



2024年3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



Agenda

1. 非投資等級債市展望
2. 基金亮點
3. 基金佈局策略及表現





過去十年中，非投等債券在許多不同指標衡量下的風險都降低了

非投等債市體質轉佳，整體風險性下降

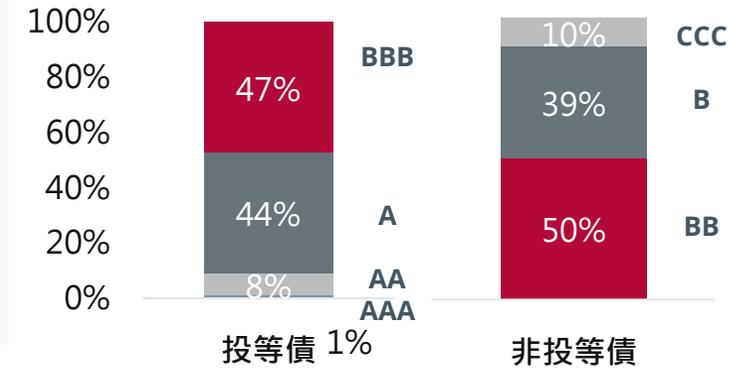
抵押擔保增加發行安全性
近5成新券發行為有擔債；2000年僅為2%

01



BB級占5成，有機會成為明日之星
非投等債有一半接近投資等級；而CCC級僅占10%

02



利息覆蓋率健康
償還債務的難易程度，衡量信貸健康程度的關鍵指標。截至去年底為3.73倍

03



發行公司營收成長，其中亦不乏中大企業
非投資等級發行公司平均收入為\$23億美元，是10年前平均水準的兩倍

04

資料來源：瀚亞投信, 2024/3

非投資等級債投資展望

整體投資展望佳；地緣政治風險和央行政策失誤則是未來最大的不確定因素

投資優勢

軟著陸可能性增加，聯準會未來政策方向為降息

相對較高的收益率具吸引力

非投等債市體質躍進；企業基本面仍穩健，下檔違約風險可控

評價面：利差持續收斂；惟殖利率仍在相對高點，表示投資人看重收益，願意承擔信用風險。

技術面：初級市場活躍表示技術面轉強，有利於非投等債後勢。

基本面仍健康：(1)企業槓桿、利息保障倍數仍在健康位置，(2)許多較低品質發行人透過私人信貸或銀行貸款進行再融資，(3)未來潛在的降息亦將有助於許多行業和發行人，例如房地產業。

