

Q4 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

---

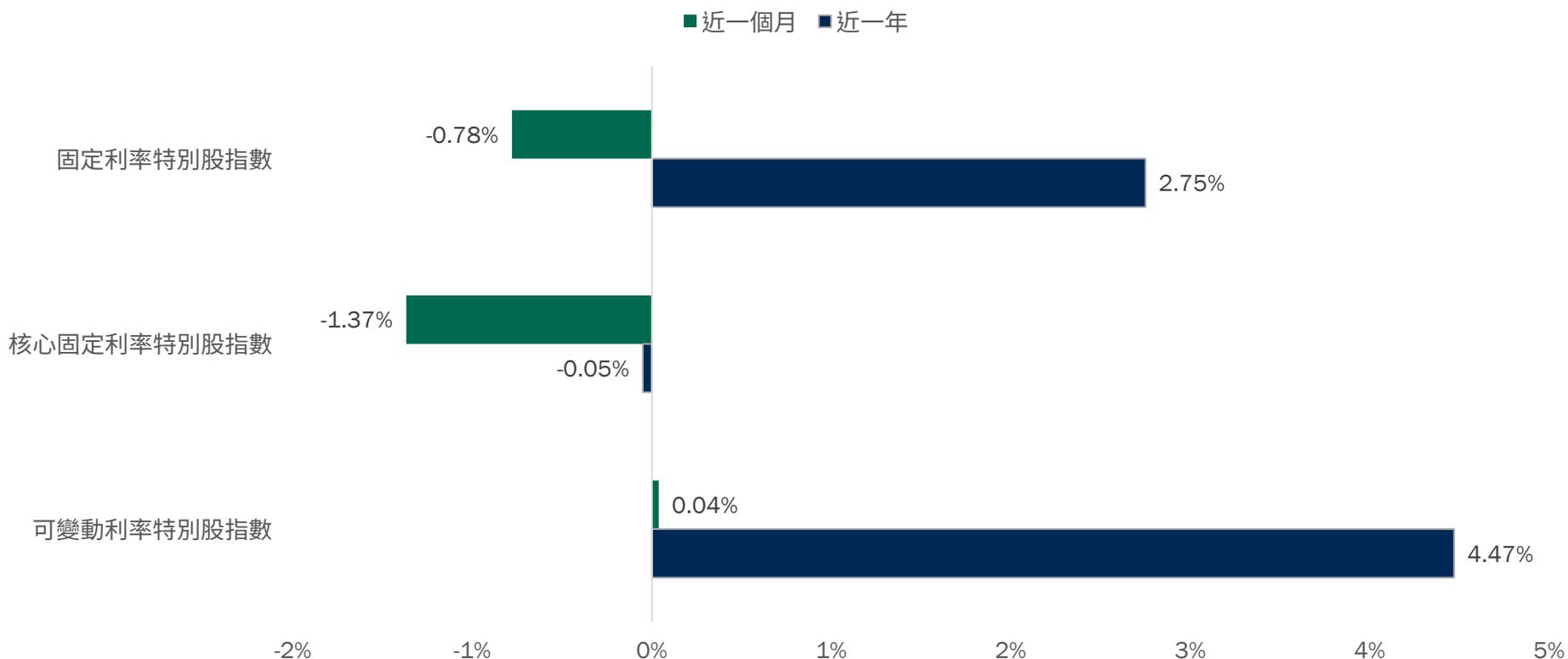
## Section I

# 特別股市場概況

# 主要特別股指數表現

- 美國聯準會於九月重啟降息循環，分別於九月、十月降息一碼，然美國政府近期方才重新開門並恢復定期公告經濟數據，美國十年期公債殖利率與市場對未來降息的預期因而持續震盪，且十月美國地區銀行再度傳出暴雷事件。綜合因素影響下，特別股近期表現相對承壓。

