

作者：

GLOBAL X研究

GLOBAL X ETF研究

# 加息環境下的可變息優先股

**編者按：**文末的辭彙表包含所有術語，以海綠色標示，並按術語出現的順序排列。

隨著利率繼續從歷史低位上升，收入型投資者的主要關注點是如何創造收益，同時盡量減少投資的本金損失。一種常見的方法是削減固定利率證券，該等證券往往具有更高利率敏感度，稱為**存續期**。相反，投資者目前偏向浮動或變動利率證券的發行。該等證券的存續期風險較低，利率上升時股息和息票可能較高。

在本文中，我們會基於可變息優先股在加息環境中具有彈性的特點，特別探索作為一種收入解決方案的**可變息優先股**。我們亦比較了歷史上加息環境中可變息優先股與其他固定收益資產類別的表現。此外，我們會重點介紹如何在投資者投資組合中運用可變息優先股。

## 關鍵要點

- 與其他以收益為導向的資產類別相比，可變息優先股往往具有較高的收益潛力和較低的存續期。
- 在分析加息環境下的過往表現時，我們發現可變息優先股通常跑贏廣泛的固定收益。
- 鑒於收益率目前高於長期平均水平，**2022年迄今發行量非常低**，而且與其他固定收益資產類別的**相關性**可能使這些證券成為具吸引力的投資組合多元化工具，所以我們繼續看好可變息優先股的前景。

## 可變息優先股是甚麼？

可變息優先股（尤其是定息至浮息優先股）是在特定期間（通常為**5年**或**10年**）支付固定股息金額的股票證券。其後，它們按照預定時間表轉換至浮動利率股息，因此被稱為定息至浮息。一般而言，可變息優先股的存續期接近轉換為浮動利率股息前的剩餘年數<sup>1</sup>。

鑒於這種可調整股息派發通常基於現行利率，可變息優先股的存續期通常低於固定利率優先股，主要由於優先股中的固定利率部分。截至**2022年5月31日**，可變息優先股的存續期為**1.90年**，而浮動利率期的證券存續期為**0.08年**。定息至浮息週期固定部分的證券存續期為**2.15年**。<sup>2</sup>

相反，浮動利率優先股在優先證券或最低利率（「下限」）的有效期內支付可調整股息。股息通常每**3**或**6**個月按固定時間表調整。股息支付通常由**3**個月的倫敦銀行同業拆息（**LIBOR**）或國債收益率或**SOFR**（擔保隔夜融資利率）等替代利率加上固定利差決定，該利差主要反映發行人的信用風險。<sup>3</sup>隨著利率上升，向投資者支付的股息



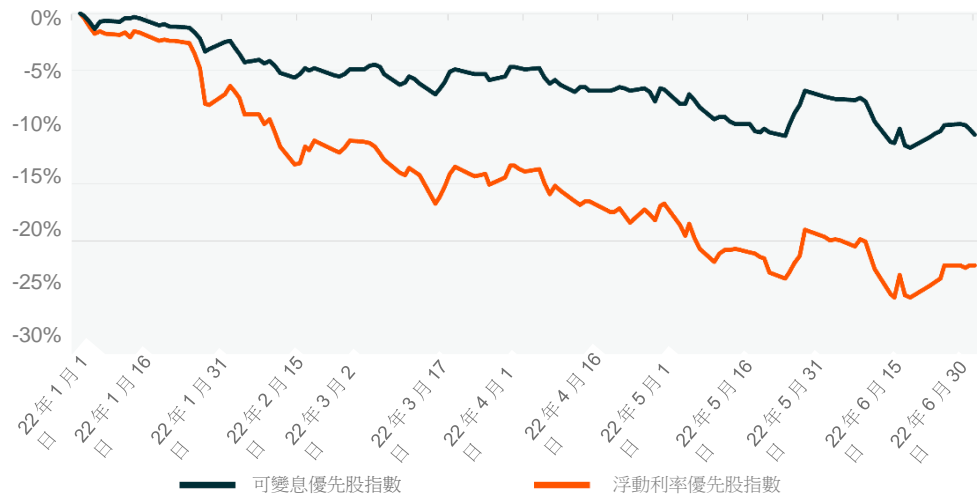
也應該增加，除非其最低利率高於利率加利差。相反，如果利率下跌，股息應該減少。

由於對過去操縱利率設定的擔憂，LIBOR正處於停用過程中。新發行的浮動利率證券將基於替代參考利率，現有證券將逐步從LIBOR過渡至替代利率，例如SOFR。這一過渡已經進行了幾年，中央銀行、監管機構和公司高管一直在努力向新的參考利率平穩有序地過渡。

