

Global X 模型投資組合

股票收益投資白皮書

截至2022年3月



Jon Maier · 投資總監
jmaier@globalxetfs.com

Michelle Cluver · 投資組合策略師 · 副總裁
mcluver@globalxetfs.com

David Benjaminov · 投資組合策略師 (助理)
dbenjaminov@globalxetfs.com

Frank Van Dyke · 投資組合策略師 (助理)
fvandyke@globalxetfs.com

高通脹和利率帶來的挑戰

通脹已經創下40年來的最高水平，迫使美聯儲上調利率及縮減資產負債表。截至2022年3月2日的當前預期是在2022年上調政策利率25基點5至7次。隨著我們過渡至更高的利率環境，投資者將需要在投資組合定位方面更加精挑細選。固定收益投資者，尤其是持有長存續期投資的投資者，可能會受到利率上升及通脹持續高企的負面影響。在此環境下，利用傳統固定收益證券獲得收益變得艱難，同時有利於另類收入來源。本白皮書概述股票和固定收益產品的當前宏觀經濟和市場狀況，同時提出專注於收益率的潛在解決方案。

關鍵要點

- 投資者目前青睞盈利和提供收益的股票。
- 股票收益產品提供的解決方案非常適合當前宏觀經濟環境。
- CPI通脹預計將在今年保持在高位，並且預計在長期內正常化至2%。
- 預計2022年將加息五到七次。
- 地緣政治緊張局勢和戰爭將會削弱全球實質GDP增長前景。

傳統收益率面臨的宏觀經濟挑戰

在疫情引發的兩年寬鬆貨幣政策之後，由於消費者物價指數(CPI)和生產者價格指數(PPI)異常高企、勞工市場緊張、盈利增長為正數但正在放緩，我們重返升息環境，並且面臨更大的信用息差。所有該等變量共同導致一個充滿挑戰的固定收益投資環境。

現狀削弱2022年的宏觀經濟前景

通脹壓力、供應鏈問題以及Omicron導致經濟活動減少，將2022年第一季度的實質GDP(rGDP)預期削弱至2.25%左右。¹該等利淡因素導致2022年實質GDP增長預期從大約4%降低至3.6%。²美聯儲控制通脹的行動可能會損害經濟活動，增加經濟小幅增長甚至零增長的風險，甚至更糟糕的是，名義經濟增長下降且通脹高企。

能源價格上漲是消費物價上漲的重要推動因素。俄烏戰爭和對俄羅斯的制裁將導致能源價格居高不下，推高長期通脹預期。戰爭可能導致供應鏈進一步中斷及影響長期通脹預期，而且能源價格上漲和不確定性增加可能會降低消費者信心和經通脹調整後的總需求。

市場預計2022年將加息5到7次，政策利率於年底（截至2022年3月9日）將上調至1.25-2.00%，而在2021年收於0.00-0.25%。1.25%將是五次加息的下限，2.00%將是七次加息的上限。更加持久的物價壓力加劇了對政策利率上調的預期。預計CPI將從2021年的4.7%升至2022年的6.0%，仍遠高於美聯儲2%的目標。長期通脹預期仍穩定在2%附近，預計2023年CPI為2.6%。^{3,4}此外，由於供應鏈瓶頸預計將在2022年底恢復正常，長期通脹預期仍然受控。

經濟預期

資料來源：美國銀行和彭博，數據截至2022年3月9日

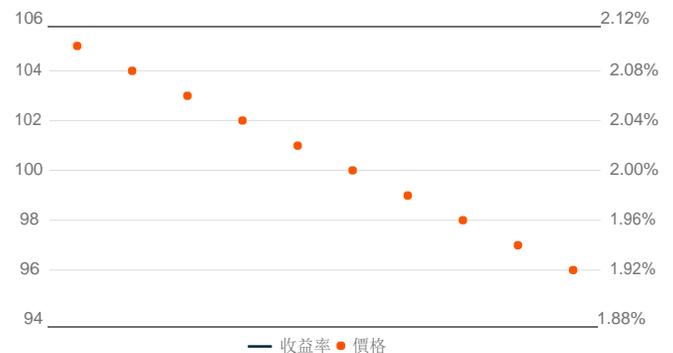
	2021年 (實際)	2022年 (預期)	2023年 (預期)
政策利率	0.00-0.25%	1.25-2.00%	3.00%*
CPI通脹	4.70%	6.00%	2.60%
實質GDP	5.70%	3.60%	2.40%

