



作者：  
**Rohan Reddy**  
研究分析師

日期：2021年8月26日  
話題：收入



## GLOBAL X ETF研究

# 風險管理收入ETF案例

### 關鍵要點

- 風險管理收入策略通常持有股票指數中的證券，同時賣出該指數的備兌認購期權，並買入價外(OTM)保障性認沽期權。這是一種淨貸記的固定波幅策略，意味著預計它可產生正期權溢價收入，同時防範市場拋售。
- 風險管理收入策略通常被用作收入導向投資組合的長期戰略配置，因為其通脹風險微不足道，並尋求提供多元化的收入來源。
- 為了換取對淨期權溢價收入的追求，風險管理收入策略放棄相關股票指數的上行潛力，並且可能承受一些下行風險（儘管下行風險有限）。

### 甚麼是風險管理收入策略？

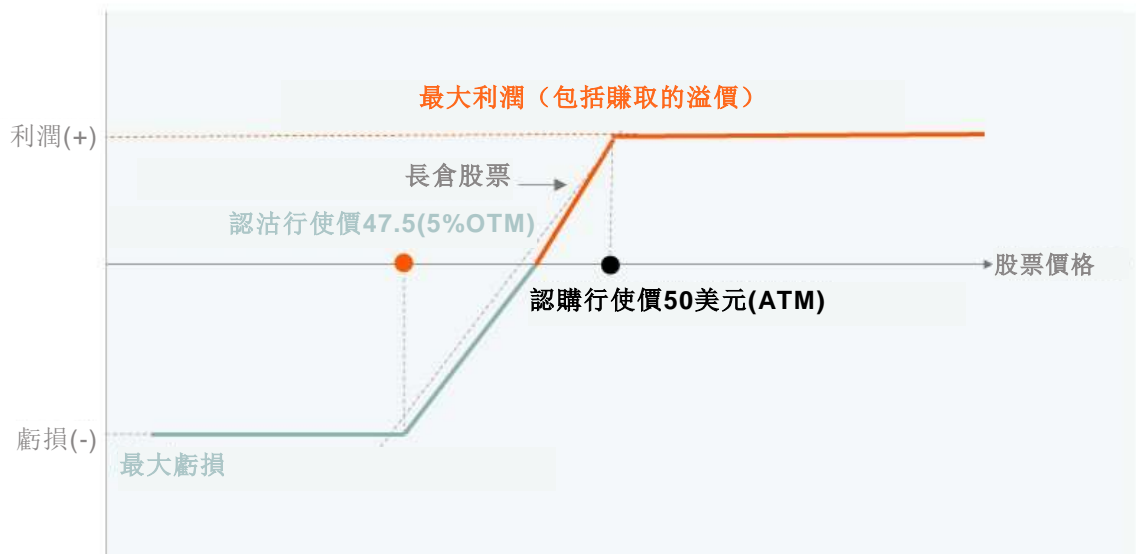
現今投資者在投資管理方面面臨一個艱鉅的挑戰：如何在低息環境下產生足夠的收入，同時減低加息或大型市場拋售的風險。傳統的固定收益工具（如政府、企業和市政債券）均傾向於保存資本，但目前收益率處於歷史低位，並且對加息和通脹敏感。與此同時，高股息股票、房地產信託基金和MLP通常對利率敏感度較低，並可產生高收益率，但容易受基金跌幅影響。

風險管理收入策略是投資者可以考慮的一個潛在解決方案，利用期權為投資組合收益產生另類來源，同時減低下行風險。為了在這些結果之間取得平衡，風險管理收入策略結合備兌認購期權和保障性認沽期權。備兌認購期權涉及買入證券，例如股票，然後同時賣出這些證券的認購期權。認購期權賦予買方在指定時段內以預定執行價買入證券的權利，但沒有義務。賣出備兌認購期權可產生具有很少或不具利率風險的高收入，但需以放棄相關股票證券的上漲潛力來換取。通過買入相同證券的認沽期權，如果市場出現拋售，保障性認沽期權可以減少虧損。認沽期權賦予買方在指定時段內以預定執行價賣出證券，但沒有義務，不過需以支付溢價來換取。



