



2024年7月

# 瀚亞全球非投資等級債券基金(本 基金配息來源可能為本金)

固定收益部 - 周曉蘭

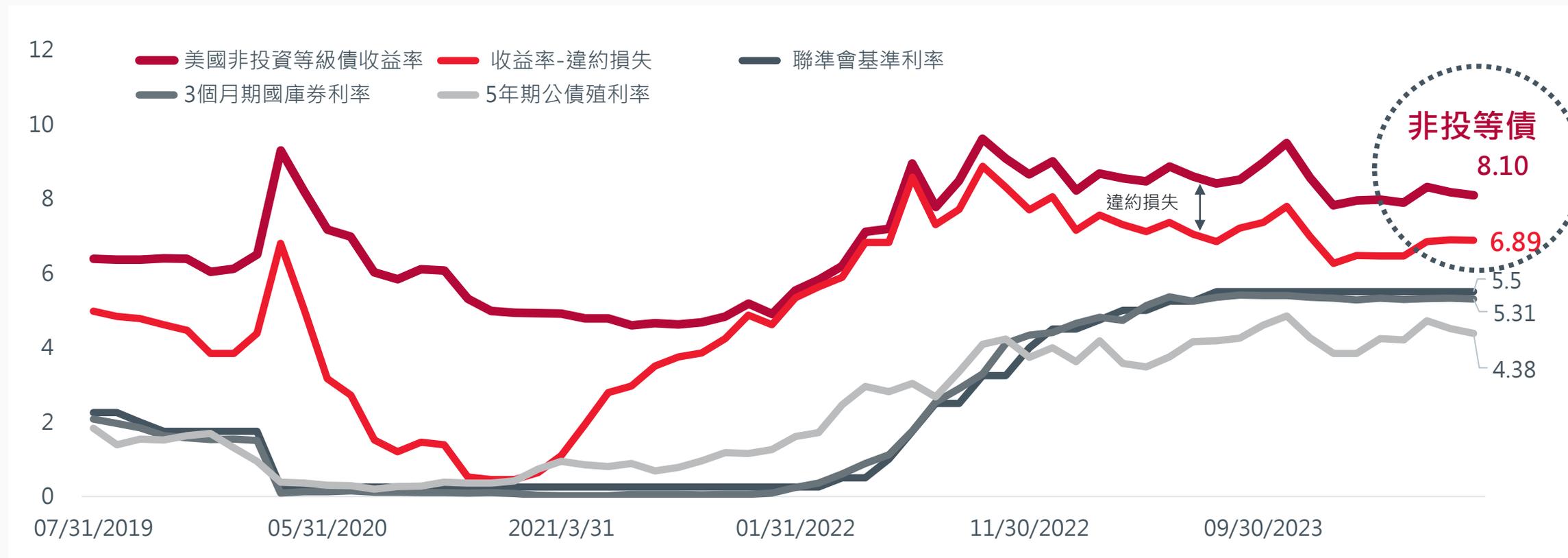


# 投資考量 收益率：非投等債潛在收益高於投資機會成本

除非聯準會持續升息或信用利差擴大

## 非投等債潛在收益高於投資機會成本

非投等債殖利率、扣除違約後收益與聯準會利率、貨幣市場基金收益、5年期公債殖利率走勢比較



資料來源: Bloomberg, 2024/7

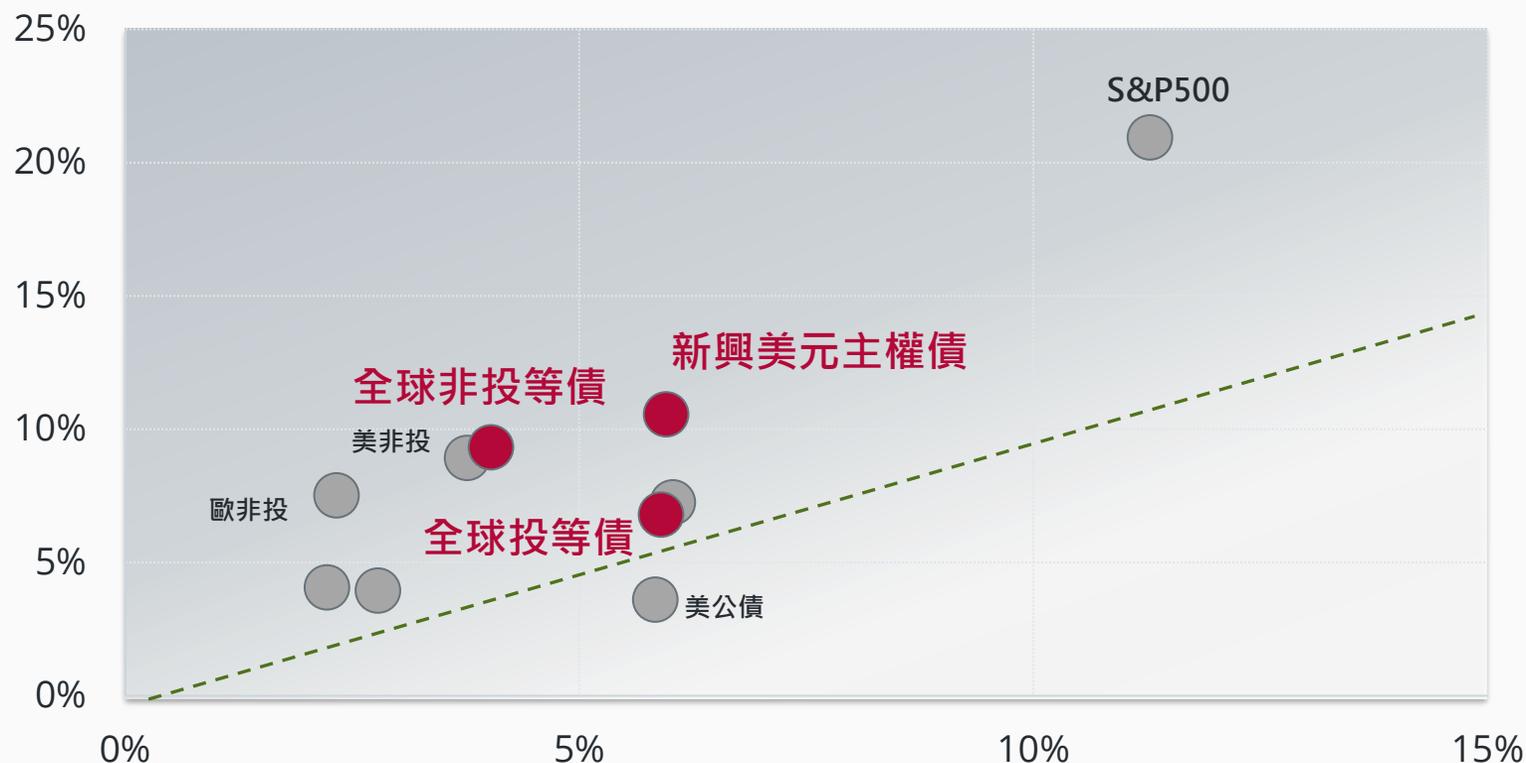


# 投資考量 報酬率/波動度：非投等債最具投資效率

目前美股報酬率、美債收益率高但波動度亦高；非投等債更具相對高收益及低波動優勢

## 非投等債最具投資效率

各主要券種過去6個月報酬率(縱軸; %)及年化波動度(橫軸; %)



	報酬率/波動度
S&P 500	1.86
美公債	0.62
全球投資等級債	1.16
美投等	1.21
全球非投等	2.38
美非投	2.32
歐非投	3.24
新興美元主權債	1.78
當地債(LC)	1.84
新興公司債	1.42

