

富達投資觀點

2012.09

富達亞洲高收益基金(本基金主要投資於非投資等級之高風險債券且配息可能涉及本金)焦點談話 – 調降商品原物料、工業與地產債比重 增持類現金比重 俟機加碼流動性佳的債券



布萊恩·柯林 (Bryan Collins)

Bryan Collins於2006年加入富達，擔任固定收益部門交易員。在加入富達之前，曾於瑞士信貸資產管理(Credit Suisse Asset Management (Australia) Limited)擔任固定收益顧問、分析師，及固定收益和外匯部門之交易員。對於固定收益商品投資與研究經驗豐富，領有特許財務分析師執照。2009年10月起擔任富達亞洲高收益基金(本基金主要係投資於非投資等級之高風險債券且配息可能涉及本金)經理人。

低利率環境下，市場追求收益蔚為風潮，富達亞洲高收益基金(本基金係投資於非投資等級之高風險債券且配息可能涉及本金)經理人布萊恩·柯林(Bryan Collins)指出，收益與風險是相伴的，投資人千萬不要一味追求高配息而承擔過多的風險。票息收益可望支撐亞洲高收益債總報酬，市場若因為歐債危機和美國財政懸崖或中國經濟問題而拉回，就是逢低承接的時點。

投資人在投資前 宜先捫心自問自身的風險承受度 再決定收益高低

問：低利率環境下，大家都在追求高收益，你如何看待此趨勢？

答：大家都在問我這個問題，在低利率年代，大家都在追求收益，首先大家要了解收益總伴隨著風險，在這裡我要很慎重

地提醒呼籲，不要因為特別喜愛收益就一味追求較高的收益，而承擔過多的風險。要收益就要承擔風險，不願承擔風險、又要收益，就必須從本金支付收益，不可能要收益又不要風險，投資之前一定要先衡量是否自己可以承擔的風險，再去考慮收益問題。

當前的市場深具挑戰，這是你我必須面對的，但投資前必須先了解風險、再談收益。我和團隊無時無刻都在致力追求提高投資組合的收益和債券品質，這包括債券信用評等、資訊揭露、新債發行、償債順位(是否在第一順位)，我們善盡職責在管理這個投資組合，讓這個資產是他們可以信賴和長期投資，也期望藉由與市場參與者的明確和清楚溝通，樹立良好模範一包括各自責任和市場透明度，有助市場不斷成長，不管是目前美元計價的亞洲高收益債，或有助蓬勃發展中的中國點心債或內地債券市場，能夠建立良好的市場體質。

降低商品原物料、基礎工業並調節地產持債

問：目前的投資策略？

答：目前亞洲高收益債市的投資價值合理，大家對收益都很有興趣，這在技術面的需求上依然有支撐。儘管8月以來的財報旺季，企業上半年財報已陸續公布，雖然多空夾雜，整體而言相對穩定，但個別企業差異性大。

投資亞洲高收益債市要特別注意產業和發債機構集中的問題，也是管理這檔基金時最重要的議題，所以我們挑選債券不是看市場權重，而是著重在發債機構和產業的基本面，近來我特別降低投資組合的風險，包括特定產業如商品原物料、基礎工業與地產都減碼不少，有

助增加流動性。

問：基金的現金比重為多少？

答：目前投資組合相當重視流動性管理問題，但我也期望需要時間，又能夠好變現的資產，因此管理手上現金比重雖只有1%，但類現金的比重較多，包括：短天期國庫5%，短天期優質政府債和投資級債券等流動性比較好的債券，合計比重高達20%。

由於美國聯邦準備理事會可能有第三輪貨幣寬鬆管理政策(QE3)和提高投資組合的流動性，有助未來伺機加碼和承接新發行具價值的債券。

今年以來亞洲公司債發行逾千億美元，主要以投資級債券為主，高收益債比重較低，中國國企所發行的公司債，多數是投資級債券，並非高收益債範疇。

其中公司治理是個問題，我們挑選的債券都是體質相當不錯的高收益債，如房地產業者常上新聞頭條，每月都會公布財務數據，因此透明度高，加上這類公司的資本架構簡單、發債歷史長，我們對其公司治理不會太擔憂，調節地產是為降低風險，調節的國家主要是中國和印尼。

問：基金的殖利率是多少？

答：基金收益率*約8.25%，到期殖利率是8.5%，這是一檔高收益的公司債基金，基金總報酬主要來自公司債的票息收益，承如先前所提及，我不會為了追求較高的收益去承擔更多的風險，目前所關注的是債券的收益品質。去年10和11月收益率較高，近期收益率下滑，但幅度並不明顯。未來數月的收益較之前

