

主題 | 這半年美股成也期權，敗也期權，還有散戶和軟銀

夏春 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

期權市場這個中介發揮的放大和扭曲作用集中在信息科技板塊，而在其他板塊沒那麼明顯。過去兩周我們也反復提醒大家要降低美股科技股的配置比重，增加其他價值板塊，特別是債券的配置。

之前，我們告訴讀者非常希望大家進行互動，歡迎大家提問，結果昨天我們就收到了一個非常有意思，也非常不容易回答的問題：

提問者說，最近有一個現象讓他和身邊的朋友感到非常困惑。就是在標普和納斯達克指數大跌過程中，在美國市場做空的許多工具也是同步出現了下跌。或者漲幅並不大，但是回撤很快。今年二月份到三月份，因為疫情封鎖和油價下跌帶來的股市恐慌下跌過程中，做空工具賺取了極為豐厚的利潤。

但是九月份使用做空工具的漲幅卻很小，甚至兩天就出現重大回撤，完全走不出趨勢上漲。多空雙方都出現同步下跌，這個現象讓他們感到非常的困惑。

首先必須澄清的是，這位朋友說的做空工具，並不是直接做空標普和納斯達克指數的 ETF，實際上，如果選擇這種 ETF，是可以在指數下跌時獲利的。

他所指的做空工具指的是做多恐慌指數 VIX 的 ETF。包括 UVXY, 2 倍做多 VIX 指數的 ETF，和 VIXY 以及 VXX，這是兩家不同公司發行的一倍做多 VIX 指數的 ETF。

回答這個問題不容易，需要非常多的背景知識。今天的 Morning Call 可能是最技術性的，但是我可以保證，如果你仔細聽，或者多聽一遍，就可以在不需要知道任何金融理論和數學公式的情況下理解最近市場發生了什麼。

我們首先要知道什麼是 VIX，為什麼它的別稱是恐慌指數？說到這裡我們就必須知道期權市場。投資者因為各種各樣的原因，希望可以交易大盤未來的點位或者個股未來的價格，期權就提供了一種用少量的價格買入合同，獲得未來交易的權力。之所以是權力而不是義務，是因為你未來可以買，也可以不買。未來可以是一個月，一個季度，半年，一年等等，最常見的是一個月。

看漲期權給看多的人在未來以固定點位買入的權力，看跌期權給看空的人在未來以固定點位賣出的權力，所以人們常常把看跌期權看作是一種保險，而它的價格就相當於保費。

VIX 是跟 30 天到期的標普指數看漲期權的價格掛鉤的一個數位，這個數位代表的是標普在未來 30 天的波動率，也就是風險。另外一個指數 VXN，是跟 30 天到期的納斯達克 100 指數看漲期權價格掛鉤的。

期權的價格是交易出來的，是可以觀察到的。但是在理論上，標普看漲期權的價格除了跟一些可觀察的指標相關（比如未來距離現在的天數，固定點位是多少等等），還跟一個看不到的指標相關，也就是標普指數的未來一個月的波動率，也就是未來的風險有關，但是跟標普指數 30 天後的具體點位無關。

我們可以根據一個獲得諾貝爾獎的數學公式，根據期權的價格，和其他可觀察的指標，來計算出這個未來的波動率，而這個波動率就叫 VIX，因為它不可觀察，只能從價格倒推，所以 VIX 正式的名稱是「隱含波動率」。

VIX 指數從 1991 年推出以來，平均值是 19，含義就是平均來說，期權持有人認為未來一個月標普指數的年化波動率是 19%。

為什麼絕大部分情況下，標普指數上漲，VIX 會下跌，標普指數下跌，VIX 會上漲，並且恰恰因為這個原因得到了「恐慌」指數這個名字呢？

原因在於，當標普指數上漲時，說明股市的風險比較小，具體可以用可計算可觀察的實際波動率來衡量。雖然沒有人知道未來波動率，但是過去風險小，大家通常認為未來的風險也小，於是 VIX 也就比較小，通常低於 19，表現在 30 天到期的標普看漲期權價格不高。

