

Q2 2025

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

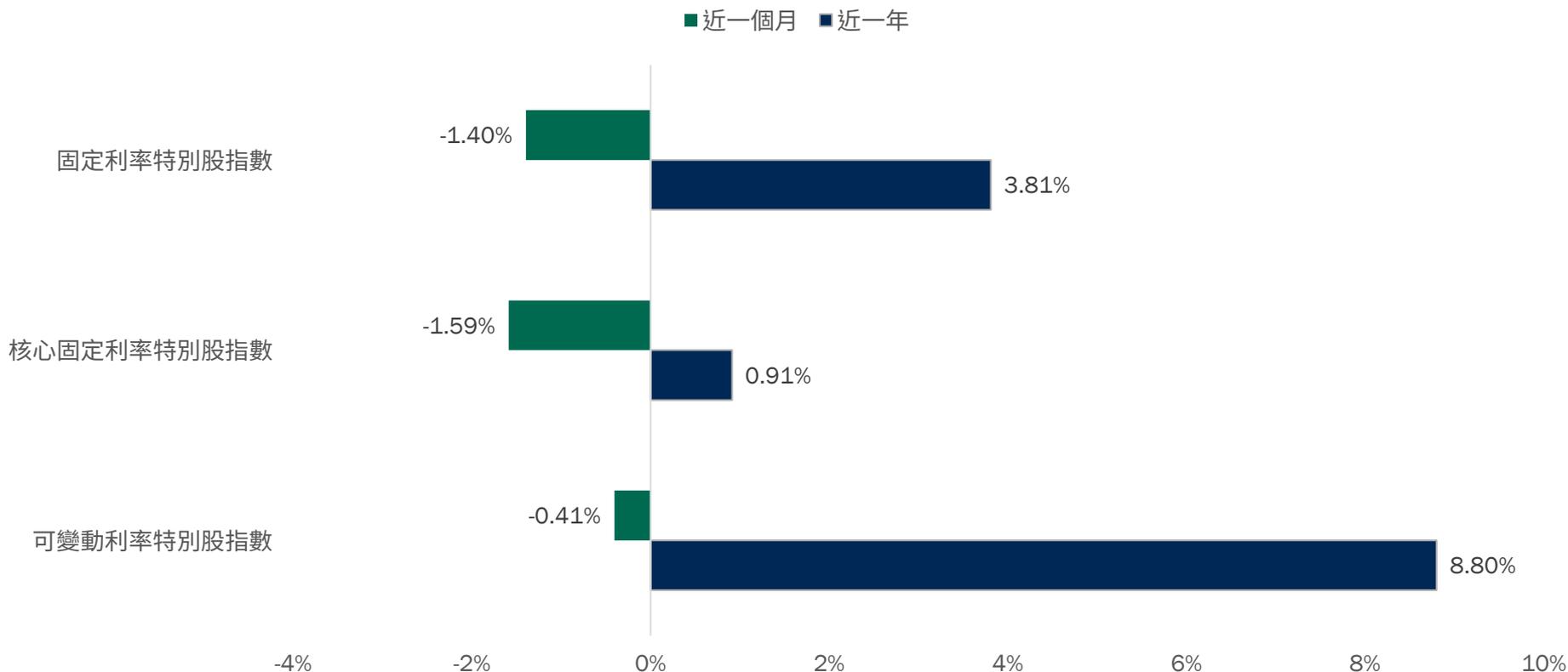
Section I

特別股市場概況

主要特別股指數表現

- 因市場對聯準會未來利率政策走向存疑，近期特別股資產有資金流出的趨勢；此外，特別股產業較集中於金融業，該產業近日受監管政策不確定性及商用不動產曝險問題所拖累。綜合因素影響下，特別股短期走勢疲軟。

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。

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，2025/4/30。

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-0.3%，下滑主因為本土企業為避免關稅提前大量進口貨物
貨幣政策	聯準會連續三次維持利率不變，未來將視關稅政策對經濟數據之影響決定利率政策走向
財務體質	美國金融業第一季財報依然優異，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高於遭降評件數，信用風險可控
新股供給	2025年截至四月底整體特別股市場的淨供給增加，指數總成分檔數由195檔增加至196檔*
評價面	特別股的殖利率約為6.7%**，優於多數投資等級固定收益資產
資金面	市場對未來利率走勢感到擔憂，近期特別股資產面臨資金流出壓力

