



不確定的年代 2024年投資前瞻策略



投資模式轉變

2023 年 12 月

Robert Almeida
MFS 首席策略
分析師

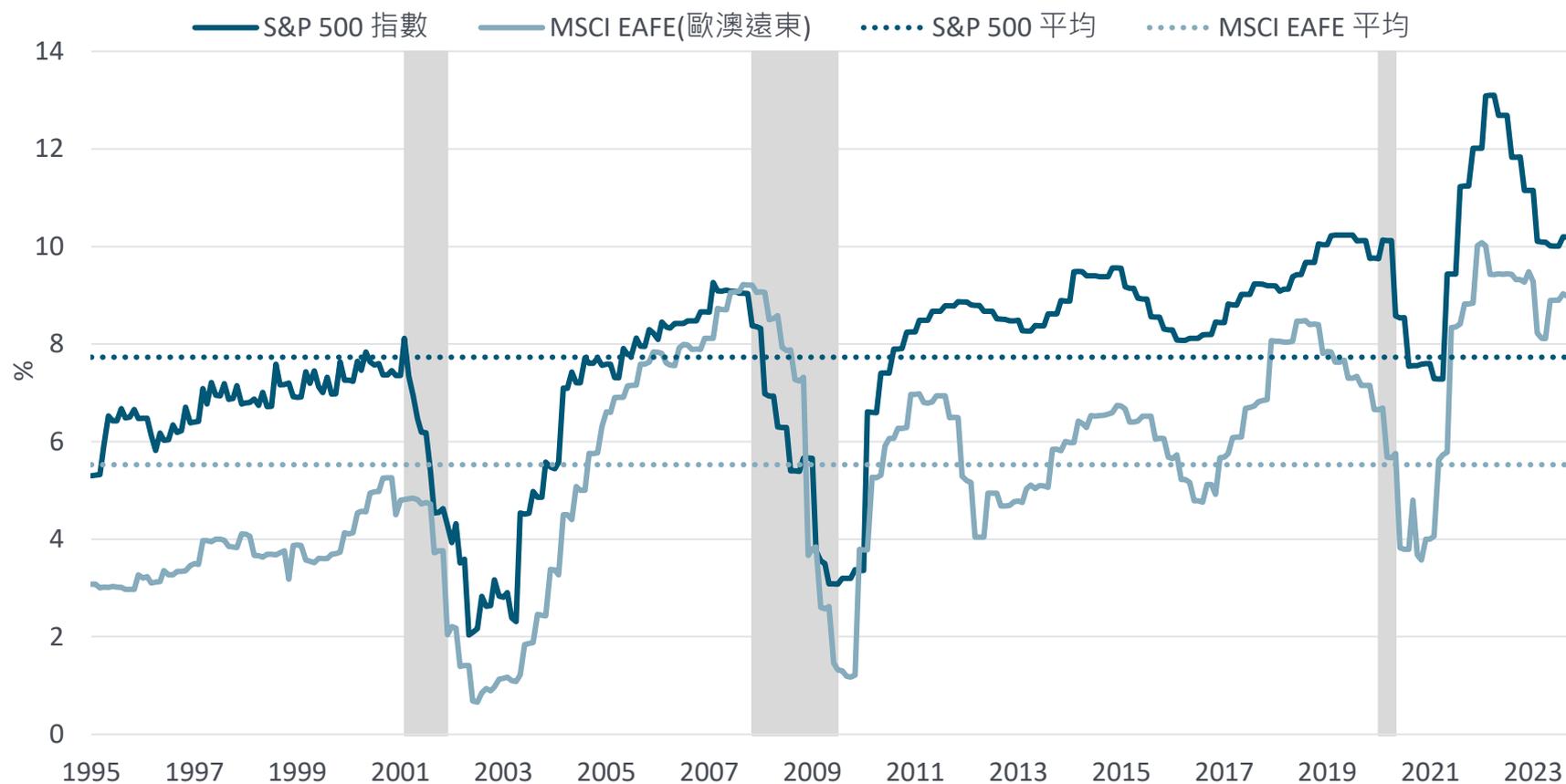
本簡報內容需參照附錄聲明與警語。本文觀點來自 MFS 配置部門內的投資解決方案小組，可能有別於 MFS 投資組合經理人與研究分析師的看法。相關觀點隨時均可能變動，不應視作顧問之投資建議，亦不宜視同證券推薦或反映 MFS 之交易意圖。

大綱



- 現金流量
- 估值
- 投資模式轉變
- 結論

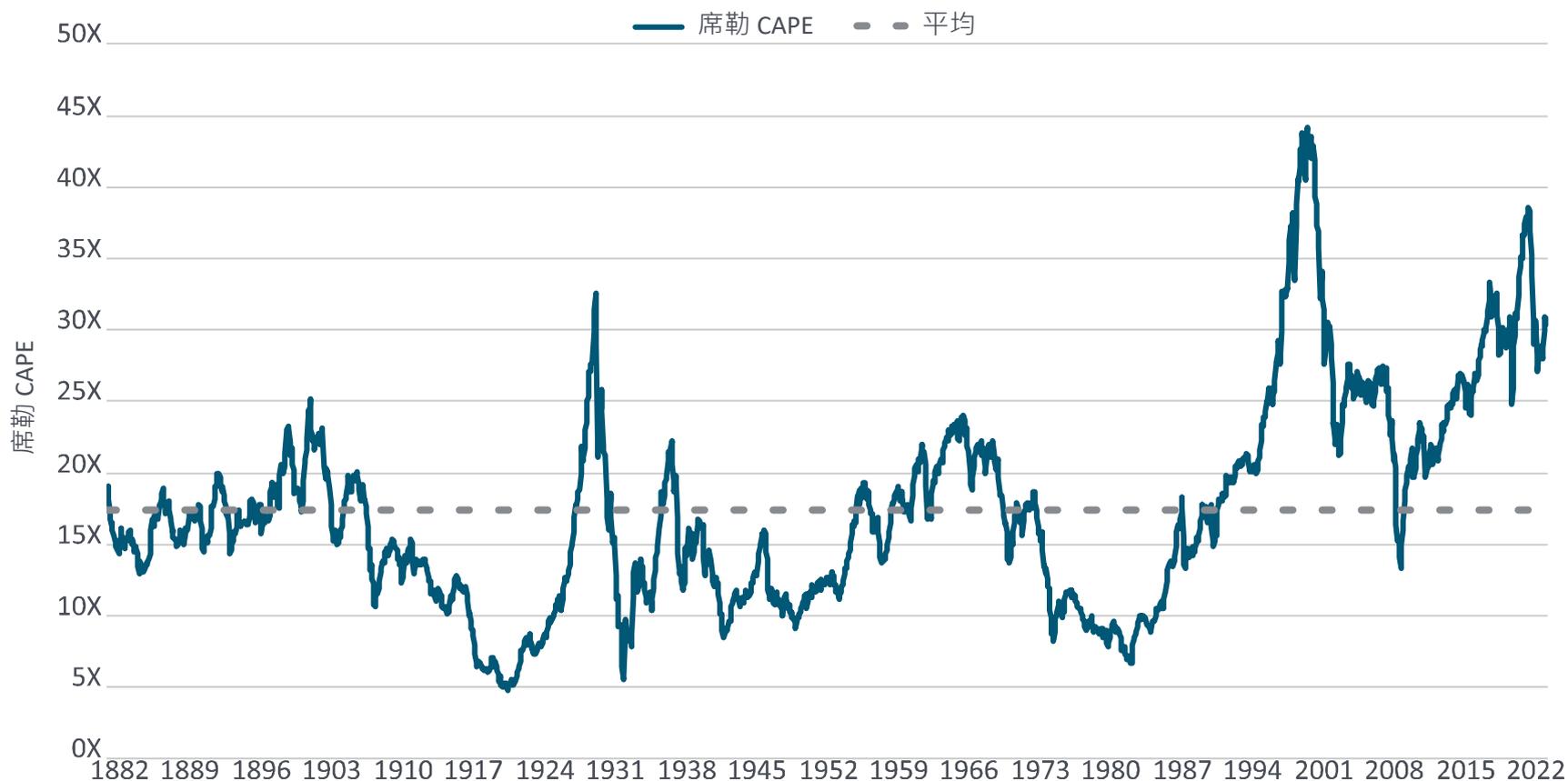
獲利率



資料來源：彭博。1995年1月31日至2023年9月29日每月資料。陰影部分 = 美國景氣衰退。過去績效不代表未來收益之保證。

估值

除了盈餘問題，還有估值問題



1881 年 4 月 29 日至 2023 年 9 月 29 日(每月)

資料來源：FactSet、耶魯大學經濟學院、Robert Shiller。席勒 CAPE (週期調整本益比) 將股價與通膨調整後的平均盈餘進行比較，以過去 10 年期間為準，藉此平衡經濟週期的效果。過去績效不代表未來收益之保證。

投資模式轉變

債務需要償還



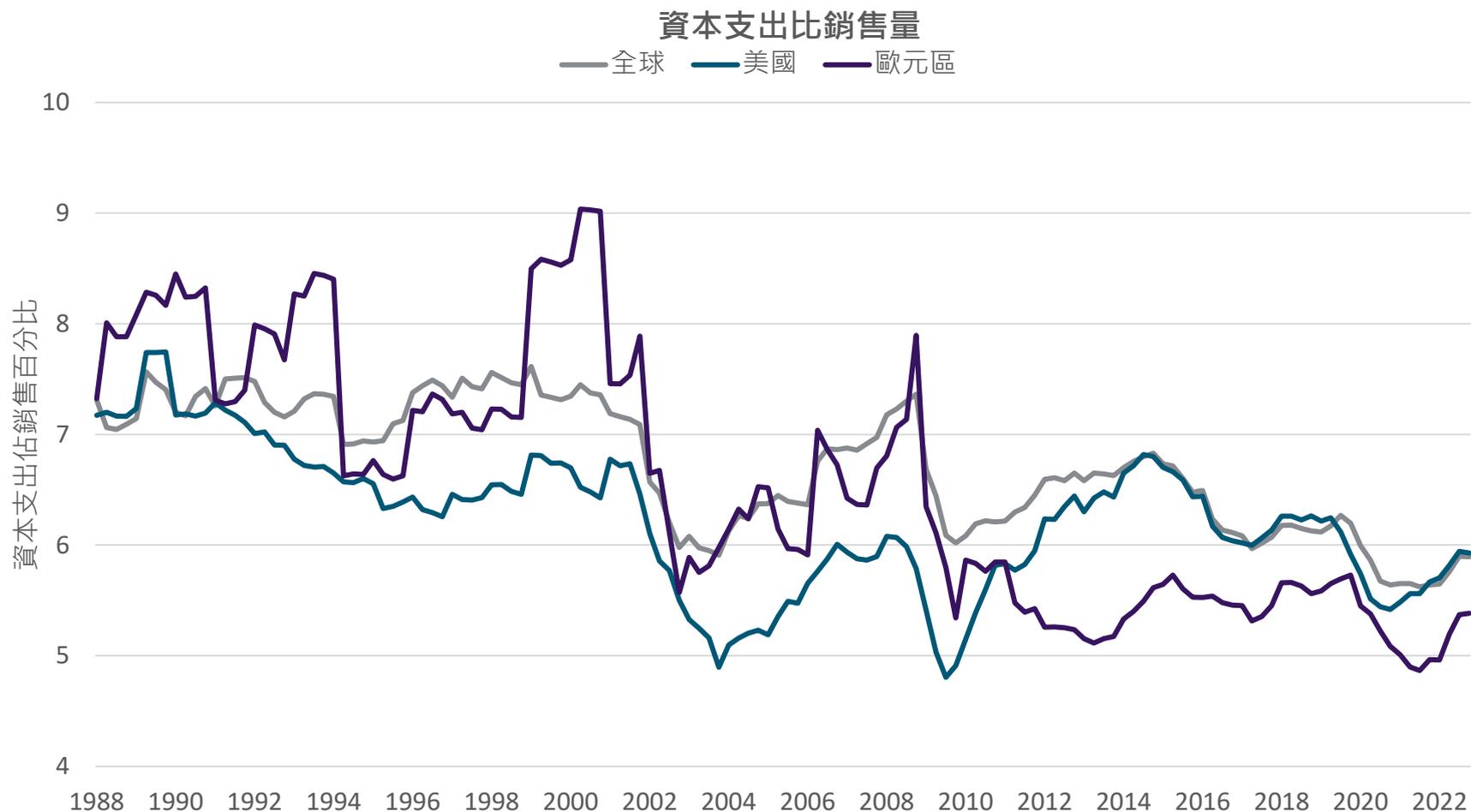
短期債佔總公司債百分比



資料來源：聯邦準備系統理事會(美國)、非金融公司業；短期債佔債務總額百分比、水準 [BOGZ1FL104140006Q]、檢索自聯邦準備經濟數據、聖路易聯邦準備銀行；<https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL104140006Q> · 2023 年 10 月 25 日。2006 年 12 月 31 日至 2023 年 6 月 30 日 (可調閱之最新版) 每季資料。

