



後疫情時代，從資產管理面談投資策略

國泰投信協理◎章錦正

因為疫情因素，全球紛紛開始實施大大小小的超額貨幣供給的策略，在經濟學的本質面，增加貨幣供給當然會直接影響名目的經濟成長；市場上有超額的流動性，理論上所有的資產價格都會受到進一步的推升；我們不妨看一下2008年因應金融海嘯所實施的量化寬鬆（QE），道瓊指數在後來

的十年，上漲的近乎一倍；而在近期，我們又再度見證了美國所實行的倍數量化寬鬆策略，所以在理論上，未來十年，美股再度發生倍數的漲幅是可以期待的。在這個大行情下，從資產管理的角度，投資人應該如何因應，又有什麼樣投資標的或期貨工具可以運用呢？

期貨市場工具



圖 1、美國貨幣供給與美國股市走勢圖



Cover Story

首先，QE所帶來的是利率的進一步下跌，所以美國公債就會上漲。公債期貨市場在這段時間相當活躍。美國公債期貨是一種特殊的工具，適當配置下，它或多或少可以讓投資人或期貨交易人因應通膨的影響。

美國十年期公債殖利率在七月下旬來到0.44%的水準，就持有公債的投資人來說，利率相當低，但買盤仍然強勢，主要的原理就是市場上的避險工具有限，而投資人可以持有公債來抵銷利率下行的風險。

同時，另一個避險工具也在疫情之後大放異彩，那就是黃金期貨的走勢。黃金在2020年7月份，再度來到了1,900美元的水準；每當全球有戰爭或不確定性因素上升時，黃金是實體資產中，最具保值效果的。而美元自與金本位脫勾之後，黃金就開始扮演對抗通膨的角色。所以在超額貨幣供給上升的時代，黃金在資產配置之中的重要性也必然攀升。

黃金期貨雖然也是多數時間呈正價差的標的，但是因為持有成本較低，所以正價差的程度多數時間都在合理的範圍；在金融海嘯期間，有許多的基金或避險基金，紛紛推出黃金避險的投資商品，在持有基金的同時，另外100%持有黃金期貨的多頭部位，這也是另一種試圖降低通膨影響的策略。

當然，要談的最重要工具就是美股相關的期貨了，因為美國市場上的QE，勢必影響美股的長期價格走勢，在經濟前景不變的前提下，美股的大多頭走勢值得期待。其中美國科技股在過去一段時間扮演著領頭羊的角色，在未來一段時間勢必也會持續領先

市場。以期貨工具來看，NASDAQ 100的期貨在過去三年持續領先美股指數，成為投資人不得不重視的配置。在疫情影響之下，宅經濟帶動新一波的電子產品與電商需求，讓新科技的重要性進一步提升，也帶動電子與科技類股的走勢。

後疫情時代，投資人面對的是超額貨幣供給與科技創新的時代，適當運用美債期貨與黃金期貨調整風險，相信投資人或期貨交易人，一定能在這個不一樣的時代掌握新一波的機會。

不動產證券化與REITs期貨

分散投資是投資學之中的老生常談，建立投資組合的首要之務就是應該將財富分散在不同類型的投資中，除了股票與債券之外，投資人常會想起的第一個標的就是商品或原物料，其實投資人往往忽略了還有一個很重要的投資標的「不動產」。長期房地產投資的平均年收益是多少？不動產相較於期貨或證券，是否便於投資，風險為何呢？

簡單來說，REITs就是金融機構透過集資購買商辦、購物中心等不動產，再將購買的所有不動產打包，證券化成一檔上市REITs，投資人可以買賣。

投資人定期可以分到來自不動產租金的REITs配息，如果不動產漲，投資人也有機會分一杯羹。這使小資族有機會用小錢投資不動產，也能過過當包租公的癮。當然，如果房地產跌，REITs的價格也會下跌。

一般人如果想投資REITs，主要有三種



型式，第一種是REITs股票，直接購買不動產股權，第二種則是追蹤上百檔REITs指數的ETF，第三種則是透過經理人挑選各種REITs股票的基金。

目前，臺灣有7檔REITs掛牌，包括歷史最悠久的富邦一號，以及最新上市的樂富一號，如台北喜來登大飯店，就是國泰一號REITs持有的標的，只是流動性不高，使得投資人較不易配置，我們也期待未來這種情況能有所改善。