非投等債市展望



1. 聯準會維持 2024年三次降息指引，並以放慢收回債券速度調控美債利率波動

基本面穩健支撐殖利率高盤，然朝向降息之路仍可見利率緩降

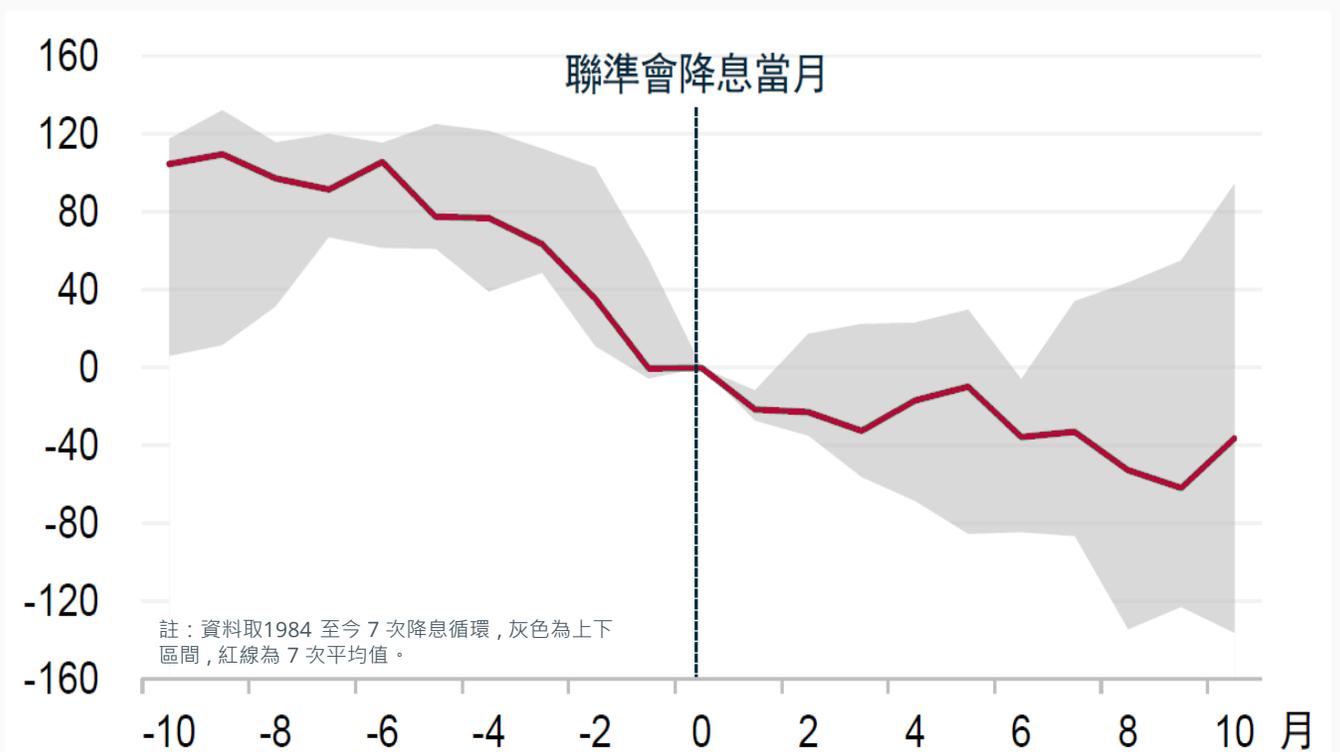
聯準會降息循環即將展開

聯準會利率點陣圖



過去7次降息循環 10年債利率走勢

美國10年債利率變化 bps 以降息月為基準



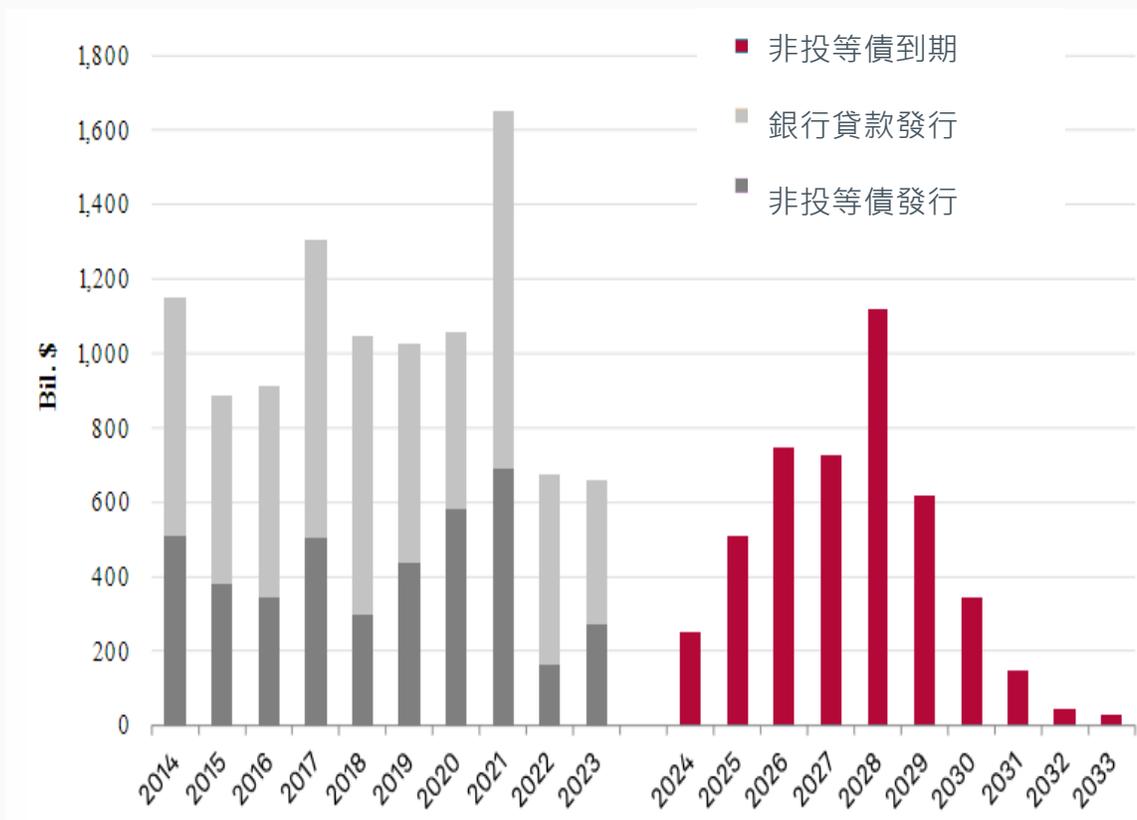


2. 未來12個月內，非投等債到期牆(the maturity wall) 並不是重大風險

借款人能夠為即將到期的債券預先提供資金，並最終壓低未來兩年到期量

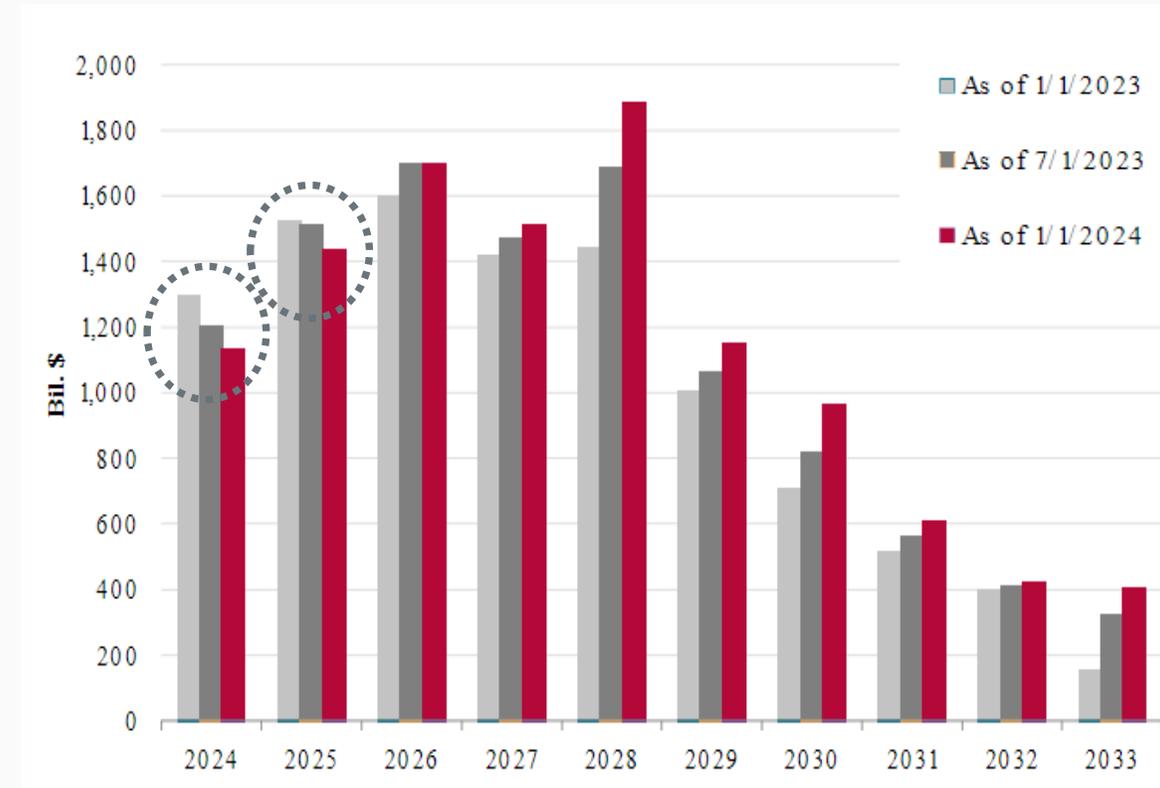
非投等債未來2年到期量占全部約2成

非投等債過去年度發行量及未來到期分布



2024年到到期量下降了13%，將2025年的到期量減少了6%

非投等債(含銀行貸款)各年期到期量分布變化



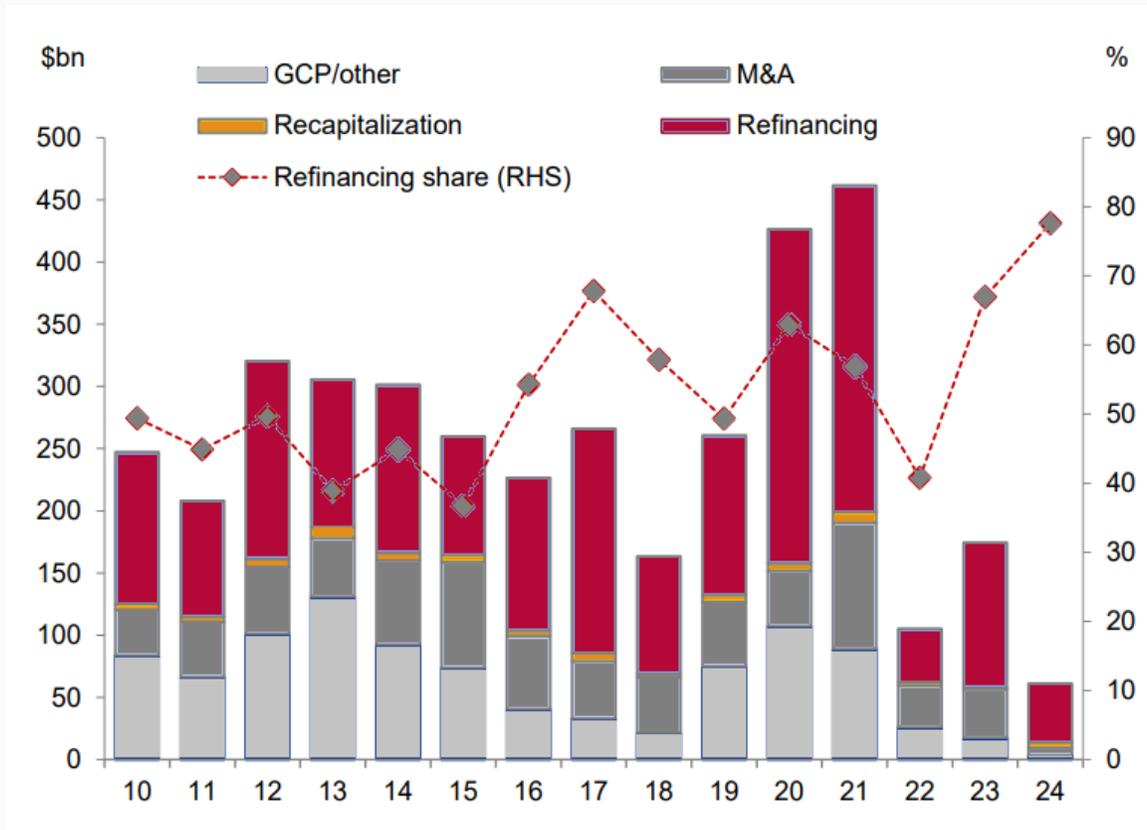


2. 年迄今非投等債\$600億的發行量中，近8成為再融資

再融資的邊際成本相對金融風暴後雖略高，但與歷史相比並不高；利率水準走高，利息支出可能會上升，但若企業獲利增長恢復到4-5%的長期平均水準，利息負擔仍可控

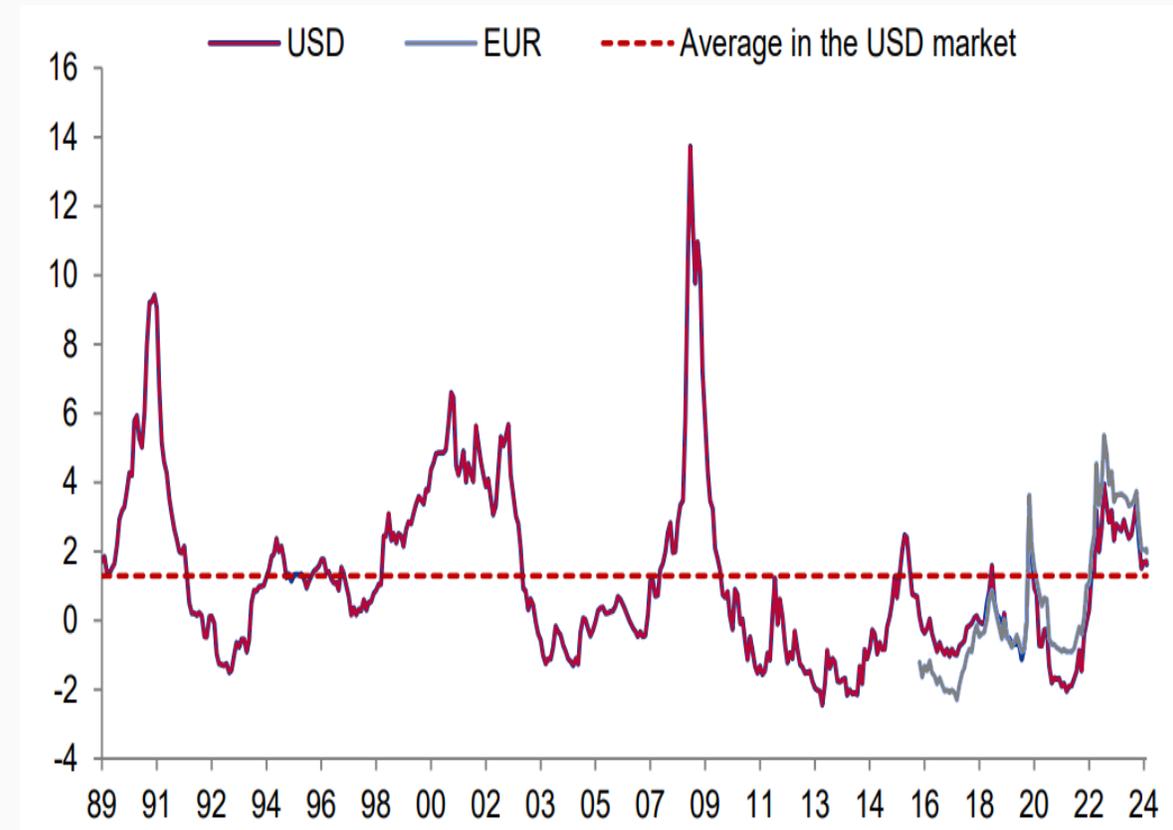
年初至今，非投等債用於再融資的發行量創下歷史新高

美元非投等債初級市場發行量按募集資金主要用途劃分



非投等債收益率/票面價差目前僅略高於長期平均水準

美元非投等債市場殖利率vs.票面價差