*政策利率上限

當利率上升時，債券價格下降

這個簡單的短語是解釋利率與債券價格之間複雜關係的一種非常有效的式。它的原理如下：假設您的債券每年支付固定利率2%。當市場標準利率為2%時，您購買了該債券。現在該債券距離到期還有5年時間，您在到期時將收回本金。這一切聽起來都很好。但是現在，我們假設市場上的標準利率上升至3%，因為這是投資者在當前經濟環境下向公司貸款或財政部借出其資金所要求的利率。倘若3%目前為正常利率，則您的2%債券還有5年才到期，對其他投資者的吸引力似乎要小得多。倘若該債券還有10年才到期，即債券的存續期限更長，則情況更加糟糕。利率上漲會導致您的債券失去定價能力及部分價值，因為您必須降低價格以激勵其他投資者向您購買債券，以補償債券支付的較低收益率。隨著我們從寬鬆貨幣政策過渡至緊縮的

價格 - 收益關係





為利率上漲、實質經濟增長放緩或為零增長的環境作好部署

下表概述關鍵資產類別與經濟變量之間的典型關係。在當前環境下，利率只會上升，因此主要變量是2022年和2023年的實質GDP會發生什麼變化。因此，表格的「收益率上升」部分突出顯示最可能發生的情景。

目前，我們的預設情景是收益率上升及實質GDP放緩至穩定水平。儘管如此，在考慮定位時，最不利情景的要素包括：收益率上升和實質GDP下降。在俄羅斯入侵烏克蘭之後，投資者不得不重新評估全球GDP增長預期。俄烏戰爭對全球貿易、商品價格和供應鏈進一步中斷的影響目前仍是個未知數。衝突的持續時間將最終決定對全球經濟的影響。

- 通脹壓力要求持有某些週期性投資，特別是在可能傳遞物價上漲的領域，例如房地產和能源。
- 防守性投資及更加注重質素將在面對經濟衝擊時表現更佳。
- 當前的盈利能力及持續向股東分配股息至關重要。

GDP和收益率情景分析

	實質GDP下降	實質GDP穩定	實質GDP改善
收益率上升	<p>股票疲弱</p> <ul style="list-style-type: none"> • 衰退情景和滯脹風險。 • 包括公用事業和必需消費品在內的防守性行業可能會跑贏大市。 • 專注於質素。 • 當期收益很重要。 	<p>股票表現參差，但整體疲弱</p> <ul style="list-style-type: none"> • 經濟增長放緩及滯脹憂慮。 • 企業盈利和估值承受壓力。 • 有利於能夠傳遞更高物價及一般與通脹呈現正相關關係的市場領域。 • 房地產和能源與通脹呈現正相關關係。 • 當期收益很重要。 	<p>股票表現參差</p> <ul style="list-style-type: none"> • 週期性市場領域可能受益於強勁的潛在經濟增長。 • 儘管存在通脹，但強勁的消費需求提振消費。 • 更高的收益率可能使估值成為焦點。
收益率穩定	<p>固定收益表現參差，但整體疲弱</p> <ul style="list-style-type: none"> • 收益率曲線可能倒掛。 • 政策利率上調。 • 收益率曲線中部可能疲弱。 • 資金湧入安全港可能會拖累企業債券和高收益債券，同時有利於長期國債。 	<p>固定收益表現參差</p> <ul style="list-style-type: none"> • 短存續期的表現可能優於長存續期。 • 隨著盈利增長停滯，企業債券和高收益債券的息差可能上升。 	<p>固定收益表現參差</p> <ul style="list-style-type: none"> • 改善的經濟環境可能支持企業債券。 • 由於收益率升高及收益率曲線更加陡峭，長存續期債券可能仍然疲弱。
收益率下降	<ul style="list-style-type: none"> • 可能出現經濟衰退。 • 股票和企業債券預計表現疲弱。 • 美國國債應該保持在相當不錯的水平。 	<ul style="list-style-type: none"> • 股票和固定收益表現參差。 	<ul style="list-style-type: none"> • 冒險環境有利於股票和企業債。 • 國債和長存續期固定收益可能會更加低迷。
收益率下降	<ul style="list-style-type: none"> • 可能出現經濟衰退。 • 政策收益率下降以支持經濟活動。 • 股票可能表現參差，但整體偏弱，有利於防守性行業及對經濟增長的依賴程度較低的領域。 • 固定收益可能表現參差，但整體利好，並且較低的收益率提振長期國債。 • 企業可能面臨利淡因素。 	<ul style="list-style-type: none"> • 股票和固定收益表現參差，但整體利好。 	<ul style="list-style-type: none"> • 股票和固定收益的強勁環境。 • 經濟增長轉化為更高的企業利潤，有利於股票和企業債。 • 較低的收益率支持長存續期資產。