資料來源: Datastream, iBoxx, Goldman Sachs Global Investment Research, 2024/7

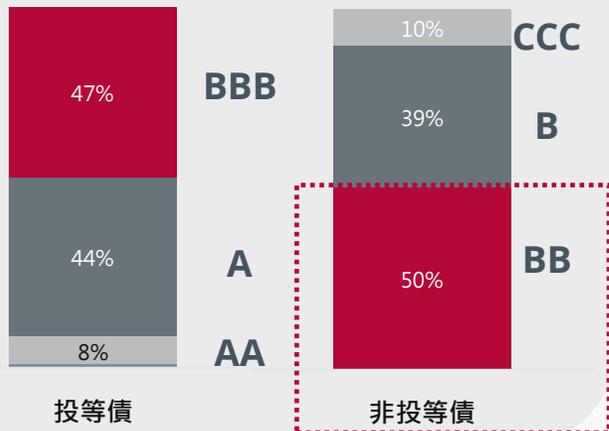


# 投資考量 投資優勢：體質改善、風險降低、受惠降息

整體投資展望佳；地緣政治風險和央行政策失誤則是主要不確定因素

過去十年中，非投等債在不同指標衡量的風險降低

- ▶ 非投等債體質轉佳，整體風險下降
- ▶ (1)近5成新券發行為有擔債 (2000年僅為2%)，(2)BB級占5成，有機會成為明日之星，(3)利息覆蓋率健康，(4)發行公司營收成長，其中亦不乏中大企業



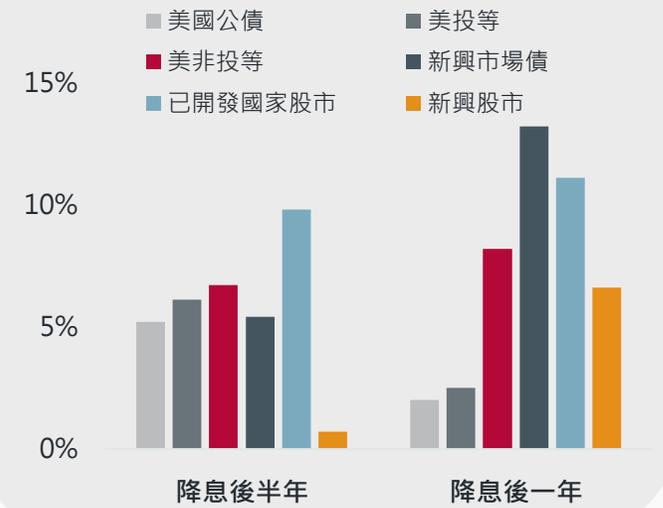
非投資等級債 投資風險緩衝高，預期總報酬可觀

- ▶ 非投等債收益率位於過去十年高檔、下檔違約損失可控；淨收益率(收益率-違約損失)=8.1%-1.28% = ~7%
- ▶ 目前美股及美債收益率高但波動度亦高；非投等債更具相對高收益及低波動優勢



前波聯準會預防性降息經驗，非投等債有表現空間

- ▶ 預期聯準會的限制性政策利率，將令失業率於明年回升至4.1%，通膨也能在未來3年緩慢降至2%
- ▶ 1995年聯準會預防性降息經驗，非投等債降息半年後上漲6.7%，一年後上漲8.2%





# 兩黨主推候選人民調差距擴大，初選結束後~9月辯論期間市場紛擾恐上升

留意選前政策不確定性使企業延後投資，亦可能造成金融市場波動

川普勝選機率提高對降息與短債影響有限；但使長債上揚(通膨、財政紀律)

過往經驗，選前波動，選後對利差影響不大

美國總統參選人政見及對美債殖利率可能影響

選舉結果對利差影響

	貿易政策	地緣政治學	財政支出	貨幣政策
政策比較	<ul style="list-style-type: none"> <li>均宣導美國保護主義。</li> <li>川普：提出對中國進口商品徵收60%關稅，反映保護主義措施顯著升級</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>拜登：緩解地緣政治緊張局勢並促進國際合作</li> <li>川普：可能會通過減少對烏支援或威脅退出北約等行動加劇緊張局勢</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>拜登：對企業和富人徵收更高稅收，管理美國債務水準</li> <li>川普：主張進一步減稅，可能刺激短期經濟增長，但會引發對長期債務可持續性的擔憂</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>拜登：堅持聯準會的獨立性</li> <li>川普：對聯準會最近升息的批評立場及不延長鮑威爾主席任期的建議</li> </ul>
債市(殖利率方向)	貿易爭端導致通膨上升的預期可能導致美債期限溢價增加。若聯準會欲升息抵消通膨，將導致殖利率曲線出現看跌陡峭化(Bear steepen) 	地緣政治緊張局勢可能增加大西洋兩岸的通膨壓力，增強美債作為避險資產的吸引力，減緩收益率的上升(但不太可能完全抵消) 	對財政赤字的擔憂可能導致收益率上升，惟直接違約風險仍低 	對貨幣政策的政治干預可能導致投資者在美債之外尋求更安全的資產，導致美債拋售和收益率上升 

	年初至選舉日	選前3個月至選舉日	選後至當年底	選舉結果
2020	31	-9	-29	民主黨大獲全勝
2016	-34	-11	-10	共和黨大獲全勝
2012	-103	-43	4	民主黨總統/參院、共和黨眾院
2008	374	285	-1	民主黨大獲全勝
2004	-3	-5	-8	共和黨大獲全勝
2000	70	17	17	民主黨總統/參眾小勝

大選重要時點:

- 7/15: 共和黨大會
- 8/19: 民主黨大會
- 9/10: 川普與拜登於ABC進行辯論
- 11/5: 選舉日



# 多數成熟國家公司債與新興主權債利差處於低檔，但利率仍相對位於高端

投資看重收益累積；忽略短線震盪，耐心靜待轉折時機來臨

## 多數成熟國家公司債與新興主權債利差處於低檔，但利率仍相對位於高端

主要信用債券殖利率與利差分析

2024/6/28	殖利率分析			利差分析		
	10年平均	目前	百分位等級	10年平均	目前	百分位等級
美債	2.72%	4.91%	94	50	35	4
美國投等債	3.55%	5.48%	92	123	94	12
全球非投等債	6.70%	8.26%	78	473	386	22
美國非投等債	6.56%	7.91%	77	423	309	9
歐洲非投等債	5.04%	7.02%	79	401	370	44
新興美元主權債	6.21%	8.41%	89	378	391	65
新興美元公司債	5.40%	5.40%	81	314	219	2
當地貨幣債	4.42%	3.93%	25	-	-	-
亞債	4.59%	6.15%	81	229	170	8

Note: Bloomberg · 凱基投信整理；以上指數新興主權債為摩根全球新興市場債券多元分散指數、新興公司債為摩根新興市場企業債券多元分散指數、亞洲債券為摩根亞洲信貸指數，其他債券指數均採用彭博債券指數計算；百分等級為目前數值於過去10年日資料中之相對位置，如百分等級90為高於過去90%之日資料，故百分等級代表相對歷史的評價水準，越高代表相對越便宜、越低代表相對越貴