如果以北美為例，不動產的總市值，大約17兆美元，與市值20兆美元的股市市值已相去不遠；同時，不動產投資又十分適合投資人的資產配置；最近因為疫情影響，許多投資人對不動產的印象是風險升高；其實不動產有分為商用不動產與住宅不動產兩種。商用不動產受到景氣與未來市場變動狀況的影響非常大，而住宅不動產，影響則相對有限。因為居住的需求是剛性的需求，而不動產之中的Multifamily類別，在疫情的風暴之中，其租金收益率反而是穩定的，相關研究指數，受到居家防疫的影響，對買房的需求雖有延後，但租屋的需求上升，致使住宅的空置率下降，出租率上升。

就報酬率來看，依美國不動產研究機構（NCREIF）的資料，北美不動產中的公寓（APARTMENT）類別，在2020年首季價格是上升0.95%，相較於受影響最大的飯店（HOTEL）類別，其價格跌幅為3.69%，表現十分亮眼。

長期來說，美國S&P500指數在過去25年的年化總報酬率約為9.8%，但同期間

REITs的報酬率為10.5%，其實很多人忽略了不動產的長期上漲潛力。其實2008年的金融海嘯，不動產雖然位於風暴核心，但復甦後的報酬率反而是最驚人的。雖然美國確診病例再次增加，市場開始擔憂第二波感染，不過隨著各州陸續開放，非農就業人口意外上升，失業人數下降，經濟數據持續改善，REITs 在低利率環境下未來仍將持續受惠，許多產業被嚴重低估，一旦下半年經濟恢復成長力道後，REITs 將持續反彈。

整體而言，2020年REITs企業獲利僅小幅衰退，部分產業成長力道仍佳，隨著各國家持續解封後，經濟活動緩慢復甦，加上央行持續提供市場流動性，有利REITs後市表現，其中以住宅及工業類表現突出。工業類持續在景氣高峰上，主因受惠疫情影響讓高階物流中心更加供不應求，租金持續提升，數據中心與通訊基地台亦因需求大幅提高而加速獲利。而在疫情影響之下，零售與旅館則相對不利。

從資產配置的角度看，以資產的分散性而言，不動產類別也與股市及債市有較低的相關性，MSCI WORLD與全球不動產的相關性大約0.4，而不動產與債券之相關性趨近於0；所以，談到分散投資與另類投資，我們就不能不提到不動產。只要將投資組合之中納入不動產的投資，就可以有效地降低風險，提升風險調整後的報酬率。

其次，在不動產的指數之中，其實也有不動產的指數期貨可交易。例如在CME上，就有Case Shiller系列的不動產指數期貨，用以交易全美前十大都會區的不動產指數。另



Cover Story

外，ICE交易所也有MSCI World提供全球不動產指數期貨（彭博代碼MWD），該指數以美國為主，並包括日本、歐洲與澳洲等國，是目前比較完整的不動產指數，可供交易。

雖然目前不動產的相關期貨交易尚未成

為市場主流，但以不動產的重要性及全球資產配置的必要性來說，投資人配置於不動產必然對長期投資報酬率有所貢獻，在後疫情的時代，投資人可多加利用以不動產為主的另類投資。

