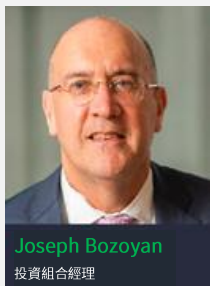


2026 年前景展望系列：優先證券



Joseph Bozoyan
投資組合經理

踏入2026年，在基本因素強勁及宏觀趨勢利好的支持下，優先證券仍是吸引的資產類別。在各行業的優先證券當中，以公用事業最為優秀，可作為核心配置，因其受惠於結構性增長動力（例如人工智能推動的能源需求）、寬鬆貨幣政策，並在潛在市場不明朗因素下展現防守特質。

偏重公用事業優先證券 — 在減息周期下穩中求進

摘要：

1. 我們預期聯儲局將在 2026 年採取溫和的貨幣政策立場，或會帶動優先證券上升。
2. 在 2026 年，公用事業優先證券料成為主要焦點，可望受惠於減息、人工智能趨勢及其防守對沖特質。
3. 在固定收益資產中，優先證券是 2026 年不俗的投資選項，因其信貸基本因素強勁，而且相對於其他市場資產，優先證券的信貸息差較闊，孳息率亦處於 6.64% 的吸引水平¹。

市場陰霾過後表現轉趨強勁

儘管美國聯儲局在 2024 年減息三次，但在 2025 年初，10 年期美國國庫債券孳息率因通脹憂慮而急升，導致優先證券在 2025 年 1 月表現遜色。到 4 月份，美國總統特朗普在「解放日」宣布加徵關稅後，大部份金融資產開始表現欠佳（包括優先證券），但其後優先證券迅速回升，並在 10 月底前一直造好。

