



## 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，隨著通膨數據低於預期，市場樂觀看待政策利率增幅將會減緩，進而帶動多數成熟市場國家的長天期公債殖利率走低。代表全球成熟市場公債報酬的彭博全球公債指數 (避險) 上升 1.84%。

聯準會主席 Jerome Powell 於 11 月 30 日出席布魯金斯研究院會議，致詞時證實聯準會將減緩升息幅度，藉此評估前重後輕式貨幣緊縮對經濟的影響，連帶激勵美國公債大幅翻揚。美國 10 年期公債殖利率本月份下降 44 個基本點<sup>1</sup>，來到 3.61%；2 年期公債殖利率僅下降 17 個基本點，來到 4.31%，殖利率曲線進一步倒掛，負斜率達 1980 年代初期以來新高。加拿大 10 年期公債殖利率下降 31 個基本點至 2.94%，殖利率曲線亦進一步倒掛。

英國政府宣佈訴求擲節的中期財政計畫，帶動 10 年期公債殖利率下降 35 個基本點至 3.16%。德國 10 年期公債殖利率下降 21 個基本點，來到 1.93%。歐元區邊陲國家方面，義大利 10 年期公債殖利率降低 42 個基本點至 3.87%，西班牙 10 年期公債殖利率則下降 28 個基本點至 2.94%。澳洲 10 年期公債殖利率下降 23 個基本點至 3.53%。日本央行維持殖利率曲線控制政策，故日本 10 年期公債殖利率僅上升 1 個基本點至 0.25%。

公司債券報酬攀升。成熟市場的投資等級公司債券上揚 4.39%，表現領先美國與歐元區公債。成熟市場非投資等級公司債券走升 2.59%，延續 10 月份漲勢。歐元區非投資等級公司債券走升 3.96%，表現領先漲幅達 2.69% 的歐元區公債。美國非投資等級債券進一步上漲 2.17%，但表現落後漲幅為 2.68% 的美國公債。

相較於其他信用債券，證券化資產 11 月份表現各異。機構房貸抵押證券 (Agency MBS) 表現領先。多數擔保貸款憑證 (CLOs) 表現領先公司債券。商業不動產抵押貸款證券 (CMBS)、商業不動產抵押貸款證券指數 (Series 6) 與信用風險移轉債券 (CRTs) 表現大致良好，但落後公司債券。

彭博美國非投資等級公司債券指數本月份成長 2.17%，循環性消費類別表現最佳，漲幅達 3.41%，通訊類別的報酬最低，為 0.83%。

新興市場強勢貨幣債券本月份表現最佳，JP 摩根全球新興市場債券多元分散指數上升 7.59%。新興市場公司債券表現墊底，JP 摩根新興市場企業債券多元分散指數成長 5.29%。代表新興市場當地貨幣債券的 JP 摩根全球新興市場政府債券多元分散指數勁揚 7.11%。

礙於需求浮現隱憂，布蘭特原油價格下跌 9.4%。銅價回升 10.5%，原因之一在於中國政府祭出更多挹注措施，以期紓困住宅房地產產業。受惠於各國央行增加黃金收購力道，金價上揚 6.4%。

### 基金績效

本基金美元計價類型 11 月份績效報酬為正，反觀新台幣計價類型受到新台幣升值的影響，漲幅較小。

投資團隊在非投資等級公司債券的加碼配置挹注本月份基金績效，在新興市場主權債券的選債亦推升基金表現，反觀在新興市場主權債券與公司債券的減碼配置拖累基金績效。投資團隊在信用風險移轉債券 (CRTs) 與商業不動產抵押貸款證券 (CMBS) 的配置與選債亦小幅擠壓基金表現。

### 展望與佈局

年初以來，多數央行陸續大幅緊縮貨幣政策，以期緩解居高不下的通膨；根據穆迪數據，10 月份全球通膨率逾 12%，創下新高。許多央行未來預計減緩升息步調，以期評估政策緊縮至今的影響，但最終何時停止升息、升息時間表又如何演變，仍舊是未知數。升息步調預計減緩，主要是因為貨幣緊縮會滯後擠壓經濟成長率與通膨率。倘若照目前步調持續升息，多數經濟體勢必在 2023 年、甚至之後出現硬著陸。投資團隊預計，英國與歐元區經濟 2023 年將陷入溫和衰退，而美國經濟成長率則相對持平。

中國持續面臨經濟風險，現階段防疫措施導致經濟難以回溫。儘管中國政府正逐漸鬆綁防疫限制，但對中國與全球經濟的短期影響不易評估。日本則是例外；日本央行認為尚未達到長期提振通膨的目標，故維持控制殖利率曲線的政策不變，將利率釘在低檔，但日本利率與全球利率的利差正在擴大，對匯率避險成本的潛在影響甚鉅。

