



## 聯博-全球非投資等級債券基金(原名：聯博-全球高收益債券基金) (基金之配息來源可能為本金)

### 市場概觀

11 月份，成熟市場公債報酬大幅攀升，利多包括成熟市場央行抑制通膨有成，通膨率持續朝目標值靠攏、就業市場吃緊情況減緩、經濟成長趨緩，再加上其他正面因素，投資人更加看好成熟市場央行大致已達利率高點，且可望較原先預期更早啟動寬鬆週期，進而帶動成熟市場公債全面翻揚。在公債殖利率下降的背景下，代表整體成熟市場公債的彭博全球公債指數大漲 3.02% (避險)。成熟市場當中，紐西蘭、加拿大、義大利、美國與澳洲的公債報酬表現最佳，而德國與日本則相對落後。

部分成熟市場央行在 11 月份先後召開會議。正如市場預期，美國聯準會在月初決議將短期利率維持不變，主席 Jerome Powell 會後的言論較預期更偏鴿派。英國央行與紐西蘭央行亦維持短期利率不變。澳洲央行在 6 月份暫停升息後，11 月份將現金利率增加 25 個基本點<sup>1</sup>，來到 12 年新高，成為當月份唯一調升短期利率的成熟市場央行。瑞典央行暫停緊縮週期。歐洲央行、加拿大央行與瑞士央行本月份並無政策會議。到了月底，多位成熟市場央行官員試圖抑制市場樂觀情緒，指出利率守在高檔的時間將會拉長，但此舉大致無損於投資氣氛。

成熟市場公司債券表現正面，原因除了公債殖利率下降之外，多數信用風險性固定收益資產的投資氣氛濃厚，亦推升投資需求。成熟市場投資等級公司債券 (美元避險) 整體報酬強勁，上漲 4.67%，表現領先成熟市場公債，幅度達 165 個基本點。所有區域與國家的信用利差收斂，亞太地區是唯一例外。美國投資等級公司債券的相對報酬最佳，彭博美國綜合債券指數單月漲幅創 1980 年代以來新高。美國投資等級公司債券勁揚 5.98%，表現領先漲幅為 3.47% 的美國公債，幅度達 251 個基本點。反觀歐元區投資等級公司債券表現不如漲幅達 3.23% 的歐元區公債，落後 74 個基本點。

成熟市場非投資等級公司債券上漲 4.17%，表現亦領先成熟市場公債，領先幅度達 115 個基本點。美國、歐元區與英國的非投資等級債券利差均大幅收斂。美國非投資等級公司債券表現優於美國公債 151 個基本點，其中以上漲 5.23% 的非循環性消費類別表現最佳，而漲幅為 2.13% 的電訊類別表現最為落後。另一方面，歐元區非投資等級公司債券的表現落後歐元區公債 23 個基本點。

證券化資產方面，信用風險移轉債券 (CRTs) 與擔保貸款憑證 (CLOs) 的報酬為正，但表現大致落後其他信評<sup>2</sup> 相當的信用債券。商業不動產抵押貸款證券 (CMBS) 走升，表現類似其他信評相當的信用債券。美國機構房貸抵押貸款證券 (MBS) 當中，機構房貸抵押證券表現大幅領先美國公債。

新興市場強勢貨幣主權債券 (美元避險) 本月份表現領先其他信用債券，JP 摩根全球新興市場債券多元分散指數走升 5.66%，主因美國公債殖利率下降，且利差收斂。在新興市場主權債券當中，非投資等級債券表現領先投資等級債券達 33 個基本點。代表新興市場公司債券的 JP 摩根新興市場企業債券多元分散指數走升 3.64%，各信用品質的報酬相仿。代表新興市場當地貨幣主權債券的 JP 摩根全球新興市場政府債券多元分散指數勁揚 5.27%；其中，當地貨幣計價債券成長 2.57%，貨幣走強 270 個基本點，主因美元在 11 月份兌全數主要成熟市場貨幣與將近全數新興市場貨幣貶值。

### 基金績效

本基金 11 月份報酬為正，表現落後漲幅為 4.72% 的參考指數彭博全球非投資等級債券指數 (美元避險) (所有報酬皆以美元計價)。

證券化資產配置本月份減損基金績效，其中包括信用風險移轉債券、抵押擔保貸款證券 (CMOs) 與商業不動產抵押貸款證券。投資團隊在新興市場主權債券的減碼配置亦拖累基金表現；相較之下，在投資等級公司債券的配置與在非投資等級債券中的選債皆挹注基金績效。此外，本基金在新興市場公司債券的減碼配置與選債亦有利於績效表現。投資團隊在循環性消費、銀行與媒體等類別中的選債為基金績效帶來貢獻，而在金融、保險與科技等類別的選債則減損基金表現。