資料來源：Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research, 2024/3/7

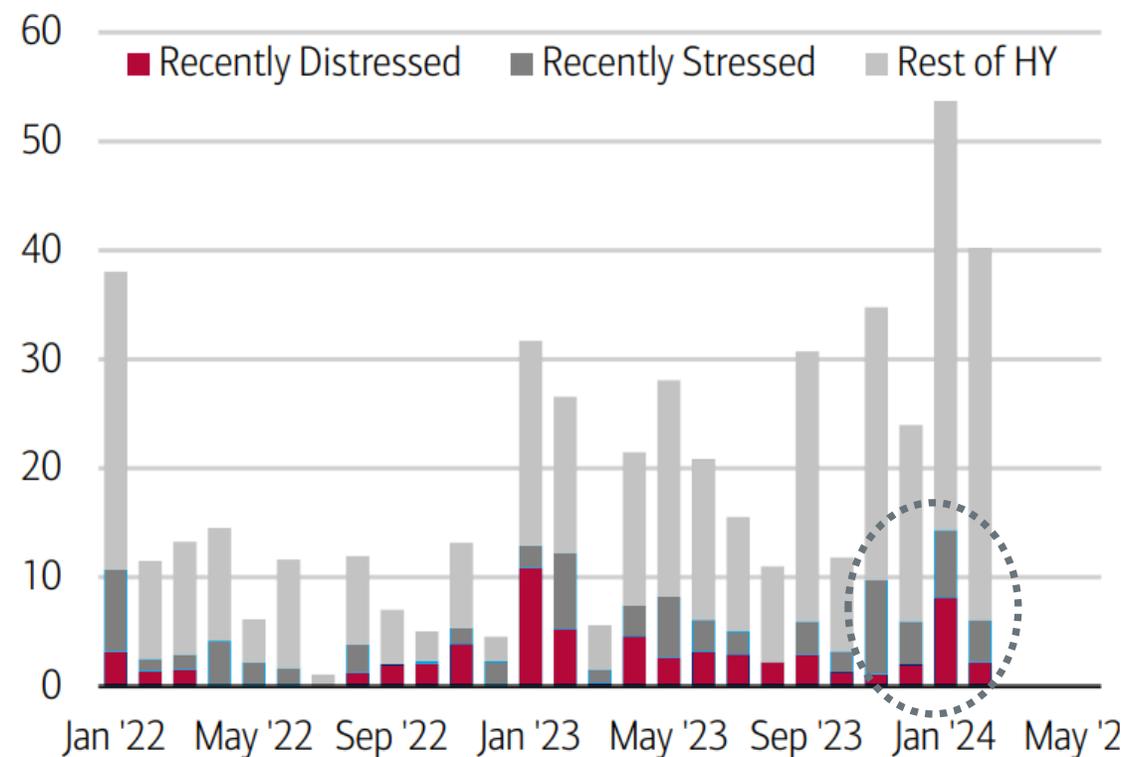


2. 賤售債及承壓債發行狀況好轉

與2023/3~2023/10相比，賤售債及承壓債過去4個月發行放量2倍；發行容易度亦擴及至中等品質者

賤售債(>1000bps)及承壓債(>600bps)券近4月發行量增加

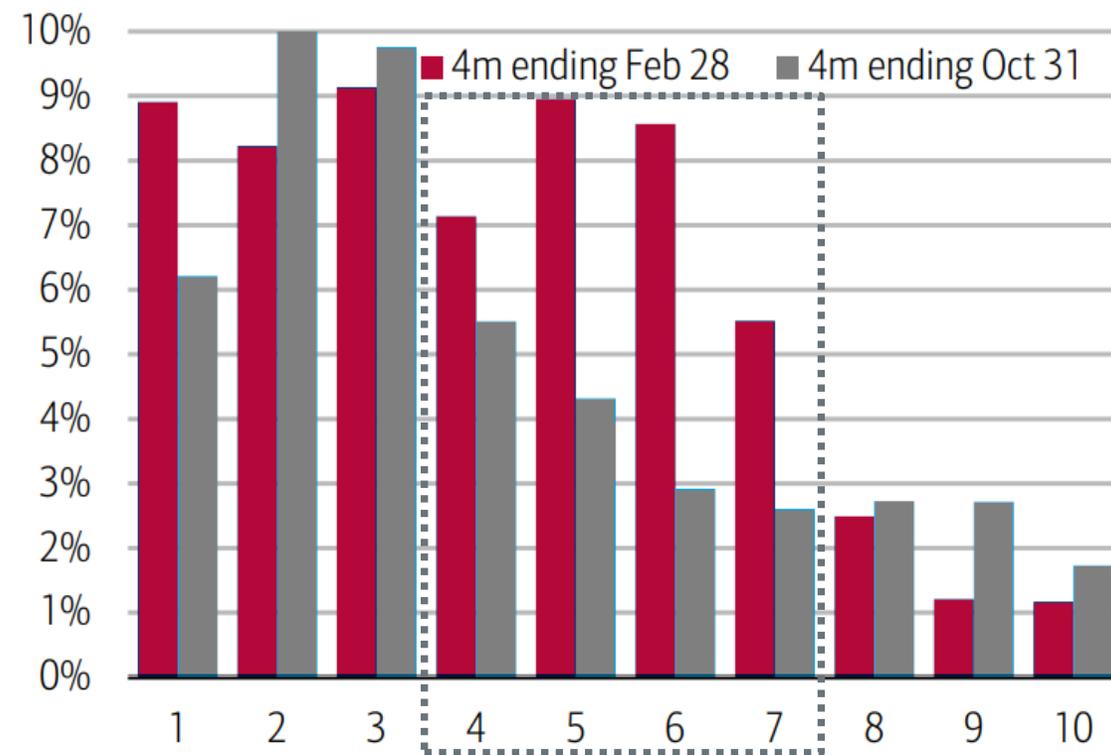
非投等債新券發行分類：US\$ billion



註: Recently distressed (OAS>1000bps prior 12m); stressed (OAS>600bp)

發行容易度亦擴及至中等品質者(4~7)

非投等債新券發行分類：占各品質分類比重



註: Broken out by issuer-CSI deciles; 1 = top quality; 10 = bottom quality

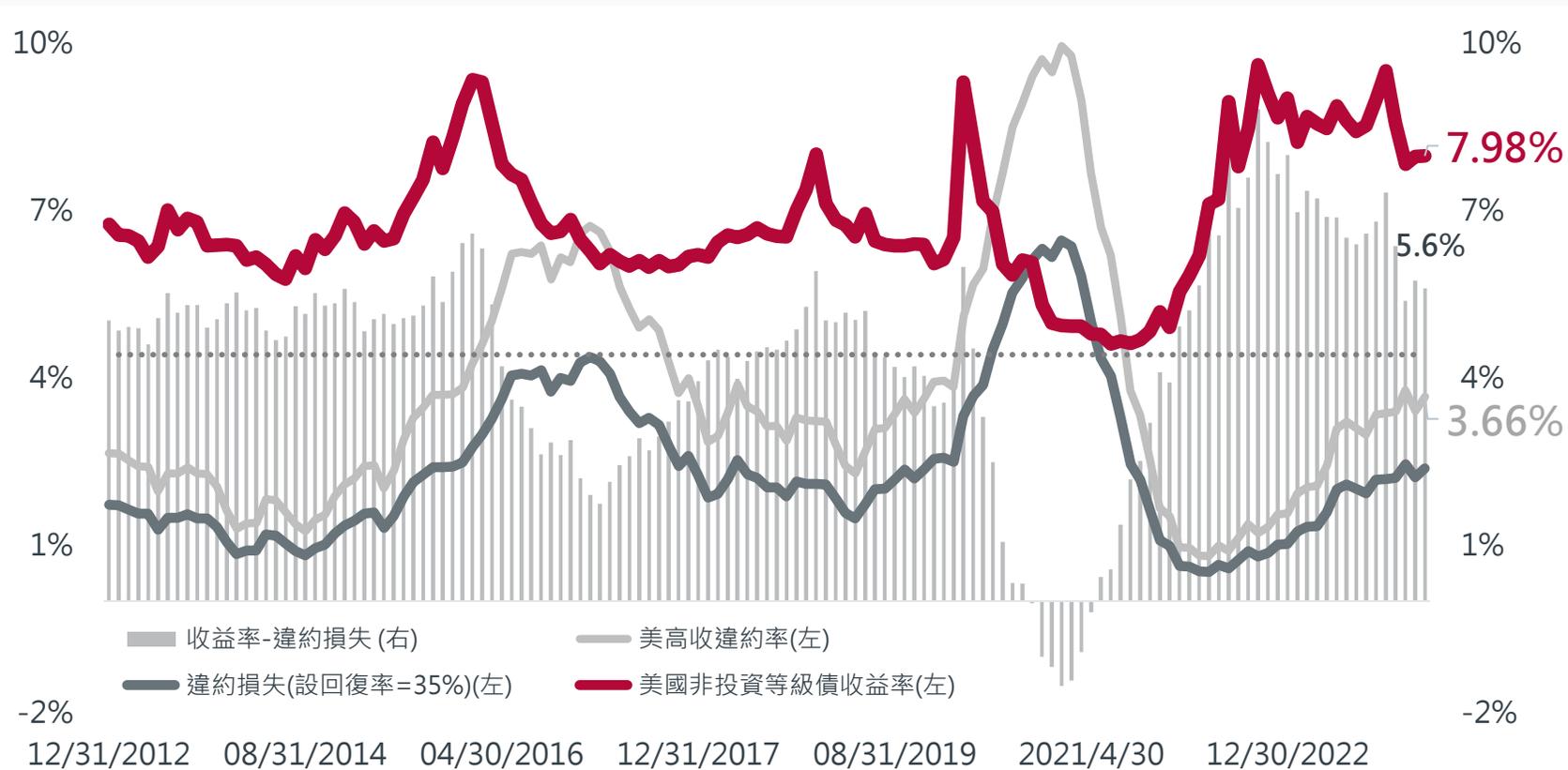


4. 非投資等級債 投資風險緩衝高，預期總報酬可觀

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)高

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)高；總報酬仍可觀

美國非投等債收益率(紅)、違約率、違約損失(深灰)及淨收益率



信用市場狀況持續改善

