



聯博-房貸收益基金

(本基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券並主要投資於符合美國 Rule 144A 規定之私募性質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。美國 10 年期公債殖利率本月份下降 61 個基本點¹。

11 月份，在聯準會結束升息與經濟軟著陸可能性增加的背景下，市場投資氣氛濃厚，帶動信用風險移轉債券 (CRTs) 表現領先。位於資本結構上層的 M1 與 M2 部位，利差收斂 15 到 30 個基本點；下層部位的利差收斂程度更大，主因投資人尋求增加曝險部位。未來幾週即將進入年底假期淡季，故本月份交易量熱絡。新債市場方面，房地美與房利美各發行 2023 年最後一筆新債，分別為高貸款價值比與低貸款價值比的債券。房貸保險商 Enact Mortgage Insurance 亦發行 2023 年最後一筆新債。房地美首次發行的 A1 類別部位深受投資人青睞，超額認購逾 11 倍。房利美 2023 年最後一批新債亦有熱絡買氣，資本結構各部位均超額認購數倍。除了初級市場的交易活動之外，房地美亦宣佈收購要約，計畫買回 13 筆在 2018 年到 2020 年發行的債券。由於年初以來發債量達歷史新低，加上收購活動熱絡，市場供給量呈淨負值，在時序進入 2024 年之際，預計有利於信用風險移轉債券市場的技術面。

在殖利率與利差均下降的環境下，傳統商業不動產抵押貸款證券 (CMBS) 本月份整體表現正面。年初以來，在商業不動產市場面臨考驗的背景下，資本結構上層部位表現最佳。受惠於經濟軟著陸的可能性增加，11 月份殖利率大幅下降，帶動新債發行踴躍，包括 4 筆通道 (Conduit) 貸款與 5 筆單一資產/單一借款人 (SASB) 貸款發行案。隨著發債量增加與利差收斂，投資氣氛熱絡。然而，2023 年年初以來發債量約較 2024 年同期減少 57%。投資團隊預計 2024 年的發債活動持續低落，可望避免利差大幅擴張，且對價格有一定程度的支撐。本月份，逾期 30 日以上貸款逾期還款率下降，主要是工業與多戶住宅公寓等不動產類別。其他如商辦與出租旅館等類別的逾期還款率則增加。考量經濟成長放緩與利率攀升，投資團隊預計未來幾個月的逾期還款率還會進一步成長。根據投資團隊的觀察，債券違約仍舊偏向策略考量，借款方可藉此與貸款方協商貸款寬限或展延，而非交回不動產。

11 月份，擔保貸款憑證 (CLOs) 各資產結構部位全數表現正面，較低品質部位表現領先較高品質部位。擔保貸款憑證的報酬平均來自套利收益與價格報酬，而本月份利差大幅收斂。隨著聯準會升息導致浮動票面利率持續重設，加上利率走勢不明朗，擔保貸款憑證從中受惠。評級調降債券數持續高於評級調升貸款數，而 CCC 等級²部位仍高，主因營運表現轉弱、原物料與人力成本攀升、利息費用增加，且槓桿程度偏高。影響所及，超額擔保的緩衝空間已從近期高點降低，但本基金持債企業的緩衝平均高於市場中位數。2023 年前 3 個月的發債力道跟去年同期類似，但後續已逐漸趨緩。11 月份新債發行總額達 151 億美元，年初以來總額年降 11%。重設債券與再融資債券發行量在 11 月份來到 47 億美元，因為去年夏季發行、利差逾 200 個基本點的短天期 AAA 等級債券結束 1 年的不可贖回期。在負債水準處於歷史高檔的情況下，重設債券與再融資債券的發債活動預計仍然有限。由於基本前景面臨挑戰，加上重設債券與再融資債券發行量低迷，投資團隊預計 2023 年底新債發行量將低於 2022 年底。

基金績效

本基金 11 月份報酬為正，表現領先漲幅為 0.45% 的參考指數擔保隔夜融資利率 (所有報酬皆以美元計價)。

11 月份，投資團隊在擔保貸款憑證與信用風險移轉債券的配置貢獻基金績效。本基金的存續期間³相當短，但在本月份債券殖利率下降的情況下，存續期間部位即使不多，亦有利於基金報酬。

展望與佈局

房市支撐力道優於多數觀察人士的預期。儘管美國房價從去年高點跌落，但已在近期上揚。投資團隊預計 2024 年房價將持平或小幅成長。房價漲跌可能依區域與價格區間而迥異，但整體而言，房市體質預計維持在合理狀態。房市技術面仍舊相當有撐，且委託代售房屋數量低於前幾年水準。目前的屋主先前以極低利率買房，如今面臨房價與房貸利率雙雙攀升的局面，搬遷意願降低，可能壓縮未來的房屋供給。根據歷史趨勢，如此庫存水準往往會推升房價。然而，隨著買房需求轉趨黯淡，投資團隊預計房屋庫存將從目前的極低檔開始累積。在利率與房價攀升的背景下，房市需求趨緩，但逐漸浮現回穩跡象。房

