

Q2 2024

# 洞悉特別股 Preferred Insights

Presented By:

柏瑞投信

I. 特別股市場概況

---

II. 特別股市場焦點

---

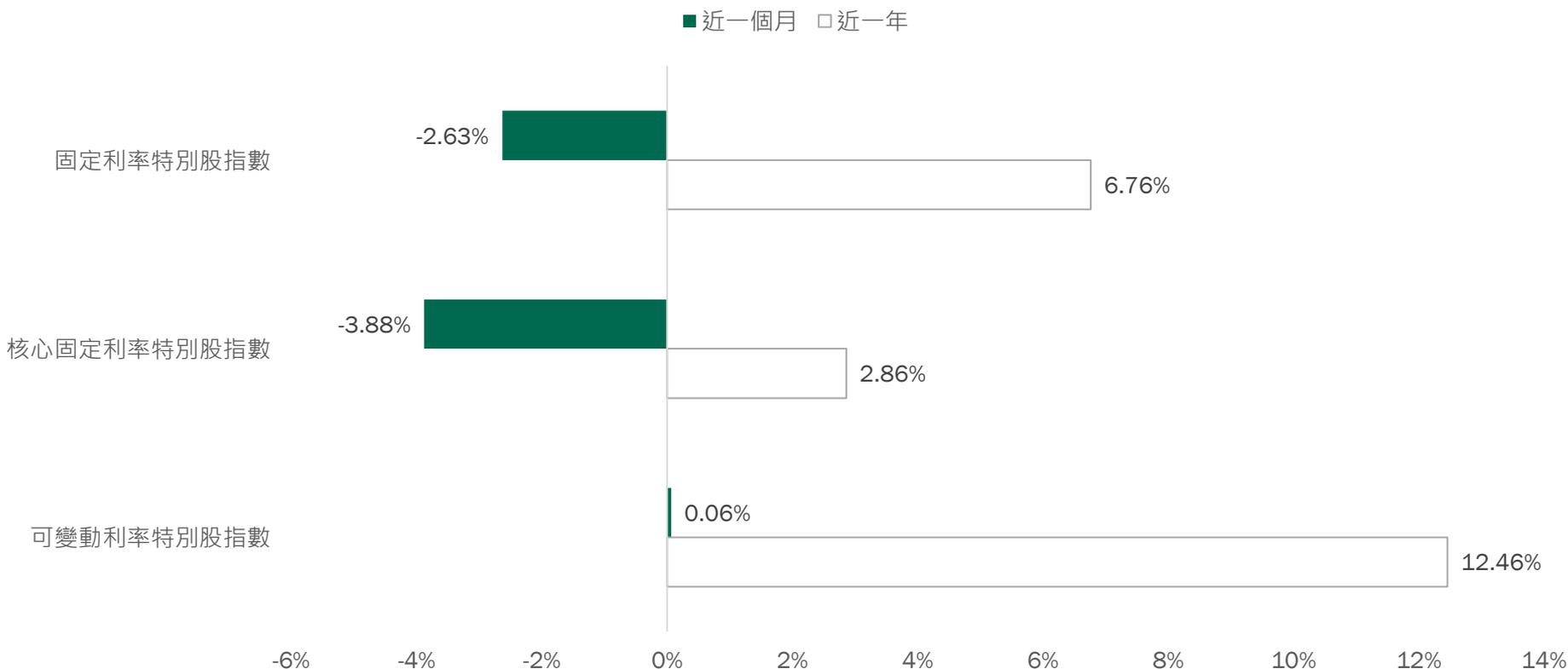
## Section I

# 特別股市場概況

# 主要特別股指數表現

- 2024年年初通膨意外具僵固性，相較去年底樂觀預期聯準會最快將於2024年3月啟動降息，至今基準利率仍維持在限制性區間的高檔，預計最早於9月開始降息且全年幅度縮減至1-2碼，而美國10年期公債殖利率上行的背景下，特別股等固定收益型資產持續呈壓。

## 特別股指數近期表現(非基金報酬)



以上為柏瑞投信追蹤之特別股指數，非柏瑞基金之績效指標，亦不代表基金一定持有。圖文僅供參考，過去績效不代表未來報酬之保證。本公司未藉此作任何徵求或推薦。此績效不代表基金實際投資結果，投資人仍需視自身風險承受情況。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

固定利率特別股指數為ICE美銀固定利率優先證券指數，由上市與非上市的固定利率特別股組成(或首次可買回日前為固定利率)；核心固定利率特別股指數為ICE美銀核心固定利率優先證券指數，成份內僅有上市的固定利率特別股(或首次可買回日前為固定利率)；可變動利率特別股指數為S&P可變動利率特別股指數，主要由固定轉浮動利率的上市特別股所組成。以上皆非本基金報酬指標。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2024/4/30。

# 重點摘要

| 觀察面向 | 評論  |
|------|---|
| 總體經濟 | 美國第一季GDP年化季比初值為1.6%，較第四季放緩，預期第二季經濟將穩健成長   |
| 貨幣政策 | 聯準會5月會議按兵不動，致力於將通膨恢復至2%的目標，下半年有望啟動降息      |
| 財務體質 | 美國金融業第一季股東權益佔總資產比例持續反彈，整體金融業體質依然強健        |
| 信用評等 | 第一季特別股被升評件數略低於遭降評件數，但整體降評數逐月減少，信用風險可控     |
| 新股供給 | 2024年迄今整體特別股市場的淨供給減少，指數總成分檔數由199檔增加至200檔* |
| 評價面  | 特別股的殖利率約為6.8%**，優於多數投資等級固定收益資產            |
| 資金面  | 市場預期聯準會政策將迎來轉向，特別股的高殖利率水準於第1季吸引資金追捧       |

圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。以上投資配置可能隨市場變動。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。殖利率不代表報酬率。

\*請詳第10頁，\*\*請詳第11頁。

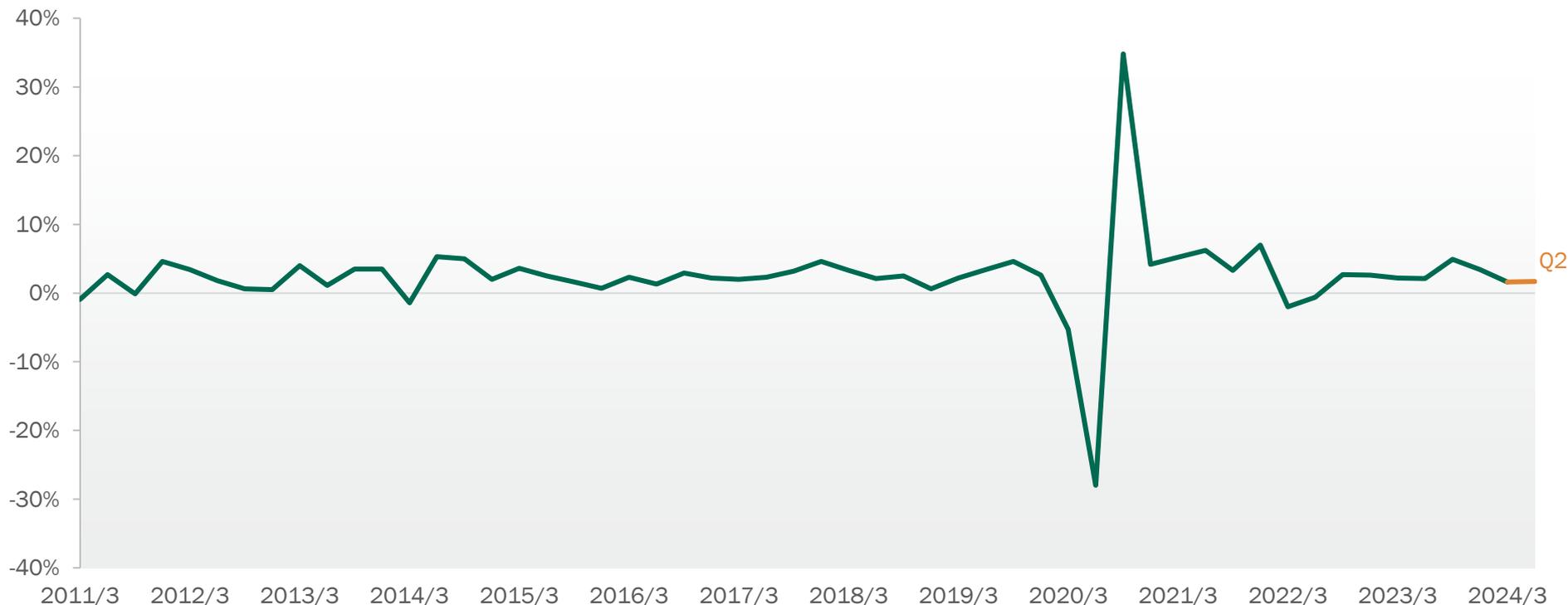
資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2024/5。

# 美國經濟成長狀況仍健康

- 美國2024年第一季實質GDP年化季比1.6%，相較去年第四季的3.4%有所放緩且低於市場預期的2.5%，也創近兩年最低增速紀錄，雖消費者支出、設備投資和住宅投資等項目仍維持穩健成長，但企業庫存和出口疲弱拖累整體數據表現。然而，美國財政部長葉倫表示對該數據並不擔心，雇主繼續以穩健的速度招聘員工、員工仍獲得強勁的工資增長，經濟增長狀況仍然健康。

## 美國經濟成長率(年化季比)

— 年化季度成長率 — Bloomberg統計經濟學家預測(中位數)



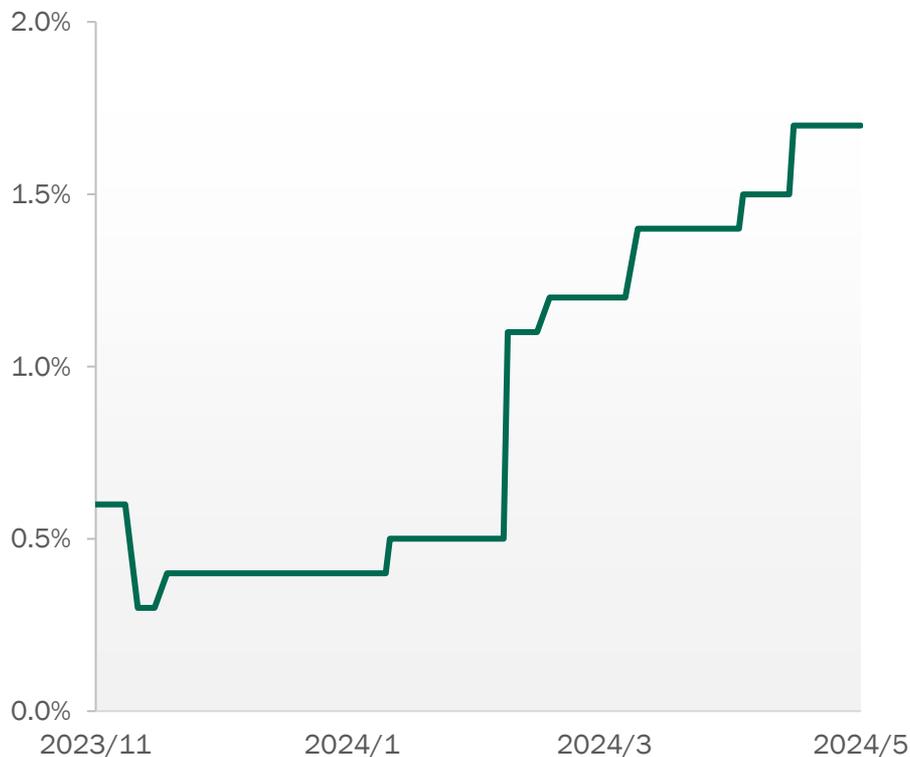
圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2024/5/17。

