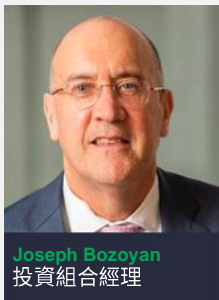


2025 年前景展望系列：優先證券/美元入息



美國聯儲局在 9 月份終於實施市場期待已久的貨幣政策轉向，這是當局自 2020 年以來首次減息。儘管美國宏觀前景和減息走勢可能存在不明朗因素，但美國展開寬鬆周期或會有利美國固定收益資產類別，尤其是優先證券。它具備較高質素(平均為投資級別)、較低違約率及較高孳息率的特點，受惠程度料最大。我們認為，優先證券及美元入息(美元核心固定收益)的動態投資方針有助駕馭經濟和利率周期，為尋求較優質資產和相對穩定收益的固定收益投資者，提供吸引的投資機會。

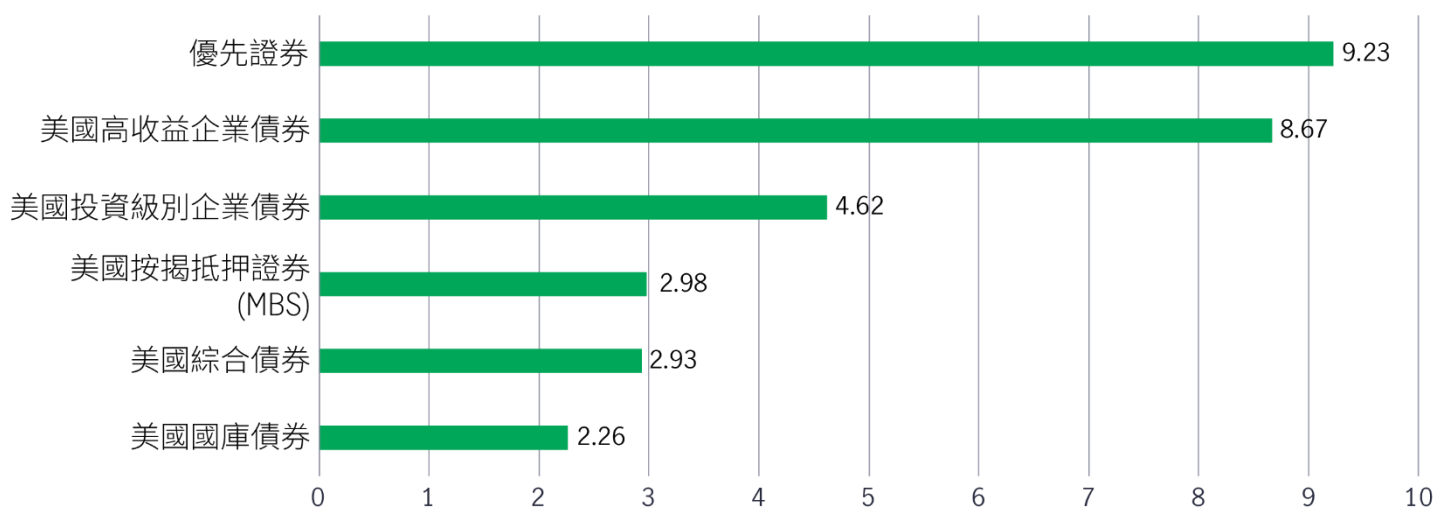
聯儲局展開寬鬆周期

利好美國固定收益資產

隨著聯儲局在 9 月調低聯邦基金利率 50 點子，正式展開寬鬆周期，美國固定收益市場在第三季整體錄得強勁回報¹。

年初至今，美國主要固定收益資產均錄得正回報，其中優先證券持續表現領先(見圖 1)²。優先證券的淨供應減少，提供了技術性支持，加上市場預期美國大選後政府將放寬對銀行業的監管，均利好優先證券。

圖 1：美國固定收益市場年初至今累積表現 (%) (截至 2024 年 11 月 30 日)²



¹ 美國聯儲局在當地時間 2024 年 9 月 18 日宣布今個寬鬆周期的首次減息，減幅 50 點子。

² 資料來源：彭博資訊，數據截至 2024 年 11 月 30 日。表現以美元總回報計算。優先證券以洲際交易所美銀美國資本證券指數(COCS)代表。美

國高收益企業債券、美國投資級別企業債券及美國國庫債券以洲際交易所相關指數代表。美國綜合債券及美國按揭抵押證券(MBS)以彭博相關債券指數代表。僅供說明之用。過往表現並非日後表現的指標。投資者不可直接投資於指數。