資料來源：Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research, 2024/6/28

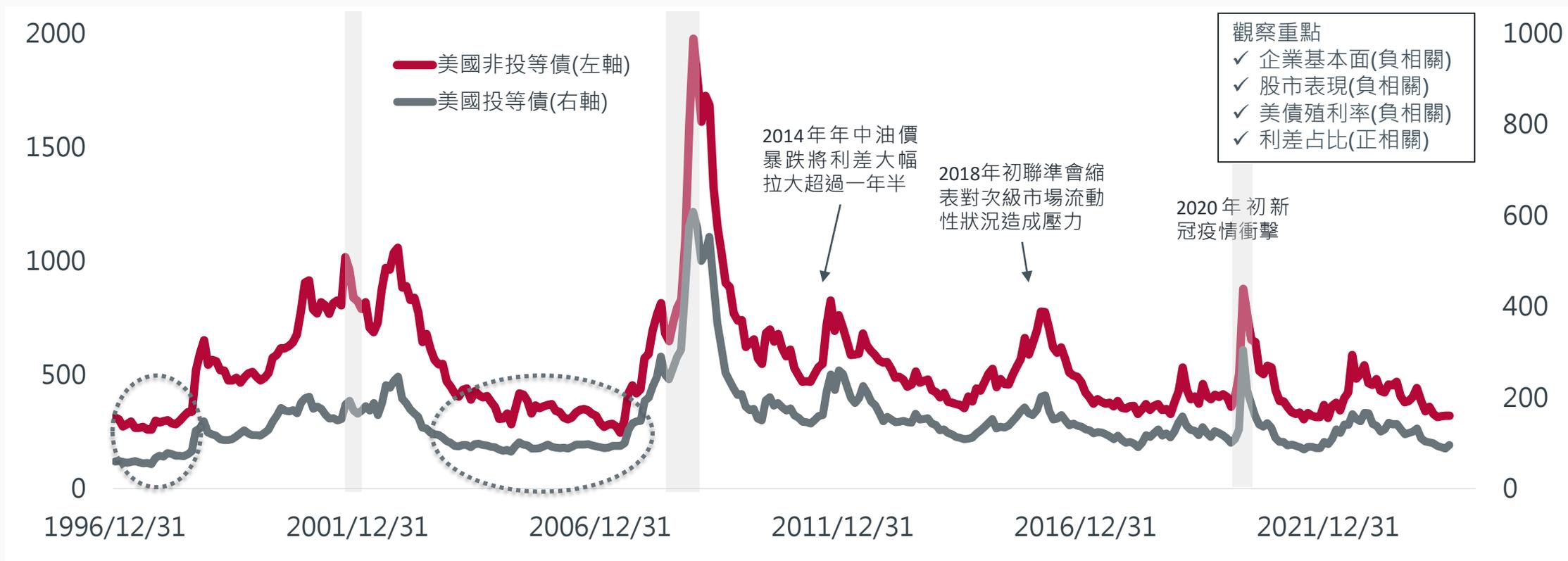


# 信用利差雖缺乏進一步大幅下行空間但基本面仍可支撐在相對低檔

強勁的需求技術面、健康的融資環境和低衰退風險將使利差保持在近期區間內

後金融風暴時期，利差有較大波動，但過去亦有較長時期低利差的狀況

投等債(右軸)與非投等債(左軸)信用利差走勢



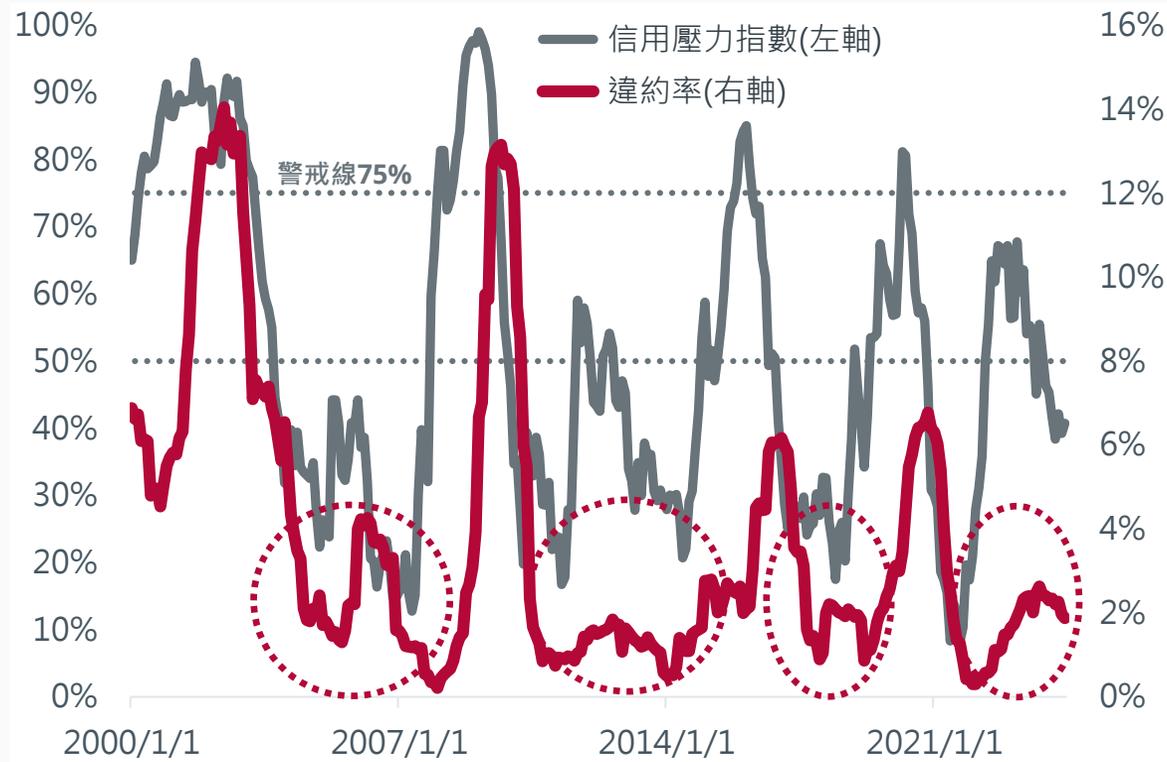


# 非投等債市信用壓力(Credit Stress)不大

違約率保持低檔，有利於總報酬率走勢

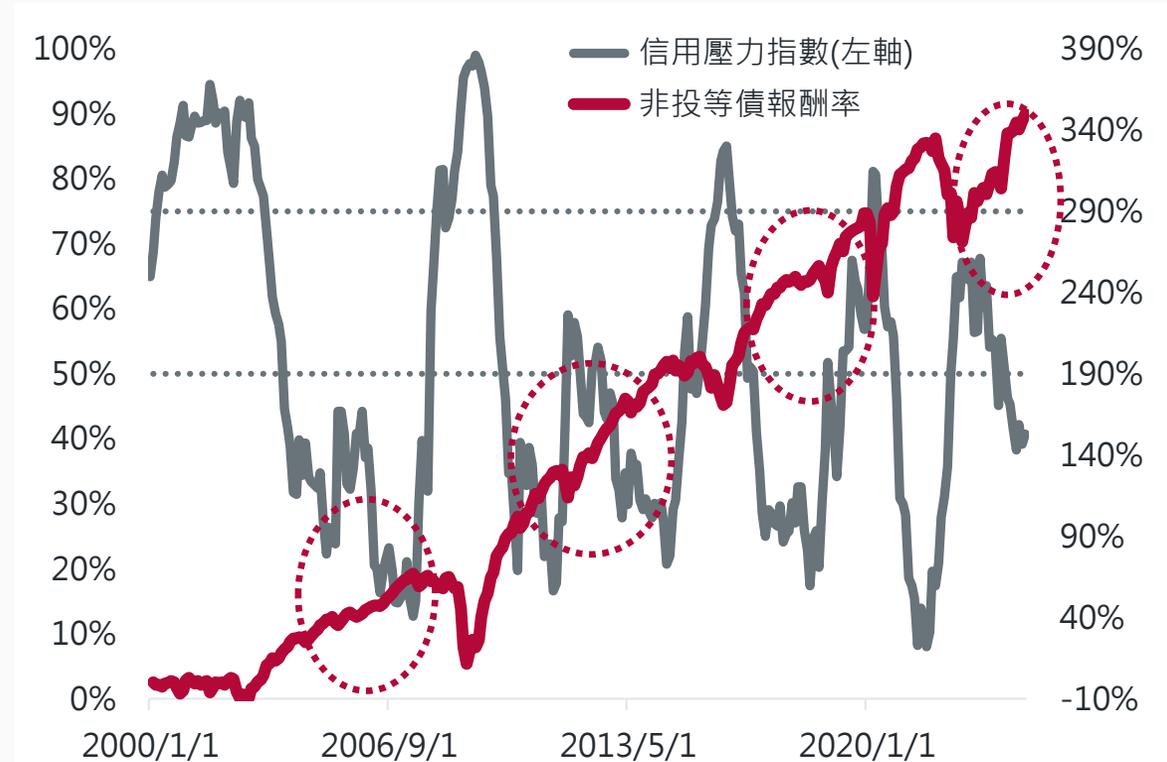
## 非投等債市壓力小使違約率保持低檔

非投等債違約率與信用壓力指數走勢