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。

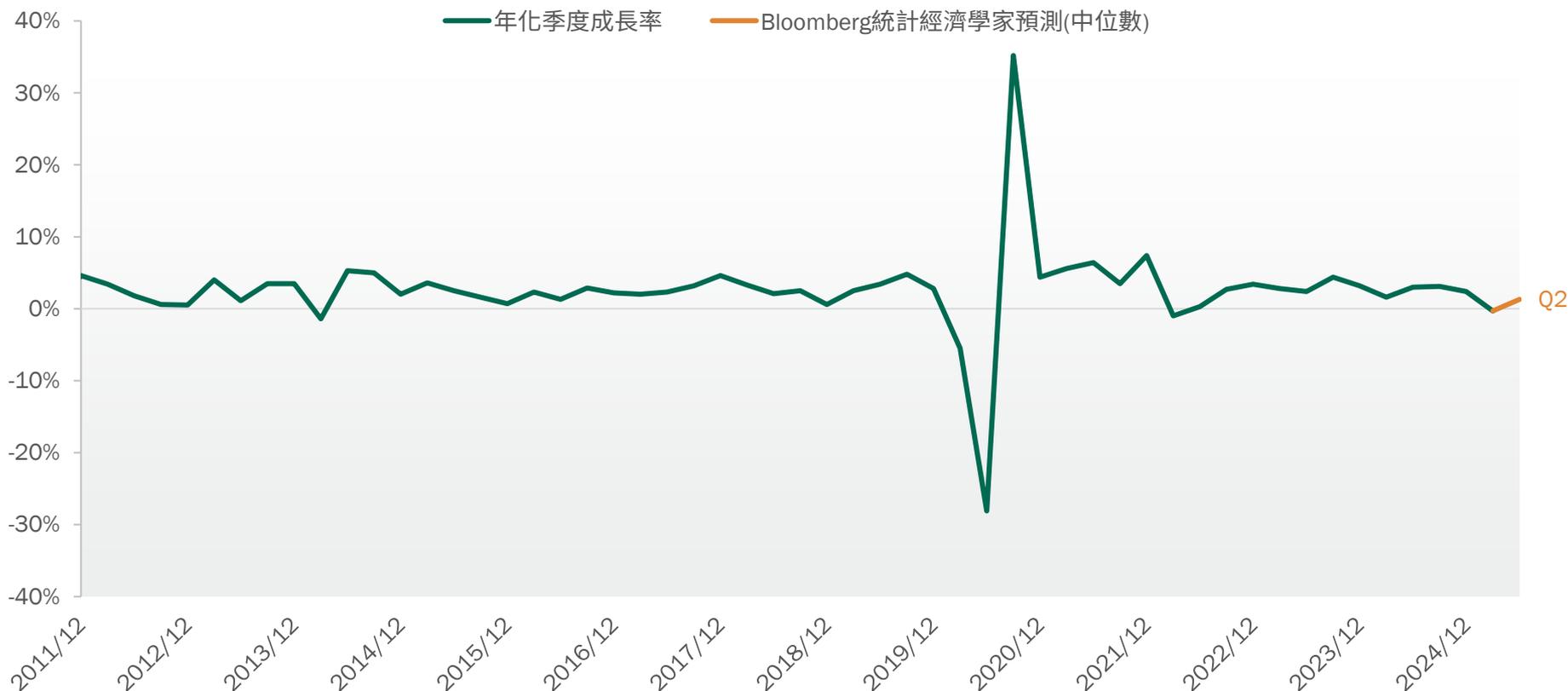
*請詳第10頁，**請詳第11頁。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2025/5。

美國經濟成長下滑

- 美國2025年第一季國內生產毛額(GDP)，季增年率從前值2.4%大幅下滑至負0.3%、年增率亦自前值2.5%下滑至2.0%，低於市場預期，為2022年以來首次出現萎縮。觀察細項，本次GDP數據明顯受到關稅政策干擾，美國本土多間企業趕在關稅實施前搶先囤貨，Q1進口季增年率大幅暴增至41.3%，為1980年以來次高，光是進口單一項目便對GDP造成5個百分點的負貢獻，成為本次數據陷入萎縮的主因。

美國經濟成長率(年化季比)