優先證券

鑑於寬鬆周期持續，市場現正評估聯儲局減息的幅度和步伐。由於質素較佳（投資級別）及孳息率較高，優先證券向來在減息環境下均造好，只有在環球金融危機期間例外(見圖 2)³。

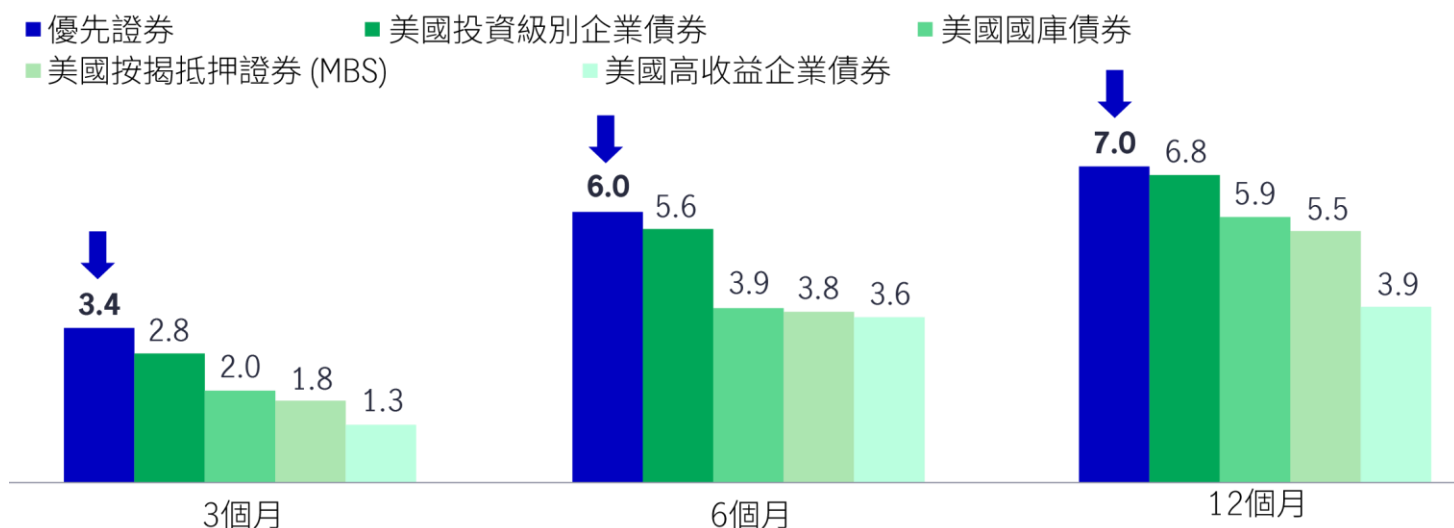
歷史數據顯示利率下降有利優先證券的表現

在過去四次減息周期開始後，優先證券在其後 3 個月、6 個月和 12 個月期間的回報，均高於其他美國固定收益資產(包括優質的投資級別債券，及高收益債券)⁴。

聯儲局在 9 月份首次減息後，我們注意到優先證券在其後 3 個月的回報持續領先美國投資級別債券、美國國庫債券和美國按揭抵押證券(見圖 3)⁴。

圖 2：過去四次減息周期開始後的市場平均回報率*(%)³

*不包括 2007 年環球金融危機後的減息周期

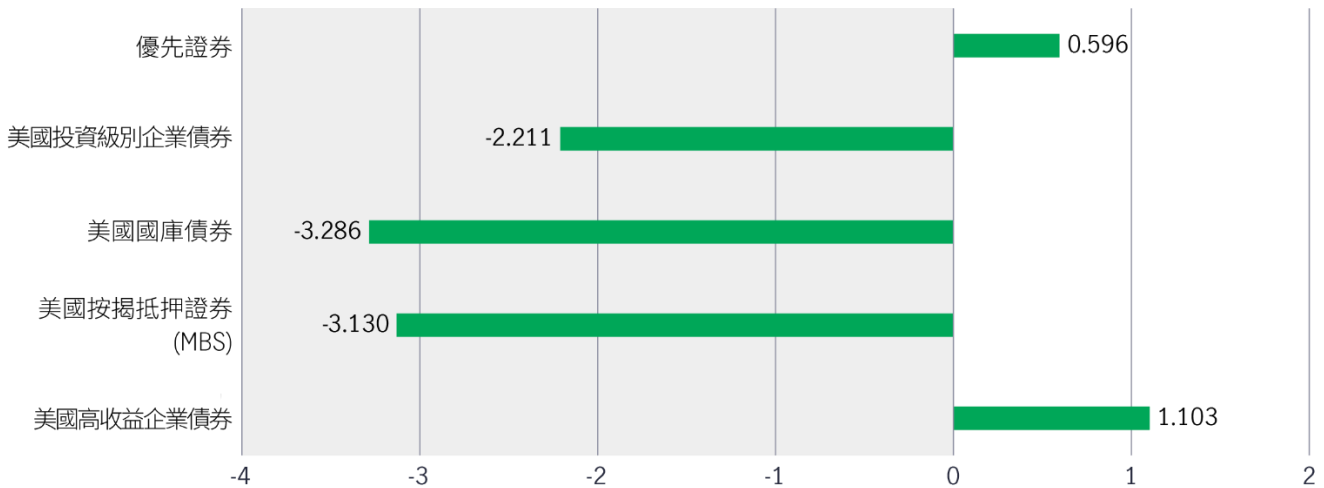


³資料來源：彭博資訊，數據截至 2024 年 11 月 30 日。以下所述信貸評級參考彭博綜合評級。優先證券的平均信貸評級為 BBB-，孳息率為 6.88%。其他較高孳息率的美國固定收益資產，例如美國高收益企業債券，以及美國 BB 評級高收益企業債券，其平均信貸評級分別為 B+及 BB(非投資級別)，孳息率分別為 7.36%及 6.25%。優先證券以洲際交易所美銀美國資本證券指數(COCS)代表；美國高收益企業債券以洲際交易所美銀美國高收益債券指數代表；美國 BB 評級高收益企業債券以洲際交易所美銀美國 BB 評級高收益債券指數代表。上述提及的孳息率並不代表任何一隻基金的派息率，並不能準確反映投資者在任何情況下的實際回報。即使錄得正分派收益，亦非意味可取得正回報。過往表現不代表日後表現的指標。僅供說明之用。

