



Joseph Bozoyan
投資組合經理

市場的等待已經結束，美國已展開降息周期。在美國公債殖利率保持穩定或下跌的環境下，美國投資等級固定收益資產將普遍受到支持：我們的分析顯示，在聯準會降息後，美國投資等級信貸及特別股歷來都表現不錯。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。

聯準會開始放寬政策：優質美國信貸的潛在利多因素

市場利率及債券價格的走勢通常相反，但在降息環境下，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，固定收益可創造強勁回報。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月份降息是一個反映美國經濟現況正面的訊號：通膨再度邁向聯準會所訂的2%目標，確保就業市場保持強勁。

通膨能否實現軟著陸？

雖然聯準會已消除首次降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，經濟表現強弱參半，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膨恢復的步伐，我們認為，聯準會將有更大壓力放寬當前貨幣政策立場。如果事實證明通膨回落至傳統目標的最後一步難以實現，那麼透過提高通膨目標、來降低降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佈局，並調整對行業及資本結構的投資，同時聚焦於利率走向，而非預測聯準會降息時間及幅度。

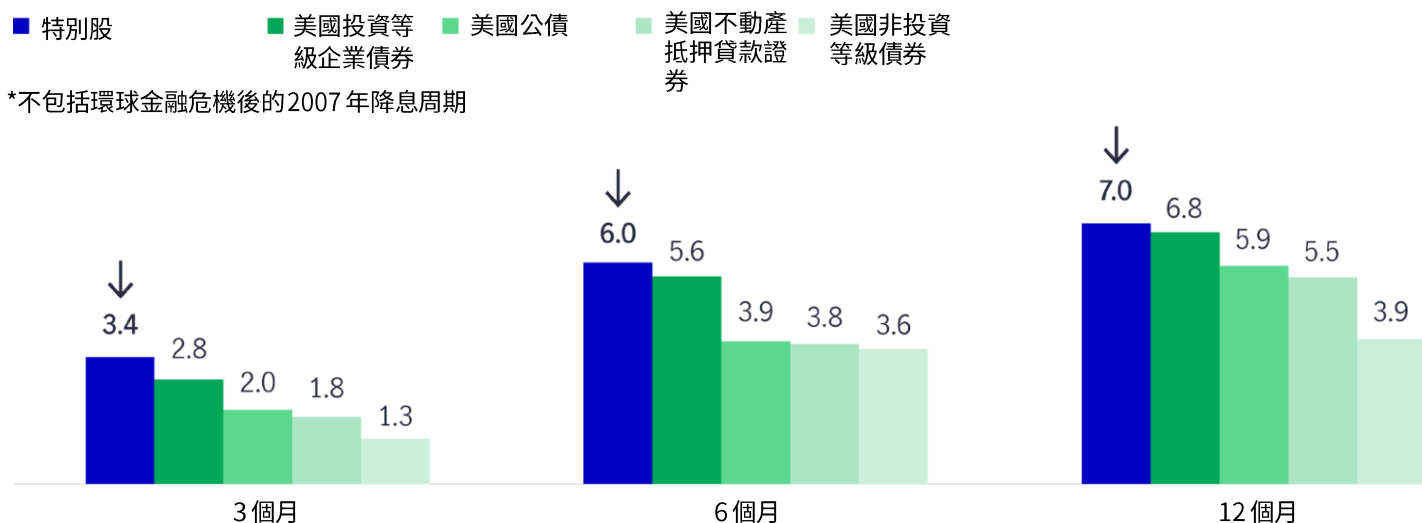
我們對全球信貸資產類別的表現維持均衡觀點，並認為目前存在機會，可投資於由優質企業所發行、處於資本結構較低層的證券，以創造具競爭力的收益。此外，如能從廣泛的信貸範疇挑選證券，並靈活配置於各類固定收益範疇及不同級別的信貸，應有助投資者掌握可能轉弱的經濟環境。

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

聯準會降息：過去經驗顯示投資等級信貸及特別股表現領先

過去經驗顯示，高ROE、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較佳。

圖 1：過去四個降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年降息周期

資料來源：彭博資訊，截至2024年6月30日。過去四個降息周期是指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年的降息周期，特別股以洲際交易所美銀固定利率特別股指數 (POP1) 為代表；在1998年至1999年、2001年至2003年及2019年至2020年的降息周期，特別股以50%洲際交易所美銀固定利率特別股指數 (POP1) 及50%洲際交易所美銀美國資本證券指數 (COCS) 為代表。美國投資等級企業債券以洲際交易所美銀美國企業債券指數為代表；美國公債以洲際交易所美銀美國公債及機構債券指數為代表；美國不動產抵押貸款證券以洲際交易所美銀美國不動產抵押貸款指數為代表；美國非投資等級企業債券以洲際交易所美銀美國非投資等級債券指數為代表。僅供說明用途。過去表現不代表未來績效之保證。

