



五月份

2017 年 5 月 9 日

槓桿及反向 ETF

目錄:

甚麼是槓桿及反向 ETF?	P.2
槓桿及反向 ETF 的特點	P.4
買賣槓桿及反向 ETF 的好處	P.5
槓桿及反向 ETF 與窩輪及牛熊證的比較	P.6
長線持有的風險	P.7
槓桿及反向 ETF 比傳統 ETF(盈富基金)優勝之處	P.11
槓桿及反向 ETF 比傳統 ETF(盈富基金)不足之處	P.11
槓桿及反向 ETF 與盈富基金比較列表	P.12
槓桿及反向 ETF 列表	P.13

本報告內容由研究部助理蘇日華(Sunny So)蒐集及編制



槓桿及反向 ETF

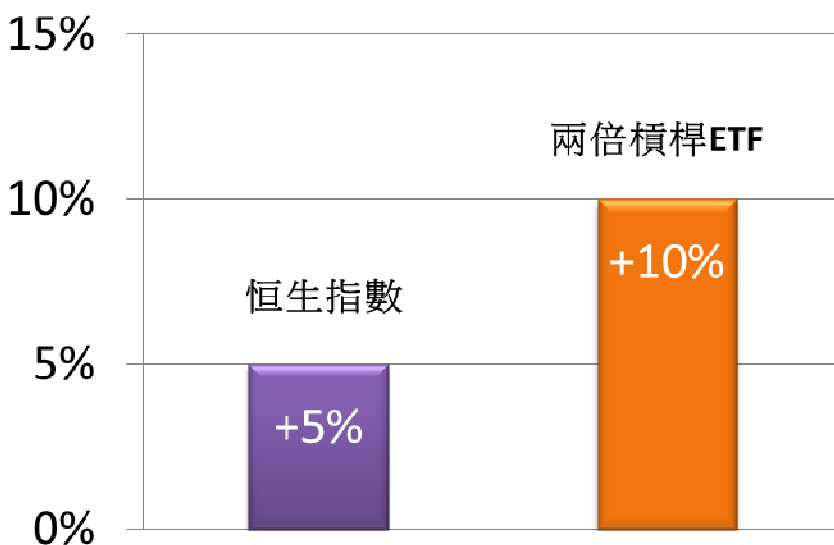
2017 年 3 月，五家槓桿及反向產品發行商（三星、未來資產、南方東英、華夏及易方達）在香港共推出 17 隻槓桿及反向 ETF，以追蹤恒生指數和恒生中國企業指數的每日表現，使到在香港上市的槓桿及反向產品 ETF 數目增加至 30 隻。

甚麼是槓桿及反向 ETF?

在香港，槓桿及反向 ETF 是一種嶄新投資產品，為投資者提供追求短期市況投資的機會。這種以指數期貨為基礎的產品，是直接投資於在香港期貨交易所買賣的指數期貨合約（即恒指期貨合約及國指期貨合約），目的是使產品有指數每日的兩倍槓桿或一倍的反向表現，相當於將相關指數放大或提供與相關指數相反的单日投資回報。槓桿及反向產品主要有以下三個特點：

1. 單日投資目標—旨在提供相關指數單日表現的兩倍(2x)或反向一倍(-1x)的投資回報（不計費用及開支）；
2. 單日回報的複合效應—若持有產品的時間超過一天，投資回報或會偏離相關指數累計表現的兩倍或反向一倍；
3. 使用衍生產品—槓桿及反向產品將部分或全部資產淨值投資於衍生產品，主要為期貨或掉期合約，來達成其投資目標(即按照槓桿倍數提供每日的特定回報)。

