



较高收入是否总意味着较低增长？

道明资产管理
副总裁兼董事

Ben Gossack, CFA, MBA

道明资产管理
副总裁

何为 (Jacky He, MBA)

简要综述

- 由于收益率继续受压，历来高度依赖债券来获得收益回报的投资者，现在要取得足够的收入，正面临越来越大的挑战。
- 投资者在股票中寻求收益，追逐低增长股票的收益率，可能会有资本上升空间被削减的风险。
- 道明积极全球增强股息交易所买卖基金 (TD Active Global Enhanced Dividend ETF, 简称 TGED) 处于独特位置，能通过差异化的期权重叠策略，在不牺牲总回报的情况下带来极具吸引力的收入，从而倾斜收入和增长之间的平衡，使之趋向对投资者有利。

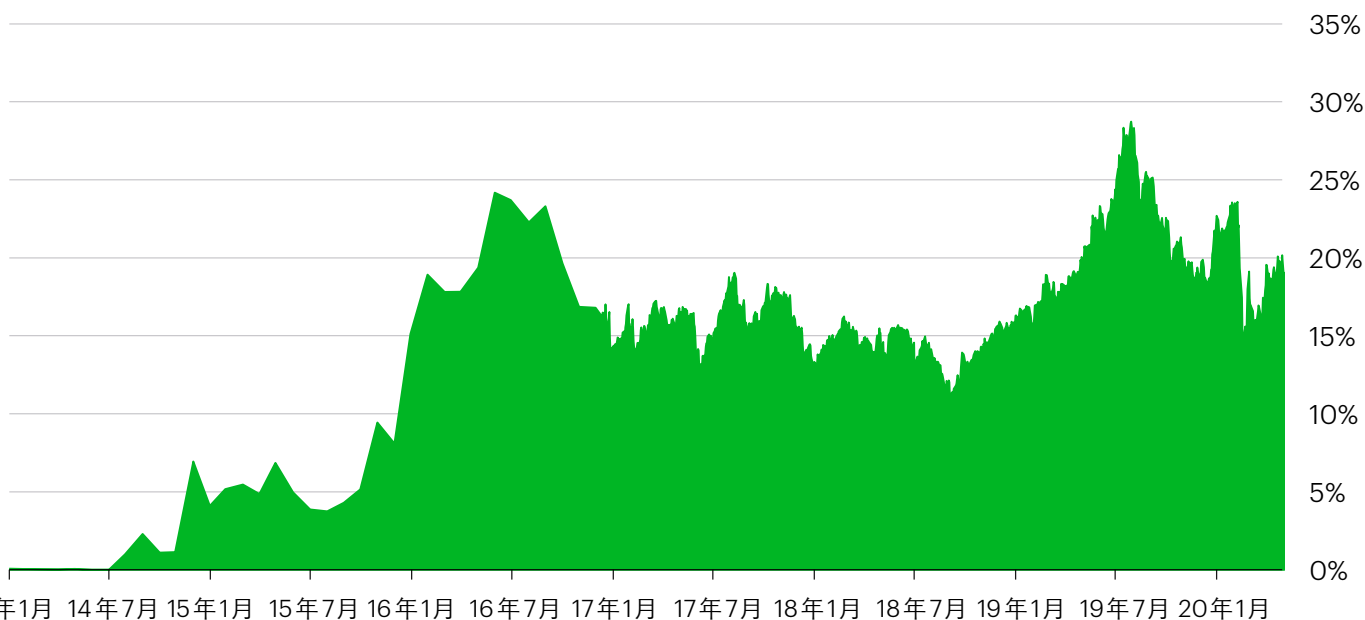
在投资世界里，没有什么是静态的。导致我们目前情况的理论和策略，并不总能在将来带来繁荣。今年全球投资者面临前所未有的巨大波动，市场的深度下跌是多年未见的，只能部分地追回许多损失。随着世界各地的中央银行提供大量的刺激措施来支持经济，资产管理者需要重新定向和思量创造回报的新方法。这包括评估和重新思考增长和收入之间的传统关系。

