贷款需求也有所下降，并且这一趋势因美国区域性银行危机而明显加快。倘若我们研究小型和大型银行存款的演变情况，就不难发现以下两种现实。

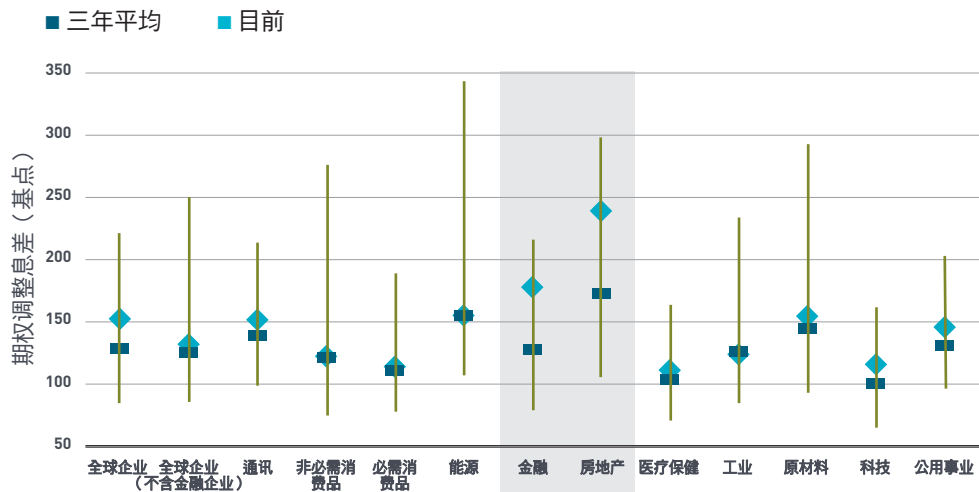
对于小型银行而言，其面临的挑战主要集中在是否具有充足的流动资金应对不同存款期限的证券投资组合，以及新的通信方式和社交媒体催生出储户短时间内迅速提取存款的情况。较大型的银行也出现了存款外流现象，这些资金已经流向收益率更高的货币市场基金，并且这种趋势可能还会持续下去。现实情况是，美国大型银行不愿意接受大额存款。由于贷款机会有限，因此银行对于贷款增长采取谨慎和细致的态度，这也是银行为大额存款提供较低利率回报的原因。在政策制定者的干预下，美国银行业已趋于稳定。银行业存款外流现象有所缓和，银行业环境更趋于正常化。

市场对银行业动荡的反应

相对于贷款危机引发的市场压力，这意味着什么？众多讨论的重点都集中在银行将在多大程度上减少对市场的贷款，以及美联储是否会停止加息、减缓加息幅度，还是会因此尽早开始降息。

当我们研究全球信用市场的估值时，我们发现，此次银行业危机的影响仅波及金融行业：包括银行和另一个对利率敏感的行业房地产（见图1）。

图1：全球企业息差范围（按行业划分）



来源：摩根大通。2018年1月1日至2023年4月4日的每日数据。条形图长度表示该期间的最小和最大息差。

图1显示，与过去三年的平均息差相比，大多数企业和工业板块未提供具有吸引力的价值。受银行业压力的影响，额外一级资本(AT1)债券的息差大幅上升。由于硅谷银行、签名银行(Signature Bank)、瑞士信贷银行和其他地区压力造成的市场失衡，资本结构较低的债券(AT1作为最初级债券)价格已开始走低。在市场承压期间，银行业债券的价格与市场环境的相关性更高；今年三月份的银行业危机期间也不例外，当月全球银行业债券普遍遭到抛售。



我们预计，随着今年形势的发展，下行风险将会加剧；而鉴于货币政策收紧的滞后效应，我们的基本假设依然是，美国将陷入经济衰退。由于各大央行依然倾向于根据经济数据采取应对措施，其政策失误的可能性也越来越大。▲

抵押贷款是市场中另一个受到冲击的领域，尽管企业信用息差有所回升，但抵押贷款的息差与正常水平相比仍存在较大的差异。区域性银行对商业房地产板块具有相当大规模的贷款敞口，因此，市场对其持续放贷能力的担忧（以及抛售破产银行现有投资组合的必要性）导致结构性信贷（例如商业地产抵押贷款债券(CRE CLO)、商业抵押担保证券(CMBS)甚至转手住房抵押贷款证券(MBS)）面临息差压力。