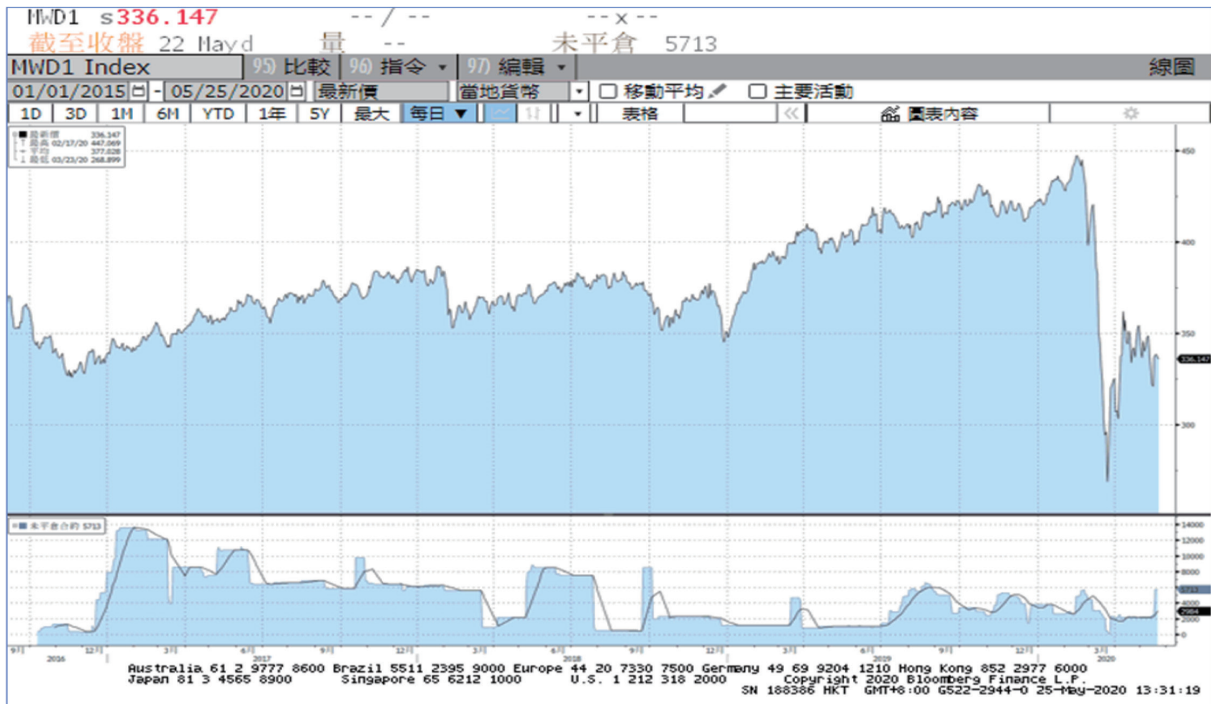


圖 2、ICE 交易所上的 MSCI 全球不動產指數期貨

資料來源：Bloomberg

保本型基金與保本型期貨基金

除了前述的產品之外，其實另外值得一提的新種類避險性資產，就是比較少見的保本型基金。保本型基金的架構比較特殊，它結合了固定收益商品以及衍生性金融商品。通過固定收益商品的配置，讓保本型基金可以達到保本的效果，而配置在衍生性金融工具之上可以讓保本型基金擁有與現股投資不一樣的績效。同時還能夠參與市場上漲或是下跌的效果。假設有一檔基金，聲稱110%保本，加上50%的市場走勢參與，對您而言

會不會有吸引力呢？此類就是保本型基金常見的架構。投資人在投資一定的期間之後，就可以取回所宣稱的保本率。無論市場的上漲或下跌，只要固定收益的工具沒有發生違約的情況，保本型基金往往能夠保證或是保護投資人一定的本金領回，或者是必要的利息收入。在2019年市場的風險增加的情況下，我們相信保本型基金這種新形態的基金產品，它的保本特色結合了衍生性商品的優勢，能夠為投資人提供不一樣的選擇。

保本型基金由來已久，早期國內的保本型基金多為新臺幣保本，保本率介於



90%~100%之間，年期較短，重視的是保本以外的參與率，由於早期保本型基金的表現普遍不是太好，結果多半只能保本，不受投資人特別關注。在2013年，國內開始出現外幣高保本率的證投信基金，其保本比率超過100%，結合固定收益、衍生性外匯避險與期貨操作，如道瓊工業指數期貨等，當時也受到壽險的青睞。

近來，因為新冠肺炎的關係，市場動盪開始加劇，投資人再度重燃對此類產品的關注，因為衍生性商品千變萬化，但美元保本保息的特點讓投資人至少有基本的保障。

多半的保本型基金採「固定收益」部位加上「衍生性商品」部位來設計，通常固定收益的占比非常高，接近或超過九成。這個固定收益的部位可能包括「定存」、「公債」或「公司債」（包括金融債）等。而衍生性商品的部位，除了國內外的期貨與選擇權之外，亦可從事店頭議價方式（簡稱OTC）的商品，只要不違反到期保本的原則，設計上有一定的彈性。