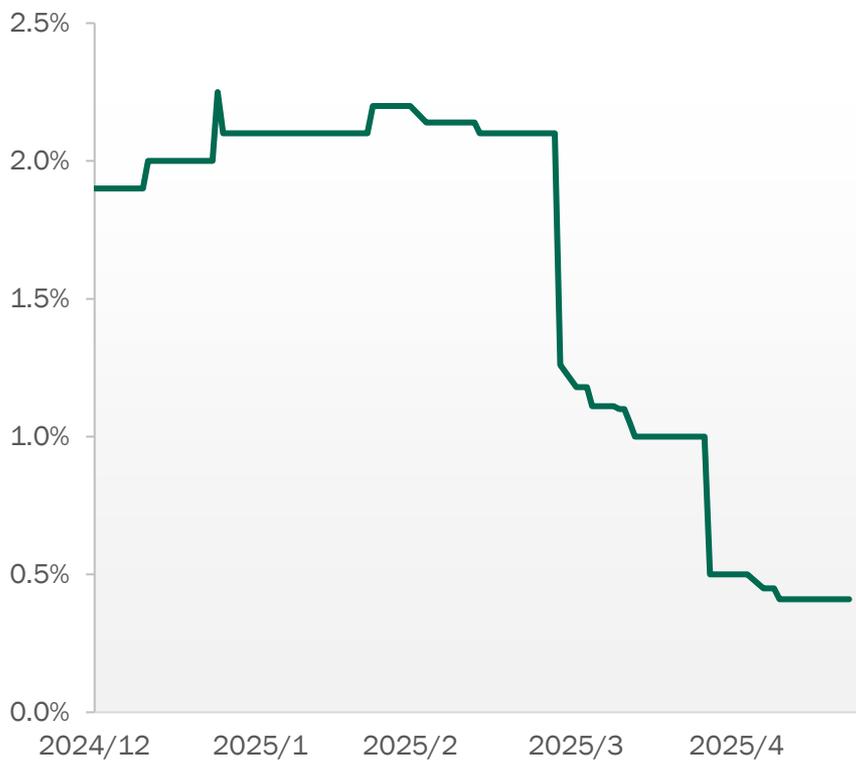
圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。過去績效不代表未來收益之保證。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2025/5/23。

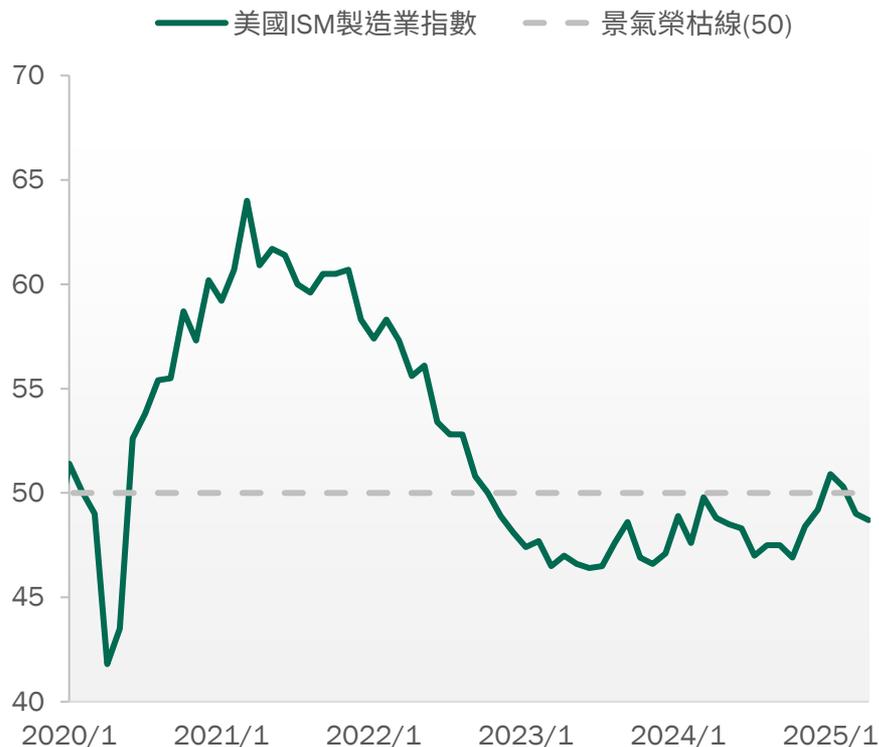
美國經濟數據逐步下修

- 美國第一季財報再傳佳音，在已公布財報的企業中有接近八成獲利超出預期，延續去年整年度的優異表現，然該季度經濟數據表現與影響始終環繞關稅戰，因此經濟成長預測也逐步下修。
- 美國2025年4月ISM製造業指數為48.7，低於前值的49.0，但優於市場預期的47.9，為今年以來首度落至榮枯線以下，顯示進口成本逐步上升與貿易政策不確定性的背景下，製造業信心受到打擊。