投資模式轉變

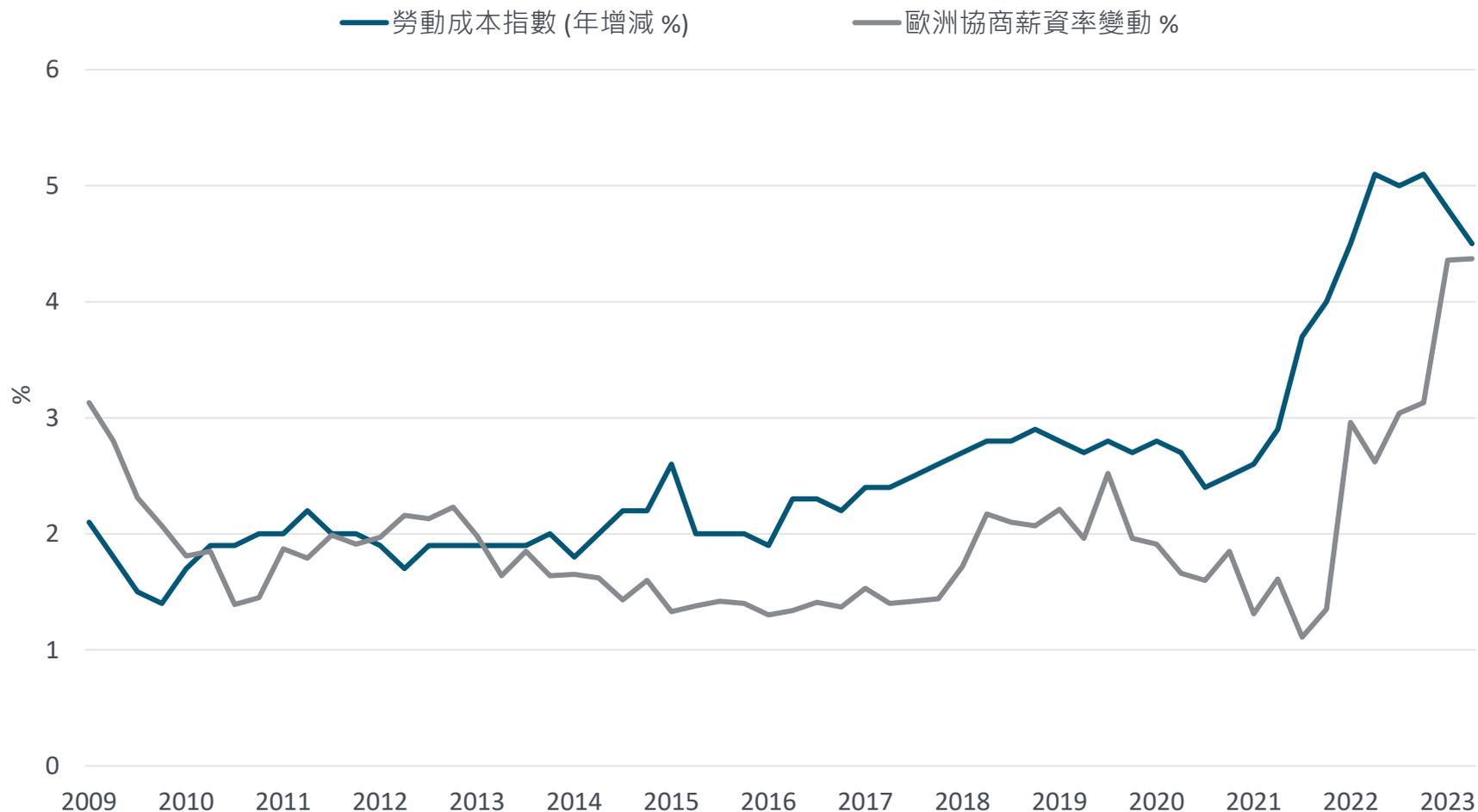
資本支出長期下降與輕資產商業模式雙雙告一段落



資料來源：Refinitiv Datastream。1988年12月31日至2023年9月30日。全球 = 全球全市場、美國 = 美國全市場、歐元區 = 歐元區總市場。資本支出 = 資本的支出。

投資模式轉變

過多企業與專案破壞勞動均衡



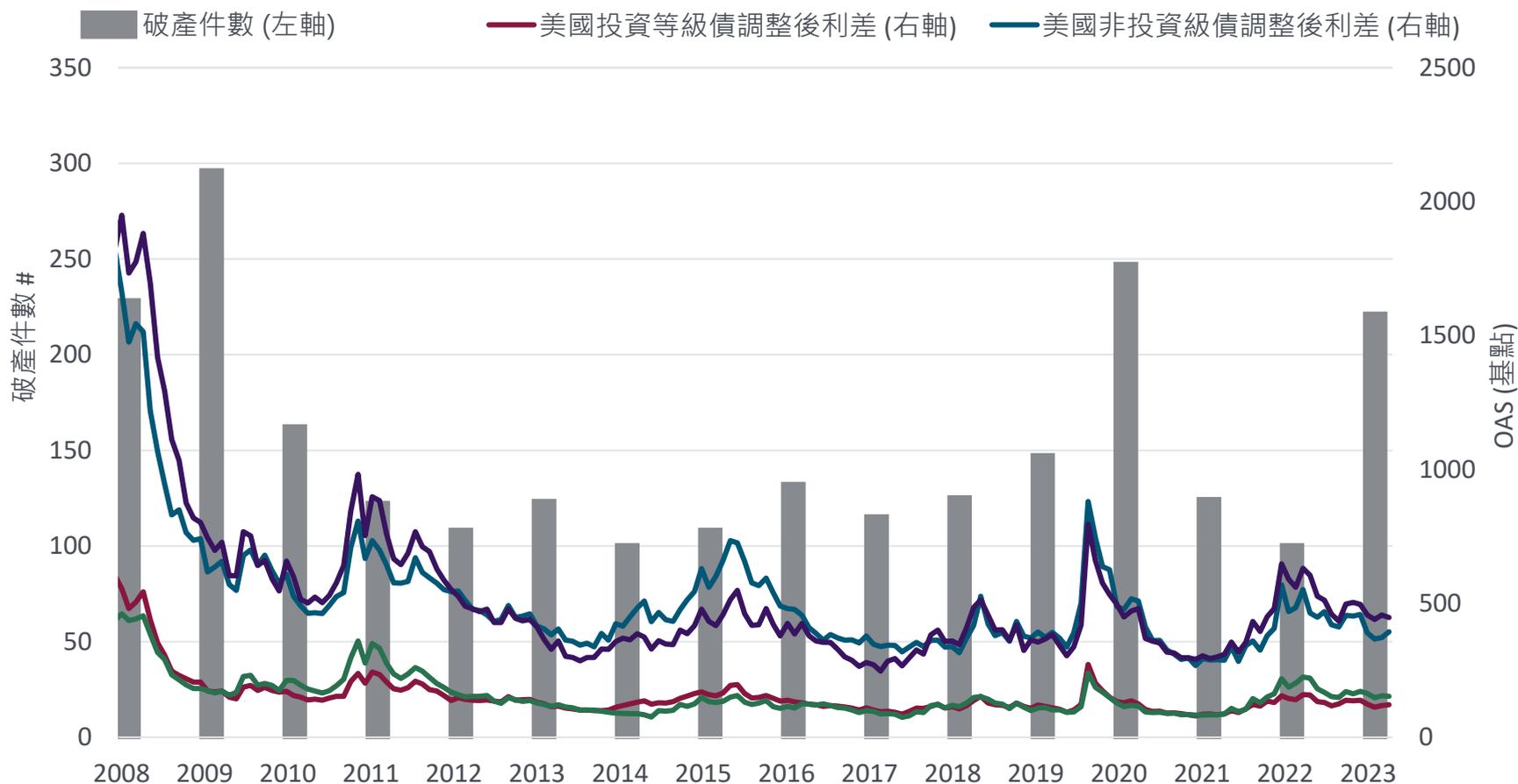
資料來源：彭博。2009年3月31日至2023年6月30日(可調閱之最新版) 每季資料。

投資模式轉變

升高的成本與支出，淘汰體質欠佳的公司



破產件數 vs. 投資等級與非投資級利差



資料來源：彭博，2023年10月24日資料。破產案件數以每個日曆年計算。2023年1月1日至2023年10月24日的2023年破產件數年化(未年化數據 = 178件)。所計入公司之負債超過5000萬美元。投資等級與非投資級利差每月資料，2008年11月30日至2023年9月30日。OAS = 選擇權調整利差。美國投資等級債 = 彭博美國總合公司債，美國非投資等級債 = 彭博美國公司高收益債，歐洲投資等級債 = 彭博歐洲總合公司債，歐洲非投資等級債 = 彭博泛歐洲高收益公司債。非投資等級債券仍有相關風險。

結論



- 資訊 ≠ 知識
- 投資模式轉變持續進行
- 體質欠佳的企業將以失敗收場



擔心錯失固定收益投資良機

2023 年 12 月

Benoit Anne
MFS 固定收益投資
方案團隊 董事總經理

本簡報內容需參照附錄聲明與警語。本文觀點來自 MFS 配置部門內的投資解決方案小組，可能有別於 MFS 投資組合經理人與研究分析師的看法。相關觀點隨時均可能變動，不應視作顧問之投資建議，亦不宜視同證券推薦或反映 MFS 之交易意圖。

➤ 對於通膨的恐懼

- 如果各國央行不停手會怎樣？
- 如果通膨不回穩會怎樣？

➤ 對於衰退的恐懼

- 過往衰退的歷史分析
- 在衰退時部署存續期與信用風險
- 多元分散固定收益投資組合具備抗跌韌性

➤ 然而：對於聯準會的恐懼退場，對於衰退的恐懼則過度

- 總體經濟階段變遷
- 衰退監控：溫和的衰退是最糟情境
- 通膨監控：通膨減緩正在形成

➤ 擔心錯失固定收益投資良機

- 存續期與信用曝險的牛市主張
- 固定收益的投資機會集合
- 主動式全球資產管理的主張
- 估值環境

➤ 固定收益資產在策略性資產配置中扮演的角色

- 固定收益 vs. 股票
- 固定收益 vs. 私募信用債
- 固定收益的永續理念

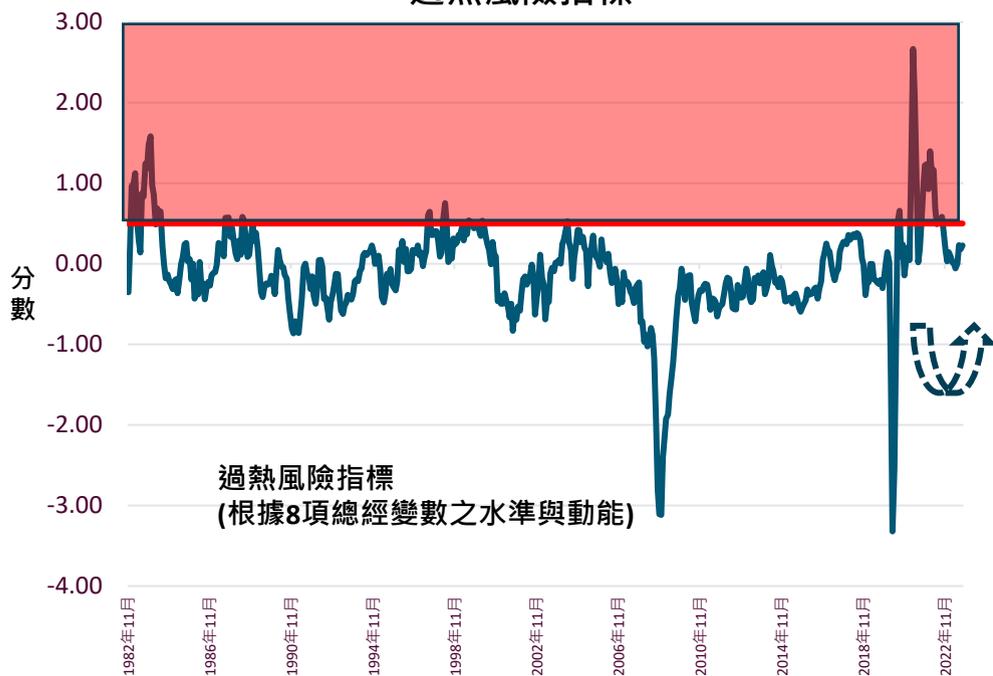
右尾風險：對於通膨的恐懼

右尾風險：通膨再起，經濟過熱 => 聯準會增加行動

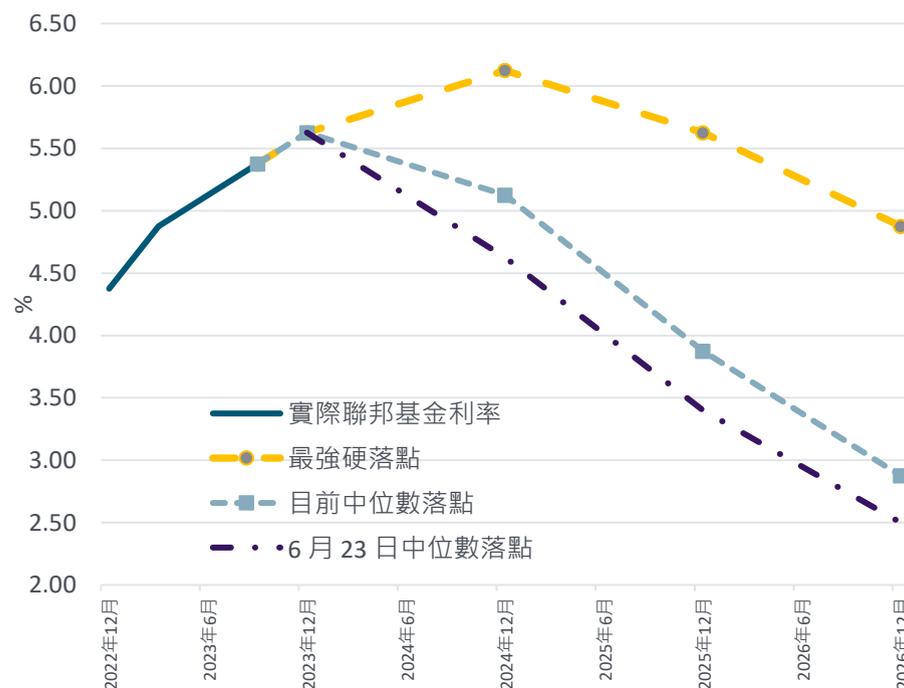


- 美國經濟表現是否太強？
- 油價可能構成通膨風險的來源之一
- 聯準會態度近期有點難預測
- 若 10 年利率達到 5.50% => 則十年期美國公債明年報酬為 -4.5%

過熱風險指標



強硬派的聯準會是什麼樣子



資料來源：左圖：彭博。1982年11月至2023年9月的每月資料。過熱風險指標，是8項變數的個別z分數取平均值，包括：ISM、零售銷售、工業生產、失業率、核心CPI、房價、平衡通膨率、通膨預期(水準與動能)。z分數是以標準差為單位，從長期平均計算變異程度。紅線代表z分數為0.50，這向來是過熱風險在歷史上的顯著門檻。右圖：彭博、聯準會。2022年12月至2023年9月每季資料。聯準會數據截至2023年9月(聯準會經濟預測摘要)。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。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。