- ▶ 信用壓力指標(CSI Index)降至42，為過去2年最低
 - ▶ 初級市場發行狀況好轉
 - ▶ 相同信評發行人利差差異降低
 - ▶ 信評調降速度變慢
- ▶ 預期未來12個月違約率有機會下降至2.75% (目前3.6%)，隱含利差約為350~400bps

*信用壓力指標為衡量信用市場壓力的綜合指標，50以下表示壓力不大

資料來源: Bloomberg, 2024/3

4. 基本情境下，非投等債正報酬機率高，且有機會挑戰雙位數報酬率

以目前總經及貨幣政策方向來看，非投等債有高投資價值；不確定因素為央行政策失誤及地緣政治風險

未來12個月信用債報酬率預估_美銀美林

未來12個月信用債報酬率預估_美銀美林

DR	10yr	OAS	10yr US IG US HY		
			Scenario n12m re		
0.5%	5.0%	250	-1.2%	2.2%	10.4%
0.9%	4.8%	279	0.1%	3.0%	9.9%
1.3%	4.7%	308	1.5%	3.7%	9.3%
1.8%	4.5%	338	2.8%	4.4%	8.6%
2.2%	4.4%	367	4.2%	5.0%	8.0%
2.6%	4.2%	396	5.5%	5.7%	7.3%
3.0%	4.0%	425	6.9%	5.8%	6.5%
3.4%	3.9%	471	8.0%	6.2%	5.1%
3.8%	3.8%	517	9.0%	6.0%	3.7%
4.3%	3.6%	563	10.1%	5.7%	2.2%
4.7%	3.5%	608	11.2%	5.4%	0.8%
5.1%	3.4%	654	12.3%	5.1%	-0.7%
5.5%	3.3%	700	13.3%	4.7%	-2.1%