## 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，2025/11/30。

# 重點摘要

觀察面向	評論
總體經濟	美國第二季GDP年化季比終值上調至3.8%，政府關門使第三季數據延後公布
貨幣政策	聯準會重啟降息循環，然委員會內部對未來降息路徑意見分歧
財務體質	美國金融業第三季財報維持強勁，整體金融業體質依然強健
信用評等	今年以來特別股被升評件數高於遭降評件數，信用風險可控
新股供給	2025年截至11月底整體特別股市場的淨供給減少，指數總成分檔數降至194檔*
評價面	特別股的殖利率約為6.5%**，優於多數投資等級固定收益資產
資金面	市場風險偏好回升，且特別股殖利率仍具吸引力，資金流入相關資產

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，2025/11。

## 美國第三、四季經濟預期將放緩

- 美國2025年第二季國內生產毛額(GDP)，季增年率由初值的3.0%上調至終值的3.8%，主因為最大組成部分的個人消費維持強勁，尤其是服務類支出顯著上修，而消費具韌性主因為勞工市場維持穩健、實質收入改善。因此前美國政府關門，包含第三季GDP在內的經濟數據延後公布，經濟學家預測第三季、第四季季增年率將放緩至2.9%、1.0%，機構預期消費動能將於下半年轉弱，主要受就業市場逐漸疲軟、關稅推高商品價格、財政轉移支付減少等因素影響。

### 美國經濟成長率(年化季比)



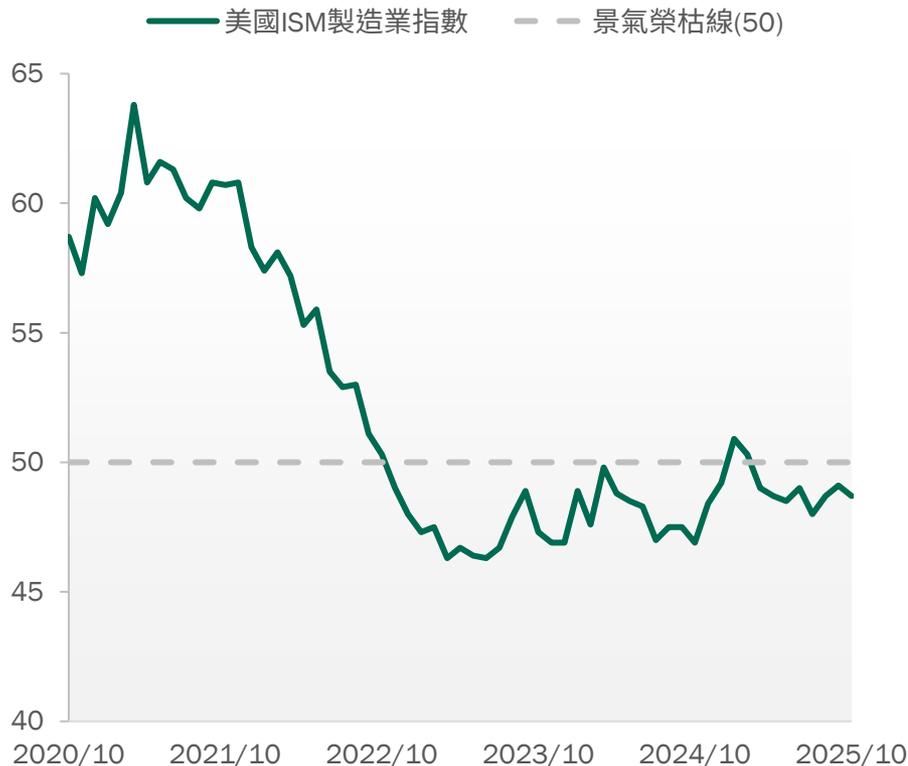
圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。過去績效不代表未來收益之保證。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2025/11/30。