就浮動利率優先股而言，值得注意的是，目前有關市場的規模非常小，標準普爾美國浮動利率優先股指數中目前只有11種證券。<sup>4</sup>此外，雖然該等證券的存續期風險極低，但由於息票付款可能上升，因此所帶來的信用風險亦會增加。正如下圖所示，規避存續期風險並不一定等同在加息環境中表現優異。

### 可變息優先股表現優於浮動利率優先股（年初至今）

資料來源：Global X ETF 資料摘錄自：彭博有限合夥企業（未註明日期）。可變息優先股按標準普爾美國可變息優先股指數計量，浮動利率優先股按標準普爾美國浮動利率優先股指數計量。數據截至 2022 年 6 月 30 日。摘取自 Global X ETF 彭博終端。



### 可贖回性為可變息優先股發行人提供可選性

可變息優先股通常具有其他類型證券中不常見的特點。例如，當可變息優先股從支付固定利率股息轉為浮動利率股息時，通常具有認購期權。此期權允許發行人以預定價格回購優先股，通常等於或略高於面值。因此，這些證券的價格反映了所提供的收益率和被贖回的風險。這些證券的收益率通常高於沒有此特點的證券，以補償投資者這種內嵌贖回風險。對投資者而言，這意味著「最差收益率」指標在評估可變息優先股的相對估值時很重要，因為這包含了證券被贖回的風險。

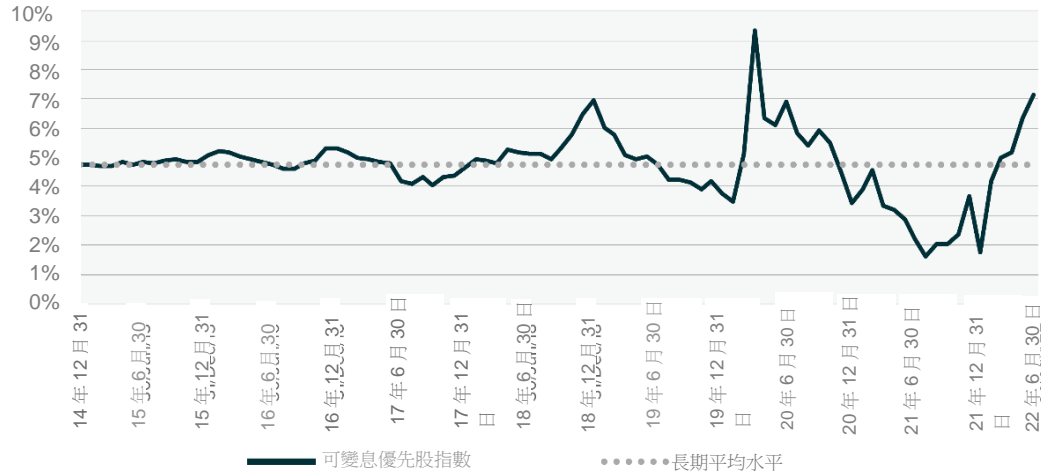
下圖顯示可變息優先股不同時期的最差收益率，而2022年迄今的表現欠佳導致收益率現在高於其長期平均水平4.74%。



## 可變息優先股的最差收益率估值看起來更具吸引力

資料來源：Global X ETF 資料摘錄自：彭博有限合夥企業（未註明日期）。可變息優先股按標準普爾美國可變息優先股指數計量。數據截至 2022 年 6 月 30 日。摘取自 Global X ETF 彭博終端。

y  
al.

