

Joseph Bozoyan
投資組合經理

市場的等待已經結束，美國已展開減息周期。在美國國庫債券孳息率保持穩定或下跌的環境下，美國投資級別固定收益資產將普遍受到支持：我們的分析顯示，在聯儲局減息後，美國投資級別信貸及優先證券歷來都表現向好。我們繼續看好這些資產類別，因其為尋求潛在吸引回報的固定收益投資者，提供了獨特投資機會。

聯儲局開始放寬政策：優質美國 信貸的潛在利好因素

市場利率及債券價格的走勢通常相反，但在減息環境下，固定收益表現與經濟狀況息息相關。當就業市場輕微放緩或經濟軟著陸時，固定收益可締造強勁回報。然而，若就業市場持續顯著惡化，市場可能面對更多阻力，繼而或會影響固定收益的表現。我們認為 9 月份減息是一個反映美國經濟現況正面的訊號：通脹再度邁向聯儲局所訂的 2% 目標，確保就業市場保持強勁。

通脹能否實現軟著陸？

雖然聯儲局已消除首次減息的部份不明朗因素，但其未來行動將取決於經濟數據而定。近月，經濟表現好淡紛呈，勞工市場等一些範疇表現疲弱，另一些範疇則表現強勁。一旦經濟放緩的速度超過通脹復常的步伐，我們認為，當局將有更大壓力放寬當前貨幣政策立場。如果事實證明通脹回落至傳統目標的最後一步難以實現，那麼透過提高通脹目標、來降低減息門檻的呼聲可能會越來越高。

環球信貸團隊採取「由下而上」的基本因素策略。我們關注宏觀經濟狀況，分析我們在商業周期的部署，並調整對行業及資本結構的投資，同時聚焦於利率走向，而非預測聯儲局減息時間及幅度。

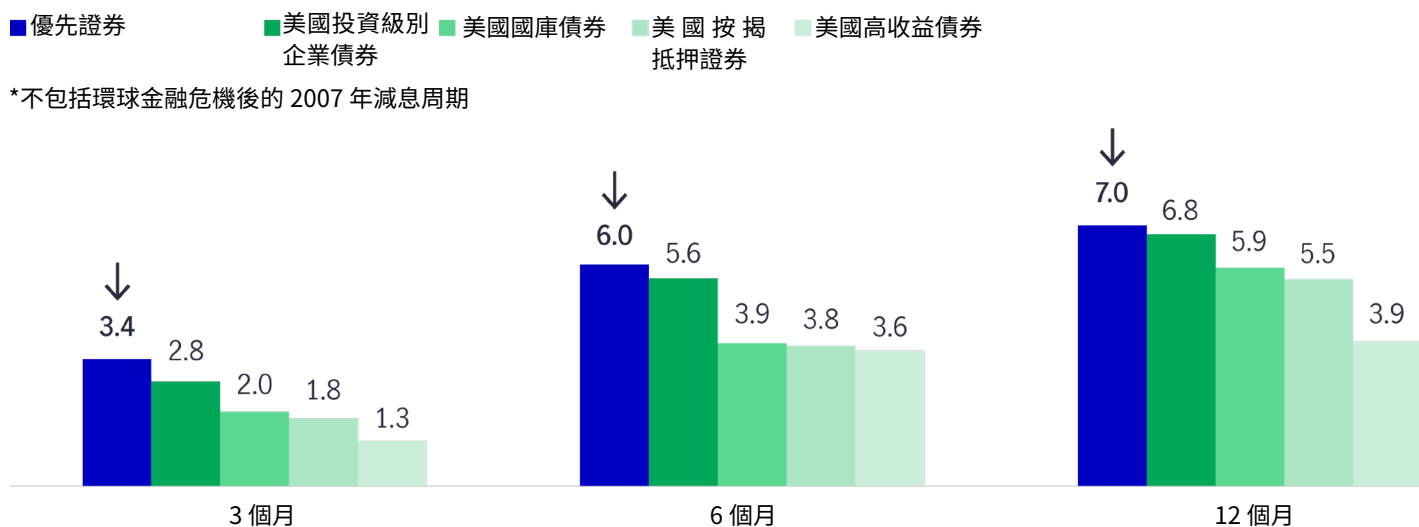
我們對環球信貸資產類別的表現維持均衡觀點，並認為目前展現機遇，可投資於由優質企業所發行、處於資本結構較低層的證券，以締造具競爭力的收益。此外，如能從廣泛的信貸範疇挑選證券，並靈活配置於各類固定收益範疇及不同級別的信貸，應有助投資者駕馭可能轉弱的經濟環境。

