

通過期權策略獲收益 產品承擔指數部分跌幅 環球市況大起大落 保本ETF受追捧

悠閒理財

美股市場今年走勢異常波動，Buffer ETF（保本型ETF）這類緩衝指數／股價跌幅的產品，備受投資者關注。特朗普政府4月份公布對等關稅，引發市場震盪，當月Buffer ETF獲得12億美元資金流入。Buffer ETF通過期權策略，在緩衝指數／股價下跌風險的同時，也設定價格升幅上限，所以在牛市時跑輸大市，是產品設計的不足之處。另一方面，坊間經常批評Buffer ETF的風險回報欠佳，跑輸傳統「股票+現金」策略。話雖如此，Buffer ETF過去五年吸引600億美元（4680億港元）流入，顯示獲得市場歡迎。

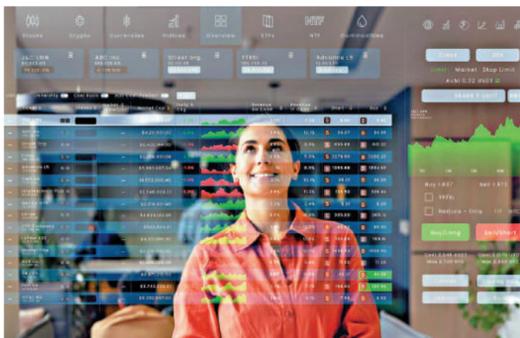
大公報記者 劉鑽豪

美股長期淡友Rosenberg Research總裁David Rosenberg最新發出警告：美股估值過高，投資者應該避開這個市場。在去美元資產的浪潮下，華爾街不少專家建議減持美股倉位，增持其他市場股票。除估值偏高，專家唱淡之外，美股今年大上大落行情，年內標普500指數曾經跌近18%，7月初又創過歷史新高，許多投資者飽受折騰。投資者若想繼續持有美股，但卻想降低持倉風險，Buffer ETF是一個選項。

鎖定漲幅上限 牛市期跑輸大市

期權產品是較多主動型ETF採用的策略，或通過賣出期權獲得收益，再分派予ETF產品單位持有人，又或者利用期權緩衝指數／股價若干下跌風險，而Buffer ETF（或稱Defined Outcome ETF）則屬於後者。Buffer ETF優點是能夠做到「進可攻、退可守」，適合保守型投資者。投資者要享受Buffer ETF的優點，必須謹記三大要訣。

其一，Buffer ETF提供指數／股價下跌的緩衝，而各類產品的緩衝幅度各有不同，較多為10%、15%、20%跌幅，甚至100%。具體而言，假設指數／股價跌幅（例如100%）多於緩衝跌幅（例如15%），投資者才需要承擔額外跌幅（100%-15%=85%）。【附圖一】以Innovator US Equity Power Buffer ETF—January (PJAN)作說明。



▲Buffer ETF優點是能夠做到「進可攻、退可守」，適合保守型投資者。

註：AQR的文章可參考Buffer Madness (<https://www.aqr.com/Insights/Perspectives/Buffer-Madness>)、A Closer Look at Options Based Strategies (<https://www.aqr.com/Insights/Perspectives/Rebuffed-A-Closer-Look-at-Options-Based-Strategies>)

其二，Buffer ETF設定單位價格漲幅上限。一般而言，緩衝跌幅愈大，設定價格漲幅就愈小。舉例說，Innovator US Equity Buffer ETF—July (BJUL)，緩衝標普500指數9%跌幅，漲幅上限16%。PJAN緩衝標普500指數15%跌幅，而漲幅上限12.03%。

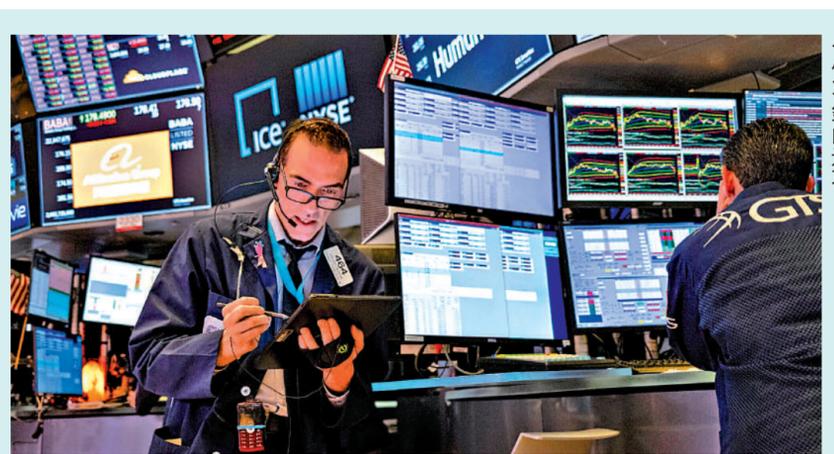
值得注意的是，有關緩衝跌幅及漲幅上限，是在產品發行時設定；舉例說，FT Vest U.S. Equity Buffer ETF—January (FJAN)，產品在今年1月21日發行，發行當天緩衝跌幅10%，漲幅上限14.16%。由於該產品發行已有半年時間，所以必須留意剩餘緩衝 (Remaining Buffer)、剩餘漲幅上限 (Remaining Cap)。截至7月3日，FJAN的剩餘緩衝為9.74%、剩餘漲幅上限9.35%，與產品當初發行時已有分別。

