

■牛熊證是近年新興的熱門投資工具，玩法與認股證(窩輪)相類似。 資料圖片



牛熊證

輸有譜 贏無限

突然死亡 投資更痛快

本版上兩期分別介紹了期指及窩輪的玩法，今期進入第三部曲：牛熊證。牛熊證是近年新興的熱門投資工具，玩法與認股證(窩輪)相類似，重點也是輸有譜、贏無限。但相較於窩輪可持有至到期日，牛熊證有俗稱「打靶」的強制回收機制，只要觸及收回價，即使在到期日之前也會被發行商強制回收，情況有如玩過山車在半空中就突然死亡，非常適合愛刺激的短炒一族，故此牛熊證自面世以來，就十分受散戶歡迎，成交額更一度超過窩輪。

■記者 周紹基

牛熊證全名「可收回牛熊證」(callable bull/bear contract, CBBBC)，是追蹤標的資產表現的一種結構性產品，與窩輪類似，同樣有行使價、到期日、兌換比率等條款，允許持有人在一定期限內，以某個指定的價格，向發行人購入(或出售)一定數量的證券、商品、外匯或金融其它產品，風險較窩輪高但回報亦同樣極大，適合愛刺激的短炒一族。

到價即「打靶」無得留低

但與窩輪不同的是，牛熊證如果在到期日之前，標的資產在到期前到達某一指定水平(稱為「收回價」，Call price)，發行商就立即收回牛熊證(俗稱「打靶」)並終止其交易。就風險承受方面而言，牛熊證可算是風險可控類產品，投資者投資牛熊證，最壞的情況下，都是賠上所有的投資成本，風險上較容易令人接受，不需補倉或被追收其他費用，更不用像買期指般可能要負巨債上身。此外，牛熊證的買賣亦十分簡單容易，只需在股票戶口輸入「冧巴」像普通買賣股票一樣。

輪到盡 損失全部投入本金

有發行商表示，牛熊證的財務費用可比擬投資者向發行商借取金錢買入或沽出相關資產而付出的費用，並獲取槓桿投資效應，所以牛熊證設有強制收回機制，相關資產價格一旦觸及該牛熊證的收回價時，牛熊證便會被收回。由於投資者無須補倉，損失上限為最初投入購買的資金，不用負債，所以風險雖大，仍吸引不少投資者「刀仔鋸大樹」。

舉個例子，上周三的騰訊(0700)下跌1%，收報156元，但盤中該股曾一度跌至155元，而該股中一隻牛證——騰訊瑞銀六九牛A(61771)的強制回收價，正是155元，結果導致這隻牛證被「打靶」。又例如中移動(0941)上周三曾一度跌至109.8元，雖然最終收報110.6元，但已經導致中移瑞銀六十牛A(61775)被打靶，因為該張牛證的回收價是110元，買了上述兩隻牛證的股民，只能收回牛證的剩餘價值，而剩餘價值一般小如牛毛，一份牛證一般收回少於0.01元，相信也難以彌補股民的心痛。

不過，當牛熊證贏錢時，過去的傷痛可能全部忘記，因為牛熊證的獲利十分可觀，例如上周三國壽(2628)盤中一度升過5%，令中壽瑞信六一牛A(69728)曾升過1.86倍；最後國壽高位回順，全日升幅只有2.2%，但上述牛證仍保有86.7%的升幅，收報0.028元，即一手入場費亦只是區區的280元。

市況不就 揸至到期有「回水」

牛熊證的有效期限最短為3個月，最長為5年，由於在交易期間還有被強制收回的可能，因此牛熊證並不適宜作為長線投資產品。但如果投資者堅持持有某隻牛證至到期日，有關牛證的相關資產價格從未觸及收回價，發行商亦會回收有關牛證並「回水」給投資者，當然所賺的錢就肯定比打靶來得高。牛證投資者可以該牛證的行使價，買入牛證相關資產，並會以現金結算後把金額退回給投資者。行使價在牛熊證上市時已訂立，理論上，所有在場內交易之牛熊證皆為「價內」。