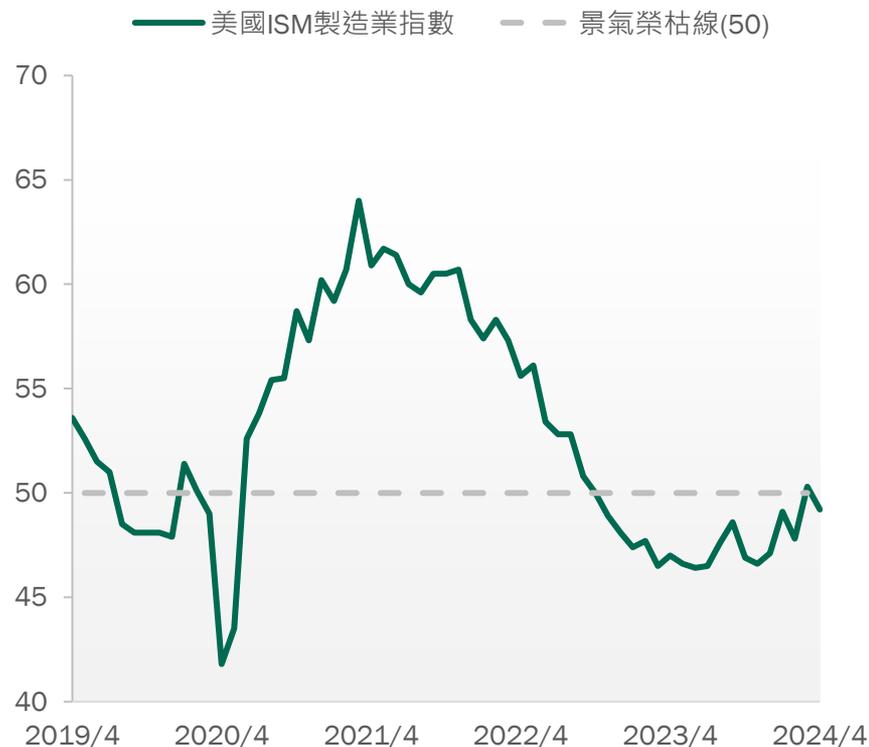
# 美國經濟仍具韌性

- 美國第一季財報表現亮眼，近八成企業獲利超出預期，延續去年下半年獲利反彈的動能，經濟學家近期持續上修對第二季經濟成長的預期。
- 美國2024年4月ISM製造業指數為49.2，低於市場預期的50.0，無法延續前一個月突破榮枯線的趨勢；觀察指數細項，新訂單指數從3月的51.4滑落至4月的49.1為拖累因素，且衡量工廠投入價值指數升至近兩年新高，反映商品價格通膨仍備受挑戰。

## 美國第2季經濟成長率預測值



## 美國ISM製造業指數



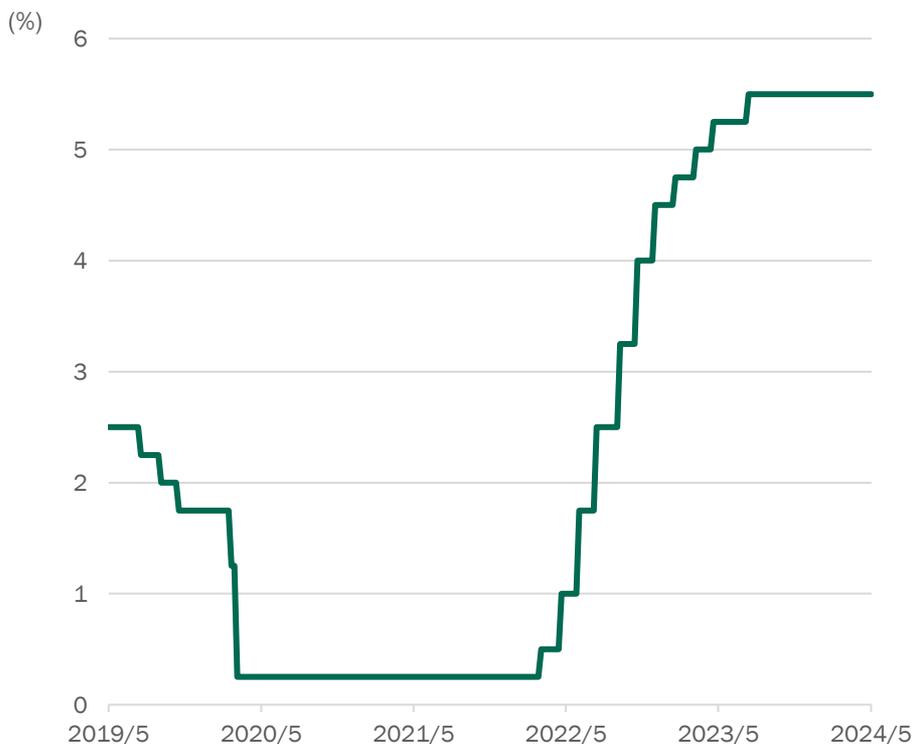
圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2024/5/17；(右圖) 資料來源：Bloomberg，2024/5，柏瑞投信整理。

