



## 聯博-新興市場債券基金(本基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金)

### 市場概觀

11 月份，多數成熟市場長期公債殖利率呈震盪態勢，最終以走低作收。英國央行在月初將貨幣政策維持不變，出乎市場預料，導致公債殖利率下滑；隨後受到通膨數據居高不下與央行言論的影響，公債殖利率再度攀升，而到了月底，新冠肺炎病毒出現 Omicron 變種株，投資人擔心經濟受到衝擊，進而壓低公債殖利率。代表全球成熟市場公債名目報酬的彭博全球公債指數（避險）本月份成長 1.09%，全球通膨連結債券則持續受到通膨隱憂的影響，上升 2.82%。

表現領先代表新興市場強勢貨幣主權債券的 JP 摩根全球新興市場債券多元分散指數下跌 1.84%，利差擴大 33 個基本點<sup>1</sup>，來到 392 個基本點，殖利率在本月份以 5.42 作收。強勢貨幣主權債券參考指數各成分國的表現迥異，主要依信用品質與存續期間<sup>2</sup>而定，其中投資等級主權債券僅下降 0.22%，而高收益主權債券下跌 3.49%。該指數的主權債券走低 2.11%，而佔強勢貨幣指數約 20% 的準主權債券則下跌 0.77%。

觀察強勢貨幣主權債券指數中的區域市場表現，多數為投資等級債券的亞洲表現領先，跌幅僅 0.54%。中國主權債券小增 0.49%。受油價下跌的影響，中東地區下滑 0.92%；布蘭特原油價格大幅下跌 16% 至 70.57 美元，主因除了 Omicron 變種病毒之外，美國、中國、日本、印度、南韓與英國為了降低油價，協議釋放戰略儲備，亦是原因。儘管包括美國在內的國家元首呼籲增加石油產量，但石油輸出國組織與其他非成員國 (OPEC+) 堅持減產立場。到了 12 月初，石油輸出國組織與夥伴國開會後，決議繼續每個月增產 40 萬桶石油，原因可能是受到美國與其他主要石油消費國的施壓所致。儘管如此，沙烏地阿拉伯針對輸往美國與中國的石油出口調漲價格。新興市場歐洲下跌 2.05%，拉丁美洲受到各國國內因素的影響，亦走低 2.10%。隨著市場避險氣氛濃厚，屬於高收益債市的非洲地區下跌 4.11%。以下幾個國家的發展值得注意。

11 月份，隨著里拉再次大貶 29% 至歷史新低，土耳其當地貨幣債券市場表現明顯疲弱。土耳其里拉首先在 11 月 23 日大幅走低 12%，主因總統 Recep Tayyip Erdoğan 的論調強硬，一再重申其非常規的政策觀點，再加上市場流動性清淡，土耳其里拉兌美元大幅貶值。隔日，當地銀行受到指示購買里拉，導致里拉收復大部分失土，但整體跌勢持續至月底，最終以 1 美元兌 13.5 里拉作收。強勢貨幣資產亦面臨部分賣壓，但跌

幅遠遠不及當地貨幣債券。本月份整體市場跌勢並非單一重大利空所致，而是投資人持續擔心土耳其的制度實力可能逐漸惡化，且貨幣政策的公信力進一步降低。

如投資團隊過去幾個月所述，土耳其在通膨居高不下的背景下大幅降息，實質利率已降到負值，導致該國國內外投資人對其貨幣決策機關失去信心，連帶擠壓里拉表現。經過幾個舉債為主的經濟週期後，經濟過熱且通膨逐漸失控，原應獨立的央行受到政治壓力，近年數度降息，部分程度反映出 Erdoğan 的非主流經濟觀點。這些週期走到尾聲時該國央行通常會採取貨幣干預與緊急升息的方式，暫時穩定住里拉，但投資團隊認為，每次出現非常規的政策行為後，其重拾公信力的門檻愈來愈高。