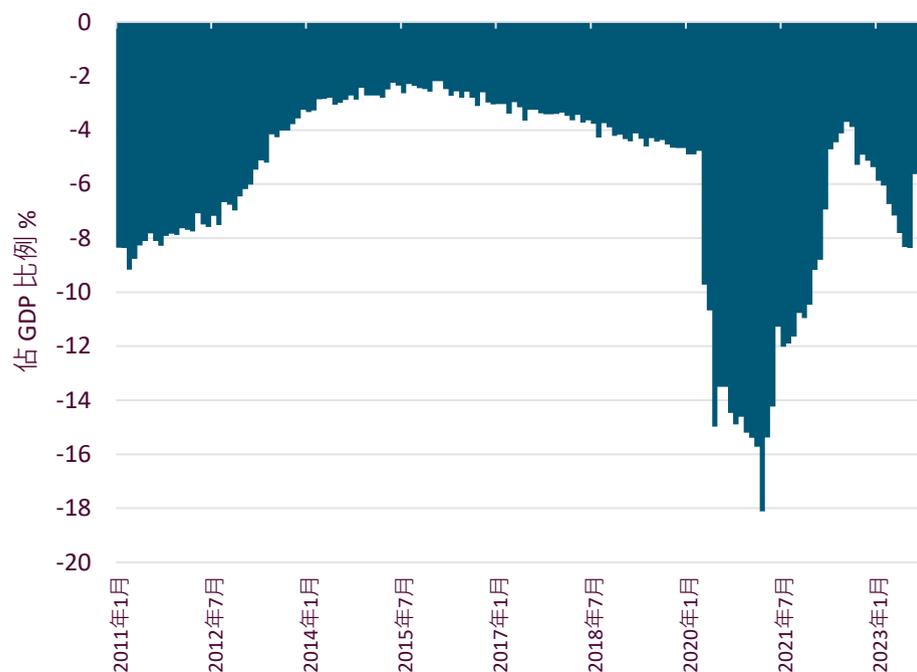
右尾風險：經濟表現太強，回歸過熱狀態

對於聯準會的恐懼轉為對於美國國庫券的恐懼

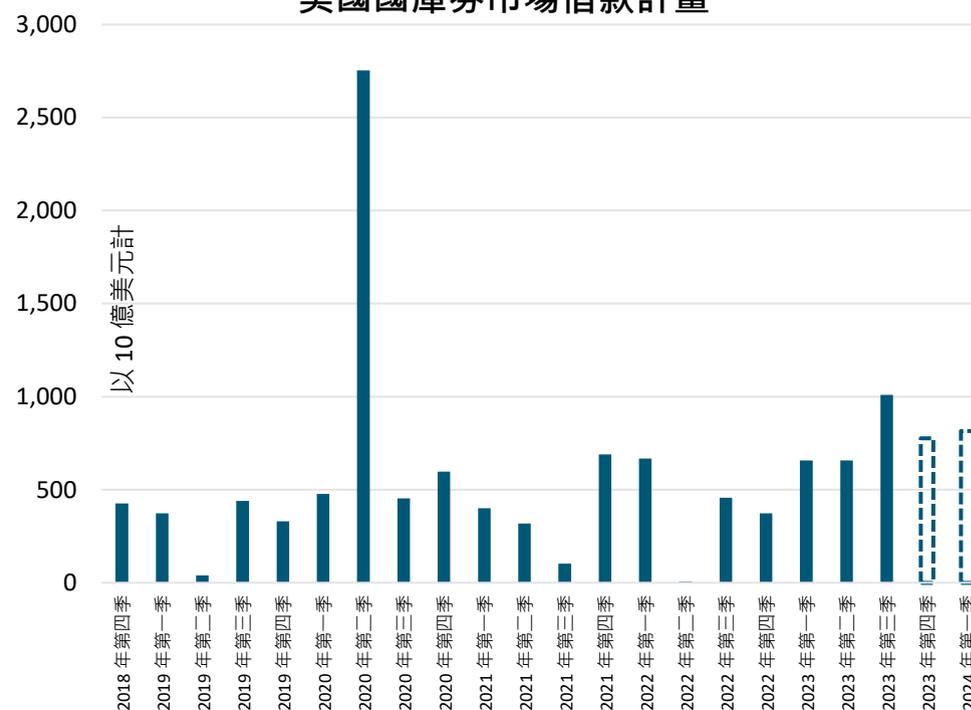


- 過度財政刺激措施可能助長通膨
- 大量發行國庫券可能令利率面臨上行壓力

財政赤字可觀



美國國庫券市場借款計畫

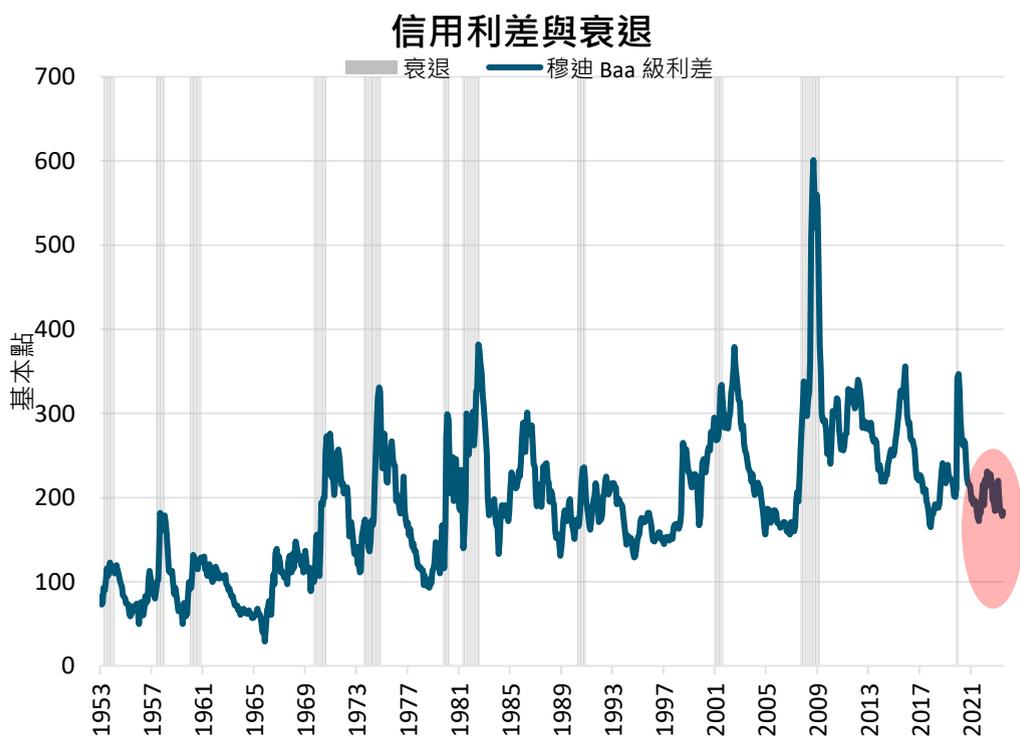


資料來源：左圖：彭博。美國國庫券，從 2011 年 1 月至 2023 年 9 月每月資料。右圖：美國國庫券。財政部宣布市場借款預估，資料截至 2023 年 10 月 30 日。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。

過熱風險也可能由過度的財政刺激所引發

左尾風險：對於衰退的恐懼

左尾風險：景氣衰退既未反映在信用利差上，也未反映於利率水準



資料來源：彭博、NBER、聯準會聯準備資料庫。穆迪的 Baa 利差 = 乃根據穆迪長天期 Baa 公司債券與 10 年期國庫券的定期利差計算所得序列。長條反映 NBER 的衰退。1953 年 4 月至 2023 年 10 月的每月資料。右圖：彭博、NBER、聯準會聯邦準備資料庫。10 年期利率 = 10 年定期美國國庫券的市場殖利率，引用依據投資基礎、百分比、每月、未逐季調整。長條反映 NBER 的衰退。1953 年 4 月至 2023 年 10 月的每月資料。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。

