



作者：
Rohan Reddy
研究分析師

日期：2021 年 6 月
8 日主題：[收入](#)



GLOBAL X ETF 研究

提高收益率的 QA 備兌認購期權策略

在數碼化轉型加快及最低利率的情況下，納斯達克 100 指數（NDX）於 2020 年表現強勁。但隨著我們走出 COVID-19 疫情最嚴重的日子，進入**新常態經濟**，其未來變得不確定。最早在 2021 年第四季，美聯儲可能開始收緊極其寬鬆的貨幣政策，讓利率正常化。這很可能為股票估值帶來不利影響，尤其是估值主要取決於預期長期現金流的納斯達克 100 指數成份股。此外，債券市場可能因利率波動而陷入「恐慌」，嚇跑固定收益投資者。這些狀況對增長型及收入型投資者均會構成挑戰。在動盪的市場中蓬勃發展的投資策略極少，尤其是收入型策略，但我們認為備兌認購期權方法可能處於有利位置。預期波動率上升應提高期權費收入，而存續期風險應該甚微。本文將討論以納斯達克 100 指數為基礎的備兌認購期權策略如何幫助投資者應對充滿挑戰的環境。

關鍵要點：

- 納斯達克 100 指數在過去十年獲得了豐厚的回報，主要是由於其以高科技增長為導向的配置
- 納斯達克 100 指數對債券收益率敏感，因此如果利率上升，可能會面臨壓力
- 納斯達克 100 指數的備兌認購期權策略是投資者在波動的市場中可能創造收入和貨幣化波動的有力方案

納斯達克 100 指數以增長為導向的概況

納斯達克 100 指數在過去十年並無令人失望。該指數由納斯達克證券交易所上市的 100 家最大非金融公司組成，跑贏了多個廣泛市場指數。2011–2020 年，NDX 年度化回報率為 17.56%，而標準普爾 500 指數的回報率則為 10.44%。

資訊科技及通訊服務等以增長為導向的行業的貢獻有助推動指數表現，原因是比重大和期內表現強勁。2011 年至 2020 年的納斯達克 100 指數累計表現的歸因分析顯示，與標準普爾 500 指數相比，NDX 近五分之三的領先表現（共 285% 中的 168%）來自配置效應，即行業增持及減持。NDX 於資訊科技的平均比重為 46%，對比標準普爾 500 指數的 18%，為此領先表現的最大貢獻因素。NDX 於通訊服務的平均比重為 21%，標準普爾 500 指數則為 9%，為 NDX 的領先表現帶來進一步貢獻。然而，對回報同樣重要的是 NDX 減持金融和能源等傳統價值行業。該指數對這兩個行業的比重為 0%，而鑑於行業過去十年的表現欠佳，與標準普爾 500 指數相比，減持分別為領先表現帶來了 10% 和 27% 的貢獻。



平均行業配置的累計 2011-2020 年表現

資料來源：彭博。1/1/2011至12/31/2020的數據。過往表現並非未來業績的保證。

	納斯達克 100 指數	標準普爾 500 指數	配置效應對 NDX 領先表現的貢獻
2011-2020 年累計表現	552%	267%	168%
平均行業比重			行業對總配置領先表現的貢獻%
資訊科技	46%	18%	37%
通訊服務	21%	9%	7%
非必需消費	15%	9%	4%
醫療保健	11%	14%	1%
必需消費	5%	9%	1%
工業	2%	10%	3%
地產	0%	3%	2%
物料	0%	3%	4%
公用事業	0%	3%	2%
金融	0%	13%	10%
能源	0%	8%	27%

利率上升對納斯達克 100 指數構成風險

但是，增長型相比價值型的持續表現維持了 10 年後，可能會出現轉變。截至 2021 年 3 月 31 日，MSCI 美國價值指數年初至今的回報率為 10.40%，MSCI 美國增長指數則為 0.58%。

