

美股興起零日期權 埋下計時炸彈

摩通：放大指數波幅 跌5%可迅速擴至25%



金融市場上已推出了無數種類的衍生工具，過去有不少數據證實，全球金融市場動盪很大程度都是衍生工具所引致。近來甚受投資者歡迎的零日期權（ODTE），由於每日的交易量大增，有專家警告，或會導致美國股市盤中波動加劇。

大公報記者 許 臨

2008年席捲全球的金融海嘯便是因為複雜的信貸衍生產品，如合成型擔保債務憑證（CDO）等出現債務違約而造成。過去曾令不少投資者巨虧的Accumulator（股票累計期權合約）也屬於衍生工具，如前稱中信泰富的中國中信（00267），在2008年因該衍生工具而虧損126.6億元；至於近期陷入財困的碧桂園（02007）亦輸約12.4億元人民幣，兩企的虧損都是因為涉及各種形式的累計期權合約。

零日期權風險極高及每天的成交量越來越大，摩通估計，若市場下跌5%，在最悲觀的情況下，零日期權可能會擴大主要美股指數的跌幅，例如將標普500指數由5%的跌幅，可以進一步擴大至暴跌25%，繼而出現像1987年「黑色星期一」的情況，拖累全球股市暴瀉。

每日名義交易量達萬億美元

據了解，目前美股市場成交量最大的期權類別就是參考標普500指數的SPX期權，而SPX的相關期權中，每日成交量平均竟有四成以上屬於「零日期權」，粗略估計每日的名義上成交量達到1萬億美元（約7.8萬億港元）。

這種情況就連香港不少散戶也感受得到。有網民表示：「今年以來美股的升幅明顯比港股大，標普500指數更創逾9個月高，而期權的好處就是以小博大，零日期權只要數百元也可入場，但只要博中利潤隨時有十倍或以上。」

玩法如賭大細 入場費僅數百元

永裕證券董事總經理謝明光指，期權是一種未來可以用特定價格買賣金融商品的交易憑證，屬於金融衍生工具之一，簡單來說就是買入一個以特定價格交易的權利，合約會列明相關資產、到期日、履約價和交易數量，而買方擁有選擇是否履約的權利，賣方則有履約的義務。交易過程中，買方支付「權利金」給賣方，以獲得在到期日或之前以特定價格買入或沽出指定資產權利。這些指定資產可以是股票、指數、債券、外匯或黃金等。

美股市場上，早已有「月期權」及「周期權」可買賣，月期權是指到期日會長達約一個月，假設在8月1日買入標普500指數看升的月期權，行使價為4600點，到期日為9月1日，若在9月1日到期日標普500指數上升至4600點以上，假設是4700點，買方就有權利以4600點履行合約，每0.25點相等於12.5美元，100點便等同於獲利約3.9萬港元。

不過，零日期權則不同，因到期日僅一天，今天買入後，到收市便到期，若標普500指數在行使價之外，該「零日期權」價值立即歸零，風險甚大。但若市場出現大逆轉，例如由大跌轉升，又或是由大升轉跌，買中正確方向的零日期權，獲利可以倍數計算。

何謂零日期權？

零日期權（ODTE）指行使日只剩一天的期權，買入零日期權的投資者須冒「全有或無」的極高風險操作。一開始是在社交平台Reddit的知名炒股論壇「Wall Street Bets」受到散戶歡迎，如今這項策略卻被機構交易者廣泛採納，以此作為躲避嚴重風險的方式之一。

理財教室

許臨
要評估期權的風險，市場習慣會用四個「希臘值」來衡量，分別是Delta、Gamma、Vega及Theta。

Delta的意思是，看升的期權，標的資產價格上漲1%，期權的價值上漲多少百分比。又或看跌的期權下跌1%，期權的價值上升多少百分比。而看升的期權，Delta一定是正值，看跌的期權，Delta則一定要是負值。假設是看跌的期權，其



散戶靠零日期權 打敗對沖基金

戮力同心

波動性末日雖令市場感到憂慮，但零日期權也帶出另一個有趣的現象，對散戶來說更屬重大喜訊，因為不少散戶已學懂如何利用零日期權對抗大戶。

華爾街著名的對沖基金梅爾文資本（Melvin Capital）一直擅長沽空一些MEME股（迷因股），基金創辦人Gabe Plotkin曾經是



▲眾多Reddit散戶，合力買入遊戲驛站股份，令其股價飆升。

華爾街的明星級交易員，2014年自立門戶，2018年成為最佳收益對沖基金經理，2021年初之前的平均年回報率高達30%。

不過在2021年他就嘗試沽空遊戲驛站（US：GME），但因散户群起狙擊而幾乎破產。那麼散户的資金當時又如何能夠與這些大型機構相比？

首先，沽空機構在事件中惹怒了眾多活躍於美國炒股討論區Reddit的散户，眾多散户合力買入遊戲驛站的股份，令其股價持續上升，而借貨沽空的梅爾文資本以為自己的資金能對抗眾多的散户。不過，他看來不明白零日期權的威力，大量散户透過交易零日期權獲利，而且獲利的金額每日可以是數倍甚至更多，然後再將獲利的資金加碼買入股