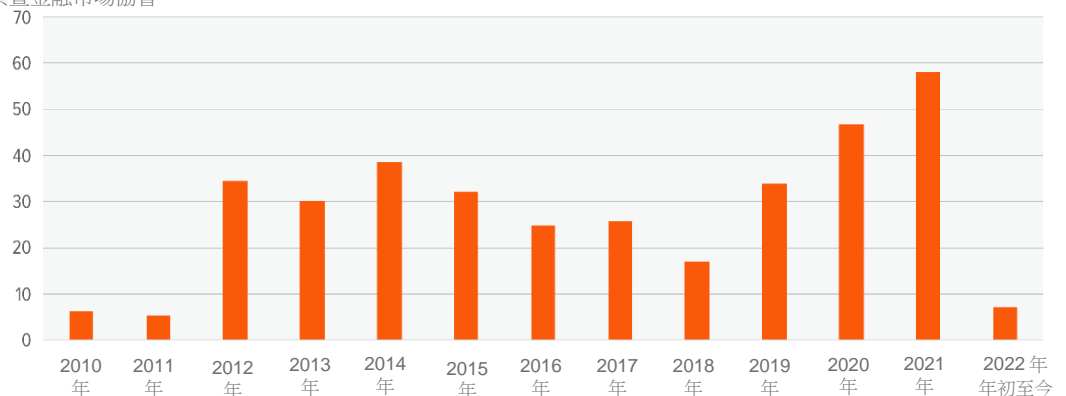


隨著利率上升，再融資對使用債務或優先股進行融資的公司吸引力降低，因為利息成本可能會上升。我們認為，這是擁有認購期權的優先股現在不太可能被發行人贖回的原因之一。在全球金融危機之後，優先股發行往往與利率走向有密切關係。當利率下跌時，發行量會上升，因為收益率較低，從而降低發行人的成本。

例如，在2016年至2018年及2022年至今的加息期間，發行量減少，而在2014年至2015年及2019年至2020年等減息期間，發行量則增加。在2021年，儘管美國加息，但優先股發行量仍然很高。然而，我們把高發行量歸因於極低的相對利率水平和超緊信貸利差，使公司發行資本的環境仍然具吸引力。在2022年首五個月，發行量遠低於2019年至2021年期間。從簡單的供求關係來看，供應減少應能平衡優先股的價格。

## 優先股發行量（十億美元）

資料來源：Global X ETF 資料摘錄自：股票市場及交易委員會。（2022年6月1日）。美國股票及相關統計數據，截至2022年5月31日的數據及2022年年初至今指2022年1月1日至2022年5月31日期間。證券業暨金融市場協會。



## 可變息優先股具有緩和利率上升的往績記錄

在分析過去以10年期美國國債走勢計量的加息實例時，我們比較了可變息優先股、固定利率優先股和整體固定收益市場的表現回報，以衡量表現的任何趨勢。但請謹記，過往表現概不保證未來表現趨勢。

可變息優先股在我們所分析的所有期間均錄得正回報，而平均表現亦優於我們所選擇的其他兩個資產類別。

### 可變息優先股在加息期間的表現

資料來源：Global X ETF 資料摘錄自：彭博有限合夥企業（未註明日期）。資產類別描述如下：  
可變息優先股，標準普爾美國可變息優先股總回報指數；固定利率優先股，標準普爾美國固定利率優先股總回報指數；廣泛固定收益，彭博美國綜合債券總回報指數。  
數據截至 2022 年 6 月 14 日。摘取自 Global X ETF 彭博終端。所有表現都是累積的。

期間	10年期國債收益率升幅（基點）	可變息優先股表現	固定利率優先股表現	整體固定收益表現
1/30/2015 至 6/10/2015	84	1.7%	0.6%	-2.8%
7/8/2016 至 11/8/2018	188	7.8%	4.5%	-2.5%
8/4/2020 至 6/14/2022*	298	6.6%	-9.0%	-14.3%
平均	190	5.4%	-1.3%	-6.5%