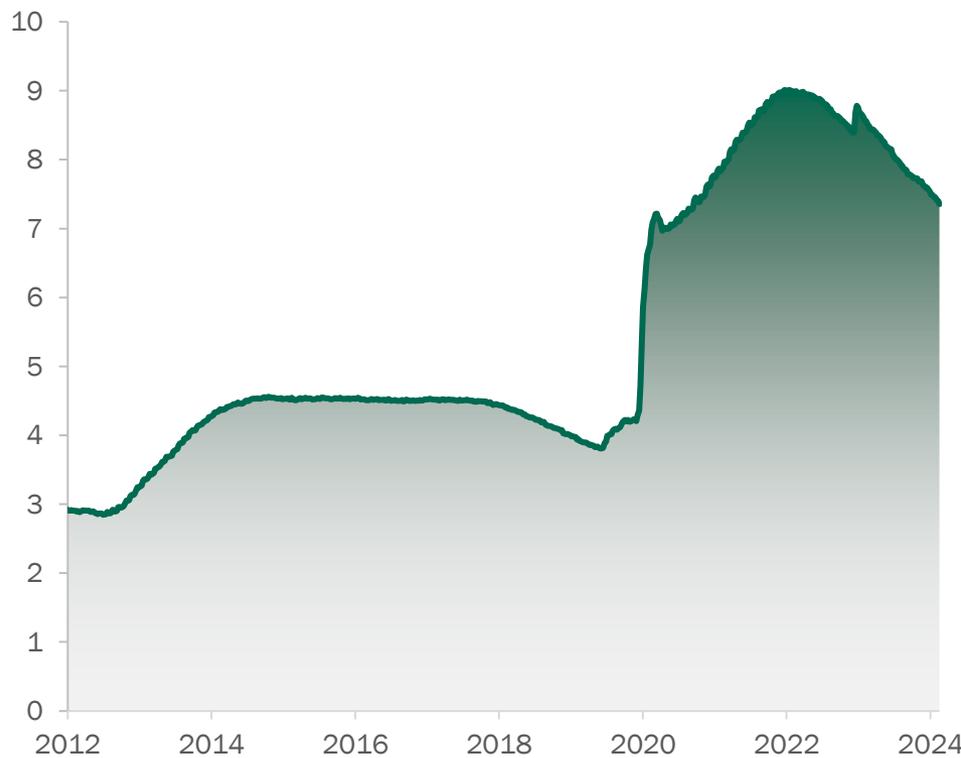
# Fed維持政策利率不變

- 聯準會(Fed)5月決議如預期將基準利率維持在5.25%至5.5%的區間，連續6次不變。此外，聯邦公開市場委員會(FOMC)將減緩縮表速度，把原本每月減持600億美元公債上限放慢至205美元，使縮表步伐從一年7,200億美元減緩至3,000億美元。
- 就政策前景而言，聯準會主席鮑爾認為降息所需獲得信心的時間將比預期長，倘若勞動力市場疲軟將確保降息方向不變。同時，市場解讀近一步放慢縮表步伐代表聯準會將避免加劇緊縮。

## 美國聯邦基金目標利率



## 聯準會資產負債表規模(兆美元)



圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。殖利率不代表本基金報酬率。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。圖文僅供參考，過去績效不代表未來績效之保證。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2024/5/17；(右圖)資料來源：Bloomberg，2024/5/15，柏瑞投信整理。

