

散户博反彈 藉輪證刀仔鋸大樹

運作複雜風險大 嚴防本金一鋪清

窩輪及牛熊證一直是本港散戶最愛的交易工具之一，就像期權一樣，給予投資者在特定的日期或以前，以特定的行使價，買入或沽出相關資產（如指數或股份）。窩輪可分為認購輪（市場俗稱為Call輪）及認沽輪（市場俗稱為Put輪），買入Call輪是預期相關資產價格未來會上升，而買入Put輪則預期相關資產價格未來會下跌。

「空軍」系列之牛熊證及窩輪

大公報記者 許臨

至於牛熊證，其實牛熊證也不過是窩輪的一種。不過結構較為簡單，炒窩輪要留意時間值，窩輪隨時間過去而價值下降，反觀牛熊證受時間值影響小，基本上正股上升多少，牛熊證便會按「槓桿比率」是升抑或跌，舉例說明，假設牛熊證的兌換比率是1：1，當相關資產上升1元時，理論上其牛熊證上升接近1元，而熊證則會下跌接近1元。

不過，牛熊證與窩輪最大分別是前者設有「強制收回」機制，當相關資產價格觸及或跌穿牛熊證的收回價，又或相關資產價格觸及或升穿熊證的收回價，牛熊證便會被強制收回。牛熊證可分為N類及R類，當強制收回機制啟動，N類不會有任何剩餘價值，R類則持有剩餘價值，持有人在收回R類後仍有可能收回少量剩餘價值，目前市場上已絕大部分是R類牛熊證。

設強制收回機制

此外，牛熊證也與窩輪一樣，在某些情況下價格會受到供求關係影響而偏離理論價值。所謂牛熊證的理論價值，其實便是「內在值」加上「財務費用」。

計算公式：
牛證理論價 = (相關資產價格 - 行使價) + 財務費用 / 行使比率
內在值是指相關資產價格與牛熊證行使價之間的差距。這個差距

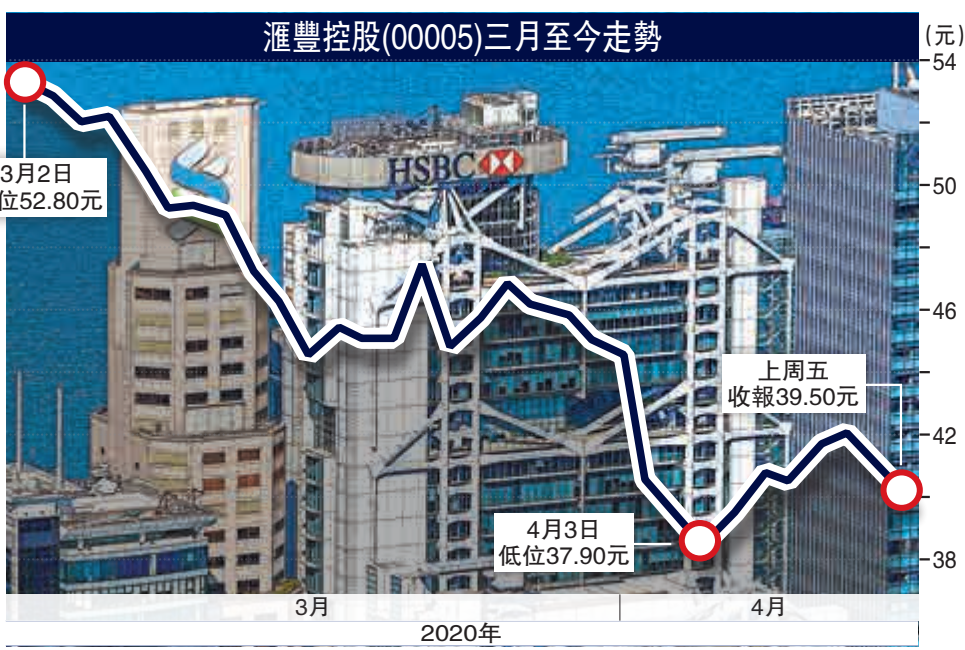
越大，內在值便越大。例如滙豐控股(00005)的牛證行使價為100元，兌換比率為1：1，目前滙控股價為110元的話，牛證的內在值便是10元。「財務費用」則是指發行商向投資者收取的融資成本。

新冠肺炎疫情爆發初期，不少散戶也看淡後市，除了把手中的持股沽出，還可以利用PUT輪在跌市中獲利。例子如認沽恒指高盛零五沽A(14710)，從名稱已可看到，「恒指」代表相關資產為恒生指數、「高盛」為發行商名稱，「零」代表2020年，「五」代表5月，即2020年5月到期的認沽輪，A則發行商用以區分到期日相同但條款(如行使價)不同的窩輪。