美國第1季經濟成長率預測值



美國ISM製造業指數



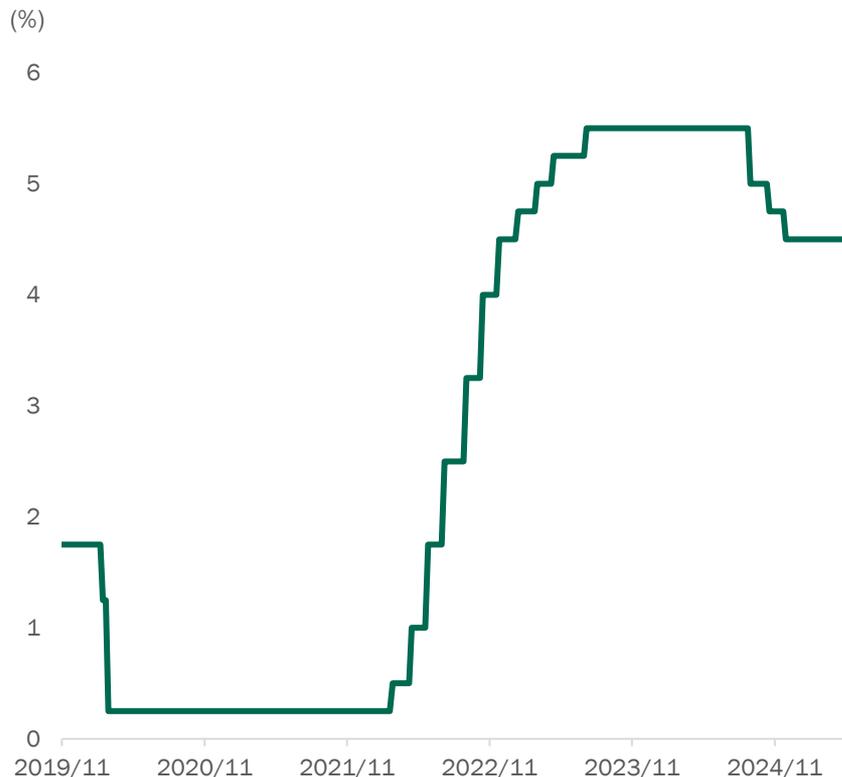
圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。過去績效不代表未來收益之保證。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2025/5/23。

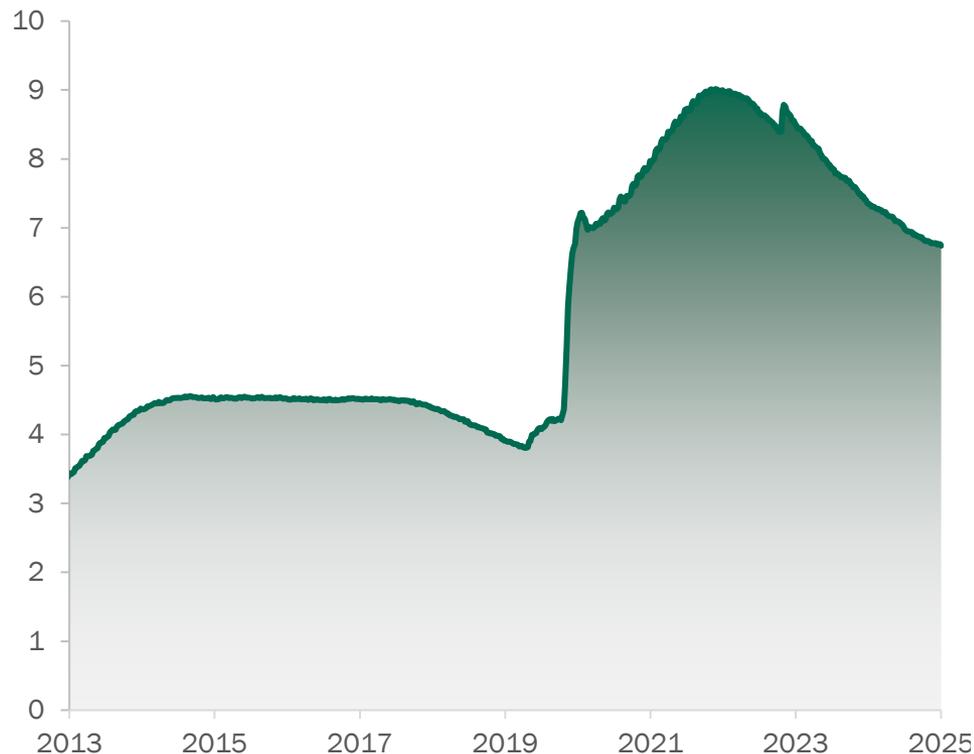
聯準會暫緩降息步調，未來視經濟數據且走且看

- 聯準會(Fed)5月決議如預期將基準利率維持在4.25%-4.50%的區間，繼去年底三次調降利率後，今年以來會議均暫停降息步伐。會後聲明指出經濟前景不確定性進一步增加，失業率、通膨可能面臨同步走高的挑戰。主席鮑爾強調聯準會將觀望並等待關稅進展，同時表示當前美國經濟數據仍保有韌性，需耐心等待關稅政策後續發展，目前不急於採取行動。