股票收益機會

股票收益提供非常適合在當前環境產生收益的眾多解決方案。解決方案包括受益於窄幅震盪市場的備兌認購期權策略和低貝塔解決方案（例如優先股）。也可透過針對性普通股投資取得收益。接下來的章節詳細介紹股票收益領域向投資者提供的機會。

備兌認購期權和領子期權提供差異化收益

當市場窄幅震盪時，備兌認購期權表現最佳。該策略的運作方式是基金沽出（賣出）特定指數（標準普爾500指數、納斯達克100指數或羅素2000指數）的認購期權。出售期權的收入以收益率的形式支付予投資者。投資者承擔全部下行風險，因為認購期權在下行市場中到期時將變得毫無價值。另外，投資者的上行收益有限，因為相關證券將會被認購。當波動率上升時，所收取的期權費將會上升以補償更高的市場波動率。

在波動較窄時，備兌認購期權由於收取期權費收入、相關股票的價格變動可能較小及相關股票沒有被認購而受益。在上漲市場中，由於相關證券被認購，從而影響資本收益回報，而不是收入回報，備兌認購期權的表現通常遜於整體市場。在下跌市場中，備兌認購期權由於期權費收入而提供小幅的保護緩衝。

領子期權策略適合尋求在下跌市場中尋求下行保護的投資者。與備兌認購期權策略類似，此策略亦賣出標準普爾500指數或納斯達克等指數的認購期權，但領子期權策略亦買入指數的認沽期權。風險/回報取捨的結果是收益率低於備兌認購期權。但是，下行保護可能更加謹慎，具體取決於對當前環境的短期看法。

優先股具有股票和固定收益特徵

在資本結構中，優先股的地位高於普通股，但低於債券持有人。優先股投資者先於普通股投資者收取股息收入。優先股提供固定或可變收益率，並且通常由金融公司發行。此外，優先股的收益可能被視作合資格股息收入（QDI），而不是普通收入，從而導致優惠稅務待遇。

我們由於優先股在資本結構的地位和較低的貝塔係數而看好優先股。優先股對股票市場價格變動的敏感度較低，有助於降低相對於普通股的波動率。鑒於利率上升的環境，我們看好收益可變的優先股，因為它們可獲取更高的收益率，並且避免相對於固定利率優先股的價格

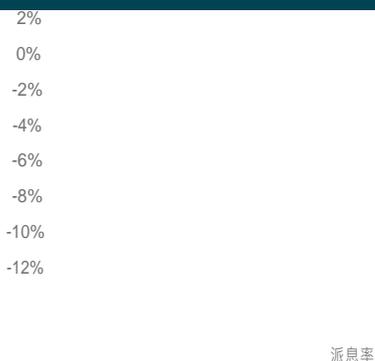
壓縮。與高收益債券等資產類別相比，優先股提供更高的信用質素，同時提供類似的收益。

普通股收益機會

根據彭博年初至今及一年期間「值得關注的因素」榜單，價值和股息收益率是最受關注的因素。本分析著眼於因素敞口最高的20%標準普爾500指數成分股的好倉和因素敞口最低的20%的空倉。⁵目前，派息公司展現出歷史低位的槓桿率、具吸引力的每股盈利穩定性及較低的派息率，在正收益率日益重要的時期，所有該等因素均使派息公司成為具吸引力的投資工具。⁶市場對股息的關注與我們的觀點相符，即宏觀經濟環境目前有利於短存續期和更高質素的股票，以往派息及股息不斷增長的公司。

基於這個觀點，我們分析了羅素1000指數的成份公司，以釐定派息率是否影響年初至今的表現。⁷我們將該等公司分為數個板塊：0%的派息率、0-10%的派息率、10-20%的派息率，依此類推，直至90-100%和100%+。如圖所示，羅素1000指數表現最差的板塊是股息收益率最低或不派息的板塊，以及