註：*收益率(Running Yield並不代表實際報酬率，也不是計算基金淨值的基礎 -- does not represent the actual return to investors, it is also not the basis of calculation of fund prices), 資料來源 :FIL Limited,2012/07/31)



富達投資觀點

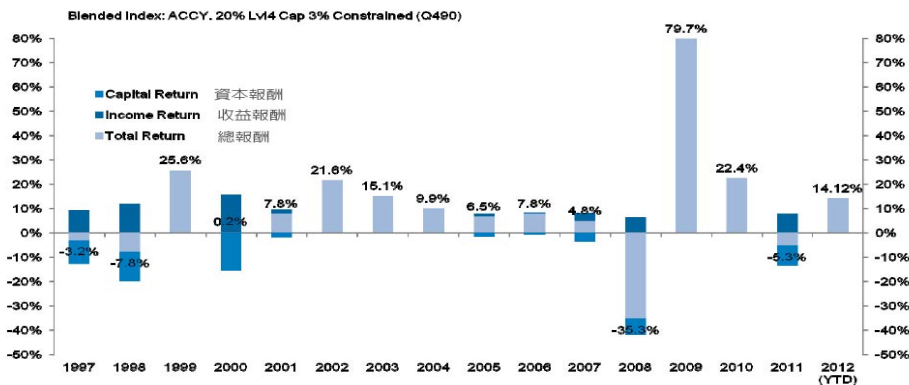
2012.09

小，一來是因為近來半年到一年的市場變動，再者是我降低風險承受、調節持債、布局更加謹慎，新發行債券的收益率不如去年，有的債券的投資價值尚未浮現。

問：資本利得上漲空間有多大？

答：目前資本利得上檔空間有限，一般而言，債券投資總報酬一半是來自資本利得(損)，雖然部分債券仍有資本利得，但相對有限，在風險較高的B級債券還是比較有機會。但承如早先所言，我管理此檔A股月配息級別的基金不會動用本金支付配息，收益主要來自債券票息折算現金給投資人，儘管收益率不如往昔，但不會動用本金支付，但也不代表基金淨值不會變動。淨值會隨市場波動，但因為未動用本金，收益率主要來自債券票息，所以我不用刻意出售手上其他債券，填補動用本金去配息而造成的淨值缺口。

配息具有緩衝效果



資料來源：FIL Limited, BofA/Merrill Lynch Indices as at 31 July 2012

點心債投資不在匯率 關鍵在資產品質流動性和收益

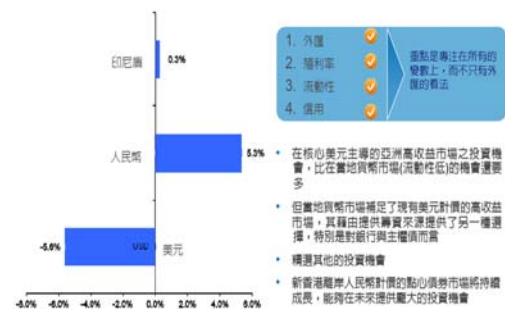
問：點心債近來在亞洲很夯，你對點心債的看法？有助豐富投資組合嗎？

答：亞洲高收益債投資管理，要注意外匯、殖利率、流動性、信用，其中外匯是很重要的一項因素，到7月底我們目前人民幣布局相較大盤是加碼5.3個百分點，但最新部分已減少一半以上，主要是降低基金在中國經濟不確定下的風險。

首先我要強調：點心債方面，匯率不是投資重要，關鍵是在債券品質、或為流動性或避險、債券多元化。投不投資點心債要看能否創造基金收益和債券資產品質好不好，有時發行點心債的企業，其債券有美元和人民幣計價兩種選擇，有時人民幣債反而便宜，這時候我會捨棄美元計價公司債而是買其點心債。點心債是很有吸引力的資產，主要是投資等級債券，高收益債券數量不多，品質未必好，先前的債券條款也過時，加上人民幣波動比較低，特別是未來6到

12月若經濟不如預期，恐將貶值1到2%；但基本上，我認為人民幣匯價是穩定的。

基金投資幣別分佈



資料來源：FIL Limited, BofA/Merrill Lynch Blended Index: ACCY, 20% Lvl 4 Cap 3% Constrained, 31 July 2012

歐系銀行點心債 潛藏信評風險

問：歐系銀行近來搶發點心債，你會持有這類債券嗎？

答：點心債是投資級債券法人的偏好，並非高收益債基金的重點，這類債券能夠給予3和4%票息收益率，若又是A級的投資級債券，到期只有兩年，這個收益實屬不錯，我們持有此債是看好其收益率，但目前風險較大，點心債未來市場一旦擴大，合約更清楚、結構更明朗，我們會多加留意、伺機持有。