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，2025/5/23。

美國金融業體質依然穩健

- 觀察美國第一季財報，金融業獲利仍然優異，大型銀行相繼交出優於市場預期的財報數字，雖關稅風險升溫可能導致企業與消費行為轉向保守，然多家銀行已開始提列更多信貸損失準備金，以因應可能的違約風險。
- 美國金融業第1季股東權益佔總資產比例持續上修，仍維持在歷史相對高位，顯示金融業體質依然強健、抵禦外部衝擊的能力佳，持續發放特別股股利的能力應無虞。

金融業獲利狀況(美元)



股東權益佔總資產比例



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。過去績效不代表未來收益之保證。

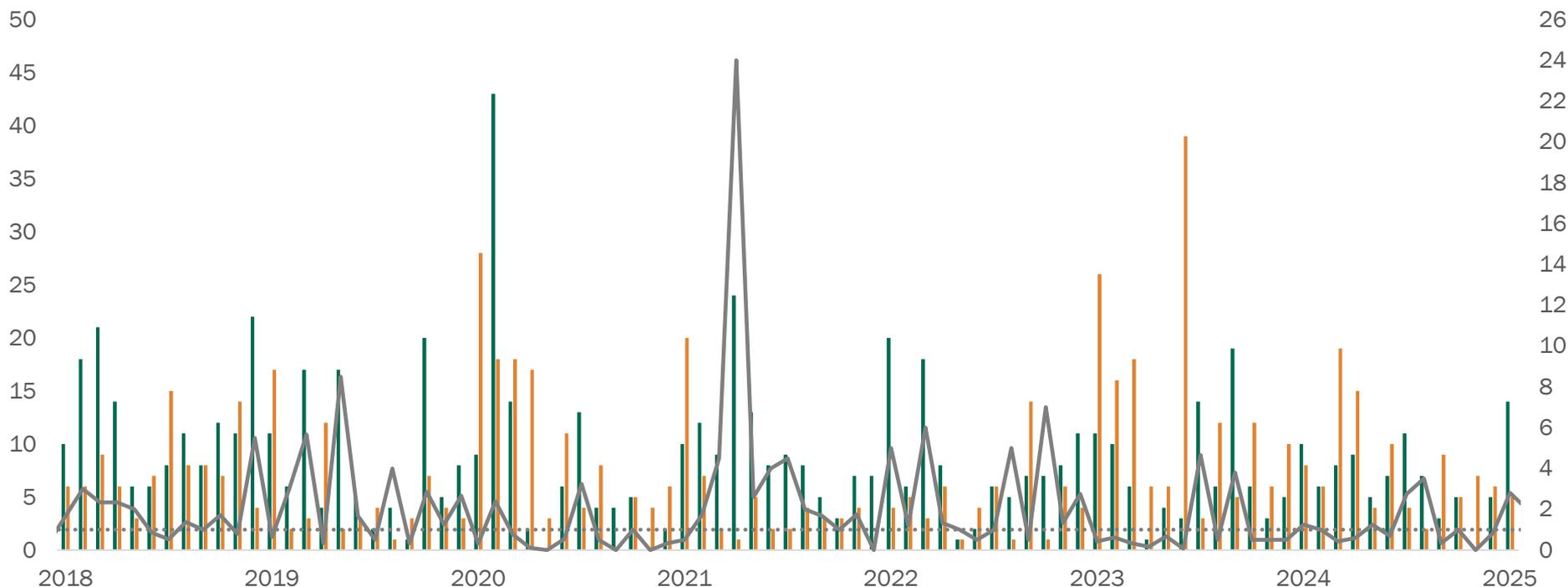
資料來源：Bloomberg，以上統計S&P500金融指數成份股，柏瑞投信整理，2025/5/23。

特別股整體信用風險可控

- 2025年截至4月底共計有23檔特別股的信用評級被調升，及20檔特別股的信用評級被調降，反映整體發行機構的信用風險可控。截至2025/4/30，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。