增长与收入的平衡

由于收益率继续受压，并预期将更加长期地处于更低水平，历来高度依赖债券来获得收益回报的投资者，现在要取得足够的收入，正面临越来越大的挑战。在

这种背景下，负收益债券现在占已发行债券总数的 20% (如下页所示)，这意味着若持有至到期，必然会有资本损失。

负收益债券债务占总债务的百分比



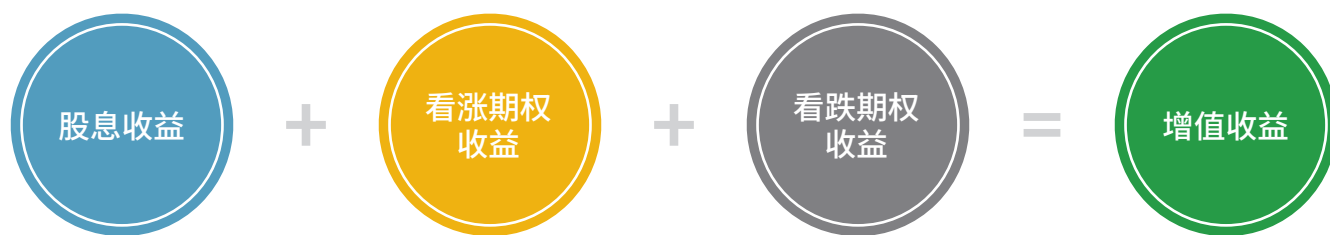
资料来源:道明资产管理, Bloomberg Finance L.P.截至 2020 年 5 月 31 日数据。

在股票方面,高收益股票并不经常有增长,高增长股票也不是经常支付股息。因此,投资者若追逐低增长股票的收益率,可能会有资本上升空间被削减的风险。

面对新冠病毒疫情的不确定性和地缘政治紧张局势,人们如何平衡增长和收入?答案可能在于道明资产管理(TD Asset Management, 简称 TDAM)所提供的一套增强股息策略。

道明积极全球增强股息交易所买卖基金 (简称 TGED)

TGED 成立了只有一年多的时间,旨在解决在寻求收益时平衡增长和收入的具体挑战。应对这一挑战的背后策略是通过一套差异化的期权重叠策略,带来极具吸引力的收入。TGED 跟许多竞争对手产品不同,对于选择股票和卖出期权都采用一种完全积极的方法。



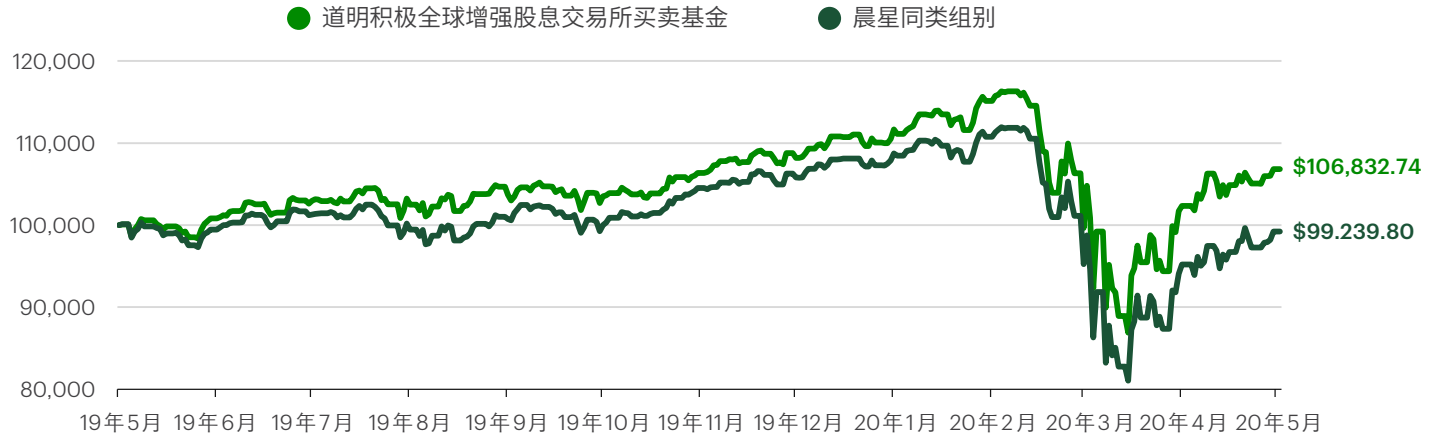
这方法不仅使 TGED 能够凭着高质量的相关股票,无论支付股息与否,来提高收入,而且还可以在牺牲长期资本增长的情况下做到这一点。话虽如此,这款交易所买卖基金不是简单地以收益取代增长,而是专注于总回报。此外,从税务的角度来看,投资者可能会从中受益,原因是所收取的期权权利金通常被归纳为资本收益而非收入。