## 債市處於較小壓力有利於總體報酬走勢

非投等債報酬率與信用壓力指數走勢



註: 信用壓力指數(Credit Stress Index) 衡量信用市場壓力大小的指標: 深度賤售債比重、分散程度、同產業利差差距、初級市場籌資難度、趨等趨勢、槓桿使用率、股市波動度指數、債市波動度指數、價格波動度大者比重  
 資料來源: BoAML, 2024/7

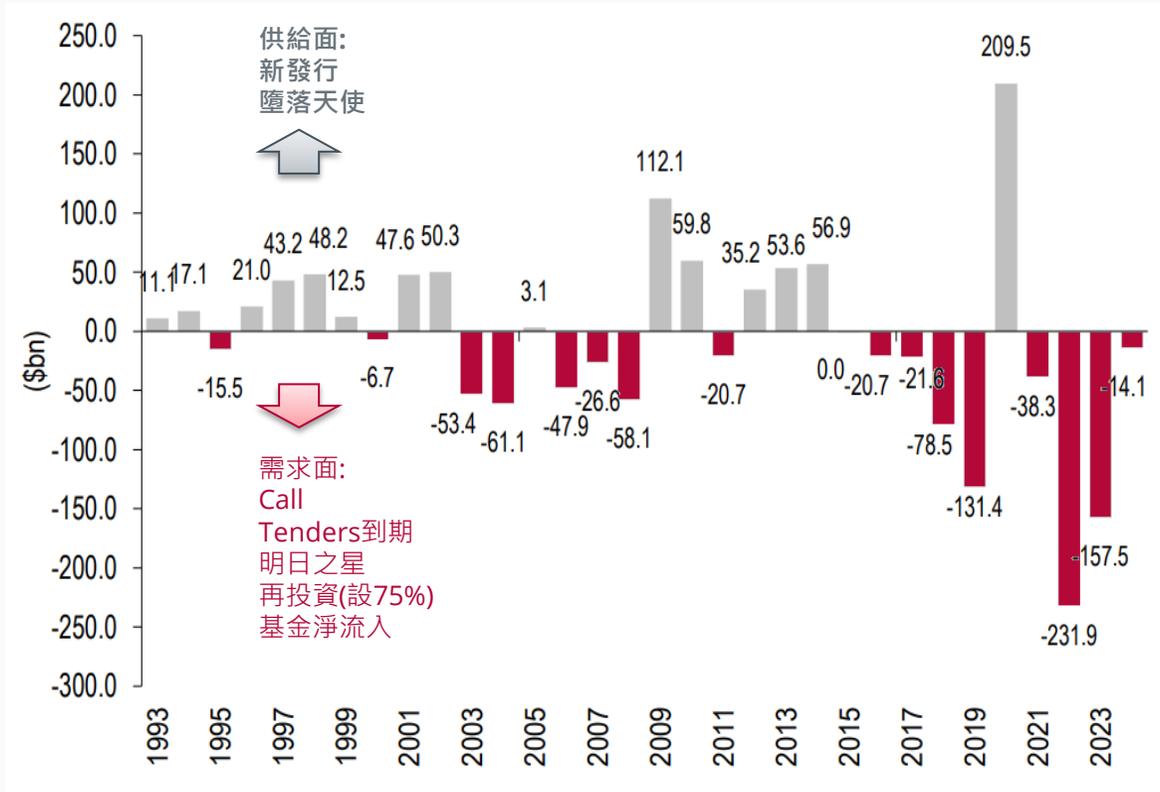


# 技術面依然強勢

初級市場仍為負供給(投資債券的需求>供給)；投資人資金流入增加

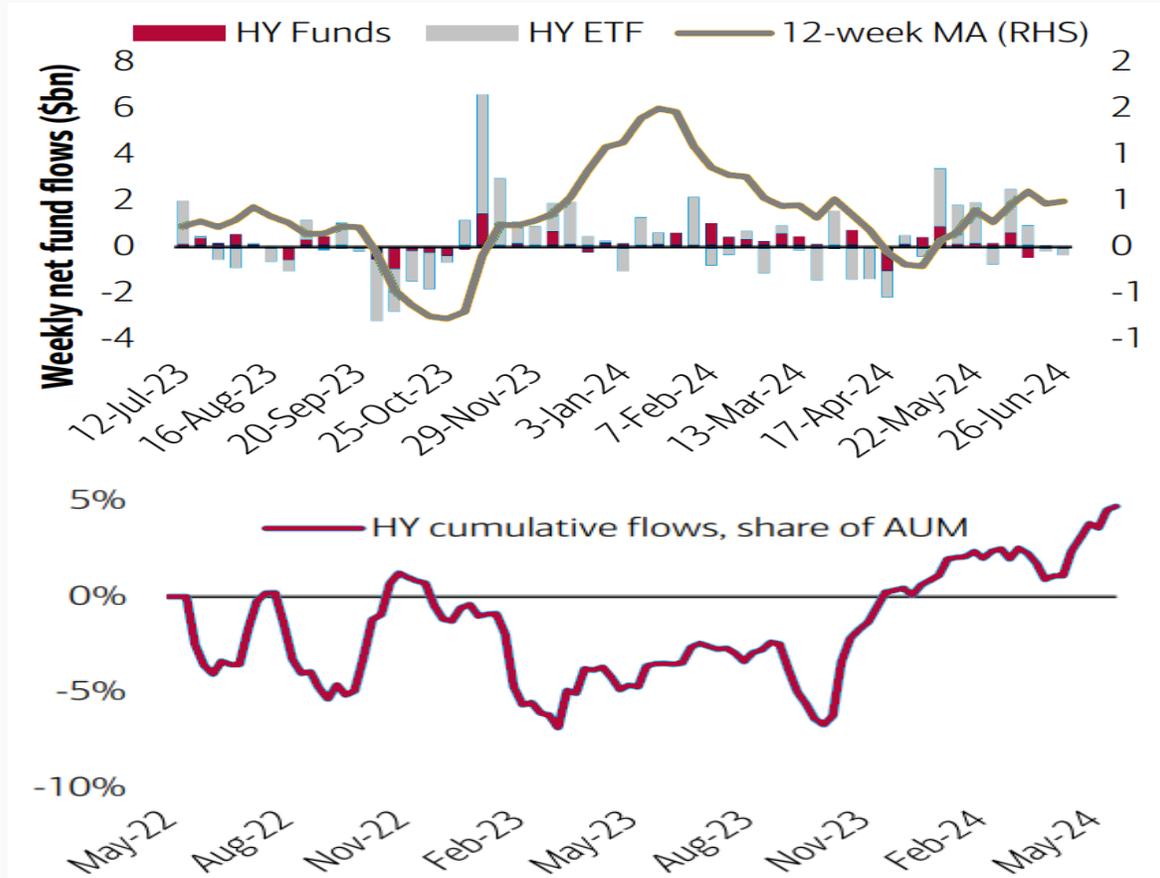
## 非投等債今年可望延續過去3年來的負供給狀況

非投等債年度淨供給變化



## 非投等債基金/ETF近期資金流入增加

非投等債資金流向(上)及過去2年累積資金流向(下)