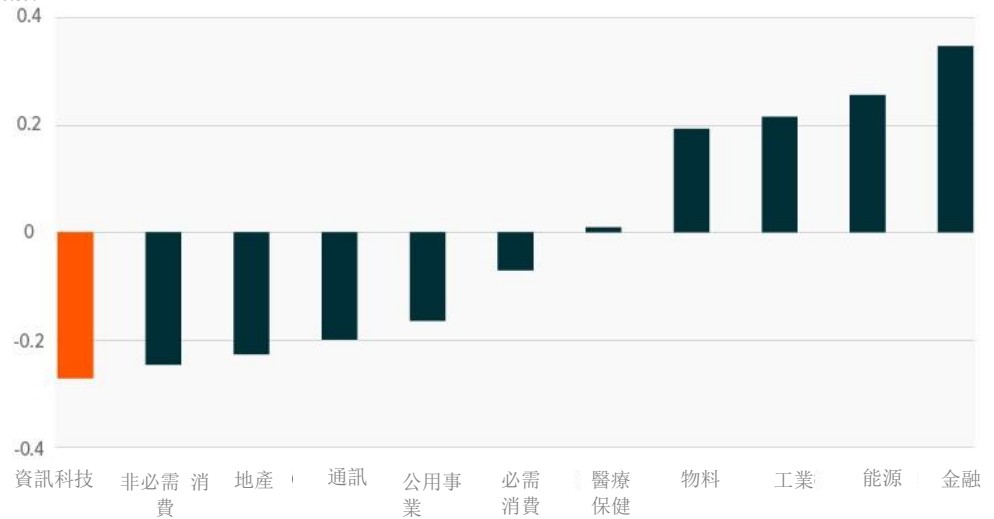
其中一個原因是重啟經濟的通貨再膨脹環境。在強勁的財政和貨幣刺激措施下，加上經濟增長加快，通脹預期正在上升。這為金融、能源和材料等價值和週期性行業帶來正面影響，而此等行業一般在納斯達克 100 指數中比重偏低。這也意味著長期債券收益率上升。10 年期國債收益率由去年年底的 0.91% 升至第一季末的 1.74%。今年 NDX 反映出對債券收益率上升有所規避，NDX 與第一季 10 年期國債收益率的相關性為 -0.28。第一季並無其他行業與 10 年期國債收益率的負相關性比資訊科技更高。



科技行業對債券收益率上升敏感

第一季與第一季 10 年期國債收益率變動之相關性

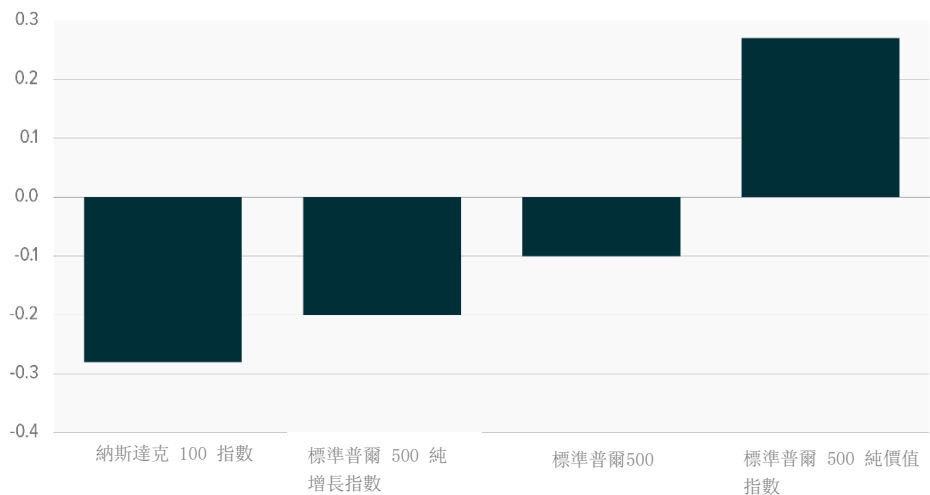
資料來源：彭博。12/31/20至3/31/21的數據。資產類別表述如下：資訊科技，標準普爾 500 資訊科技行業 GICS 1 級指數；非必需消費，標準普爾 500 非必需消費行業 GICS 1 級指數；房地產，標準普爾 500 房地產行業 GICS 1 級指數；通訊，標準普爾 500 通訊服務行業 GICS 1 級指數；公用事業，標準普爾 500 公用事業行業 GICS 1 級指數；必需消費，標準普爾 500 必需消費行業 GICS 1 級指數；醫療保健，標準普爾 500 醫療保健行業 GICS 1 級指數；材料，標準普爾 500 材料行業 GICS 1 級指數；工業，標準普爾 500 工業行業 GICS 1 級指數；能源，標準普爾 500 能源行業 GICS 1 級指數；金融，標準普爾 500 金融行業 GICS 1 級指數。



資訊科技股的估值在很大程度上取決於預期未來現金流，因此通常對利率很敏感。利率上升會降低該等遠期現金流的現值，因此對增長股估值的影響大於價值股，價值股受近期現金流的影響較大。

