

本月投資組合最新報告

鋒裕基金 — 策略收益(本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金)

2017年10月31日

市場回顧

更強勁的美國及全球成長，推升了穩健的全球企業盈餘，也在本月間促使信用市場利差達到金融危機過後的低點。繼第二季的 3.1% 的 GDP 增幅之後，第三季的美國 GDP 締造 3.0% 的成長。參議院通過的預算案，為企業（及個人）的稅務減免預作準備，不論是否算是稅務改革，均已提振投資人士氣。歐洲也繼續受惠於強勁的 GDP 成長。通膨持續獲得控制，歐洲央行遂得以延長執行每個月的量化寬鬆購債方案，僅將收購規模降至 300 億美元水準，合乎市場先前的預測。

美國 GDP 成長率表現亮眼，以及殖利率曲線趨於平坦，均推升美國國庫券殖利率。2 年期國庫券殖利率上升 0.12% 來到 1.60%，10 年期殖利率上升 0.05% 來到 2.38%。機構抵押貸款擔保證券的表現略優於國庫券，同時傳統型及低票面利率抵押貸款表現亦出色。與高收益 (HY) 市場通常高度相關的商業抵押擔保證券 (CMBS) 走勢強勁，超額報酬達到 0.54%。ABS 指數同步走揚，ABS 利差緊縮達 5 至 10 個基點。儘管在 10 月創下了 1300 億美元的新債發行量紀錄，投資等級 (IG) 公司債的超額報酬仍有 0.52%，全球投資人追求收益的趨勢，帶動利差緊縮至 2007 年以來的最低水準。歐洲央行暗示將持續收購公司債，同時降低主權債收購規模，進一步撐起了信用利差。

高收益債券的表現與投資等級債券相當，總報酬率為 0.39%，超額報酬率則為 0.48%。浮動利率券種方面，受惠於有限的新發行情況以及 CLO (企業貸款債權擔保證券化債券) 的強勁需求，銀行放款表現優於高收益債，報酬率達 0.60%。巨災債券恢復了 9 月的部分損失，本月報酬率為 1.75%。本月新興市場 (EM) 債表現落後，主權債報酬率為 -0.13%，公司債受到美元整體市場指數走揚 1.7% 的激勵，報酬率為 0.34%。經濟信心的不斷升溫，加上減稅預期心理，均助長美元升值。

投資組合回顧

正面：

- 對於美國名目國庫券的 29% 減碼，以及對於優先浮動利率債券的 11% 曝險，帶動券種配置成為績效的主要功臣。
- 工業券種的選擇明智，推升了基金報酬率。由於本月油價上漲 7%，工業券種也受惠於精選能源債券的強勁表現。
- 存續期及殖利率曲線佈局均有利基金績效。殖利率曲線趨於平坦，槓鈴型殖利率曲線佈局推升了投資績效，尤其是減碼 2 至 5 年與加碼 30 年關鍵利率存續期等策略。存續期相對較短的 1.15 年部位，因利率上揚帶來小幅貢獻。

負面：

- 非美元曝險部位，則因美元升值拖累了本月的基金表現。1.0% 墨西哥披索曝險，以及替代貨幣避險作多挪威 / 瑞典貨幣並作空歐元的表現尤其落後。

未來展望

本團隊對美國及全球 GDP 成長率仍持樂觀看法。美國方面，我們認為穩健的就業狀況應可持續支撐消費及房屋市場，同時經濟情況亦可望繼續受惠於企業獲利提高、全球景氣回溫、寬鬆的金融環境與法規鬆綁。減稅前景日益明朗，可能進一步於 2018 年推升企業獲利與經濟。

儘管目前市場價格已反映提高的 2017 年 12 月升息預期，市場預期 2018 年底聯邦基金利率為 1.69%，遠低於聯準會公開市場操作委員會 (FOMC) 預測值的中位水準 2.13%。我們認為，市場對於適當利率水準的看法依然「落後」於曲線發展。儘管聯準會擔憂通膨相對偏低，但我們認為升息很可能仍會依照計畫進行。