預計下半年IG和HY淨發行量分別為\$2,270億和\$640億元，而債息收入分別為\$1,690億和\$450億。債息收入將繼續成為市場的自我穩定機制

資料來源：Bloomberg, 2024/5



# 結論：未來貨幣政策方向及投資環境較為確定，利於非投等債累積收益

穩領孳息忽略短線震盪，耐心靜待轉折時機來臨

多數成熟國家公司債與新興主權債利差處於低檔，但利率仍相對位於高端

非投等債投資評價分析

		收益累積 (利於收益累積: +)	利差方向 (收斂: +)	說明
基本面	投資環境/聯準會動作/議題	=	=	利差基本上缺乏進一步下行空間，但強勁的需求技術面、健康的融資環境和低衰退風險將使利差保持在近期區間內
	發行人基本面	=	=	近期槓桿略升、利息保障倍數降，惟整體信用基本面仍穩健
	債市狀況: CSI指數	+	=	信用壓力指數 < 50%
技術面	初次級市場供需	=	+	技術面依然強勢
評價面	收益、利差歷史位階	+	=	收益率仍在高檔
	相對投資價值	+	+	非投等債投資效率高
<b>投資結論</b>		<b>+</b>	<b>=</b>	<b>預期利差區間300~400bps</b>

資料來源：瀚亞投信整理, 2024/7

# 瀚亞全球非投資等級債券基金(本基金配息來源可能為本金)

真正「全球」收益佈局

## 真正“全球”收益

- 全球多元收益佈局
- 美歐英成熟國家非投等債為主，搭配投等級債及新興債
- 美(60%)+歐(25%)+新興(15%)，長期投資效果佳

複委任經理人M&G，  
深耕全球非投等債市

## 複委任經理人M&G，深耕全球非投等債市場

- 非投資等級債券投資經驗超過30年
- 非投等債信用分析師超過50位，位於倫敦、芝加哥及亞洲

謹慎選債，納入ESG佈  
局，重視下檔風險

## 謹慎選債，重視下檔風險，ESG納入考量

- 超過250檔以上持券，信用風險分散
- 納入ESG選券流程



# 囊括全球信用債標的，優選潛力收益

複委任經理人 M&G Investments 整合全球債券研究及交易平台



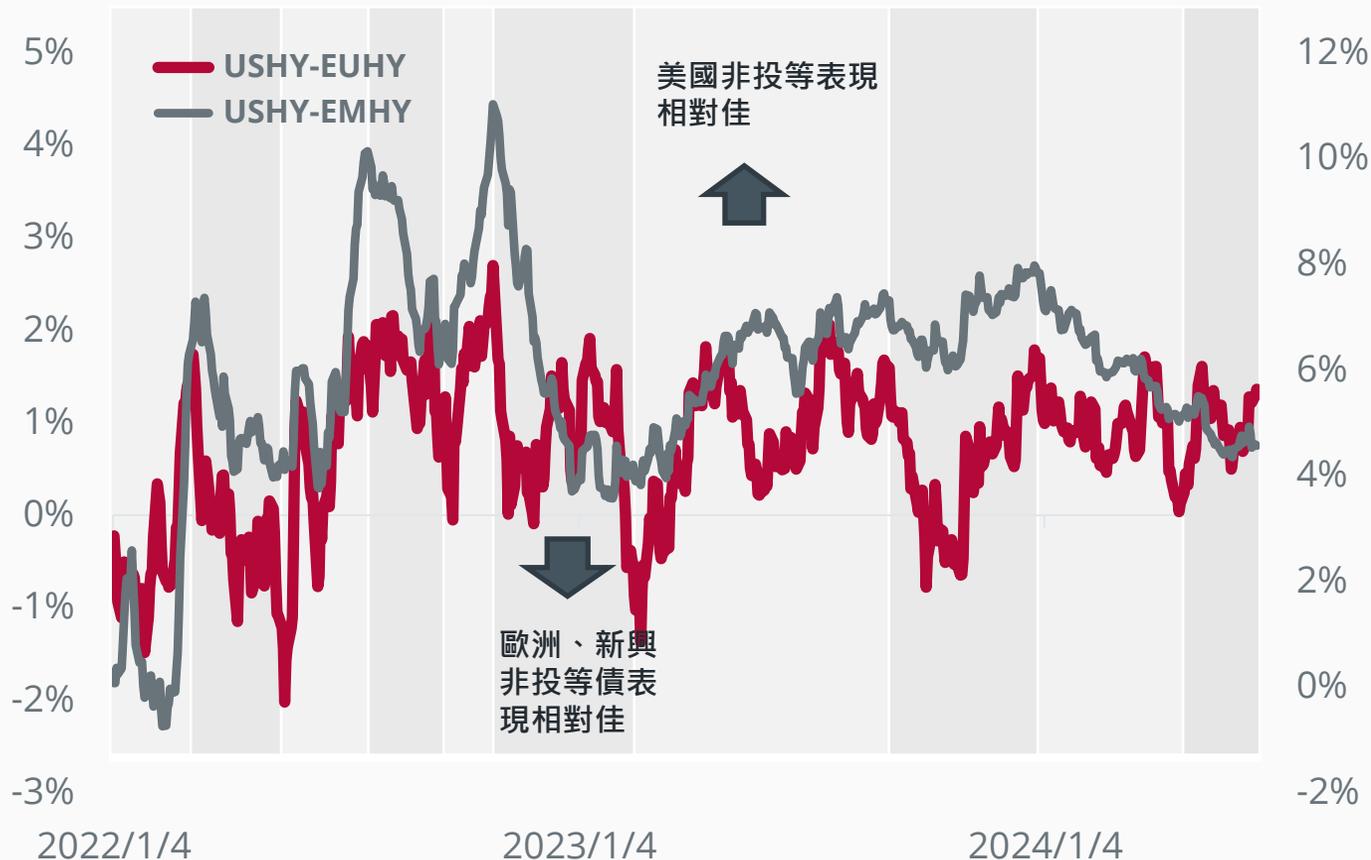


# 非投資等級債 各區域互有表現，全球配置最能抓住趨勢

美國市值最大；歐洲存續期短、信評&ESG佳；新興收益率高、價格低

### 美國、歐洲與新興非投等債特性及相對表現

	美國	歐洲	新興
市值(\$)	1.26兆	3600億	3800億
占全球非投等債指數	57%	27%	16%
信評	B1	BB3	BB3
收益率(%)	8.18%	6.66%	8.71%
存續期(年)	3.88	3.17	3.94
價格	92.54	93.81	90.17
ESG風險	25.18	19.53	31.72
主要產業	能源、媒體、科技	汽車、銀行、零售、電信	銀行、能源、房地產