派息率不大可能持續的板塊。不派息公司約佔羅素1000指數的30%，但貢獻了年初至今跌幅的近一半。派息率為0-10%的板塊約佔該指數的5%，貢獻了該指數跌幅的近10%。



派息率

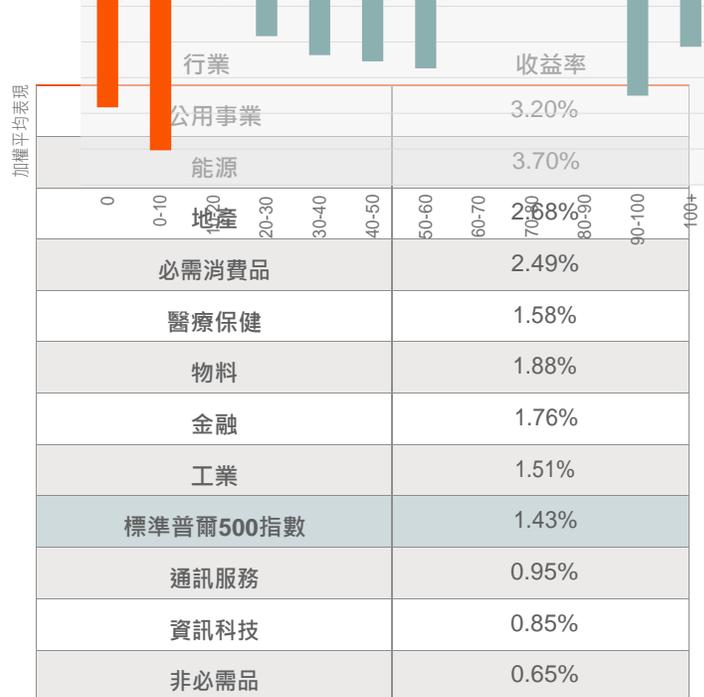
不同行業的派息率互有差異，因此這種業績分類部分反映行業特定領域的弱勢或相對優勢。通訊服務、非必需消費品和資訊科技行業是低派息率板塊表現疲軟的主要原因。房地產行業是派息率90-100%的板塊表現疲弱的主要原因。歷史而言，房地產與10年期國債收益率上升呈現最強烈的負相關關係。與歷史一致，房地產是這6週期間表現最差的行業，而國債收益率在此期間從1.51%急劇上升至2.04%。⁸

某些標準普爾500指數行業的派息可能性高於其他行業

在追逐跨行業的股票收益時，我們青睞產生穩定現金流、能夠支付再投資資本支出及支付合理盈利金額的成熟公司。下表列示標準普爾500指數行業當前的股息收益率。我們青睞公用事業公司的抗經濟衰退特性和3.2%的股息收益

標準普爾500指數行業和收益率

資料來源：彭博，股息收益率數據截至2022年2月24日





高股息率、MLP和REIT

自2021年以來，能源漲勢如虹。由於經濟重新開放和人們重新參與，需求激增，以及俄羅斯地緣政治緊張局勢和俄烏戰爭造成的干擾，能源價格處於歷史高位。俄羅斯是世界最大的石油生產國之一，提供全球約10%的石油。俄羅斯是全球第二大天然氣生產國，滿足歐洲約40%的天然氣需求。倘若衝突繼續，美銀證券估計原油價格有可能上升至每桶110-120美元的範圍。⁹我們預計能源價格將保持高企，直至供求恢復正常，這在短期內將利好MLP和能源行業。

業主有限合夥(MLP)涵蓋原油和天然氣等能源的勘探、儲存和分銷，可能從能源價格上漲中獲利。由於MLP從稅務角度設計其結構，MLP一般具有較高的收益率。MLP必須以股息形式分配其收入的90%，以維持其優惠稅收待遇，包括不需繳納聯邦或州稅，這一點與REIT類似。

房地產投資信託基金(REIT)是持有不同房地產行業或為該等行業提供融資的公司。與MLP類似，REIT必須以股息形式分配其收入的約90%，以維持其優惠稅收待遇，因此它們往往支付高於平均水平的收益率。REIT的好處之一是涵蓋廣泛的房地產類型，有助於投資者在商業週期的不同階段維持其房地產投資。例如，寫字樓REIT往往在就業率上升時受益。住宅REIT在人口增長的地區和時期受益。醫療保健REIT受益於人口老化。抵押貸款REIT在其資產負債表上持有抵押貸款和抵押貸款支持證券(MBS)，並且從其賺取的收入與其資產支付的利息之間的差額獲利。