雖然美元已於 9 月及 10 月升值，且近期可能會繼續升值，受到美國及已開發市場 (DM) 間殖利率利差緊縮的影響，我們認為長期下美元或將承壓。不斷改善的全球成長率，可能促使更多國家的中央銀行 (包括歐洲央行) 開始升息，時機可能落在 2018 年第四季其延長購債計畫結束後。再者，川普總統偏好美元貶值以及提名相對鴿派的聯準會主席候選人鮑爾 (Jerome Powell)，而貿易談判的結果可能暫時中斷美元升值趨勢。

佈局

投資組合持續針對升息與穩定的經濟環境進行佈局。由於殖利率走升再加上市場價格已反映 12 月升息的可能性，本月投資組合持續縮減其存續期相對較短的配置。考量企業和新興市場的評價，我們亦小幅降低曝險。

- 加碼各種信用債券，並減碼美國國庫券。我們認為，美國政府公債多半缺乏吸引力，至於信用債券則可能受惠於經濟成長轉強、減稅措施和法規鬆綁。
- 投資組合的存續期部位較參考指標短少 1.06 年。我們認為，由於 GDP 穩步成長，勞動市場人力閒置程度頗低，年底前的通膨平均值料將達到 1.5% 至 2%，市場的腳步可能相對落後。
- 我們持有存續期較長的 TIPS，並認為低通膨水準並未精確反映 2% 通膨的長期潛力。
- 本基金持有的機構抵押貸款擔保證券部位呈現中立；其中包括了非機構抵押貸款擔保證券的曝險，基金持續針對住宅抵押擔保證券大幅加碼。我們認為機構抵押貸款擔保證券目前已達合理價位，但相對於利差處於金融危機後低點的固定收益投資等級債券，仍具吸引力。此外，在就業情況改善、貸款利率偏低及房價平易近人的情況下，房市基本面依舊強勁。
- 本基金持有投資等級債的減碼部位以及高收益公司債的加碼部位，但隨著評價逐漸偏高而縮減信用風險。強勁的基本面、亮眼的經濟成長率及企業減稅的前景，均為偏高的評價所抵銷。投資等級公司債總利差維持在金融危機後的低點，反映了低於歷史水準的債信評等，以及略長的整體存續期。依照評級檢視 1 至 10 年中期投資等級公司債的平均選擇權調整後利差 (我們的檢視標的為中期債券，因此和目前為 21 個基點的機構 MBS 利差之間，更具有利差可比較性)，評價緊繃的現象更為明顯：

	AAA 級	AA 級	A 級	BB 級
2017 年 10 月 31 日	29.8	37.4	56.2	94.8
20 年平均	68.1	94.5	130.5	191.0
20 年最小值	24.6	36.9	50.9	76.4

資料來源：Amundi Asset Management、Bloomberg Barclays POINT 截至 2017 年 10 月 31 日資料。

我們不斷在投資等級債券中尋找精選機會，特別是在金融與能源券種方面，根據本公司在公司債方面的核心能力，相信得以持續透過證券選擇，持續提升投資組合價值。

- 我們認為高收益市場的評價展望變得更加微妙。低至 351 個基點的利差，依舊大幅高於其於 2007 年 241 個基點的緊縮水準，然而我們認為，相關市場進一步的利差緊縮，受到了總收益率的影響可能更為受限。再次強調，本公司正面看待高收益債市場的基本面展望，此係經濟成長強勁、能源價格提高及減稅前景可期使然，儘管減稅提案的利息扣減限制可能影響到舉債較多的公司。由於評價成長空間緊繃，投資組合降低了高收益債的曝險並提高曝險的債券信評，但由於該類別出現了能提升超額報酬的投資機會與及證券選擇，因此仍小幅加碼相關市場。
- 在公司債方面，我們持有金融類債券的加碼部位。我們受惠於歐洲銀行曝險的提高，反映次級債券的相對價值較具吸引力，歐元區 GDP 的成長展望亦相當樂觀。一般而言，我們認為銀行與保險類別的相對價值頗為誘人。金融類公司債的利差略遜於廣義的公司債參考指標，但庫藏股或併購活動導致信用減損的信用風險較低。銀行目前極力改善資本比率以符合法令規範，此外，我們認為銀行也可望因全球殖利率上揚、殖利率曲線轉趨陡峭而蒙其利。
- 我們持續加碼佈局能源類債券當中的中游產業子類別，相關券種對於油價波動的敏感度相對偏低。預料相關類別的債券利差將持續縮減，目前在投資級債券裡仍屬於利差較大的類別。OPEC 延長減產協議，理當抵銷掉美國頁岩油業者增產的影響，今後應當持續謹慎觀察石油的供需平衡。
- 我們認為美元可能會於近期升值，因而限縮我們的非美元曝險。
- 投資組合包含特定新興市場曝險，偏重於正在進行重大結構性改革的國家，例如印度、印尼與阿根廷。全球經濟加速成長與內需增加，新興市場將蒙其利。