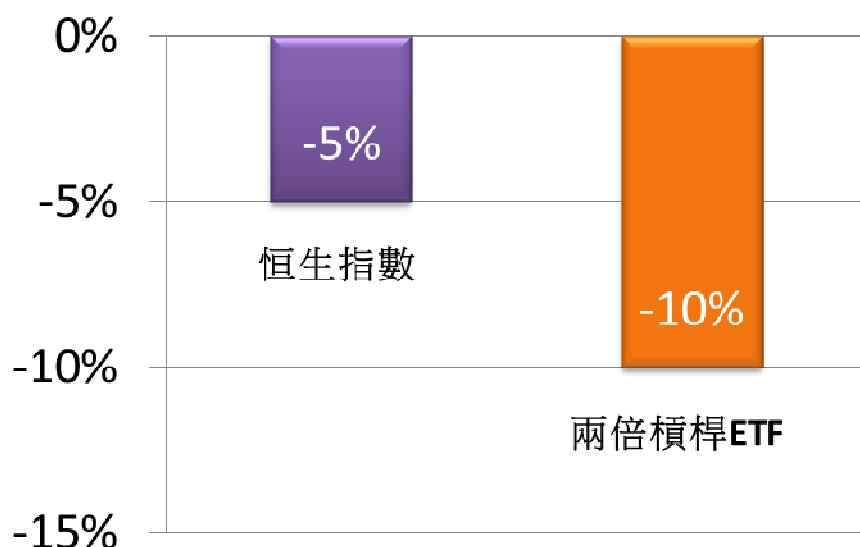
槓桿產品旨在提供相當於相關指數單日表現兩倍的投資回報



例子一：

恒生指數在某日上升 5%，因此該兩倍槓桿 ETF 便會上升

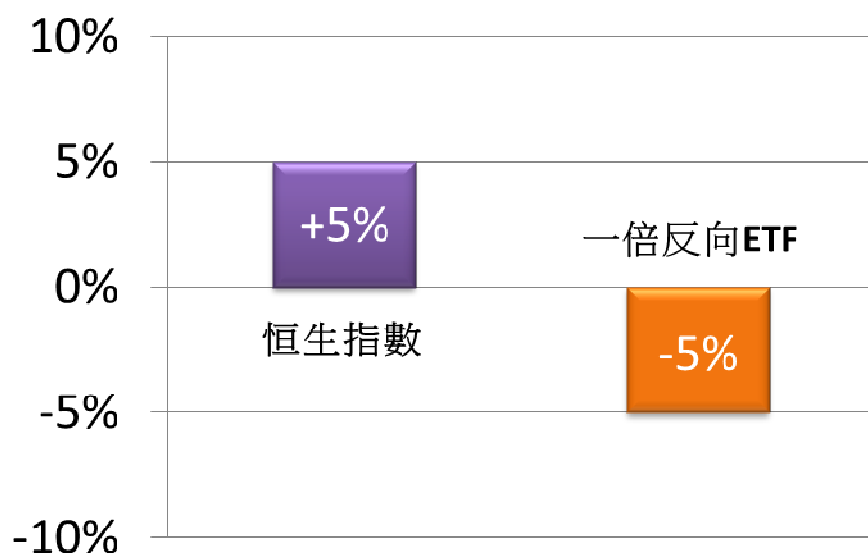
(5% x 2) 10%



例子二:

恒生指數在某日下跌 5%，因此該兩倍槓桿 ETF 便會下跌 $(-5\% \times 2) -10\%$

反向產品旨在提供與相關指數單日表現反向一倍的投資回報



例子三:

恒生指數在某日上升 5%，因此該一倍反向 ETF 便會相反地下跌 5%



例子四:

恒生指數在某日下跌 5%，因此該一倍反向 ETF 便會相反地上升 5%

槓桿及反向 ETF 的特點

槓桿及反向產品通常稱為「單日」產品，因為它們的投資目標是提供相等於相關指數特定倍數或相反的單日回報。槓桿及反向產品的相關指數回報，以及其槓桿倍數，會隨著相關指數於交易日內的變動而改變。因此，槓桿和反向 ETF 的發行商需每天臨近收市時重新調整其投資組合（daily rebalancing），以確保產品提供單日固定的槓桿比率，此稱為「每日重新平衡機制」。