⁴資料來源：彭博資訊，數據截至 2024 年 12 月 17 日。過去四次美國減息周期指 1995 年 7 月-1996 年 1 月、1998 年 9 月-1998 年 11 月、2001

年 3 月-2003 年 6 月，及 2019 年 7 月-2020 年 3 月的減息週期。平均市場回報以月度數據計算，以總回報表示。在 1995-1996 年的減息周期，優先證券以洲際交易所美銀固定利率優先證券指數(POP1)代表；而在 1998-1999 年、2001-2003 年及 2019-2020 年的減息周期，優先證券以 50%洲際交易所美銀固定利率優先證券指數(POP1)及 50% 優先證券以洲際交易所美銀美國資本證券指數(COCS)代表。美國投資級別企業債券以洲際交易所美銀美國企業債券指數代表。美國國庫債券以洲際交易所美銀美國國債及政府機構債券指數代表。美國按揭抵押證券(MBS)以洲際交易所美銀美國按揭抵押證券指數代表。美國高收益企業債券以洲際交易所美銀美國高收益債券指數代表。僅供說明之用。過往表現並非日後表現的指標。

圖 3：聯儲局 2024 年 9 月減息後的 3 個月回報 (%)⁴



我們認為優先證券在估值方面亦具吸引力。由於目前大多數固定收益資產的信貸息差偏窄，因此我們必須強調，在資本結構內選擇適當證券以取得可觀收益和保障資本甚為重要。

我們相信可以透過持有優先證券來達致這個目標，優先證券處於資本結構的較低層，提供較大的息差。截至 2024 年 11 月 30 日，優先證券的信貸息差收窄至 156 點子，低於其十年平均水平，但高於十年低位。與此同時，美國高收益企業債券和美國投資級別企業債券的息差處於接近過去十年的最低(狹窄)水平，意味著與優先證券比較，它們的息差進一步收窄（資本增值）的空間較小⁵。

