



作者：

Rohan Reddy
研究分析師

日期：2021年8月26日

主題：收入



GLOBAL X ETF 研究

利用固定波幅ETF管理風險案例

關鍵要點

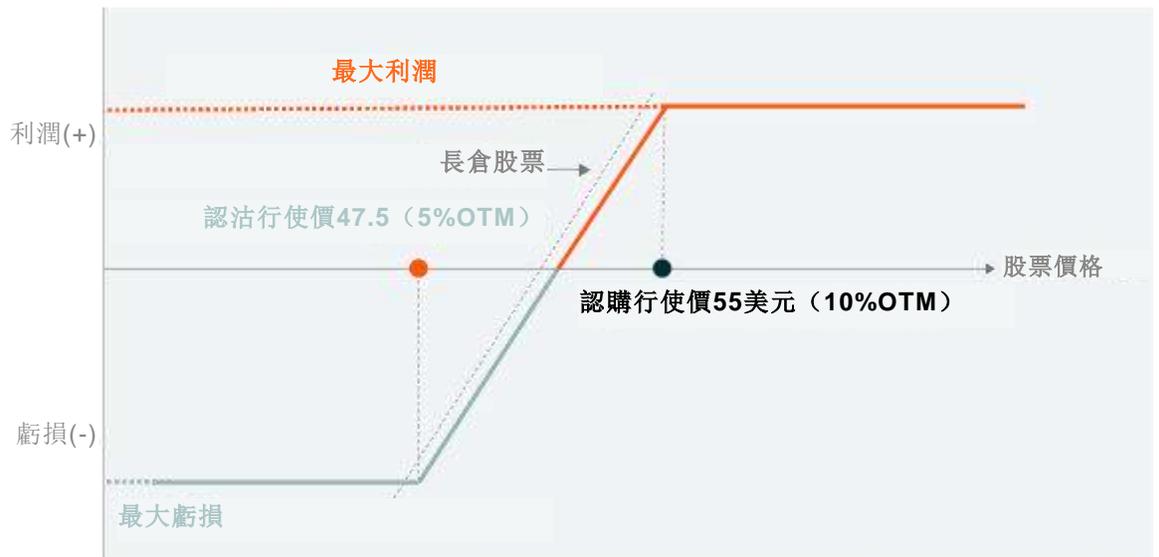
- 固定波幅策略通常結合持有股票證券與買入相同證券的價外(OTM)認沽期權和賣出(OTM)認購期權。
- 固定波幅以期權的到期日將業績限制在特定範圍之內。跌幅僅限於認沽期權的行使價，而收益亦僅限於認購期權的行使價。根據固定波幅的設計，期權合約可以是淨借記（意味著它們會牽涉成本）、淨貸記（意味著它們可產生正收入）或是零成本的。
- 尋求為其持有股票減低極端波動的投資者可能會覺得固定波幅策略是對他們投資組合有用的工具。

甚麼是固定波幅策略？

固定波幅策略通常持有一項相關資產，例如股票，並疊加買入價外(OTM)認沽期權和賣出同一資產的OTM認購期權，旨在於期權合約期內將回報限制在固定範圍內。例如，一隻95-110固定波幅ETF可以投資於一個指數中的證券，同時在三個月的期權期內將漲幅限制在10%以內，並將跌幅限制在5%以內。根據潛在的漲幅、跌幅、策略採取的成本、相關資產、時段及其他變量，固定波幅策略可以有種變化。



固定波幅95-110（三個月5%價外認沽期權和三個月10%價外認購期權）



固定波幅策略有效結合保護性認沽期權的收益結構和備兌認購期權。

保護性認沽策略尋求為潛在虧損設定下限，與減低下行風險息息相關。保護性認沽期權買入證券，並將其結合買入同一證券的認沽期權。認沽期權給予買家在指定時段內以預定行使價賣出證券的權利，但沒有義務。為了換取以支付溢價買入認沽期權，如果相關證券價格下跌，投資者擁有合約的價值可能會上漲。

買入認沽期權的成本因多種因素而有異，但主要的因素是行使價。一般來說，行使價越高，期權就越昂貴，但該期權為投資者提供的保護也越大。例如，以XYZ的當前股價買入股票XYZ和平價(ATM)認沽期權，以有效地對沖下行波動。不過，這通常也是一隻非常昂貴的期權，如果XYZ股價上升，它在到期時可能會一文不值。買入比XYZ行使價低5%的OTM認沽期權可能成本較低，但只能對超過5%的虧損發揮保護作用。