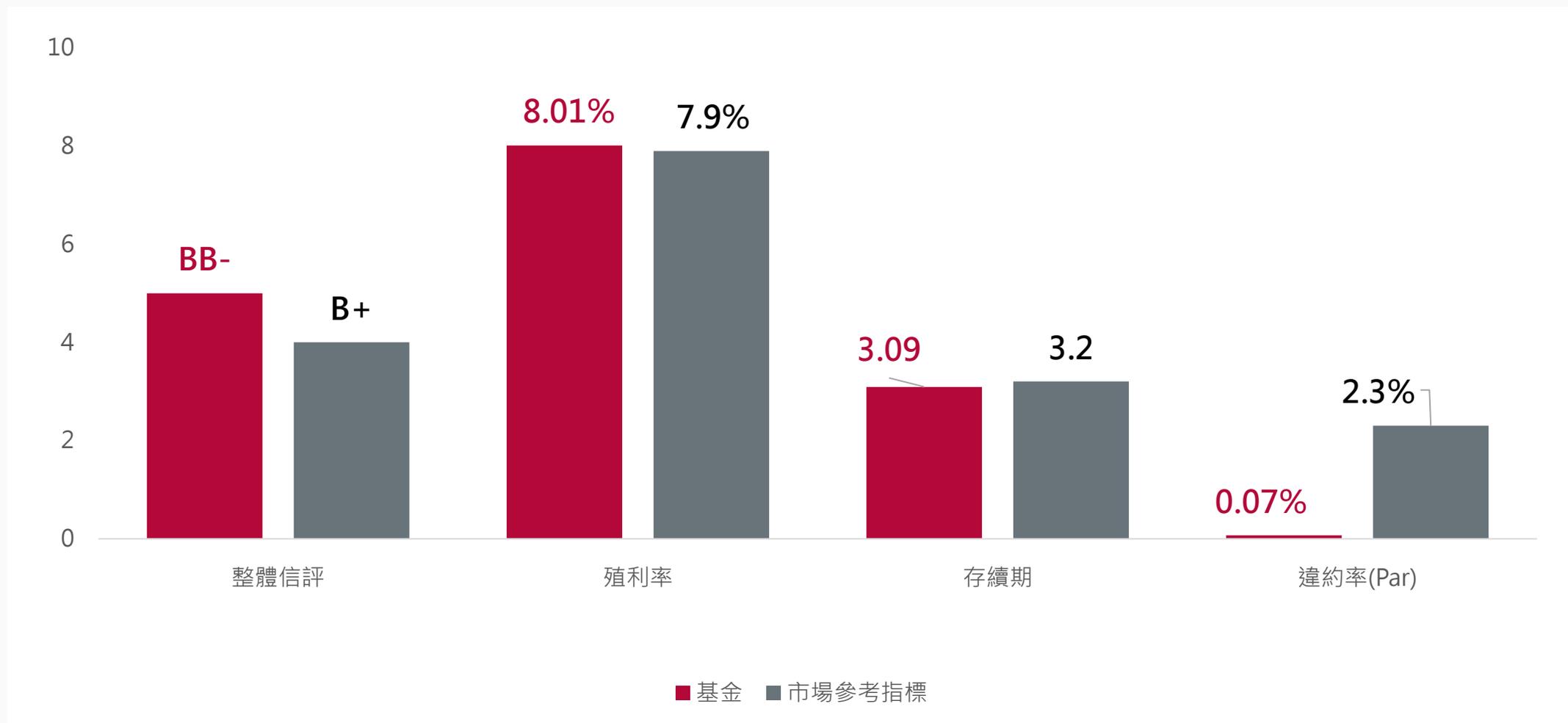


註：Past performance is not a guide to future performance  
資料來源：BoA bond index/Bloomberg, 2024/6



## 基金佈局

與市場約當的高收益率但有優於市場的信評及違約率；投資策略為嚴控下檔風險以穩健累積長期收益





# 基金投資策略

現階段風險中立並尋求投資機會

## 高殖利率，複利效果可觀

市場已經提供有吸引力的起點，不需要以加大風險(利率風險或是信用風險)來增加收益率

## 風險中立配置

非投等債雖受惠於較高收益與動能轉佳，但維持風險中是較佳策略。注重個債選擇，規避異質風險，準備在事件風險上升時加碼

## 市場錯置機會

更大的不確定性往往會導致恐懼和廣泛的拋售，反而是好的佈局機會



## 略為低配存續期

每單位存續期帶來的收益率具吸引力

## 維持高信用品質

利率將在更長時間內保持較高水準。故若個別公司使用高槓桿將受到高資金成本較大影響

## 略為高配歐洲非投等

歐洲非投等投資吸引力佳：(1) 利差高於美國非投等；(2) 歐洲可能較早降息；(3) 同一發行人除佈局歐元計價債券外，亦加碼美元計價的債券(透過美元避險，可以增加約50~100bps的收益率)