份，就在這個雪球效應下，基金資產總值約達125億美元的梅爾文資本最終也敗下陣來。

當時梅爾文資本曾獲Point72創辦人Steven Cohen和前老闆兼Citadel創辦人Ken Griffin等注資27.5億美元「撐場」，不過最終也無法扭轉劣勢。

有網民就希望香港日後也能推出零日期權，其實香港的股票期權也越來越多散户參與交易，一些大藍籌及國企如滙控（00005）、中石油（00857）等也有股票期權提供，但細價股由於風險較大，相關的期權則一直未見推出。此外，香港的股票期權屬月期權，到期日會長達1個月，風險會較零日期權為低。但恒指則已於2019年9月16日推出周期權，成交量也在逐漸增加。

學懂四個「希臘值」衡量期權風險

Delta為-0.9244，若相關資產為標普500指數，這代表了標普500指數下跌1%，看跌期權的價格就會上升0.9244%。

而Gamma則是衡量Delta的變化，也是分析期權風險時最重要的數據之一，若相關資產為標普500指數，Gamma代表了標普500指數上升/下跌1%，期權的Delta上升/下跌多少百分比。假設Gamma為0.00034，意思就是標普500指數上升1%，Delta值會上升0.00034%。Gamma值有一

個特點，若其他條件不變，越臨近到期日，Gamma的變化速度越快。

理論上，Gamma值越高，對持有期權的投資者越有利。但2021年出現的遊戲驛站（US：GME）挾倉事件，當時就出現了一種名為Gamma Squeeze的現象，意思是投資者的瘋狂購買活動迫使股票價格大幅上漲，看升期權的成交量不斷增加，價格也創出新高，同時帶動更高行使價的看升期權也創出新高價，但這種情況其實有很大風

險，因為若不及時平倉，當股價由高位回落就會損失慘重。

而Vega則代表了標的資產的年化隱含波動率上漲1%，期權的價格的損益會有多大變動。至於Theta則代表了時間每過1天，期權的價值下降多少，期權的價值就是由內在值與時間值組成，假設標的資產價值高於看升期權的行使價，期權才會有內在值，否則就只有時間值。

零日期權的風險極高便是因為時間值十分之少，而且流逝得十分之

雪球效應

有關零日期權的風險，摩通便曾發表研究報告指，今年以來零日期權的成交量爆炸式增長，可能會在股市劇烈波動時引發雪球效應，最終導致「波動性末日」，意思是股市會出現劇烈波動，繼而引發雪球效應，最終的結果便是股災的來臨。

例如今年2月中，美國公布1月份的通脹（CPI）數據，由於1月份CPI按年增6.4%，按月增幅也達到0.5%，高於市場預期，這令美聯儲加息的機會大增。本來今年開始標普500指數便由約3800點升至4100點以上，但至此指數便在個半月內「打回原形」，跌幅之急很大程度是因為受到零日期權的影響，令市場波動性增加。據統計，單單在公布CPI當日，零日期權的比例便佔期權全日交易數量達五成。

2018年2月曾經出現金融市場上十分聞名的「波動性末日」事件，市場上不少大型金融機構都會發行ETF，甚至是些槓桿ETF，而管理這些ETF的基金經理就會每天在市場上進行對沖。假設價格下跌，基金經理便會沽出相關的資產，可能是股票、外匯或指數等等，相反，若價格上升，基金經理也會買入相關的資產，整個過程中就是為了平衡風險。

但衍生工具，特別是零日期權會令價格的跌幅擴大，而為了對沖風險的基金經理便只能在價格下跌時沽貨，這反而會令價格再進一步下跌，整個過程就會是先由衍生產品的市場波動引起，最終令基礎資產（如股票、指數等）也被拖累。而當時一隻名為VelocityShare Daily Inverse VIX Short Term ETN (XIV) 的追蹤波動率基金便出現類似的情況，其後更令標普500指數在兩周內大跌10%。

了解產品特性 提早避過危機

永裕證券董事總經理謝明光指，香港散戶最為熟悉的衍生工具就是牛熊證，但其實牛熊證也屬期權的一種，而期權的種類在美股市場上會有更多選擇，即使散戶並不參與交易這類產品，也要對它們有所認識，因為一個市場變得越來越瘋狂的時候，衍生產品的交易量也會特別多，風險便會提高，很多人能在股災到來前便先行清倉離場，便是因為很熟悉衍生產品市場的特性以及能在衍生產品市場的變化中察覺到重大風險。



▲摩通指，零日期權成交量大增，或會在股市劇烈波動時引發雪球效應。

快。但零日期權的Gamma值卻異常的高，所以只要標的資產價格稍微波動一點，Delta值就會立即急升，帶動期權的價格向上。而遠期的期權則剛好相反，即使股價波動不大也不會損失太多時間值，但Gamma值卻相對低得多，所以若想以小搏大，散戶便傾向買入零日期權，但每天美股的交易時間只6.5個小時，這6.5個小時的時間值就會歸零，假設是看升期權，若標的資產價格未能上升至行使價之上，則會損失全部的期權金。