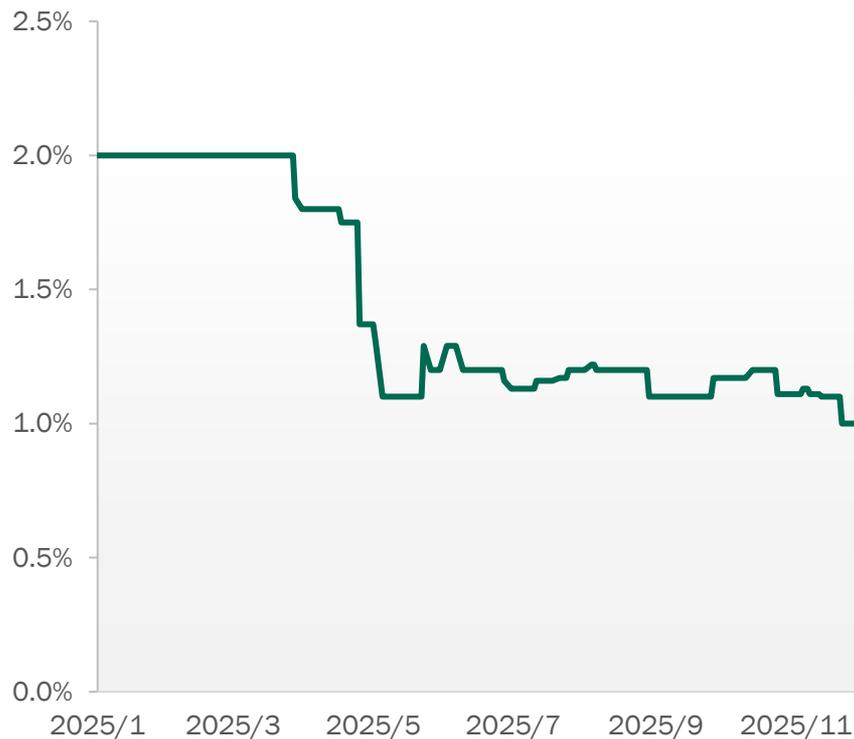
# 美國經濟軟數據持續疲軟

- 美國2025年10月ISM製造業指數為48.7，低於前值的49.1，也低於市場預期的49.5，連續八個月處於榮枯線以下，製造業活動持續萎縮，反映出需求疲弱與就業持續收縮。
- 雖經濟數據方面有放緩趨勢，然而美國第三季財報再傳佳音，整體獲利年增率達到13.4%，其中83%公司獲利打敗市場預期，包括資訊科技、醫療保健及通訊服務等產業表現最為亮眼。

## 美國ISM製造業指數



## 美國第4季經濟成長率預測值



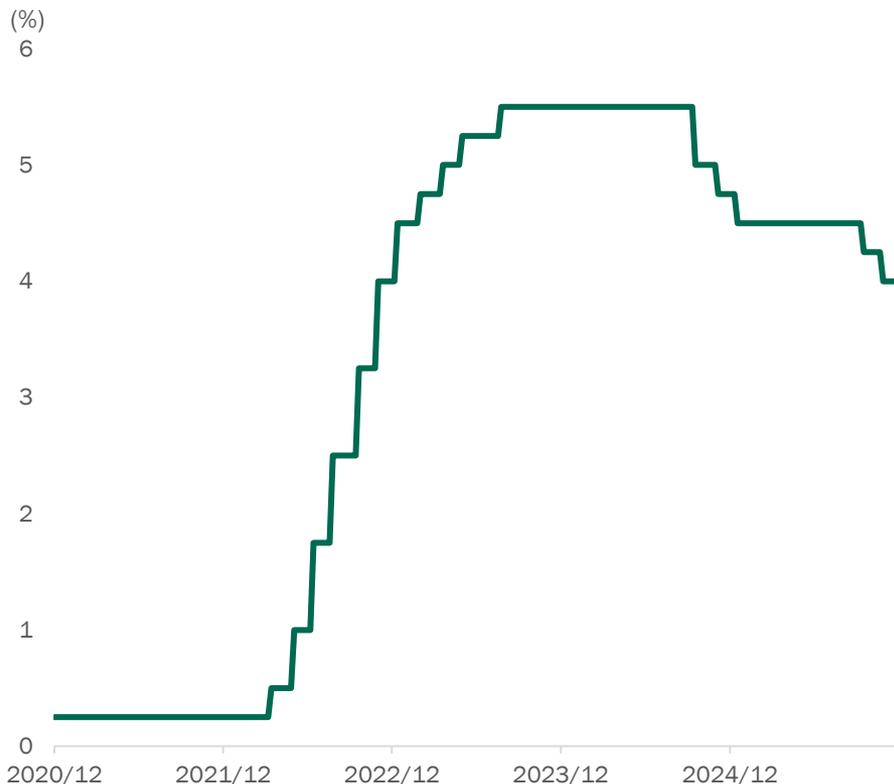
圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。過去績效不代表未來收益之保證。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2025/11/30。