投資者亦可以在通訊服務板塊的電信行業中找到高於平均水平的股息收益率機會。該領域的公司歷史更為悠久及成熟，並且以往支付高於平均水平的股息。

優質股息

美銀證券的研究表明，旨在控制通脹的美聯儲加息不一定不利於股市。從歷史上看，具有較高和穩健的自由現金流與企業價值比率(FCF/EV)或自由現金流與股價比率(FCF/P)的股票在上漲週期的回報率最高。¹⁰該等藍籌公司屬於優質股息類別，因為它們很可能在不同的經濟環境維持派息。

鑒於這個板塊專注於盈利增長和優質價值，我們將其視作核心戰略持倉。相對於高收益率股票，該等公司通常提供較低的派息率，儘管經濟環境不佳，但仍專注於持續派息和股息增長。優質股息通常產生較低的收益率，但其對經濟增長的敏感性較低。因此，它通常顯示較低的貝塔係數，因此優質的派息公司在市場低迷時的表現往往優於高收益率股票。

提高收益的全面方法，尤其是在當前環境下

尋找高收益投資很重要，但方法也很重要。我們認為，關鍵是採取一種全面的方法，從總回報角度考慮收益和投資的可持續性。股票收益解決方案可能屬於類似的市場領域和板塊，並且它們可能受到類似經濟和市場因素的影響。股票收益策略的多元化至關重要。在價值和股息投資失寵的環境下，利用能夠提供總回報的倉位以完善投資配置同樣重要。為此，我們提倡納入傳統股票收益投資組合中系統性缺乏的板塊和行業投資。該等投資可根據市場狀況增加或減少。

在當前環境下，隨著政策利率上升、經濟增長和利潤率不確定性向企業息差施加上行壓力，從收益率和總回報角度而言，將難以駕馭傳統固定收益。高通脹使能夠傳遞更高價格的週期性行業更具吸引力，例如能源和房地產。儘管如此，隨著物價壓力不斷上升，美聯儲的激進行動可能會抑制消費和實體經濟增長。考慮到某些未知因素，例如更高的通脹和美聯儲行動，增持優質股息及/或優先股投資可改善多元化，同時降低對經濟增長的敏感度。

不看好短期股票走勢的投資者可以結合優質股息及/或優先股投資與平衡收入和下行保護的領子期權策略。對於預計市場波幅更窄的投資者而言，備兌認購期權可能是一種高收益選擇，亦可以實現投資組合的收益多元化。儘管經濟前景陰雲密布，但合適的股票收益解決方案將會提供一線希望。



- 1 FactSet · Economics–實質GDP增長 · 2022年2月24日
- 2 彭博 · 實質GDP預期 · 2022年2月24日
- 3 彭博 · 數據截至2022年3月9日
- 4 美國銀行 · CPI通脹 · 2022年3月9日
- 5 彭博 · 股息收益股是風暴中的避風港 · 可提供增長 · 2022年2月21日 · 截至2022年2月23日的彭博數據
- 6 美國銀行 · 追隨股息和回購ETF資金 · 2022年1月11日
- 7 截至2022年2月15日的年初至今數據
- 8 截至2022年2月15日的彭博數據
- 9 美銀證券 · 東歐、中東和非洲會議：俄羅斯 / 烏克蘭：全球影響 · 2022年2月24日
- 10 美國銀行 · 後週期：自由現金為王 · 2021年10月7日

定義

納斯達克100指數 納斯達克100指數包括在其股票市場上市的100家最大非金融公司。

羅素1000指數 該大盤股指數由羅素3000指數中排名前1,000的公司組成。

標普500總回報指數 該指數追蹤500隻領先美國公司股票的表現 · 涵蓋美國總市值約80%。

指數回報僅用於說明目的 · 並不代表實際基金表現。指數回報並不反映任何管理費、交易成本或開支。指數不受管理 · 不能直接投資於指數。過往表現並不保證未來業績。投資涉及風險 · 包括可能損失本金。多元化並不能確保盈利或免遭虧損。此資訊無意作為個人或個性化的投資或稅務意見 · 並且不得用於交易目的。有關您的投資及 / 或稅務情況的更多資訊 · 請諮詢財務顧問或稅務專家。