



## 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

隨著通膨隱憂加劇，成熟市場債券殖利率在第二季大幅攀升，但到了 6 月中旬，在經濟浮現放緩跡象與衰退隱憂的背景下，殖利率逐漸回落。代表全球成熟市場公債報酬的彭博全球公債指數 (避險) 最終下跌 3.82%。

為了打擊居高不下的通膨，許多成熟市場央行的升息步調積極，且明確指出還會進一步升息。美國聯準會將短期利率調升至 1.50% 到 1.75% 的區間，且 7 月份預計再升息 75 個基本點<sup>1</sup>。英國央行將基準利率上修至 1.25%，加拿大央行則調升隔夜利率至 1.50%。澳洲央行升息至 0.85%，7 月份預計進一步調升 50 個基本點。歐洲央行對外宣佈貨幣緊縮時間表，將於 7 月份開始執行，而日本央行維持利率不變，持續採取殖利率曲線調控策略。

第二季債券殖利率持續大幅上揚，主因在於許多成熟市場的升息腳步積極，導致成熟市場短期債券攀升，殖利率曲線逐漸走平，但歐洲與日本則是兩個例外。長天期債券方面，歐元區等邊陲國家的殖利率增幅最大，高於德國公債。美國 10 年期公債殖利率約在 3.50% 觸頂，隨後受到經濟成長隱憂的影響，季底回落至 3.02%。澳洲、加拿大與英國的 10 年期公債殖利率亦大幅上升。日本 10 年期公債殖利率本季大致維持不變。彭博美國非投資等級公司債券指數第二季下滑 9.83%，類別表現全數負面，非循環性消費的報酬最低，下跌 11.37%，反觀公用事業的表現最佳，但仍下滑 6.99%。

多數信用債券的相對報酬不如政府公債。整體而言，成熟市場投資等級與非投資等級公司債券的表現明顯落後全球公債；其中，投資等級債券表現領先非投資等級債券。新興市場強勢貨幣主權債券本季跌幅最大，主因市場避險氣氛濃厚，導致非投資等級債券報酬大幅走跌。受到烏俄衝突與中國封城等利空的拖累，通膨壓力未歇，導致全球央行持續採鷹派立場，而美元兌多數新興市場貨幣走升。證券化資產表現大致領先其他信用債券。第二季，新興市場公司債券表現最佳，但報酬仍為負，JP 摩根新興市場企業債券多元分散指數下滑 5.62%。新興市場當地貨幣債券表現次之，JP 摩根全球新興市場政府債券多元分散指數走跌 8.63%。代表新興市場主權債券的 JP 摩根全球新興市場債券多元分散指數則下跌 11.43%。

### 基金績效

本基金美元計價類型 6 月份報酬為負，反觀新台幣計價類型受到新台幣貶值的影響，跌幅較小。

投資團隊在證券化資產的配置挹注基金績效，其中包括商業不動產抵押貸款證券 (CMBS)、信用風險移轉債券 (CRTs)、抵押擔保貸款證券 (CMO) 與擔保貸款憑證 (CLOs)。投資團隊在投資等級債券的配置、在新興市場主權債券的減碼部位、在非投資等級債券的選債亦貢獻基金績效。投資團隊在新興市場主權債券與新興市場公司債券的選債負面，且對非投資等級債券採取減碼配置，均拖累基金表現。

### 展望與佈局

全球經濟前景在第二季轉趨黯淡。面臨居高不下的通膨，各國央行紛紛積極緊縮貨幣政策，導致經濟成長可能減緩，通膨隨後才會因而降溫到可控制的水準。影響所及，市場愈來愈擔心升息將大幅削弱經濟成長力道。

投資團隊上調通膨率預測、調降經濟成長率預測。投資團隊預計今年全球經濟成長放慢，但維持正成長，明年的成長率則預計低於長期潛在趨勢。然而，許多推升物價的因素非央行所能控制，包括供應鏈斷鏈、能源與糧食等大宗商品漲價等，故經濟最終表現仍存在高度不確定性。

全球央行的處境進退兩難，緊縮太少或太慢，通膨預期可能脫錨，進入一段通膨失控的時期，但如果緊縮過度，則可能導致經濟衰退。此次緊縮週期一開始，成熟市場主要央行設法取得平衡，也就是採取緩慢的緊縮步調，以期讓通膨預期維持穩定，同時為供給面爭取恢復常態的時間，將需求面的破壞程度降到最低。考量多數區域的通膨持續高漲，央行的貨幣政策立場迅速轉為超級鷹派。除非通膨壓力迅速降溫，否則央行恐怕別無選擇，只能持續積極抑制需求。

總經環境艱鉅，金融市場連帶黯淡，且波動程度加劇，主因投資人重新調整預期，聚焦於任何可能形成趨勢的數據。利率攀升、信用利差擴大、股價下滑，均會導致需求降低。全球的家庭財務體質仍舊健全，儲蓄處在高檔、就業市場暢旺、整體所得續強，這些利多均為中期市場發展帶來緩衝空間。

