



Joseph Bozoyan  
組合經理

美國聯儲局的強硬貨幣政策立場及美國地區性銀行危機引發投資者憂慮，導致優先證券市場於 2023 年大幅波動。雖然優先證券已從年內低位略為回升，但其相對票面值出現大幅折讓，加上孳息率處於十年來的最高水平，可見它的估值仍具潛在吸引力。此外，我們認為美國加息週期已經結束，或有望為優先證券提供支持，原因是當利率維持穩定或下跌時，優先證券往往表現出色。我們繼續看好優先證券，對尋求潛在吸引回報的固定收益投資者而言，這個資產類別提供了獨特投資機會。

## 估值吸引的優先證券

### 料受惠於利率穩定或減息環境

在2023年，傳統固定收益投資者再遇波動市況，期間聯儲局共加息100點子<sup>1</sup>，帶動10年期美國國庫債券孳息率在10月份升至5厘水平，創下2007年以來的最高水平<sup>2</sup>。由於孳息率在11月份大幅回落，令美國國庫債券於2023年初至今得以維持相對平穩的回報。

另一邊廂，其他主要固定收益資產類別於同期則錄得較佳回報（見圖1）<sup>3</sup>。廣泛優先證券市場漲近6%，表現優於美國與環球企業債券<sup>3</sup>。經濟數據強勁，帶動環球及美國高收益債券升逾9%。

<sup>1</sup>美國聯儲局。截至 2023 年 12 月 13 日，聯儲局在 2023 年加息四次，合共 100 點子。聯邦基金利率由 4.25 厘至 4.5 厘，加至 5.25 厘至 5.5 厘。

<sup>2</sup>彭博資訊，截至 2023 年 12 月 13 日。美國十年期國庫債券孳息率於 2023 年 10 月 23 日曾升至 5.0187 厘，創 2007 年以來高位。

<sup>3</sup>資料來源：彭博資訊 PORT，數據截至 2023 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

### 潛在孳息率及總回報吸引

隨著聯儲局加息，優先證券的到期孳息率進一步升至 7.84%，創過去十年的最高水平<sup>4</sup>，亦高於十年平均孳息率的 5.67%<sup>4</sup>。

由於孳息率與價格呈反比關係，較高的孳息率意味著優先證券的價格處於較低水平，因此為投資者提供了吸引的入市點。估值方面，優先證券的長期平均值較票面值出現 2.2% 的溢價，但現價卻較其票面值折讓 13%（見圖 2）<sup>4</sup>。此外，零售優先證券市場的折讓幅度更大。

業債券以洲際交易所美銀環球企業債券指數代表。美國企業債券以洲際交易所美銀美國企業債券指數代表；環球高收益債券以洲際交易所美銀環球高收益債券指數代表；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；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。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>4</sup>資料來源：彭博資訊，截至 2023 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，該指數於 2012 年 3 月成立。