美國經濟展望

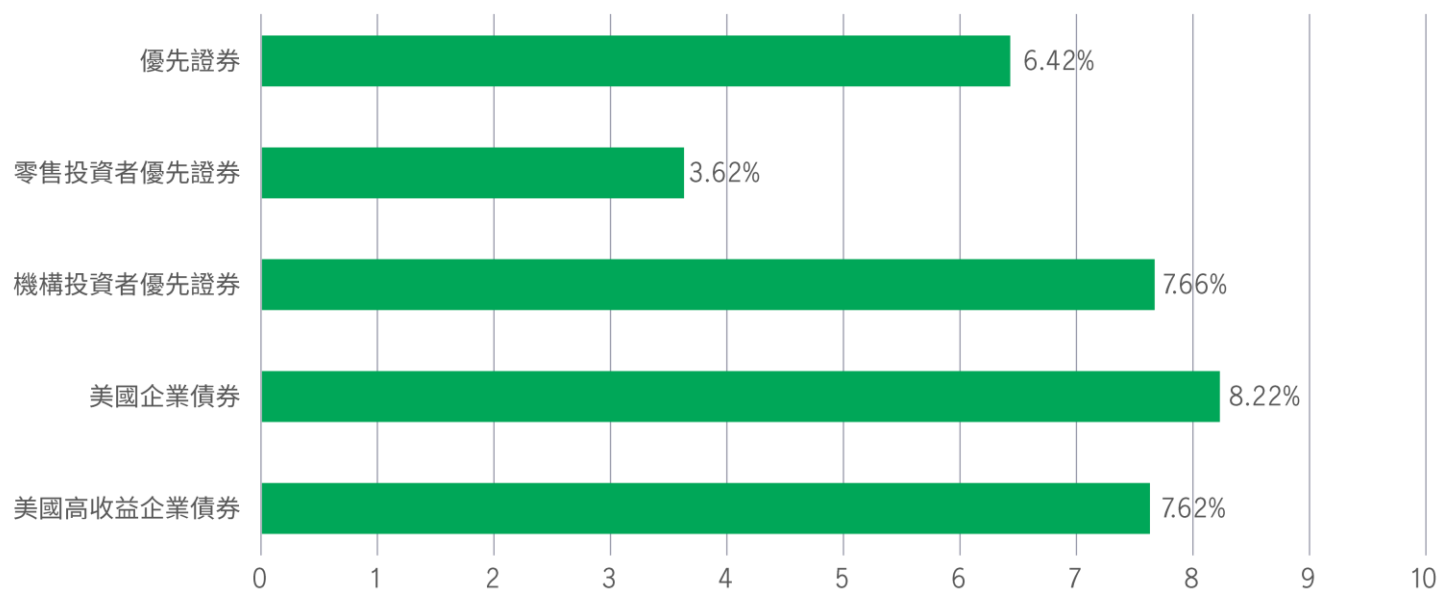
美國經濟穩健增長，為整體優先證券市場提供支持，因為經濟強勁普遍有利信貸息差。

多項因素促使我們相信美國經濟將在 2026 年強勁增長。預期《大而美法案》將推動 2026 年經濟增長，因為法案容許資本貨物加快貶值，並鼓勵企業增加開支，以獲取一次性優惠。此外，美國消費者料將受惠於約 1,000 億美元（相當於國內生產總值的 0.3%）的財政刺激措施。在這 1,000 億美元當中，650 億美元將會是退稅帶來的額外收入，這源於政府對小費及加班費作出優惠稅務處理。預期資本貨物投資增加及退稅的綜合效應，將刺激國內生產總值增長 0.3 至 0.4 個百分點。其他兩項因素分別是 1) 聯儲局減息的滯後效應及 2) 人工智能投資。

¹彭博資訊，截至 2025 年 11 月 30 日。孳息率是指洲際交易所美銀美國所有資本證券指數的到期孳息率。到期孳息率是使債券現金流的現值等

同其市價（包括應計利息）的貼現率。到期孳息率並非準確反映投資者在所有情況下將獲得的實際回報。

圖 1：美國固定收益在 2025 年初至今的表現（截至 2025 年 11 月 30 日）²



公用事業優先證券受惠於市場趨勢及美國宏觀市場環境

多年來，我們一直對公用事業優先證券作偏重配置，因為該行業的基本因素優秀，估值低於市場基準指數，資產負債表呈現投資級別般的健康狀況，而且孳息率吸引。在 2026 年，受惠於人工智能迅速發展，公用事業將繼續是我們的核心投資，因為再工業化趨勢應不再僅僅發揮下行保障作用。

人工智能迅速增長，帶動數據中心使用量及耗電量急升，因為訓練及執行大型人工智能模型需要龐大的運算能力，這通常由數據中心內的高性能圖像處理器（GPU）及專門晶片處理。隨著人工智能工作負載量增加，數據中心的耗電量遠高於傳統資訊科技業務，市場亦逐步調高美國耗電量預測，最新估計未來 15 年將增長 68%。

電力需求增加可能帶來兩個結果：

1. 推動可再生能源投資及盈利前景

鑑於太陽能及風能等可再生能源可以較低的邊際成本更快進行部署，並提供潔淨能源，因此目前美國對可再生能源及儲能方案的投資加快。預料在未來十年，天然氣及核能將進一步補足能源供應。這個趨勢可能為有關範疇帶來龐大投資。我們認為，這可望在至少未來五年持續推動相關企業盈利及現金流增長 6%至 8%。