TGED 力求为投资者带来 4% 以上的年收益率,投资于全球的高质量企业,这些企业与长期增长趋势挂钩,并能使自由现金流与日增长。

TGED 的第一年 尤其是在全球疫情大流行期间的表现如何？

自基金成立以来，TGED 的表现已超越九成的竞争对手。这一年期间是个重大的考验，我们经历了全球股票历史上其中一个最糟糕的季度，摩根士丹利资本国际世界指数 (MSCI World Index) 在 2020 年首季下降了 20%。

TGED 自成立以来表现



如果我们以关键日期 2020 年 2 月 19 日 (当天全球股市达到历史新高) 来把这段时期细分, TGED 在市场上升和下跌的时期都轻松跑赢同类组别。从成立到 2 月 19 日的升市期间, TGED 有较高的上行捕获率, 回报为 16%, 超越同类基金的 12%; 而从 3 月 23 日到 5 月 10 日,

TGED 反弹了 23%, 相比同行为 22%。至于 2 月 19 日至 3 月 23 日的历史性大跌市, TGED 在跌幅上优于同类 (-25% 相对于 -28%)。

备兑期权策略的好处

如果历史可资借鉴, 备兑期权策略可以在当前环境中继续推动领先表现。下图有助于说明这一点。它把标准普尔 500 指数的年度表现, 相比于一个掺杂着系统化备兑期权策略的指数 (假设以 2% 溢价卖出虚值期权和每月重置期权)。

标准普尔 500 指数和加入了系统化 2% 虚值期权的标准普尔 500 指数相比



本质上, 这个备兑期权策略可以提供高达 2% 的每月收益, 并放弃更多的上升空间以换取收入 (期权权利金)。因此, 当市场有超额的回报 (>20%), 备兑期权策略也有很高但通常滞后的回报。当市场有比较温和或负值的回报, 备兑期权策略通常会跑赢, 因为所得到的权利金足以抵销所放弃的上涨空间。随着时日过去, 备兑期权策略的波动性逐年降低。

基于这种动态局面, 投资者自然会期望备兑期权策略在一个疲弱的市场中增添价值, 但在强健的市场中却会表现不佳。事实证明, TGED 并非如此, 它自成立以来一直在升市和跌市中都增添价值。

道明资产管理如何别树一帜

TGED 实质上在选择相关股票的时候, 以道明资产管理的久经验证的理念和流程为依归。这款交易所买卖基金只会持有高质量的企业, 它们具有可持续的竞争优势、稳健的资产负债表、复合增长的自由现金流, 并能渡过像 2020 年首季一样的艰难时期, 从长远来看有蓬勃的发展。

此外, TGED 的领先表现归因于我们卖出期权的积极方法。有别于系统化的期权策略, 我们对于时间选择、相关资产、执行价格、到期日和合约规模有严格筛选。我们会对这些因素逐一根据具体企业当时的基本面研究进行彻底分析。像 2020 年 2 月那样波动性激增

