

本月投資組合最新報告

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)

2017年10月31日

市場回顧

新興市場 (EM) 持續獲得投資人青睞。截至 10 月的最後一週，新興市場在今年的 44 週裡，多達 43 週呈現資金淨流入。這也包括了 10 月的最後一週，強勢資金流動模式也在此時暫時告一段落。這段期間內 ETF 的資金流向，無論是強勢或當地貨幣債券，均由正轉負，同時主動式基金則呈現淨流入。機構投資人持續買進相關資產類別，投資人與發行機構均受到鼓舞。在資金流入於今年達到高點的同時，債券新發行量的規模也達到新高。2017 年的發行總額達到了 5,330 億美元，遠遠超過過去幾年的水準。是什麼因素導致資金水位高漲？我們認為，對照歐洲已開發市場債券收益率 (約為 0.7%) 以及強勢與當地貨幣計價債券收益率 (分別為 4.3% 及 5.5%)，透露出投資人仍持續尋求收益。

投資人買氣強勁，證明市場氛圍有利於風險承擔，最明顯的現象則反映在晨星及其他研究的各項指標上，投資組合報酬集中於特定資產類別的程度不斷提高。這也呼應了市場預期的集中模式，意味著經理人正在追求的乃是明顯不斷縮小的投資機會。由此機制顯示，市場預期所造成的評價變化，也強化或提升了投資人對於某些特定結果的預期。這種模式至少有部分是屬於週期性，然而受到資金驅動的部分更多。癥結點為何？有時候市場預期的結果 — 也就是評價 — 可能會超越經理人的預測。以上的市場狀況可能造成拉回，並對風險胃納形成實質挑戰。

這種狀況的證據並不難發現：10 月份，我們定期追蹤的 39 項全球資產中，有 32 項在本月結束之際締造了正報酬。其中 S&P 500 指數在 2017 年的各個月份的總報酬率均為正報酬 — 這是 90 年來的觀察紀錄裡首見的稀有情況。目前我們已經歷了美國股市連續 12 個月的正報酬，這樣的情況更令人聯想起 1935 至 1936 年以及 1949 至 1950 年期間市場的暫時寧靜。

景氣的循環算不上是什麼新聞。比較值得討論的是，在於接下來的發展、預期的潛在範圍為何，以及實際結果又會是什麼樣子。對於貨幣政策是否需要持續執行，才能推動同步復甦的相關爭論。預期在 2017 年接下來的期間及 2018 年整年，美國實際的升息步調應當大致合乎市場的預期。我們持續看到美國樂觀的市場

信心，無論是密西根大學的投資者信心指數，或是其他正面的採購經理人指標等。美國的經濟疲弱成為經濟學界爭論的焦點議題，顯示疲弱的程度可能正在下降。在明年可能的三次升息之前，市場預期今年還會有一次升息，這進一步顯示了聯準會目前不得不預先規劃升息所需的空間。更值得討論的乃是量化寬鬆的退場進度。由「量化緊縮」取代「量化寬鬆」(QT)，對於新興市場及其他風險資產報酬帶來的影響，受到了投資人的關注。

投資組合回顧

特殊風險隨著全球經濟持續好轉而略為降低。儘管如此，全球主要央行仍持續發揮重大影響力。如果通膨隨著無風險參考利率 (美國 10 年期國庫券) 的飆升而回升，歐洲央行可能會中止每月的購債計劃，然而美國 10 年期國庫券本月最終以 +2% 作收。存續期方面，投資組合的有效利率存續期仍較參考指標 (6.45 年) 短少 1.1 年，利差存續期則較參考指標 (6.53 年) 短少 1.4 年。我們認為在聯準會持續升息的情況下，較短存續期的佈局是較為有利。

區域方面，我們仍維持著重拉丁美洲、新興歐洲、新興非洲及新興亞洲信用市場的立場。就國家而言，巴西、阿根廷與土耳其的曝險程度最高 (加碼)，同時則以菲律賓、馬來西亞與匈牙利的減碼予以平衡。除了主權債因殖利率偏低與利率縮減，遭到大幅減碼外，我們對於投資等級及高收益債皆進行加碼。就類別而言，銀行、能源與基本工業類別皆為加碼對象。

績效歸因方面，拉丁美洲部位的表現依舊名列前茅。巴西的公司債在勁揚過後仍具吸引力。儘管已締造 12.5% 的年初迄今報酬率 (其中巴西 BBB 級債券與 BB 債券的平均收益率分別為 4.1% 與 4.5%)，巴西公司債仍比新興市場與美國的同類資產更為誘人。受到消費者購買力增加與低利率的支撐，相關經濟體復甦的速度超出預期。

基本面於 2017 年上半年展現強勁復甦力道，總槓桿較去年同期下降 1.3 倍，來到 3.8 倍 (EBITDA +25%；總負債 -4%)。現金保障比率提升至 2.2 倍。