恒指高盛零五沽的成交量在今年三月初明顯增加，恒指期間由約26700點，跌至3月19日最低見21139點，跌幅約21%，但恒指高盛零五沽的股價卻由約0.083元急升至3月19日曾最高見0.71元，升幅高達7.6倍。

另外，滙控四月初宣布不派息，相關熊證的交投量隨即增加。如滙控法巴零九熊D(54073)的價格，滙豐宣布派息前約在0.075元水平，其後在短短數個交易日內急升至0.131元，升幅高達約75%。

投資者除了看淡大市或個別股



份可買入認沽輪或熊證外，若認為某股份有可能見底回升，也可憑窩輪或牛熊證「刀仔鋸大樹」的特性圖利。如騰訊(00700)是不少散戶看好的股份，上月當內地疫情逐漸受控後，此股已率先反彈，股價由低位325.2元急升至406元以上。

牛證回報率比正股高

但是疫情影響經濟多深仍未反映在股市之上，投資者擔心騰訊升勢未必持久，若不想現階段買入騰訊正股，其實可先買入騰訊的牛證，若然市況回升，買入牛證所賺取的利潤再用以買入正股，這樣便不會錯過股價低位回升所帶來的回報，相反，即使股價再度調整，買入牛證所需的資金較少，損失也有限。

假設在每股406元價位買入騰訊1手，需要動用資金約40600元，而買入相關的牛證——騰訊法興零十牛X(RC)(67681)，每手入場費只是3000多元，槓桿比率為12倍，行使比率為100，假設騰訊股價稍後再上升，由於牛證具槓桿效應，回報率會比持有正股更高。



正如其他衍生產品一樣，牛熊證可令你迅速獲利，也可短時間「一鋪清袋」，但只限於所投放的本金。投資者若要買入有關產品，便要留意風險。

看懂輪證專有名詞



窩輪及牛熊證都有不少的專有名詞，包括有歷史波幅和引申波幅，對新手而言，這兩個參數是較難理解的，以下便是有關解釋：

1 歷史波幅

歷史波幅的意思是過去一段時間內資產波動性的定量數值。如果某正股現價100元，年度歷史波幅為10%，表示95%的時間內正股介於80至120元(100 ± 2x10%)。

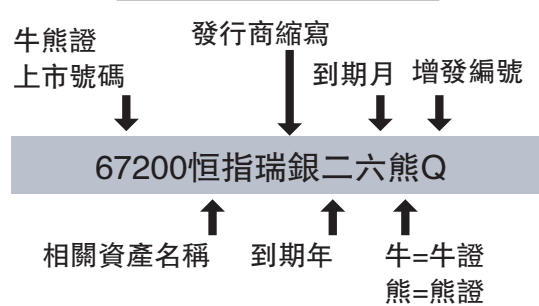
2 引申波幅

引申波幅與歷史波幅的分別是新手最易混淆的。引申波幅指對未來一段時間內資產波動性的「預期」，只是一個預測，由窩輪本身的價格推算出來。這個預期的數值越大，對窩輪的價格影響越大。引申波幅上升時，窩輪價格也會急劇升高，相反若引申波幅下降時，窩輪價格下跌也會較快。最常見引申波幅影響窩輪價格的例子是，假設正股價格整固一段較長時間後，突然變為快速上漲，窩輪引申波幅便會由低水平突然急升至高水平，此不僅由於正股價格上漲帶動，而且由於引申波幅上升也會對其有利，雙重「利好」因素令窩輪的價格升得更多更快。

認股證和牛熊證的區別

	認股證 (窩輪)	牛熊證
強制收回機制	沒有	有
引申波幅對價格影響	引申波幅↑認股證↑ 引申波幅↓認股證↓	幾乎不受影響
時間值	距到期時間愈長：認股證↑ 距到期時間愈短：認股證↓	幾乎不受影響
到期結算	個股認股證：到期日前5個交易日掛鈎股份平均收市價 指數認股證：即期期貨到期的5分鐘平均價(EAS)	個股牛熊證：到期日前1個交易日掛鈎股份收市價 指數牛熊證：即期期貨到期的5分鐘平均價(EAS)
最大損失	所投放本金	所投放本金
最大回報	無上限	無上限

牛熊證名稱來源



備註：現時的牛熊證會使用新的中文簡稱格式，由八個字位組成，如「恒指瑞銀年牛熊Q」，名稱上出現「牛」或「熊」的字樣。

牛證炒即市 持過夜且看緩衝區

發行商便要買賣期指做對沖。簡單來說，假設一隻牛證的回收價24000點，而行使價是23500點，然後恒指一下子裂口低開，見23800點。這種情況發行商較易處理，只須在23800點平掉用來對沖的期指倉位就可以。