的局面, 我们可以在到期日之前终止期权合约, 并以更具吸引力的收益率开始新的期权合约。虽然相比于系统化方法, 工作量显然更多, 但我们的目标是为投资者在目前创造高收入, 同时兼顾他们的长期资本增长。

总的来说, TGED 以独特的主张论点, 把收入与增长的平衡倾向于对投资者有利。这款交易所买卖基金只会持有高质量的企业, 并采用一套积极方法来增加收入而不会牺牲总回报。展望未来, 面对着新冠病毒对全球经济的不明朗影响和持续的地缘政治风险, TGED 可以从一个动荡环境中受益; 一般来说, 波动性越大, 期权权利金就越高, 积极的投资者也因此有更多机会。



紧随道明积极全球增强股息交易所买卖基金 (TGED) 的成功表现, 我们很高兴在近期推出了道明积极美国增强股息交易所买卖基金 (TUED) (TD Active U.S. Enhanced Dividend ETF) 它采用相同的积极策略, 并纯专注于美国股票。



TGED 期权策略的案例研究

2020年3月,我们特意不为某些医疗保健公司,例如雅培 (Abbott Laboratories), 卖出看涨期权, 原因是当时的风险回报前景并不吸引。这使 TGED 能够百分百地在股票反弹中分一杯羹。

雅培 (Abbott Laboratories) 价格

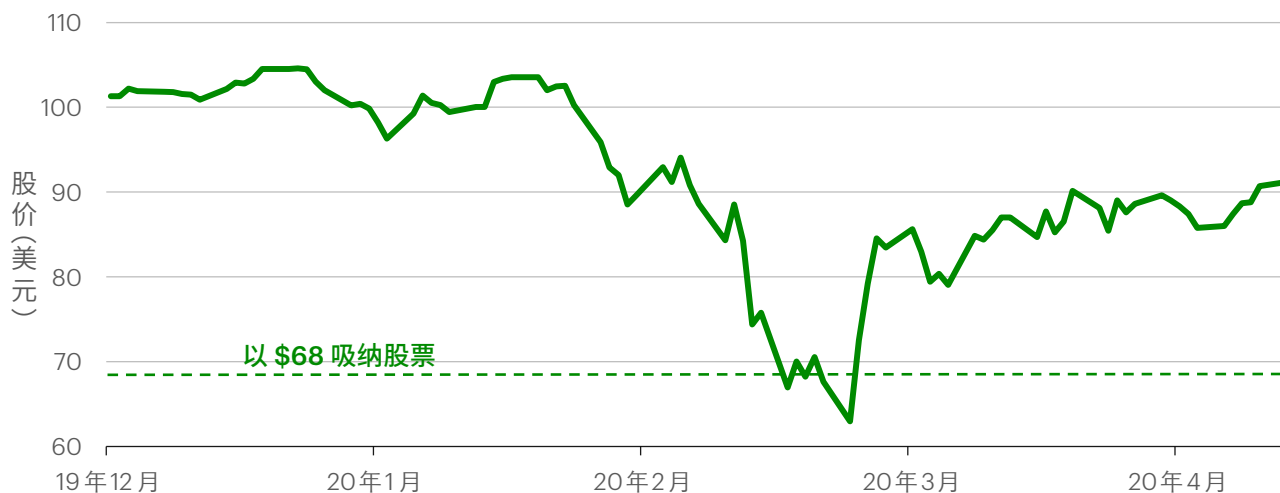


资料来源: 道明资产管理, Factset。截至 2020 年 5 月 10 日数据。

除了积极的备兑期权策略之外,我们把握时机卖出看跌期权,这可以创造更多的收入。此策略类似限价买单(投资者等待股价跌至一个目标买入点)。如果股价达到我们的目标,我们将以目标价买入股票。主要区别在于我们在等待时赚取期权权利金。

此外,我们只会为我们根据基本面研究而愿意以较低价格持有的股票卖出看跌期权。耐克 (Nike) 就是一个好例子。2020年3月11日,我们以 \$68 的执行价格(比市价低 20%) 卖出耐克的看跌期权,收取了可观的权利金,这是因为我们的研究表明耐克的长期价值要高得多。当股价在市场的无差别抛售中下跌至 \$68,我们高兴地以折让价吸纳耐克的股票。即使股价没有下跌至 \$68,我们也乐于收取期权权利金。

耐克 (Nike, Inc.)



