

❖ 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。

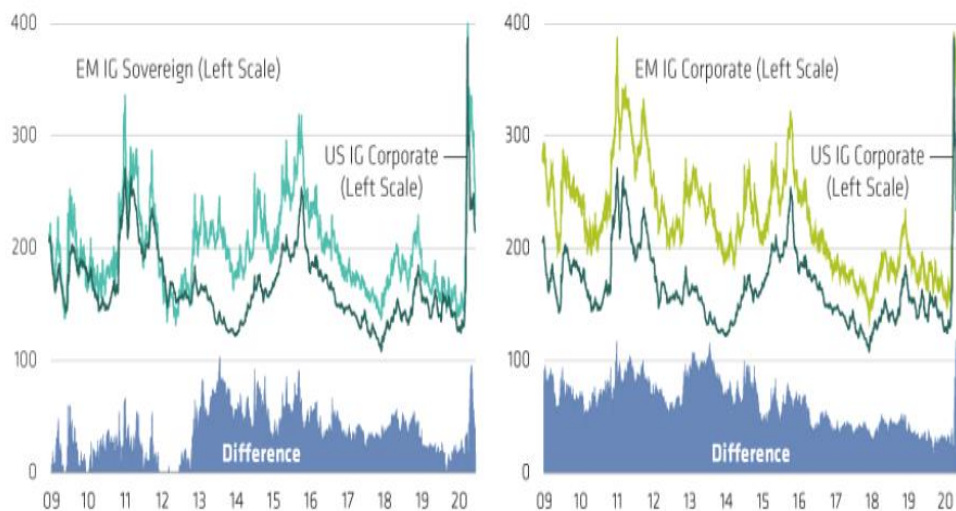
❖ 投资级新兴市场企业债与美国企业债的收益率差距扩大

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

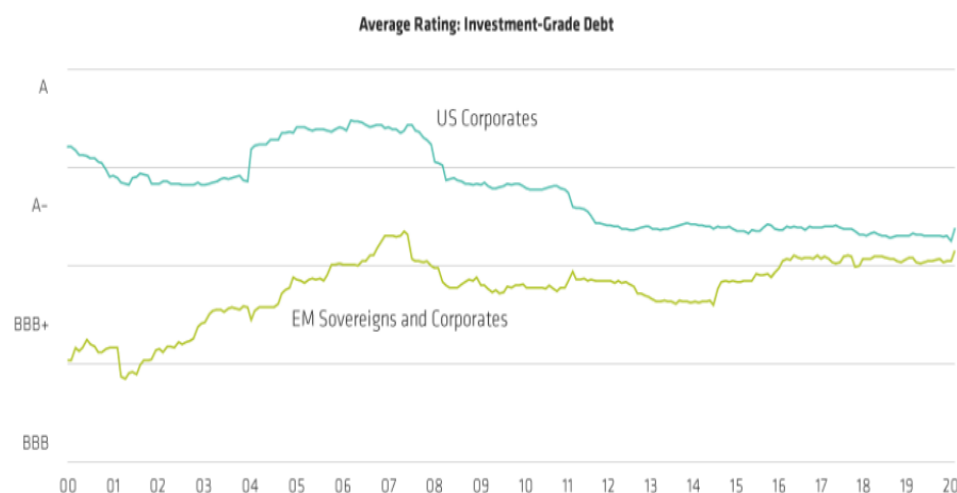
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 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