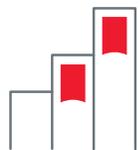


## 謹慎選債，重視下檔風險

降低風險並尋求投資機會



納入高品質標的



主順位、有擔  
保為主



風險安全等級高



注重公司基本面



### 納入高品質標的

- 納入ESG投資篩選
- 持有墮落天使、明日之星及具升評潛力標的



### 償債順位及擔保高

- 主順位債券9成+
- 有擔保債券3成+



### 交易重點

- 注重個別發債公司基本面變化，確保風險/回報得到正確評估

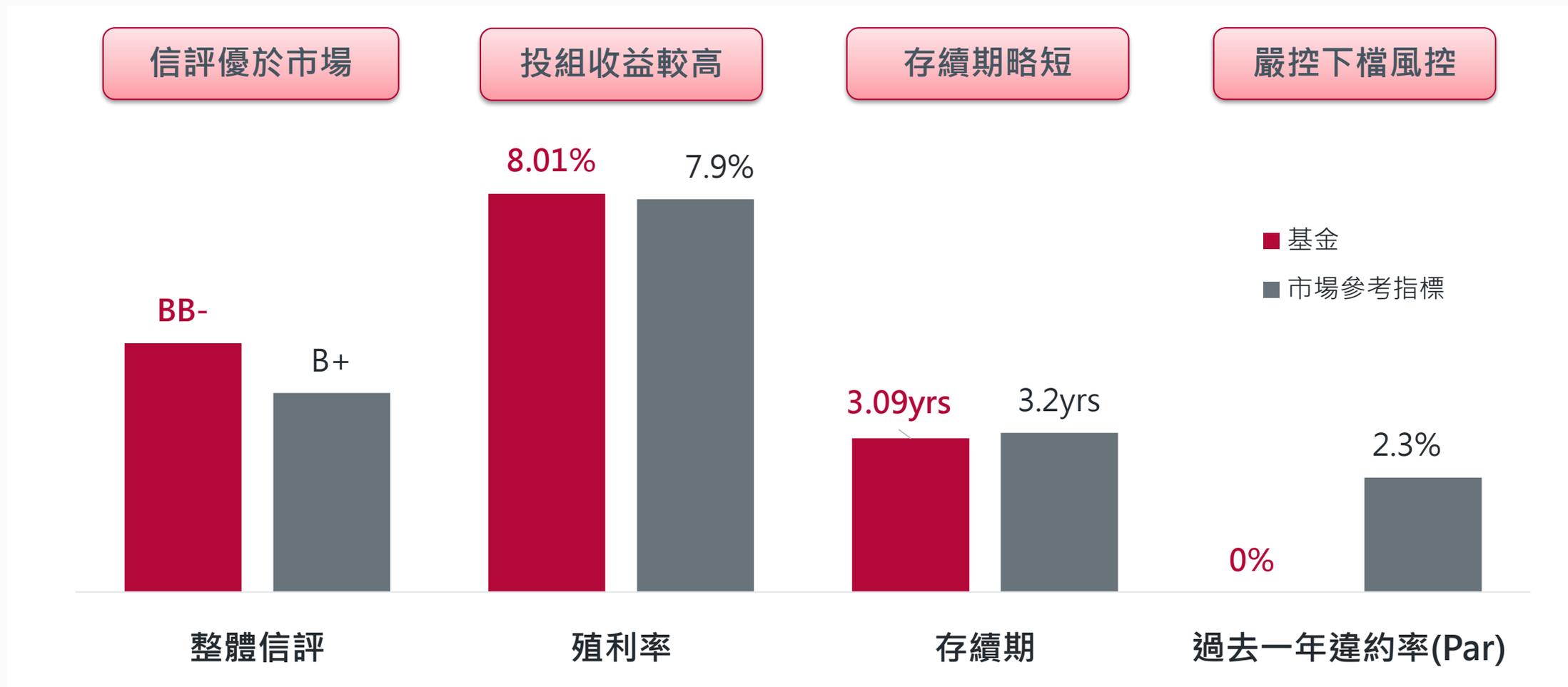


### 風險安全等級高

- 較短存續期，減少利率風險
- 降低信用利差變動影響

# 基金佈局 vs. 市場參考指標

與市場約當的高收益率但有優於市場的信評及違約率；投資策略為嚴控下檔風險以穩健累積長期收益





# 基金績效

## 市場波動考驗團隊實力

累積級別	3M	6M	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Since Inception
台幣	1.73%	5.33%	5.33%	10.01%	19.67%	4.88%	6.98%	35.57%

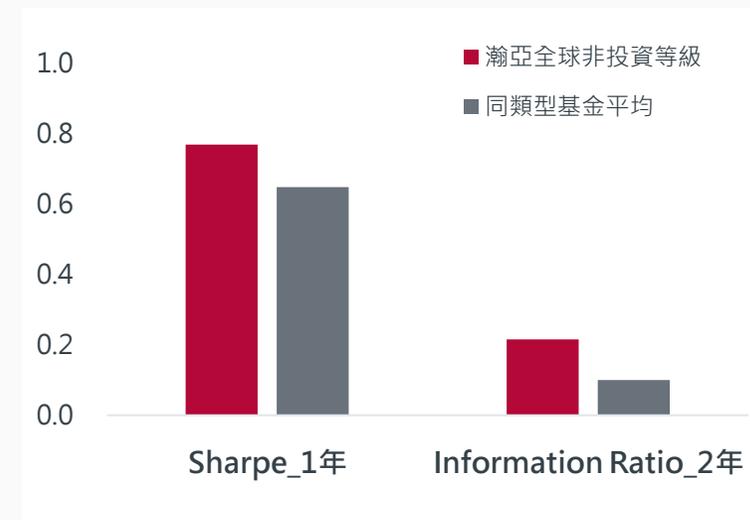
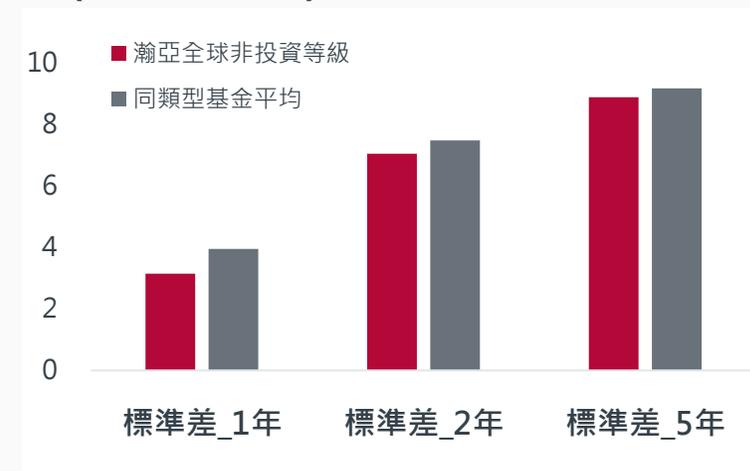
\* 同類型基金：SITCA 非投資等級債\_全球型 ) 新台幣累積級別(excl. ETF and short-duration)

累積級別	3M	6M	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Since Inception
美元	1.04%	2.23%	2.23%	8.61%	16.49%	-0.49%	7.63%	16.12%

\* 同類型基金：SITCA 非投資等級債\_全球型\_美元累積級別(excl. ETF and short-duration) + 台灣核備可銷售之全球非投資等級債券基金美元累積零售級別

累積級別	3M	6M	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Since Inception
人民幣	0.87%	2.05%	2.05%	6.59%	15.86%	1.10%	7.77%	20.72%

▶ 本基金波動度低於同類型基金中位數 (台幣累積級別)





# 本基金波動度相對較低，適合納入投組核心收益

收益性高又可穩定整體投組波動

## 本基金波動度相對較低

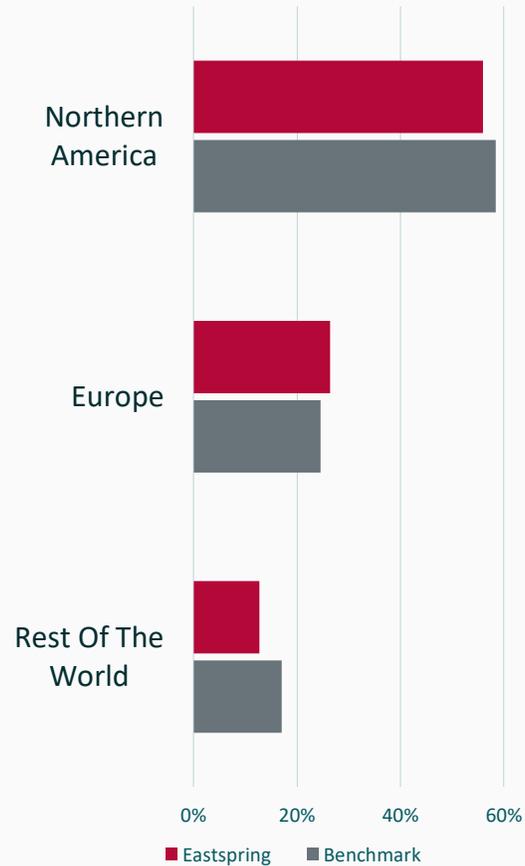
月年化波動度: 本基金波動度 vs. S&P 500及美國非投等債券指數





# 海外投資部位佈局 vs. 市場參考指標\*

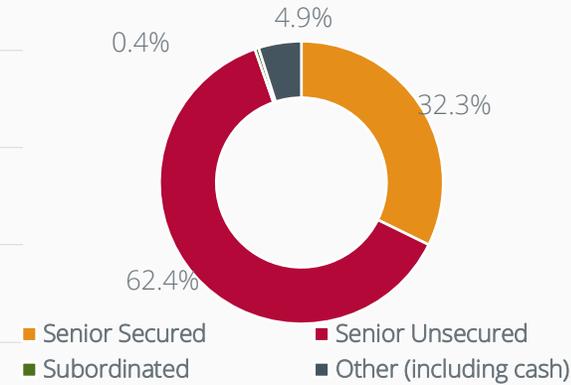
## 區域



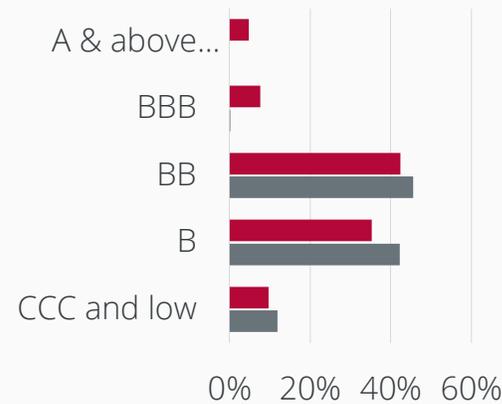
## 產業



## 償債順位及擔保狀況



## 信用評等



YTM: 7.88% , 存續期間3.16年

前5大產業	
Consumer, Cyclical	24.32%
Consumer, Non-cyclical	21.18%
Energy	16.19%
Communications	11.70%
Industrial	8.19%

