

股息強勢增長 抵銷加息影響



Michael Clarfeld
特許財務分析師 (CFA)
董事總經理兼投資組合經理

本文重點

- 在美國，股息投資者在 2018 年取得不俗回報，股息在過去一年平均增長 8%。¹
- 隨著企業稅稅率下調至 21%，股息處於數十年來最具稅務效益的地位。
- 在過往加息期間，股息增長股一般表現優秀。

股息投資者在今年取得理想回報。在過去一年，股息增長由前一年的 7%，上升至 8%。我們認為，聚焦於股息增長股的投資者可受惠於這股趨勢，並在加息的環境中穩佔優勢。

隨著利率在過去一年上升，不少投資者提出疑問：派息股是否仍提供良好價值？他們認為，債券息率優於一年前的水平，並懷疑派息股的時代是否已經告終。事實上，在這次利率週期的初段，隨著利率上升，派息股亦略為波動。

在加息週期初段，派息股往往表現失色。不過，隨著利率週期逐漸成熟，這類股份普遍可收復初段的失地，尤其是股息增長股。

我們不能保證往績能預示這次利率週期的發展，但有充分理據，支持派息股在加息環境下表現靠穩。增加現金流是抵銷加息影響的不二法門。因此，隨著利率週期逐步推進，涵蓋優質股息增長股的投資組合有助抵禦加息的不利影響。

經濟強勢和下調企業稅推動股息增長

以下因素造就有利股息增長的環境：首先，美國經濟表現強勁，有助提供紮實的基礎。在金融危機過後的十年，美國國內生產總值增長持續乏力，但於 2018 年第二季度加快至超過 4%。經濟改善刺激企業盈利：回顧 2018 年第二季度，標準普爾 500 指數企業盈利增長率錄得 2010 年以來第三高的水平。²

其次，美國近日下調企業稅，使經濟和企業盈利同告受惠。稅項減少促使淨收入增加，為企業提供更多現金以回饋股東。從歷史觀點來看，近期的減稅措施建立於 2003 年奠定的基礎上：於 2003 年，合資格股息稅率由個人的邊際所得稅率下調至 15%，這對股息投資者來說是一個分水嶺，因為該措施大幅減少雙重課稅的負擔。³ 近日企業稅下調，進一步減輕雙重課稅的負面影響，令現時股息回饋股東的效益遠超過去數十年（圖 1）。

圖 1：股息吸引力日增

	2003 年前	2003 年至 2017 年	2018 年
稅前收入	100 美元	100 美元	100 美元
企業稅稅率	35%	35%	21%
企業淨收入	65 美元	65 美元	79 美元
股息稅率	39.6%*	15%†	15%‡
稅後股息價值	39.26 美元	55.25 美元	67.15 美元

資料來源：凱利投資。*假設最高邊際稅率。†適用於合資格股息。‡適用於收入低於 400,000 美元的個人及收入低於 450,000 美元的家庭的合資格股息。為利便表達，圖表假設派息率為 100%。

僅供香港投資者、韓國現有投資者、韓國及澳門分銷商使用。請參閱末頁的重要資訊。

稅務影響因公司而異

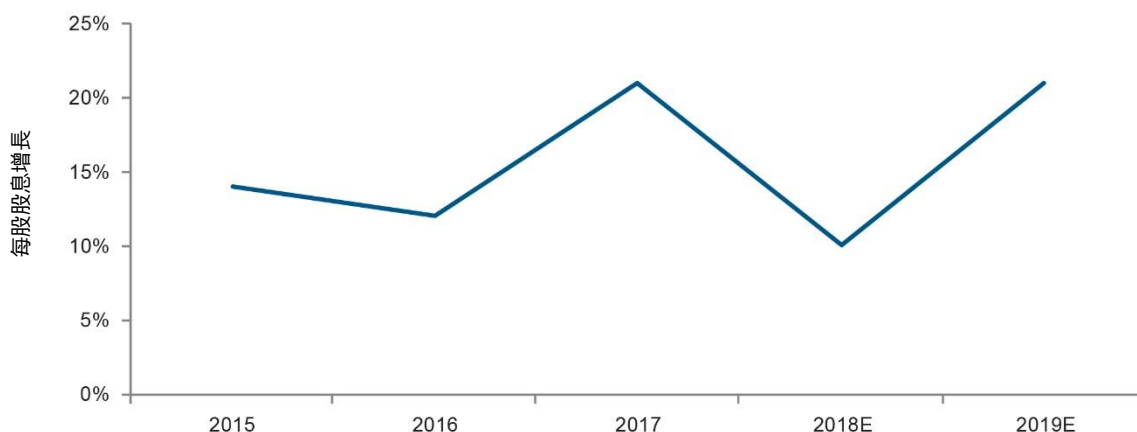
對所有公司和行業而言，減稅的益處各異，其影響視乎若干因素而有所不同，其中最重要的因素，是公司的業務地理覆蓋範圍。