2024年信用債報酬率預估_高盛

2024年信用債報酬率預估_高盛

	2023	目前	利差		存續期間 (年)	YTD超額報 酬	2024預估超 額報酬
			1H24	2H24			
美國							
投等債	99	97	97	95	7.0	0.40%	1.10%
金融	112	104	109	105			
非金融	90	92	88	86			
非投等債	323	315	342	325	3.2	0.80%	2.30%
歐洲							
投等債	148	134	145	135	4.6	1.10%	1.40%
金融	177	154	170	156			
非金融	132	121	130	122			
非投等債	305	349	400	390	2.8	2.60%	2.20%

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

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

複委任經理人M&G，深耕全球非投等債市

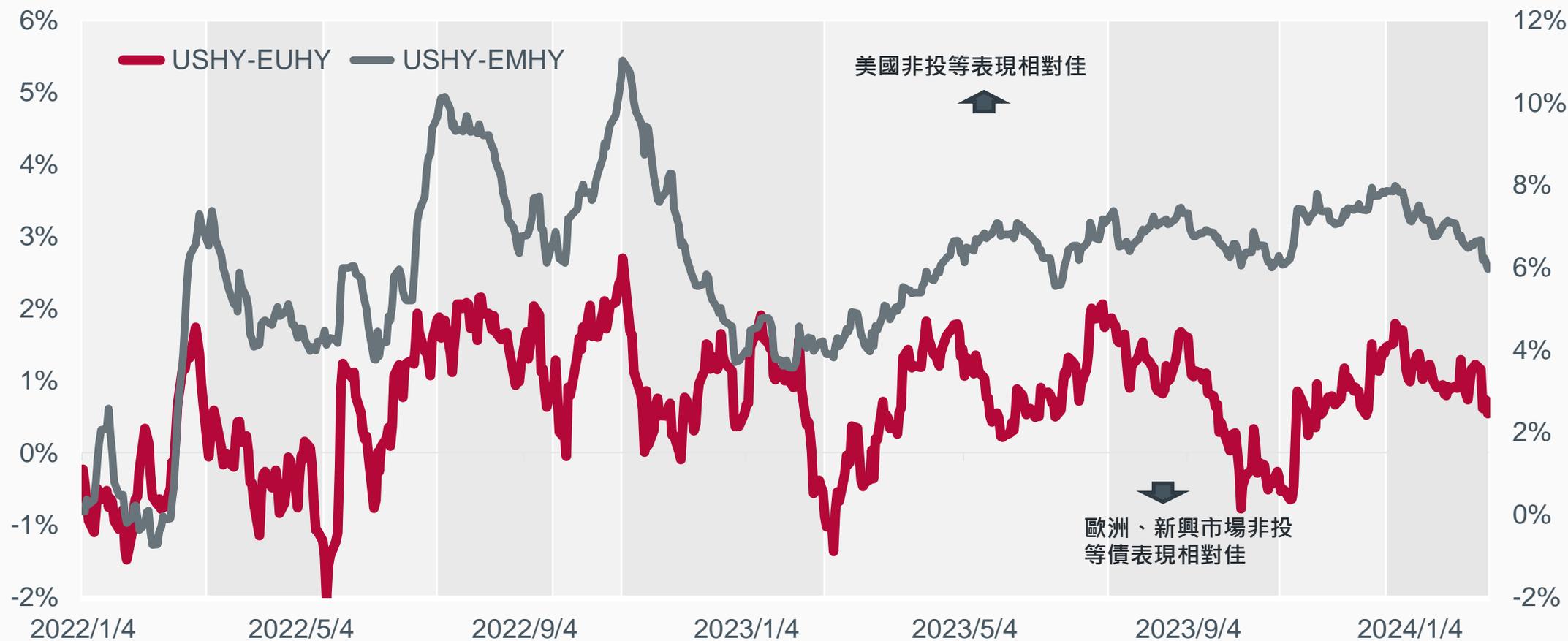
複委任經理人M&G，深耕全球非投等債市場

- 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



非投資等級債 各區域互有表現，全球配置最能抓住趨勢

美國非投等與歐洲、新興非投等債相對表現走勢



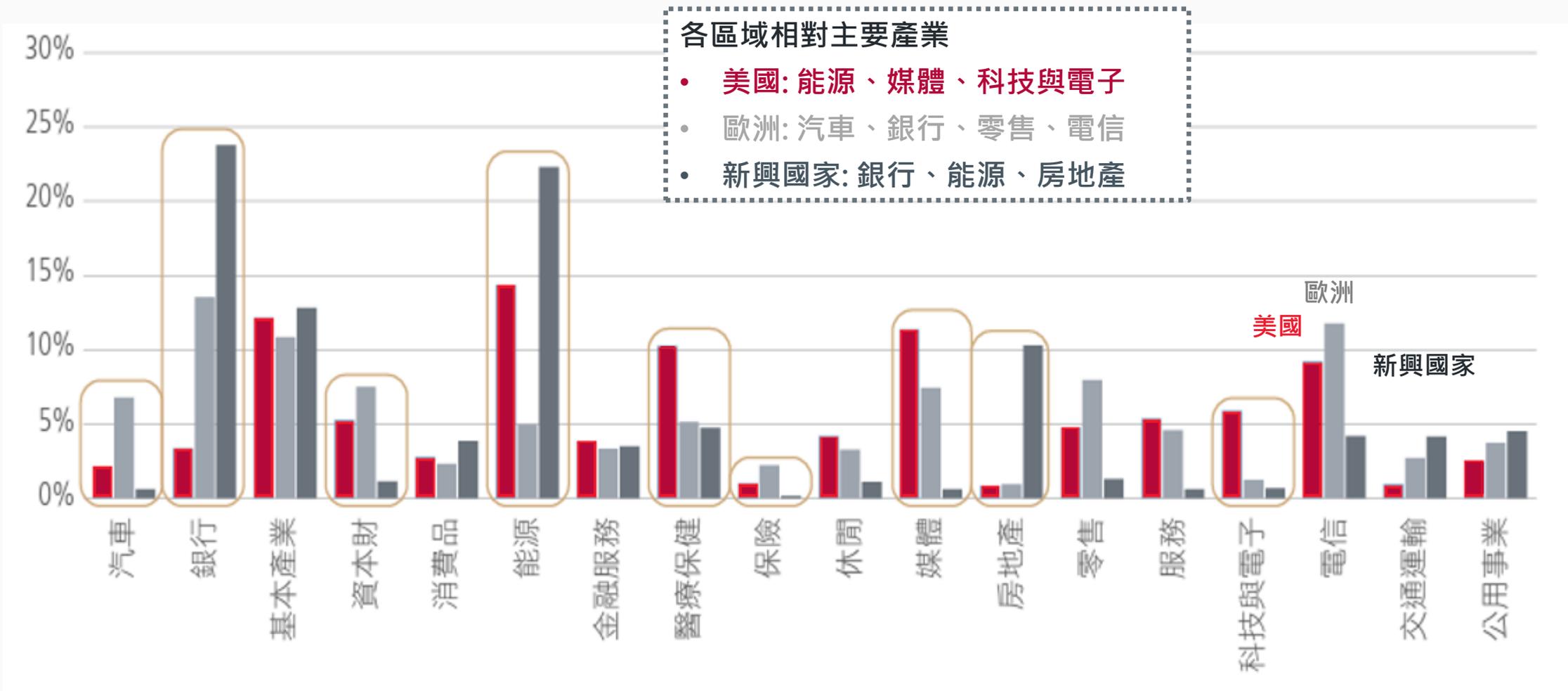
註：Past performance is not a guide to future performance
 資料來源：BoA bond index/Bloomberg, 2024/2