電力需求在多年來首次增長，支持公用事業優先證券的前景

優先證券範疇具備靈活性，讓投資者可對不同的固定收益領域和信貸作配置，更輕易應對經濟轉弱的環境。在行業配置方面，我們對美國電力公用事業持高確信度的偏重配置。我們分析該行業超過 30 年，從未見過像目前般強勁的基本因素。具體來說，該行業受以下三個利好因素的支持：

1. 人工智能帶動的需求：

隨著節能效率較佳的電器愈趨普及，過去數十年來電力公共事業市場的需求增長不大。最近出現的人工智能需求，以及創建人工智能所需的數據中心形成了龐大的耗電量。展望未來 20 年，美國電力需求預計將增長 38%。這股強勁的需求帶動可再生能源發展，因為其成本較低（最便宜的發電形式）、能迅速裝置，並能提供潔淨能源。

⁵資料來源：彭博資訊，數據截至 2024 年 11 月 30 日。優先證券以洲際交易所美銀美國所有資本證券指數代表。美國高收益企業債券以洲際交

易所美銀美國高收益債券指數代表。美國投資級別企業債券以洲際交易所美銀美國企業債券指數代表。過往表現並非日後表現的指標。

此外，有關方面必須建造發電設施來為新的數據中心供電，公用事業公司在未來十年需要為此投放 500 億美元⁶。由於該行業的投資回報受到當局監管，因此這些投資在期內能帶來明確的盈利和現金流增長。

2. 受惠於減息環境：

一些可換股優先證券由公用事業公司發行，而公用事業股被視為債券替代品，因此可受惠於減息環境。它們通常在加息時表現欠佳，但在減息環境下則表現強勁。

3. 防守性對沖工具：

基於業務性質使然，公用事業優先證券被視作防守性對沖工具。它在過去三年和五年的表現均優於整體優先證券市場，並且可以在市場波動上升時期提供下行保障。美國的公用事業均受到監管，因此其盈利和現金流不會跟隨整體經濟環境而大幅波動。這個情況曾於 2020 年發生，當時新冠疫情爆發，美國股市的大部份行業均大幅下調盈利預測。

除了強勁的基本因素外，公用事業優先證券的估值低於標準普爾 500 指數、擁有投資級別的資產負債表，而且孳息率吸引，因此我們看好這類資產。

我們認為美國銀行業優先證券亦提供較佳的投資機會，因為它們實力雄厚、資本充足，而且流動性充裕。美國銀行業的盈利業績穩健，顯著受惠於淨息差上升和貸款增長。我們看好大型多元化銀行，預計它們將受惠於存款流入。

美元入息

鑑於當前宏觀環境複雜，我們相信不受限制的動態資產配置策略有助提升收益率，同時能夠在不同經濟和利率周期下，靈活把握整體信貸及利率機會。

美元入息方案結合了策略性信貸（優先證券、投資級別債券、高收益債券）、證券化資產（機構按揭抵押持證券、商業按揭抵押證券和資產抵押證券），以及美國政府債券配置。與單一美國固定收益資產類別比較，這種多元化方案旨在取得相對較高的孳息率（5.95%），同時控制利率敏感度（存續期為 5.2 年，較彭博美國綜合債券指數短 0.85 年），能在利率和信貸風險之間取得平衡(見圖 4)⁷。