整體而言，我們認為信貸和息差範疇仍然蘊藏吸引的收益機會，而且具有息差收窄潛力，資本永久減值的風險亦有限。

聯儲局減息：往績顯示投資級別信貸及優先證券表現領先

往績顯示，高股本回報率、低槓桿及盈利持續增長等基本因素正面的公司，都在經濟進入增長放緩周期時表現向好。

圖 1：過去四個減息周期開始後的平均市場回報 (%) ¹



*不包括環球金融危機後的 2007 年減息周期

相反，當金融狀況收緊時，財務實力較弱的公司面對再融資成本高企的挑戰。

在這個環境下，證券選擇和對息差範疇配置與資本結構的區分能力相當重要，而保本及限制違約造成永久資本損失也同樣關鍵。

美國投資級別信貸及優先證券較為優質，孳息率較高，而且對利率變動的敏感度較低，因此歷來都在聯儲局減息後錄得正回報。圖 1¹ 顯示，在過去四個減息周期開始後的三個月、六個月及 12 個月期間，上述兩類資產都表現優於美國國庫債券、美國按揭抵押證券及美國高收益債券。

只有環球金融危機後的 2007 年減息周期除外。環球金融危機後的衰退導致金融業出現整合，對債券、股

票及優先證券等金融資產造成重大影響。鑑於金融市場對優先證券的配置龐大，因此這類資產顯著受壓。繼環球金融危機及政府加強監管後，目前全球銀行的資產負債表處於最強勁的水平，優先證券亦回升至歷史新高²。

孳息率下跌的環境：歷來均利好美國投資級別固定收益資產

往績顯示，當聯儲局改變立場並展開減息周期時，孳息率便會下跌。正如圖 2 所示，當聯邦基金利率（借貸成本）下跌及 10 年期美國國庫債券孳息率回落

¹ 彭博資訊，截至 2024 年 6 月 30 日。過去四個減息周期是指 1995 年 7 月至 1996 年 1 月、1998 年 9 月至 1998 年 11 月、2001 年 3 月至 2003 年 6 月及 2019 年 7 月至 2020 年 3 月。每月數據用於計算平均回報。總回報。在 1995 年至 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) 為代表；在 1998 年至 1999 年、2001 年至 2003 年及 2019 年至 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% 洲際交易所美銀美國資本證券指數 (COCS) 為代表。美國投資級別企業債券以洲際交易所美銀美

國企業債券指數為代表；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為代表；美國按揭抵押證券以洲際交易所美銀美國按揭抵押證券指數為代表；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為代表。僅供說明用途。過往表現並非日後業績的指標。

² 彭博資訊，數據截至 2024 年 9 月 20 日。在 2012 年 3 月 31 日前，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% 洲際交易所美銀美國資本證券指數 (COCS) 為代表；自 2012 年 3 月 31 日起，優先證券以洲際交易所美銀美國所有資本證券指數 (IOCS) 為代表。

圖 2：美國投資級別債券及優先證券在孳息率下跌的環境下表現出色³

美國 10 年期國庫債券孳息率 (%)



期間	1	2	3	4	5	6	7	8	平均
孳息率	11/6/2009 – 30/11/2009	6/4/2010 – 7/10/2010	9/2/2011 – 2/5/2013	6/9/2013 – 30/1/2015	11/6/2015 – 8/7/2016	9/11/2018 – 4/8/2020	25/10/2022 – 6/4/2023	20/10/2023 – 27/12/2023	
10年期美國國庫債券	-66點子	-157點子	-202點子	-129點子	-102點子	-268點子	-80點子	-112點子	-139點子
回報									
優先證券	16.8%	7.7%	23.7%	17.0%	7.5%	16.5%	4.9%	10.5%	13.1%
美國投資級別企業債券	13.4%	9.7%	21.7%	13.7%	8.9%	25.3%	10.1%	10.8%	14.2%
美國按揭抵押證券	5.6%	4.8%	10.4%	8.9%	4.6%	13.9%	7.9%	10.9%	8.4%
美國國庫債券	5.1%	8.1%	14.0%	9.7%	7.8%	21.8%	6.8%	7.8%	10.1%

較低 較高

時，優質美國投資級別信貸及優先證券的回報普遍優於美國國庫債券及美國按揭抵押證券³。

我們看好電力公用事業及區域銀行優先證券

除了聯儲局的利率路徑外，投資者同樣關注美國勞工市場、通脹與經濟增長趨勢。面對當下的不確定及波動環境，我們認為主動管理、採取防守性策略，以及利用更多信貸工具選擇，是在新利率環境下爭取潛在超額回報的關鍵。

我們相信，經濟下行速度放緩及央行減息或可為優先證券投資提供利好環境，尤其是電力公用事業及區域銀行。我們對這兩個範疇更感樂觀，因為電力公用事業市場的新債發行量龐大，而且減息帶來利好因素。在 2023 年初，美國區域銀行出現危機，對該資產類別造成影響，其後這些銀行的債券價格較面值大幅折讓，展現優秀的相對估值。

³ 彭博資訊，截至 2024 年 6 月 30 日。總回報。在 2012 年 3 月 31 日前，優先證券以 50% 洲際交易所美銀固定利率優先證券指數 (P0P1) 及 50% 洲際交易所美銀美國資本證券指數 (C0CS) 為代表；自 2012 年 3 月 31 日起，優先證券以洲際交易所美銀美國所有資本證券指數 (I0CS) 為代表。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為代表；

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為代表；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為代表；美國股票以標準普爾 500 指數為代表。僅供說明用途。過往表現並非日後業績的指標。

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。