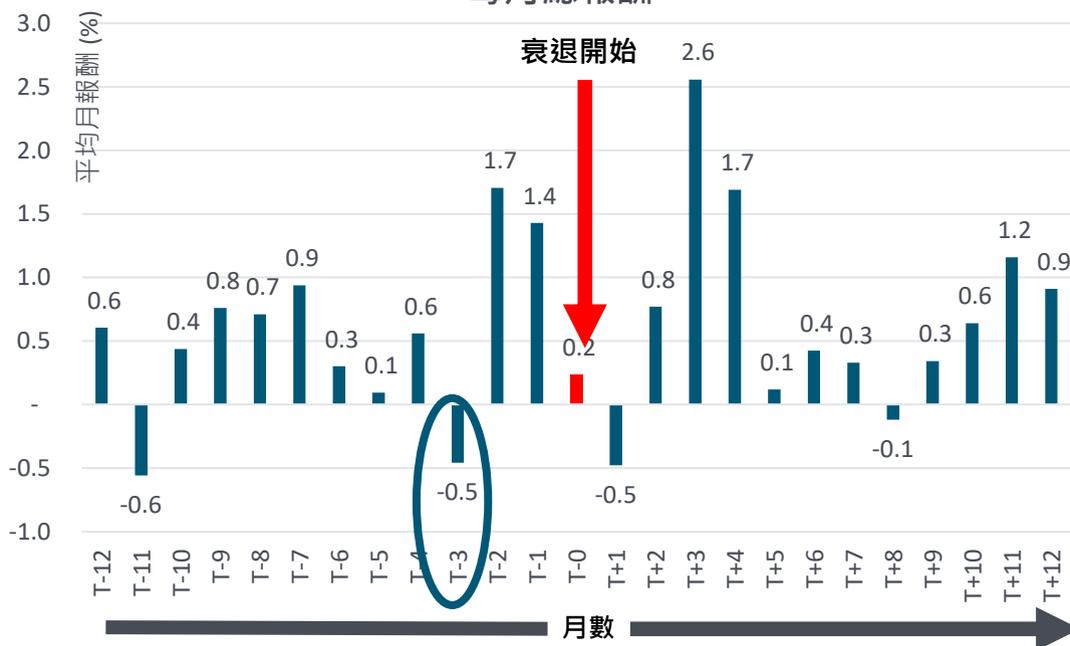
歷史上的景氣衰退都曾引發顯著的利差擴大。多數衰退亦會使得利率下降

過往衰退期間的存續期與信用佈局



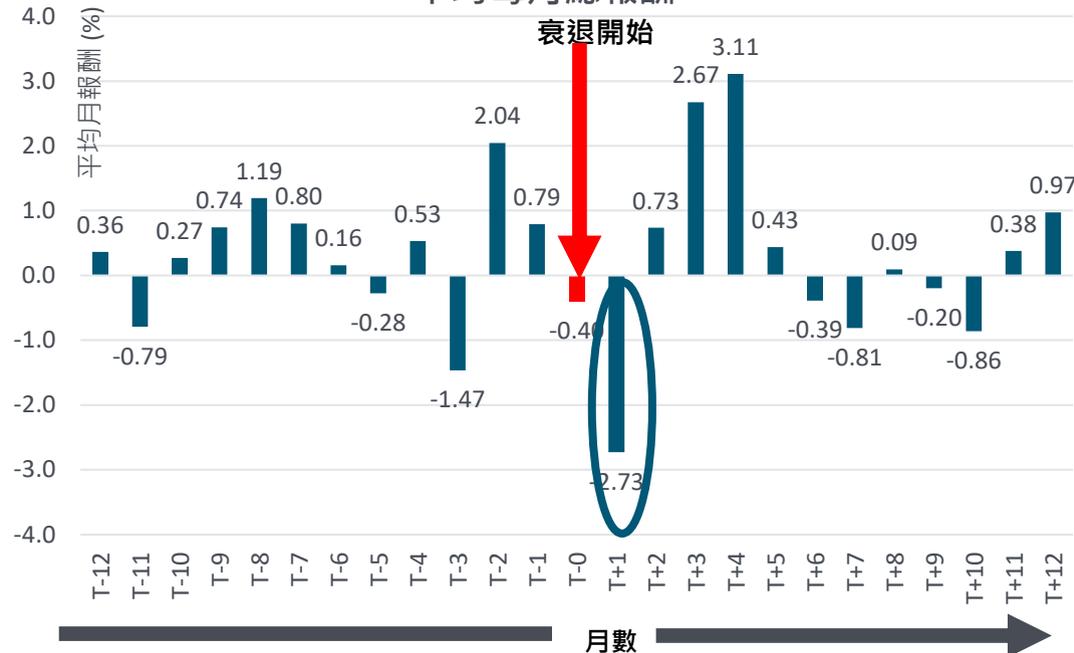
存續期：國庫券指數在歷史上衰退之前與期間的平均

每月總報酬



信用：美國投資等級債在歷史上衰退之前與期間的平均

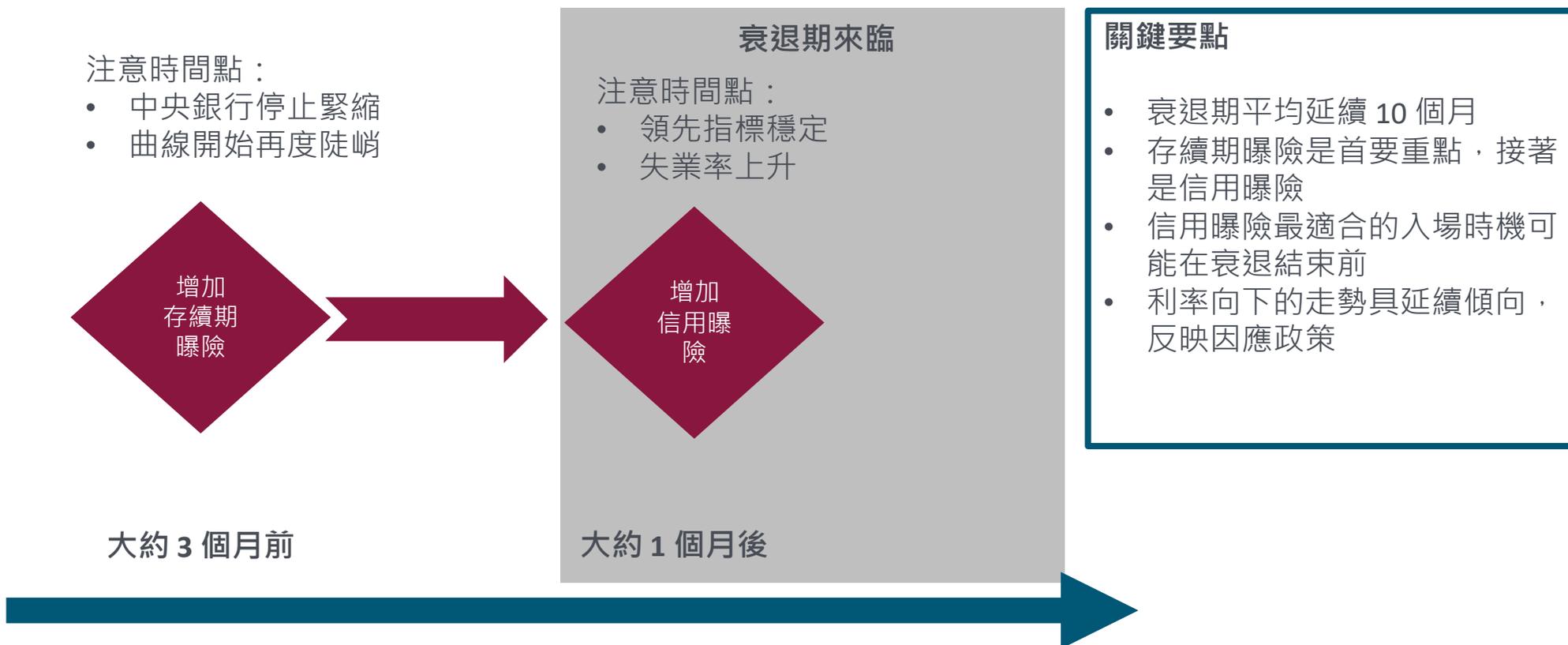
平均每月總報酬



資料來源：彭博彭博美國國庫券指數，每月報酬。1973年2月起每月資料。過往七次衰退期(1973、1979、1981、1990、2001、2007、2020)的平均每月報酬。右圖：彭博。彭博美國投資等級指數，每月報酬。1973年2月起每月資料。過往七次衰退期(1973、1979、1981、1990、2001、2007、2020)的平均每月報酬。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。

從歷史來看，在衰退開始前建立較長天期的存續期佈局，是正確的做法

衰退期間投資：歷史分析



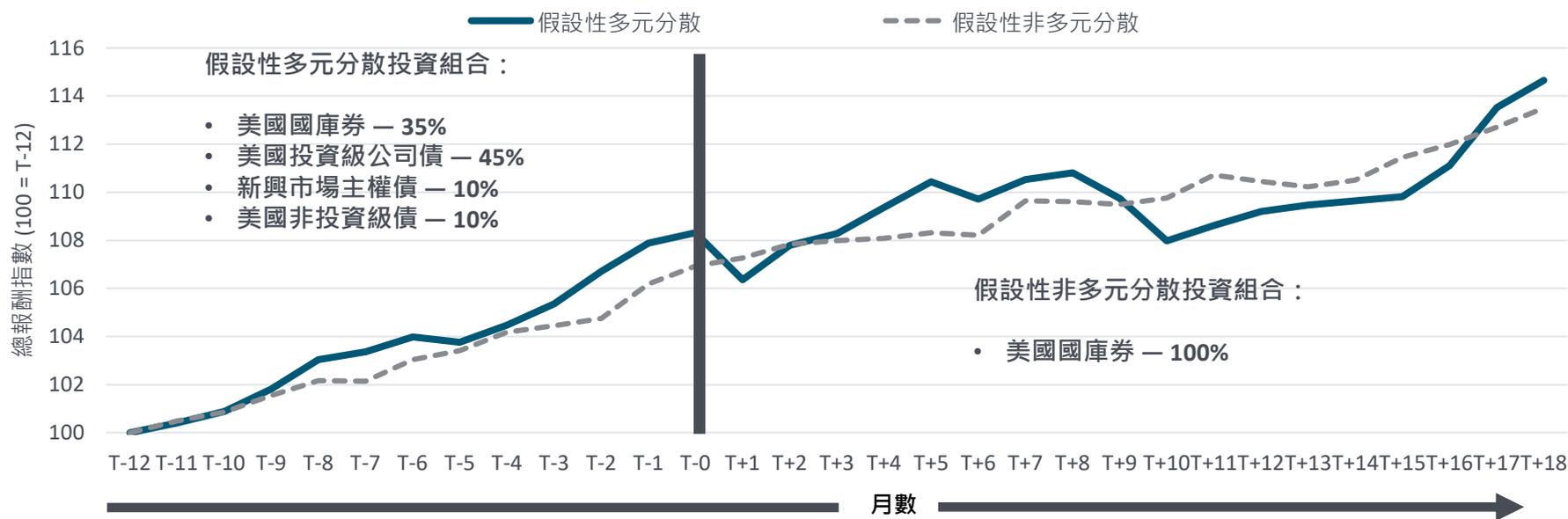
資料來源：MFS · 僅供說明之用。

衰退可能是買進的契機

多元分散的假設性固定收益投資組合具備抗跌韌性



假設性多元化固定收益投資組合在歷史上衰退之前與期間的平均報酬



資料來源：彭博、ICE 美銀。全球公債 = ICE 美銀全球政府指數。美國投資級公司債 = ICE 美銀美國公司債指數。新興市場主權債 = ICE 美銀 BBB-B 級主權外部債指數。美國非投資級 = ICE 美銀美國 HY 指數。自 1991 年 12 月每月資料。根據前三次衰退 (2001、2007、2020) 的平均值。灰色長條標示衰退開始。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。非投資等級債券仍有相關風險。

歷史上，固定收益的多元分散，有助減緩衰退衝擊

對於聯準會的恐懼退場，對於衰退的恐懼則過度

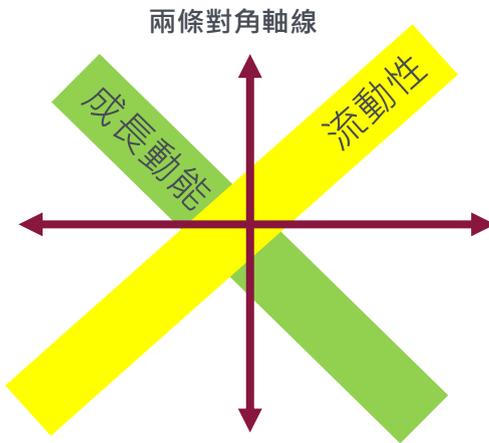
總體經濟階段變遷



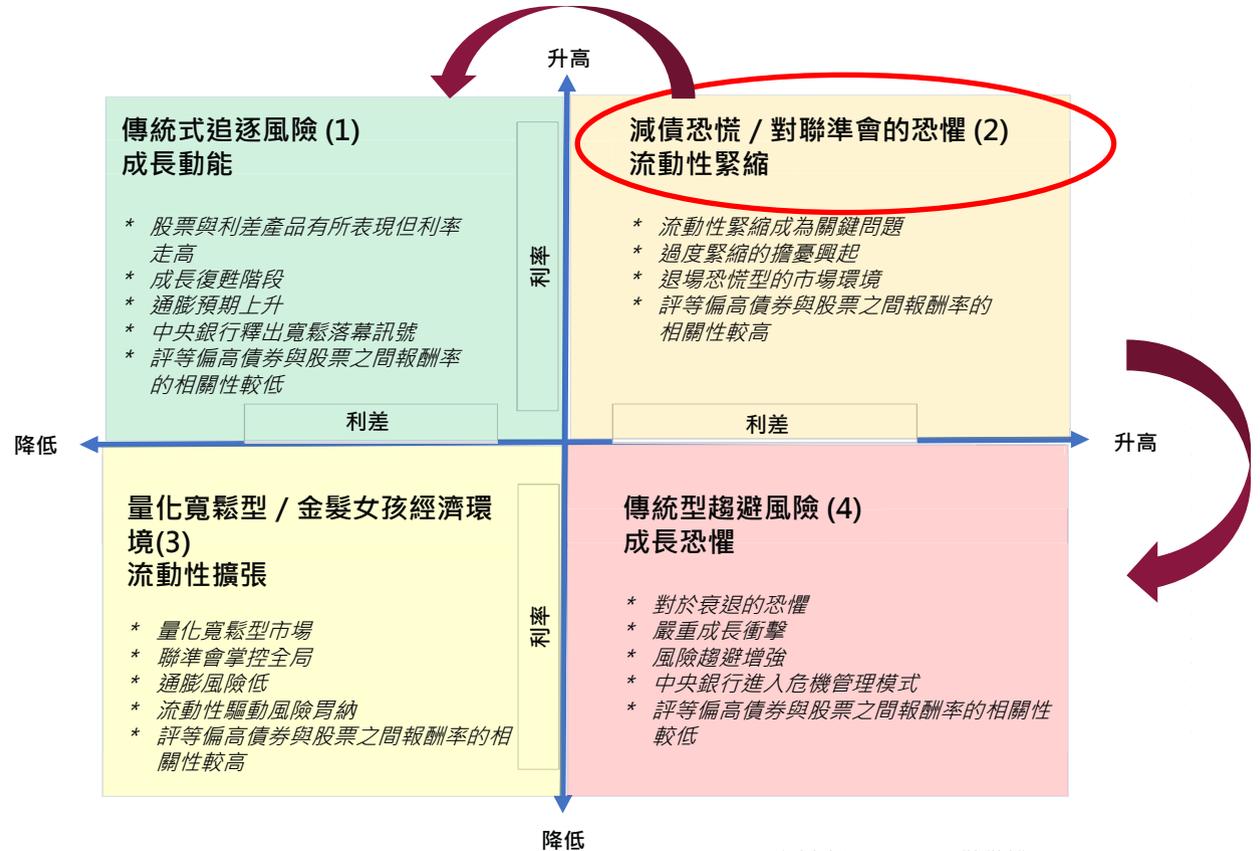
全球總體經濟固定收益階段架構

- 對於聯準會的恐懼主要說明了先前的市場波動
- 我們即將經歷階段轉換，對於聯準會的恐懼將退場

全球總體經濟固定收益四階段



資料來源：MFS。僅供說明。



資料來源：MFS。僅供說明。

波動率很可能維持高點，直到市場適應新階段為止

總體經濟階段轉變之數據



- 不應害怕景氣衰退

美國投資級債券在不同利率與利差走勢情境 (%) 下的 1 年期報酬預測

初始殖利率

美國投資級券種

明年利差走勢 (基本點)

	-90	-60	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
+150	1.94	-0.08	-2.11	-4.14	-6.17	-8.20	-10.22	-12.25	-14.28	-16.31	-18.34
+120	3.97	1.94	-0.08	-2.11	-4.14	-6.17	-8.20	-10.22	-12.25	-14.28	-16.31
+90	6.00	3.97	1.94	-0.08	-2.11	-4.14	-6.17	-8.20	-10.22	-12.25	-14.28
+60	8.03	6.00	3.97	1.94	-0.08	-2.11	-4.14	-6.17	-8.20	-10.22	-12.25
+30	10.06	8.03	6.00	3.97	1.94	-0.08	-2.11	-4.14	-6.17	-8.20	-10.22
0	12.08	10.06	8.03	6.00	3.97	1.94	-0.08	-2.11	-4.14	-6.17	-8.20
-30	14.11	12.08	10.06	8.03	6.00	3.97	1.94	-0.08	-2.11	-4.14	-6.17
-60	16.14	14.11	12.08	10.06	8.03	6.00	3.97	1.94	-0.08	-2.11	-4.14
-90	18.17	16.14	14.11	12.08	10.06	8.03	6.00	3.97	1.94	-0.08	-2.11
-120	20.20	18.17	16.14	14.11	12.08	10.06	8.03	6.00	3.97	1.94	-0.08
-150	22.22	20.20	18.17	16.14	14.11	12.08	10.06	8.03	6.00	3.97	1.94

明年利率走勢 (基點)

彭博：美國投資級 – 彭博美國總合公司債指數。截至 2023 年 11 月 3 日之目前殖利率。目前存續期截至 2023 年 11 月 3 日。1 年期報酬預測係以目前殖利率 + 利率與利差變化淨值 x 存續期估算。文中提及之未來預期報酬與績效，並不承諾或預估投資人可能實現之實際績效，故不應作為投資依據。預測值僅供說明之用，不得視為投資建議、解讀為投資推薦，或是績效的保證。文中預測值係以尚未發生或可能發生之主觀式預估及假設為依據。推測值有其限制，因其並非依據實際的交易，而是依據模型與 MFS 彙編的資料而推測。所呈現之績效結果不具代表性，亦不表示未來可能達成的實際結果。個別投資人的績效可能差異極大。殖利率不代表報酬率。