非投資等級債 區域產業特性不同，全球佈局囊括最能掌握多元投資機會

加入歐洲及新興非投等債：產業分散、提供相對價值投資機會 & 高於美國非投等債的收益及利差

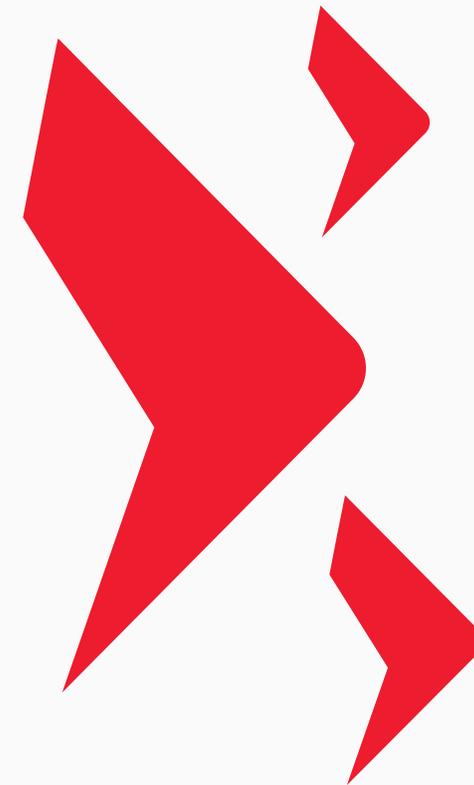
美國、歐洲及新興非投等債產業分布狀況





Agenda

1. 非投資等級債市展望
2. 基金亮點
3. 基金佈局策略及表現





基金績效

累積級別	3M	6M	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Since Inception
台幣	3.81%	4.00%	1.98%	8.58%	6.07%	2.42%	6.55%	31.36%

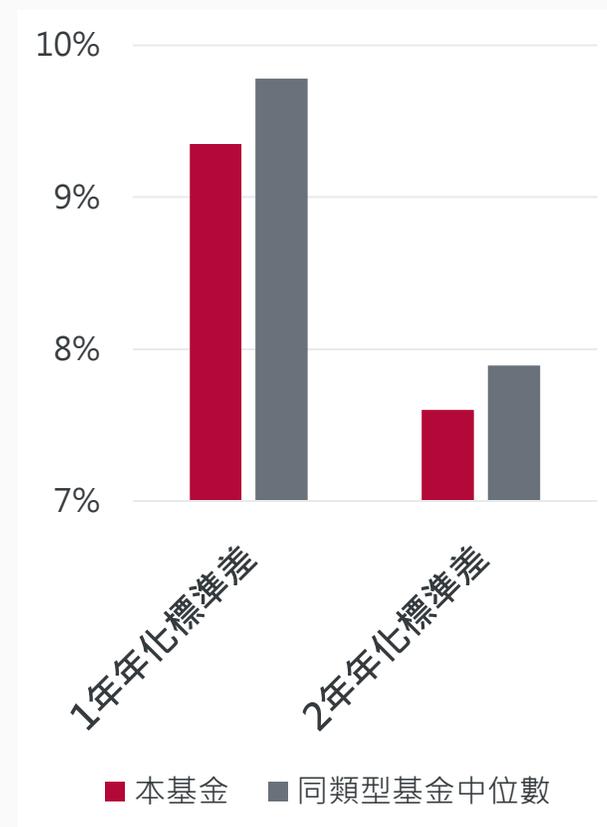
* 同類型基金：SITCA 非投資等級債_全球型) 新台幣累積級別(excl. ETF and short-duration)

累積級別	3M	6M	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Since Inception
美元	3.50%	5.41%	0.43%	8.05%	2.30%	-0.78%	8.76%	14.09%

* 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	3.23%	4.20%	0.50%	6.78%	2.73%	0.37%	10.84%	18.89%

▶ 本基金波動度低於同類型基金中位數(台幣累積級別)





基金投資策略

現階段風險中立並尋求投資機會

中長期戰略策略

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



中短期戰術佈局

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)