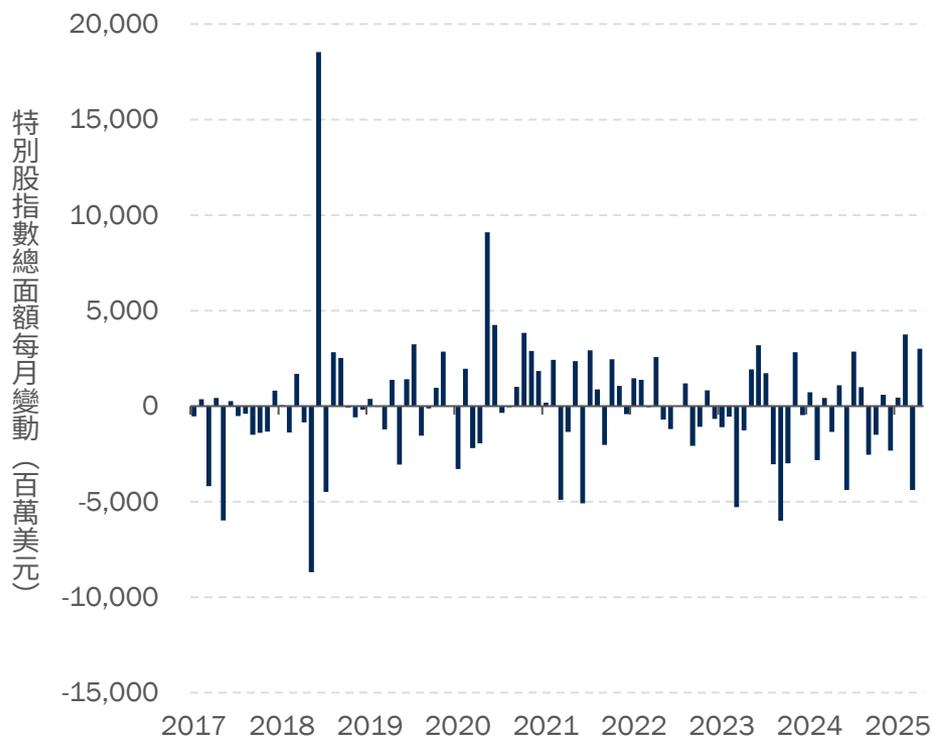
*特別股以ICE美銀固定利率優先證券指數為參考，截至4/30指數之平均信用評級為BBB。非本基金報酬指標。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2025/4/30。

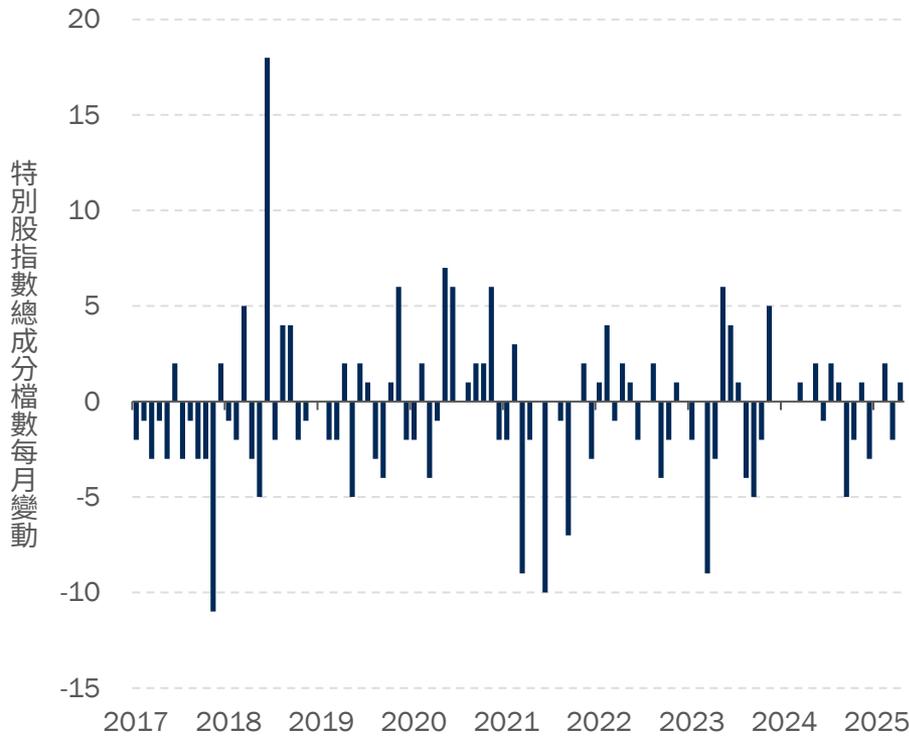
特別股市場淨供給增加

- 以總面額變動的角度來看，2025年截至4月底整體特別股市場的淨供給增加，指數總成分檔數則由2024年底的195檔增加至2025年4月底的196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，2025/4/30。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

- 聯準會持續按兵不動，且市場多空訊息交錯，使特別股殖利率於第一季震盪上行，當前仍位於近年來難得一見的高位、且高於近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。過去績效不代表未來收益之保證。*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，2025/4/30。