此類策略也稱為「淨貸記固定波幅」，其中賣出認購期權的溢價高於買入認沽期權的成本，從而為投資者帶來正收入流。為達到此結果，風險管理收入策略通常必須以平價或接近平價（即行使價等於相關證券的當前價格）賣出認購期權，同時進一步買入價外期權。這樣，買入認沽期權的價格就會比賣出認購期權低。我們可以利用股票XYZ以及買入ATM和OTM認沽期權之間的差額作為例子，說明以上的「淨貸記固定波幅」部分如何運作。投資者以XYZ的當前股價買入股票XYZ和平價(ATM)認沽期權，有效對沖下行波動。但ATM認沽期權也比OTM認沽期權昂貴，如果XYZ股價上升，它在到期時可能會一文不值。買入比XYZ執行價低5%的OTM認沽期權可能成本較低，但只能對超過5%的虧損發揮保護作用。由於與成本較高的ATM認沽期權相比，5%OTM認沽期權成本較低，故此這種風險管理收入策略可實現「淨貸記固定波幅」。

### 風險管理收入（一個月 5% 價外認沽期權和一個月平價認購期權）



### 為甚麼投資者應該考慮風險管理收入策略

許多發達市場的中央銀行已將政策利率設定在零或負水平，為依賴其投資組合獲取收入的投資者帶來挑戰。固定收益投資領域在傳統上是退休人士投資組合的支柱，在央行前所未有的高度支持下，其正處於長達三十年的復甦期之中。因此，幾乎所有主要固定收益投資領域的收益率都遠低於歷史平均水平。這種市場動態往往迫使投資者進入更高信貸風險或更長年期的投資領域，以尋求更高的收益率。但是，如果加息或經濟狀況轉弱，風險可能很快就會造成實質影響。

## 固定收益收益率（最低收益率）-5年平均



資料來源：彭博，截至2020年6月30日。資產類別描述如下：可轉換債券，彭博巴克萊美國可轉換債券指數；可變息優先股，ICE美國可變息優先證券指數；MBS，彭博巴克萊美國MBS指數；高收益債券，彭博巴克萊美國企業高收益總回報指數；廣泛優先股，ICE BofAML多元化核心美國優先證券指數；市政債券，彭博巴克萊市政債券指數；投資級債券，彭博巴克萊美國綜合債券指數；新興市場(EM)債券，彭博巴克萊新興市場美元綜合總回報指數；美國抗通脹債券，彭博巴克萊美國國債通脹票據交易指數；企業債券，彭博巴克萊美國企業總回報指數。

同樣，在股票投資領域，股息收益率處於低水平，即使以往通常提供高收益率的領域（如房地產和公用事業），導致該資產類別創造收入的機會不多。

## 標準普爾500指數行業收益率 (%)

資料來源：彭博，截至2021年6月30日



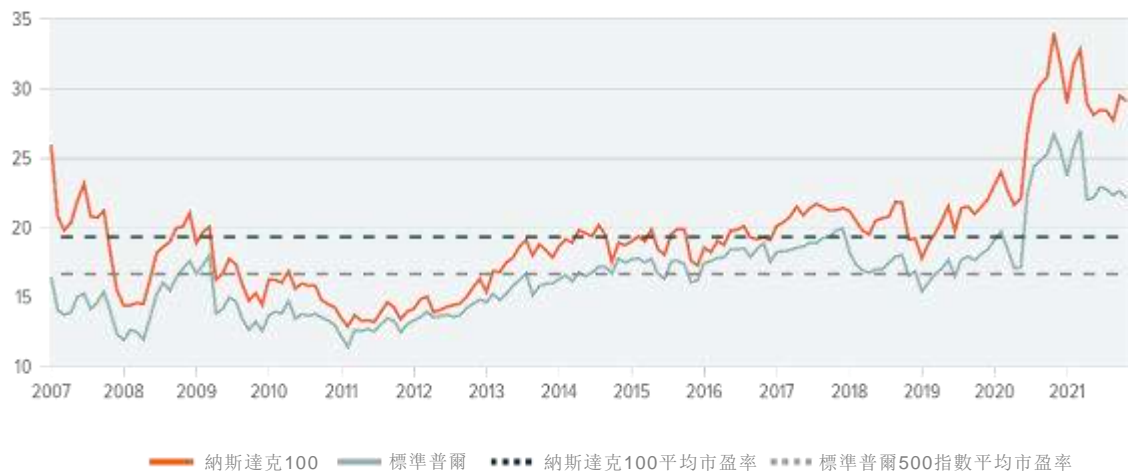
備兌認購期權策略卻是能夠在當前市場環境中表現突出的一個領域。<sup>1</sup>備兌認購期權以賣出放棄相關資產部分或全部上行潛力的認購期權來換取溢價，從而產生高收入。此策略在橫向或上行趨勢的市場中可能特別有用，因為投資者可以獲得溢價收入，同時波動性也低。如果投資者擔心加息，此策略也很有用，因為備兌認購期權所產生的收入與利率的關係不大。