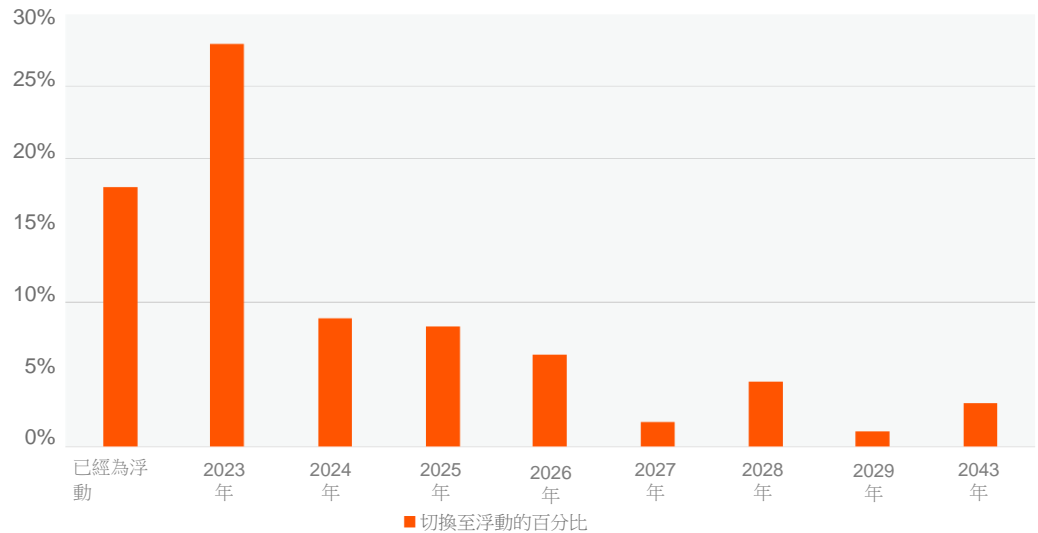
\*註：我們所確定的這個時期是目前至今的時期。

要衡量存續期風險，了解定息至浮息優先股轉換至浮動利率證券的時間範圍亦很重要。這些證券的發行並未隨著時間而統一。2013/2014年和2018/2019年利率較低時，可變息優先股有大部分是按5年期和10年期的固定利率發行。下圖顯示2023年及2024年有大部分證券轉為浮動利率。



## 轉換至浮動利率的年份

資料來源：Global X ETF 資料摘錄自：彭博有限合夥企業（未註明日期）。[所示數據為 ICE 美國可變息優先證券指數[數據集]。數據截至 2022 年 6 月 30 日。摘取自 Global X ETF 彭博終端。