利率

上述形势引发的一个重要问题在于，这对通胀、经济增长、央行政策和利率市场有何意义？当前的市场环境是否更为脆弱，经济衰退的到来是否会早于预期？美国和其他市场（如英国）的核心通胀数据仍然极具黏性。美国核心通胀数据显示出一定的通胀减缓迹象，但进展非常缓慢。在我们看来，认为美国核心通胀数据的这种演变尚不足以证明美联储转变政策立场（即开始降息）。

如果经济提前陷入衰退，并且情况极其严重，那么降息将会快速推进；但鉴于目前美国核心通胀的黏性，我们的假设是，只有在经济出现明显的衰退迹象时，美联储才可能转变政策立场。在采购经理人指数(PMI)等领先增长指标随制造业发展趋势下滑之际，服务业的表现却强于预期。服务业不仅同时推动了经济增长和通货膨胀（特别是在美国），还引领了大型核心经济体的增长（欧元区和美国，以及中国重新开放的早期阶段），这一上行趋势超出我们的预期。我们预计，随着今年形势的发展，下行风险将会加剧；而鉴于货币政策收紧的滞后效应，我们的基本假设依然是，美国将陷入经济衰退。由于各大央行依然倾向于根据经济数据采取应对措施，其政策失误的可能性也越来越大。

值得注意的是，作为美国经济的支柱，美国许多中小企业都使用区域性银行的服务。如果这些银行缩减放贷规模，服务业的增长将受到影响，就业模式也可能发生改变。

投资启示

由于我们的基本假设为，经济衰退将以美国为中心；倘若未发生全球范围的经济衰退，我们将有必要关注欧洲和中国在未来几个月的表现。从核心通胀数据来看，美国通胀已经见顶并且市场上已出现一定程度的通胀放缓情况，因此，市场现在很可能已经摆脱去年大部分时间内承受的“缩减恐慌”(taper tantrum)机制。在接下来的6到12个月，市场预计将进入“金发姑娘(Goldilocks)”或“风险规避”机制。

这两种机制均主张拉长投资久期。我们开始寻找机会，在全球多板块固定收益策略方面拉长投资久期。并非所有的投资项目都具有相同的久期，一般来说，我们一直采取的做法是首先将我们对美国市场的持仓久期调整到中性水平。我们也一直在寻找加拿大、瑞典等利率敏感型市场以及墨西哥等部分地方新兴市场的投资机会。就这一点而言，我们青睐部分拉丁美洲经济体发行的地方新兴市场债券，这些债券在紧缩周期和市场价格方面均处于领先地位。

外汇方面，我们对美元持中性立场。在过去几个月里，为了中和美元的低配仓位，我们一直在增持欧元和日元；此外，我们也从其它方面寻求承担更多的新兴市场外汇风险来获取收益。我们正在寻找遵循基本面估值方法的配对交易。

固定收益洞察

2023年5月



就证券化和结构化债务而言，考虑到息差的扩大，目前抵押贷款更具吸引力，但不如2022年第四季度那样可观。我们依然专注于投资组合中特定商业抵押担保证券部分的特定机会和市场错配。我们正在增持非消费驱动型资产支持证券(ABS)，并以设备抵押品的形式提供适当的资产支持。总体而言，我们对资产支持证券依然保持中性立场，并继续减持传统抵押贷款。

信贷方面，我们一直在增加对投资级信用债的敞口，并偏向于错配程度较为严重的市场。新兴市场方面，尽管我们仍然超配新兴市场硬通货，但超配幅度已经有所收窄；我们一直在出售部分新兴市场投资级债券，并在投资级债券市场或公司债市场（而非新兴市场）的其他领域中寻找价值机会。高收益债券方面，正如上文所提到的，市场定价尚未反映出大规模的违约情况，并且息差也已开始浮现。许多投资者正在考虑高收益债券收益率曲线的前端，以提供额外的息差和收益率。就我们的情况而言，尽管我们仍然持有高收益债券，但这是由基于我们研究平台的自下而上的流程推动。在当前息差水平下，我们并不希望增加高收益债券风险。