前5大國家	
美國	55.39%
英國	7.20%
法國	4.68%
墨西哥	3.29%
德國	2.95%

避險比重(相對美元)	
USD	0%
AUD	65%
CNH	67%
EUR	98%
GBP	98%
TWD	35%

Note: \*此僅為海外投資複委任部位(USD)。市場參考指標為 ICE Bank of America Merrill Lynch Global High Yield Index USD Hedged  
資料來源：M&G, 2024/5



# 前十大持券

由下而上選債，兼顧債信與收益

債券名稱	發行人	國家	幣別	產業	評等	票面%	YTM	Dur.	利差	比重	公司簡介
PEMEX 6.84 01/23/30	PETROLEOS MEXICANOS	墨西哥	美元	能源	BBB	6.50	8.72	2.36	425	1.36	墨西哥國營石油公司
T 0 1/2 02/28/26	US TREASURY N/B	美國	美元	政府債	AAA	0.50	4.87	1.61	-	1.29	美國政府公債
F 4.95 05/28/27	FORD MOTOR CREDIT CO LLC	美國	美元	景氣循環消費性產業	BBB-	4.95	5.87	2.65	144	1.00	福特汽車公司的金融服務部門，負責汽車融資業務
F 9 04/22/25	FORD MOTOR COMPANY	美國	美元	景氣循環消費性產業	BBB-	6.10	6.15	6.19	204	0.98	美國生產汽車的跨國企業，為主要車廠之一。
PEMEX 6.7 02/16/32	PETROLEOS MEXICANOS	墨西哥	美元	能源	BBB	6.70	10.05	4.87	630	0.91	墨西哥國營石油公司
THC 5 1/8 11/01/27	TENET HEALTHCARE CORP	美國	美元	非景氣循環消費性產業	BB-	5.13	5.90	2.98	114	0.90	醫療保健服務公司
RIG 8 1/4 05/15/29	TRANSOCEAN INC	泛洋公司	美元	能源	B-	8.25	8.21	3.21	370	0.82	跨國海底鑽探承包商
RCL 9 1/4 01/15/29	ROYAL CARIBBEAN CRUISES	美國	美元	景氣循環消費性產業	BB+	9.25	7.45	0.69	70	0.79	全球性郵輪控股公司
CIVI 8 3/8 07/01/28	CIVITAS RESOURCES INC	美國	美元	能源	BB-	8.38	6.93	2.63	166	0.79	開發和生產原油、天然氣和天然氣液體公司
SAPSI 3 5/8 03/15/28	SAPPI PAPIER HOLDNG GMBH	南非	歐元	基本材料	BB	3.63	4.91	3.37	199	0.78	全球著名的紙和化學纖維素生產商



## 操作回顧

6月份基金績效(+0.75%)歸因

### 市場回顧

- ▶ 非投等債市6月份利差和利率收緊推動報酬率上漲。由於美國通膨疲軟和歐洲央行首次降息的消息傳出後，全球非投等債指數上漲 0.91%。然法國大選的不確定性打壓歐洲非投等債表現(+0.54%)，落後美國(0.97%)和新興市場(1.08%)。
- ▶ 美國和歐洲的初級市場仍然活躍。大部分供應仍用於再融資目的。今年到目前為止，淨發行量非常少，鑑於缺乏預期的併購/槓桿收購活動，預計這種情況將持續。

### 基金績效說明

- ▶ 6月份非投等債市表現佳。本基金新台幣不配息級別截至月底淨值為13.5667，較前月份上漲0.75%。另依公會分類之非投資等級債券-全球型之報酬中位數為0.54%，本基金績效排名優於同型基金中位數，排名在第一分位；3個月(+1.73%)，年初迄今(+5.33%)，排名均在第一分位。
- ▶ 本基金本月份海外投資部位個別債券價格漲跌互見，報酬表現略弱於市場參考指標。基金在地產業的配置及選債是主要負貢獻來源。
- ▶ 本月份美元對台幣小升0.09%，基金台幣避險部位約35%，基金未避險部位略抵銷部分報酬。



## 投資總結

有充分理由繼續投資於非投等債

### 非投資等級債市看法 – 有充分理由繼續投資於非投等債

- ▶ 總經面：由於美國數據及政治發展使得預測降息變得更加複雜，歐洲比美國的降息前景更確定，持續相對高配歐洲。認為找尋轉機題材及避免不良債權仍是勝出關鍵。
- ▶ 技術面：初級發行供給資金流入和再投資需求使技術面維持強勁。基金對市場進行充分投資，但也不希望過度高配風險(認為非投等債利差並未完全定價部分風險，如地緣政治衝突)。
- ▶ 相對價值：BB級和B級利差已壓縮，CCC級雖提供相對高利差溢價但需要有選擇性。
- ▶ 基本情境為逐步放鬆緊縮的貨幣政策及經濟成長。考慮收益率、預期低違約率、企業資產負債表強勁和較低的利率波動性，認為非投等債今年可有中高個位數報酬率。

### 基金佈局策略 – 謹慎擇券並視機會調整

- ▶ 整體配置大致中性 - 基金佈局接近中性且保持選擇彈性，考量歐美相對經濟體質及貨幣政策方向，未來將逐步增加美國非投等債部位。
- ▶ 專注於防禦性交易(例如非週期性交易與週期性交易、優質交易等)，掌握高品質標的 - 基金(1)以BB、主順位、擔保債為主、降CCC級；(2)納入ESG投資篩選流程，全面性評估投資標的；(3)持有墮落天使(Fallen Angel)及明日之星/具升評潛力的標的，看好評等回升時的利差收斂契機。



本基金經金管會核准，惟不表示絕無風險。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，適合尋求投資固定收益之潛在收益且能承受較高風險之非保守型投資人。投資人投資非投資等級債券基金不宜占其投資組合過高之比重。本基金最高可投資基金總資產30%於美國144A 債券，該債券屬私募性質，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。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，基金之配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及本金支出可能導致原始投資金額減損。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。本基金配息前未先扣應負擔之相關費用。投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，此外，匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產而使資產價值變動。本基金之收益分配由經理公司依基金孳息收入情況，決定應分配之收益金額；本基金主要投資風險包括債券發行人違約之信用風險、利率變動之風險、流動性風險、外匯管制及匯率變動之風險及政治、經濟風險，本基金配息政策及投資風險揭露於基金公開說明書，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。基金配息組成項目揭露於本公司網站。

有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至下列網址查閱：公開資訊觀測站：<http://newmops.tse.com.tw>、瀚亞證券投資信託股份有限公司：<http://www.eastspring.com.tw>或於本公司營業處所：台北市松智路1號4樓，電話：(02)8758-6699索取/查閱。瀚亞投信獨立經營管理