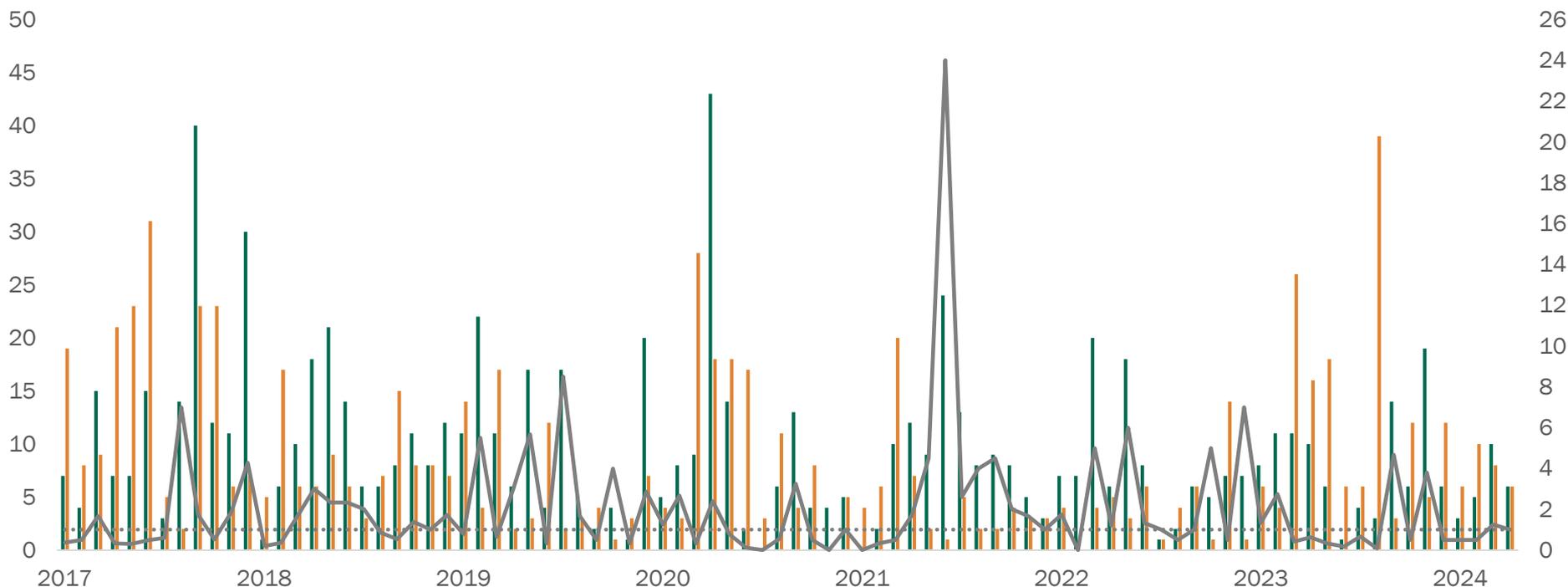


# 特別股整體信用風險可控

- 2024年迄今共計有24檔特別股的信用評級被調升，及30檔特別股的信用評級被調降，反映高利率及經濟反緩的潛在影響。截至2024/4/30，整體特別股市場的平均信用評級維持於投資等級的BBB\*，信用風險程度依然較低。

## 特別股每月升降評檔數

■ 升評件數(左軸)    ■ 降評件數(左軸)    — 升降評比值(右軸)    ..... 升降評比值為1



圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

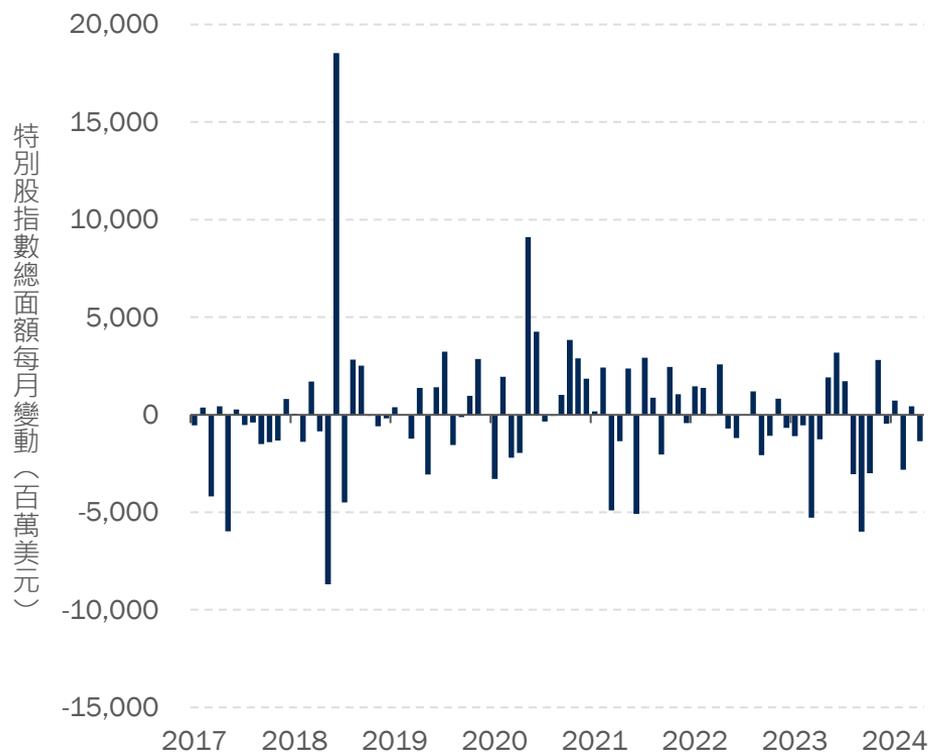
\*特別股以ICE美銀固定利率優先證券指數為參考，截至4/30指數之平均信用評級為BBB。非本基金報酬指標。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2024/4/30。