許多人說2020年的市場風險上升，會是一個不確定性更高的變局，這時候保本型基金或許可以成為投資人的定心丸，在投資保本並收取利息的同時，也可以部份參與市場的變動所帶來的額外獲利，例如指數連結型保本基金，就可以參與期間內或是到期時，參考指數的變動幅度，作為額外的獲利機會，可以說是兩全其美的產品。當然，不同的保本型基金也有相對應的潛在風險，例如以定期存款為主的保本型基金就要注意定存銀行的財務狀況，以免在極端風險下，發生

銀行倒閉的情況；而投資債券組合的保本型基金，投資人則要注意所投資的債券信用評等如何，是否有較高的違約風險等。

期貨信託基金的法規架構之中也有「保本型基金」的類型，或可稱為「保本型期貨信託基金」。目前國內期信基金多以ETF為主，或許期貨信託業者亦可考慮「保本」類型的產品，讓投資人可以在保本的同時，額外參與期貨市場變動所帶來的額外收益，相信也會是市場風險上升的環境之中另一個不錯的選擇。

保本型基金架構



掩護性買權策略

另外，針對後疫情時代，波動率與市場風險都升高的環境下，我們也可以談談相當不錯的避險策略，就是掩護性買權策略。掩護性模型策略英文為 Covered call option strategy，在某些國家稱為Buy Write Strategy。這種類型的策略是指投資人可以在一段時間之內，持有或者是投資現貨的同時，搭配賣出價平或是價外的選擇權，收取一定的權利金。

因為有現貨部位的保護，所以投資人不需要擔心賣出買權的潛在損失，除了可以



Cover Story

參與現貨的走勢之外，仍然會有另外一筆權利金的收入。所以執行這種投資策略，在市場微幅上漲或是盤整、震盪或甚至大幅下跌時，都可以有相較於單純買進持有策略來說更好的績效。

舉例來說，投資人如果持有股市多頭部位，例如加權指數期貨或是台股ETF，他可以同時放空一個月後到期的價平選擇權買權。當選擇權買權到期時，無論市場的上漲或下跌，他都會有確定的權利金收入，如果市場的漲幅大於執行了履約價，那麼現貨的部分收入就可以去償還到期履約時的損失。而權利金的收入是不變的。所以這種類型的策略非常適合市場的波動度略高的時候。

Covered Call的策略，適合在已持有現股或是多頭部位的同時，透過賣出買權來增加收益，當市場表現呈現震盪或盤整時，可以增加權利金的收入。

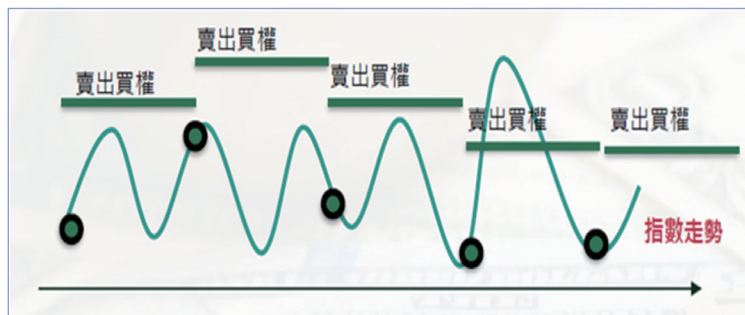
在海外也有執行這種策略的ETF，這種類型的ETF在波動率升高的市場狀況下，權利金收入會更可觀，是非常好的選擇。美國道瓊工業指數有執行掩護性買權策略的ETF、也有標普500指數與NASDAQ 指數等的BUY WRITE ETF。所以掩護性賣權策略的ETF，在國外已經是非常普遍的了，值得

一提的是，這種掩護性買權ETF在市場上往往能夠有不錯的收益分配，ETF的股利率往往可以高達5%甚至10%，透過權利金的收入以及現貨的配股配息部位來達成收益分配的效果就總報酬來說，投資人可以持有一個更穩定的股票股息，對於希望可以持有穩定配息的投資人來說，其實也是一種非常不錯的選擇。我們也期待國內有朝一日能夠開放掩護性賣權策略的ETF，例如加權指數搭配上賣出買權。透過更平穩的績效表現，讓投資人可以有更多元化的選擇。

疫情後的資產配置

前面談完各種可使用的投資配置工具與投資策略，但對多數的投資人來說，我們認為最可行的還是做好「資產配置」。對多數的投資人來說，最重要的正是資產配置，或者用更簡單的話來說就是「分散投資」。

