



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，成熟市場公債報酬大幅攀升，利多包括成熟市場央行抑制通膨有成，通膨率持續朝目標值靠攏、就業市場吃緊情況減緩、經濟成長趨緩，再加上其他正面因素，投資人更加看好成熟市場央行大致已達利率高點，且可望較原先預期更早啟動寬鬆週期。在公債殖利率下降的背景下，代表整體成熟市場公債的彭博全球公債指數上漲 3.02% (避險)。

美國 10 年期公債殖利率降低 61 個基本點至 4.33%。聯準會在 11 月 1 日維持短期利率不變，利率區間守在 5.25% 到 5.50% 之間。在宣佈利率決議後，聯準會主席 Jerome Powell 鷹派言論立場似乎淡化。儘管美國第三季 GDP 成長率修正值增至 5.2%，但亞特蘭大聯邦儲備銀行的 GDPNow 經濟成長追蹤指標在 11 月底下修第四季 GDP 預測至 2.1%，顯示美國經濟成長力道正在迅速降溫。受到消費支出強勁的影響，加上政府祭出大規模財政刺激措施，美國經濟 2023 年表現優於市場預期，但有證據顯示，美國消費力道逐漸減弱，平均實質薪資與個人消費正在趨緩，且疫情時期累積的儲蓄已大致用盡。

JP 摩根全球新興市場債券多元分散指數上漲 5.66%，表現領先漲幅為 3.02% 的成熟市場公債。指數當中，利率敏感度較高的投資等級債券攀升 5.50%，非投資等級債券則勁揚 5.83%，主權債券走升 5.88%，而佔指數約 20% 的準主權債券則成長 4.76%。債券利差收斂 31 個基本點至 405 個基本點，殖利率最終以 8.52% 作收。觀察此強勢貨幣主權債券指數中的區域市場表現，各地報酬明顯分歧。拉丁美洲勁揚 6.57%，歐洲新興國家表現落後，漲幅為 4.30%。

幾個新興市場國家在本月份的發展值得關注。阿根廷總統大選在本月份舉辦第二輪選舉，Javier Milei 以 12% 的差距輕鬆打敗 Sergio Massa。選舉結果出乎市場預料，因為 Massa 在第一輪選舉的得票率達 37%，Milei 只有 30%。如上月報告所述，Milei 的競選政見備受爭議，包括極端財政緊縮、美元化、關閉央行等。選後至今，市場反應相對正面，本月份美元計價主權債券大幅走升，報酬率將近 30%。

自宣佈勝選以來，Milei 重申有意關閉央行，並指出這項政策不容妥協，但對於推動阿根廷經濟美元化的計畫則不如先前堅決。Milei 沒有執政經驗、欠缺成熟的行政團隊、所屬政黨在國會未過半數，因此能否順利執政，通過幾項具爭議性的政見，將是

一大問號。此外，阿根廷與拉丁美洲許多國家的經濟關係密切，但外交關係引發隱憂，因為拉丁美洲的多數國家領導人走左派路線，且 Milei 對幾位領導人的評論備受爭議。市場目前聚焦在 Milei 的經濟相關人事任命。Milei 在月底宣佈由 Luis Caputo 擔任經濟部長，相對有利於市場發展；Luis Caputo 在中右派前總統 Mauricio Macri 任內曾擔任財政部長。然而，Milei 指出，多數內閣人事將於 12 月 10 日就職後才公佈。本基金對美元計價阿根廷主權債券採加碼配置，趁債市翻揚之際已減持相關部位。

巴拿馬方面，政府與加拿大採礦公司 First Quantum Minerals 的爭端在本月份持續延燒。巴拿馬政府與該公司在 10 月底簽下新約，將後者在 Cobre Panama 露天銅礦的採礦權延長 20 年，因此引發爭議。此次爭端突顯出常見於新興市場的情況，亦即富含資源的新興市場國家力圖開發境內的大宗商品資源，卻又欠缺技術能力或制度量能，因此必須由大型跨國企業介入採礦，每年向當地政府支付一筆費用，通常採稅負形式。長期下來，隨著新興市場國家逐漸發展，民眾針對合約條件或環境衝擊的不滿情緒漸增。

