



美國消費物價在 2022 年急升，迫使聯儲局大幅加息應對。一如預期，優先證券等固定收益資產類別經歷艱難的時期。展望 2023 年，利率進一步上升或會窒礙增長，甚至可能將美國經濟推向衰退。然而，我們相信優先證券領域內有各種投資工具加以運用，並配合三個足證具支持作用的投資主題，應對當前市況。我們認為當聯儲局的加息政策轉向，將利好優先證券，屆時有潛力出現強勁反彈。對尋找收益的投資者來說，現時低位可能是吸引的入市水平。

## 優先證券：

### 聯儲局政策轉向前的吸引入市點

石油及天然氣價格高企，部份原因是烏克蘭戰事阻礙俄羅斯出口這兩種商品，導致美國一直深受通脹困擾。此外，防疫封鎖措施引發積壓需求，加上供應鏈問題，使多種貨品及服務的價格上漲。事實上，美國通脹率一度升至高於 9%<sup>1</sup>，這個情況只會加強聯儲局維持強硬的貨幣政策立場。

優先證券的表現歷來優於其他固定收益資產，情況在 2022 年重現

誠然，固定收益投資者在過去一年面對不少挑戰：投資級別企業債券下跌約 15%，跌幅與標準普爾 500 指數成份股相若。不過，從圖 1 可見，優先證券在 2022 年首 11 個月的表現 (-13%) 明顯優於環球企業債券。這是由於優先證券的屬性優秀，平均擁有投

資級別 (BBB) 的信貸質素，而且存續期相對偏短，利率敏感度也較低。此外，值得注意的是，優先證券的相對表現過往亦曾跑贏環球企業債券。在過去 20 年的高通脹時期，優先證券的表現優於其他固定收益資產類別，但美國高收益債券除外。不過，它的平均信貸評級只有 B-級，意味投資者承受的信貸風險遠高於優先證券。

### 廣泛的優先證券料可應對持續變化的環境

優先證券的往績領先廣泛投資領域的同類資產，令我們感到安心，而投資者亦可以運用當中多種工具，配合主動管理來取得潛在超額回報，以應對持續變化的宏觀經濟狀況。

舉例說，在聯儲局立場強硬、利率趨升及類似當前的通脹環境下，我們認為主動型組合經理首先可以增持浮息證券。事實上，我們在過去兩年一直進行這個配置。這些較早期的優先證券是以定息轉浮息證券形式

<sup>1</sup> 美國消費物價指數在 2022 年 6 月按年增長 9.1%，創下 40 年來最大升幅。2022 年 10 月的最新消費物價指數為 7.7%。資料來源：美國勞工統計局，2022 年 11 月。

## 2023 年前景展望：優先證券

發行，在初始贖回日未有贖回，因此附帶浮動票息。此外，當中大部份是機構投資者優先證券，有別於很多利息永久固定的零售投資者優先證券。隨著聯邦基金利率在 2022 年大幅上升，這些每季重置的票息也顯著走高，在非常波動及趨跌的市況下帶來相對穩定的價格。

此外，主動型組合經理也可增持初級後償票據，因為當中不乏定息轉浮息證券，這類票據亦有助於利率迅速上升的環境下為投資者提供保障。

在美國增長放緩、甚至陷入經濟衰退期間，我們將增加對小額債券（優先債券）的投資。相對優先證券，這些債券在資本結構中的位置較高，料可在經濟放緩的情況下，為息差擴闊提供一定的保護作用。

圖 1：環球固定收益資產在 2022 年初至今的表現（截至 11 月 30 日）<sup>2</sup>

主要固定收益資產類別 (%)