外資在香港發行的點心債，若是跨國籍企業，我會多加留意，但法國興業銀行或荷蘭銀行雖是各國領導品牌，但到底仍是外國銀行，他們來亞洲發行人幣計價的債券是有其特定意圖。我管理基金是亞洲債券投資組合基金，這些歐系銀行發行點心債不列入投資範疇，主要係擔心市場惡化，若法系銀行信評又再調降，市場會持有美元、港幣或澳幣等計價這些銀行債，在過去幾年信評機構調降歐洲信評時，大家都吃過悶虧。但隨著點心債市場擴大，外資銀行在亞洲更活躍，為某大型借貸而發行人幣債券，屆時比較有機會。



富達投資觀點

2012.09

問：先前提及的公司治理問題，可否再說明一下？

答：富達專注在亞洲債券市場的發展與維護債券持有人的權益。我們積極從事並參與下列7項事情，以確保所有投資人的權益能夠參與亞洲債券市場的健全發展(無論是哪種貨幣計價的債券)，並確保全球良好慣例能夠繼續維持，一直以來，富達在亞洲債券市場發展過程中所擔任確保債券品質的職責，都佔有領先地位。

1. 債券契約的品質

-- 在債券持有期間，債券品質一直都能維持
-- 若有任何改變，要能提供適當的補償

2. 債券品質與揭露期間

-- 透過揭露遵循債券契約條款
-- 改善透明度與揭露原則可降低放空風險

3. 對所有投資人提供同等的訊息與待遇

-- 藉由去除銀行回扣與避免企業發債時無法將發債額度一次籌資完成，下次又再發債增加籌資額度的企業(avoidance of re-taps)，以改善發行市場的配銷情形。

4. 資本結構的優先償債順序

-- 在復甦的情況下，要求債券償付的順序與權利優於股東投資人

5. 點心債的信用評等及投資條款

-- 改善流動性與透明度

6. 鼓勵公司治理的改善

7. 利害關係人(stakeholder)應擔負責任與透明度

-- 顧問、律師、主要承銷商、信評機構、稽核機構、主管機關與資產管理公司等

綜論

• 1) 一般而言，投資價值合理；2) 目前技術面依然有支撐；3) 基本面多空夾雜，整體而言基本面對穩定，但個別企業差異性大。

• 產業集中與發債者集中，依然是亞洲高收益債券市場的主要風險，控管這些風險是我們投資策略的重要核心。

• 投資組合在近幾週內已降低投資風險，同時也遠離那些集中度高的產業，如商品、基礎工業與地產。

• 近幾個月來，投資組合已提高流動性，在

投資評價合理、預期未來新發債發行供應量增與市場投資氣氛保守的情況下，以反映潛在總體經濟風險。

• 未評等與永久債券(corporate perpetuials)：一般原則下，我們避免未評等與永久債券，主要是考量到調整後的風險報酬，通常沒有那麼好。永久債券是特別複雜的債券，因為通常在較高的風險下，所提供給信用市場投資人的價值很少

• 點心債(Dim Sum bonds)：少量的高收益投資機會，但在市場規模大幅擴增前，有必要看到市場進一步發展。

投資小叮嚀 – 歐債危機陰霾未除，未來數個月市場依然震盪，但通膨壓力減緩，中國將採取更積極的政策來穩住經濟高成長，不妨逢低承接。

亞洲各國匯率、貨幣政策也可能影響經濟與企業獲利走勢。高收益債券基金主要投資在信用評級較低的公司債，投資人需留意市場流動性及違約風險，投資比重不宜過高。

註：本基金投資在中國的部分包括中國A、B股與香港H股與紅籌企業所發行的高收益債券。

「富達證券獨立經營管理」各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，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申請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基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險，投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。依金管會規定基金投資大陸證券市場之有價證券不得超過本基金資產淨值之10%，當該基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度之影響。債券價格與利率呈反向變動，當利率下跌，債券價格將上揚；而當利率上升，債券價格將會走跌。高收益債券基金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；投資人投資高收益債券基金不宜占其投資組合過高之比重，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，高收益債券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。高收益債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。高收益基金之A股定期月配級別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。其主旨是，只有在維持穩定配息時，基金的股息才會由本金部份支出。但請注意每股股息並非固定不變。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。投資人應注意基金淨值及收益可漲可跌。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網www.fidelity.com.tw或境外基金資訊觀測站www.fundclear.com.tw查詢，或請洽富達證券或銷售機構索取。FIL Limited 為富達國際有限公司。富達證券股份有限公司為FIL Limited 在台投資100%之子公司。台北市敦化南路二段207號15樓。服務電話：0800-00-9911按2。Fidelity富達, Fidelity Worldwide Investment, 與Fidelity Worldwide Investment 加上其F標章為FIL Limited 之商標。