牛證 & 熊證

牛熊證可分為：「牛證」——看好后市可投資「牛證」；「熊證」——看淡后市可投資「熊證」。這與認購輪看好，認沽輪看淡相似。與窩輪一樣，每隻牛熊證都有其上市編號，股民可以當炒股或炒輪般買賣。但正因為窩輪與牛熊證很相似，故牛熊證推出初期，不少股民未能分辨窩輪和牛熊證，

不時出現牛熊證被「打靶」後，股民才知道買入的並非窩輪而是牛熊證。經過深刻的教訓後，目前很多散戶也懂得分辨窩輪與牛熊證：一，牛熊證是有強制收回價(俗稱「打靶價」)，因市場上只有牛熊證會被「打靶」。二，留意牛熊證的中文名稱是否有「牛」或「熊」的字眼。

投資牛熊證的好處

具槓桿效應

不少牛熊證投資者都喜愛牛熊證的槓桿效應，與窩輪一樣，都是倍數放大相關資產價格的變動，例如一牛熊證的槓桿為5倍，即相關資產價格變動1%，該牛熊證理論上會變動約5%，適合喜愛「刀仔鋸大樹」的投資者。

入場費較低

牛熊證的入場費較低，也與窩輪一樣，買賣牛熊證獲豁免印花稅，每手價格可低至數百至數千元，較一手面值較高的藍籌股或一張期指合約的按金為低。舉例：一手中移動(0941)股份，以上周三收市價110.6元計算，便要55,300元。但如果投資者買中移法興五九牛A(69029)，入場費只是1,175元，便宜得多。

買賣簡單

一般股票戶口已可買賣牛熊證，方法與股票一樣，無需另外開設戶口。

控制最大虧損

牛熊證的最大虧損，最多只是蝕盡初始投入的資金，不需補倉或被追收其他費用，較投資於期貨的風險低。

投資牛熊證的風險

槓桿效應的風險

牛熊證的槓桿效應令股民賺翻天，也會令人一無所有。皆因牛熊證將相關資產的價格變幅放大，一旦投資者看錯方向，或蒙受巨大損失，甚至是全數本金蝕盡。牛熊證投資者不宜將所有資金押在牛熊證上，只可「刀仔鋸大樹」。由於牛熊證具槓桿效應，持有較少量的牛熊證已等同控有大額的正股或資產。

「打靶」機制的風險

牛熊證具有強制收回機制，當相關資產價格在牛熊證到期前，觸及了收回價，該牛熊證便會停止交易，即時「打靶」收回並結算。

到期日的風險

牛熊證的有效期限最短為3個月，最長為5年，因此，牛熊證並不適宜作為長線投資產品。

利率風險

投資者持有牛熊證，一旦市場利率有所變動，牛熊證之理論價值也會有所變化。如果利率上升，牛證理論價值將升、而熊證則下降。不過，除非利率變幅甚大，或者股民持貨量極高，否則對投資者的回報影響應不會很大。

發行人風險

場內交易的牛熊證皆由發行商發行，倘若發行商倒閉，牛熊證的投資者或無法取回投資資金。

認股證與牛熊證的異同

	認股證	牛熊證
相同之處	沒有按金要求 由合資格的發行商發行 最低發行價為\$0.25 損失上限為投入的資金 同樣受相關資產價格、剩餘日期、實際股息、利率及市場供求等因素影響	
相異之處		
強制收回機制	沒有，正常情況下不會提早到期	有，當相關資產觸及收回價
引伸波幅	影響定價，特別是貼價之認股證	影響輕微，如市場波幅擴大，發行商對沖成本增加
時間值	一般較高	一般較低，且成線性遞降
對沖值	0至1(認購證)或-1至0(認沽證)	~1(牛證)或~-1(熊證)
到期結算	股份認股證按到期日前5天的平均結算價	股份牛熊證按到期日前一日(即最後交易日)收市價
相關資產	較多選擇，如超過100隻正股相關資產	較少相關資產

美聯觀點

油價回勇 歐洲國債孳息上升



油價升至最近接近每桶70美元，加快了全球債務市場的拋售，自石油輸出國組織(Opec)去年11月決定讓油價下跌，通過擠壓成本較高的生產商奪回市場份額之後，當前油價處於今年以來高位。原油價格上升之前，美國石油庫存四個月來首次錄得單周下降，同時深陷衝突的利比亞產量進一步下降。

