



## 聯博-全球非投資等級債券基金(基金之配息來源可能為本金)

### 市場概觀

第三季，政府公債報酬表現穩健，利多包括多數主要國家的通膨率持續朝目標值降溫、經濟成長預期下修、主要央行持續或啟動貨幣寬鬆。加拿大央行在 9 月份第四度降息 25 個基本點<sup>1</sup>。歐洲央行已在 6 月份首度降息，9 月份再度降息 25 個基本點。瑞士央行在 9 月份第三度降息 25 個基本點。瑞典央行與紐西蘭央行本季亦先後降息。聯準會在 9 月份啟動寬鬆週期，降息 50 個基本點，利率區間來到 4.75%至 5.00%，政策立場似乎不再側重降低通膨，而以抑制就業市場疲態為主。根據經濟預測摘要報告的點陣圖，聯準會預計年底前再降息 50 個基本點，2025 年則進一步降息 100 個基本點。相較之下，日本央行繼在 3 月份結束負利率政策後，7 月份升息 25 個基本點。第三季，代表成熟市場政府公債的彭博全球公債指數攀升 3.96% (避險)。

在投資氣氛濃厚的背景下，成熟市場公司債券表現領先政府公債。整體投資等級公司債券走揚 5.01% (美元避險)。美國投資等級公司債券攀升 5.84%，表現領先漲幅為 4.74% 的美國公債。歐元區投資等級公司債券成長 3.73%，表現落後漲幅為 4.49% 的歐元區公債，主因歐元區邊陲國家的公債報酬高於漲幅為 3.74% 的德國公債。成熟市場非投資等級公司債券上揚 4.94%，表現領先政府公債。美國非投資等級公司債券攀升 5.28%，而歐元區非投資等級債券則走揚 3.81%。

整體而言，證券化資產本季表現良好，較低品質部位<sup>2</sup>表現持續優於較高品質部位。美國機構房貸抵押貸款證券 (MBS) 漲幅達 5.43%，表現領先美國公債。資產抵押擔保證券 (ABS) 走升 3.32%。

新興市場強勢貨幣主權債券勁揚 6.15%，其中非投資等級債券表現優於投資等級債券。新興市場強勢貨幣公司債券攀升 4.48%，各信用品質的債券報酬相仿。新興市場當地貨幣主權債券表現領先其他信用風險性資產，漲幅達 8.89%；其中，當地利率型債券上揚 4.11%，貨幣則走強 488 個基本點，主因美元兌將近全數貨幣走貶。

### 基金績效

本基金 9 月份報酬為正，表現落後漲幅為 1.80% 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)。

投資團隊在新興市場主權債券的減碼配置與債券選擇拖累基金表現，在非投資等級債券中的選債進一步減損績效。具體而言，本基金在媒體、能源與電訊等類別中的選債削弱基金表現，在保險與科技類別中的選債貢獻基金績效。投資團隊在投資等級公司債券中的配置亦拖累基金表現，但在非投資等級公司債券與新興市場公司債券的減碼配置表現正面，小幅抵銷上述跌幅。

第三季而言，投資等級公司債券部位與新興市場主權債券減碼配置減損基金表現。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) 等證券化資產的配置拖累基金表現，在非投資等級公司債券的選債亦擠壓基金績效，但在新興市場公司債券的減碼配置與在新興市場主權債券的選債均有正面表現，部份抵銷上述跌幅。

### 展望與佈局

全球經濟在夏季走到轉振點，許多央行基於通膨降溫的考量，立場開始轉鴿而紛紛降息，以期避免經濟成長步調停滯。倘若貨幣寬鬆力道積極，投資團隊仍舊看好經濟能夠避免硬著陸的下場。展望未來幾季，投資團隊預計各國央行將迅速寬鬆，讓利率回落至長期平衡水準，亦即達到中性利率。

在降息週期已經啟動的背景下，投資人將聚焦在降息速度與寬鬆週期結束時的終端利率水準。倘若全球經濟較預期疲弱，則降息步調預計加速，因為多數成熟市場經濟體雖已走到擴張期尾聲，但預算赤字仍舊高於常態水準，財政刺激措施的規模預計有限。

投資團隊預計，聯準會將採穩定寬鬆步調，每次政策會議降息 25 個基本點，一直到 2025 年，但倘若就業市場較預期疲弱，則降息速度將會加快、時間將會拉長。儘管美國招聘力道明顯降低，但整體招聘態勢顯示經濟穩健成長。失業率增勢成為市場主要焦點，但以美國而言，其失業率固然攀升，但目前主要是因為人力供給成長所致，而非裁員人數增加。倘若就業趨勢大致維持不變，投資團隊認為美國經濟雖然趨緩，但不會進入停滯期，亦即可望達到經濟軟著陸。投資團隊預計，英國央行與歐洲央行的降息進度將相對偏慢。

日本央行先前已開始貨幣緊縮，與其他主要經濟體形成鮮明對比。曾任防衛大臣與農林水產大臣的石破茂當選自民黨總裁，進而成為日本新任首相，預計促使日本央行最早在 10 月

份重啟貨幣緊縮。日本央行與其他成熟市場央行的貨幣政策不同調，已經影響貨幣市場態勢，可能使得更多海外投資資金回流日本。

中國方面，消費支出力道仍舊不振，住宅房地產市場持續面臨考驗，通膨率亦趨近於零。中國經濟小幅低於預期，主因內需較預期疲弱，進而擠壓進口力道。反觀中國出口表現相對暢旺，但為了消化過剩庫存而調降價格。中國人民銀行近期積極寬鬆貨幣政策，政府亦祭出新的刺激措施，無不旨在讓今年經濟成長率更接近政府設定的目標值，亦即 5.00%。