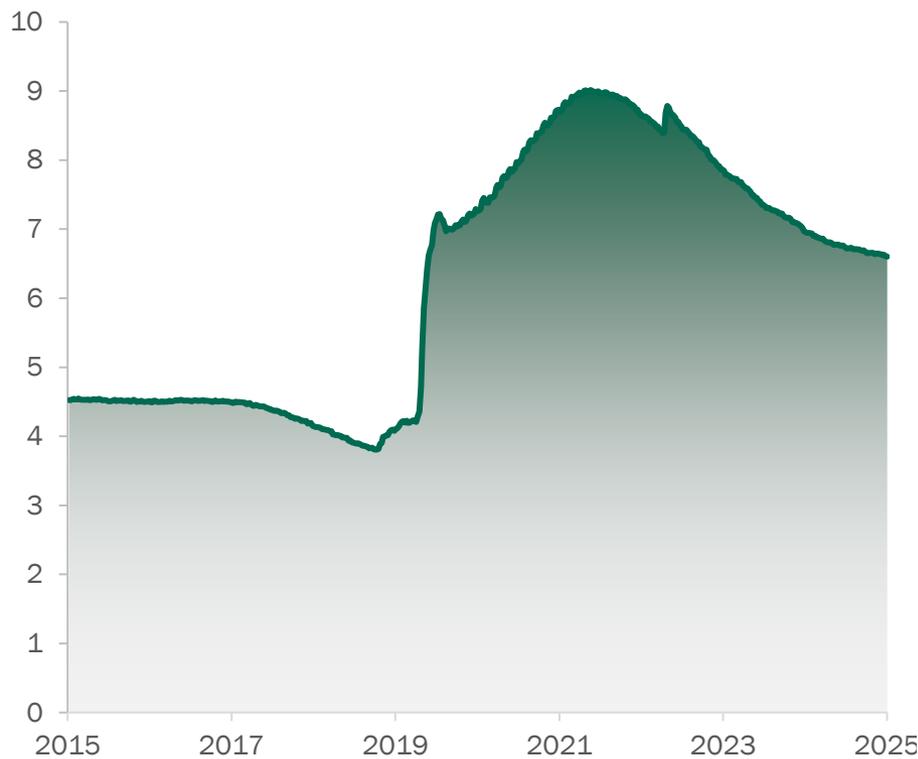
# 聯準會重啟降息，然內部意見分歧加劇

- 聯準會(Fed)10月決議如預期將基準利率調降一碼至3.75%-4.00%區間，為連續第二次降息，並同時宣布將於12月起停止已長達三年半的縮表措施，主因為市場流動性壓力上升。然而經歷長達44天政府停擺的情況，官員於決策當下並無就業、通膨等關鍵數據作為參考依據，導致委員會內部分歧加劇，對於經濟前景和未來降息必要性之意見不一致，因此市場對十二月會議降息的判斷持續震盪。

## 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，2025/11/30。

# 美國金融業獲利維持強勁

- 觀察美國第三季財報，金融業獲利持續表現強勁，美國各大銀行企業獲利能力均顯著超越市場預期，顯示金融體系仍具韌性。隨著聯準會重啟降息循環，信貸擴張將延續，有助支撐經濟與企業資金流動。
- 美國金融業第3季股東權益佔總資產比例反彈並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