油價上漲助推債券拋售

油價上漲鼓勵了長期通脹預期上揚，這是驅動債券拋售的一個因素，此輪拋售絕有可能緩減市場對政府債券持續已久的漲勢，10年期德國國債價格開始出現下跌，孳息率亦升至今年以來最高點。美國債券市場遭受附帶損害，其中10年期美國國債的孳息率上升4個基點，至2.22%的兩個月高點。此輪債券拋售的驅動因素包括投資者出現厭倦、通脹跡象漸現，以及歐元區債券發行量加大，這是消化

不良的表現。歐洲的量化寬鬆導致股價上升，政府貸款成本降至歷史新低，甚至有很多政府債券的孳息率跌至負值。較早前10年期德國國債的孳息率曾降至0.05%的創紀錄低位，而多種期限較短歐元區國家政府債券的孳息率卻低於零。歐洲債券遭遇自歐債危機以來最嚴重一輪波動，市場對量化寬鬆對於歐洲金融資產和經濟體的影響陷入困惑。不過市場上有一些投資者卻認為，此輪拋售只是對今年債券市場強勢上升的正常調整，實體經濟一日尚未改善，各歐洲大國的政府債券仍然有充分的需求，所以價格回穩後便會回升。當歐洲央行於本年3月份時啟動量化寬鬆政策，投資者便即時大量買入歐元區的政府債券，推高了債券及股票價格，當中最表表者為瑞士的政府債券，瑞士脫離歐元區後，令投資者信心更大，債券孳息率亦出現負數，投資者所期望的是貨幣保值的能力，這促使歐元大幅走低，大量的持倉使得投資者容易受到細微情緒變化的影響，而油價出現上漲，緩解了市場對通縮的擔憂，也緩解了債券孳息率的下行壓力。

■美聯金融集團高級副總裁 陳偉明博士

財技解碼

內地「改革牛」趨勢仍在



上周一本欄「關注監管層表態避股市」一文指，「儘管過去一段時間，管理層通過擴大融券、限制傘形信託，以及加快新股發行節奏，同時券商大規模下調兩融抵押品折算比率等手段，對市場流動性的調節沒太大的影響，股市仍在上漲。但必須觀察到的是，監管層對股市加槓桿態度的轉化。」一周過去，A股上證綜指累計下跌5.31%，結束連續八周上揚。國際大行同時調低對A股評級，摩根士丹利將MSCI中國指數評級從增持下調至持股觀望，加劇小股民投資恐慌，使市場擔心A股「牛市」是否步入尾聲。受累於A股下跌，港股國企指數上周最多曾跌4.6%。不過，「未來保持長期牛市的勢頭不會改變。」改革牛與實體經濟形成良性互動，可為經濟轉型、國企改革、激發創新創業活力、降低企業融資成本，金融改革如發展直接融資、註冊制改革等提供重要的歷

史機遇。經濟探底，政策加碼寬鬆，改革降低無風險利率，提升風險偏好，促進股市和實體經濟良性互動，這一邏輯沒變，「改革牛」趨勢仍在。

調節市場供求 降低槓桿

而監管層需要的是「慢牛」，並非「瘋牛」。因此，當「槓桿牛市」透支了改革預期的時候，適當調節市場供求、降低槓桿，以輿論引導等市場化手段調控，抑制過度投機，調整行情節奏，讓改革牛與實體經濟形成良性互動，直到經濟「新引擎」在資本市場的培育下出現，則很有必要。因此，股市短期調整，是為了今後股市更健康發展。事實上，對投資者來說，上周股市大跌無疑是一次深刻的風險教育。隨著上周股市大跌，不少新入市的股民被套牢，新開戶數結束了連續6周的上漲。現時市場對牛市的預期已大受政策調整和股市大跌影響，因此，短期而言，市場與監管層的博弈將導致市場震盪，從而加大了股市的波動性。 ■太平金控·太平証券(香港)研究部主管 陳羨明