圖 1：環球固定收益資產在 2023 年初至今表現（截至 11 月 30 日）<sup>3</sup>

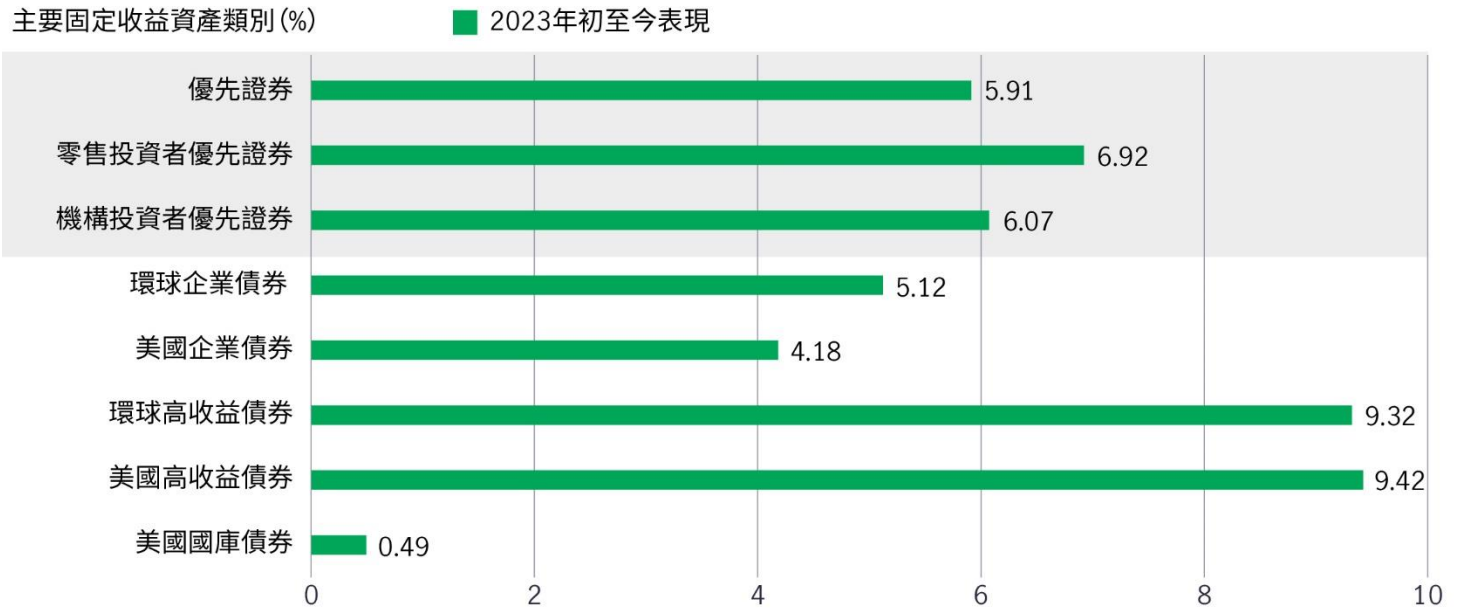
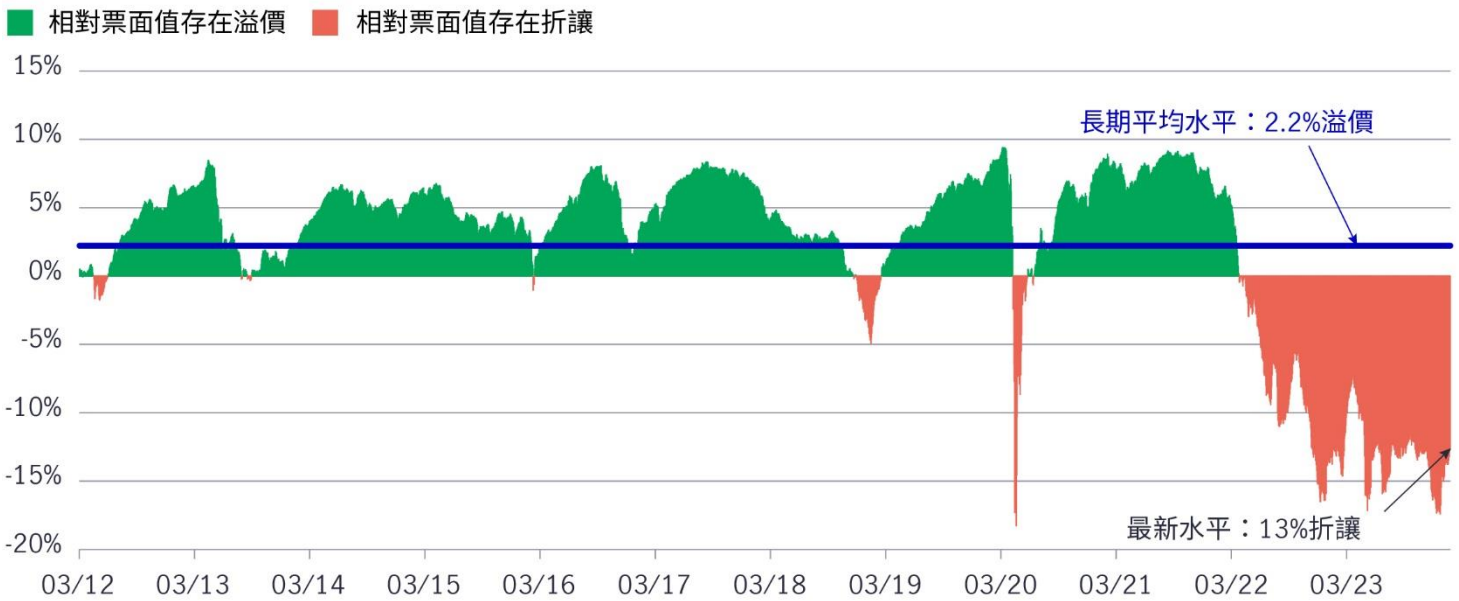