但是一旦股市大盤突然由漲轉跌，未來波動率就會跟著實際波動率上漲，也就是 VIX 會上漲，這個過程中大家願意為期權支付更高的價格。

在 2008 年金融危機股市大跌時 VIX 曾經最高收盤時接近 81，盤中曾經接近 89，VIX 的收盤最高紀錄 83 出現在今年 3 月。

過去 VIX 只是一個無法交易的指數，但是華爾街很會搞金融創新，推出了可以一倍做多 VIX 的基金 ETF，還有 2 倍，甚至 3 倍做多的 ETF，提供加槓桿的機會。大家必須知道，由於股市大部分時間上漲，因此長期持有這類做多 VIX 的基金會虧錢。當危機期間，情況就會反過來。

有一些黑天鵝基金通過提前低價買入做多 VIX 的 ETF，或者更直接地買入超低價格的標普期貨或者期權合同，在 2008 年金融危機和今年的疫情和石油危機中獲利巨大，比如有基金今年一季度就獲得了 40 倍的回報。

好了，現在我們知道絕大部分時間，標普走勢和 VIX 走勢是相反的。但為什麼最近他們變得同步了呢？

實際上，這個同步現象在今年 8 月 18 日就開始出現了，標普和 VIX 同步上漲，到了 9 月 4 日和 8 日，標普大跌的時候，VIX 也出現了下跌。向我們提問的朋友就兩頭虧錢了。

要搞清楚到底發生了什麼，我們就需要知道最近市場出現了極端的情況，就是散戶在不斷買入龍頭科技股，而且因為看多，還不斷買入與這些科技股掛鈎的看漲期權。

過去兩周，針對美國個股的看漲期權的總名義價值達到了創記錄的高點，平均每天 3350 億美元，是 2017 到 2019

年滾動平均值的三倍多。

更加誇張的是，投資者新買入的龍頭股看漲期權和看跌期權的比例達到歷史最高。前者差不多是後者的 15 倍。通常，對非龍頭股來說，這個比例是 2 倍。看多龍頭股成了最擁擠的交易。

不僅如此，到期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%，從單筆交易量來判斷，主要是散戶在參與。

散戶的興起主要有三個原因，第一，美國股市的交易費用由於競爭關係降到了零，吸引了大量散戶炒股；第二，疫情讓人無處可去，股市 3 月大跌，美聯儲救市，很多人就留在家裡炒股；第三也是最重要的一點，美國政府提供的失業救助金，其實超過了很多人工作時候的收入，對他們來說，把「天降橫財」投入到股市，何樂而不為。

不僅散戶在買龍頭股和看漲期權，超乎市場預期的，是私募股權巨頭孫正義掌控的軟銀居然也積極參與了股票和期權市場的投資。

8 月份，軟銀不僅花近 40 億美元買入五大科技股亞馬遜，微軟，蘋果，奈飛和穀歌母公司，同時還花近 40 億美元買入美國龍頭股的看漲期權，市場估算其掛鈎股票名義價值達到 500 億美元，儘管這些交易在帳面上都獲利巨大，但由於軟銀在 2019 年營運虧損 125 億美元，2020 年在私募股權上的投資也遭遇重大挫折，市場擔心孫正義希望以這樣充滿賭性的交易來彌補損失。

這讓大家聯想起 2012 年摩根大通的「倫敦鯨」交易員損失 60 億美元的事件，於是媒體給孫正義安了一個「納斯達克鯨」的綽號。上週五事件披露後，市場感覺科技股是這樣被推高的，風險很高，於是賣出很多科技股，同時投資者還賣出軟銀在日本上市的股票，導致股價大跌。

說完這些，我們需要知道賣出看漲期權的交易商在做什麼。

有買就有賣。賣出看漲期權的交易商通常不判斷股市的走勢，只想賺期權的價格，如果掛鈎的股票下跌，他們就穩賺，但如果掛鈎的股票上漲，他們就會虧錢。這樣他們通常會買入掛鈎的股票作為風險對沖，另外一個對沖的方法當然就是提高看漲期權的價格。