特別股價格深具回升空間

- 近期整體特別股股價有所反彈，但仍低於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



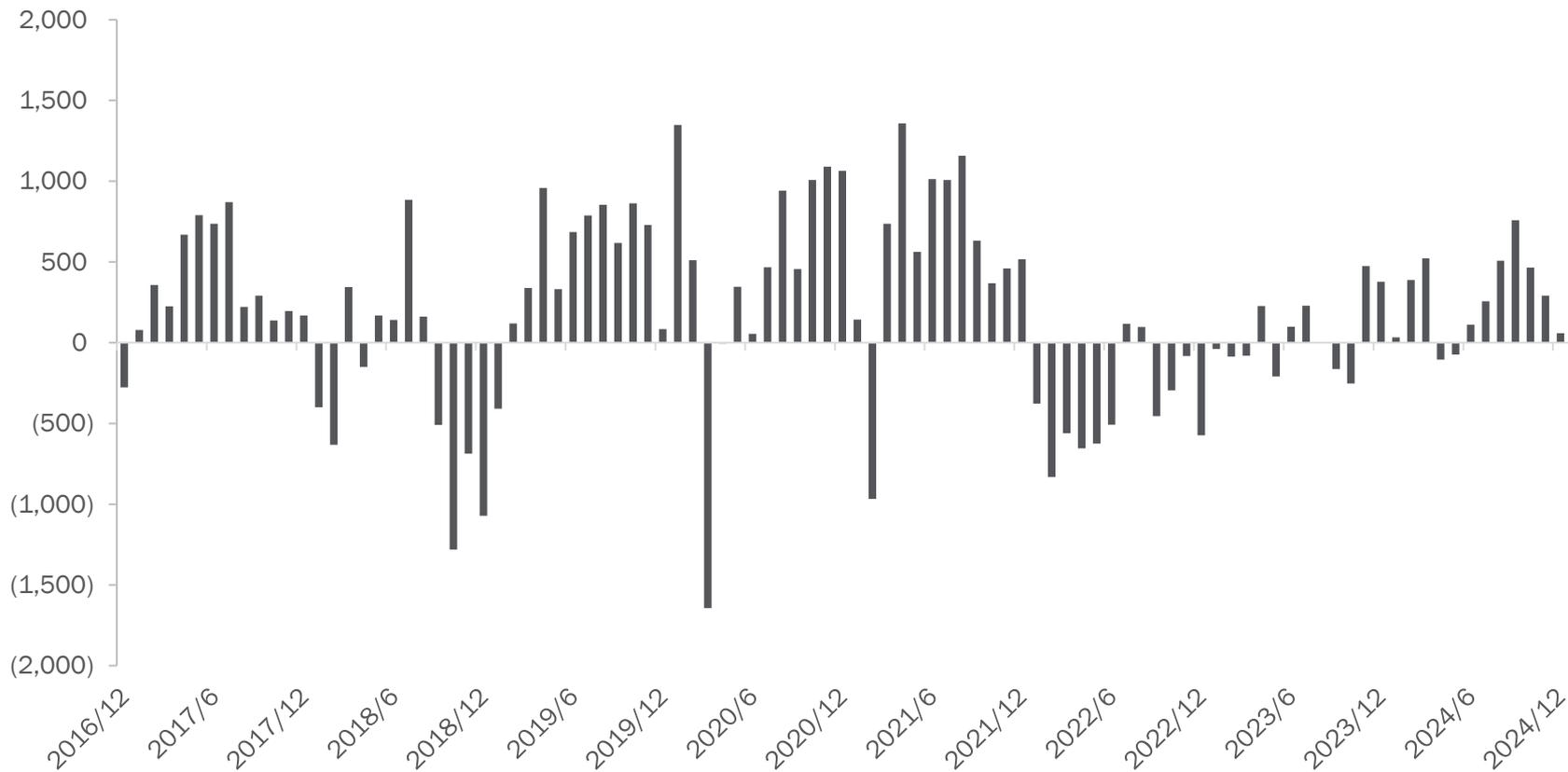
圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。過去績效不代表未來報酬之保證。以上投資配置可能隨市場變動。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2013/1/1~2025/4/30。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。

資金流出特別股ETF

- 聯準會今年暫停降息，表明需觀察後續關稅對經濟數據之影響，市場因而對未來利率走向存疑，導致投資人近期傾向轉換至存續期間較短的資產，進而導致特別股ETF於今年三、四月出現相對明顯的資金流出。

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。殖利率不代表基金之報酬率。

資料來源：Morningstar，柏瑞投信整理，2025/4/30。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	1.000	0.550	0.534	0.459	0.441	0.529	0.461
全球投資等級債	0.550	1.000	0.774	0.837	0.769	0.664	0.660
全球非投資級債	0.534	0.774	1.000	0.823	0.730	0.816	0.781
新興市場美元債	0.459	0.837	0.823	1.000	0.809	0.685	0.701
新興市場當地貨幣債	0.441	0.769	0.730	0.809	1.000	0.683	0.805
成熟市場股票	0.529	0.664	0.816	0.685	0.683	1.000	0.814
新興市場股票	0.461	0.660	0.781	0.701	0.805	0.814	1.000