圖 2：優先證券價格較歷史平均水平呈大幅折讓<sup>4</sup>



聯儲局已連續三次會議決定不加息<sup>1</sup>。我們認為本輪加息週期已經結束，並預計經濟形勢轉差將促使當局在 2024 年下半年開始減息。這個環境將有利於優先證券。

### 穩定或減息環境 過去支持優先證券的表現

在過去三次美國加息週期結束後，優先證券的 3 個月、6 個月及 12 個月的回報均高於其他美國固定收益資產。

此外，優先證券的 6 個月與 12 個月表現甚至優於美國股票（見圖 3）。

值得注意的是，若參考歷史數據，優先證券不僅在減息環境下造好，於利率穩定時期亦取得不俗表現。最近三次加息週期在 2000 年、2006 年及 2018 年結束，其後美息分別經歷了大約 7 個月、14 個月及 7 個月按

兵不動的平緩期（即聯邦基金利率維持不變），然後才開始下跌。因此，3 個月與 6 個月的回報率已充分反映了利率穩定期間的表現，這或許可以給予持觀望態度的投資者一點啟示：未必需要等待減息時機降臨，才考慮進入優先證券市場。

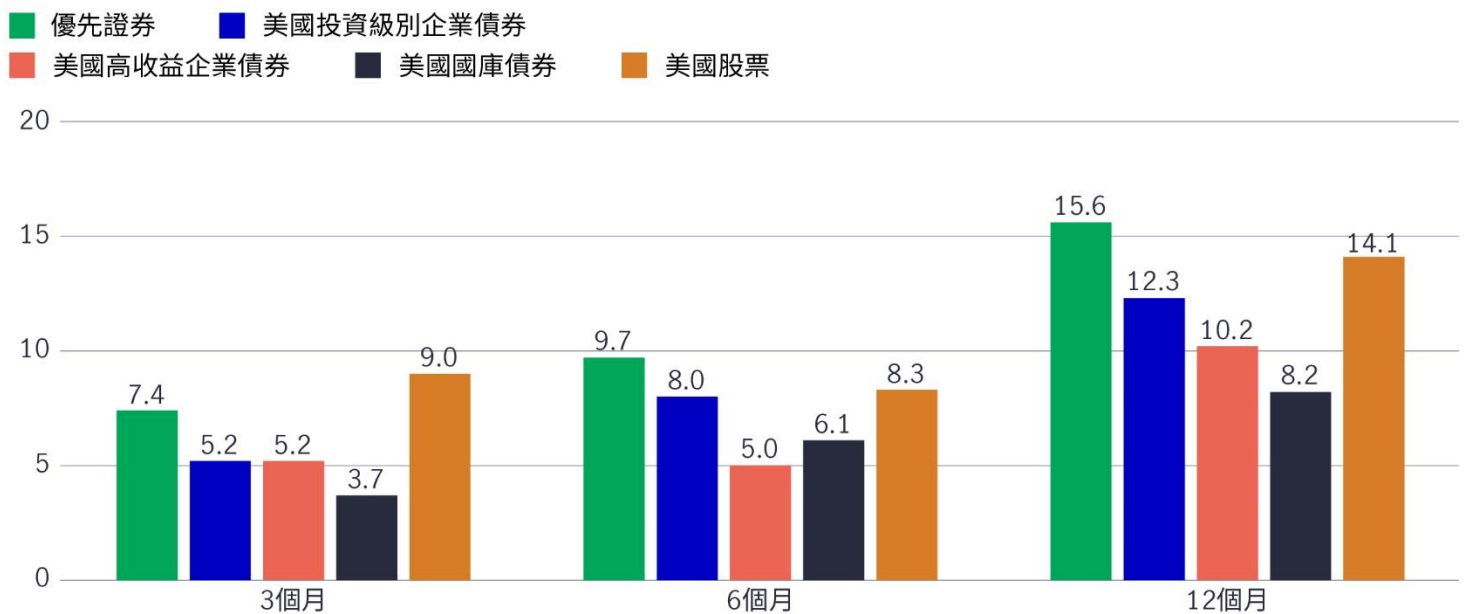
若聯儲局繼續暫停加息，市場可能會開始相信加息週期已經結束，並利率政策轉向作準備。若此成真，投資者情緒應會逐步改善，出現估值回歸的情況。若優先證券能從當前水平反彈至票面值，其潛在總回報（價格回報連同包括孳息率收益）可能高達 20% 以上<sup>5</sup>。