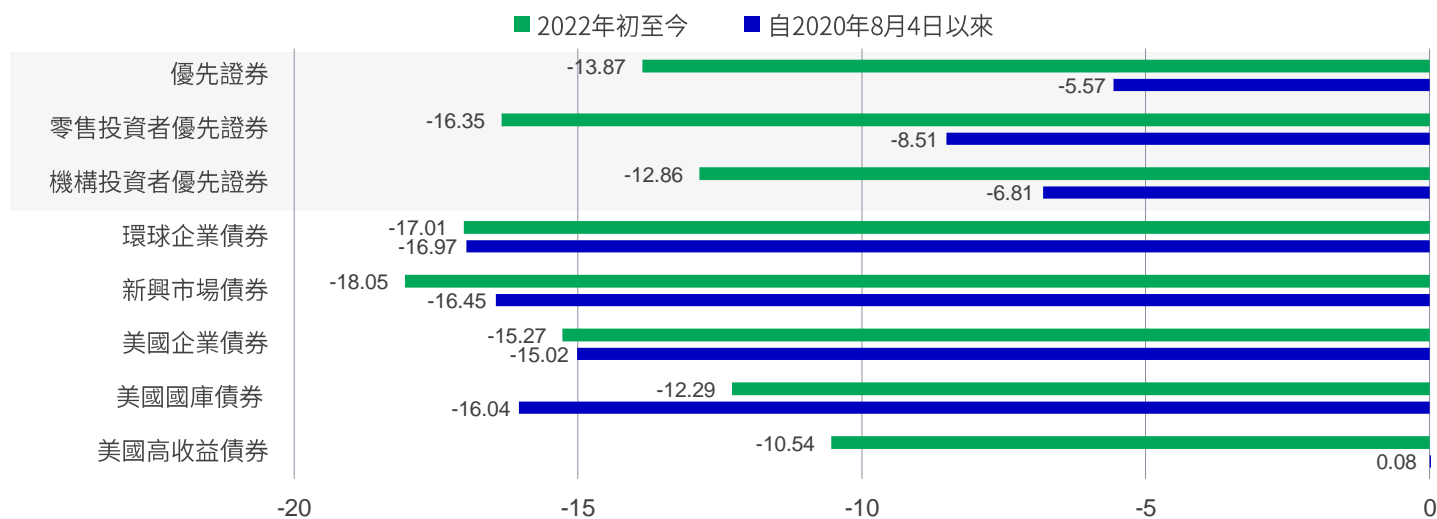
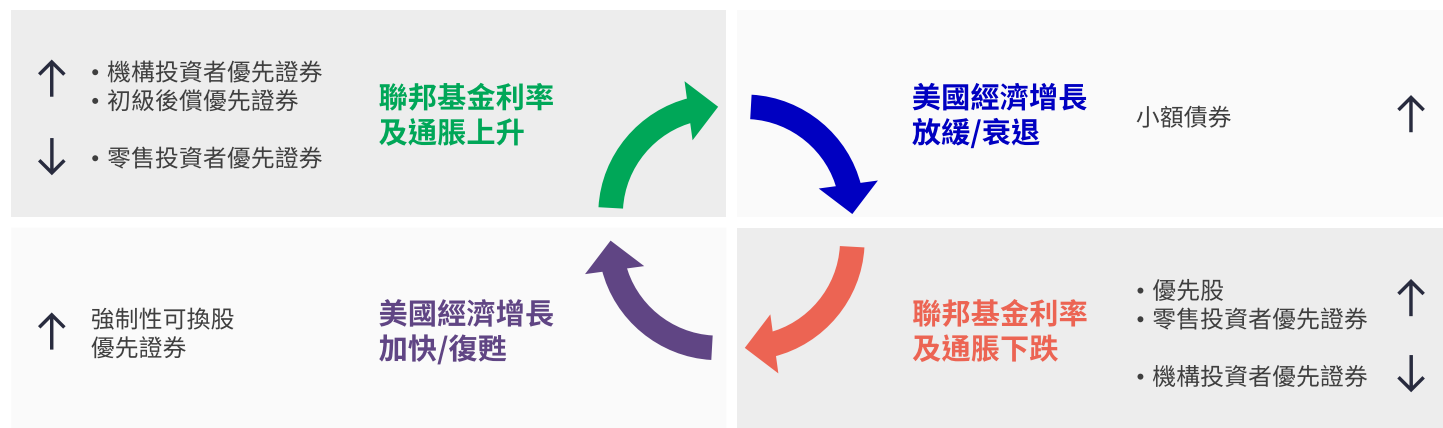


圖 2：採取動態策略，以應對不斷變化的宏觀經濟環境<sup>3</sup>



僅供說明用途

<sup>2</sup> 資料來源：彭博資訊 PORT，數據截至 2022 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。環球企業債券以洲際交易所美銀環球企業債券指數代表。新興市場債券以摩根大通環球新興市場債券多元化指數代表。美國企業債券

以洲際交易所美銀美國企業債券指數代表；美國國庫債券以洲際交易所美銀美國國庫債券及機構債券指數代表。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。