對於固定收益投資人而言，放下對於聯準會的恐懼乃是當務之急

對於聯準會已不再恐懼



- 聯準會可能已完成緊縮
- 2023 年稍早的水位反映過多降息幅度，如今已修正

聯邦基金利率期貨反映循環告終



聯邦準備基金利率與聯邦準備基金利率期貨曲線



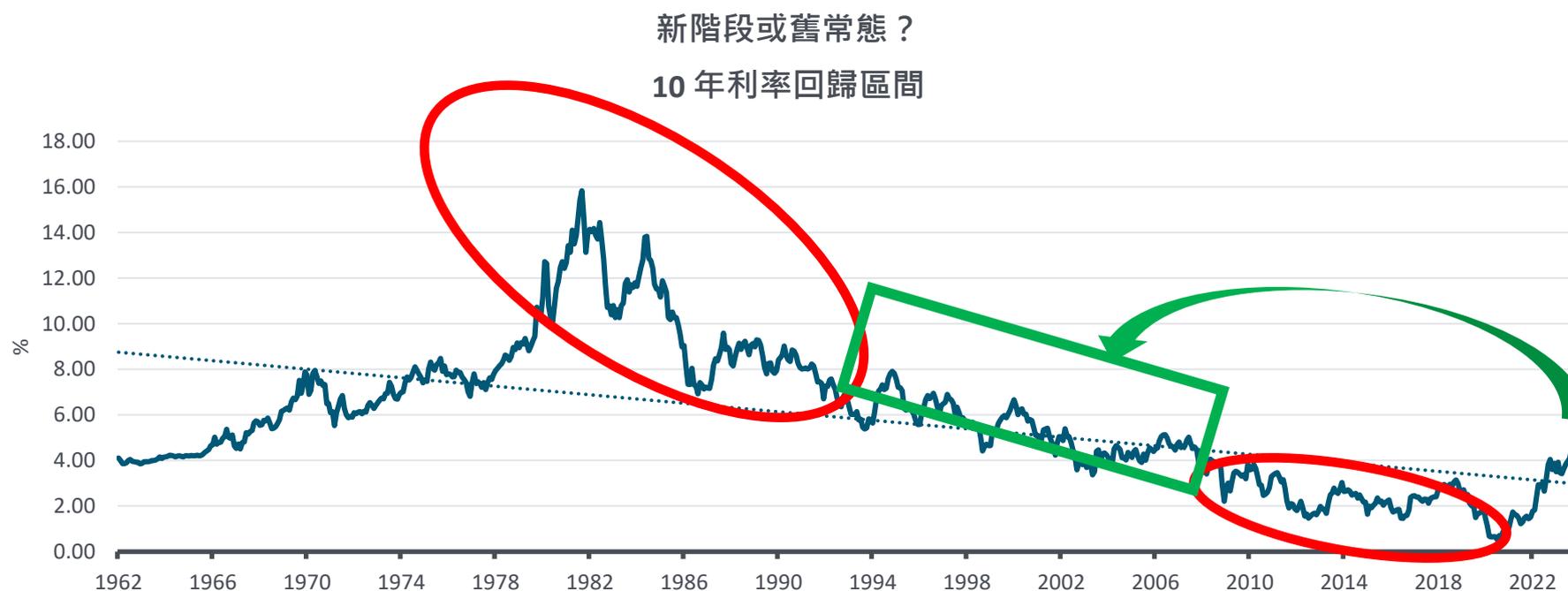
資料來源：左圖：彭博。2022年3月1日至2023年11月8日每日資料。資料代表上限(以0.125%調整)。右圖：彭博。2020年1月至2023年10月每月資料。截至2023年11月8日資料。隱含政策利率根據2023年11月至2024年12月之聯邦基金期貨每月合約，以0.125%(半碼)調整，以反映聯邦基金上限。聯邦基金期貨歷史曲線前推至現狀以利說明。

緊縮的週期結束理當帶動利率波動下降

策略性階段轉換：新典範或舊常態？



- 量化寬鬆的時代結束
- 扭曲與資本錯置終結，貨幣政策恢復成有效政策工具



資料來源：彭博10年期美國國庫券殖利率，一般利率。1962年1月至2023年10月的每月資料。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。

攜手迎接舊常態回歸

我們仍在等待美國史上最多人示警的衰退到來

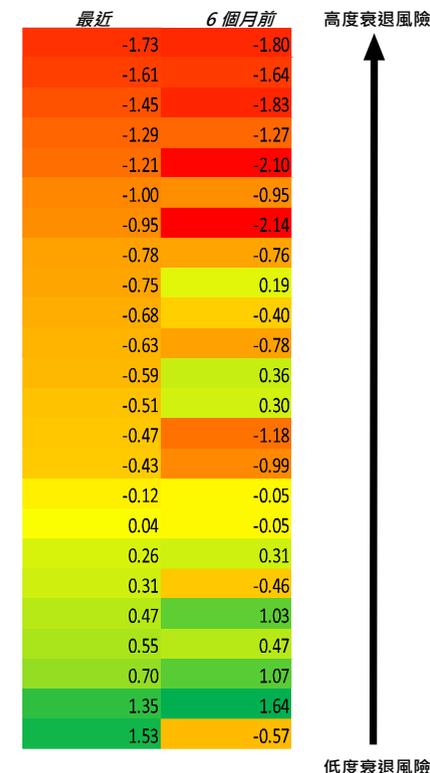


- 我們的基本情境：明年第一季開始溫和衰退
- 近期衰退風險下降，為軟著陸的可能性築底



衰退風險觀察

經濟評議會 LEI
密西根大學消費者信心
NFIB 小型企業樂觀指數
ISM 新訂單
資深放款主管意見調查
ISM 製造業
費城聯邦準備銀行企業展望
ISM 服務業
紐約聯邦準備銀行製造業調查
全國住房營建商協會 (National Assoc Home Builders) 市場指數
資本支出展望
公司獲利成長
獲利率變動
新屋營建許可
新屋開工
投資比率 (佔 GDP %)
產出缺口 (佔潛在 GDP %)
經濟評議會消費者信心
單位勞動成本
CPI 能源類別
初領失業救濟金人數
薪酬比率變動 (佔 GDP %)
獲利率水準
新屋銷售



資料來源：彭博資料。左圖：1961年12月至2023年9月的每月資料。23種變數的BCI加總z分數。上色區域代表美國國家經濟研究局(NBER)定義之正式美國衰退。z分數反映數據高於或低於平均多少個標準差。水平線代表z分數為負0.90，顯示出與平均數的顯著變異。右圖：彭博。根據個別z分數。個別變數之近期最新每月資料觀察。資料來源完整詳情請參見註釋。

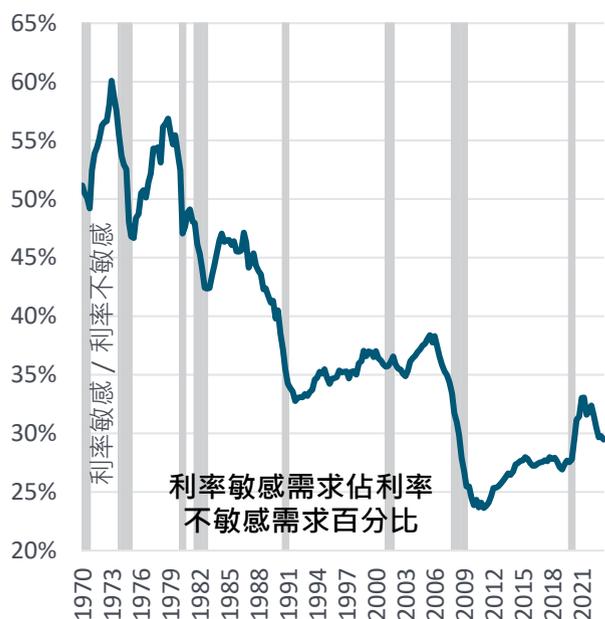
衰退風險尚未亮紅燈。軟著陸的機率仍高

有望軟著陸的情形：較低利率敏感性



- 利率升高的影響可能遭到重要結構性變遷所抵銷

利率敏感產業佔比下降



美國投資級公司債展期有所助益



美國消費者負債降低



資料來源：左圖：彭博、經濟分析局、NBER、高盛全球投資研究中心。1970年3月31日至2023年6月30日每季資料。利率敏感性需求，乃是結構型私人非住宅投資、耐久財的個人消費支出(PCE)、私人住宅投資的總和。利率不敏感性需求，包括智慧財產產品型的私人非住宅投資，以及PCE服務。需求以名目美元計算其價值。灰色長條為NBER定義之衰退。中間：彭博。1989年1月31日至2023年7月31日每月資料。存續期 = 修正存續期美國投資級公司債 = 彭博美國公司投資等級債指數。右圖：彭博、聯準會。1980年3月至2023年6月每季資料(可調閱之最新版)。

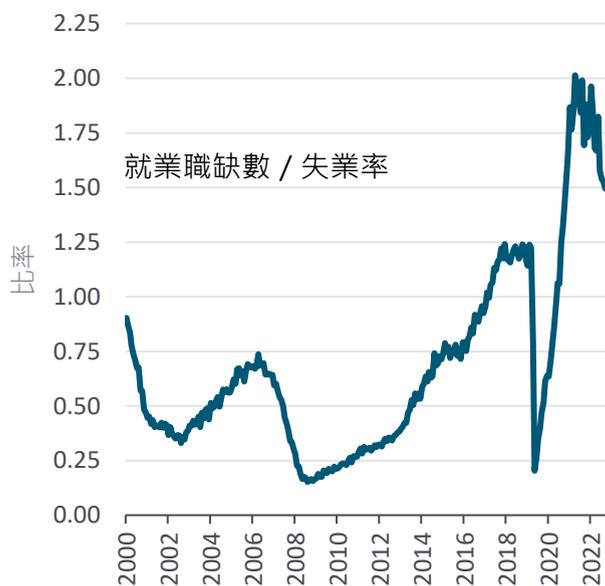
美國經濟對於利率偏高的韌性似乎較強

有望軟著陸的情形：部分非常態調整



- 這次大不同：由於新冠疫情衝擊，這次有別於一般的商業週期。

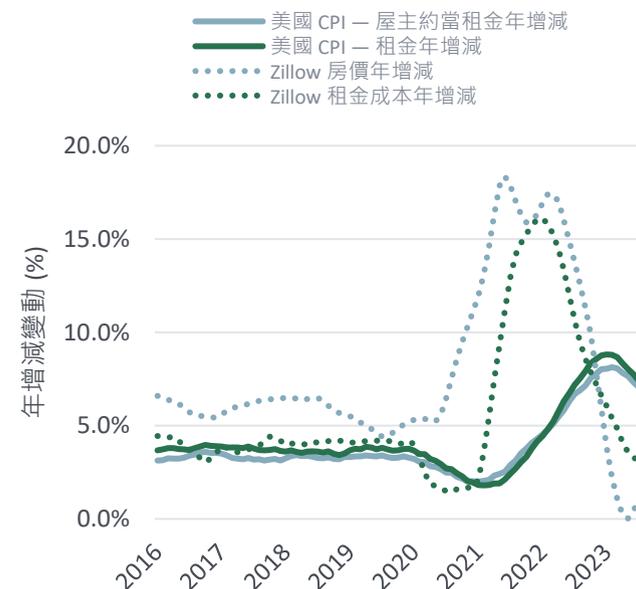
勞動市場調整主要透過就業職缺



供應鏈壓力波動顯著



房市通膨減緩終於來臨



資料來源：左圖：彭博、勞工統計局。2000年12月至2023年9月每月資料。中間：彭博、紐約聯邦準備銀行、NBER。1997年9月至2023年10月每月資料。灰色長條反映NBER定義之衰退。右圖：彭博、BLS、Zillow。2016年3月31日至2023年9月每月資料。

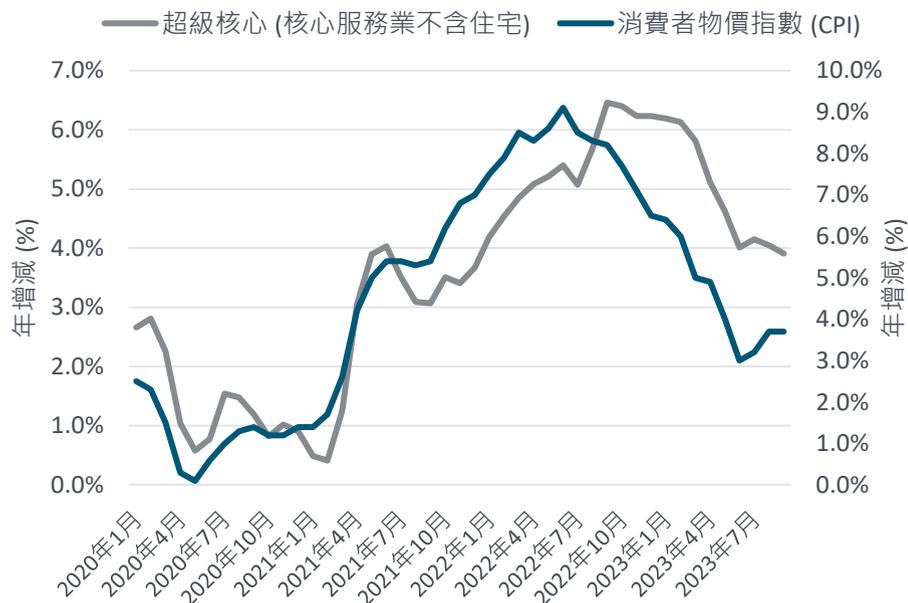
有別於一般商業週期

通膨減緩動態終於到來

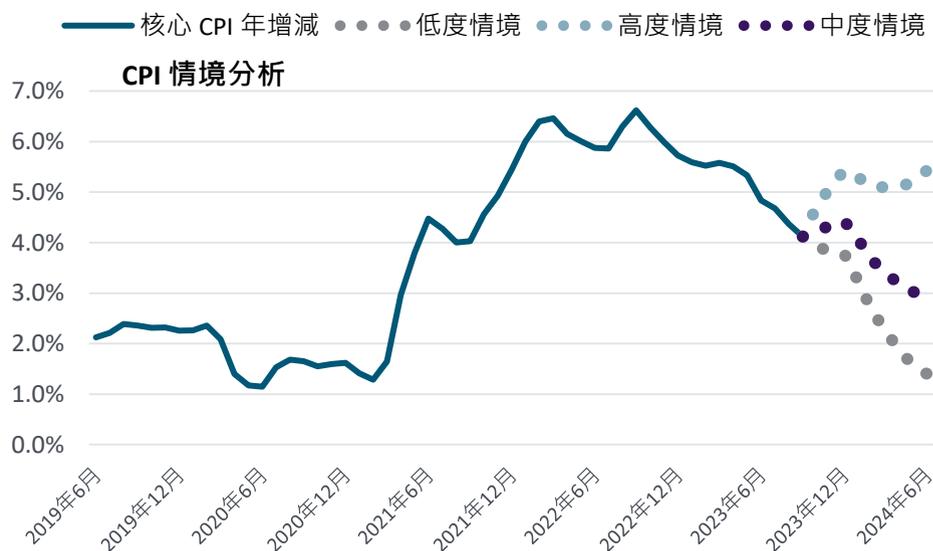


- 更多有利的通膨動態
- 關鍵矚目點：核心服務通膨、住宅與就業市場的強度
- 長期通膨展望相對溫和。聯準會比市場更悲觀

美國 CPI：核心服務業通膨也進行調整



壓力測試通膨減緩的流程



資料來源：左圖：彭博、勞工統計局。2020年1月至2023年9月每月資料。右圖：彭博、BLS、MFS 研究。2019年6月至2023年9月每月資料。2023年10月過後數據，反映核心CPI組成成分月增率的變動，以及再度加總為累計核心CPI數據，接受情境分析之結果。MMA = 月移動均值。高度情境 = 根據所有組成成分運算6個月移動均值之預測；中度情境 = 根據組成成分運算3個月移動均值之預測 (住宅月增率 0.2% 除外)。低度情境 = 根據明年所有組成成分月增率 0.1% 之預測。