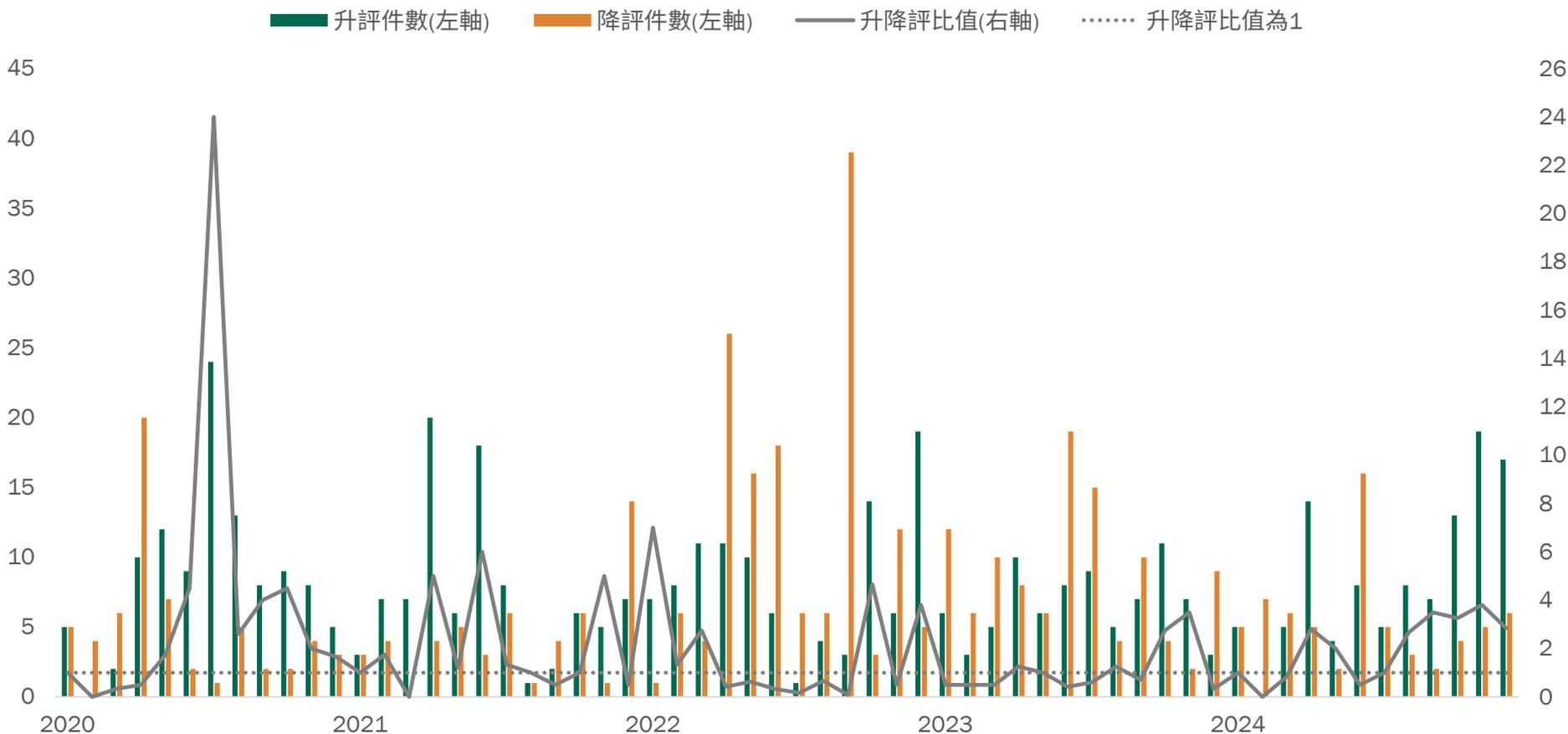


圖文僅供參考，本公司未藉此作任何徵求或推薦。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。過去績效不代表未來收益之保證。