### 展望與佈局

成熟市場國家的通膨降溫趨勢大致處於正軌，朝央行目標值靠攏。到目前為止，成熟市場央行順利、甚至可說是完美達成看似不可能的任務，亦即逐步降低通膨，卻未造成嚴重的經濟衝擊。全球經濟成長正在趨緩，2024 年預計遠低於最佳潛在成長率。受惠於消費支出強勁，美國經濟成長率優於市場預期，但近期證據顯示未來幾季成長將會放緩，亦可能出現溫和衰退。英國經濟成長力道溫和，歐元區瀕臨技術性經濟衰退，主因德國的經濟與政治態勢相當艱鉅。瑞典在第三

季陷入技術性衰退，而加拿大與日本經濟亦在第三季萎縮。中國是唯一例外，2023 年 GDP 可望優於全球其他經濟大國。

經濟週期來到目前階段，主要成熟市場央行再度升息的可能性不高。儘管成熟市場的主要與核心通膨率持續降溫，但投資團隊認為，成熟市場央行尚不認為通膨下降幅度或速度已經足夠，故短期不會啟動寬鬆週期，但許多投資人已將降息的預期時間點提前至 2024 年第二季。先前通膨飆升時，被多數央行認為是暫時現象，如今為了避免重蹈覆轍，所有央行均持謹慎態度，不願過早宣佈打擊通膨成功。成熟市場央行當中，歐洲央行可能會率先調降短期利率，聯準會則會延後一段時間才開始寬鬆。

通膨降溫趨勢將依市場而異，取決於未來幾個月的就業市場與消費支出趨勢。值得注意的是，各國央行的升息週期最終對國內經濟成長態勢有何影響，不易精準預估，因為升息經過相對較長的時間才會滯後反映於潛在經濟產出。投資團隊預計全球經濟成長趨緩，但不會大幅衝擊全球經濟，亦即達成軟著陸。此外，經濟成長率、市場前景與政治風險仍略有可能轉趨黯淡，故未來將持續密切關注最新數據，必要時調整預測。

企業基本面持續相當有撐，最新一季固然稍微疲軟，但整體資產負債表仍舊相當強勁。然而，企業基本面屬於落後指標，投資團隊預計未來幾季基本面將進一步趨緩。考量發債企業現階段體質穩健，即使未來資產負債表轉弱，債券表現預計持續有撐。舉債水準目前處於長期趨勢的相對低檔，利息覆蓋率亦達到或接近歷史新高。隨著利率轉趨緊縮與企業基本面利空增加（包括籌資成本墊高），投資團隊預計 2024 年違約率將會提高，達到或高於歷史平均。2023 年，明日之星的數量（1,200 億美元）遠高於墮落天使（70 億美元），多數分析師預計兩者在 2024 年的金額將類似 2023 年水準。非投資等級債券當中，2023 年信評被調升的企業數高於被調降的企業數，亦顯示非投資等級債券市場的基本面強勁。投資團隊認為，非投資等級債券的長期報酬具有吸引力，因為 11 月份彭博全球非投資等級債券指數最低殖利率為 9.0%，而最低殖利率向來是未來報酬的一大指標。本基金在新興市場之外配置非投資等級公司債券；在此類別當中，投資團隊配置非投資等級合成式信用部位，為投資組合提供流動性。相較於傳統非投資等級債券，在發生尾部事件（例如非投資等級債市跌幅超過 5%）的時候，非投資等級合成式信用部位的表現往往較佳，且有助於強化投資組合抵禦尾部風險的能力。本基金的曝險部位持續低於平均水準。

整體而言，投資團隊持續出脫景氣敏感度較高的債券（如能源、大宗化學品類別），轉進防禦性較佳、景氣敏感度較低且較具下檔保護的產業。然而，投資團隊加碼部分景氣敏感度較高、但資產負債表強健的類別，如汽車等。

投資團隊仍舊保守看待能源類別，主因該類別往往高度波動，且表現與油價密切相關，但油價走勢預測不易。能源產業是過去 3 年表現最佳的產業，利差水準低於多數類別，故評價吸引力降低。在鑽油台數量受到控制的情況下，整體產能依