貸利率調升，擠壓民眾買房能力，房貸申請人數徘徊在低檔。成屋銷售較去年同期萎縮。儘管如此，住房銷售速度高於 2019 年平均。人口組成亦為美國房市提供長期支撐力道。許多千禧世代族群正值首購族的黃金年齡，且目前愈來愈能遠端工作。根據美國人口普查局數據，年屆 30 多歲的美國民眾（亦即買房主力）預計在未來 15 年穩定成長。年輕人與父母同住的比重在疫情末期已大幅下降。由於房貸市場以 30 年期固定利率房貸為主流，既有房貸借款人相對不受房貸利率增勢的衝擊。浮動利率房貸的現行承作標準亦遠比 2007 年嚴格。

信用風險移轉債券的基本面仍然穩健。房價現階段漲勢已大幅推升房屋淨值，讓屋主有按期繳交房貸的誘因，或在經濟條件不佳時以高於買價的價位出售，進而為信用風險移轉債券部位帶來支撐力道。此外，受到房價漲幅累積的影響，發行時間較早房貸的貸款價值比已大幅降低，進而強化其基本面。

儘管房貸利率逐漸攀升，但現行貸款人先前買房的利率較低，房貸金額維持不變。借款人的信用評等相當高；多數借款人的 FICO 信用分數超過 750 分；截至 2022 年第四季，新發行房貸的信用分數中位數為 769 分。FICO 信用分數是借款人的信用風險分數，範圍落於 300 到 850 分之間，670 分以上代表信用記錄良好。承作條件仍舊嚴格，房貸業者在評估潛在貸款者採取更嚴格的標準，有利於信用風險移轉債券池的房貸品質。此外，借貸條件嚴格，亦避免中低所得貸款人購買房價所得比過高的房屋。投資團隊預計，2023 年的市場趨勢將延續至 2024 年，亦即房貸發行量低於平均，且收購活動熱絡，對技術面帶來利多。

受到利率攀升、銀行放款標準轉嚴、房地產預計跌價的影響，商業不動產貸款市場面臨考驗，進而提高商業不動產貸款方的再融資風險。儘管如此，基本面依不動產類別與債券發行年份而異，故必須慎選標的。投資團隊青睞品質較高的 AAA 與 AA 等級部位，其信用品質大幅強化，可望保護現金流，抵擋信用減損造成的潛在虧損。舉例而言，高品質債券在全球金融風暴時期的虧損較少，信用條件亦從那時起進一步提升。自全球金融危機以來，AAA 等級部位發行時的信用品質平均增加 30%，AA 等級則增加 17%。隨著高評級部位陸續償付，債券的信用品質在到期前將逐漸強化。相較於 2006 年與 2007 年發行的債券，目前品質水準可望抵擋更大的潛在虧損（大部分情境）。2006 年與 2007 年發行的債券發行條件最差，且跌幅為 11% 到 12%，達歷史高檔。投資團隊亦小幅佈局信評較低部位，亦即處於資本結構較低位置的部位。投資團隊偏好發行時間較久的債券（2014 年與 2019 年之間），因為這類債券受惠於標的房地產的價格增勢，且在商辦的佈局較少。

隨著投資人對投資報酬的要求高於融資成本，資本化率（營業淨利/不動產購買價格）攀升，故投資團隊預計商業不動產價值預計將逐漸降低。事實上，儘管市場交易量不大，但在交由特殊服務機構管理的商辦/零售空間貸款中，部分不動產估價已經下降（多戶住宅公寓與租賃住宿類別的營業淨利增加，有助於抵銷資本化率增勢，預計將抑制不動產價格跌幅）。考量不動產價值預計降低，投資團隊偏好在市場波動時期有撐的高評級部位。利率攀升趨勢為貸款再融資帶來大幅利空，預計導致

2023 年逾期還款率持續增加（截至 11 月底，逾期 60 日以上的整體商業不動產抵押貸款證券達 4.3%）。商業不動產抵押貸款證券的逾期還款數當中，多數可能來自於商辦等落難類別。投資團隊預計，借款企業將持續與放款銀行和特殊服務機構合作，必要時延展債務，但前提是借款企業持續經營標的不動產，且計畫注入資金（品質較高的機構型借款企業名列通道貸款與單一資產/單一借款人貸款的前十大放款對象，更有機會進一步股權融資）。此外，採用浮動利率的單一資產/單一借款人貸款當中，貸款架構建有多次 1 年展延期，且需要購買利率上限合約。受惠於這些特點，借款企業取得新債的壓力降低，也能避免利率攀升的衝擊。利率攀升亦有助於支撐技術面，主因商業不動產抵押貸款證券的借款方目前不願借款，且新債發行量有限。年初以來發債量約較去年同期減少 66%。投資團隊預計年底前、乃至於 2024 年的發債活動持續低落，可望避免利差大幅擴張，且為技術面帶來部分支撐。