資料來源：Bloomberg，以上統計S&P500金融指數成份股，柏瑞投信整理，2025/11/30。

# 特別股整體信用風險可控

- 2025年截至11月底共計有100檔特別股的信用評級被調升，及61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2025/11/30，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。



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。

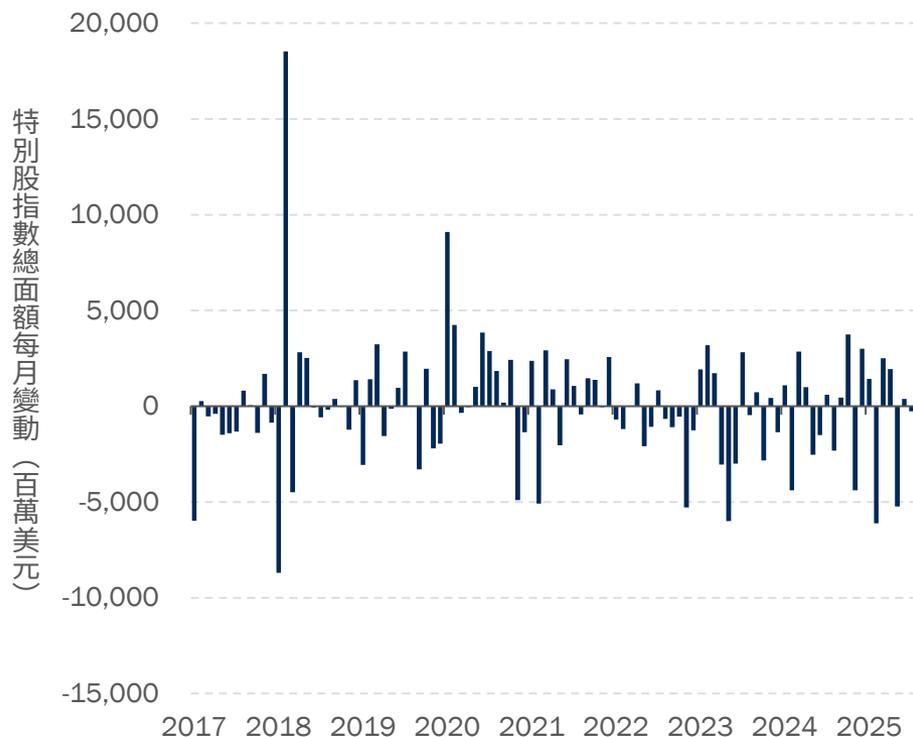
\*特別股以ICE美銀固定利率優先證券指數為參考，截至11/30指數之平均信用評級為BBB。非本基金報酬指標。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2025/11/30。