與第一季 10 年期國債收益率的相關性

資料來源：彭博。12/31/20至3/31/21的數據。

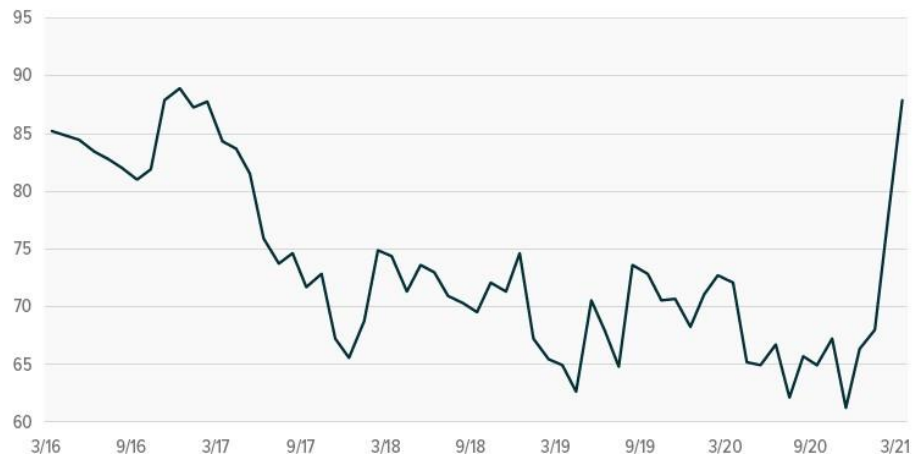


隨著經濟狀況正常化，投資者預期未來幾年利率會上升，但具體時間及升幅有待商榷。一方面，美聯儲不願在短期內收緊貨幣狀況，原因是其相信目前通脹壓力是暫時的，而且可能在 2021 年達到頂峰然後下降。美聯儲認為 2023 年是加息的適當時限，讓經濟有時間達致全面就業，但部分市場參與者認為不斷上升的通脹數據可能迫使

美聯儲提前採取行動。部分經濟學家指出，對美聯儲每月 1,200 億美元資產購買規模縮減的預期已提前至 2021 年第四季。這種差異導致利率波動加劇。在我們最近的《收入展望》一文中，我們討論了**通脹上升可能**如何改變美聯儲的預測利率路徑，但我們認為不會大幅改變。

利率波動

資料來源：彭博。以 Cboe 利率波動指數計量。3/31/16至3/31/21的數據。數據每月計量。



雖然利率可能開始上升，納斯達克 100 指數亦有龐大利好因素。在雲端運算、金融科技、機械人技術和人工智能以及電動車等領域的顛覆性科技有較高持倉，提供了可能在**新常態經濟**中繼續蓬勃發展的長期增長潛力。帶來長期增長潛力。

備兌認購期權策略可在波動中蓬勃發展

如利率上升一段時期對納斯達克 100 指數構成不利因素，可能增加回報的其中一種方法就是從備兌認購期權策略中創造收入。這涉及買入納斯達克 100 指數成份股，並隨後沽出該指數的認購期權。備兌認購期權策略限制參與上行，但可透過收取沽出認購期權所得期權費來創造收入。在波動市場中，期權費往往會上升，因此，備兌認購期權策略往往在動盪或呈現震盪整理的市場（而非主要牛市或熊市）表現最佳。

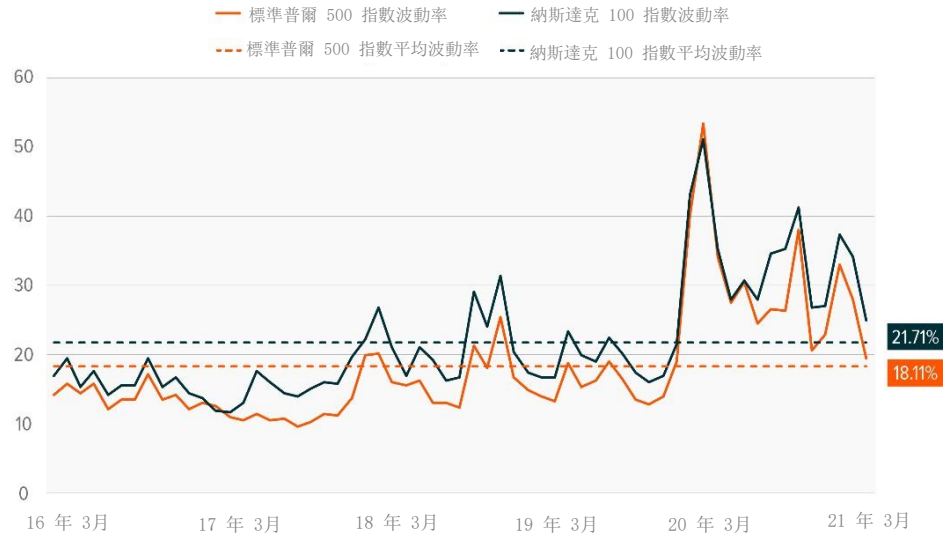
雖然備兌認購期權策略可以在各種指數或相關資產上實施，但沽出納斯達克 100 指數認購期權具有一些獨特的特點。首先，從歷史上看，NDX 一直比標準普爾 500 指數存在更高的波動率，這可從出售期權中增加收入。過去五年，NDX 波動率平均為 21.71%，而標準普爾 500 指數則為 18.11%。