巴拿馬的情況尤其如此，抗議民眾群起在 10 月底圍堵泛美公路，多人遭到逮捕，最終導致政府決議針對新約舉辦公投，時間訂於 12 月份。一處主要港口外圍的小型船隻後來遭到封鎖，物資無法運至礦區，造成產能全面中斷。

巴拿馬最高法院隨後投票一致反對續約，使得礦區關閉的消息登上新聞版面，目前情況仍舊充滿不確定性。此次事件影響巴拿馬經濟甚鉅，因為光是 Cobre Panama 銅礦便佔國內 GDP 約 5%，且提供大量就業機會。巴拿馬目前亦面臨其他考驗，例如長期乾旱衝擊巴拿馬運河的貨運交通。最高法院的裁決預計牽扯出漫長又昂貴的訴訟過程，因為 First Quantum 已向巴拿馬政府寄出仲裁通知，走上國際仲裁程序。消息一出，巴拿馬主權債券利差擴大，然 First Quantum 債券在賣壓中首當其衝。本基金目前減碼巴拿馬的強勢貨幣主權債券，但持有幾檔準主權債券與非參考指數成份的公司債券。

尚比亞的主權債券在 2020 年違約，是少數循 G20 集團共同框架尋求債務減免的國家；該框架成立於疫情期間，旨在協助貧窮國家取得債務減免。經過幾年協商後，尚比亞最終在 10 月份與債權國達成主權債券重整協議，將永久免除約 7 億美元

的債務，並透過降低償債金額的方式，提供約 25 億美元的現金流減免。尚比亞必須與債權國達成協議，才能持續從高達 13 億美元的國際貨幣基金組織 (IMF) 紓困案持續取得資金，故此協議相當重要。

然而，協議在 11 月份破局，因為幾個雙邊債權國 (又以中國為最大債權國) 認為協議條件對民間債權人過於優渥，因為債務展延時間較短，且對於在國際貨幣基金組織紓困案期間縮小國際收支表融資缺口的貢獻較小。此次協議破局再度讓各界對 G20 集團的共同框架打上問號，因為目前只有 4 個國家透過此框架申請債務減免，且至今尚未有國家成功。本基金持續持有極少部位的尚比亞強勢貨幣主權債券。

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上揚 3.64%，投資等級債券與非投資等級債券表現僅小幅分歧，漲幅分別為 3.67% 與 3.60%。

觀察 JP 摩根新興市場企業債券多元分散指數的區域市場表現，以非投資等級債券與大宗商品出口為主的非洲，表現領先，漲幅達 4.29%。歐洲新興市場表現落後，漲幅為 2.60%。公司債券方面，石油天然氣類別攀升 5.35%，而金融類別成長 2.21%，表現落後。

新興市場當地貨幣債券成長 5.27% (未避險)；其中，新興市場當地利率型債券上揚 2.57%，其餘則為貨幣走強 2.63% 的貢獻，主因美元本月份兌全數主要成熟市場貨幣與將近全數新興市場貨幣貶值。區域報酬表現迥異，拉丁美洲勁揚 6.98% (當地貨幣計價)，亞洲地區成長 4.15%。國家方面，智利走升 9.38% (未避險)，多明尼加共和國僅有 0.60% 的漲幅。波蘭茲羅提兌美元升值 5.27%，漲幅領先其他新興市場貨幣現貨報酬。捷克克朗走升 4.69%，墨西哥披索走升 3.82%，土耳其貶值 1.95%，南非蘭特貶值 1.09%。

基金績效

本基金 11 月份報酬為正，表現領先漲幅為 5.66% 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)。