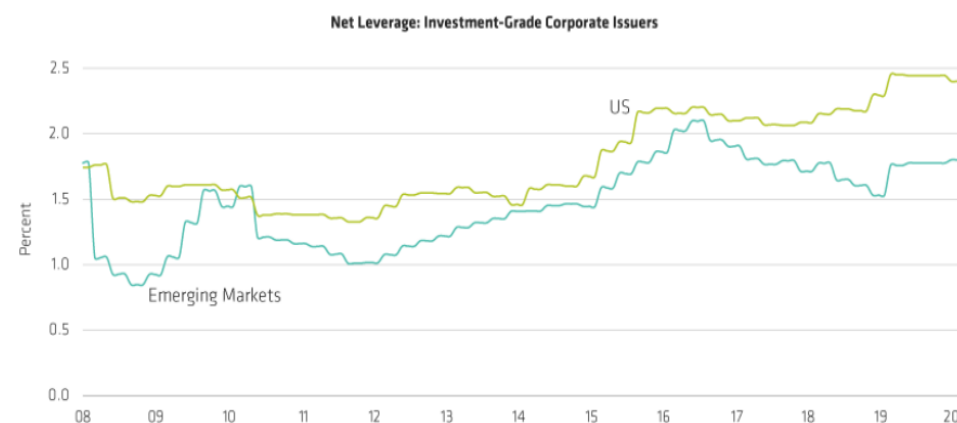


资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

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

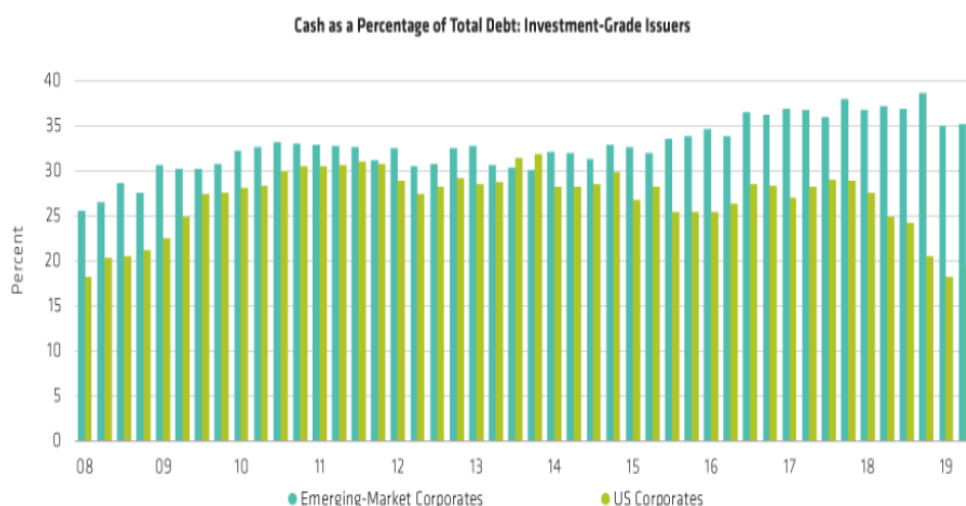


资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

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



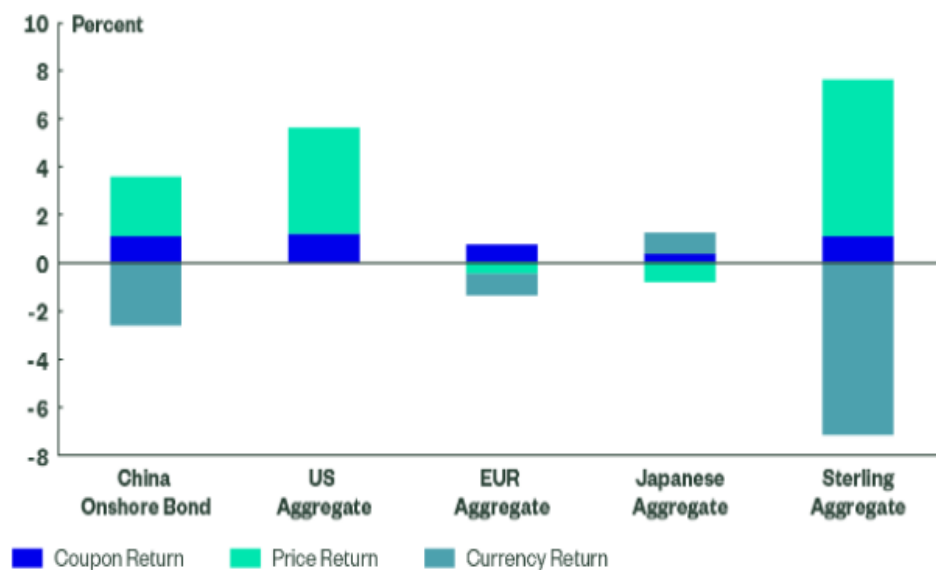
资料来源：Alliancebernstein，川财证券研究所

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

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了Alliancebernstein的Shamaila Khan以及SSGA的Michele Barlow 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857