到目前為止，干預匯率來支撐里拉的程度尚不如前幾次週期（然 12 月 1 日已有部分干預），土耳其主管機關亦暗示，現在更願意讓里拉貶值，認為此舉能增加出口競爭力，且有助於經常帳餘額。然而，外匯變動將反映於通膨；考量里拉近期大幅走貶，匯率轉嫁效應預計龐大。考量上述隱憂，投資團隊減碼土耳其資產。

在東歐地緣政治緊張氣氛加劇的背景下，俄羅斯、烏克蘭與白俄羅斯資產本月份走勢疲軟。俄羅斯在烏克蘭邊境集結兵力，導致各界擔心俄羅斯可能計畫發動攻擊，重演 2014 年入侵克里米亞的事件。受到市場籠罩不確定性的影響，俄羅斯與烏克蘭資產在本月份跌落。

此外，來自中東的移民聚集在白俄羅斯與波蘭的邊境，據傳是受到白俄羅斯當局所驅使，藉此報復歐盟先前針對幾名白俄羅斯官員的制裁行動。這種涉嫌把非法移民當成武器的行為，遭到歐盟強烈指責，並指出短期將發動第五輪制裁。本基金並無佈局白俄羅斯資產；長期加碼烏克蘭的強勢貨幣主權債券；存續期間方面小幅加碼俄羅斯強勢貨幣主權債券，並配置非參考指數成份的匯率避險當地貨幣債券。

拉丁美洲在 11 月份有兩個重大選舉，分別是阿根廷中期選舉與智利第一輪總統大選。阿根廷方面，執政聯盟在中期選舉大敗，因為選民不滿於總經環境持續艱鉅，包括通膨處於極高檔、生活水準下降、遲遲未能與國際貨幣基金組織 (IMF) 針對 440 億美元的債務再融資達成協議。值得關注的是，正義黨在參議院失去過半席次，由前總統 President Cristina Fernández de

Kirchner 領軍的激進派與現任總統 Alberto Fernández 為首的中間派出現分歧，預期未來情況可能加劇。影響所及，政經態勢不明朗，加上市場對政府的經濟決策能力缺乏信心，進而擠壓阿根廷資產價格。投資團隊持續加碼阿根廷強勢貨幣主權債券，認為其基本面對良好，但目前資產評價已經過低。

智利剛完成第一輪總統大選。跟鄰國秘魯幾個月前一樣，智利民眾必須在兩個截然不同的政治立場擇一，José Antonio Kast 是保守黨候選人，Gabriel Boric 則是極左派候選人，兩人於 12 月 19 日第二輪選舉一較高下。Boric 主張大幅增加財政支出、針對富人與礦業公司增稅、整頓退休金制度。反觀 Kast 則提倡降低財政支出、減稅、改革民間退休金制度。第一輪選舉後，Kast 小幅領先，帶動智利資產價格在月中反彈。12 月的第二輪選舉結果預計差距極小。

中國房地產開發商債券在 11 月份小幅上漲。投資團隊持續持有多家中國房地產開發商債券。經過 3 個月凍結期後，中國政府取消房地產企業發行資產抵押擔保證券 (ABS) 的限制，讓評級較高的開發商能夠取得較低的再融資成本。此外，Evergrande (恆大集團) 董事局主席許家印變賣高達 11 億美元的個人資產，為集團挹注流動性。自爆發恆大事件以來，房地產開發商合計已注資 38 億美元到自家公司。中國人民銀行宣佈，主管機關已下令銀行業者加速房貸放款，以期逆轉房價的小幅跌勢與房市銷售的大幅跌勢。中國政府極有可能進一步採取行動，確保整體產業受到的影響有限。倘若有愈來愈多跡象顯示市場危機蔓延，投資團隊預計中國政府將協調大型國營企業，且可能調整政策，藉此減緩籌資壓力，重拾投資人信心。投資團隊預計多數中國房地產開發商將可撐過此段波動期。投資團隊預計，人行將維持有助於支撐經濟與穩定的利率政策，偏向挹注流動性給中小企業。