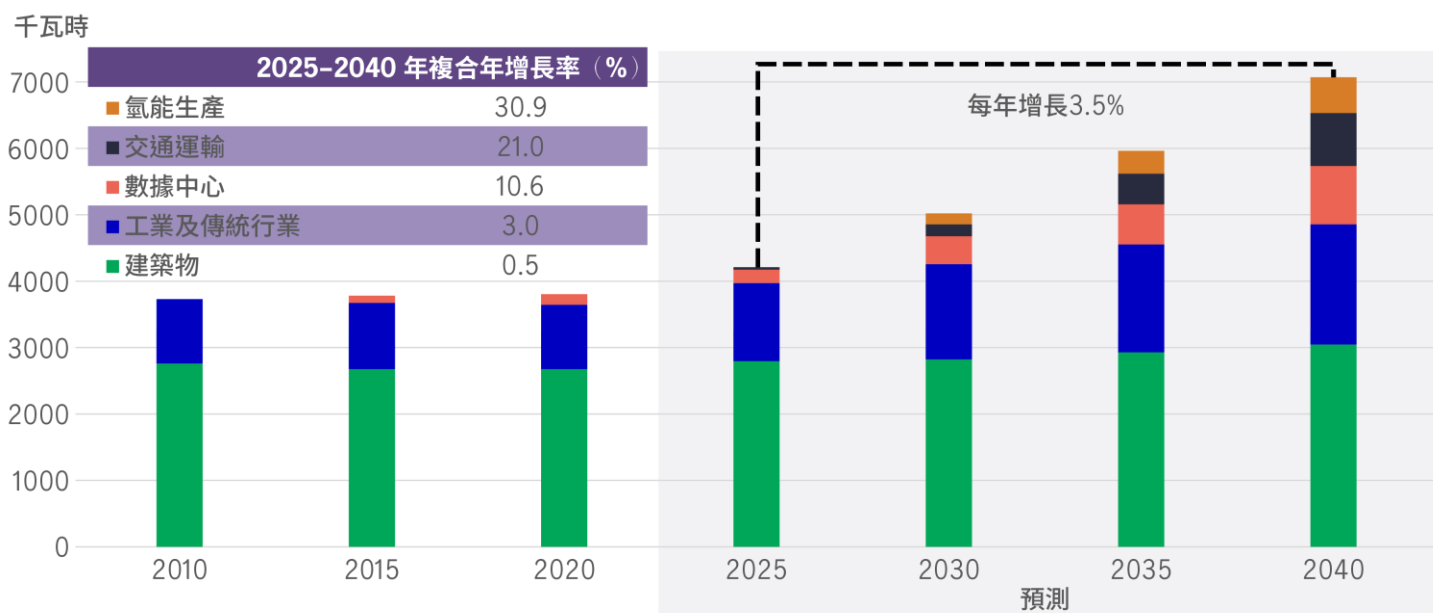
2. 投資融資及發行優先證券的需求

美國公用事業透過優先證券市場集資，推動人工智能蓬勃發展。在 2024 年，該行業透過新發行優先證券集資 188 億美元，較 2023 年增長九倍，並超越美國銀行業。這個趨勢在 2025 年持續，我們預期 2026 年的發行額將會增加。

² 資料來源：彭博投資組合及風險分析（PORT），數據截至 2025 年 11 月 30 日。總回報以美元計。優先證券以洲際交易所美銀美國所有資本證券指數代表。零售投資者優先證券以洲際交易所美銀核心固定利率優先證券指數代表。機構投資者優先證券以洲際交易所美銀美國資本證券指數代表。美國企業債券以洲際交易所美銀美國企業債券指數代表；美國高收益債券以洲際交易所美銀美國高收益債券指數代表。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。僅供說明用途。

圖 2：預計到 2040 年，美國電力需求將每年增加最多 3.5%

美國電力需求（按行業劃分）



資料來源：麥肯錫，2025 年 4 月 29 日。僅供說明用途。

我們預計這種趨勢將會持續，尤其是中游的能源公司是主要受惠者，為透過優質投資工具尋找收益的投資者，帶來更多投資機會。

基於電力需求殷切，市場需要新增發電產能以滿足有關需求。天然氣發電可應對這個需求，因此業界將需要更多天然氣。這對中游能源公司有利，因為其大部份盈利來自管道輸送天然氣的業務。管道輸送的天然氣增加，為這些公司帶來更高盈利及現金流。

其次，隨著央行趨向實施寬鬆貨幣政策，我們看好公用事業優先證券。美國聯儲局在 9 月中舉行的會議上減息 25 點子，是 2025 年首次減息。聯儲局主席鮑威爾的任期將於 2026 年 5 月屆滿，預料其接任人將採取較溫和立場，可能令當局在 2026 年再減息兩次，使聯邦基金利率降至 3% 的水平。