舊低於疫情前水準。隨著許多體質較弱的公司陸續違約，加上市場湧入墮落天使，非投資等級能源債券的品質逐漸轉佳。年初以來，投資團隊增持相對具吸引力的企業（如中游的發債企業），但仍舊採減碼配置。

投資團隊持續配置銀行類別，歷經 3 月份銀行危機後，投資團隊已減持額外一級資本債券（AT1s）部位，目前偏好波動性預計較低的優先債券。本基金在額外一級資本債券的小幅配置集中在體質較佳的銀行，因為在總環境惡化的背景下，高品質企業次順位債券的吸引力高於低品質企業優先順位證券。此舉有助於提升債信品質，同時維持具有競爭力的殖利率。本基金聚焦在大型國家級龍頭銀行，因為相關法規在全球金融風暴後轉嚴，這些銀行的資產負債表得以強化，亦須定期接受壓力測試。本基金亦避開美國區域型銀行。銀行業者體質健全，足以吸收壞帳與不良證券的虧損、維持強勁的獲利能力（財報獲利即是明證）、提撥壞帳準備。資本適足率仍高，呆帳水準接近歷史低檔。相較於區域型銀行，大型銀行的客戶存款更加多元，可望受惠於存款客戶資金轉往安全性資產的趨勢。隨著經濟放緩，投資團隊預計信用指標將從高檔小幅回落，但不至於導致降級潮。投資團隊預計資本適足率將降至中期目標，且呆帳將朝週期正常水準靠攏。整體而言，考量銀行業者的體質原本即已強勁，投資團隊預計業者將能吸收信用損失。此外，這類銀行具有系統重要性，倘若財務承壓，投資團隊認為主管機關將出手援助，正如 3 月份一樣。11 月份，本基金透過參與新債發行，小幅增持額外一級資本債券部位。額外一級資本債券的市場需求強勁，多數發行案均出現超額認購。

除了美國非投資等級債券，投資團隊亦分散配置歐洲非投資等級債券，因為此部位具備投資吸引力。

新興市場債券方面，投資團隊基於總環境轉淡與變數仍在，對此市場佈局仍舊保守。隨著通膨高漲，全球經濟逐漸放緩，導致新興市場前景面臨考驗。投資團隊認為，新興市場債券評價具吸引力，但投資團隊採取分散配置，不會集中投資特定標的，並將新興市場強勢貨幣債券的配置維持分散佈局逾 40 個國家。投資團隊擇優買進新興市場公司債券，並減持新興市場主權債券。影響所及，公司債券佔本基金新興市場部位的比重目前高於 50%。本基金在新興市場當地貨幣債券的配置有限。投資團隊對基金幾乎全數的新興市場當地貨幣部位進行避險。在 2021 年底，本基金已減持新興市場當地貨幣債券，目前比重趨近於 0%。

本基金的新興市場貨幣風險持續位於歷史區間相對低檔，主因認為此配置未來不易有明顯貢獻或虧損。本基金持續配置幾種貨幣，皆源自當地貨幣債券部位且持續提供風險溢酬。

投資團隊仍舊看好證券化資產。美國房市態勢相當有撐。儘管房價從去年高點跌落，但過去幾個月再度走升。受到庫存短缺的影響，投資團隊預計 2023 年全年房價將成長約 4%。此外，基本面穩健。當前房價漲勢已大幅推升房屋淨值，讓屋主有按期繳交房貸的誘因，進而為信用風險移轉債券部位帶來支撐力道。此外，受到房價漲幅的影響，發行時間較早

房貸的貸款價值比已大幅降低，進而強化其基本面。目前房貸池的貸款人買房的利率鎖在較低的水準，相對不受利率增勢的衝擊。家庭財務體質強勁，且借貸條件嚴格，避免中低所得貸款人購買房價所得比過高的房屋。

受到利率攀升、銀行放款標準轉嚴、房地產預計跌價的影響，商業不動產貸款市場面臨考驗，進而提高商業不動產貸款方的再融資風險。儘管如此，基本面依債券發行年份與不動產類別而異，商辦類別的表現最為不振，工業類別與多戶住宅公寓類別表現持續領先，故必須慎選類別。投資團隊偏好發行時間較久的債券，因為這類債券在商辦的佈局較少，且受惠於標的房地產的價格增勢。投資團隊亦青睞高品質部位，其信用品質大幅強化，可望抵擋信用減損造成的潛在虧損。