其他國家方面，薩爾瓦多主權債券本月份走跌，利空因素包括政策面存在變數；Nayib Bukele 總統持續壓迫新聞媒體與司法機構，進一步削弱制度實力；與國際貨幣基金組織的協商氣氛持續緊張；在先前將比特幣列為法定貨幣後，政府近期又宣佈計畫發行金額達 10 億美元的比特幣主權債券，藉此打造以火山地熱為發電來源的「比特幣城」，加深市場隱憂。宏都拉斯本月份亦舉辦總統大選，左派候選人 Xiomara Castro 大敗執政黨候選人 Nasry Asfura，成為拉丁美洲唯一的女性國家元首。此外，墨西哥政局浮現若干變數，Andrés Manuel López Obrador 無預警換下央行總裁提名人，原本人選是財政立場保守的前財政部長 Arturo Herrera，由默默無名的經濟學家 Rogelio Ramírez de la O 取而代之，市場臆測後者將相對效忠於總統。

11 月份，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下滑 0.55%，表現領先下跌 1.84% 的新興市場主權債券 (以 JP 摩根全球新興市場債券多元分散指數為代表)。投資等級公司債券走升 0.03%，表現領先跌幅達 1.27% 的高收益公司債券。相較於美國公債，JP 摩根新興市場企業債券多元分散指數的利差增加 23 個基本點至 323 個基本點，其殖利率來到 4.62%。觀察該指數的區域市場表現，所有區域本月份

報酬均為負，唯一的例外是亞洲地區，走升 0.20%，主因亞洲以投資等級債券為主，表現大幅領先高收益債券地區。中東地區僅下跌 0.37%。非洲與拉丁美洲跌落 1.15%。新興市場歐洲公司債券的跌幅最大，下滑 2.00%。

公司債券方面，所有類別的報酬均為負，多元化工業與基礎建設公司為例外。隨著油價與銅價走跌，石油天然氣與金屬/採礦產業的跌幅最深，分別下滑 1.34% 與 1.24%。

JP 摩根全球新興市場政府債券多元分散指數中，新興市場當地貨幣債券跌落 2.74%，主因匯損程度相當大，儘管整體當地債券走升 0.14% 仍無法抵銷。匯損最多的貨幣為土耳其里拉，跌幅達 28.7%。哥倫比亞披索、俄羅斯盧布、墨西哥披索與南非幣亦大幅貶值，主因美元兌多數新興與成熟市場貨幣升值。境內人民幣與巴西黑奧為兩個例外，兌美元均升值。

## 基金績效

本基金 11 月份報酬為負，且表現落後跌幅為 1.84% 的 JP 摩根全球新興市場債券多元分散指數 (所有報酬皆以美元計價)。

新興市場國家配置拖累本月份基金相對績效最多，主因投資團隊對幾個高收益主權債券國家採加碼配置，包括阿根廷、薩爾瓦多、迦納、烏克蘭與安哥拉，但高收益債券市場籠罩避險氣氛。投資團隊減碼屬於投資等級的馬來西亞與菲律賓，亦減損基金績效。相較之下，投資團隊佈局非參考指數成份的公司債券 (主要為哥倫比亞與中國) 貢獻基金表現；中國部位分散於不同的房地產債券，受惠於銀行業者與當地政府逐漸支援房地產產業。投資團隊在南非市場的選債表現正面，亦推升基金績效，而在非參考指數成份的埃及磅多頭部位同樣為基金挹注績效。

## 投資組合配置與佈局

本基金的整體風險水準 (Beta 值<sup>3</sup>) 仍舊高於參考指數，但投資團隊預計未來幾個月將逐漸降低。截至 11 月底，本基金存續期間較參考指數低 0.7 年。由於目前配置偏好幾檔高收益債券，本基金的信用品質平均達 BB- 等級<sup>4</sup>，低於強勢貨幣主權債券指數的 BB+ 等級。

11 月份，本基金主要部位調整包括減持非參考指數成份的當地貨幣債券，主要考量新興市場通膨居高不下，且成熟市場央行對於減債與利率的立場日益鷹派。投資團隊減持當地貨幣債券的國家包括墨西哥與南非，並將南非當地貨幣債券部位轉進南非強勢貨幣主權債券與準主權債券。投資團隊針對秘魯進行獲利了結，減持未避險的當地貨幣債券。為了平衡上述減持部位，投資團隊增持巴拿馬投資等級強勢貨幣主權債券，亦增持巴西與智利的非參考指數成份公司債券。