若投資者持有產品超過一天，基於每日進行重新調整、指數的波動性及隨著時間推移指數每日回報而造成的「複合效應」（compounding effect），使該槓桿及反向 ETF 的回報或虧損會與相關指數逐漸偏離甚至變得不相關，隨著一段時間受到每日重新平衡活動以及複合效應對每日回報的影響，可能會出現相關指數上升或表現平穩，但槓桿產品卻錄得虧損的情況出現(見下文的說明例子)。換句話說，此產品是為進行短期買賣或對沖而設計的，不建議作長線投資之用。

而當指數出現較大波動時，上述複合作用對槓桿及反向 ETF 的表現有更顯著的影響。指數的波動性越高，產品的表現偏離於指數槓桿表現的程度將增加，產品的表現一般會受到不利的影響。

上述平衡機制常在交易日接近結束時（在相關市場收市時或收市前後）才重新調整。因此，投資時間不足整個交易日的投資者，其回報一般會大於或小於指數槓桿投資比率的兩倍(2x)(視乎從最後一次重新調整起直至購入之時為止的指數走勢而定)，從而導致有關槓反產品未必能提供相關回報。

兩倍槓桿產品的「每日重新平衡機制」說明例子

假設一隻兩倍槓桿產品的資產淨值(即指數水平)為\$100，而其相關指數的名義金額投資為\$200（兩倍的指數名義金額投資）。

相關指數於第 1 日上升 1%。在第 1 日完結時，該兩倍槓桿產品的資產淨值會上升至\$102，而其相關指數的名義金額投資亦會上升至\$202 ($\$200 \times (100\% + 1\%)$)。假如沒有進行每日重新平衡活動，其槓桿倍數將會為 1.98 倍 ($\$202/\102)，而並非兩倍。

另一方面，當該兩倍槓桿產品重新平衡其投資組合，並將其相關指數的名義金額投資增加\$2 至\$204，其槓桿倍數就會恢復為兩倍($\$204/\102)。

節錄自「錢家有道」

一倍反向產品的「每日重新平衡活動」說明例子

假設一隻一倍反向產品的資產淨值(即指數水平)為\$100，而其相關指數的反向名義金額投資為\$100（-1 倍的指數名義金額投資）。

關指數於第 1 日下跌 1%。在第 1 日完結時，該一倍反向產品的資產淨值會上升至\$101，而其相關指數的反向名義金額投資則下跌至\$99 ($\$100 \times (100\% - 1\%)$)。假如沒有進行每日重新平衡活動，其槓桿倍數將會為-0.98 倍 ($\$99/\101)，而並非-1 倍。

另一方面，當該一倍反向產品重新平衡其投資組合，將其相關指數的反向名義金額投資增加\$2 至\$101，其槓桿倍數就會恢復為-1 倍($\$101/\101)。

節錄自「錢家有道」

買賣槓桿及反向 ETF 的好處

昔日，投資者如果想看淡大市或放大投資回報，可選擇買賣期貨、窩輪、牛熊證等。不過，投資於此類產品時，投資者卻要承受著較大的風險。例如買賣期貨指數為例，一旦投資者看錯大市方向，以致使投資本金低於維持按金的水平，便需要及時「補倉」，否則會隨時遭到「斬倉」，最終所損失的金錢可能大於投資本金，若不利市況持續，損失更會無上限的擴大，使投資者血本無歸。又例如窩輪或牛熊證雖然最大損失僅為投資本金，但其高達 5 至 40 倍的槓桿倍數，再加上時間值的損耗，使投資者獲利的機會率不高。

而兩倍槓桿及一倍反向產品則提供較溫和的槓桿倍數，交易亦如傳統 ETF(如盈富基金)一樣簡單直接，而且入場費不高，適合希望放大投資回報，但手頭上資金較為緊絀的投資者，提供多一個投機/投資的機會。