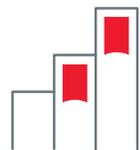


謹慎選債，重視下檔風險

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

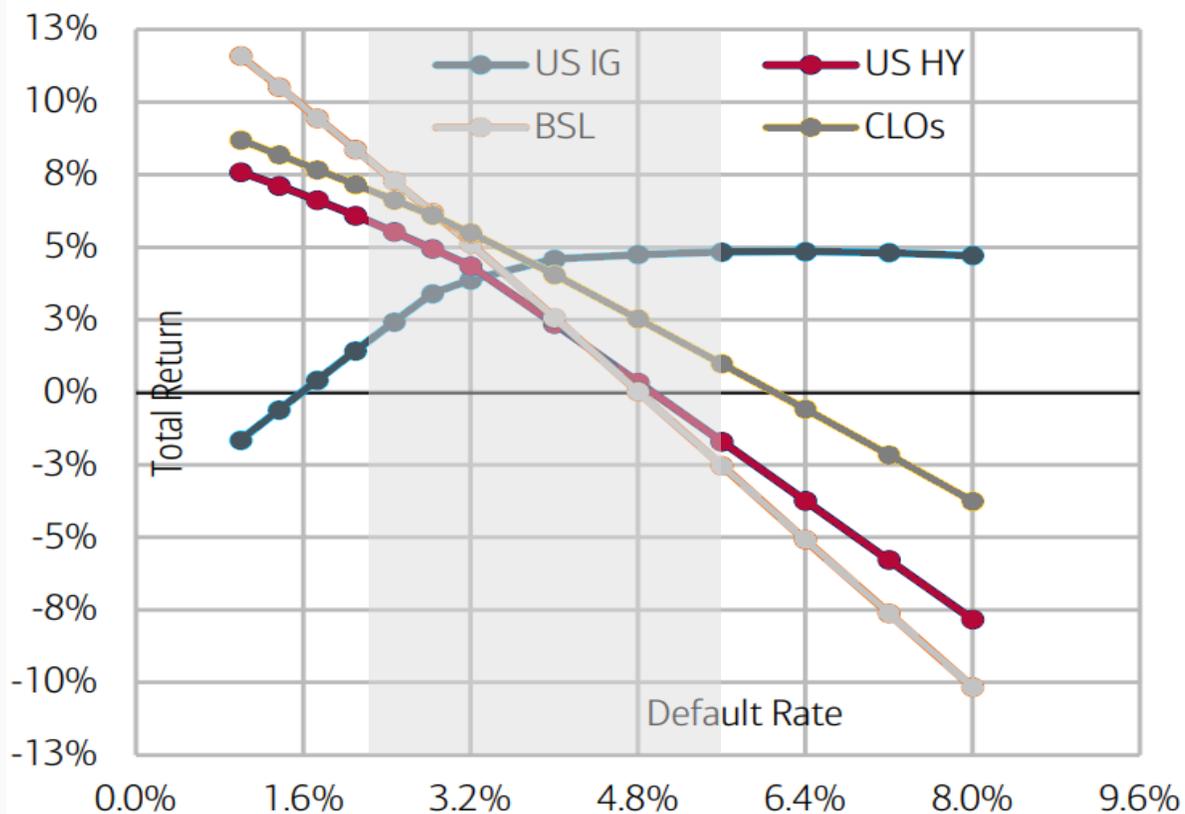


違約率預估區間2.6%~5.2%，較高信評級別者報酬率較為穩定

低信評券報酬變化大

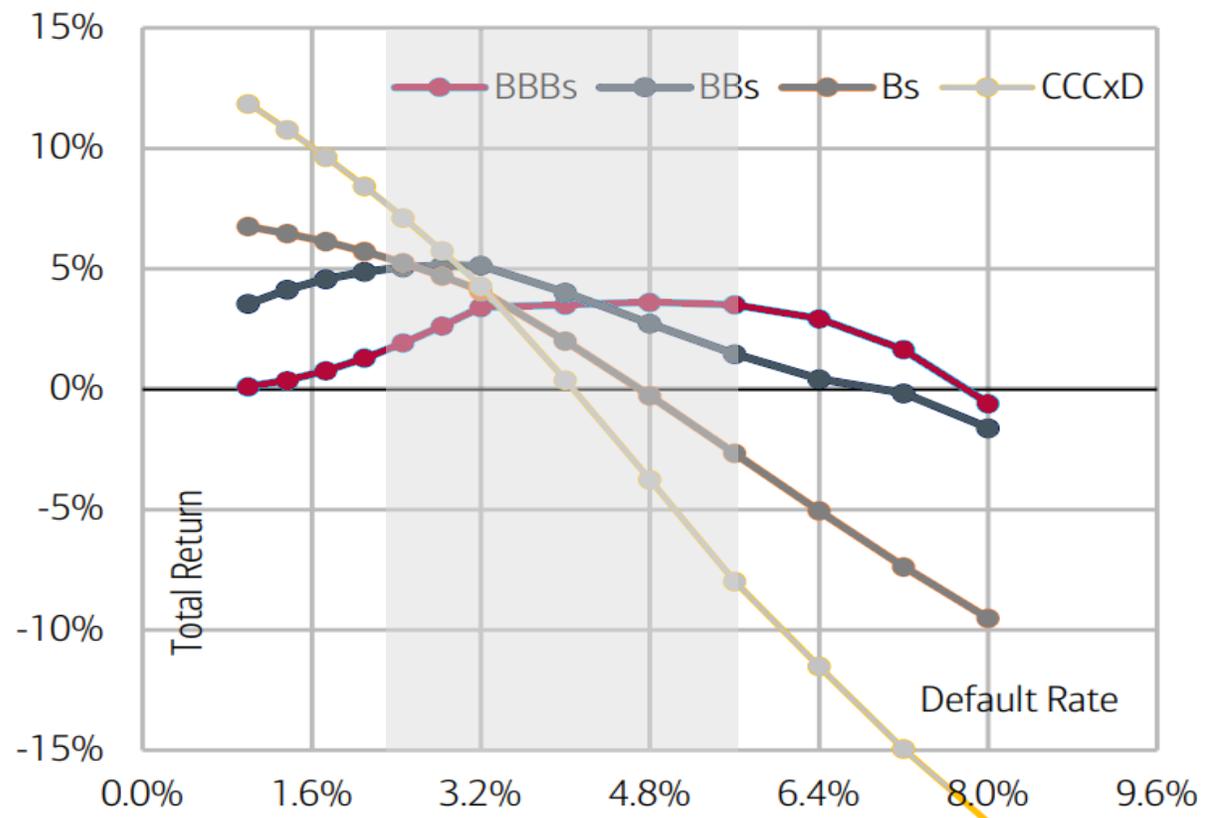
基本違約率情境下，信用債仍可有正報酬

未來12個月各情境下之報酬



低信評券報酬變化大

未來12個月各信用評等之報酬



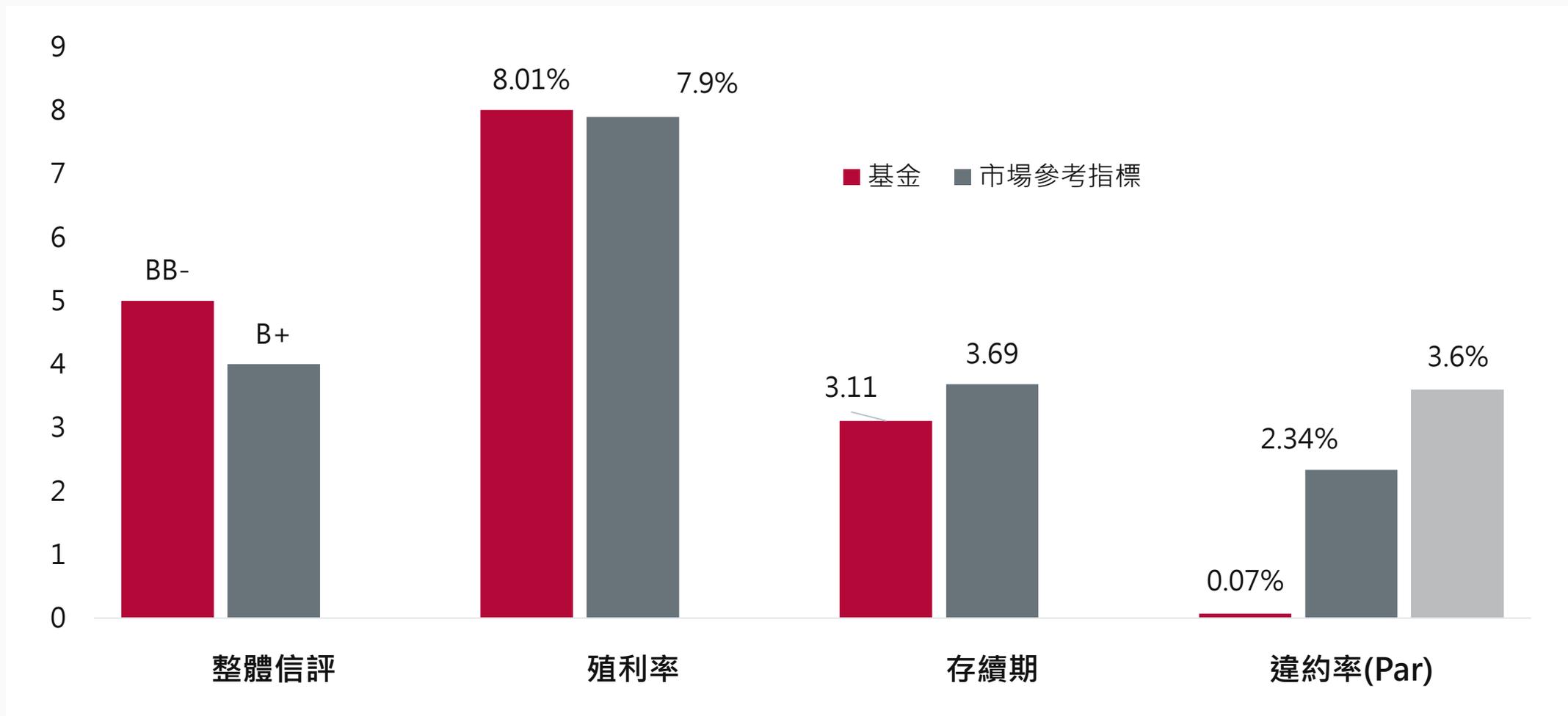
註: x-axis: default scenarios; y-axis: projected total returns; Default scenarios are used in conjunction with assumptions on rates/spreads