通膨展望大幅改善



擔心錯失固定收益投資良機

偏高利率延續更久... 存續期部位信念



- 升息理由正當，導致實質利率與平衡通膨率走勢呈反向
- 如今升息餘裕更受限
- 佈局存續期的策略主張如今更具說服力

利率高點？



美國國庫券初始殖利率 vs. 後續 5 年總報酬



資料來源：左圖：彭博。2018 年 4 月 6 日至 2023 年 11 月 8 日每日資料。右圖：資料來源：彭博。UST = 彭博美國國庫券指數。2000 年 1 月至 2023 年 10 月每月資料。BEI = 平衡通膨率。過往績效並不保證未來報酬。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。殖利率不代表報酬率。

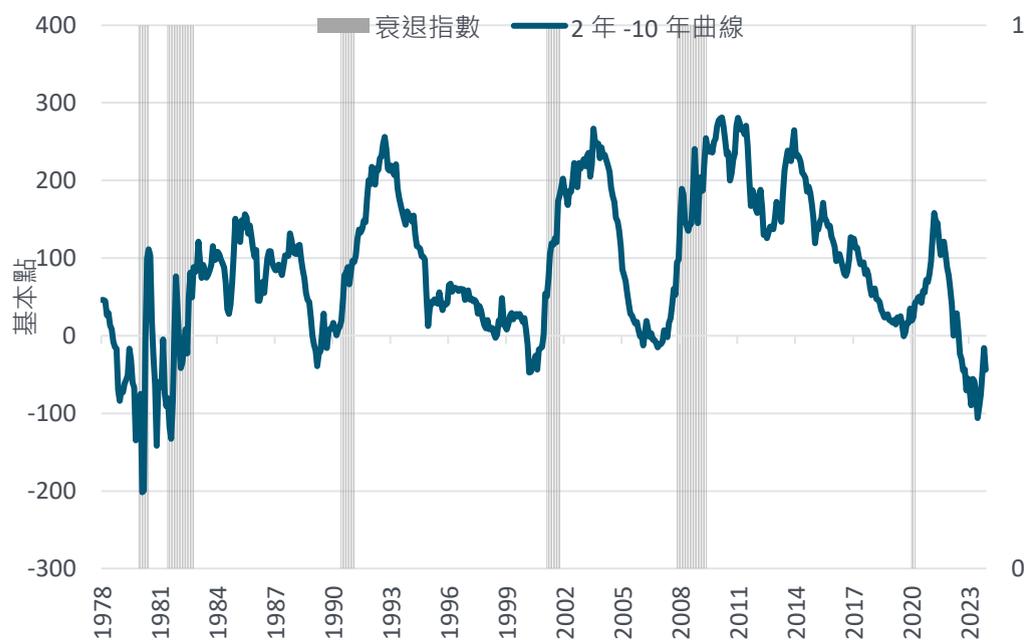
進場水準相當吸引長期投資人

大伸展：殖利率曲線佈局可望延伸

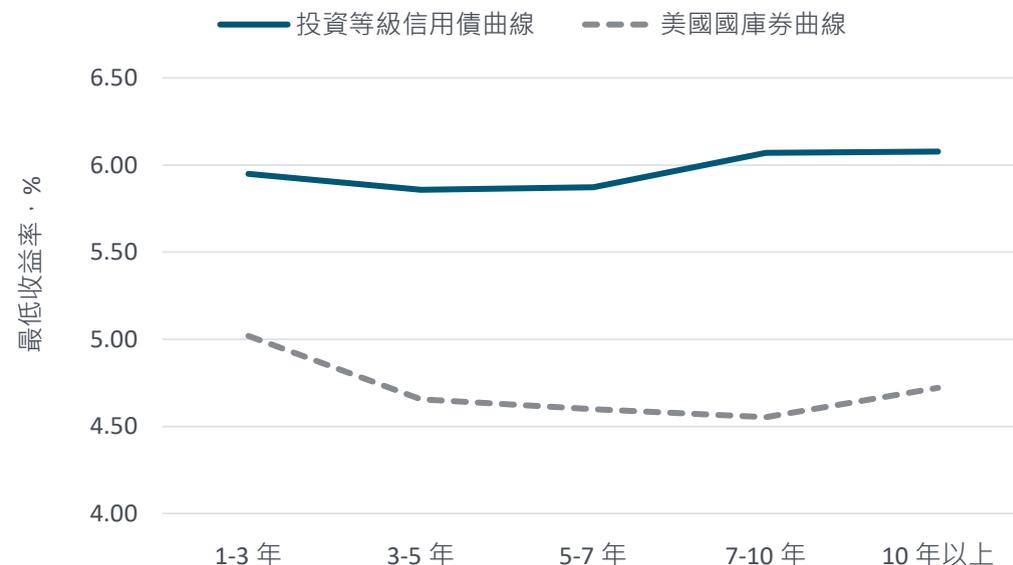


- 殖利率曲線平坦化有可能落幕
- 殖利率曲線有可能再度大幅陡峭
- 意味著殖利率曲線向下延伸佈局的主張更加言之有據

2年-10年殖利率曲線與美國衰退



美國殖利率曲線：信用債曲線比國庫券曲線略陡



資料來源：彭博。國家經濟研究局 (NBER)。1977 年 12 月至 2023 年 11 月 (截至 11 月 8 日) 每月資料。衰退指數 = 每月美國衰退指標。右圖：彭博。截至 2023 年 11 月 8 日資料。根據各年期之彭博美國投資級指數：1-3 年、3-5 年、5-7 年、7-10 年、10 年以上。美國國庫券曲線以下列公式建構：利率 = 最低殖利率減利差。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。

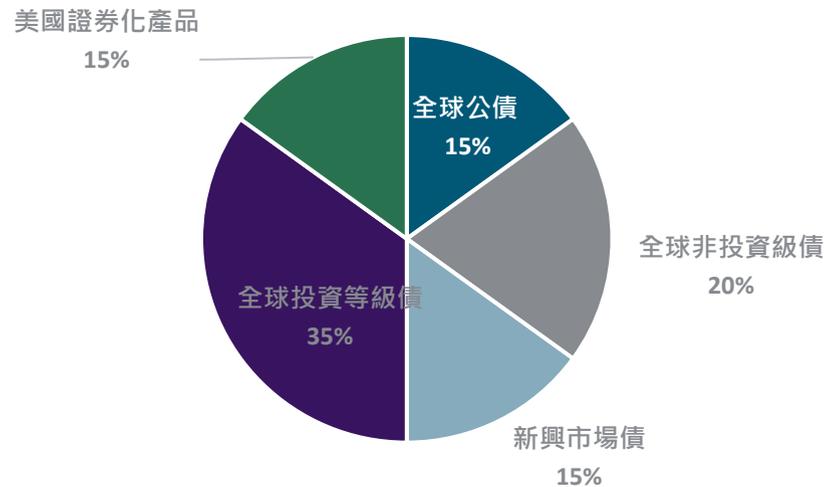
歷經平緩之後，殖利率曲線陡峭化更加深刻

增而倍之：固定收益已成為誘人的潛在報酬產生工具



- 同時也可作為波動率管理工具
- 策略性資產配置擴大佈局固定收益合情合理

假設性全球固定收益投資組合



2021 年 12 月至 2023 年 6 月

	截至 2021 年 12 月	截至 2023 年 6 月
最低殖利率	2.80%	6.04%
波動率 (15 年)	4.07%	5.26%
每單位波動率之殖利率	0.58	1.15

假設性投資組合僅供說明之用。

資料來源：FactSet、彭博、摩根大通。2007 年 12 月 31 日至 2023 年 6 月 30 日每月資料。殖利率為個別日期之最低殖利率。所採用指數：全球公債 = 彭博全球總合公債指數、全球非投資級債 = 彭博全球高收益債指數、全球投資等級債 = 彭博全球總合公司債指數、新興市場債 = JPM 新興市場債券指數、美國證券化產品 = 彭博美國總合證券化指數。波動率與相關係數所採報酬率為美元計算之毛額。所示波動率為年化數值。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。殖利率不代表報酬率。過去績效不代表未來收益之保證。非投資等級債券仍有相關風險。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。

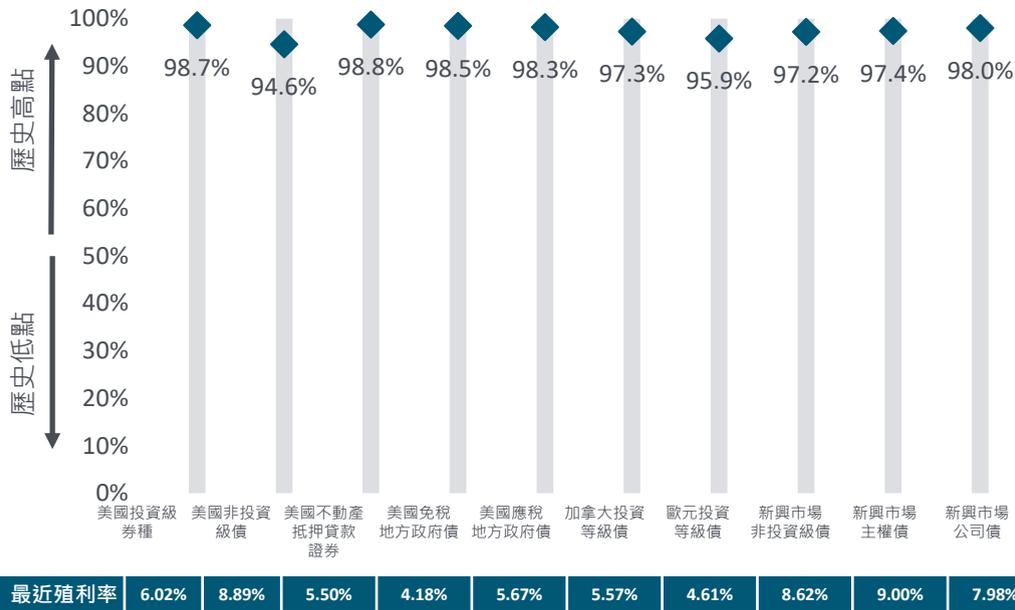
殖利率已翻高一倍以上

初始殖利率至長期報酬率：進場時機的策略性優勢

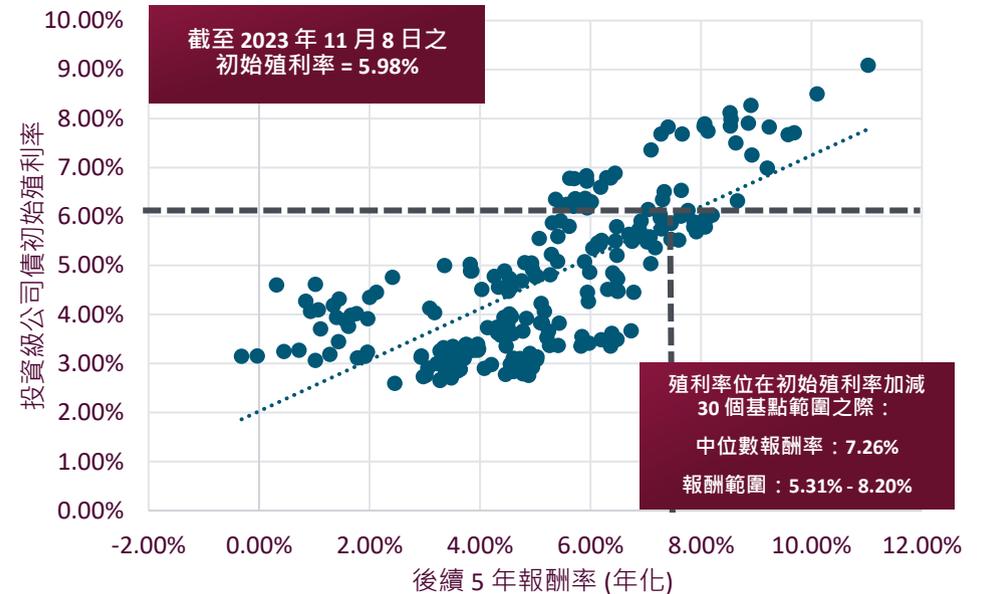


- 殖利率估值頗具吸引力
- 並非只有戰術型投資人必須考量進場時機
- 在固定收益方面，初始殖利率也影響了長期的預期報酬
- 根據過往歷史，目前殖利率水準與穩健的長期報酬率互有關聯

殖利率百分位數排名 (目前 vs. 過去 10 年)



美國投資級公司債：初始殖利率 vs. 後續5年總報酬



資料來源：彭博2013年11月7日至2023年11月7日每日資料。美國投資等級債 = 彭博美國總公司債指數。美國非投資級債 = 彭博美國公司高收益債指數。美國房貸 = 彭博美國不動產抵押擔保證券指數。新興市場主權債 = JPM 新興市場債券多元指數。新興市場公司債 = JPM 新興市場公司債多元指數。歐洲投資等級債 = 彭博泛歐洲總公司債指數。歐洲非投資級債 = 彭博泛歐洲高收益債指數。加拿大投資等級債 = 彭博加拿大總公司債指數。美國總合格應稅地方政府債 = 彭博美國應稅地方政府總合格指數。右圖：彭博。2000年1月至2023年10月每月資料。過往績效並不保證未來報酬。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。殖利率不代表報酬率。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。