除了聯儲局的利率路徑外，投資者同樣關注美國通脹與經濟增長趨勢。面對當下的不確定及波動環境，我們認為採取防守性策略，利用更多信貸工具選擇，將是在 2024 年爭取潛在超額回報的關鍵。

### 行業前景與估值同樣重要

以公用事業優先證券為例：鑑於美國可再生能源獲大量投資，有望推動受監管公用公司實現穩定和可預測的盈利增長，我們繼續看好該行業。因此，較優質的公司應能抵禦經濟回軟的環境。

圖 3：過去三次加息週期結束後的平均市場回報率(%)<sup>6</sup>

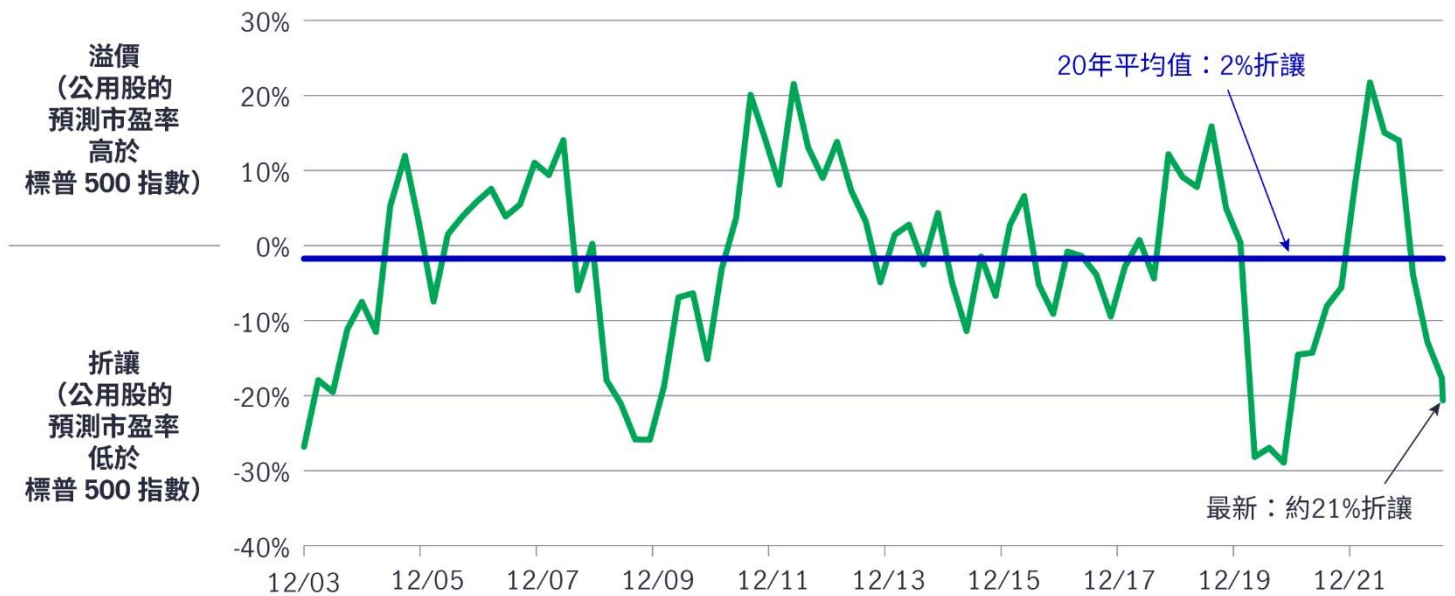


<sup>5</sup> 即使錄得正分派收益，亦非意味可取得正回報。過往表現並非日後表現的指標。

<sup>6</sup> 資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 9 月 30 日。過去三次美國加息週期指 1999 年 6 月至 2000 年 5 月、2004 年 6 月至 2006 年 6 月，及 2015 年 12 月至 2018 年 12 月的加息週期。平均市場回報率以月度數據計算出來的總回報。在 1999 至 2000 年及 2004 至 2006 年的加息週期，優先證券以 50% 洲際交易所美銀美林固定利率優先證券指數 (POP1)，及 50% 洲際交易所美銀美林美國資本證券指數 (COCS) 代表。在 2015 至 2018 年的加息週期，洲

際交易所美銀美國所有資本證券指數 (IOCS) 代表，該指數成立於 2012 年 3 月；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；美國股票以標普 500 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。

圖 4：過去 20 年公用股相對標準普爾 500 指數的估值變化<sup>7</sup>



回顧 2023 年，我們主要投資於固定收益型的公用事業優先證券（如機構投資者優先證券和小額債券），同時將股票型投資（如強制可換股優先證券）保持在最低水平，因為歷來在聯邦基金利率或美國國庫債券孳息率急升期間，公用事業股票均表現遜色。一如我們所料，公用事業行業經歷大幅回調，目前相對於大市的估值已跌至接近 2003 年、2009 年和 2020 年的低位。鑑於估值出現大幅折讓，我們可能會在 2024 年某個時間點增加強制可換股優先證券的投資。

雖然我們對銀行業保持審慎觀點，但仍然看好大型銀行，包括作為重要金融機構（SFI）銀行及超級區域性銀行，因為隨著監管收緊，銀行業的基本因素有所改

善（但我們預計不會有更多美國銀行倒閉）。SFI 銀行規模龐大，並已受惠於 2023 年第一季發生的銀行業危機。在最近的收購事件後，大型或超級區域性銀行積極準備應對更嚴格的監管規定。這類銀行受惠於多項利好因素，包括盈利能力提升、一向擁有強勁的貸款包銷業務，及盈利來源多元化。

此外，我們亦看好能源行業，尤其是管道公司，其不受商品價格影響，而且經營模式簡單，利用管道輸送石油或天然氣，從中收取使用費。隨著石油和天然氣的產量上升，使這類公用事業企業的現金流也增加，因此其基本因素顯得穩健。