全球經濟成長動能趨緩。工廠與大宗商品價格走低。根據 S&P

Global，全球製造業採購經理人指數持續萎縮，從 10 月份的 49.4 降至 11 月份的 48.8。

此波景氣循環初期，企業體質原已強勁，故公司債券基本面目前仍舊穩健。許多企業先前並未累積超額債務，不同於以往經濟衰退初期的現象。企業趁近期殖利率較低之際，發行新債，形同以低債成本將短債轉為長債。違約率預計小幅增加，但仍維持在歷史相對低檔。

年初以來，投資人每每依據經濟數據的更新而調整預期，導致金融市場波動異常劇烈。其他利空因素如通膨高漲、利率飆升、全球貿易萎縮、烏俄戰爭等，亦導致市場震盪加劇。隨著央行最終採取觀望態度，市場波動程度預計減緩。

儘管全球經濟出現放慢跡象，但各國央行持續採鷹派立場，打擊通膨壓力。在多數央行積極升息的情況下，政策利率已經高於「中性利率」，因此未來可能逐漸減緩升息腳步，讓先前的緊縮政策有時間發揮作用。部分央行考量國內經濟惡化速度比預期更快，亦可能更快調整升息週期。央行政策對經濟成長最終有何影響，目前仍是未知數。投資團隊認為，非投資等級債券市場的基本面強勁，且風險低於長期水準，故可望抵擋經濟溫和走緩的衝擊。放眼長期，投資團隊認為分散配置美國、歐洲與新興市場（包括歐洲次順位金融債與證券化資產）是相對較佳的做法。

非投資等級發債企業的基本面尚未轉弱，但投資團隊預計未來將會如此。然而，發債企業現階段體質穩健，即使未來資產負債表轉弱，基本面預計仍可為信用債券帶來支撐力道。槓桿水準目前處於相對低檔，利息覆蓋率亦達到或接近歷史新高。隨著企業基本面利空增加，加上利率轉趨緊縮，投資團隊預計違約率在未來 12 至 18 個月漸增，朝歷史平均靠攏。未來幾年到期的非投資等級債券數量有限，故違約率增幅預計有限。11 月份，非投資等級債券市場連續第 2 個月沒有新增違約債券，為過去 15 年來首見。美國非投資等級債券市場的品質已經改善，為過去 10 年最佳，主因非投資等級債券市場湧入墮落天使（評等被降級至非投資等級的債券），且許多風險較高的信用債券已在 2020 年違約，信用市場品質逐漸轉佳。年初以來，信評<sup>2</sup>被調升的非投資等級債券規模是被調降債券的 1.5 倍以上（以金額計）。此外，非投資等級債券市場的明日之星（評等被升級至投資等級的債券）規模逾 1,130 億美元，反觀墮落天使規模不到 120 億美元。投資團隊認為，目前正值進場時機，因為本月份彭博全球非投資等級債券指數最低殖利率為 9.1%，而最低殖利率向來是未來報酬的一大指標。在非投資等級債券當中，投資團隊配置非投資等級合成式信用部位<sup>3</sup>（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。考量非投資等級債券漲幅已高，投資團隊小幅降低風險水準。

投資團隊持續出脫景氣敏感度較高的債券（如能源與化學品

類別），轉進防禦性較佳、景氣敏感度較低的債券（如通訊類別）。

儘管能源產業受惠於石油天然氣價格增勢，但投資團隊仍舊謹慎看待能源產業。目前油價處於高檔，但隨著經濟成長放慢，價格預計下跌。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。投資團隊對中游業者的青睞程度高於探勘生產業者，主因中游業者的業績仰賴營運量，相對不受能源價格影響。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。在歷經 2020 年 3 月底的市場賣壓後，投資團隊降低減碼幅度，買進品質相對較佳的能源發債公司（包括 BBB 與 BB 等級債券，亦即墮落天使），主因其流動性充裕，且在低油價環境中仍有運作空間，評價具有吸引力。面對未來的通膨壓力，能源債券亦能發揮一定程度的避險作用。投資團隊本月份買進新發行的投資等級能源債券，並持續減持非投資等級能源債券，主因後者的評價吸引力降低。能源產業是年初以來表現較佳的產業。