1952年，現代投資學理論大師Harry Markowitz曾說” Diversity is the only free lunch in investment”，雖然股神巴菲特曾經說過天下沒有白吃的午餐，但是他自己也建議一般人可以使用指數化的分散投資。如果真的有最接近的應該就是所謂的分散投資。資產跟資產之間的相關性不同，而風險性也不同，所以持有不同且多元的資產原本就可以達成分散投資的效果，正所謂雞蛋不要放在同一個籃子裡，所以分散投資可以讓投資人不會面臨當市場風險發生時重大的資產減損，透過多元化的投資可以讓股市大跌的同時，有債權部位或是黃金、貴金屬等不一樣





的資產保護，甚至可以有多元資產的ETF，透過做空策略達成正向報酬的期貨信託基金等等部位。所以持有多元資產的投資人不需要

擔心他在市場發生重大危機時的資產損失，反而或許可以進一步獲利或是危機入市。

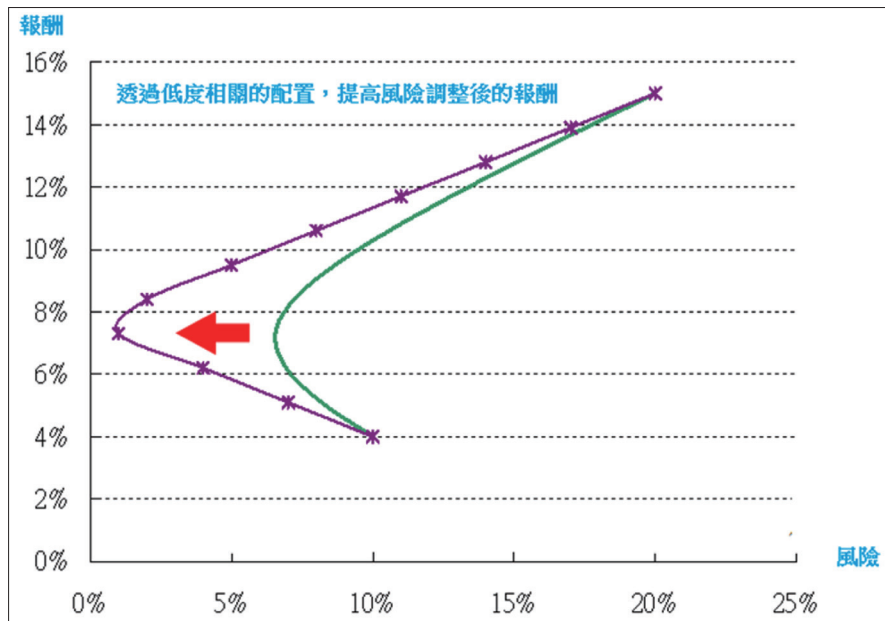


圖 3、資產配置效果

在實務上，投資人可以使用「相關性」的概念，來達成資產配置的效果，舉例來說，如果某投資人看好美國科技股，他在資產配置上以美國科技股為主，那麼應該如何進一步做資產配置呢？

首先，在選擇工具上，他可以先分析過去一段時間，與「美國科技股」相關性最低，但仍有長期正報酬率的標的，例如黃金與美國公債，在配置上，應該調整一部份的比例到黃金與美國公債上面，萬一科技股大跌，黃金與美債有相當大的機會可以上漲，那就整體投資組合來說，就顯得更「抗震」。當然，像是保本型基金這種無論市場走勢如何，都能達到一定程度的「保本」效果的产品，也是不錯的選擇。

其次，在策略的選擇上，可以「配置」與投資組合互補的策略，例如「期貨做空」的策略，或是「掩護性買權」策略，可以讓投資人在行情走勢不如預期時，仍能有一定的保護。

在標的選擇上，我們很高興看到市場上有越來越多元的產品可以提供投資人投資，也有越來越多具備衍生性商品特性的資產，包括ETF、槓桿及反向型ETF、債券型ETF、多元資產ETF，甚至掩護性賣權ETF等等的投資工具。相信投資人如果能夠搭配資產配置策略善用這些投資工具，以及期貨與選擇權的策略，一定可以讓投資人在波動度持續增加，國際情勢詭譎多變的2020年，能夠有更理想的長期理財績效。

CNFA