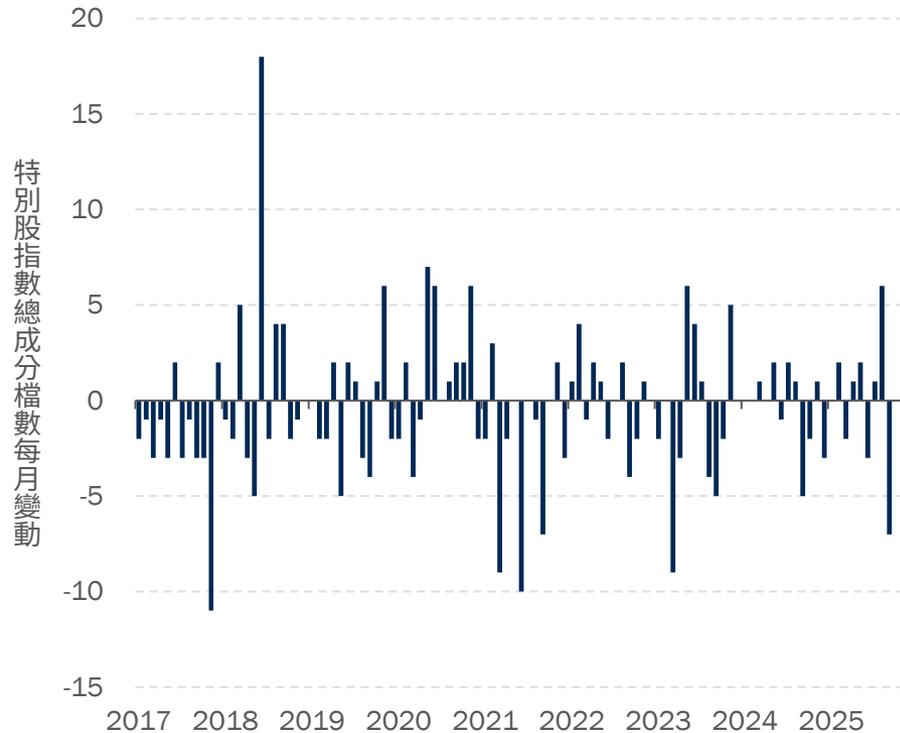
# 特別股市場淨供給減少

- 以總面額變動的角度來看，2025年截至11月底整體特別股市場的淨供給減少，指數總成分檔數則由2024年底的195檔減少至2025年11月底的194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，2025/11/30。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

- 聯準會雖重啟降息循環，但市場對就業數據的反應劇烈，使特別股殖利率自第三季起先降後升，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，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11/30指數之平均信用評級為BBB。

資料來源：Bloomberg，柏瑞投信整理，2025/11/30。

# 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，2013/1/1~2025/11/30。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

- 自四、五月市場波動劇烈使資金流出特別股ETF後，下半年風險情緒回升且特別股殖利率仍相對具有吸引力，資金再度回流特別股ETF。

## 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，2025/10/31。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	0.533	0.460	0.441	0.530	0.469
全球投資等級債	0.550	1.000	0.778	0.840	0.774	0.670	0.677
全球非投資級債	0.533	0.778	1.000	0.825	0.732	0.817	0.790
新興市場美元債	0.460	0.840	0.825	1.000	0.808	0.687	0.705
新興市場當地貨幣債	0.441	0.774	0.732	0.808	1.000	0.683	0.808
成熟市場股票	0.530	0.670	0.817	0.687	0.683	1.000	0.816
新興市場股票	0.469	0.677	0.790	0.705	0.808	0.816	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，2005/11/30~2025/11/30。

## Section II

# 特別股市場焦點

# 大型金融獲利超預期，在關稅不確定中具相對韌性

- 儘管10月美國地區銀行又出現暴雷事件，然目前觀察屬於個別信用事件，並非系統性危機。相比於小型銀行的波動，美國大型銀行公布第三季財報，各家企業獲利能力均顯著超越市場預期，顯示金融體系仍具韌性。隨著聯準會重啟降息循環，信貸擴張將延續，有助支撐經濟與企業資金流動。

## 2025 Q3美國大型銀行最新財報

	今年以來 股票漲幅	實際EPS (美元)	市場預估EPS (美元)	實際EPS v.s 市場預估差異	EPS年增
花*	46.9%	2.27	1.73	31%	21%
摩*大通	32.6%	5.07	4.85	5%	16%
富*銀行	25.8%	1.73	1.55	12%	9%
高*	40.0%	12.25	11.03	11%	46%
美*銀行	23.8%	1.06	0.95	10%	31%
摩*士丹利	34.1%	2.80	2.10	33%	49%

資料來源：Bloomberg、Morgan Stanley，2025/10/28。圖文與所提及之有價證券僅供參考，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。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。

# 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

# 警語

【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，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。

得投資於金融機構發行具損失吸收能力之債券(包括應急可轉換債券及具總損失吸收能力債券，下稱CoCo Bond及TLAC債券)，當金融機構出現資本適足率低於一定水平、重大營運或破產危機時，得以契約形式或透過法定機制將債券減記面額或轉換股權，可能導致客戶部分或全部債權減記、

利息取消、債權轉換股權、修改債券條件如到期日、票息、付息日、或暫停配息等變動，本公司以不超過淨資產價值30%之原則投資是類債券。前述具損失吸收能力債券釋例請詳閱公開說明書。

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>