<sup>3</sup> 宏利投資管理，2022 年 11 月 30 日。

## 2023 年支持優先證券的三個投資主題：高質素、對公用事業持偏高比重、存續期管理

除了在不利市場條件下可以使用的工具外，我們亦制訂三個投資主題，如果美國經濟在 2023 年放緩或陷入溫和衰退，這些主題應能為優先證券帶來支持。

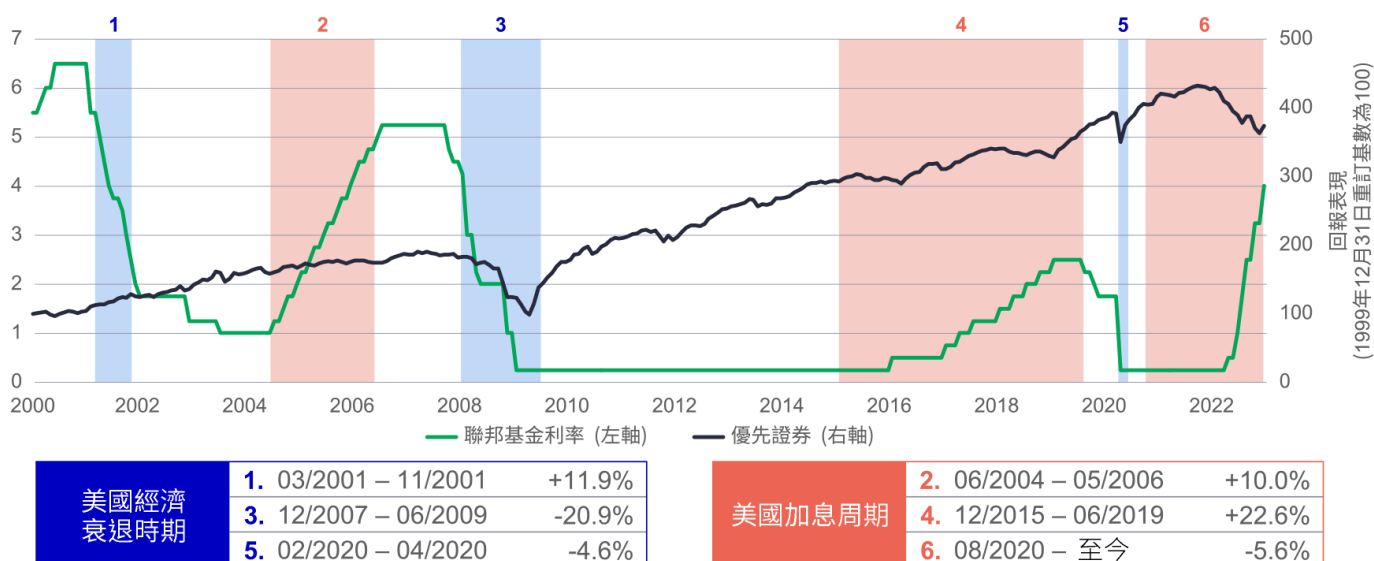
對優先證券來說，最重要的主題是質素。眾所週知，聯儲局的目標是降低通脹，並只能透過減慢經濟增長來實現這個目標。因此，我們必須保持審慎，避免投資息差容易擴闊的證券。雖然大部份優先證券由優質企業發行，但投資者亦要迴避一些低質素的優先證券。此外，受市場狀況影響，我們預期高收益市場的違約率將會上升。因此，我們一直致力提高策略的整體信貸質素，特別是趁低吸納優質證券。聚焦於具質素的公司，違約風險便毋須過份憂慮。

我們的第二個主題是繼續增加對公用事業的配置。我們相信，2023 年標準普爾 500 指數內將有許多行業或要在掙扎中經營，盈利很可能下降。公用事業公司將再度展現其韌性，因其得以維持介乎 5%至 7%的准許盈利增長，增長率將超過許多其他行業。

我們的第三個主題是增加存續期。我們預期利率上升，因此在兩年前已逐步縮短存續期。如果聯儲局正如普遍預期般減慢加息步伐，並最終在 2023 年暫停加息，將會利好優先證券，因為當利率穩定或趨跌時，優先證券通常表現良好。現時，我們認為利率接近見頂，因此已開始考慮再度增加存續期，部份是透過購買更多的定息證券（零售投資者優先證券）。與此同時，我們將減持定息轉浮息證券（機構投資者優先證券）。

圖 3：在過往的衰退時期，優先證券的表現不俗<sup>4</sup>

優先證券在不同利率環境下的歷史表現



<sup>4</sup> 資料來源：彭博資訊、美國國家經濟研究局，截至 2022 年 11 月 30 日。鑑於洲際交易所美銀美國所有資本證券指數 (IOCS) 始於 2012 年 4 月，歷史較短，因此優先證券市場於 2000 年至 2012 年間的表現以洲際交

易所美銀美國資本證券指數代表 (COCS)；於 1999 年 12 月 31 日重訂基數為 100。每月數據。美國經濟衰退時期是指美國國家經濟研究局公佈的最近三個經濟衰退時期。

## 即使在經濟衰退時期，優先證券料可保持韌性

分析上述投資機會後，我們將回顧優先證券在過往充滿挑戰時期的往績。值得注意的是，優先證券在美國經濟衰退期間的表現甚佳，特別是 2001 年。基於以下因素，我們預期優先證券的表現將遠超 2008 年至 2009 年：