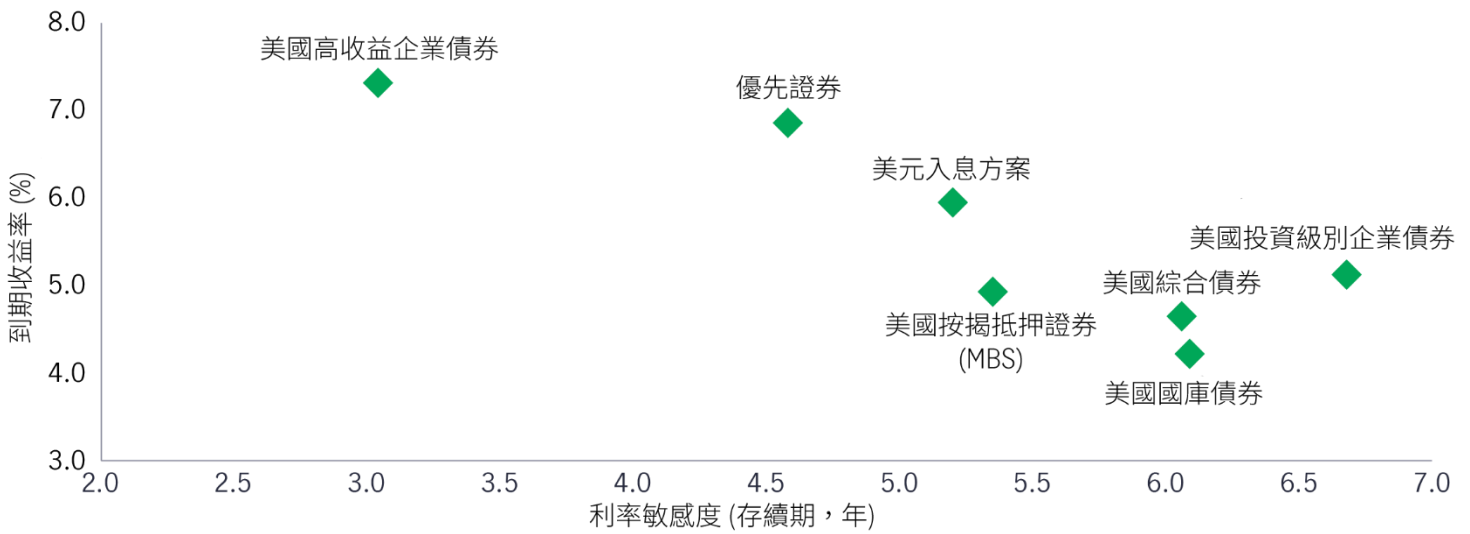
我們使用「由下而上」的基本因素策略來投資於固定收益，在三個投資部份內根據相對估值尋找最具吸引力的機會。

⁶ NextEra Energy 投資者會議 2024，2024 年 6 月 11 日

⁷ 資料來源：彭博資訊及晨星，數據截至 2024 年 11 月 30 日。優先證券以洲際交易所美銀美國資本證券指數代表。美國綜合債券、美國高收益

企業債券、美國投資級別企業債券、美國按揭抵押證券(MBS)及美國國庫債券以彭博相關債券指數代表。過往表現並非日後表現的指標。

圖 4：美國固定收益資產的孳息率及利率敏感度比較⁷



策略性信貸：聚焦優先證券

策略性信貸配置是美元入息方案的主要收益來源，其中較優質的優先證券為回報帶來最大貢獻，亦有助提高收益率。

由於此方案旨在實現相對穩定的收益和波幅，而機構優先證券處於資本結構的上層，而且相對孳息率和估值吸引，我們因此看好這類證券。我們也看好後償次級優先證券。

另外，優先證券範疇具備靈活性，讓投資者可對不同的固定收益領域和信貸作配置，更輕易應對經濟轉弱的环境。我們看好電力公用事業等防守性行業，因為它們歷來在經濟受壓時期表現強韌，並提供穩健的下行保障。我們也偏重金融業，在這個領域，我們聚焦於大型銀行，這些銀行的財政狀況優秀，不良貸款的歷史比率接近歷來低位。

⁸ 資料來源：彭博資訊，數據截至 2024 年 11 月 30 日。美國按揭抵押證券 (MBS) 及美國國庫債券以彭博相關債券指數代表。上述提及的孳息率並不代表任何一隻基金的派息率，並不能準確反映投資者在任何情況下的