相較於參考指數，本基金 11 月份的最大加碼部位為埃及、南非與阿根廷，最大的減碼國家部位仍舊是阿拉伯聯合大公國、沙烏地阿拉伯與菲律賓。投資團隊持續持有相當部位的非參考指數成份新興市場強勢貨幣公司債券，但在 11 月份增加此配置，同時降低非參考指數成份的當地貨幣債券部位。



## 展望與佈局

在經濟成長放慢與物價壓力升溫的背景下，市場浮現停滯性通膨的隱憂，但投資團隊認為，夏季經濟減緩的最大原因是 Delta 變種病毒疫情。初期跡象顯示，第四季全球經濟正在回溫，投資團隊預計第三季將是 2021 年經濟表現最疲弱的一季。倘若如此，目前經濟並非處於停滯性通膨，而是通貨再膨脹。全球製造業持續處於擴張階段，11 月份 J.P.Morgan/IHS Markit 製造業採購經理人指數達 54.2，略低於 10 月份的 54.3。指數中的多數國家仍處擴張階段。

經濟加速成長固然是利多消息，但通膨壓力居高不下，主因包括供應鏈斷鏈、運輸出現瓶頸、疫情造成全球生產遞延。投資團隊預計上述錯置現象未來將逐漸緩解，除非 Omicron 變種病毒加重疫情，進而拖累經濟成長力道。目前的供應鏈問題嚴重，程度為 1972 年至 1974 年石油禁運危機以來首見。在通膨壓力來自於供應鏈斷鏈與能源成本攀升的情況下，各國央行能否控制住通膨走勢，將是關鍵。

投資團隊維持 2021 年全球經濟成長率為 5.9%，成熟市場與新興市場 GDP 成長率預估分別為 5.2% 與 6.9%。考量各地經濟逐漸恢復常態，投資團隊預期 2022 年全球經濟成長為 4.2%。

投資團隊持續看好新興市場強勢貨幣主權債券與公司債券，但愈來愈慎選標的，因為未來的市場環境預計形成幾個主要趨勢，

包括成熟市場債券殖利率走升、全球通膨持續升溫、新興市場與成熟市場的 GDP 成長率差距縮小。即使面臨上述潛在利空，但在全球經濟復甦的背景下，新興市場經濟體可望持續在幾方面受惠，包括：全球對這些國家的商品、服務與大宗商品釋出更多需求；海外匯款流入量增加；觀光業可望回溫。國際貨幣基金組織 (IMF) 無條件分配特別提款權 (SDR) 給新興市場國家，金額達 2,750 億美元，亦有助於提振幾個新興市場國家的流動性狀況。新興市場債券亦可望受惠於技術面，主因其相較於評等相當的成熟市場資產，殖利率成長空間仍具吸引力。

考量成熟市場利率可能攀升，加上新興市場通膨仍舊居高不下，投資團隊認為當地貨幣資產的短期前景相對堪慮，並傾向根據量化與基本面研究的結果，伺機採取戰術性部位。隨著當地貨幣資產利差逐漸增加，待成熟市場與新興市場央行的緊縮週期告終，且兩者通膨觸頂，當地貨幣資產將再度浮現投資吸引力。

1. 1 個基本點為 0.01 個百分點。
2. 存續期間為用來衡量一資產或投資組合對於利率走勢敏感度的指標。
3. Beta 值用於評估一投資項目相對於參考指數的波動幅度。
4. 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。

## 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。投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。基金高收益債券之投資占顯著比重者，適合『能承受較高風險之非保守型』之投資人。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經驗信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本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。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。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。本基金適合能承受較高風險之非保守型投資人，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。

[AIB] 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。

© 2021 AllianceBernstein L.P. ABITL21-1224-02

關注聯博，市場新訊不漏接



搜尋：聯博