多數成熟市場國家的製造業採購經理人指數雖然降低，但仍在

代表擴張階段的 52 左右，符合長期趨勢。企業基本面前仍舊穩健，主因多數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。整體而言，疫情嚴峻時期，企業趁利率達到低檔之際將高成本債務再融資，亦受惠於強勁的現金創造能力，累積大量現金儲備，有助於因應經濟放慢的衝擊。在 2025 年底前，市場僅約 20% 的債券到期，因此並無出現「到期牆」的問題。自疫情低點以來，歐美企業的舉債程度與償債覆蓋率逐漸改善，自由現金流與利潤率亦回升，投資等級債券與非投資等級發債企業均是如此。投資團隊預計，今年違約率將維持在 1% 到 2% 的低檔。

此外，通膨率依區域各有不同。許多亞洲國家的物價壓力不如歐美嚴重，日本仍維持高度寬鬆的貨幣政策，而中國亦逐漸寬鬆財政與貨幣政策，以期刺激經濟重拾成長力道。歐美國家的通膨一旦降溫，亞洲的寬鬆政策可望有助於全球經濟維持常態成長。

通膨與經濟放緩為當前市場的主要顧慮。隨著通膨居高不下，全球多數央行採取緊縮立場。經濟成長動能逐漸減緩，經濟衰退仍是一大市場隱憂。投資團隊預計經濟成長力道年底前將大幅減弱，跌勢取決於各國央行升息的幅度與速度。儘管經濟態勢不明，但非投資等級債券市場的基本面強勁，且風險低於以往水準，故可望抵擋經濟溫和走緩的衝擊。投資團隊認為長期而言，信用債券的分散配置顯得更為重要。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。

第一季財報季劃上句點，非投資等級發債企業的基本面續強，但投資團隊預計未來將逐漸轉弱。儘管如此，非投資等級發債企業現階段體質穩健，即使未來轉弱，信用債券表現預計持續有撐。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。非投資等級債券違約率仍低，投資團隊預計未來 12 個月到 18 個月將持續介於 1% 到 2% 之間。目前市場評價反映的違約率遠高於投資團隊預期。信評<sup>2</sup>被調升的企業數持續高於信評遭調降的企業數，年初以來被調升的企業數亦較遭調降的企業數高出一倍。此外，未來幾年到期的非投資等級債券數量有限，等於少了一個債券違約的潛在因素。美國非投資等級債券市場的品質已改善，為過去 10 年最佳，主因非投資等級債券市場湧入墮落天使（從投資等級降級至非投資等級的信用債券），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。有鑑於此，投資團隊認為非投資等級債券的下檔空間有限。投資團隊認為，目前正值進場時機，因為彭博美國非投資等級債券指數的最低殖利率季底達 9.0%；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>。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與流動性。投資團隊持續轉進非投資等級公司債券，聚焦品質與防禦性質較佳的標的。此外，考量近來市場大跌，投資團隊在第二季增加風險性資產部位。

在近期市場跌勢中，部分景氣循環型發債企業的風險溢酬開始轉佳，故投資團隊謹慎買進部份標的，但目前正逐漸出脫景氣敏感度高的債券，轉進具有防禦性的標的。

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。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。考量能源債券的漲幅已高，且評價吸引力降低，投資團隊持續逐步減持相關部位。能源產業是年初以來表現最佳的產業。

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。相較之下，股票投資人往往聚焦於企業獲利能力，但其表現仍舊有限，主因利率攀升雖然可能提升獲利能力，但業者必須提撥壞帳準備，兩相抵銷。儘管投資團隊認為上述信用指標將從高點回落，但跌勢預計相對緩和，不至於導致債信評等調降。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。

新興市場方面，投資團隊基於總環境轉淡與變數仍在，債券佈局轉趨保守。隨著通膨高漲與全球央行積極緊縮，全球經濟逐漸放慢，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。投資團隊在過去幾個月減持主權債券，但增持部分價格已低的公司債券。投資團隊持續降低強勢貨幣主權債券部位的個別風險。

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。

投資團隊持續看好證券化資產。受惠於千禧世代人口、在家工作的生活彈性、供給吃緊等因素，買房需求強勁，進而帶動房價較去年同期成長 20%。如今在買房能力降低的背景下，投資團隊預計市場需求減緩，進而削弱房價漲幅。儘管如此，房屋庫存相當吃緊，故房市技術面強勁。有鑑於房價與房貸利率雙雙攀升，投資團隊預計房價漲幅在未來 12 個月減緩，甚至持平。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不會下滑。房價現階段漲勢已大幅推升房屋淨值，讓屋主有按期繳交房貸的誘因，進而為信用風險轉移債券部位帶來支撐力道。儘管通膨升溫，但美國的薪資水準成長，且實質所得依舊正面，有助於借款人每月按期繳款。此外，借貸條件嚴格，避免中低所得借款人購買房價所得比過高的房屋。

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，損失調整後殖利率預計落在 4% 至 14% 之間，吸引力高於評等相當的公司債券殖利率。到期貸款的報酬優於預期，且違約貸款的回收價值亦高於預期。經濟重新開放有利於受到零售業與租賃住宿業利空所拖累的商業不動產抵押貸

款證券。第二季，投資團隊減持商業不動產抵押貸款證券指數，主因此類別年初以來表現相當優異，不僅與其他類別脫鉤，亦有相當的報酬表現。

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 6 月底為止，本基金之加權平均存續期間<sup>4</sup>為 4.49 年，最低殖利率<sup>5</sup>為 10.98%，所投資債券檔數共 1,488 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。基金非投資等級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。本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。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。

[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. ABITL22-0721-03

## 關注聯博，市場新訊不漏接



搜尋：聯博