證券化資產：看好政府機構按揭抵押證券

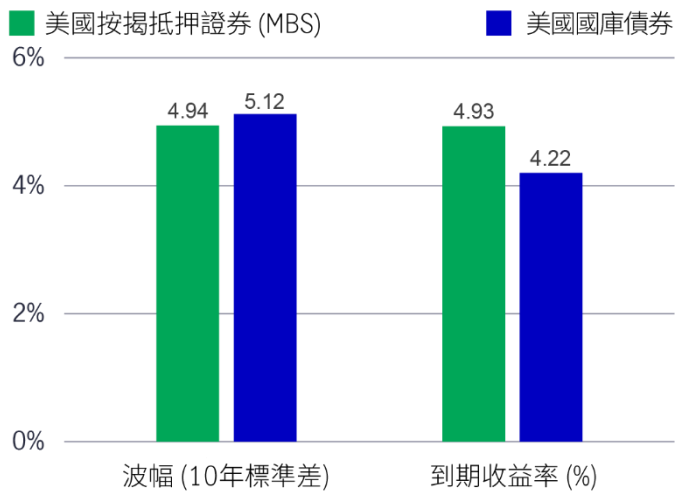
我們認為證券化資產(特別是政府機構按揭抵押證券)能提供高於美國國庫債券的優質孳息溢價，而波幅則相若(見圖 5)⁸。此外，政府機構按揭抵押證券的息差仍遠高於長期平均水平。

把證券化資產納入投資組合的另一個重要原因，是其可提供極佳的流動資金來源，讓投資者可以輕易套現，並把資金轉投其他兩個投資部份。

雖然我們預期美國經濟可能軟著陸，但如果美國全面衰退(出現機率不大)或市場氣氛轉趨避險，方案可以把證券化持倉套現，並轉為增加美國政府債券的配置。

實際回報。僅供說明之用。波幅以 10 年年度化標準差代表，基於月度數據計算。僅供說明之用。過往表現並非日後表現的指標。

圖 5：美國政府機構按揭抵押證券波幅與美債相若，但孳息率更高⁸



美國政府債券：聚焦於中性存續期及中期債券

儘管聯儲局將逐步把貨幣政策調整至較中性的水平，但並無為達致這個目標設定任何路徑。聯儲局最近的言論暗示，鑑於經濟強勁，無須急於減息⁹。

不管美國利率的路徑如何，我們都預期孳息曲線會變得更加陡峭。假如出現聯儲局大幅減息的情況，短期國庫債券的孳息率會下降，而長期債息則相對保持穩定，令孳息曲線會變得更加陡峭。另一方面，如果通脹壓力持久不退，聯儲局選擇不積極減息，我們預計長債息率會上升，這同樣導致陡峭的孳息曲線。

因此，我們保持中性存續期的策略，這對於確保穩定的收益和持續的良好表現是必不可少的。我們將繼續聚焦中期債券，這一領域是我們能夠創造最多超額回報的地方。根據過去三次孳息曲線變陡峭的周期，中期債券在歷史上一直表現優於傳統的槓鈴型策略（結

⁹ 聯儲局，2024 年 11 月 14 日。主席鮑威爾表示：「經濟並未發出任何需要我們急於降息的信號。目前我們在經濟中看到的強勁表現，使我們能夠謹慎地作出決策。最終，政策利率的走向將取決於未來數據和經濟前景的變化。」

合短期和長期債券的策略) 多出 1 到 2 個百分點(年率化)的超額回報(見圖 6)¹⁰。

圖 6：當孳息曲線變得陡峭時，中期債券一般跑贏短期及長期債券¹⁰

時期(由聯儲局最後一次加息至孳息曲線出現最陡峭形態)	中性存續期的超額回報(年率化)
2000年6月至2002年3月	1.94%
2006年6月至2009年12月	2.09%
2018年12月至2021年3月	1.29%

總結：

美國減息可能利好美國固定收益。信貸及息差範疇提供吸引的收益機會，而且具息差收窄潛力，資本永久減值的風險亦有限。

投資者可以根據其投資目標、波幅承受能力及預期收益，從上述兩個策略中選擇最適合的收益方案。

優先證券提供的孳息率相對較高，但收益來自較優質的公司，出現違約的風險較低。美元入息則是作為核心固定收益方案，相對優先證券，它的資產較為分散，但提供的孳息率亦較低。

¹⁰ 資料來源：彭博資訊，截至 2024 年 9 月 30 日。超過一年的回報將進行年率化。中性存續期槓鈴型組合以混合彭博 1-3 年期國債指數和彭博 25+年期國債指數、以匹配彭博 5-7 年期國債指數存續期的組合代表。過往表現並非日後表現的指標。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。