基本面依不動產類別而異，商辦類別的表現最為不振，工業類別與多戶住宅公寓類別表現持續領先。商辦仍是最值得堪慮的類別，因為商辦空間需求已經降溫，且空置率持續攀升，尤其是科技業租戶，但投資人不應對商辦類別一視同仁。商辦類別當中，郊區商辦受到的衝擊小於市區商辦，因為民眾前往郊區辦公室的意願提高。品質較高的商辦（新進完工或位於黃金區）可望持續表現領先。生命科學不動產預計受惠於強勁需求，前景穩健。近期發行的債券佈局商辦較多，但風險受到長期租賃的抵銷，因為業者有機會將空間再租賃出去。此外，發行時間較早的證券受惠於去槓桿化，且在商辦的佈局較低。自全球金融危機後的低點以來，商辦價格已經成長 1 倍，顯示發行時間較早的商業不動產抵押貸款證券商辦貸款已大幅去槓桿化。

非購物中心零售業持續改善，支撐力道優於預期，主因消費者持續前往帶狀商場採買日常所需（如生鮮雜貨）。帶狀商場的商店入駐率提升，且店家以更高租金續租，顯示趨勢正面。此外，許多貸款能夠再融資，籌資成本獲得控制。區域型購物中心的再融資仍是隱憂。投資團隊認為，在疫情加速零售趨勢的背景下，區域型購物中心仍舊堪慮，尤其是 B 等級與 C 等級的低評級購物中心（每平方呎營收較低）。零售類別的信用品質降低；J.C. Penney 與 Macy's 等主要租戶的營運態勢不斷轉變；消費者希望互動性更高的購物體驗，而非只是購買跟線上零售直接競爭的商品。自 2020 年以來，許多低評級購物中心的不動產現金流已經降低，所有者不願投資改善物件，除非資金的投資報酬率理想。考量零售類別的信用受限，且債務成本相對較高，投資團隊謹慎看待以這類購物中心為抵押品、2020 年前發行的貸款，並預計貸款會進一步展期或部分違約，而非在到期日及時償付。儘管如此，市場參與者近期願意曝險於評級較高的 A 等級區域型購物中心。

租賃住宿業當中，有限服務飯店受惠於國內休閒旅遊活動成長，且損益兩平成本較低。相較之下，全方位服務飯店（提供餐廳、酒吧、每日客房服務，並鎖定商旅人士）的財務狀況吃緊，但現金流與住房率已逐漸稍有回溫。整體而言，平均每房收益目前比 2019 年水準高出 5% 到 10%，但住房率仍舊不振。隨著疫後旅遊需求從高檔回落，加上薪資與商品價格攀升，營業利潤率預計減緩。然而，受惠於飯店業者順利調升每晚房價，營

業利潤率仍舊遠高於疫前水準。考量租金正面成長、住房率高與家庭財務強勁，投資團隊持續看好此類別的基本面。礙於買房能力降低，許多潛在買房民眾只好繼續租屋。儘管住房供給量將在未來兩年增加，削弱租金成長，但投資團隊預計，多數不動產的租金成長率達 1%到 3%，可望帶動貸款表現強勁。工業不動產與資料中心為最大受害者，主因線上零售趨勢轉強，且雲端運算的普及率增加。入住率高，且租金在 2020 年到 2022 年迅速成長。相較於其他主要商業不動產，此類別的成長力道持續強勁，但考量經濟放緩，且部分大型工業租戶在新租約減少租賃規模，投資團隊預計未來租金增幅步調將放慢。

擔保貸款憑證方面，本基金配置橫跨資本結構不同順位。投資團隊認為，擔保貸款憑證的收益成長空間比信評相當的公司債券更具吸引力，且受惠於浮動票面利率持續重設。考量高通膨、高利率、經濟放緩等利空因素，投資團隊持續謹慎看待貸款基本面的疲弱現象。在流動性大幅波動的環境下，只有少數優異企業享有流動性，故多數企業的利潤率與利息覆蓋率預計降低。跟其他市場壓力加劇的時期一樣，遭到降級的貸款數目前多於遭到升級的貸款數。投資團隊密切關注降級步調，尤其是高風險的 B 等級債券，因為降級與違約的時間點與存續期間是擔保貸款憑證結構的重要考量因素。投資團隊預計，未來 12 至 18 個月的貸款違約率約 5%至 6%。以本基金的擔保貸款憑證部位而言，BBB 等級以上的部位在壓力情境下預計不易虧損，因為其信用條件已經增強。擔保貸款憑證的結構組成足以抵擋市場壓力，擔保貸款憑證將 CCC 部位的比重限制在 7.5%，超過上限時，覆蓋率測試將會轉嚴，判斷現金流是否應該由股權轉到債權部位，亦即有助於支撐債權部位。有鑑於此，擔保貸款憑證經理人有誘因謹慎管理投資組合的品質與各種相關測試。置身當前週期，投資團隊偏好聚焦於高品質擔保品、風險屬性較低的經理人。投資團隊預計擔保貸款憑證表現將大幅分歧，故經理人與發行案的選擇尤其關鍵。本基金評估經理人績效時，主要根據約 30 項擔保品風險與分散配置因子，包括加權平均利差與加權平均評等因子，以及尾部因子如 CCC 等級部位、低價貸款部位與小型貸款部位等。此外，本基金整合信用分析師的觀點，對此類別有更深入、更及時的見解。儘管本基金配置於風格不同的經理人，但投資團隊偏好評等較高的部位。