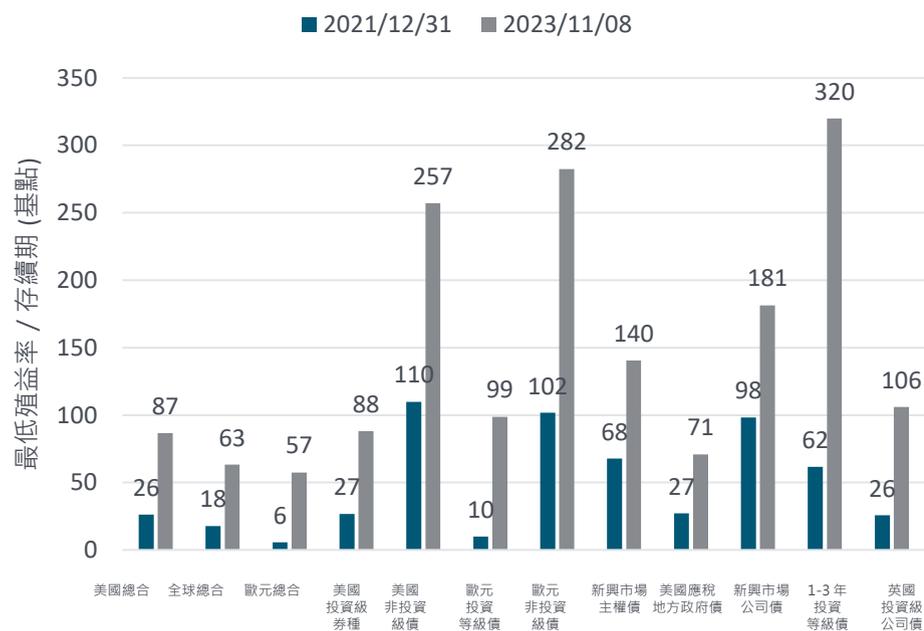
初始殖利率與後續的報酬率在過往歷史當中呈現關聯

全球固定收益的估值緩衝



- 自今年初起，平衡殖利率全面上升
- 殖利率需要大幅上漲，才能抵銷收益報酬，特別是在歐洲

全球固定收益 — 平衡殖利率



顯著的價值保護



資料來源：左圖：彭博資料。截至2023年11月8日。殖利率 = 最低殖利率。存續期 = 選擇權調整存續期。平衡殖利率 = 殖利率 / 存續期。平衡點反映了殖利率需要上升多少，才能完全抵銷1年票息收入並導致總報酬等於零。平衡數值若是偏高，表示從估值的觀點來看仍有緩衝餘裕。右圖：彭博歐元總合公司債指數。1998年9月至2023年11月(截至11月8日)每月資料。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。殖利率不代表報酬率。過去績效不代表未來收益之保證。

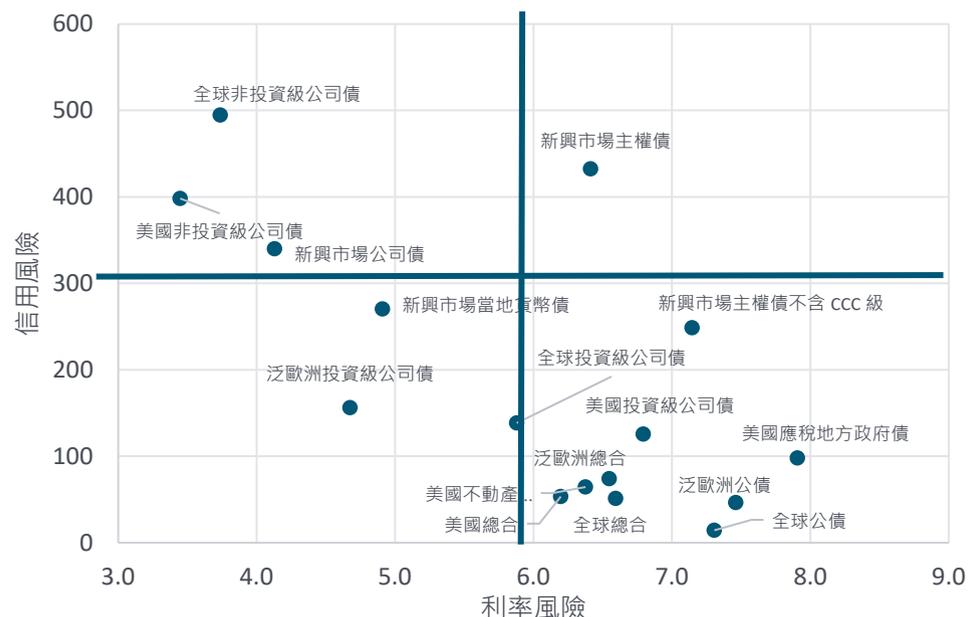
依本公司觀點，根據平衡殖利率分析，報酬率為負的機率甚低

全球固定收益的機會組合



- 存續期與信用曝險的廣泛組合
- 從 DTS 角度觀之，新興市場主權債是風險最高的資產類別

固定收益指數利差 vs 存續期



總風險列表

	存續期間利差	風險最高
新興市場主權債	2,593	↑
全球非投資級債	1,835	
CCC 級以外新興市場主權債	1,712	
新興市場公司債	1,403	
美國非投資級債	1,373	
歐元非投資級債	1,369	
美國應稅地方政府債	905	
美國投資級券種	849	
加幣投資等級債	812	
全球投資等級債	720	
歐元投資等級債	680	
歐元總合	469	
不動產抵押貸款證券	410	
全球總合	333	
美國總合	325	
美國免稅地方政府債	77	

截至 2023 年 11 月 8 日
根據目前利差存續期 x 利差

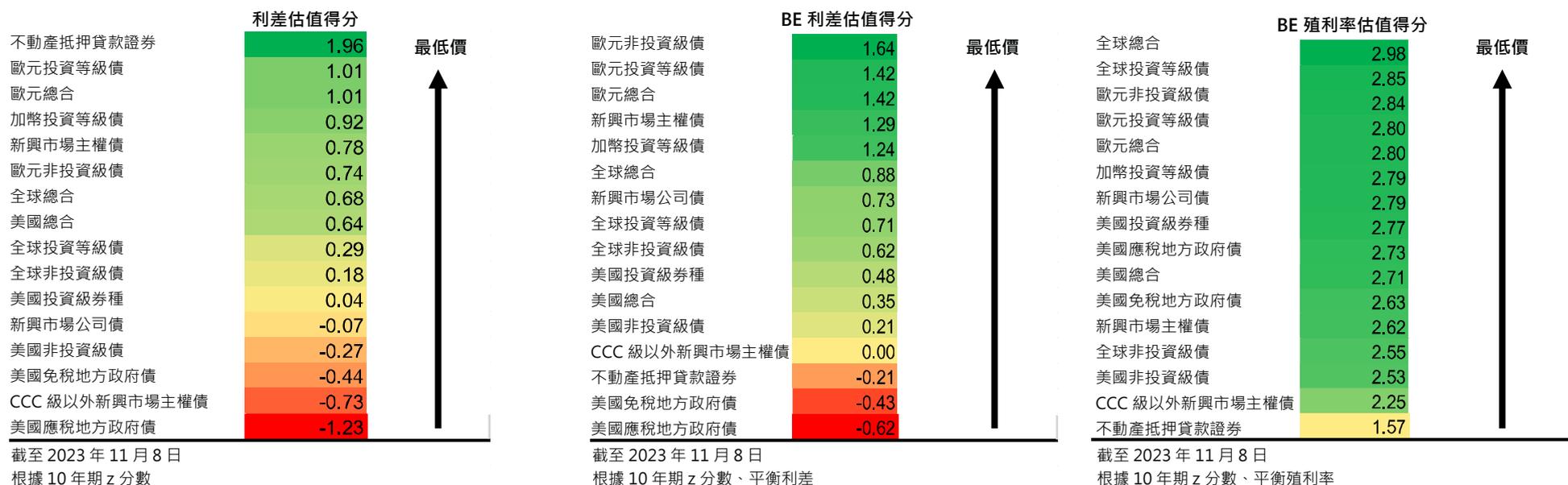
資料來源：左圖：彭博。截至 2023 年 11 月 8 日資料。利差以美國國庫券表示。新興市場當地貨幣債利差係以理論全球公債 (33% 的 5 年期德國公債與 67% 的 5 年期美國國庫券) 計量。右圖：彭博。2013 年 11 月至 2023 年 11 月的每月資料。11 月資料截至 11 月 8 日。DTS 為風險之衡量。DTS = 利差 x 存續期。美國總合 = 彭博美國總合指數。全球總合 = 全球總合指數。美國投資等級債 = 彭博美國總合公司債指數。美國非投資級債 = 彭博美國公司高收益債指數。新興市場主權債 = JPM 新興市場債券多元指數。歐洲投資等級債 = 彭博泛歐洲總合公司債指數。歐洲非投資級債 = 彭博泛歐洲高收益債指數。全球信用債 = 彭博全球總合公司債指數。加拿大投資等級債 = 彭博加拿大總合公司債指數。美國總合合格應稅地方政府債 = 彭博美國應稅地方政府總合合格指數。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。非投資等級債券仍有相關風險。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。

機會組合範圍相當寬廣

全球固定收益估值：方法大不同



- 固定收益的估值分析，方法不一而足
- 考量各方投資目標均不相同，固定收益資產經理人看待估值的方式有可能完全不同於長期資產持有者



資料來源：左圖：彭博。截至 2023 年 11 月 8 日資料。z 分數是以標準差為單位，從長期平均值計算變異程度。美國總合 = 彭博美國總合指數。全球總合 = 全球總合指數。美國投資等級債 = 彭博美國總合公司債指數。美國非投資級債 = 彭博美國公司高收益債指數。新興市場主權債 = JPM 新興市場債券多元指數。歐洲投資等級債 = 彭博泛歐洲總合公司債指數。歐洲非投資級債 = 彭博泛歐洲高收益債指數。全球信用債 = 彭博全球總合公司債指數。加拿大投資等級債 = 彭博加拿大總合公司債指數。美國總合合格應稅地方政府債 = 彭博美國應稅地方政府總合合格指數。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。殖利率不代表報酬率。非投資等級債券仍有相關風險。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。

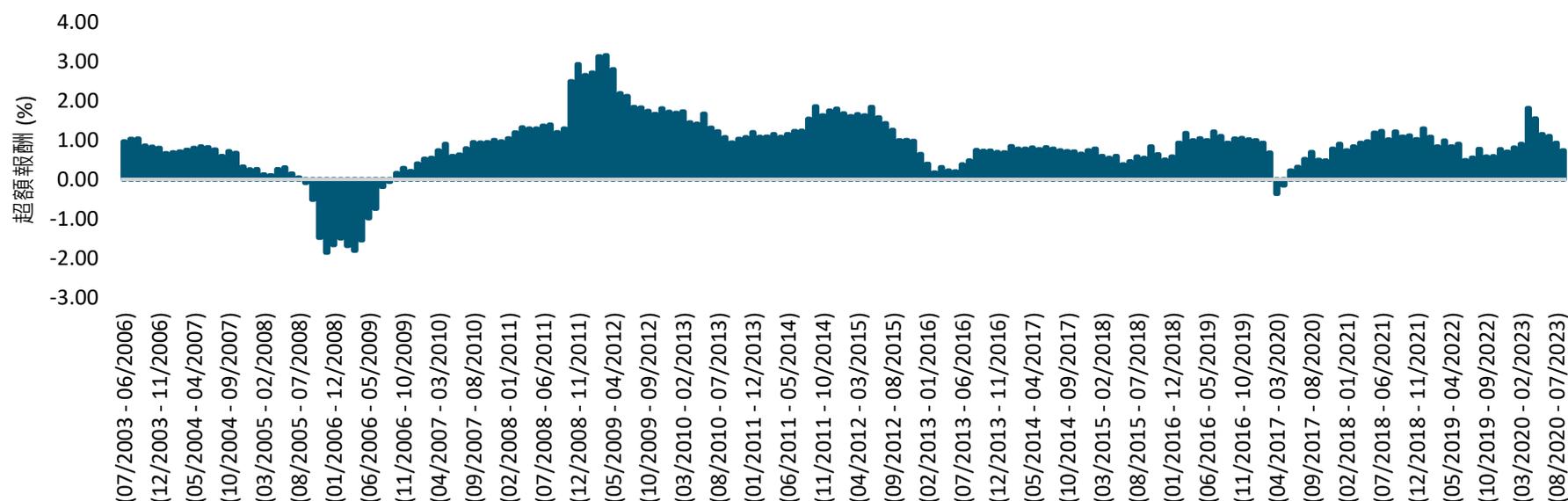
固定收益的估值分析，方法不一而足

主動式全球資產管理的主張



- 利用全球脫序與脫鉤；貨幣週期、相對價值契機
- 關鍵方法：全球存續期、全球資產配置、避險策略、跨幣別信用契機、證券選擇

全球固定收益未避險策略 vs. 彭博全球總合的平均 3 年滾動超額報酬



資料來源：全球固定收益未避險策略之模擬對應彭博全球總合指數來自於eVestment. eVestment Alliance, LLC 與其關係實體 (合稱「eVestment」) 直接從投資管理公司以及其他判定為可信之資料來源搜集訊息，然而 eVestment 並未擔保或保證所提供之資料必然正確、即時或完整，亦不對任何錯誤或疏漏負責。績效成果可能須與eVestment 系統公告之額外揭露事項一併理解，此外尚有其他重要考量，例如應當扣除或待繳納之費用等。不得對外發行，僅限於根據客戶合約條款，有限度散佈流通。*未必已納入所有類別，加總結果未必為 100%。著作權所有 2012-2023 eVestment Alliance, LLC。版權所有。2003 年 7 月至 2023 年 6 月資料。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。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。