由於香港的牛熊證多數屬R證，即是牛熊證被打靶後，仍會有剩餘價值，如果用上述例子來講，以23800點的發行商平倉價(或者當日指數最低價)，減去牛證行使價23500點，再除以換股比率，就等於投資者從每份牛證可以取回的數額。若果以簡單點來講，即投資者可以拿回大約300點(或更低)的價值。

可是，如果恒指裂口大低開，一下子跌落23100點，那發行商也會遭殃，因為將這隻牛證殺盡，投資者沒有剩餘價值可取，但留意，計數時都只是計23500點。由23100點至23500點之間的400點額外跌幅，就要由發行商自己

承受。即使發行商手上有期指做對沖，假設期指剛好和恒指平水，那麼發行商就會輸400點的期指，故此在這樣大幅裂口低開的情況，發行商也有可能無法及時「逃生」。

為免遇上這種情況，近期新出的牛熊證，回收價與行使價的差距便會越來越大，原因乃發行商眼見市況越來越波動，要留有更大的緩衝區，避免出現上述的情況。

對散戶而言，這又有什麼啟示？市況波動對發行商不利，對散戶更不利，既然發行商是專家，當留意到新發行的牛熊證的回收價與行使價差距擴大，那便代表他們也預計未來出現大幅裂口高開或低開的機會很大，作為一般投資者在此時絕不宜持倉過夜，於波動市況中只作即市炒賣，從而降低風險。

根據過往經驗，新推牛熊證的回收價與行使價差距大約為700、800點，相差略高於2%。但當市況特別波動之時，兩者的差距則會高達3%至4%，此時便要格外小心。

新聞分析 許臨

市況越見波動，每天經常出現裂口大幅高開或低開之時，炒賣牛熊證的投資者，相信也會留意到新出的牛熊證，回收價與行使價的差距越來越大。當股市大起大落，開市出現裂口是很平常之事，持有牛熊證過夜而看錯邊的投資者，當然會叫苦連天，如果裂口太大，連發行商本身都會損手。事實上，牛熊證同普通窩輪一樣，發行商都要做對沖。如果牛熊證同恒生指數掛鈎

輪證合璧 對沖股票損失

今年以來全球股市受新冠肺炎疫情影響，走勢跌多升少，不過，在此情況下，熊證及認沽輪正好大派用場。大市調整之際，投資者單純持有正股難免錄得不同程度的虧損，不過，只要你懂得挑選條款合適的認沽輪或熊證進行對沖，很多時在跌市之中仍然能為投資組合取得正回報。

假設大家在今年2月份，以每股400元買入10000股騰訊，其後騰訊股價一直隨大市急跌，若認為騰訊股價中長線仍有力再上，並不想沽出持股，同時卻又擔心港股仍會再跌拖累騰訊股價，理論上有三種選擇：

- (1) 沽期指：若大家選擇沽期指，要計算應沽出的期指份數，公式便是：
正股投資金額(400萬元) / 50元(1點期指價值) / 期指價格
假設當日期指收報20000點計，投資者須沽出約4張期指作初步對沖。但是必須留意期指乃有可能贏無限，也有可能輸無限的產品，若看錯邊，投資者將被迫追收，故此以直接買入騰訊的認沽輪及熊證比較適合。
- (2) 買入騰訊認沽輪：買入窩輪數量 = 持有正股股數 ×

窩輪兌換比率 / 每份窩輪的對沖值
假設某騰訊認沽輪的兌換比率為10兌1，每份窩輪的對沖值為0.4565。(10000 × 10 / 0.4565 = 110萬)，需要買入約22萬份窩輪作對沖。

(3) 買入騰訊熊證：由於牛熊證的對沖值大多接近1，故此計算時便較為簡單。
買入騰訊熊證數量 = 持有正股股數 × 熊證兌換比率 / 1
假設某騰訊熊證的兌換比率為10兌1，需要買入的熊證數量便為10萬份。

其實沽期指、買騰訊沽輪及買騰訊熊證作對沖這三個方法各有優點，最好便是組合運用，先買入騰訊認沽輪作對沖。因為由升市轉為跌市初期，波幅會收窄，對騰訊沽輪的影響會較恒指熊證為大，但當跌勢變得明顯後窩輪的引申波幅往往會有上升的傾向，故此轉買騰訊認沽輪會較「着數」。而且跌勢越來越明顯後，當市況突然出現反彈的話，幅度也會較大，騰訊熊證由於設有收回價，即使選擇一些收回價離現價較遠的熊證，也不能保證期間不會被強制回收。