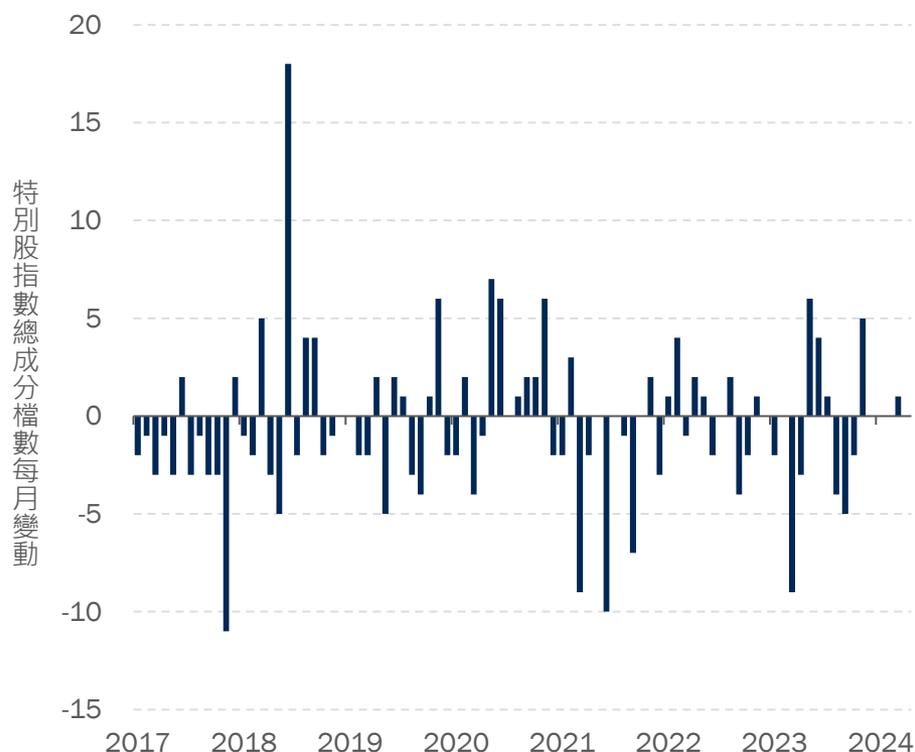
# 特別股市場淨供給減少

- 以總面額變動的角度來看，2024年迄今整體特別股市場的淨供給減少，指數總成分檔數則由去年12月底的199檔增加至200檔。

### 特別股指數總面額變動(百萬美元/月)



### 特別股指數總成分檔數變化(每月)



圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。本文所提及之證券，本公司無意藉此作任何推薦或徵求。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2024/4/30。特別股以ICE美銀固定利率優先證券指數為參考，非本基金報酬指標。

# 殖利率持續高檔震盪，相對水準誘人

- 2024年初迄今，因通膨具黏性，使市場預期聯準會利率政策轉向時間點一再延後。截至四月底，美國公債殖利率維持上行，特別股殖利率亦呈現明顯上升，位於近年來難得一見的高位、且大幅高於近5年均值，以特別股平均投資等級的信用評等而言\*\*，依然相當具有投資吸引力。

## 特別股殖利率歷史走勢(非基金報酬)



## 特別股與公債利差\*



圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。殖利率不代表基金之報酬率。

\*利差以特別股指數及美國公債指數之到期殖利率相減得出。特別股以ICE美銀固定利率優先證券指數為參考，美國公債以彭博巴克萊美國公債指數為參考，非本基金報酬指標。 \*\*特別股以ICE美銀固定利率優先證券指數為參考，非本基金報酬指標，截至4/30指數之平均信用評級為BBB。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2024/4/30。

# 特別股價格深具回升空間

- 目前整體特別股股價已跌超2013年縮減恐慌、2016年升息縮表及2018年經濟衰退疑慮時創下的低點，於震盪引發的低點加碼可望具回升潛力。以價值面分析，恐慌性拋售使特別股股價出現吸引力，故預期在市場情緒回穩後，有望複製先前經驗、自超跌中反彈。

## 特別股價格(不含息)走勢



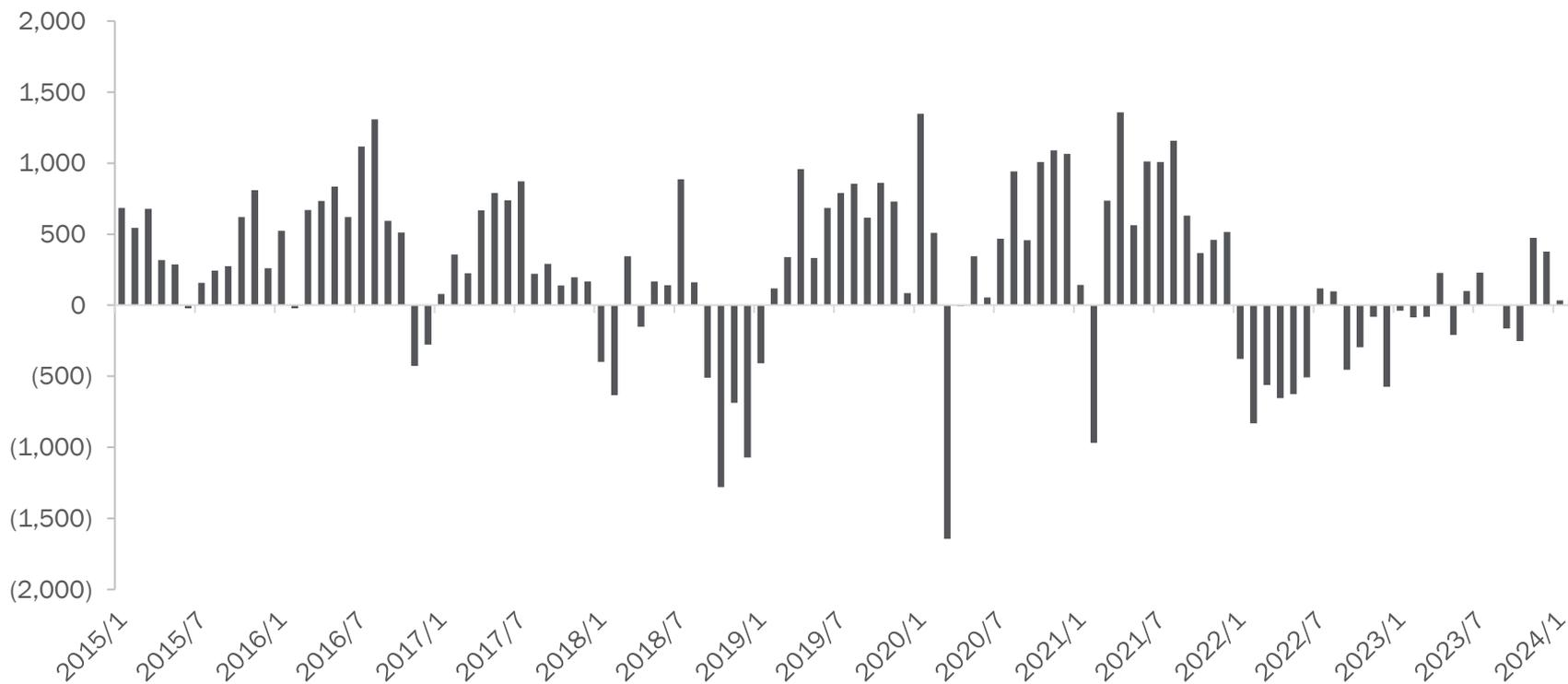
圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來報酬之保證。以上投資配置可能隨市場變動。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2013/1/1~2024/4/30。特別股以ICE美銀固定利率優先證券指數之價格(不含息)走勢為參考，非本基金報酬指標。