投資團隊認為，擔保貸款憑證的結構具有韌性，其信用條件自全球金融風暴時期以來已有提升。AAA 與 AA 等級部位從未虧損，包括全球金融危機期間，亦即在進一步信用強化之前。擔保貸款憑證通常涵蓋 20 到 30 個產業與 150 家至 200 家發債機構。只有在眾多產業的標的貸款同時出現嚴重違約時，高評級部位才會虧損。儘管擔保貸款憑證在放款市場佔有相當大的比重，但只佔違約貸款的一小部分，原因在於基於結構性因素，擔保貸款憑證對 CCC 等級債券必須採減碼配置，且採取主動

式管理。擔保貸款憑證必須經過覆蓋率測試，確保有足夠資金針對債權部位履行債務 (尤其是高評等部位)。擔保貸款憑證針對持有資產 (包括結構型商品與公司債券) 亦有多項限制，例如發行時間較久的擔保貸款憑證不能持有公司債券，而發行時間較短的擔保貸款憑證則通常會限制持有 5%。擔保貸款憑證亦對固定利率與長期資產設有限制，貸款除非已事先規定，通常必須比擔保貸款憑證更早期到，才能避免拋售潮。上述限制不但使資產與負債的品質更加平衡，在市場走低時亦可望加強擔保貸款憑證的結構。

本基金近期增持機構房貸抵押證券 (MBS) 配置。11 月份，機構房貸抵押證券的單月報酬達到歷史高檔，原因除了殖利率大幅下降之外，經濟軟著陸機率增加，亦是主因。利差仍舊處於歷史高檔，但接近投資團隊短期預測的相對低檔。隨著房貸抵押證券利差收斂，其他類別的利差亦收窄。有鑑於此，投資團隊認為，機構房貸抵押證券的投資吸引力持續高於公司債券。觀察歷史趨勢，這類債券在市場震盪時期的風險調整後報酬具吸引力。考量目前的量化緊縮措施與近期利率波動，投資團隊預計利差不會大幅收斂，但預計機構房貸抵押證券有良好表現，主因經濟成長放緩，或通膨降溫而減緩市場波動。技術面好壞互見。隨著房市活動減緩而小幅削弱供給面，加上資產經理人的需求增加，有助於緩解利空因素，包括銀行業與聯準會並無買債需求。投資團隊集中佈局在收益與利差具吸引力的高票息利率證券，其近期表現領先低票息房貸抵押證券。高票息利率證券預計相對不受量化緊縮措施的衝擊，因為該措施主要集中在低票息利率的抵押品。

本基金採取槓鈴投資策略，佈局流動性較高、評等較高的資產 (如機構房貸抵押貸款證券或 AAA 等級的擔保貸款憑證)，同時搭配可以創造更多收益的收益型資產。本基金目前的配置比重反映出對證券化資產的高確信度。投資團隊認為基金目前佈局得宜，得以因應當前環境。在住宅房貸證券當中，投資團隊在過去幾個月增持機構房貸抵押證券，可望在避險氣氛濃厚的情況下帶來部分緩衝空間。

1. 1 個基本點為 0.01 個百分點。
2. 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。
3. 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。

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 樓 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驗信用評等，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。本基金主要投資於符合美國 Rule 144A 規定之私營性質債券，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。聯博-房貸收益基金(本基金有相當比重投資於非投資等級之高風險債券並主要投資於符合美國 Rule 144A 規定之私營性質債券且配息來源可能為本金)在 2014 年 2 月 20 日更名，舊名為聯博-短期債券基金。該基金之投資策略及指標也更改，詳細內容請參考基金公開說明書及投資人須知。所有在 2014 年 2 月 20 日之前之績效及數值皆屬於聯博-短期債券基金。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）。

[A|B] 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. ABITL23-1218-08

關注聯博，市場新訊不漏接



搜尋：聯博