<sup>7</sup> 資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 10 月 6 日。公用股以標普 500 公用股指數代表。溢價／折讓基於公用股相對標普 500 指數的預測市盈率計算。過往表現並非日後表現的指標。

### 總結：

在 2023 年，優先證券市場並無大幅反彈，反映投資者仍抱持觀望態度，等待聯儲局宣布加息週期結束、利率政策轉向成為定局的時機出現。從信貸質素角度來看，由於超過 90% 的優先證券發行人屬於投資級別，有助抵禦潛在經濟放緩。這類公司一般都是實力雄厚、資產負債表穩健的優質公司。從估值角度來看，優先證券孳息率已升至 10 年高位，價格相對歷史平均值出現大幅折讓，表現料更具韌性。我們認為，隨著投資者對聯儲局可能減息的信心逐漸增強，優先證券或有望在 2024 年迎來反彈。

### 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。本資料只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本資料的收件人使用，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資料的訊息及／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，對因使用有關訊息及／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訊息，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資料所載訊息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。

本資料的部份訊息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，並可能與本資料所載的情況存在重大差異。本資料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。本資料的訊息僅供參考，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。本資料的訊息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。本資料所載的所有訊息概不構成投資、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)，以獲取詳細訊息，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、刊登或披露本資料全部或任何部分內容。

本資料由宏利投資管理(香港)有限公司刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。