多年來，不少大型環球企業利用複雜的稅務結構，使稅率遠低於美國的法定稅率 35%。由於稅率早已介乎 20% 以下的低至中幅度雙位數字，因此近日的減稅措施對這些企業裨益較少。然而，過往在舊制度下，以本土業務為主的公司無法採取上述做法，因此普遍較能受惠工商貸款增長政策。

銀行是最明顯受惠於減稅的行業，因為大部份銀行的業務主要聚焦於美國，包括許多大型銀行。僅是稅率變動已助不少銀行的淨收入提高約 20%。

另外，監管環境較寬鬆亦有利於銀行業。聯儲局最近把大型銀行的資產分界線要求由 500 億美元調高至 2,500 億美元。此外，當局似乎採取更開放的態度，願意重新考慮每年綜合資本分析和審查 (Comprehensive Capital Analysis and Review, CCAR) 壓力測試中、最繁瑣和難以理解的部份，有望放寬過往測試對資本回報的部份限制。

圖 2：銀行股股息繼續錄得雙位數字的升幅



截至 2018 年 9 月 7 日。資料來源：凱利投資、Bloomberg LP、標普 500 銀行業類別 – 環球行業分類標準第二水平指數。E=預測。

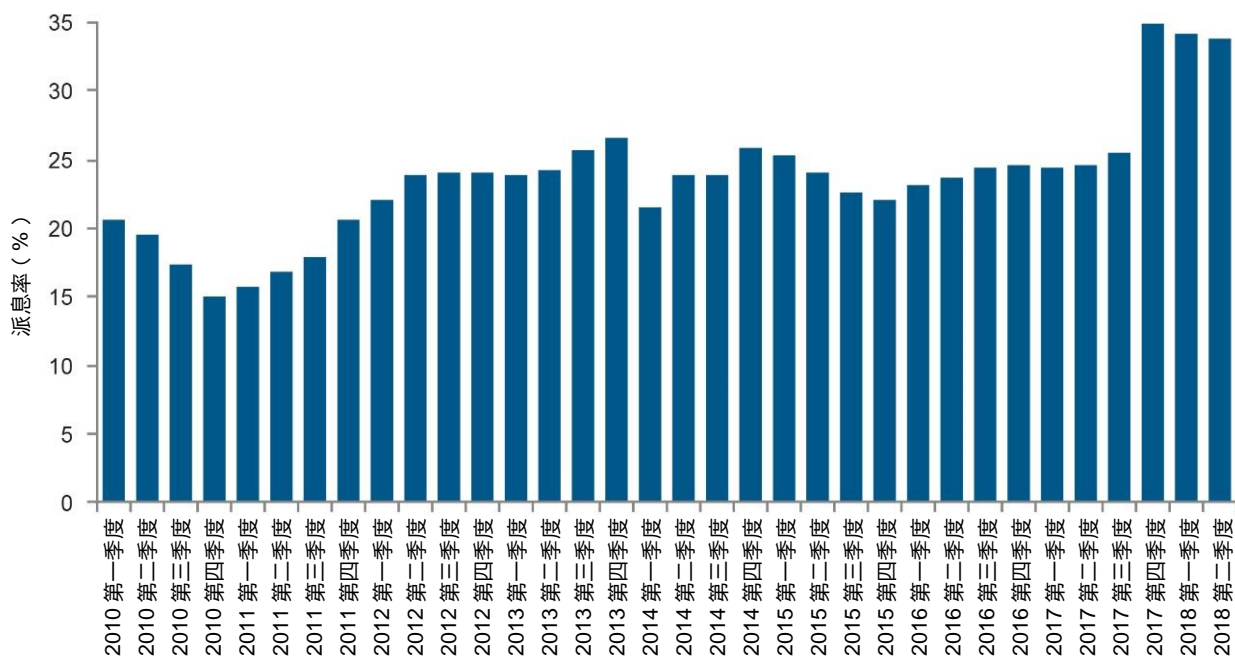
利率上升（提高銀行的淨息差）、減稅和放寬監管要求，可望刺激稅後盈利上升，並鼓勵銀行向股東回饋更多現金。由此可見，銀行股似乎穩佔優勢，推動股息繼續以雙位數字速度增長（圖 2 及圖 3）。