新興市場債券本月份表現相當強勁，所有指數均大幅成長。市場呈現追逐風險環境，原因除了美國與其他主要市場的通膨低於預期之外，另一個原因在於各國央行在政策會議後立場偏鴿，使得投資人更加預期利率已經觸頂，進而帶動核心殖利率大幅下降。強勢貨幣債券當中，主權債券表現領先公司債券，主因主權債券的存續期間² 敏感度高於公司債券，且幾檔非投資等級主權債券本月份表現領先。美國公債勁揚，10 年期公債殖利率從月初將近 5.00% 下降至 4.33%，進而推升存續期間敏感度較高的投資等級債券表現。當地貨幣債券報酬亦有強勁表現，僅小幅落後強勢貨幣主權債券。當地利率型債券與新興市場貨幣均締造正報酬，後者的貢獻程度稍微更高，主因新興市場貨幣歷經幾個月不振後，本月份回溫。

債券選擇與國家配置是挹注本月份基金表現的主因，其次則為非參考指數成份的貨幣部位。本基金的產業配置與非參考指數

成份當地貨幣債券部位拖累績效，抵銷上述部分漲幅。投資團隊在阿根廷的加碼配置挹注本月份最多基金績效，主因右派自由主義候選人 Milei 在總統大選打敗現任財政部長 Massa 的消息受到市場正面回應。在本月份油價走跌的背景下，投資團隊在巴林、阿拉伯聯合大公國與沙烏地阿拉伯等大宗商品敏感度較高的國家，採減碼配置與且選債表現皆正面，故貢獻基金績效。投資團隊在中國的減碼配置亦推升基金表現，主因中國經濟數據低於預期，導致資產價格落後整體市場漲勢。

委內瑞拉部位減損本月份基金績效，主因債市歷經 10 月份大漲後，市場浮現地緣政治風險的隱憂，進而擠壓債券價格。投資團隊加碼烏克蘭與厄瓜多爾等信評³ 最低的主權債券，削弱本月份基金表現。此外，佈局非參考指數成份部位的多明尼加共和國與牙買加當地貨幣債券，亦拖累基金績效。投資團隊減碼阿拉伯聯合大公國、沙烏地阿拉伯與中國等高品質、存續期間較長的債券，減損基金相對績效，但受惠於美國公債大漲，部分美國存續期間配置有利於基金表現，進而抵銷部份上述跌幅。

投資組合配置與佈局

存續期間方面，本基金的加碼幅度原本約為 0.6 年，投資團隊在月底將其加碼幅度降至 0.2 年，並趁殖利率下降之際進行獲利了結。11 月底，參考指數的存續期間約為 6.6 年。

從基金配置的角度觀察，本月份最大的變動在於持續減持非參考指數成份的當地利率型債券。如前幾次報告所強調，隨著進一步降息的預期日益反映於市場價格，投資團隊陸續減持當地利率型債券部位，故在近期市場大漲後，投資團隊減持巴西、南非與秘魯的當地貨幣存續期間部位。強勢貨幣主權債券當中，考量阿根廷債券相對表現優異，降低其加碼幅度，同時小幅減持肯亞與加彭等撒哈拉沙漠以南非洲國家。此外，有鑑於土耳其央行採取總經調整措施，投資團隊增持土耳其幾檔價格具吸引力的新發行主權債券與公司債券。

本基金 11 月份最大的名目國家加碼為哥倫比亞、智利與瓜地馬拉。最大的減碼國家為阿拉伯聯合大公國、馬來西亞與卡達。

展望與佈局

成熟市場國家的通膨降溫趨勢大致處於正軌，朝央行目標值靠攏。到目前為止，成熟市場央行順利達成看似不可能的任務，亦即逐步降低通膨，卻未造成嚴重的經濟衝擊。全球經濟成長正在趨緩，2024 年預計遠低於最佳潛在成長率。受惠於消費支出強勁，美國經濟成長率優於市場預期，但近期證據顯示未來幾季成長將會放緩，亦可能出現溫和衰退。英國經濟成長力道溫和，歐元區瀕臨技術性經濟衰退，主因德國的經濟與政治態勢相當艱鉅。瑞典在第三季陷入技術性衰退，而加拿大與日本經濟亦在第三季萎縮。中國是唯一例外，2023 年 GDP 可望優於全球其他經濟大國。