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，2005/4/30~2025/4/30。

Section II

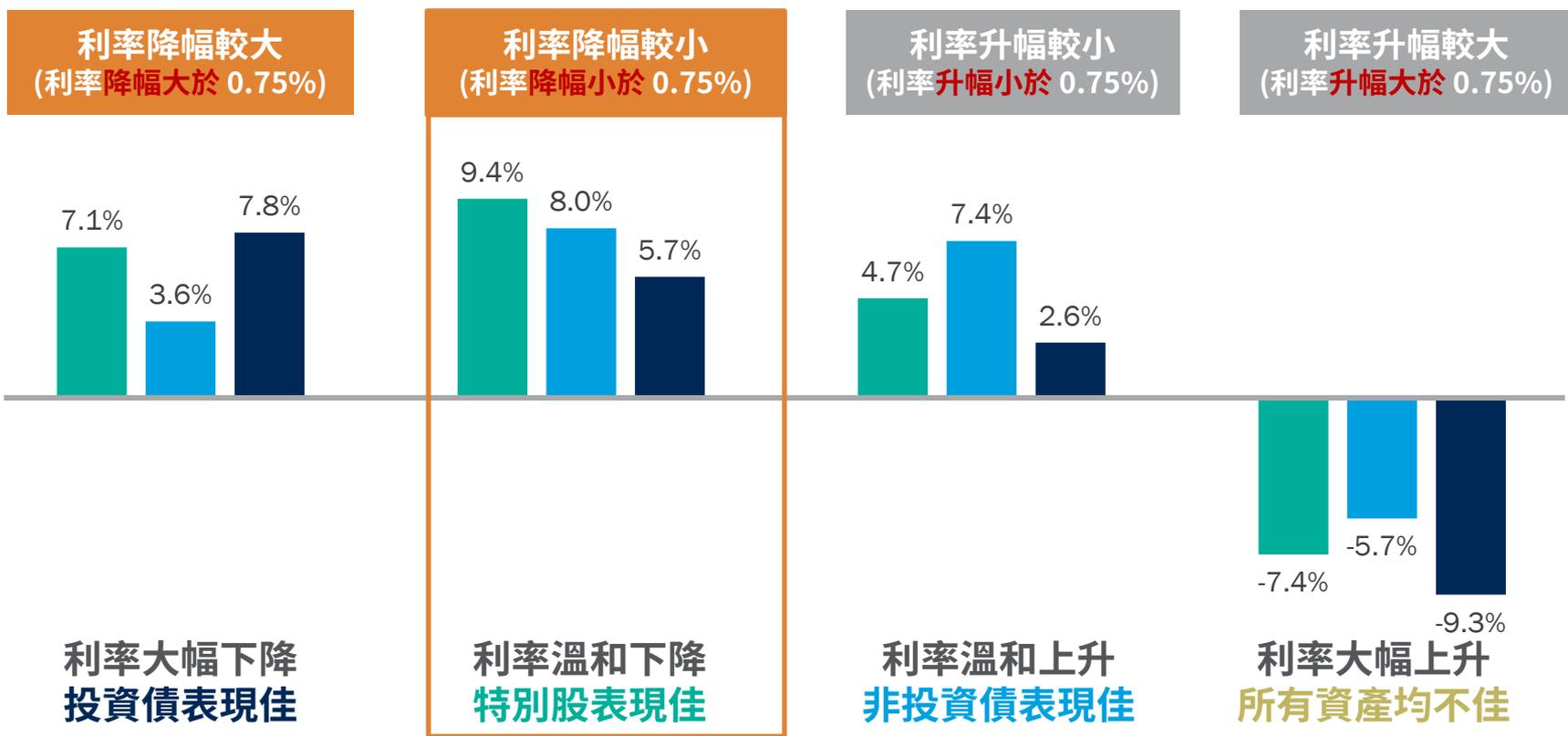
特別股市場焦點

川普新局下降息幅度受限，特別股中性存續期具相對優勢

- 根據芝商所FedWatch工具，目前聯準會在2025年降息幅度有望達2至3碼。回顧2009年以來，在美國10年公債利率下降幅度在0.75%以內，特別股在未來一年平均有較佳的表現。

美國十年期公債殖利率一年變化，與各資產投資一年報酬平均值(非基金報酬)

■ 特別股 ■ 非投資等級債 ■ 投資等級債



資料來源：Bloomberg，2009/12/31~2025/3/31。特別股以ICE BofA固定利率優先證券指數為參考，全球投資級企業債以ICE BofA全球投資級企業債指數為參考，全球非投資級債以ICE BofA全球非投資級債券指數為參考，皆非本基金報酬指標。圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦，投資人仍需視自身風險承受情況。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。

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

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

【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。

基金配息不代表基金實際報酬，且過去配息不代表未來配息；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>