配置方面；加碼受惠於正面風險環境的必需消費(包裝肉品)與能源產業。此外，接近月底時傳聞休士頓公司 LyondellBasell Industries (LYB) 正與巴西最大的石化公司協商超過 100 億美元的高額購併案，Braskem 從而備受矚目。由於這對於巴西乃至於整個地區而言都是一樁革命性的交易，因此我們樂觀看待並密切注意發展。

阿根廷方面，在執政黨 Cambiemos 於議會選舉中強烈表態後，總統 Mauricio Macri 呼籲全國對於結構性改革的推動達成共識。他強調應透過削減過度開支、平衡政府預算，促使通膨降溫。即將推出的稅務改革將是漸進式的，其中可能包括針對阿根廷家庭課徵爭議性的資本收入稅。政府也打算提案推出以 CPI 為基準的退休金新方案，但更進一步的退休金改革可能需要歷時數年。基金對於該國的配置仍然分為主權債與公司債(主要為運輸產業與準主權債)，由於政局趨於穩定，其走勢大幅受惠。

新興歐洲方面，烏克蘭、俄羅斯及土耳其均為重點加碼部位。由於俄羅斯經濟持續受惠於低於目標的通膨率與高於預期的 GDP 成長率，基金相對表現隨之超前大盤。土耳其方面，基金最大的加碼部位為銀行業。基金成長的動力(信用擔保基金)也證明了此一觀點。我們估計來自政府信用擔保基金的直接影響約為 GDP 成長率的 1 個百分點，將構成一大助力。

在由下而上證券選擇方面，我們看到不少投資機會，目前偏好銀行業；俄羅斯的 Alfa 及 CBOM 與土耳其的 IS Bankasi；礦業 (Polyus) 與能源 (Lukoil)。整體而言，我們持續偏好高收益率國家(相對於低收益率的國家)，例如波蘭、匈牙利及捷克。

在新興非洲方面；我們的曝險分散加碼於主權債(奈及利亞、迦納與埃及)及金融類證券(Guaranty Trust Bank、Access Bank 與 Zenith Bank)之間。匯率統一、國內信用週期終於接近尾聲(在年初達到 5% 年增率後)，以及油價自每桶 48 美元價位回到目前的 60 美元，均有利於本公司投資標的表現。

亞洲方面，在評價偏高與結構性低殖利率的情況下，我們的投資理念時常面臨挑戰。談到亞洲，則不免會提到營建業。理由如下：今年中國境內將有 105 座摩天大樓完工，而在美國的整個歷史上也只建造過 189 座(建築高度 200 公尺以上者)。起重機、鋼鐵及水泥，這是過去幾十年來推動中國經濟發展的動力，尤其是在全球金融危機之後。中國在這方面並不算特別：它只是遵循著韓國及台灣的經濟發展途徑，儘管規模龐大許多。然而仔細觀察中國領導人過去幾週的發言，不難發現接下來的大規模建設勢將減緩，至於亞洲的其他國家則不太可能在中期之內完全填補這樣的工程

需求缺口。但這並不代表營造活動勢將萎縮，只是發展的步伐可能轉趨穩定與低調。我們審慎看待不動產以及營建業，同時維持金融業的相關部位。根據我們的觀點，ICBC 及中國銀行的利差預料將持續緊縮。上個月中國共產黨全國代表大會結束後，中國國營企業信用債券走揚，針對尚未佈局相關資產的全球投資人而言，本公司預期需求將會提高。

未來展望

市場報酬率在波動性降低的情況下走高，我們留意到風險似乎往下檔方向移動。我們研判未來似有必要抱持更為謹慎的態度。在貨幣政策正常化的緩慢進程當中，我們認為聯準會將實行量化緊縮政策。在我們看來，市場中最有可能的風險來源，邏輯上會是來自貨幣政策的執行以及央行的舉措。如前所述，聯準會退出量化寬鬆，只代表了部分但非全部的政策風險。歐洲方面，歐洲央行明確的量化寬鬆承諾，受到投資人的熱烈歡迎；在英國脫歐前夕，英國的消費活動會如何受到影響，外界無從得知英國央行內部對此有何爭論。類似的疑慮再加上特定發行機構的特性，使我們謹慎看待今年接下來的展望。

我們持續透過短存續期佈局，反映謹慎的立場，也就是建立利率敏感度相對偏低的部位。根據我們的主動式 beta 管理流程，我們持續關注所投資的債券發行人在基本面有無變化跡象。這種方法的另一項好處在於得以善加把握特定的收益機會。我們持續反映對於各種信用的觀點，特別是針對指標相關以及未納入指標的部分。佈局指標成分的傳統優勢，在於相對較佳的流動性。這樣的投資特色大致不變，但也不致影響低效率市場所帶來的其他價值契機。

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