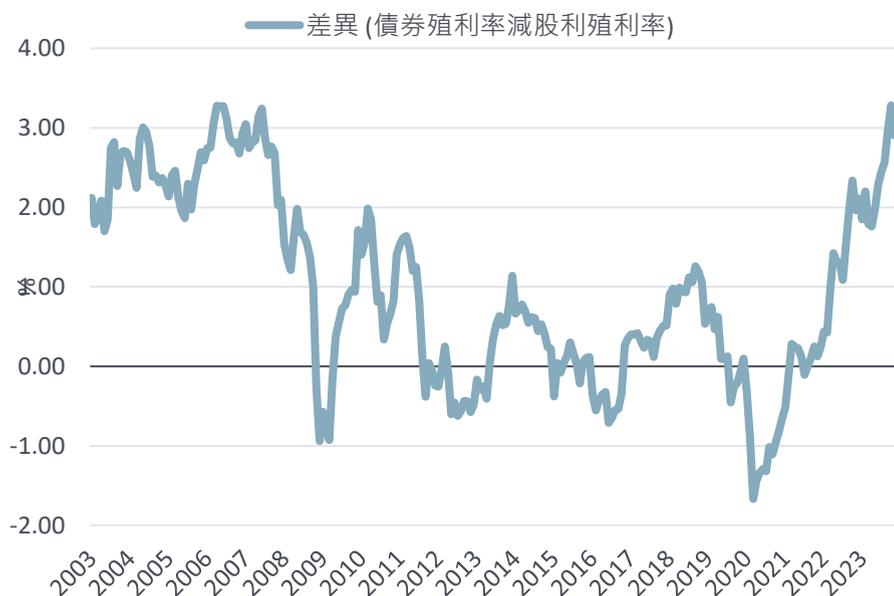
策略性資產配置的固定收益

除了股票別無選擇的局面流轉



- 固定收益在多重資產的背景下再度重燃魅力。TINA 現正受到挑戰
- 面臨總體波動率高漲之際，固定收益可作為潛在的分散工具與波動率管理工具

10年美國債券殖利率 vs. S&P 500 指數股利殖利率



股票市場脆弱？七大科技股的交易顯著溢價



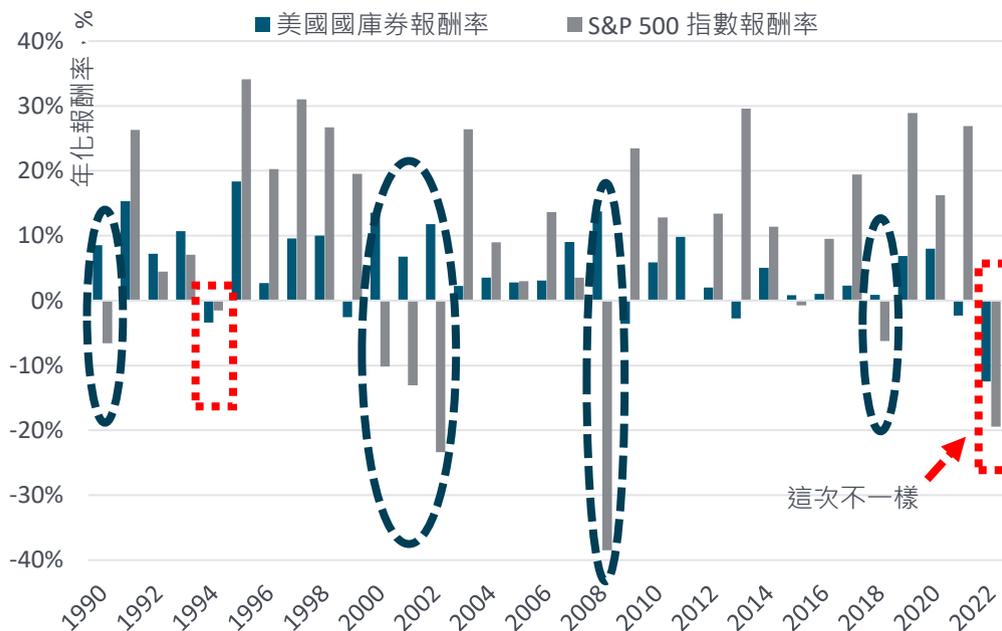
資料來源：右圖 — 彭博。2003 年 3 月至 2023 年 11 月 (截至 11 月 8 日) 每月資料。右圖：FactSet 投資組合分析。本益比使用目前財政年度盈餘預估進行計算。2013 年 12 月 31 日至 2023 年 5 月 31 日之資料。中位數係測量期間的中位數。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。殖利率不代表報酬率。過去績效不代表未來收益之保證。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

「相關係數不穩定」。但這可能是好事！

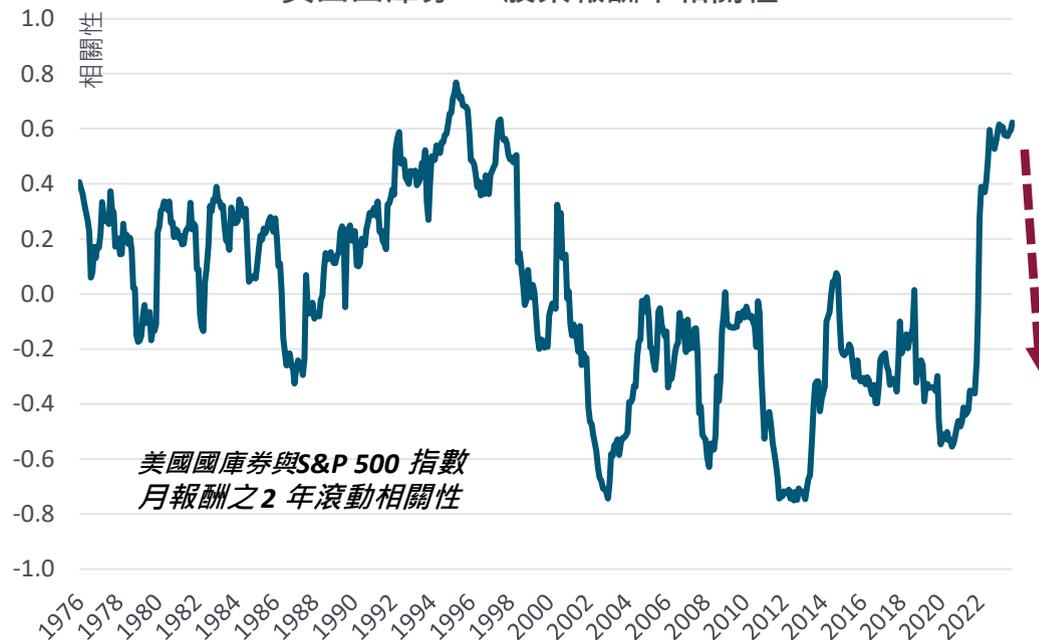


- 對於聯準會有所恐懼的階段裡，固定收益與股市的表現同樣不佳
- 展望未來，我們認為利率波動性降低時，相關係數將再度正常

歷史上，固定收益向來在危機期間協助管理部分風險



美國國庫券 — 股票報酬率相關性



美國國庫券與S&P 500 指數
月報酬之2 年滾動相關性

資料來源：彭博。左圖：1990 年至 2022 年年化資料。S&P 500 指數報酬率 = S&P 500 總報酬指數、SPXT 指數。美國國庫券報酬 = 彭博美國國庫券指數、LUATRUU 指數。右圖：截至 2023 年 11 月 (11 月 8 日) 之每月資料。相關性係數乃根據美國國庫券與 S&P 500 月報酬之 2 年滾動相關係數。箭號反映了我們對於未來相關係數的潛在走勢如何看待。圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來收益之保證。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。

我們認為現已逼近主要轉折點，固定收益終將重拾多元分散工具的原有地位

私募信貸:上市交易的固定收益資產具備不亞於另類資產的吸引力



- 針對策略性資產，加碼佈局私募資產的動機目前較欠缺

上市固定收益		私募資產
上市固定收益殖利率，目前達到了歷史上的偏高水位	估值	缺少流動性之溢酬幾乎消失
上市固定收益券種乃是重要的工具，有助投資人管理流動性風險	流動性風險	本質上，私募資產的曝險，降低了投資組合的整體流動性
縱使經濟成長環境艱困，公開交易非投資級券種的違約風險仍預期維持在合理低點。	違約風險	由於資料可得性的問題、透明度較低、借款人規模較小，以致於私募市場在違約風險的評估面臨挑戰，尤其是在總體波動率上升的時期。潛在復甦流程也很複雜
存續期延長的主張，目前更加強勢，此外也能透過上市固定收益券種，輕鬆建立起較長的存續期部位	存續期風險	私募信用債通常存續期很短，或者是依據浮動利率，而目前市場置身於特定的利率週期階段，致其不再具備吸引力。
由於針對成長週期曝險的多元程度充裕，從地方政府債到非投資級債券一應俱全，上市固定收益券種可供有效管理企業景氣循環風險	總體經濟風險	由於鎖定的借款方規模固定，私募資產在商業週期的變化裡通常十分脆弱。

圖文與所提及之有價證券僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。殖利率不代表報酬率。過去績效不代表未來收益之保證。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。

對於私募資產而言，趨勢似乎有所轉變

聲明

柏瑞投資由旗下多家國際公司組成，並致力為世界各地之客戶提供專業投資建議、資產管理產品及服務。柏瑞投資乃PineBridge Investments IP Holding Company Limited之註冊商標。

- **參閱者：**本文件僅供收件人使用。未獲柏瑞投資預先批准下不可轉發本文件。其內容可能屬於機密、專有和/或商業秘密信息。柏瑞投資及其附屬公司均不會為將本文件（不論全部或部份）非法分發予任何第三者負責。
- **意見：**本文件中所表達的任何觀點乃代表基金經理的意見，僅在指定日期有效，如有更改，恕不另行通知。不能保證本文件中所表達的任何意見或任何相關持倉會在本文件發佈時或之後仍會維持。本公司無意藉此招攬或建議任何行動。
- **風險警告：**所有投資均涉及風險，包括本金的潛在虧損。如適用，應參閱發售章程內的詳情，包括風險因素。投資管理服務與多項投資工具相關，其價值均會波動。不同投資工具的投資風險並不相同，例如對於涉及與投資組合不同貨幣的投資，匯率變化可能影響投資的價值，從而使投資組合的價值上升或下跌。在較高波動性投資組合的情況下，實現或取消的損失可能非常高（包括全部投資損失），因為這種投資的價值可能突然和顯著下跌。在作出投資決定時，準投資者必須自行審視涉及之優點和風險。
- **業績附註：**過往業績並不代表將來表現。不能保證任何投資目標可以實現。柏瑞投資經常使用基準來比較業績。基準僅用作說明用途，任何相關提述不應被理解為任何投資的投資回報與任何基準之間將必然存在相關性。任何參考基準並未反映與主動管理投資相關的費用和支出。柏瑞投資可能不時顯示其策略的效果或通過模型表達一般行業的觀點。此類方法僅旨在顯示預期範圍的可能投資結果，不應被視為未來表現的指引。不能保證可以實現任何回報，或有關策略將對任何投資者成功或有利可圖，或任何行業觀點將會實現。實際投資者可能會遇到不同的結果。

柏瑞投信為MFS基金系列在台灣之總代理

柏瑞證券投資信託股份有限公司

柏瑞投信獨立經營管理

108金管投信新字第001號

台北總公司：104台北市民權東路二段144號10樓

(02)2516-7883

台中分公司：407台中市西屯區市政路386號12樓之8

(04)2217-8168

高雄分公司：802高雄市四維三路6號17樓之1(A5室)

(07)335-5898

製作時間：2023/12

TM112436

【柏瑞投信獨立經營管理】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投資人須知。有關基金應負擔之費用(含分銷費用及反稀釋費)已揭露於基金之投資人須知中，投資人可至柏瑞投資理財資訊網或境外基金資訊觀測站查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，基金投資風險請詳閱公開說明書。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。基金不受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。投資基金可能發生部分或本金之損失，最大損失為全部投資之金額。

基金投資涉及新興市場部位，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。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。基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用。有關本基金之配息組成項目揭露於本公司網站。

基金得投資於非投資等級債券者，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，此類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。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。此類訴求之基金不適合無法承擔相關風險之投資人，適合尋求投資在固定收益證券之潛在收益且能承受基金淨值波動風險者。當基金得投資於符合美國Rule 144A規定之債券，相關風險包括限制轉售期間之流動性風險、因缺乏公開財務資訊進而無法定期評估公司營運及償債能力之信用風險及限制轉售期間的前後之價格風險。

基金以ESG投資納入主要投資重點者，相關風險包括：ESG(或永續發展)主題基金之投資風險、目前ESG評鑑方法及資料之限制、缺乏標準之分類法、

投資選擇之主觀判斷、對第三方資料來源之依賴等，前述相關風險、有關基金運用限制及投資風險之揭露請詳閱公開說明書。本公司所發行的ESG系列基金，其投資策略類型、投資策略與方法、排除政策、ESG實際投資比重等資訊，可至【FUND CLEAR基金資訊觀測站，境內基金資訊公告平台-(ESG基金專區)】或至【柏瑞ESG基金專區】查閱。有關基金之ESG資訊，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書或投資人須知所載之基金所有特色或目標等資訊。

基金投資債券之主要投資風險包括投資債券固有之風險(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、投資地區政治、經濟變動風險等)。此外，投資轉換公司債，除具債券固有風險外，其價格亦受股價之波動，基金持有此類債券亦包括非投資級或未具信評者。

本基金包含美元及歐元計價級別，如投資人以其它非本基金計價幣別之貨幣換匯後投資本基金者，須自行承擔匯率變動之風險。此外，因投資人與銀行進行外匯交易有賣價與買價之差異，投資人進行換匯時須承擔買賣價差，此價差依各銀行報價而定。

以外幣申購或贖回時，其匯率波動可能影響外幣計價受益權單位之投資績效，因此經理公司得為此類投資人為外幣避險交易。然投資人應注意，避險交易之目的在於使該外幣計價受益權單位因單位價值下跌而遭受損失的風險降至最低，然而當外幣相對於基金及/或基金資產計值幣別下跌時，投資人將無法從中獲益。在此情況下，投資人可能承受相關金融工具操作之收益/虧損以及其成本所導致的淨值波動。

本公司及銷售機構備有投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢：

柏瑞投資理財網：<https://www.pinebridge.com.tw>

境外基金資訊觀測站：<https://www.fundclear.com.tw>



柏瑞投信為MFS基金系列在台灣之總代理