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，證券選擇和對利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。

美國投資等級信貸及特別股較為優質，殖利率較高，而且對利率變動的敏感度較低，因此歷來都在聯準會降息後有正報酬的表現。圖 1 顯示，在過去四個降息周期開始後的3個月、6個月及12個月期間，上述兩類資產都表現優於美國公債、美國不動產抵押貸款證券及美國非投資等級債券。

只有全球金融危機後的2007年降息周期除外。全球金融危機後的衰退導致金融業出現整合，對債券、股

票及特別股等金融資產造成重大影響。鑑於金融市場對特別股的配置龐大，因此這類資產顯著受壓。繼全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準，特別股亦回升至歷史新高 (註)。

殖利率下跌的環境：歷來均有利美國投資等級固定收益資產

過去經驗顯示，當聯準會改變立場並展開降息周期時，殖利率便會下跌。正如圖 2 所示，當聯邦基金利率 (借貸成本) 下跌及10年期公債殖利率回落時，優質美國投資等級信貸及特別股的回報普遍優於美國公債及美國不動產抵押貸款證券。

註：彭博資訊，數據截至2024年9月20日。在2012年3月31日前，特別股以50%洲際交易所美銀固定利率特別股指數 (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，特別股以洲際交易所美銀美國所有資本證券指數 (IOCS) 為代表。

圖 2：美國投資等級債券及特別股在殖利率下跌的環境下表現出色

美國 10 年期公債殖利率 (%)



期間	1	2	3	4	5	6	7	8	平均
殖利率	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年期美國公債	-66點	-157點	-202點	-129點	-102點	-268點	-80點	-112點	-139點
回報									
特別股	16.8%	7.7%	23.7%	17.0%	7.5%	16.5%	4.9%	10.5%	13.1%
美國投資等級企業債券	13.4%	9.7%	21.7%	13.7%	8.9%	25.3%	10.1%	10.8%	14.2%
美國不動產抵押貸款證券	5.6%	4.8%	10.4%	8.9%	4.6%	13.9%	7.9%	10.9%	8.4%
美國公債	5.1%	8.1%	14.0%	9.7%	7.8%	21.8%	6.8%	7.8%	10.1%

較低 較高

資料來源：彭博資訊，截至 2024 年 6 月 30 日。總回報。在 2012 年 3 月 31 日前，特別股以 50% 洲際交易所美銀固定利率特別股指數 (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，特別股以洲際交易所美銀美國所有資本證券指數 (IOCS) 為代表。美國投資等級企業債券以洲際交易所美銀美國企業債券指數為代表；美國不動產抵押貸款證券以洲際交易所美銀美國不動產抵押貸款指數為代表；美國公債以洲際交易所美銀美國公債及機構債券指數為代表。僅供說明用途。過去表現不代表未來績效之保證。

我們看好電力公用事業及區域銀行特別股

除了聯準會的利率路徑外，投資者同樣關注美國勞工市場、通膨與經濟增長趨勢。面對當下的不確定及波動環境，我們認為主動管理、採取防禦性策略，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降息有可能為特別股投資提供有環境，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，而且降息帶來利多因素。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。

宏利投資管理為宏利金融旗下資產管理分部，並透過旗下一系列的公司及聯屬公司，為全球各主要市場的機構投資者、投資基金及個人客戶提供全面的資產管理服務，擅長管理不同類型的資產，為客戶制訂資產分配策略。本資料本公司經授權使用僅供參考，請勿將本資料視為買賣基金或其他任何投資之建議或要約。本公司相信此資料均取自可靠之來源，惟並不保證其係絕對正確無誤。但如有任何錯誤，本公司及員工將不負任何法律責任。另，本公司就此資料中發表其意見及看法，日後可能會隨時作出修改。未經授權不得複製、修改或散發引用。基金不受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。投資一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部。本文提及之經濟走勢預測，不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。就本公司所提供之金融商品或服務所生紛爭之處理及申訴，可先向本公司提出申訴，若本公司超過 30 天未處理或處理結果不滿意者，得於 60 天得向「金融消費評議中心申請評議」，評議中心網址：<https://www.foi.org.tw>。投資人亦得向中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會申訴或向證券投資人及期貨交易人保護中心申請調處。110 金管投信新字第 001 號[宏利投信獨立經營管理]宏利證券投資信託股份有限公司／地址：台北市松仁路 97 號 3 樓／電話：02-2757-5999／客服專線：0800-070-998