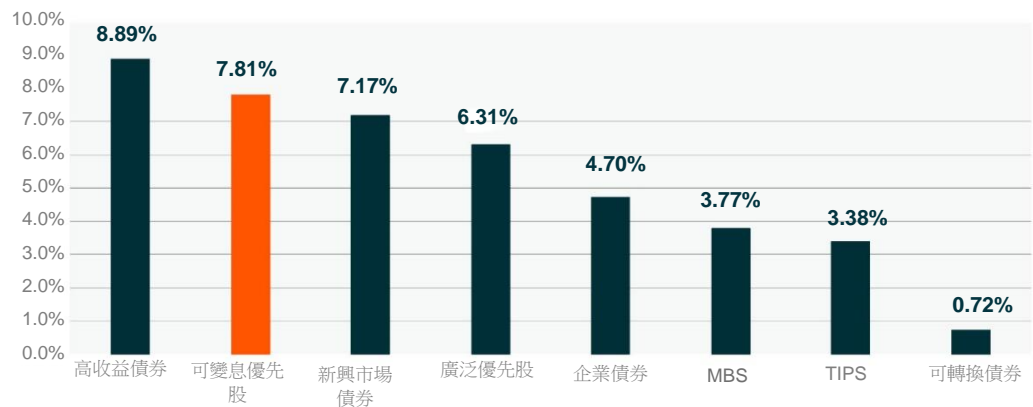
## 在投資組合中使用可變息優先股

可變息優先股具有若干關鍵屬性，可能使它們成為投資組合中具有吸引力的資產類別。

如下圖所示，與其他產生收益的資產相比，可變息優先股通常提供高收益。

## 可變息優先股提供高於許多另類投資的收益率

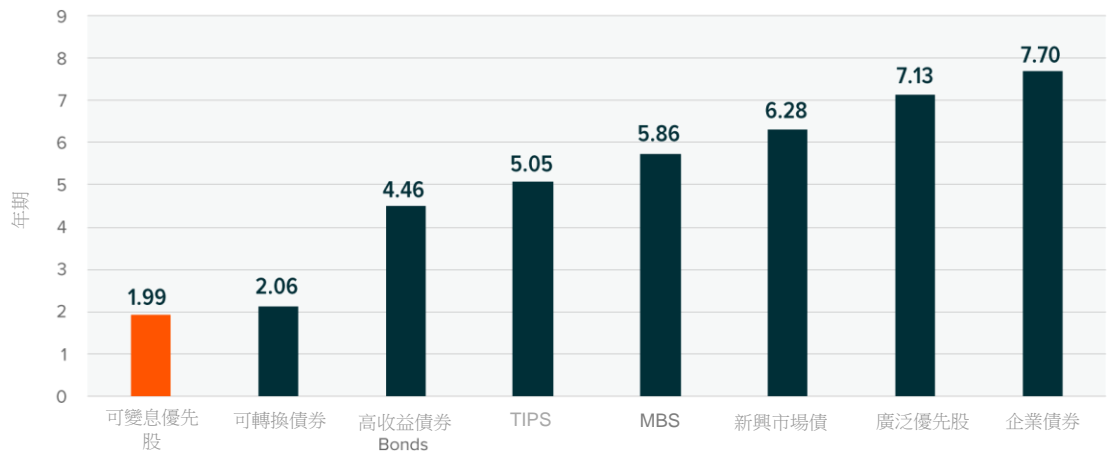
資料來源：Global X ETF 資料摘錄自：彭博有限合夥企業（未註明日期）。以最差收益率計量的收益率。資產類別描述如下：可轉換債券、彭博美國可轉換債券指數；可變息優先股、ICE 美國可變息優先證券指數；MBS（抵押擔保證券）、彭博美國 MBS 指數；高收益債券、彭博美國企業高收益總回報指數；廣泛優先股、ICE 美銀多元化核心美國優先證券指數；新興市場債券、彭博新興市場美元綜合總回報指數；TIPS（美國抗通脹債券）、彭博美國國債通脹票據交易指數；企業債券、彭博美國企業總回報指數。數據截至 2022 年 6 月 30 日。摘取自 Global X ETF 彭博終端。



如上文所述，由於可變息優先股的存續期較低，因此在加息環境下表現良好。

### 可變息優先股的存續期較許多其他另類投資低

資料來源：Global X ETF 資料摘錄自：彭博有限合夥企業（未註明日期）。資產類別描述如下：可轉換債券、彭博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、彭博美國 MBS 指數；高收益債券、彭博美國企業高收益總回報指數；廣泛優先股、ICE 美銀多元化核心美國優先證券指數；新興市場債券、彭博新興市場美元綜合總回報指數；TIPS、彭博美國國債通脹票據交易指數；企業債券、彭博美國企業總回報指數。數據截至 2022 年 6 月 30 日。摘取自 Global X ETF 彭博終端。



由於可變息優先股與傳統債券的相關性相對較低，故可用於現有的固定收益配置。對於由浮動利率債券和 TIPS 等資產組成的固定收益投資組合，可以將可變息優先股添加到投資組合中，以提高投資組合收益率，同時因下圖所示的低相關性而獲得多元化優勢。



## 可變息優先股與其他資產類別的相關性

資料來源：Global X ETF 資料摘錄自：彭博有限合夥企業（未註明日期）。資產類別描述如下：  
可變息優先股、標準普爾美國可變息優先股總回報指數；企業債券、彭博美國企業總回報指數；浮動利率債券、彭博美國國債浮動利率債券指數、高收益債券、彭博美國企業高收益總回報指數；MBS、彭博美國 MBS 總回報指數；新興市場債券、彭博新興市場美元綜合總回報指數；TIPS、彭博美國國債通脹票據總回報指數；可轉換債券、彭博美國可轉換流動債券總回報指數；標準普爾 500 指數、標準普爾 500 總回報指數。  
使用從 06/30/2017 到 06/30/2022 的每週相關性。於 2022 年 7 月 1 日從 Global X ETF 彭博終端檢索。

	可變息優先股
企業債券	0.71
浮動利率債券	0.02
高收益債券	0.85
MBS	0.32
新興市場債券	0.72
可轉換債券	0.65
TIPS	0.39
標準普爾 500 指數	0.69

雖然優先股被視為低評級／高收益證券，但實際上其整體信用評級往往高於美國高收益債券。可變息優先股的平均信用評級為BBB-，而高收益債券的平均信用評級為BB-。<sup>5</sup>對於希望維持較高收益潛力並降低存續期風險的投資者，可變息優先股可以取代相關性相對較高的高收益固定收益部分，例如高收益債券。

## 結論

現時持續高通脹的宏觀經濟環境導致美聯儲及其他央行加息，因此許多固定收益投資的價值在2022年大幅縮水。因此，對於仍然希望在投資組合獲得高額收益的投資者來說，利率風險已成為一個重要考慮因素。我們認為市場計入的加息是激進的，如果通脹開始消退，或美聯儲認為加息需要放緩，則會給收入型投資者帶來部分上行風險。鑒於可變息優先股目前提供的收益率吸引，加上存續期低，我們對其前景持樂觀態度。