- 我們預計經濟將於 2023 年放緩或溫和衰退，但環球金融危機不會重現
- 銀行業的狀況明顯優於以往；業界的資產負債表處於 20 多年來最穩健的水平；以及
- 銀行業目前受到嚴格監管，加上資本充足，銀行更有能力應對信貸問題

## 吸引的投資機會：為聯儲局暫停加息或政策轉向作出配置

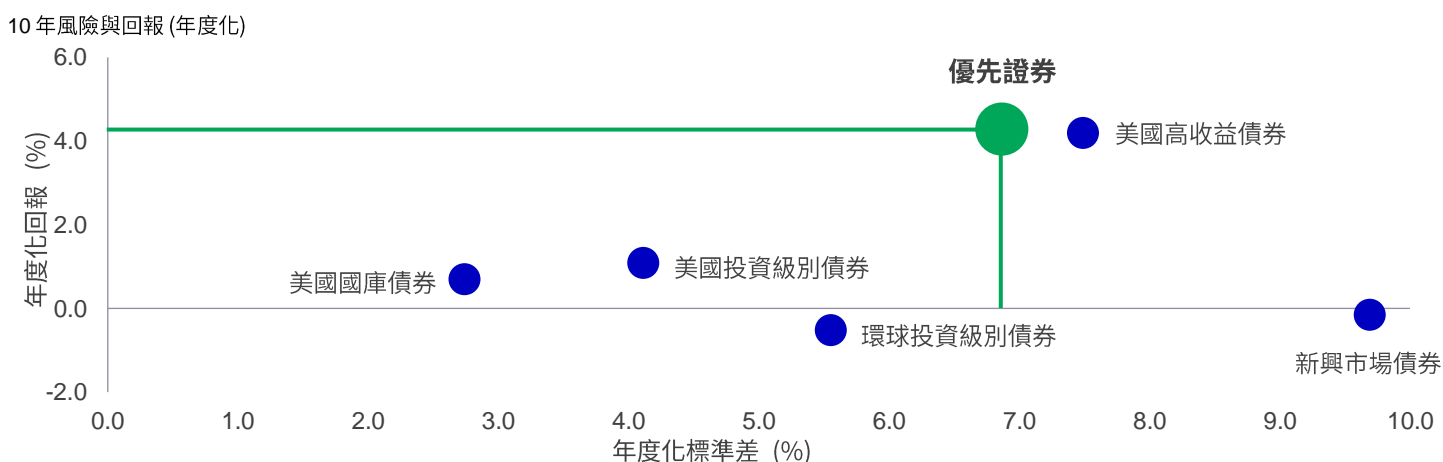
最近市場波動，為投資者提供更多固定收益投資機會。與其他同類資產比較，優先證券是孳息率較高，

而且風險較低的選擇。如圖 4 所示，優先證券的風險調整後回報水平最高，過去十年的年率化回報最高（4.27%），波幅／標準差則較低（6.87%）。美國國庫債券的波幅最低（2.74%），但年率化回報亦低（0.69%）。

另外，利率上升締造以吸引價格購買優先證券的機會。事實上，優先證券現時的價格較面值大幅折讓，處於 2009 年環球金融危機以來的最低水平。此外，優先證券的孳息率已升至十年以來高位<sup>5</sup>，我們認為對追求收益的投資者別具吸引力。

當聯儲局政策轉向時，預期優先證券將錄得穩健的反彈，可望為投資者帶來雙位數的總回報。憑藉吸引的收益率及聚焦於優質證券，加上對防守性公用事業持偏高比重和較高的投資靈活性，我們認為這方法或能駕馭波動和多變的市場環境，並可隨著美國利率回穩帶來潛在的超額回報。

圖 4：優先證券帶來較高的風險調整後回報<sup>6</sup>



<sup>5</sup> 優先證券的到期收益率（參考洲際交易所美銀美國所有資本證券指數）在 2022 年 11 月 4 日至 2022 年 11 月 7 日期間升至 8.05% 的十年高位，超越 5.4% 的十年平均值。截至 2022 年 11 月 30 日，到期收益率為 7.59%。資料來源：彭博資訊及宏利投資管理。

<sup>6</sup> 彭博資訊及宏利投資管理，截至 2022 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；美國投資級別債券以彭博美

國綜合債券指數代表；美國國庫債券以彭博美國國庫債券指數代表；環球投資級別債券以彭博環球綜合債券指數代表；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；新興市場債券以摩根大通環球新興市場債券多元化指數代表。以上資料僅供說明之用，並不構成任何投資建議或意見。過往表現並非日後回報的指標。投資者不可直接投資於指數。

## 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。