# 資金流入特別股ETF

- 市場預期聯準會政策即將迎來轉向，殖利率維持在誘人的高檔，特別股的高殖利率水準吸引資金追捧，2024年第1季特別股ETF呈現資金淨流入。

## 主要特別股ETF資金流向統計(百萬美元)



圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

資料來源：Morningstar，柏瑞投信整理，2024/4/30。以上統計US ETFs中Morningstar分類為特別股之估算資金淨流量。

# 特別股指數與其他金融資產連動程度有限

## 特別股與其他金融資產相關係數(近20年)

| 相關係數      | 特別股          | 全球投資等級債      | 全球非投資級債      | 新興市場美元債      | 新興市場當地貨幣債    | 成熟市場股票       | 新興市場股票       |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 特別股       | <b>1.000</b> | <b>0.552</b> | <b>0.533</b> | <b>0.458</b> | <b>0.439</b> | <b>0.522</b> | <b>0.457</b> |
| 全球投資等級債   | <b>0.552</b> | <b>1.000</b> | <b>0.775</b> | <b>0.832</b> | <b>0.765</b> | <b>0.665</b> | <b>0.674</b> |
| 全球非投資級債   | <b>0.533</b> | <b>0.775</b> | <b>1.000</b> | <b>0.821</b> | <b>0.730</b> | <b>0.816</b> | <b>0.782</b> |
| 新興市場美元債   | <b>0.458</b> | <b>0.832</b> | <b>0.821</b> | <b>1.000</b> | <b>0.802</b> | <b>0.672</b> | <b>0.697</b> |
| 新興市場當地貨幣債 | <b>0.439</b> | <b>0.765</b> | <b>0.730</b> | <b>0.802</b> | <b>1.000</b> | <b>0.690</b> | <b>0.811</b> |
| 成熟市場股票    | <b>0.522</b> | <b>0.665</b> | <b>0.816</b> | <b>0.672</b> | <b>0.690</b> | <b>1.000</b> | <b>0.822</b> |
| 新興市場股票    | <b>0.457</b> | <b>0.674</b> | <b>0.782</b> | <b>0.697</b> | <b>0.811</b> | <b>0.822</b> | <b>1.000</b> |

圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦，投資人仍需視己身風險承受情況。殖利率不代表本基金之報酬，過去績效不代表未來績效之保證。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。非投資等級債仍有相關風險，請投資前審慎評估風險承受度。成熟市場股票：MSCI全球指數；新興市場股票：MSCI新興市場指數；全球投資等級債：ICE美銀全球投資等級債指數；新興市場美元債：JPMorgan新興市場全球分散指數；特別股：ICE美銀固定利率優先證券指數；全球非投資級債：ICE美銀全球非投資等級債券指數；新興市場當地貨幣債：JPMorgan新興市場當地政府債券全球分散指數；皆非本基金報酬指標。資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2004/4/30~2024/4/30。