聯邦基金利率下調利好固定收益資產，尤其是優先證券。不過，即使 2025 年減息，但長期利率仍窄幅上落，並無跟隨減息幅度下跌。我們預期 2026 年的情

況相同，短期利率會繼續下跌，但長期利率將窄幅上落，這源於通脹憂慮依然影響經濟，意味 2026 年將是以賺取息差收益為主的一年，有利優先證券等資產類別，其提供的孳息率亦甚為吸引，達 6.64%。

值得注意的是，公用事業優先證券被視為類似債券的資產，通常在加息環境下表現遜色，但歷來在減息環境下，均錄得不俗回報。

減息利好公用事業，因為公用事業必須透過發債為資本開支提供資金。此外，減息對公用事業的普通股有利，因為其被視為類似債券的資產，與其他固定收益類一樣，於減息時表現出色。這利好我們的公用事業可轉換優先證券，其屬於股票掛鉤證券。

從風險管理的角度來看，公用事業的業務受到嚴格監管，因此相關配置亦發揮重要的防守作用。當市況加劇波動時，這類資產可提供下行保障。

這個情況在 2023 年尤其明顯，當時市場對美國的地區銀行感到憂慮。不少地區銀行的優先證券在 2023 年表現非常遜色。然而，公用事業優先證券的表現卻顯著領先，再度展現防守特質。

我們將在 2026 年密切注視通脹高於預期的風險。地緣政治風險亦是我們 2026 年的關注焦點。

雖然 2026 年經濟前景向好，但不可預見的事件仍可能對經濟造成負面影響。因此，我們認為需要對防守性公用事業維持較高比重，這類資產的信貸息差仍較穩定，可緩減經濟轉弱的影響。重要的是，雖然公用事業優先證券具防守特質，但其仍是投資策略過去三年表現最佳的配置。

除了公用事業外，佔優先證券投資領域超過一半的金融機構也展現強勁的行業基本因素³，因此我們看好

這個範疇。銀行基本因素保持強勁，貸款增長穩健，拖欠比率偏低。大部份銀行 2025 年第三季的盈利超出預期，帶動股價上漲。隨著聯邦基金利率回落，孳息率曲線可能在 2026 年變得陡峭，這對銀行業有利，因這可擴大存貸息差，使其利潤提升。業務受規管的保險公司亦展現強勁的基本因素，財產及意外保險公司的保費較高，帶動盈利上升。人壽保險公司正因投資組合的利率上升而受惠，為信貸資產帶來支持。

上述的利好基本因素料推動優先證券市場的信貸息差收窄。圖 3 顯示信貸息差在過去三個月擴闊。鑑於我們認為經濟環境強勁，加上行業基本因素向好，我們認為信貸息差可能會收窄至數月前(2025 年 9 月)的水平。

圖 3：優先證券信貸息差可能收窄（點子）



資料來源：彭博資訊，截至 2025 年 11 月 30 日。上圖顯示洲際交易所美銀美國所有資本證券指數的信貸息差。僅供說明用途。

³資料來源：彭博資訊，截至 2025 年 11 月 30 日。金融機構佔洲際交易所美銀美國所有資本證券指數發行人的 61.81%，銀行佔 34.38%，保險公司則佔 21.05%。

總結：

我們預期聯儲局將在 2026 年將採取溫和的貨幣政策立場，或會帶動優先證券上升，但 10 年期美國國庫債券孳息率的跌幅可能不大。我們認為至少可獲得票息回報，如果息差進一步收窄，還可望獲取多一點回報。若整體美國國庫債券孳息率曲線與聯邦基金利率同步下跌，優先證券可能出現更大的價格上升空間。透過偏重配置於公用事業，我們不但可受惠於減息，亦可受惠於人工智能趨勢及其防守對沖的特點。

我們認為在固定收益資產方面，優先證券是 2026 年的理想投資選擇，因其信貸基本因素強勁，而且相對於其他市場資產的信貸息差較闊，孳息率亦處於 6.64% 的吸引水平。

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。