現在大家就會想到，散戶、軟銀以及其他一些機構不僅瘋狂買入龍頭個股，還買入龍頭個股的看漲期權，而賣出期權的交易商也在買入龍頭個股對沖期權的風險。無論是個股還是期權的價格和交易量都在上升。

而交易商具體買入多少數量的個股進行對沖涉及到複雜的數學，而且這些對沖交易還被安上了非常古怪的名字，用希臘字母來命名，叫什麼 Delta 交易，Gamma 交易。

大家不需要知道他們具體的含義，只需要知道，當龍頭個股價格上漲，引起期權價格上漲的過程中，交易商需要進行 Delta 交易買入一定數量的個股，但是當期權價格上漲的速度發生變化，例如加速上漲時，交易商需要進行 Gamma 交易再繼續買入個股。

麻煩的是，當越來越多的人買入龍頭個股看漲期權時，交易商買入龍頭個股進行對沖變得越來越困難，沒什麼人賣，流動性越來越差，也就是價格越來越不划算。

這個時候，交易商就只好買入標普指數或者納斯達克 100 指數來作為對沖，或者買入與他們掛鈎的看漲期權來對沖，雖然不完美，但他們的流動性比較好，綜合起來也是不錯的選擇。平時，期權市場上看漲的人稍微多於看跌的人，交易商是不會用標普或者納斯達克指數或者看漲期權來對沖的。

一旦出現這種極端的情況，龍頭個股的上漲，就通過期權市場推動了大盤指數的上漲，也推動了標普指數看漲期權價格的上漲，自然也就推動了 VIX 的上漲。而平時，VIX 的上漲是和大盤指數下跌聯繫在一起的。

8 月 18 日到 9 月 1 日，就出現了這種罕見的情況。我們要特別告訴大家的是，在 2000 年 3 月科技股泡沫破滅前，也出現了這種情況。不過大家也不用太緊張，因為在 1996-1997 年這兩年也同樣存在標普和 VIX 同步上漲的情況。除此以外就很難看到了。

好了，大家現在明白，上周市場出現了一些明顯的原因導致龍頭股開始下跌，例如這些公司的大股東在 9 月初披露他們在 7-8 月大規模進行了減持，接下來，媒體披露了「納斯達克鯨」孫正義的行為，引發了龍頭個股的拋售，接下來又出現了特斯拉不被標普指數納入的意外情況，這樣龍頭股價格不斷下跌就會持續傳導到期權市場，無論是 Delta 交易還是 Gamma 交易，交易商都會賣出個股進行對沖，也會賣出此前買入的標普或者納斯達克指數，或者賣出他們的看漲期權，這樣就導致了 VIX 或者 VXN 的下跌。於是也就有了這位朋友的兩頭虧損，如果他是提前直接做空大盤，那麼是可以從空頭獲利的。

現在大家也可以理解，為什麼這種「滾雪球」式的交易會使得之前科技股的上漲和之後的下跌顯得那麼誇張。尤其是特斯拉可以今年最大漲幅接近 5 倍，又可以一天跌去 22%，三天跌去 34%。蘋果可以 5 個月市值從 1 萬億美元翻一倍到 2 萬億美元，也可以 9 月三個交易日就跌去 3180 億美元。

最後想告訴大家的是，9 月 2 日到 8 日五個交易日，資訊科技板塊是唯一跑輸標普指數的，其他九大板塊都跑贏了標普大盤，這也從側面印證了我們前面講述的期權市場這個仲介發揮的放大和扭曲作用集中在資訊科技板塊，而在其他板塊沒那麼明顯。

雖然三月底以來我們一直建議大家增持美股和科技股，但在過去兩周我們反復提醒大家要降低科技股的配置比重，增加其他價值板塊，特別是債券的配置。

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。