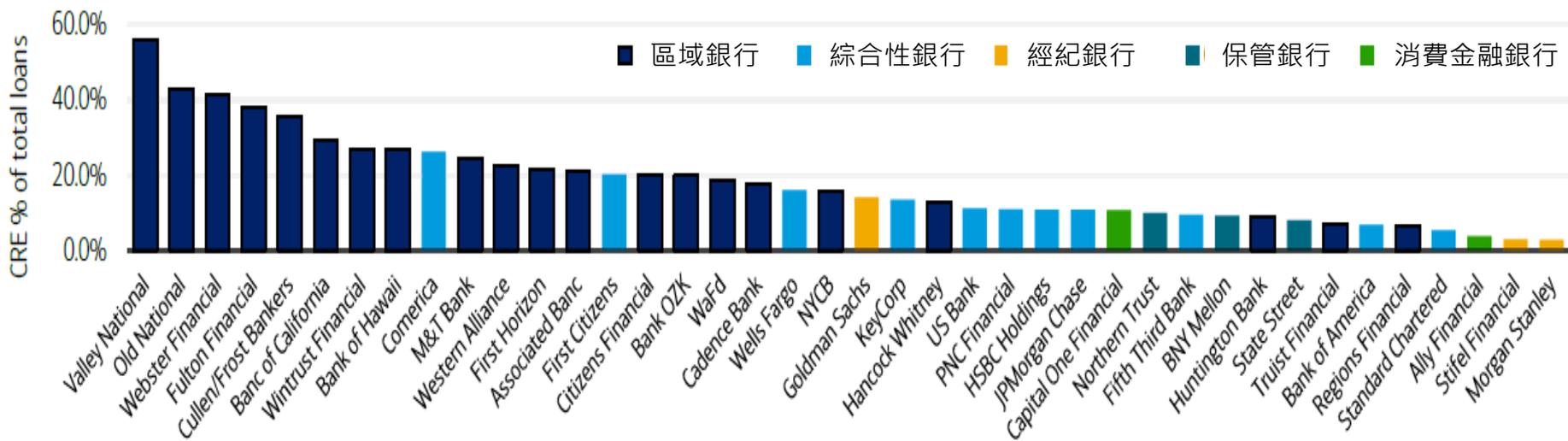
## Section II

# 特別股市場焦點

# 市場焦點：商業房地產壓力仍在，未來發行人表現將分化

- 疫後多數工作地點已轉向混合型態、辦公室需求降低，近期部份美國區域銀行和日本特定銀行因為商業房地產損失撥備帶動股價下跌，市場開始擔憂未來可能有系統性的金融風險
- 根據統計，發現擁有商業房地產貸款的特別股發行人中(見下圖)，前20名中絕大多屬於區域性銀行(17家)；部分大型跨國銀行雖擁有規模可觀的商業房地產貸款餘額，但它們在總貸款組合中所佔比例相對較小，研判即便未來部分業主拖欠或無法償還，中小型地區銀行可能承擔的風險和衝擊會更大，主要反映它們不像大型對手般擁有較為多元的貸款組合和多樣化業務作為緩衝
- 目前整體美國銀行業資本體質依然強勁，惟須留意若疫後混合工作型態延續，發行人表現分化或恐增加，突顯主動投資價值

### 優先股發行銀行 - 商業房地產貸款佔總貸款組合比例(%)



資料來源：BoA, 2024/2/7。圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求、推薦及獲利之保證。投資人仍需視己身風險承受情況。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

# 聲明

柏瑞投資由旗下多家國際公司組成，並致力為世界各地之客戶提供專業投資建議、資產管理產品及服務。柏瑞投資乃PineBridge Investments IP Holding Company Limited之註冊商標。

- **參閱者**：本文件僅供收件人使用。未獲柏瑞投資預先批准下不可轉發本文件。其內容可能屬於機密、專有和/或商業秘密信息。柏瑞投資及其附屬公司均不會為將本文件（不論全部或部份）非法分發予任何第三者負責。
- **意見**：本文件中所表達的任何觀點乃代表基金經理的意見，僅在指定日期有效，如有更改，恕不另行通知。不能保證本文件中所表達的任何意見或任何相關持倉會在本文件發佈時或之後仍會維持。本公司無意藉此招攬或建議任何行動。
- **風險警告**：所有投資均涉及風險，包括本金的潛在虧損。如適用，應參閱發售章程內的詳情，包括風險因素。投資管理服務與多項投資工具相關，其價值均會波動。不同投資工具的投資風險並不相同，例如對於涉及與投資組合不同貨幣的投資，匯率變化可能影響投資的價值，從而使投資組合的價值上升或下跌。在較高波動性投資組合的情況下，實現或取消的損失可能非常高（包括全部投資損失），因為這種投資的價值可能突然和顯著下跌。在作出投資決定時，準投資者必須自行審視涉及之優點和風險。
- **業績附註**：過往業績並不代表將來表現。不能保證任何投資目標可以實現。柏瑞投資經常使用基準來比較業績。基準僅用作說明用途，任何相關提述不應被理解為任何投資的投資回報與任何基準之間將必然存在相關性。任何參考基準並未反映與主動管理投資相關的費用和支出。柏瑞投資可能不時顯示其策略的效果或通過模型表達一般行業的觀點。此類方法僅旨在顯示預期範圍的可能投資結果，不應被視為未來表現的指引。不能保證可以實現任何回報，或有關策略將對任何投資者成功或有利可圖，或任何行業觀點將會實現。實際投資者可能會遇到不同的結果。

柏瑞證券投資信託股份有限公司

柏瑞投信獨立經營管理 108金管投信新字第001號

台北總公司：104台北市權東路二段144號10樓

(02)2516-7883

台中分公司：407台中市西屯區市政路386號12樓之8

(04)2217-8168

高雄分公司：802高雄市四維三路6號17樓之1(A5室)

(07)335-5898

製作時間：2024/5

TR

【柏瑞投信獨立經營管理】基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至柏瑞投資理財資訊網或公開資訊觀測站中查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，基金投資風險請詳閱公開說明書。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。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。投資基金可能發生部分或本金之損失，最大損失為全部投資之金額。

基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。本基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用。有關本基金之配息組成項目揭露於本公司網站。本基金在配息政策上主要是運用所投資之特別股個股，在該公司約定條件下，所發放之現金股利，且該收入多數具有定期給付之特性。本基金之配息將視整體基金收益及淨資產價值之情形運作，此配息結果可能涉及本金。

基金之主要投資風險包括：類股過度集中風險及產業景氣循環風險、流動性風險、提前買回風險(如特別股或債券)、無法按時收取息收之風險(如特別股或債券)、投資債券之固有風險(包括債券發行人違約之信用風險、利率變動等風險)、投資地區政治、經濟變動風險、外匯管制(投資海外)及匯率變動(投資海外)之風險，基金亦得投資承銷股票，承銷股票因初次上市，其風險包括發行公司之財務與經營風險、初次掛牌後價格變動與流動性風險。得投資於金融機構發行具損失吸收能力債券之基金，本公司以不超過淨資產價值30%之原則投資是類債券。該類債券發行條件除提供息收外，已先行約定觸及特定條件時，發行公司會啟動轉換成股票或不支付本金，因此此類標的之投資風險除了投資金融債固有之風險外，尚有債權轉換股權後價格波動風險、本金損失風險、債息止付風險及創新工具之流動性風險等，有關基金投資風險(含投資債券風險)之揭露請亦請詳見公開說明書。

前述具損失吸收能力債券釋例請詳閱公開說明書。有關基金投資風險(含投資債券風險)之揭露請亦請詳見公開說明書。

本公司及各銷售機構備有公開說明書，歡迎索取，或經由下列網站查詢：

柏瑞投資理財網：<https://www.pinebridge.com.tw>

公開資訊觀測站：<https://mops.twse.com.tw>