1. 不會到期：

窩輪、牛熊證設有到期日，一旦該產品到達期限，便不再有任何價值。而槓桿及反向產品則沒有此情況。此類產品並設有固定的股份代號（槓桿產品以 72 開頭；反向產品則以 73 開頭）。

2. 沒有時間值損耗：

窩輪的時間值損耗隨著愈接近到期日便會損耗得愈快，投資者即使看中方向，亦可能因時間值的損耗蓋過窩輪的內在值而造成虧損。

3. 沒有強制收回風險：

若相關指數或股票觸及收回價，該牛熊證便會立即停止買賣（打靶），使投資者損失全部的投資本金；而產品則不設強制收回機制。

4. 不受引伸波幅影響：

當引伸波幅下跌時，窩輪的價格便會因「縮 Vol」下挫，即使投資者能夠捕捉相關指數的方向，亦有機會蒙受損失。相反，槓桿及反向產品則不受引伸波幅影響。

5. 毋需繳付印花稅：

與買賣傳統 ETF 一樣，買賣槓桿及反向 ETF 不需繳付交易印花稅，使投資者可減低交易成本。相反，一般的期貨交易(如恆指期貨，國指期貨)，則需繳付固定的印花稅予香港政府。

6. 透明度較高：

相對於窩輪及牛熊證來說，槓桿和反向 ETF 的發行商並非其莊家，她們必須委任兩間或以上流通量提供者開價，因此開價會較為積極，不會出現牛熊證般買中方向但產品價格不跟隨上升/沒有開價的情況出現。

另一方面，與傳統 ETF 一樣，投資者可隨時到發行商網站參閱槓桿及反向產品的資產淨值、全年經常性開支比率、追蹤差異等資訊，透明度非常高。

槓桿及反向 ETF 與窩輪及牛熊證的比較

	槓桿及反向 ETF	期貨指數	牛熊證	窩輪
槓桿倍數	槓桿 ETF 固定 2 倍 反向 ETF 固定-1 倍	高*	由 5 倍至 40 倍不定	由 5 倍至 30 倍不定
有效期	不會到期	每月尾二交易日為結算日	由 3 個月至 5 年	由 6 個月至 5 年
時間值損耗	沒有	沒有	有(成線性遞降，與窩輪比較，損耗較慢)	有，越接近到期日，時間值損耗越快
潛在虧損	最多為投資本金	可能大於投資本金 (需要補倉，否則會被「斬倉」)	最多為投資本金	最多為投資本金
強制收回風險	沒有	沒有	一旦觸及收回價，便會被「打靶」	沒有，正常情況下不會提早到期
繳付印花稅	毋須	需要	毋須	毋須
追蹤基準	指數	指數	指數或單一股票	指數或單一股票
入場費	港幣數百至一千多元	基本按金 HSIF: HKD 81130 HHIF: HKD 34912	通常 10000 股一手 入場費約港幣數千元	通常 10000 股一手 入場費約港幣一千至數千元

*根據香港交易所網站 2017-04-10 資料顯示，

恆生指數期貨(HSIF) 基本按金為港幣 81,130 元，以 4 月 21 日收市價 24042 點計算，其合約價值便是 50 元 X 24042 = 1,202,100 元，其槓桿倍數為 14.81 倍。

國企指數期貨(HHIF) 基本按金為港幣 34,912 元，以 4 月 21 日收市價 10050 點計算，其合約價值便是 50 元 X 10050 = 502,500 元，其槓桿倍數為 14.39 倍。