资料来源: 道明资产管理, Factset。截至 2020 年 5 月 10 日数据。

平衡



截至 2020 年 5 月 31 日的基金表现。时期超过一年的回报是扣除开销的年化回报。

基金名称	3 个月	6 个月	1 年	3 年	5 年	10 年	成立至今	成立日期
道明积极全球增强股息交易所买卖基金 (TGED)	6.31%	1.85%	12.75%	不适用	不适用	不适用	8.41%	5/3/2019

本文之陈述由道明资产管理有限公司 (TD Asset Management Inc.) 提供, 仅供资料说明之用。本文根据相信为可靠的资料汇编而成。图表仅供解说之用, 并不反映任何投资的未来价值或未来表现。本文资料并不旨在提供财务、法律、税务或投资建议, 衡量个别投资、税务或交易策略时, 应相对考虑个别人士的目标和风险承受能力。互惠基金及/或交易所买卖基金 (统称“基金”) 投资或会涉及佣金、管理费用及开支。互惠基金投资或会涉及尾随佣金。交易所买卖基金单位在证券交易所以市场价格买卖, 经纪佣金将减少回报。投资基金前请参阅详列投资资料的基金概览或摘要文件和招股章程。上述所示的互惠基金 (各货币市场基金除外) 的复式回报是该期间的历史总回报, 并已将单位价值变动及所有派款再投资计算在内。各货币市场基金所显示的回报率是基于所示 7 天期间的年化历史收益率, 是在复式计算 7 天回报的基础上所得出的年化实际收益率, 并不代表实际的一年回报。指数回报不代表交易所买卖基金回报。上述所示之回报率并不包括证券持有人须支付之销售、赎回、佣金费用、派款或适用的选项费用、或所得税, 此等费用及税项将会减低回报率。基金不受加拿大存款保险局 (Canada Deposit Insurance Corporation) 或其他政府存款保险机构保证或保险。基金价格经常变动。货币市场基金每单位的资产净值不获保证会维持不变, 投资于货币市场基金的资金亦不获保证全数归还。过往表现或许未能重现。本文的部分陈述可能会包含前瞻性陈述, 它们属预测性质, 可能包括例如“预期”、“预料”、“打算”、“相信”、“估计”和类似的前瞻性字句或它们的否定式版本。前瞻性陈述是基于对未来的整体经济、政治和相关市场因素, 例如利率和汇率、股票和资本市场、整体商业环境的当前预期和推算, 并假设税法或其他法律或政府规例或灾难性事件没有改变。对未来事件的预期和推算本质上是会受到未能预见的风险和不确定性影响。此等预期和推算, 将来可能是不正确的。前瞻性陈述并非对未来表现的保证。实际情况可能会与任何前瞻性陈述中所明示或暗示的大不相同。这些偏离可以由很多重要因素促成, 包括上文所列出的因素。您应避免依赖前瞻性陈述。本文所示的指数回报只供作为比较之用。指数是不受管理的, 其回报包括股息的再投资 (如适用), 但不包括任何销售收费或费用, 而该些成本将会降低表现。不能直接投资于指数。道明交易所买卖基金 (TD ETF) 由道明银行 (The Toronto-Dominion Bank) 全资附属机构道明资产管理有限公司负责管理。彭博 (Bloomberg) 及 Bloomberg.com 是在特拉华州注册的有限合伙公司 Bloomberg Finance L.P. 或其附属公司拥有的商标及服务标志。保留一切权利。所有商标分别为其拥有机构之产权。®道明 (TD) 标志和其他商标是道明银行或其附属机构的产权。此中文译本仅供参考之用, 一切以英文原文为准。