透過貨幣佈局與非投資等級合成式信用部位，本基金得以在市場錯置或評價具有吸引力時掌握投資機會。投資團隊透過搭配信用違約交換<sup>4</sup>和美國公債，形成非投資等級合成式信用部位，進而增持流動性相對較高的非投資等級債券部位。本基金目前的貨幣風險部位有限。

- 1 個基本點為 0.01 個百分點。
- 2 信用評等用於評估債券或投資組合之信用品質與風險，以發債機構之財務體質作為評估依據。本文採用之信用評等均為標準普爾、穆迪與惠譽之評等結果。AAA/Aaa 為最高(最佳)評等，D 為最低(最差)評等。
- 3 **最低殖利率不代表基金報酬率。**最低殖利率為債券到期日之殖利率或債券賣出日之殖利率，以兩者較低者為準。
- 4 信用違約交換 (CDS) 為一場外交易合約，用於轉移固定收益證券的信用風險。CDS 為市面上最為廣泛使用的衍生性金融商品。

## 全力成就無限可能

聯博投信獨立經營管理。聯博境外基金在台灣之總代理為聯博證券投資信託股份有限公司。

聯博證券投資信託股份有限公司。地址：台北市 110 信義路五段 7 號 81 樓及 81 樓之 1。電話：02-87583888。

所列之境外基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(含分銷費用)及投資風險等已揭露於基金公開說明書及投資人須知，投資人可至境外基金資訊觀測站 [www.fundclear.com.tw](http://www.fundclear.com.tw) 或聯博網站 [www.abfunds.com.tw](http://www.abfunds.com.tw) 查詢，或請聯絡您的理財專員，亦可洽聯博投信索取。**基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支付的部份，可能導致原始投資金額減損。投資人於申購時應謹慎考量。配息可能涉及本金之個別基金最近 12 個月內配息組成相關資料已揭露於聯博投信網站。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故基金可能會因利率上升、市場流動性下降、或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。若基金非投資等級債券佔顯著比重者，適合「能承受較高風險之非保守型」投資人。本基金有相當比重投資於符合美國 Rule 144A 規定之私募性質債券，較可能發生流動性不足，財務訊息揭露不完整或因價格不透明導致波動性較大之風險，投資人需留意相關風險。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人宜斟酌個人風險承擔能力及資金可運用期間之長短後投資。基金投資於以外幣計價之有價證券，匯率變動可能影響其淨值。依金管會之規定，目前境外基金直接投資大陸地區證券市場之有價證券以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資總金額不得超過本基金淨資產價值之百分之二十，投資香港地區之紅籌股及 H 股則無限制。但若該年度獲得境外基金深耕計畫豁免者不在此限，比例可達百分之四十。另投資人亦須留意中國市場特定政治、外匯、經濟與市場等投資風險。境外基金設有「擺動定價政策」，擺動定價政策之目的藉由避免或減少因某一營業日大量淨流入或淨流出而對子基金受益憑證價值產生績效稀釋效果，以保護基金之現有投資人。投資人於申購前應詳閱公開說明書與投資人須知。**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。**投資於新興市場國家之風險一般較成熟市場高，也可能因匯率變動、流動性或政治經濟等不確定因素，而導致投資組合淨值波動加劇。本文件原始文件為英文，中文版本資訊僅供參考。翻譯內容或未能完全符合原文部分，原始之英文文件將作為澄清定義之主要文件。個別有價證券僅為說明聯博投資哲學之表述，並非代表任何之投資建議。本文件所提之特定有價證券並不代表該基金所有買賣或建議，亦不應假設該等投資已經或將有獲利。本文件反映聯博於編製日之觀點，其資料則來自於聯博認為可靠之來源。聯博對資料之正確性不為任何陳述或保證，亦不保證資料提及之任何估計、預測或意見將會實現。投資人不應以此作為投資決策依據或投資建議。本文件資料僅供說明參考之用。聯博-全球非投資等級債券基金(原名：聯博-全球高收益債券基金)(**基金之配息來源可能為本金**)於 2022 年 5 月 4 日更名，詳細內容請參考基金公開說明書。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。投資人應留意衍生性工具/證券相關商品等槓桿投資策略所可能產生之投資風險(詳見公開說明書或投資人須知)。**

[A]B] 是聯博集團之服務標誌，AllianceBernstein 為聯博集團所有且經允許使用之註冊商標。

© 2023 AllianceBernstein L.P. ABITL23-1218-07

關注聯博，市場新訊不漏接



搜尋：聯博