經濟週期來到目前階段，主要成熟市場央行再度升息的可能性不高。儘管成熟市場的主要與核心通膨率持續降溫，但投資團隊認為，成熟市場央行尚不認為通膨下降幅度或速度已經足夠，故短期不會啟動寬鬆週期，但許多投資人已將降息的預期時間

點提前至 2024 年第二季。先前通膨飆升時，被多數央行認為是暫時現象，如今為了避免重蹈覆轍，所有央行均持謹慎態度，不願過早宣佈打擊通膨成功。成熟市場央行當中，歐洲央行可能會率先調降短期利率，聯準會則會延後一段時間才開始寬鬆。

通膨降溫趨勢將依市場而異，取決於未來幾個月的就業市場與消費支出趨勢。值得注意的是，各國央行的升息週期最終對國內經濟成長態勢有何影響，不易精準預估，因為升息經過相對較長的時間才會滯後反映於潛在經濟產出。投資團隊預計全球經濟成長趨緩，但不會大幅衝擊全球經濟，亦即達成軟著陸。此外，經濟成長率、市場前景與政治風險仍略有可能轉趨黯淡，故未來將持續密切關注最新數據，必要時調整預測。

投資團隊認為，多數新興市場的通膨率 2024 年將逐漸朝央行目標值靠攏，但預計落在區間上緣。通膨一旦降溫，新興市場央行將可在 2024 年持續寬鬆貨幣政策。許多新興市場央行考量高通膨經驗，加上新興市場的通膨預期往往容易脫錨，故較成熟市場央行升息的時間更早、速度更快、幅度更大，故部分國家(尤其是拉丁美洲)已經轉變立場，近幾個月開始降息。在新興市場經濟回穩、成熟市場經濟放緩的背景下，兩者的 GDP 成長率差距將維持正面，約 2%，處於歷史相對高檔。本基金佈局非參考指數成份的公司債券部位，主因看好其波動性較低，長期能夠發揮分散配置的效果，且風險調整後報酬具吸引力。

經濟放緩的環境預計有利於美國存續期間與新興市場當地貨幣存續期間。年初以來，新興市場當地貨幣債券表現持續領先其他新興市場債券類別，主要是當地利率型債券的貢獻。考量當

地利率型債券的漲幅已高，投資團隊目前對該資產類別並無特定觀點，轉而聚焦於部分高利差的新興市場當地利率型債券市場，看好個別投資機會。

投資團隊目前對於新興市場貨幣走勢並無特定觀點，原因之一在於，新興市場貨幣在 2024 年預計面臨多空因素。一方面，新興市場與成熟市場的 GDP 成長率差距有利於新興市場，在其他條件不變下，新興市場貨幣比成熟市場貨幣更有機會受惠。然而，隨著新興市場央行預計寬鬆貨幣政策，新興市場與美國的利率差將縮小，削弱新興市場貨幣的利差收益。

技術面方面，新興市場債券市場在 2022 年出現空前的資金外流潮，年初以來外流逾 300 億美元的資金，故目前全球投資人的配置水準仍舊偏低。待資金回籠，可望推升新興市場債券。從發債角度來看，11 月份主權債券發債量為 2023 年第二高，僅次於 1 月份。2023 年整體新債發行量高於 2022 年，但仍處於歷史相對低檔。

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. 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。

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 或聯博網站 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。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。若基金非投資等級債券佔顯著比重者，適合「能承受較高風險之非保守型」投資人。美國 Rule 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，投資人需留意相關風險。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人，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是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。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。投資人應留意衍生性工具/證券相關商品等槓桿投資策略所可能產生之投資風險(詳見公開說明書或投資人須知)。

[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。

© 2023 AllianceBernstein L.P. ABITL23-1218-06

關注聯博，市場新訊不漏接



搜尋：聯博