但對於許多退休人士來說，創收和在拋售中保護本金可能同樣重要。備兌認購策略提供下行下限保護（在一定程度上，賺取的期權溢價可抵銷部分或全部跌幅），因此可能無法滿足對風險特別敏感投資者的需求。風險管理收入策略結合備兌認購期權和保障性認沽期權，以尋求解決以上問題。如果設計得當，風險管理收入策略應可產生收入（儘管少於類似的備兌認購期權策略），同時限制下行風險。

鑑於美國股市牛市已長達十年以上，投資者考慮防範下行風險可能是明智的。納斯達克100指數和標準普爾500指數均以遠高於歷史平均水平的估值交易，如果估值被正常化，可能會帶來更高的下行風險。




### 納斯達克100指數和標準普爾500指數遠期市盈率(P/E)估值

資料來源：彭博。12/31/07至7/31/21的數據。



### 在投資組合中採取風險管理收入策略

風險管理收入策略可以為收入投資組合提供另類收益來源。債券息票受利率和債券息差影響，股息受盈利和經濟實力驅動，但由溢價帶來的風險管理收入主要受波動性驅動。隨著波動性增加，期權溢價變得更高，導致賣出ATM認購期權和買入OTM認沽期權之間的淨貸記增長。

收入	 股息	 債券息票	 期權溢價
收入來源	期權	固定收入	期權合約
受到影響	經濟、本地生產總值和盈利增長	經濟、債券息差和利率	波動性

鑑於其收入來源獨特，風險管理收入策略可以幫助收入投資組合實現多元化，無論是通過提供另類選擇還是減低股票風險。更具體地說，收入投資者通常會減持科技股，並可能加入以納斯達克100指數（集中投資科技股）為本的風險管理收入策略，以令投資組合變得更多元化。

## 結論

在現今的低收益環境中，傳統的收入來源根本無法滿足許多投資者的收入需求，而加息更可能會加劇這種情況。我們認為風險管理收入ETF可以成為收入導向投資組合的重要多元化投資工具，產生並非與利率掛鉤的收入來源，並防範及減低下行風險。

## 定義

**彭博巴克萊美國可轉換債券指數：**旨在描述美國可轉換證券市場。

**ICE美國可變息優先證券指數：**追蹤於美國本地市場公開發行的浮息和定息至浮息交易市場上市美元計價優先和可轉換優先證券的表現。

**彭博巴克萊美國MBS指數：**追蹤由Ginnie Mae(GNMA)、Fannie Mae(FNMA)和Freddie Mac (FHLMC) 擔保的定息機構抵押擔保轉手證券。

**彭博巴克萊美國企業高收益總回報指數：**量度以美元計價的高收益定息企業債券市場。如果穆迪、惠譽和標準普爾的平均評級為Ba1/BB+/BB+或以下，證券則被歸類為高收益證券。根據指數對新興市場國家的定義，不包括具有新興市場國家風險發行人所發行的債券。

**ICE BofAML多元化核心美國優先證券指數：**追蹤美國的優先證券。相關指數包括各類優先股，例如浮息、可變息和定息優先股、累積和非累積優先股以及信託優先股。



**彭博巴克萊市政債券指數：**涵蓋長期免稅債券市場。該指數包括州和地方的一般債務債券、收益債券、擔保債券和預付債券。

**彭博巴克萊美國綜合債券指數：**是量度投資級、美元計價、定息應課稅債券市場的廣泛基準。該指數包括國債、政府相關和企業證券、MBS（機構定息和混合ARM轉手）、ABS和CMBS（機構和非機構）。

**彭博巴克萊新興市場美國綜合總回報指數：**一種旗艦強勢貨幣新興市場債券基準，包括由主權、準主權和新興市場企業發行人發行的固定和浮動利率美元計價債券。

**彭博巴克萊美國國債通貨膨脹票據交易指數：**量度美國抗通脹債券（TIPS）市場的表現。

**彭博巴克萊美國企業總回報指數：**量度投資級、定息、應課稅企業債券市場。包括由美國和非美國工業、公用事業和金融發行人公開發行的美元計價證券。

尾註：

1. 基於截至 2021年7月30日的晨星衍生品收入類別。
2. 布萊克-休斯模型是利用當前股價、預期股息、期權行使價、預期利率、到期時間和預期波動率計算期權合約公平價格的旗艦模型。該模型假設期權不支付股息、只能在到期時行使、相關的無風險利率和波動率已知且保持不變、買入期權不涉及交易成本、市場有效運作以及收益被對數正態分佈。

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。集中於特定行業或領域將使基金因可能影響該行業或領域的不利事件而蒙受損失。有關基金的投資者應願意接受基金股價的高波幅，以及可能出現的重大損失。

指數回報僅用於說明目的，並不代表實際基金表現。指數表現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。