鑑於資本狀況強勁、及信貸環境利好，加上監管要求放寬，而且具備盈利和股息上升潛力，銀行業證券變得更具吸引力。因此，我們在過去一直兩年看好銀行業；我們明白（1）信貸週期最終會逆轉及（2）基於競爭壓力，下調所得稅的效益將會隨時間減退，但我們現時仍然看好銀行業。

結論

企業股息在 2018 年強勢上升，可見派息股全面把握經濟基本因素強勁和減稅的優勢，以提高股東回報。我們預期，股息將會繼續穩步增長。一如既往，我們著重長期複合回報率吸引的股息增長股。面對牛市第九年和估值處於週期高位的環境，我們認為投資於多元化組合，涵蓋有能力持續提高股息的優質企業屬合宜之舉。

圖 3：銀行業派息率趨升



資料來源：截至 2018 年 6 月 30 日。資料來源：凱利投資、Bloomberg LP、標普 500 銀行業類別 - 環球行業分類標準第二水平指數。

布蘭迪環球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

EnTrustPermal

馬丁可利

QS Investors

RARE Infrastructure

銳思投資

西方資產管理

美盛是環球領先的投資公司，透過長線和主動型的投資策略，助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過 7,518 億美元¹，環球投資涵蓋股票、固定收益、另類投資及現金管理策略
- 旗下多家卓越投資管理公司各具專長的投資領域，並採取獨立的分析及研究方法
- 成立超過 100 年，擅長發掘投資機遇，為客戶提供精明的投資方案

* 截至2018年8月31日。

¹ 截至2018年8月31日。資料來源：凱利投資、Bloomberg LP。標準普爾500指數企業範疇的股息增長中位數。

² 資料來源：FactSet Earnings Insight，2018年9月7日。

³ 股東首先在企業層面納稅，在企業納稅後，按獲取的股息支付額外稅款。

重要資訊

資料來源：美盛及凱利投資，截至2018年9月，除非另有說明。本文件乃根據凱利投資（美盛的子公司）的意見擬備。本文件為Michael Clarfeld截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，亦可能與其他投資經理、專業人士及公司整體的觀點或有不同。

本文件只作參考用途，不應被視作財務推廣或其他財務、專業或投資建議。所有數據、意見、預測及其他資料以截至本文日期為依據，並可作隨時修改而不會另行通知。文中所引用的過往表現並不預示未來業績。本文件並不構成要約或招攬投資者認購或出售基金單位。**投資附帶風險**，投資價格及其收入可反覆波動，投資者有機會損失全部投資金額。投資者應仔細閱讀最近期的銷售文件，以獲取進一步資料，包括風險因素。

本文件如在韓國或澳門派發，僅限在韓國的現有投資者及在韓國及澳門的分銷商使用。

本文件提及的所有意見均為投資組合經理截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，投資組合經理與公司整體的觀點或有不同。本文所載的意見並不預示未來，亦不保證未來業績或用作投資建議。本文所提及的任何證券並不構成賣買證券的建議，而有關證券的資料並不足以用作制定投資決策。

美盛及／或其關聯公司、高級職員或員工（總稱「美盛」）不負責任何因使用本文或其內容而引起的損失。本文件乃保密和屬專有信息，除預期使用者外不得使用。本文件在未得到美盛香港的書面同意下不得以任何方式複製、派發或發表。

本文件並未於香港經證券及期貨事務監察委員會，於韓國經財經事務委員會，或於澳門經澳門金融管理局審核。

發行人：美盛資產管理香港有限公司。

韓國：美盛資產管理香港有限公司是基金的分銷商及股東服務提供者。

HK1810008