主要銀行等金融服務公司，是優先股的大型發行人，通常擁有強大的資產負債表狀況，而美聯儲等監管機構亦批准了絕大多數銀行資本比率。6月，2022年美聯儲壓力測試結果出爐，顯示接受壓力測試的33家最大銀行都有超過足夠水平的資本來應對壓力情景。<sup>6</sup>在全球金融危機之後，銀行一直在提高資本比率，而一眾公司在這方面都很少出現問題。標準普爾對美國金融公司的平均發行人信用評級為A，突顯了這些公司在發行人層面的財務實力。<sup>7</sup>

對於尋求更高收益潛力的投資者，以及可變息優先股相對於傳統固定收益資產能提供的多元化潛力，我們認為將可變息優先股視為收益解決方案或屬恰當。



## 註

1. 彭博有限合夥企業（未註明日期）。[標準普爾美國可變息優先股指數][數據集]。於2022年5月31日從Global X ETF彭博終端檢索。
2. 同上。
3. 同上。
4. 彭博有限合夥企業（未註明日期）。[標準普爾美國浮動利率優先股指數][數據集]。於2022年5月31日從Global X ETF彭博終端檢索。
5. 彭博有限合夥企業（未註明日期）。[由ICE美國可變息優先證券指數計量的可變息優先股，由彭博美國企業高收益指數計量的高收益債券][數據集]。於2022年5月31日從Global X ETF彭博終端檢索。評級以一般由AAA（最高）至D（最低）的等級衡量
6. 美國聯邦儲備委員會。（2022年6月）。2022年美聯儲壓力測試結果。美國聯邦儲備局。
7. 彭博有限合夥企業（未註明日期）。由標準普爾500金融業GICS第1級指數代表的金融類股。「平均值」按長期發行信用評級的加權平均值計算。於2022年5月31日從Global X ETF彭博終端檢索。

## 辭彙表

**存續期：**計量債券價格對利率變化的敏感度。

**相關性：**為衡量兩種證券如何相互變動的指標。相關性為1意味着證券將呈現相同的價格變動。相關性為0意味著證券表現出完全不相關的價格變動。相關性為-1意味著證券將呈現相反的價格變動。

**最差收益率：**衡量在合約條款範圍內運作的證券在無違約的情況下能收取的最低可能收益率。對於具有內嵌認購期權的債券或優先股，最差收益率是到期收益率或贖回收益率中的較低者。贖回收益率指證券在首次符合條件被發行人贖回時，投資者所能獲得的收益。

投資涉及風險，包括可能損失本金。國際投資可能會涉及因貨幣價值的不利波動、一般公認會計原則的差異或其他國家的經濟或政治不穩定而帶來資本損失的風險。優先股面臨許多與債券相關的風險，包括利率風險。此外，優先股可以不支付股息，發行人可以隨時暫停支付優先股的股息，並且在某些情況下，發行人可以收回或贖回其優先股或將其轉換成普通股。高收益股票通常是投機性、高風險的投資。這些公司支付的金額可能高於其可支持的額度，並可能隨時削減股息或停止支付股息，可能對這些公司的股價及本基金的表現產生重大不利影響。

變動和浮動利率證券票面息率的最大漲幅可能有限，並且可能落後於市場利率的變化。票面息率下調可能會使基金的收入因投資於變動和浮動利率證券而減少。金融行業公司的表現可能會受到許多因素的不利影響，其中包括政府法規、經濟狀況、信用評級下調、利率變化以及信貸市場流動性下降等。

本材料代表對特定時間點市場環境的評估，並非對未來事件的預測，亦非對未來結果的保證。讀者不應倚賴此資料作為關於基金或任何特定證券的研究或投資建議。多元化並不能確保盈利或免遭虧損。

ETF的股票以市場價格（而非資產淨值）進行買賣，並且不會從基金中單獨贖回。經紀佣金將減少回報。





Global X Management Company LLC 擔任Global X基金的顧問。以上基金由 SEI Investments Distribution Co. (SIDCO) 分銷，該公司不隸屬於 Global X Management Company LLC 或未來資產環球投資。Global X 基金並非由ICE Data Indices, LLC贊助、認可、發行、出售或推廣，ICE Data Indices, LLC也不就投資Global X基金是否明智作出任何陳述。SIDCO、Global X與未來資產集團均不附屬於ICE Data Indices, LLC。Global X 基金並非由標準普爾贊助、認可、發行、出售或推廣，標準普爾也不就投資Global X基金是否明智作出任何陳述。SIDCO、Global X與未來資產集團均不附屬於標準普爾。