資料來源: BofA Global Research, 2024/1/5



基金佈局

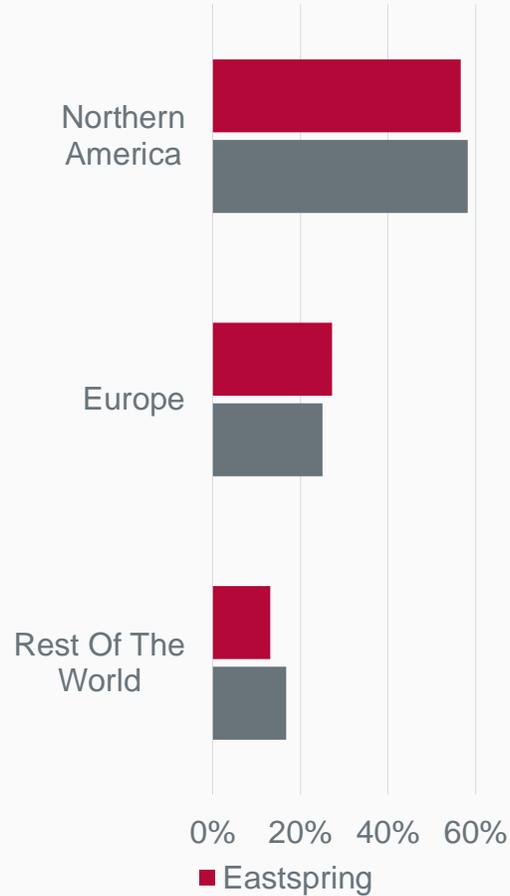
優於市場參考指標的信評、收益率、違約率



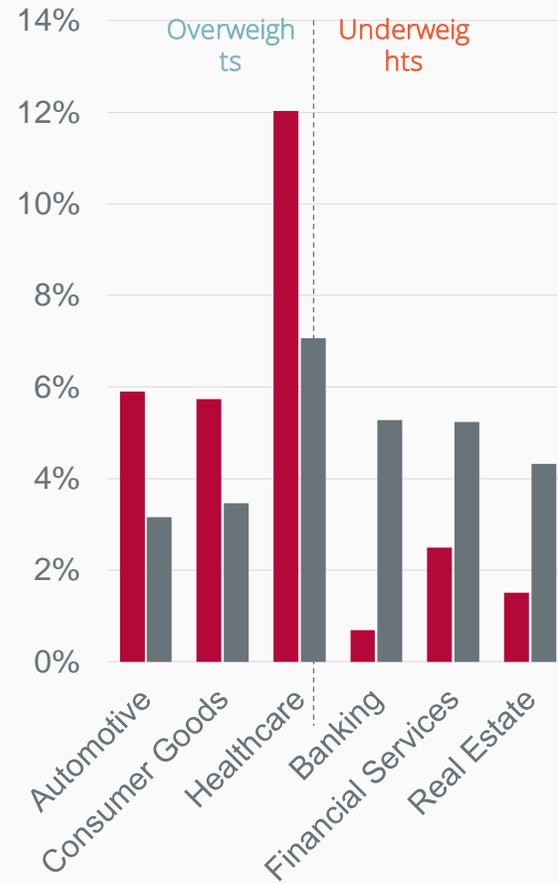


海外投資部位佈局 vs. 市場參考指標*

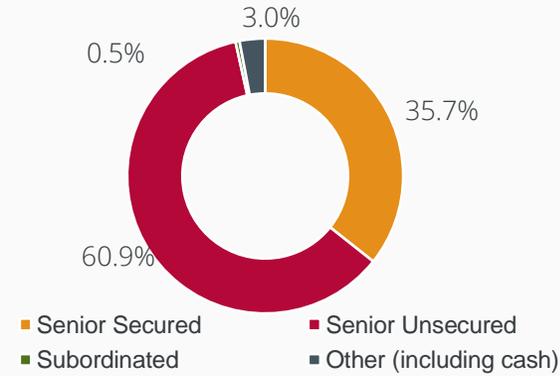
區域



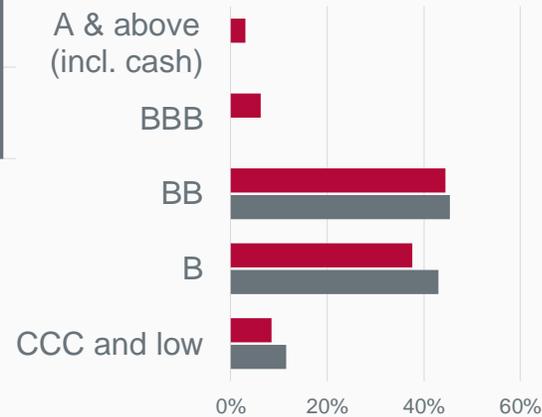
產業



償債順位及擔保狀況



信用評等



YTM: 7.71% , 存續期間3.15年

前5大產業	
Consumer, Cyclical	23.61%
Consumer, Non-cyclical	21.08%
Energy	14.70%
Communications	12.55%
Industrial	9.80%

前5大國家	
美國	55.31%
英國	7.65%
法國	4.36%
德國	3.79%
墨西哥	3.38%

避險比重(相對美元)	
USD	0%
AUD	65%
CNH	67%
EUR	98%
GBP	98%
TWD	36%

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, 2024/1



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	8.97	2.58	479	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	4.55	1.93	-	1.31	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	5.78	2.90	162	1.30	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	6.07	6.51	219	1.00	美國生產汽車的跨國企業，為主要車廠之一
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	5.73	3.22	99	0.92	醫療保健服務公司
PEMEX 6.7 02/16/32	PETROLEOS MEXICANOS	墨西哥	美元	能源	BBB	6.70	10.24	5.17	673	0.89	墨西哥國營石油公司
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	7.33	1.00	90	0.81	全球性郵輪控股公司
SAPSI 3 5/8 03/15/28	SAPPI PAPIER HOLDING GMBH	南非	歐元	基本材料	BB	3.63	4.57	3.63	169	0.81	全球著名的紙和化學纖維素生產商
CIVI 8 3/8 07/01/28	CIVITAS RESOURCES INC	美國	美元	能源	BB-	8.38	7.03	2.84	200	0.80	開發和生產原油、天然氣和天然氣液體公司
STGW 5 5/8 08/15/29	MIDAS OPCO HOLDINGS LLC	美國	美元	通訊	BB-	5.63	8.04	4.52	400	0.73	行銷、廣告、通訊和諮詢服務的全球提供者



操作回顧

2月份基金績效(+0.7%)歸因

市場回顧

- ▶ 2 月份全球非投等債指數上漲0.48%，主要由於利差抵消了政府債券殖利率上升造成的影響。利差收窄10-30bps，以新興非投等的壓縮程度較大。本月美國非投等表現落後於歐洲(+0.2%)和新興市場(+1.35%)。上個月低品質表現仍持續出色，CCC級上漲2.2%，而B級上漲0.6%，BB級則持平。週期性產業在2月再次表現出色，其中以美國汽車業、鋼鐵和零售業表現最為強勁。

基金績效說明：

- ▶ 2月份非投等債市延續前月表現，市場對軟著陸和2024年降息的預期及股市上漲而收紅，但新興市場及歐洲相對美國非投等表現佳。本基金新台幣不配息級別截至月底淨值為13.1356，較前月份上漲0.7%。另依公會分類之非投資等級債券-全球型之報酬中位數為0.57%，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(+3.81%)，排名在第二分位；年初迄今(+1.98%)。
- ▶ 本基金本月份海外投資部位個別債券價格漲跌互見，報酬表現略低於市場參考指標。基金在健護類的佈局及選債是主要正貢獻來源，而低配房地產業則是主要負貢獻。
- ▶ 本月份美元對台幣升值0.88%，基金台幣避險部位約35%，基金未避險部位略增加部分報酬。



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

- ▶ 評價面：利差持續收斂；惟殖利率仍在相對高點，表示投資人看重收益，願意承擔信用風險。市場相信此時注重信用分析和選債是致勝關鍵。
- ▶ 技術面：初級市場活躍表示技術面轉強，有利於非投等債後勢。
- ▶ 基本面仍健康，許多較低品質發行人透過私人信貸或銀行貸款進行再融資。未來潛在的降息亦將有助於許多行業和發行人，例如房地產業。
- ▶ 地緣政治風險和央行政策失誤仍是非投等債市場未來最大的不確定因素。

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