

諾亞研究

2020年9月7日

主題 | 看美國小散如何實力「打臉」

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

美股上周大跌，前所未有的流動性釋放使得市場情緒高度趨於一致。這種情況下，股市不會一直不停往上漲，總會有一個調整的時候出現，那麼在美國大選前兩個月就是看起來再「合適」不過的時機。

美股週四(9月3日)大跌，週五(9月4日)延續跌勢，相信大家已經在各個財經媒體看到各種看漲亦或看跌的說法，今天我們將先簡單回顧一下市場已經給出的關於這次大跌原因的整理，然後我們希望和大家分享在目前美股市場我們觀察到與以往不太一樣的現象，尤其是關於美國散戶如何運用杠杆將美股推向歷史新高、以及在期權期貨市場顯示出的大跌的跡象，希望可以幫助大家進一步理解美股屢創新高及高位調整背後的一些催化劑原因。

首先在技術層面，相對強弱指標顯示納斯達克 100 指數比其 200 天移動平均線高出 30%。市場的一致看漲情緒達到了空前一致，形成逼空，空頭幾乎從市場中消失，這也是美股過去一兩周連續每日刷新收市紀錄的技術原因之一。

在股市屢創新高之際，美國企業的高管們其實在 8 月大手筆逢高減持了自家股票，企業內部人士正在將 3 月底點以來的歷史性反彈變現，這給市場造成了累積的無形壓力。有資料統計顯示，超過一千位元美國企業的首席執行官、首席財務官和公司董事在 8 月份出售了 67 億美元自家公司股票，規模超過 2015 年 11 月以來的任何一個月。那其中，就有大家最近聽說的特斯拉大股東的大幅減持。

市場列舉的一些其他觸發原因也合情合理，比如投資者對於中國新出臺的半導體產業政策可能掀起「科技競賽」的擔憂等等。

從個股上看，過去幾個月的熱門科技股在上周的大跌中幾乎無一倖免，其中蘋果是美股歷史上個股單日最大的市值下跌，不過儘管單日大跌 8% 之後，這距離蘋果在 7 月 30 日公佈業績及拆股消息以來，漲幅還有 25%，而特斯拉在下跌後距離 8 月 11 日拆股消息以來的不到一個月裡還有近 48% 的漲幅，而這兩只股票在週五(9月4日)都逆市上漲。

而科技個股們的單日大跌，實力打臉了投機散戶，尤其是給購入短線看漲期權想獲得杠杆回報的散戶澆了一盆冷水。最近幾周來，期權交易尤其是看漲期權的數量一直在爆炸式增長，納斯達克股票的平均每日期權交易量比 4 月份的時候增長了 38%，而且投資者新買入的看跌期權和看漲期權的比例達到是歷史最低。此外，短線的交易趨勢越發明顯，期限不到兩周的個股期權的交易量現在佔期權市場交易量的 69%，7 月底還曾創下 75% 的最高點。更需要關注的還有，其中很大一部分的單筆交易量都很小，顯示散戶的參與度非常大。

很多資料顯示，線上買賣股票已經不能滿足年輕的美國小散戶們對回報的渴望，從短炒到 day trade，再到賭注到期日很短的期權，交易量也越來越大。這些都是以往在牛市或者危機抄底中不曾出現的現象，但又是散戶加杠桿的最簡單方式。今年以來無佣金的線上股票交易平台，其中 Robinhood 是最大的受益者。儘管公司 2013 年就成立，但真正交易量有明顯提高的還是在疫情使得大多數人強制在家之後，僅僅是一季度，Robinhood 就有 200 萬新增用戶，超過了其他幾家線上交易平台的新增使用者之和。隨著年輕的小散戶交易的格外活躍，海外視頻平台還甚至出現了一些非金融行業的博主直播「帶貨」股票的現象。跟隨他們去交易股票或衍生品的很多年輕人，可能並不會去嘗試理解期權在臨近到期日的波動率可以有多大。

當然還有媒體消息稱軟銀也是近期期權交易活躍的參與者，據悉上個月買入了幾十億美元的龍頭科技股的看漲期權，此前還有 40 億美元的期權倉位，市場估算其掛鈎股票名義價值達到 500 億美元。單一市場參與者這麼龐大的衍生品交易規模，不禁讓市場聯想起 2012 年摩根大通的倫敦鯨事件。

那除了買入科技股期權的投資者自負盈虧，這又是如何影響到股票市場呢？主要是因為，提供期權交易的做市商需要不斷購買標的股票來對沖其賣出股票看漲期權的風險，順水推舟進一步推高了股價。而很多後來入市的散戶，看到股價繼續上漲，但又覺得漲幅可能沒有之前的多，於是加杠桿買入看漲期權押注市場繼續上漲，以此形成循環。雖然我們無法得知這樣驅動的交易佔市場的比例到底有多大，但散戶的擁擠交易確實是在今年疫情以來改變了美股的市場結構和潛在的波動率。

最後，大選前導致的市場預期波動的上升是近期最重要的風險，這也是隨時可能引發股市調整的因素。過去一個月標普 500 的實際波動率顯著下降，8 月中下旬觸及 11 的低點，但隱含波動率 VIX，也就是恐慌指數卻一直在 20 上方，顯示市場更擔憂未來 30 天的風險。這裡給大家一個參考，VIX 在過去 30 年的大多數時間都處在 20 甚至 15 以下的水準，今年 3 月市場大跌的時候曾經達到最高 85，僅次於 08 年最高的 89。VIX 在過去兩周一直攀升，隨著大選臨近，波動率指數可能進一步攀升，尤其是在選情膠著的狀態下。

提供基於 VIX 的期貨交易的芝加哥交易所也是在去年才開始交易更長期限的 VIX 期貨，因為市場參與者希望對沖大選等更遠的波動風險。實際上，從 7 月以來，VIX 期貨和指數之間的價差，可以說是陡峭上升，且創新紀錄新高，在大選前後到期的 VIX 期貨顯示的波動率要遠遠高於目前水準。

儘管上述我們提到的這些現象可以解釋美股的這次的大跌以及短期可能繼續的高位調整，但我們仍然將這些歸結於「催化劑」因素。背後更主導的原因還是我們一直強調的，前所未有的流動性釋放使得市場情緒高度趨於一致。這種情況下，股市不會一直不停往上漲，總會有一個調整的時候出現，那麼在美國大選前兩個月就是看起來再「合適」不過的時機，市場對於不確定性風險和拜登政策的影響預期，使得市場的逐漸緊張情緒很容易被細小的因素牽動而一觸即發。

免責聲明: 本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考, 不代表任何確定性的判斷, 亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請, 亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策, 投資涉及風險, 諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測, 任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測, 本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料, 本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證, 也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更, 本公司已力求報告內容的客觀、公正, 但文中的觀點、結論及建議僅供參考, 不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有, 未經本公司及其關聯公司許可, 任何個人或組織, 均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」, 且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。