銀行產業當中，本基金鎖定規模較大且資金與流動性部位強勁的國家級龍頭業者。儘管經濟預計放慢或衰退，但銀行業者的信用基本面穩健，至少從債券持有人的角度觀察，主要信用指標正面，例如資本適足率處於歷史高檔、融資與流動性狀況相當強勁、呆帳來到週期低點。利率增勢可望推升短期獲利能力，除了緩衝成本增幅的衝擊之外，亦暫時不必增加 2023 年至 2024 年的提撥壞帳準備。儘管投資團隊認為上述信用指標將走弱或從高點回落，但跌勢預計相對緩和，不至於導致債信評等調降。投資團隊預計銀行業者得以吸收信用損失。此外，考量經濟放慢導因於非常規因素，投資團隊預計政府將持續出手支撐銀行產業。在歐洲經濟趨緩程度預計大於美國的情況下，本基金對美國銀行業者的青睞程度整體高於歐洲業者，但主要是基於銀行債券的相對利差。

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。考量歐洲非投資等級債券的漲幅已高，且評價吸引力不如先前，投資團隊逐漸減持相關部位。

儘管新興市場債券本月份表現相對強勁，但投資團隊基於總環境轉淡與變數仍在，對新興市場佈局仍舊保守。隨著通膨高漲與全球央行積極緊縮，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，新興市場債券評價相當具吸引力，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。本基金目前偏好風險調整後報酬具吸引力的公司債券。有鑑於此，公司債券佔本基金新興市場部位的比重目前略高於 50%。本基金在新興市場當地貨幣債券的配置有限。投資團隊對本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，主因投資團隊認為此配置未來不易有明顯貢獻或虧損。本基金持續持有之新興市場貨幣部位皆源自當地貨幣債券投資部位，且此

類貨幣持續提供風險溢酬。

投資團隊仍舊看好證券化資產。房市逐漸浮現降溫跡象。在買房能力大幅降低的背景下，投資團隊預計市場需求將持續縮減。然而，庫存水準仍舊低落。房價漲跌可能依區域與價格區間而迥異，但投資團隊預計整體價格水準在 2023 年不會下滑。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先前亦以極低利率買房。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。本基金逐漸減持相關部位，藉此提升流動性狀況。年初以來，投資團隊逢高逐漸降低信用風險移轉債券部位，基金流動性狀況已有改善。

商業不動產抵押貸款證券方面，投資團隊偏好在 2012 年至 2016 年之間發行條件較為嚴謹，且放款成數較低的債券。商業不動產抵押貸款證券的逾期還款數目前已經回穩且逐漸降低。考量這類證券的信用條件強化與目前價位，投資團隊認為報酬潛力高於潛在投資風險。在商業不動產抵押貸款證券指數 (Series 6) 當中，損失調整後殖利率顯示潛在報酬具吸引力。商業不動產抵押貸款證券指數 (Series 6) 年初以來表現強勁，主要是受惠於基本面轉佳，例如償付趨勢優於預期；購物中心貸款大致獲得展延，而非被取消贖回權；違約貸款的回收價值高於預期。經濟重啟有利於零售業與租賃住宿業，但為商辦帶

來更多考驗。考量這些部位年初以來漲幅已高，投資團隊趁機小幅降低部位。商業不動產抵押貸款證券指數部位本月份有額外償付。

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。

截至 11 月底為止，本基金之加權平均存續期間<sup>4</sup>為 4.14 年，最低殖利率<sup>5</sup>為 10.13%，所投資債券檔數共 1,454 檔。

<sup>1</sup> 1 個基本點為 0.01 個百分點。<sup>2</sup> 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。<sup>3</sup> 投資於衍生性金融商品可能面臨結算、價格不易計算、槓桿等風險，因此儘管小幅變動，但亦會產生不成比例的損失，且可能受限於交易對手風險，程度亦大於傳統投資工具。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。<sup>4</sup> 存續期間係指本基金資產組合之加權平均存續期間。<sup>5</sup> 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。

## 全力成就無限可能

聯博投信獨立經營管理。聯博證券投資信託股份有限公司。台北市 110 信義路五段 7 號 81 樓及 81 樓之 1。02-8758-3888。  
所列之境內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及投資風險等已揭露於基金公開說明書或基金簡式公開說明書，投資人可至公開資訊觀測站 <http://mops.twse.com.tw> 或聯博網站 [www.abfunds.com.tw](http://www.abfunds.com.tw) 查詢，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。任何涉及由本金支出的部份，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。本基金配息前未先扣除應負擔之相關費用。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。境內非投資等級債券基金最高可投資基金總資產 30% 於美國 144A 債券。美國 144A 債券屬私募性質，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。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。本基金包含新台幣、美元、人民幣、澳幣以及南非幣計價類型，如投資人以非本基金計價幣別之貨幣換匯後申購本基金者，須自行承擔匯率變動之風險。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。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。本文件資料僅供說明參考之用。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。

©2022 AllianceBernstein L.P. ABITL22-1226-06

關注聯博，市場新訊不漏接



搜尋：聯博