須持貨至產品到期日

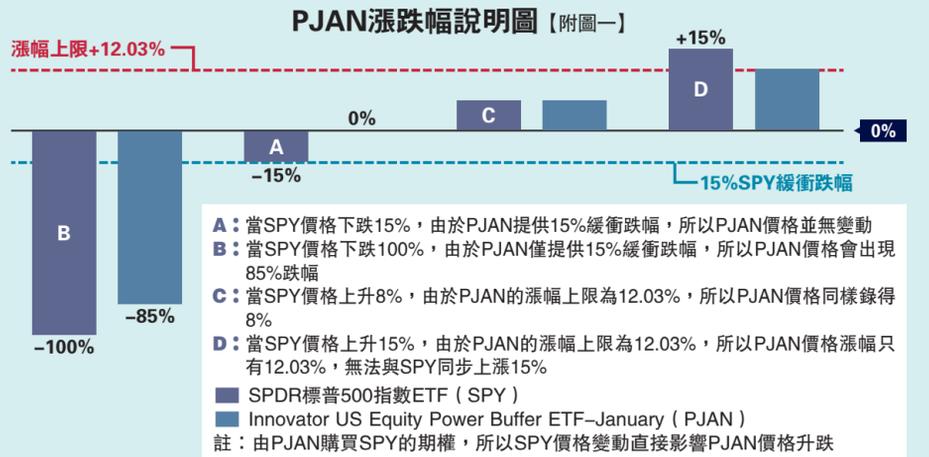
其三，若想獲得Buffer ETF提供緩衝跌幅及漲幅上限，必須持貨至產品到期日，期限設定短則三個月，長則兩年。舉例說，BJUL最新期限設定 (Outcome Period) 介乎2025年7月1日至2026年6月30日，換言之，投資者持貨至2026年6月30日，才能夠享受「9%跌幅」保障。

當然，Buffer ETF從來不缺反對聲音。投資管理公司AQR在今年連發兩篇文章，質疑Buffer ETF的風險回報效益。AQR指出，在股市下跌時，86%期權策略基金產品（包含Buffer ETF）表現優於大市。然而，相比「被動型股票基金+現金」的組合，同樣遇到大市回調，81%期權策略基金產品表現相對落後。AQR認為，期權策略並不是實現更好風險／回報結果的有效工具，只是一種安慰劑。

不管是支持或抗拒，Buffer ETF確實是受市場歡迎的產品，晨星在5月份發表文章指出，Defined-Outcome ETF今年四月份吸金12億美元，自2021年2月以來，未曾出現單月資金流出，至今管理資產達到1200億美元。



▲華爾街不少專家建議減持美股倉位，若投資者仍想繼續持有美股，保本型ETF是一個不錯的選項。



Buffer ETF操作原理

第一步	買入相關資產的深度價內認購期權 (deep in the money call option)。以Innovator US Equity Power Buffer ETF—January (PJAN) 為例，該產品推出市場時，SPDR S&P 500 ETF (SPY) 報價為586.08美元，而PJAN則買入行使價5.86美元的SPY期權。SPY為跟蹤標普500指數的ETF產品。
第二步	買入相關資產行使價較高的認沽期權，同時賣出行使價較低的認沽期權，以緩衝buffer ETF下跌風險。以PJAN為例，買入行使價586.08美元的SPY認沽期權，賣出行使價498.17美元的SPY認沽期權。
第三步	賣出相關資產的深度價外認購期權 (out of the money call option)，從而獲得收益，但卻限制buffer ETF上升空間。以PJAN為例，賣出行使價656.64美元的認購期權。換言之，PJAN最大漲幅為12.03% (656.64美元 / 586.08美元)。

註：由於PJAN的產品期限設定 (Outcome Period) 介乎2025年1月1日至2025年12月31日，所以買賣期權期限至12月31日止。

對沖基金平民化 機構推「垃圾債券」ETF

潛力巨大

按照摩通資產估計，到2030年，全球固定收益ETF市場規模將增至6萬億美元，其中主動型固定收益ETF市場規模約佔1.7萬億美元。市場擴展潛力巨大，主動型固定收益ETF產品已成為兵家必爭之地。老牌對沖基金公司Man Group (英仕曼) 準備推出俗稱「垃圾債券」的主動型高收益債券ETF。無獨有偶，Vanguard、摩通資產亦劍指主動型高收益債券ETF產品。

根據報道指出，Man Group向美國證監會申請兩隻主動型ETF上市，分別是Man Active High Yield ETF、Man Active Income ETF，前者至少有80%配置於投資級別以下的債券，當中30%更會投放於B3/B-或更低評級的極度不良債。後者則廣泛投資於高收益債、投資級別企業債、政府債券、機構債券，以及證券化債務。Man Group表示，希望能夠為普羅投資者提供機構投資者級別資產管理服務。換言之，