结论

尽管市场依然乌云密布，但对于固定收益投资者而言，当前市场环境蕴含可观的潜力。多年来，当前高水平的收益率和通胀率极为罕见。考虑到诸多不确定性，我们依然倾向于对固定收益采取主动型和多样化投资策略。我们认为，一个能够在市场动荡中甄别特殊机会的研究平台以及更长的投资周期乃关键所在。▲

信息来源被认为是可靠的，但摩根大通概不保证其完整性或准确性。指数在获许可的情况下使用。未经摩根大通事先书面批准，不得复制、使用或分发该指数。2019年版权所有，J.P. Morgan Chase & Co. 保留所有权利。

本材料仅供机构、投资专业人士和合格的专业投资者使用，不应与散户投资者分享。

除非另有声明，标志、产品和服务名称为MFS®及其附属公司的商标，可能在某些国家注册。

本材料仅供参考，不涉及具体投资标的、财务状况和任何特定人员的特殊需求。本材料不构成MFS投资产品或服务的推销或购买建议。文中表达的观点为作者的观点，并可能随时更改。这些观点仅供参考，不应依赖这些观点作为购买任何证券的建议，也不应作为招揽或投资建议。此处所提及的任何证券仅用于说明目的，不应视为投资建议。投资有风险。过往表现或任何预测或预估均并不代表未来业绩。未经MFS明确同意，不得复制或再发布此处所列信息。尽管已在发布之日采取合理的谨慎措施来确保信息的准确性，但MFS不做出任何明示或暗示的保证或陈述，并明确表示不对任何错误或遗漏承担责任。信息如有更改，恕不另行通知。MFS对因使用或依赖本资料而导致的任何损失或间接损失不承担任何责任。

分销商：**美国**——MFS国际顾问有限公司（“MFSI”），MFS投资管理和MFS基金销售有限公司；**拉丁美洲**——MFS国际有限公司；**加拿大**——MFS投资管理加拿大有公司。加拿大尚无证券委员会或类似机构审议本通信；**英国和瑞士读者注意**：英国和瑞士的发行由MFS国际（英国）有限公司（“MIL UK”）负责，这是一家在英格兰和威尔士注册的私人有限公司，公司号为03062718，在英国金融市场行为监管局授权和监管下执行投资业务。MIL UK是MFS®的间接子公司，注册办事处位于One Carter Lane, London, EC4V 5ER。欧洲读者（英国和瑞士除外）注意：欧洲地区由MFS投资管理（卢森堡）私人有限责任公司（MFS卢森堡）发行——该公司是在卢森堡法律授权下作为驻卢森堡的基金管理公司，负责向机构投资者提供产品和投资服务，注册办事处位于S.ar.l. 4 Rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246。电话：352 2826 12800。本材料不得向专业投资人之外的任何人士分发传阅（根据当地法律许可），如果依赖或传播本材料的行为违反当地法规，则不得依赖或传播本材料；**新加坡**——MFS国际新加坡私人有限公司（公司注册号201228809M）；**澳大利亚/新西兰**——MFS国际澳大利亚私人有限公司（“MFS澳大利亚”）（澳大利亚公司号68 607 579 537）持有澳大利亚金融服务牌照，号码485343。MFS澳大利亚受澳大利亚证券与投资委员会监管；**香港**——MFS国际（“香港”）有限公司（“MIL香港”）是一家在香港证券和期货委员会（SFC）下持牌并接受其监管的私人有限公司。MIL香港已获准从事证券与资产管理监管活动，可向《证券及期货条例》（SFO）中定义的“专业投资人”提供特定投资服务；**对于中国的专业投资人**——MFS金融管理咨询（上海）有限公司，地址中国上海自由贸易试验区（邮编200120）世纪大道100号上海环球金融中心28楼，2801-12，一家中国有限责任公司，注册业务为提供金融管理咨询服务；**日本**——MFS投资管理株式会社，在关东财务局（FIBO）注册为一家金融工具经营公司，编号312，是日本投资信托协会、日本及日本投资顾问协会会员。投资人承担的费用视情况而定，如产品、服务、投资期限和市场条件，无法提前披露总金额或计算方式。所有投资均有风险，包括市场波动，投资人可能损失投资的本金。

本材料仅供机构、投资专业人士和合格的专业投资者使用，不应与散户投资者分享。