警語

- 除非另行指明，則本文件所含資訊均得自 Amundi Asset Management。
- 過去績效並不保證未來表現。除非另行指明，本文件內所有評論純為 Amundi Asset Management 之意見。所有意見均可能隨時因市場或其他狀況而

- 變更，且無法保證國家、市場或產業之預期表現。
- 本文件並非基金公開說明書，亦不構成買賣基金單位或服務之要約或請求，凡於任何管轄地區向任何對象提出前述要約或請求，若提出該要約及請求之人士或其對象不符法定資格，均屬違法行為。
 - 本文件不得直接交付一般及零售投資人，請勿倚賴本文件作為投資參考。本文件僅供專業理財顧問人員參考，未經本公司事前同意，不得對外公開、引用、傳遞、散布或宣傳。
 - 本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）已揭露於基金公開說明書及投資人須知，本公司及銷售機構均備有基金公開說明書（或中譯本）或投資人須知，投資人亦可至境外基金資訊觀測站 (www.fundclear.com.tw) 中查詢。
 - 基金投資涉及投資新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。
 - 由於高收益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，投資人投資高收益債券基金不宜占其投資組合過高之比重。
 - 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公開說明書。
 - 惟新興市場與高收益債市仍會因市場干擾而波動，投資人須依個人風險承受度衡量相關商品比重。
 - 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。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。本基金進行配息前，未先扣除行政管理相關費用。
 - 本基金配息前未先扣除應負擔之相關費用，最近 12 個月內由本金支付配息之相關資料，投資人可向總代理人查詢；或參考本公司網站 (<http://www.pioneerinvestments.com.tw>)。
 - 配息率並非等於基金報酬率，於獲得配息時，宜一併注意基金淨值之變動。
 - 可轉換公司債具有股債雙重特性，因此，投資人需同時考量股債雙重風險，包括市場風險、利率風險、流動性風險、股價波動風險、匯率風險、信用或違約風險等。
 - 依中華民國相關法令及金管會規定，基金直接投資

大陸地區有價證券僅限掛牌上市有價證券及銀行間債券市場，且不得超過該基金淨資產價值 10%，故本基金非完全投資在大陸地區有價證券，另投資人亦須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。

- 不做個股推薦及銷售之用，基金投資組成份將因時而異，請投資人留意。
- 鋒裕基金－美國高息（本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金）、鋒裕基金－策略收益（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）、鋒裕基金－環球高收益（本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金）以及鋒裕基金－新興市場債券（本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金）適合願意承擔較高風險之穩健型投資人。
- 為符合法令規定之國內投資人投資比率限制，鋒裕基金－環球高收益（本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息來源可能為本金）自中華民國 106 年 9 月 20 日起恢復部份級別，即 A 股美元月配(穩定配息)、A 股澳幣收益(穩定配息)及 A 股南非幣收益(穩定配息)共三支級別之申購交易(含單筆申購、轉換、新增定時(不)定額申購)。惟為妥善控制國人投資比重，初期將僅開放部分壽險公司透過其投資型保單申購。本公司並得因應申贖狀況，按本公司控管程序保留額度調整之權利。
- 鋒裕環球證券投資顧問股份有限公司為鋒裕基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕環球證券投資顧問股份有限公司為 Amundi Group 之成員。【鋒裕環球證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理】
- 鋒裕環球證券投資顧問股份有限公司 / 台北市信義路 5 段 7 號台北 101 大樓 32 樓之一 / 106 年金管投顧新字第零貳零號 / 電話：(02) 8101-0696