觀察其他新興市場國家，許多央行比成熟市場更早開始貨幣寬鬆，最早降息的國家包括拉丁美洲與部分歐洲新興市場國家。聯準會此次降息將為新興市場國家進一步降息鋪路，亦讓亞洲新興市場國家有開始降息的空間。巴西是例外，其經濟表現強勁，因此展開小幅升息週期。展望 2025 年，投資團隊預計新興市場 GDP 成長率達 4.10%，成熟市場則僅成長 1.50%。

從目前經濟預期的角度來看，根據 S&P Global 公佈的全球製造業採購經理人指數，全球製造業在 9 月份進一步跌至 48.8，進入萎縮區。成熟市場當中，英國、加拿大、西班牙與希臘的製造業採購經理人指數處於擴張區。新興市場當中，印度的製造業採購經理人指數仍舊最為強勁，中國(財新調查)則跌入小幅萎縮區。製造業採購經理人指數處於萎縮區的國家包括日本、美國與歐元區，其中在歐元區以德國、奧地利與法國尤其明顯。服務業採購經理人指數方面，日本、美國、歐元區與澳洲均守在擴張區，但法國在夏季奧運後預計回落。

即使面臨總經利空，企業基本面與資產負債表仍舊正面，有利於信用債券整體表現，但基本面已浮現部分轉弱跡象。投資團隊預計這股趨勢將會持續，因為經濟正在放緩，即使利率已開始降低，企業仍必須因應更高的利息費用。舉債水準仍處於長期趨勢的相對低檔，利息覆蓋率亦仍舊高於歷史平均。非投資等級債券發債企業當中，年初以來信評被調升的企業數(256 家)高於信評被調降的企業數(197 家)。然而，隨著經濟成長力道持續減弱與企業基本面利空增加，投資團隊預計未來 12 到 18 個月的違約率將會提高，達到或小幅高於歷史平均，美國與歐洲皆為 3%至 4%。在技術面強勁與經濟展現韌性的背景下，利差持續有撐。年初以來，長期評價(亦即殖利率)逐漸降低，但仍具有小幅吸引力。9 月份彭博全球非投資等級債券指數最低殖利率<sup>3</sup>為 7.3%，而最低殖利率向來是未來報酬的一大指標。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(如能源與大宗化學品等類別)，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。

非投資等級債券當中，能源產業利差相對較低，亦為過去 3 年表現最為領先的產業，除了油價處在高檔之外，疫後需求回升亦是利多。考量能源產業的併購活動熱絡，中游業者持續從中受惠，投資團隊已增加相關部位。然而，投資團隊仍舊保守看待其他類別的能源債券，主因油價走勢導致該類別往往高度波動，且目前評價吸引力已不如過去。

儘管信用週期轉弱，但投資團隊維持在銀行產業中的佈局，部位偏向大型國家級龍頭銀行，因為這類銀行的體質較佳、經營更多元化，可望因應經濟疲態，且通常是資金轉往安全性資產時的受惠者。整體而言，銀行業者在全球金融危機後已逐步強化核心財務指標，且在法規與壓力測試轉嚴之下，獲利創造能力持續轉強，均有利於債券持有人。展望未來 6 到 12 個月，投資團隊預計信用指標將從近期高點回落，朝週期正常水準靠攏。隨著銀行業者以「多餘」資金回饋股東，資本適足率亦預計從高檔滑落，但銀行仍會放眼中期目標，將資金水準維持在遠高於最低要求之上。儘管投資團隊在 9 月份小幅降低部位，但仍舊大致看好額外一級資本債券(AT1s)，同時考量銀行債券屬於非系統性相對較高的資產類別，故配置仍舊偏向大型國家級龍頭銀行。

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。

投資團隊過去一年陸續增加 BBB 等級公司債券的配置，主因部份 BBB 等級公司債券的殖利率與非投資等級債券相差不多。此外，投資等級債券的基本面仍舊穩健。企業的現金部位增加，且利息覆蓋率即使已從近期高點回落，但仍舊處於高檔。儘管年初以來的淨發債量增加，但投資買氣相當強勁。強勁技術面使得利差持續收斂。儘管如此，利差在大多數時候處於歷史平均之下，整體殖利率仍舊相當具吸引力。

新興市場債券方面，基於總經環境轉淡，投資團隊對此市場佈局相對保守。投資團隊在過去兩年以來減持新興市場主權債券部位，以期降低個別風險。本基金目前偏好新興市場公司債券，其風險調整後報酬具吸引力，基本面亦優於部分成熟市場企業。投資團隊亦看好準主權債券的投資價值，這類債券的價位可能類似公司債券，但有政府支持的優勢。上述兩類債券佔基金多數部位。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 30 個國家。本基金在新興市場當地貨幣債券的配置有限，並對全數貨幣避險。

投資團隊仍舊看好證券化資產。美國房市態勢相當有撐。市場需求雖然趨緩但買氣仍在，使得庫存短缺，故投資團隊預計今年房價將小幅成長。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。此外，目前房貸池的許多貸款人在利率低於 4%時買房，相對不受目前利率偏高的衝擊。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、房地產預計持續跌價的影響，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。

1. 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。

## 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。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。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。

© 2024 AllianceBernstein L.P. ABILT24-1024-04

關注聯博，市場新訊不漏接



搜尋：聯博