納斯達克 100 指數的增長概況使之比標準普爾 500 指數更為波動

納斯達克 100 指數對比 標準普爾 500 指數波動率

資料來源：彭博。3/31/16至3/31/21的數據。



目前，隱含波動水平（即計入 NDX 期權的波動性預期）仍然高於疫情前水平。這意味著期權費高於正常水平，支持納斯達克 100 指數備兌認購期權策略的較高回報潛力。

納斯達克 100 指數波動率與期權費的高度相關性

納斯達克 100 指數隱含波動率對比隱含 1 個月平價期權費

資料來源：彭博及 CBOE，截至 2021 年 3 月 31 日。以 Black Scholes 模型計量的納斯達克 100 指數期權與 1 個月平價歐洲普通認購期權的溢價，並以第三個星期四收市及第三個星期五開市的標準指數期權日期出售。

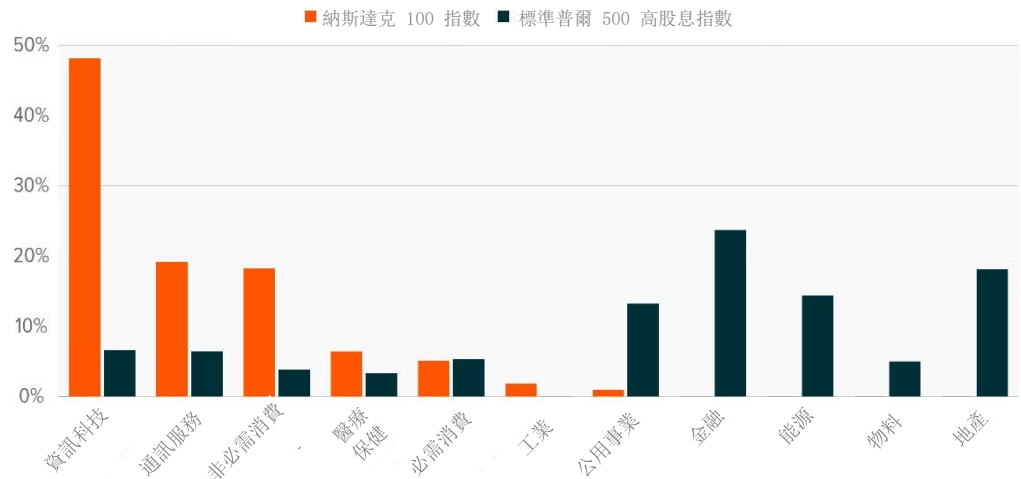


納斯達克 100 指數備兌認購期權策略的第二個特點是有助分散以收入為導向的投資組合。由於納斯達克 100 指數的科技股配置比重大，其表現與以收入為導向的投資組合常見的傳統股息基金顯著不同。

偏離傳統派息行業以實現多樣性

納斯達克 100 指數對比 標準普爾 500 高股息行業比重

資料來源：納斯達克、標準普爾。數據截至 2021 年 3 月 31 日。



實施納斯達克 100 指數備兌認購期權策略

儘管過去十年回報良好，但納斯達克 100 指數正處於交叉點之際。隨著 10 年期國債收益率上升，價值股於 2021 年有所回升。如收益率繼續上升，可能會為納斯達克 100 指數和傳統收入來源帶來不利因素。然而與此同時，過渡至新常態經濟和數碼化興起為顛覆性科技帶來潛在長期利好因素。相互矛盾的因素可能導致納斯達克 100 指數的回報動盪或呈現震盪整理。

在不確定的環境下，備兌認購期權策略可能具有價值。波動率上升往往會增加出售買權所收取的期權費，即使在無趨勢的市場中也能提升回報。此外，以科技為本的備兌認購期權策略收入有助分散投資組合，遠離派息股或固定收益等傳統來源。

定義：

平價：當期權的執行價格等於相關資產的當前市場價格時，期權就是平價。

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。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。

基金參與期權交易。期權是一方向另一方出售的合約，賦予買方權利但無義務，在若干期間或特定日期，以協定價格買入（認購期權）或賣出（認沽期權）股票。備兌認購期權涉及在特定資產（在這個情況下為美國普通股）中持有長倉，並沽出相同資產的認購期權以從期權費中獲得額外收入。透過賣出備兌認購期權，基金限制了從相關指數價格高於行使價中獲利的機會，但繼續承擔指數下跌的風險。基金持有的期權可能不存在流動性市場。儘管基金從沽出認購期權獲取溢價，行使期權所變現的價格可能遠低於該指數的當前市價。

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。