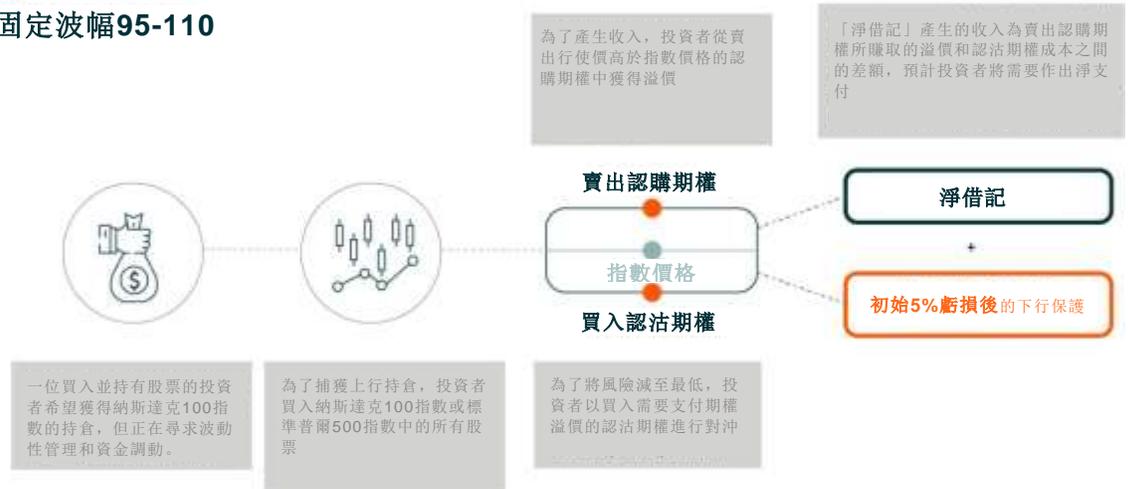
備兌認購期權策略(牽涉買入股票並賣出這些資產的相應認購期權。認購期權賦予買方在指定時段內以預定行使價買入證券的權利，但沒有義務。認購期權行使價可以根據投資者的喜好進行定制。如果投資者願意放棄證券的所有上行潛力，可以設定ATM，如果投資者希望保留較多上行潛力，則可以設定OTM。與OTM認購期權相比，ATM認購期權將產生更高的溢價，需要作出取捨。

固定波幅策略結合保護性認沽期權和備兌認購期權的好處，在期權合約期內將回報限制在下限和上限之間。這些下限和上限的確切設定水平會影響採取固定波幅戰略是否需要成本，是零成本還是可產生收入。如果固定波幅旨在產生收入，其下行風險通常大於上行風險。但是固定波幅也可以是淨借記的，即採此策略取需要成本，特別是如果它們尋求保持較大上行潛力和較小下行潛力。

為甚麼投資者應考慮固定波幅策略

投資回報當然會波動，且是不可預測的。在某一年內，投資者可能經歷一次令人欣快的反彈、一次慘不忍睹的拋售，或者只看到他們的投資徘徊於兩者之間。並非所有投資者都想經歷這樣的大幅波動，尤其是在下行方面。相反，他們會選擇提前為可能的結果設定預期的範圍。固定波幅策略有助實現這點。也許最重要的是，他們可以以買入保護性認沽期權減輕下行風險。但是，通過賣出備兌認購期權，該策略還可以以限制上行潛力來幫助限制認沽期權的成本。

固定波幅95-110



Global X 95-110固定波幅策略解釋

Global X 的95-110固定波幅ETF、QRMI和XRMI都是被動型ETF，以系統策略為投資者設定回報上限和下限範圍。它們的的流程類似，但追蹤不同的相關指數：分別是納斯達克100指數和標準普爾500指數。¹例如QRMI便以買入納斯達克100指數中的所有股票開始。然後，Global X 的專業投資組合經理買入5%OTM納斯達克100指數認沽期權（於三個月後到期）。接著，他們賣出10%OTM納斯達克100指數三個月認購期權。在期權合約到期日，投資組合經理結算之前的期權，並簽訂新的三個月合約。

目標是在每三個月的期權期內，將損失限制在大約5%以內，並將收益上限設為10%（於未計費用及支出前）。

固定波幅95-110流程解釋

作為ETF如何採取淨借記固定波幅策略的一個例子，Global X 納斯達克100指數固定波幅95-110ETF(QCLR)保持對納斯達克100股票的持倉，同時每三個月買入指數的認沽期權和賣出指數的認購期權。



如前所述，採取淨借記固定波幅策略會產生相關成本。QCLR和XCLR尋求在限制跌幅和保持上行潛力之間取得平衡，同時不會使戰略採取的成本過高。

以下是基於布萊克-休斯期權定價模型的計算，該模型估計對納斯達克100指數和標準普爾500指數股票買入三個月5%OTM認沽期權及賣出10%OTM認購期權固定波幅策略的歷史淨成本。正如所見，在全球金融危機和新冠肺炎大流行等期間，由於波動性較高，減低風險的成本變得更加昂貴，而波動性較低時期的成本亦較低。



計算買入5%OTM認沽期權、賣出10%OTM認購期權的三個月成本

資料來源：彭博。數據從8/18/06到8/20/21。以下為利用布萊克-休斯模型估計的期權溢價。² 實際溢價可能有所不同。



將QCLR和XCLR固定波幅策略納入投資組合

很多投資者可能會考慮將QCLR或XCLR納入他們的投資組合。首先，擔心短期下行風險的投資者可以在戰術上增加採取固定波幅策略，以幫助減低正在迫近的拋售風險。其次，從戰術上不打算參與市場交易，但只是長遠來說不想經歷重大拋售的投資者可以將這些策略納入投資組合，以幫助管理風險。第三，擁有大量固定收益持倉、並希望在不增加實質風險的情況下實現投資組合多元化的投資者可能會覺得這些策略具有吸引力。最後，已經在其投資組合中採取期權策略、但選擇將管理外判給其他投資組合經理的投資者可能會欣賞ETF結構的效率。

尾註:

1. 布萊克-休斯模型是利用當前股價、預期股息、期權行使價、預期利率、到期時間和預期波動率計算期權合約公平價格的旗艦模型。該模型假設期權不支付股息、只能在到期時行使、相關的無風險利率和波動率已知且保持不變、買入期權不涉及交易成本、市場有效運作以及收益被對數正態分佈。

投資涉及風險，包括可能損失本金。集中於特定行業或領域將使基金因可能影響該行業或領域的不利事件而蒙受損失。基金的投資者應願意接受基金股價的高波幅，以及可能出現的重大損失。