Man Group要讓對沖基金服務平民化。Vanguard今季推主動型ETF

作為被動型ETF產品先驅的Vanguard，早已加入主動型ETF市場，最新動作是籌備Vanguard High-Yield Active ETF (VGHY)，最快在今季推出市場，預計費用率為0.22%。VGHY產品特點是橫跨整個高收益信貸市場產品，同時包含禱禱債等。摩通資產剛於六月下旬上市推出

JPMorgan Active High Yield ETF (JPHY)，費用率0.45%。提到摩通資產的收益ETF產品，旗下兩隻產品廣受歡迎：JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI) 及JPMorgan Ultra-Short Income ETF (JPST)。

據悉，JEPI是全球最大主動型ETF，截至7月3日，管理資產規模約411.3億美元。JPST則被指是全球最大債券主動型ETF產品，截至7月3日，管理資產規模約318.9億美元。

除債券ETF，部分發行商利用期權策略，推出不同主動型收益ETF產品，而YieldMax屬行業佼佼者。公司最新推出與巴郡 (BRK.B) 期權ETF產品：YieldMax BRK.B Option Income Strategy ETF (BRKC)。YieldMax通過賣出及買入BRK.B認購權，讓BRKC產生收益分派予投資者；只因賣出認購權，BRKC價格上升空間亦被限定。除巴郡，YieldMax旗下產品還覆蓋特斯拉、英偉達、微軟等個股期權。

新產業趨勢漸成形 引港股重回美好時光

滄海桑田 倪相仁

美國「對等關稅」延遲90天的期限即將到來，截至上週四，未達成關稅協議的仍佔多數，要在剩下的不到三週內解決問題難度極大。不過，市場的反應似乎不當怎麼回事，美股、A股已先後創下今年來新高位，恒指則在高位整固，相信升破4月高位並非難事。事實上，近期全球主要市場的資產價格均有超预期表現，顯示關稅問題對市場的衝擊已逐漸減弱。隨着貿易戰的不確定性削散，內地政策有望轉向積極。上海綜指上週四再次突破3500點，反映投資者情緒改善，加上政策醞釀發力，中資股有可能重展升浪。

港股方面，穩定幣行情愈演愈

烈，過去一周每天都有個股倍升，市場氣氛勝過煙花匯演。倍升的誘因大都同憶懷上市公司獲得虛擬資產交易牌照有關，一旦正式披露，股價便受各路資金追捧，股價可以一個交易日上漲數倍。此番景象，令人聯想起上世紀90年代紅籌、千禧年代科技股你追我趕，爭向泡沫化的美好時光。

人工智能產業興起

下半年的投資思路，可重點關注以下幾個方面：一是美聯儲減息效應，若減息是大概率事件，應早早在市場布局。美減息的意義，不僅僅是為港股帶來流動性，提振地產、醫藥等板塊的估值，同時也為中國推出財政、貨幣刺激政策，帶來更大的彈

性，有助整體市場情緒的大幅改善；二是內地產業政策改革，中央高層近期已將「反內捲」納入政策重點，一些產能比較過剩的行業如鋼鐵、光伏，最近的股價已聞風而動。隨着下半年反內捲政策的具體化，這些行業龍頭公司的投資價值，也會重新吸引投資者的眼光。

還有一個方向需要額外關注，便是已形成的產業趨勢。內地著名的對沖基金經理但斌，最近分享他對挖掘翻倍升股的心得。他認為，要賺到倍升股，一定要用產業的眼光，要用10年、20年、30年的眼光。互聯網的周期大概是30年，到現在正好是30年。智能手機也20年了，而人工智能才剛開始，如果投資者用10年、20年，

甚至30年的眼光去選擇一些公司，作為長期投資，才有可能真正賺到倍升股。確實，回顧過去兩個產業周期，誕生了不少10倍甚至100倍股，如果沒有長期眼光，很難堅持下去。

穩定幣引領金融變革

除了AI行業，穩定幣帶來的金融領域支付層面的變革，同樣也是未來數年趨勢性的機會。根據國泰海通的研究，穩定幣未來規模有望達到3.5萬億美元。這一預測通過加密資產、跨境支付、日常消費支付、傳統資本市場四大場景測算：加密資產領域，隨加密貨幣市場中性10%增速擴容，穩定幣按8.22%佔比，2030年達3633億美元；跨境支付依託區塊鏈優勢，假

設20%市場份額，需求2.9萬億美元；日常消費支付10%份額，1216億美元；傳統資本市場代幣化中性情景下，穩定幣需求1333億美元。四種應用場景中，以跨境支付的潛在市場最為龐大，誰能成為這個市場的Visa，誰可能就是下一隻10倍、20倍股。

最後，要再提幾大互聯網龍頭，不論是AI引用，還是穩定幣代幣化，均少不了他們的參與和舉足輕重的作用。目前港股已接近4月內高位，要破關而上，最具動力的相信非互聯網龍頭莫屬。中金公司認為，測算2015年-2024年港股「新經濟」資產換手率、市盈率中樞分別為傳統資產的1.3倍、4.3倍，結構構構有望推動港股估值中樞上移與交易活躍度提升。