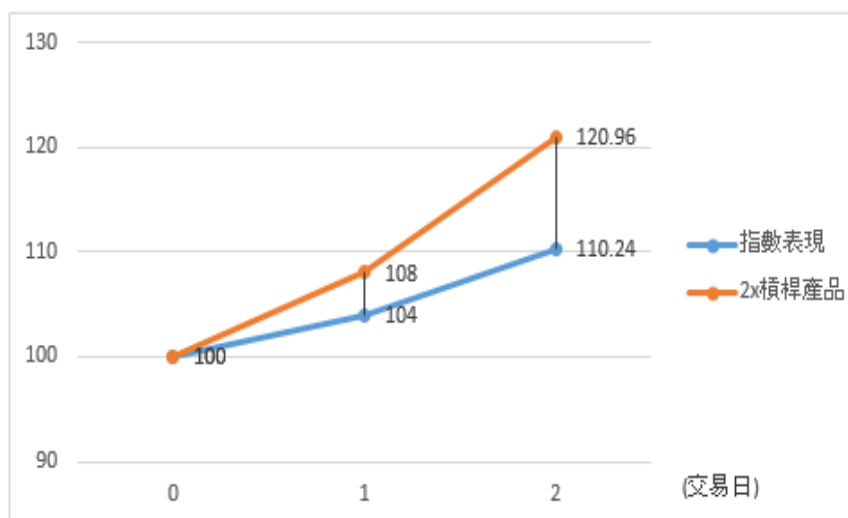
長線持有的風險

以下市況例子節錄自投資者教育中心的「錢家有道」網頁

假如持有槓桿及反向產品超過一天，有關產品的累計回報未必相等於相關指數特定倍數或相反的累計回報。當相關指數的表現波動時，上述的差異會更為明顯。

例子：持有 2x 槓桿產品超過一天

	指數回報 (每日)	產品回報 (每日)	指數回報 (累計)	產品回報 (累計)
第 1 日	4 %	8 %	-	-
第 2 日	6 %	12 %	$10.24\% = [(1+4\%) \times (1+6\%)] - 1$	$20.96\% = [(1+8\%) \times (1+12\%)] - 1$

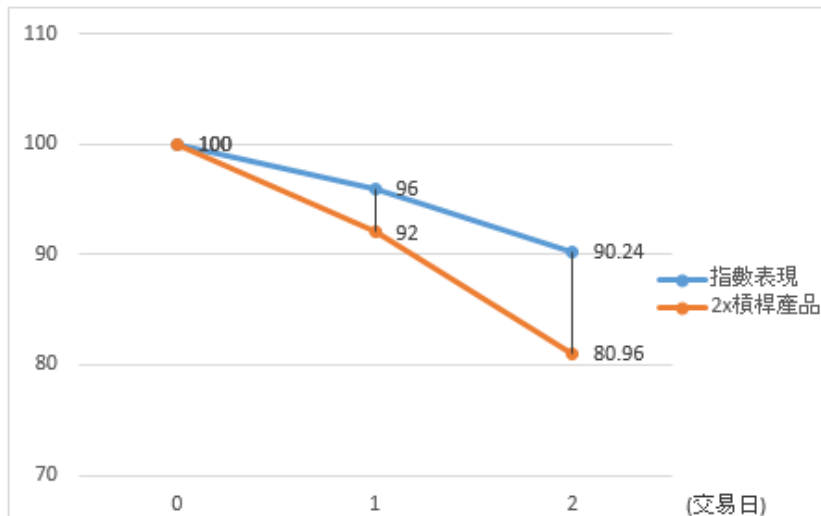


情況一：市場走勢向上

設市場走勢持續向上，相關指數於第 1 日和第 2 日分別上升 4% 及 6%，該兩倍槓桿產品就會於第 1 日和第 2 日分別錄得 8% 及 12% 的收益。

然而，該兩倍槓桿產品於兩日期間的累計收益（即 20.96%）會多於相關指數同期累計收益的兩倍（即 20.48%）。

	指數回報 (每日)	產品回報 (每日)	指數回報 (累計)	產品回報 (累計)
第 1 日	-4 %	-8 %	-	-
第 2 日	-6 %	-12 %	$-9.76\% = [(1-4\%) \times (1-6\%)] - 1$	$-19.04\% = [(1-8\%) \times (1-12\%)] - 1$

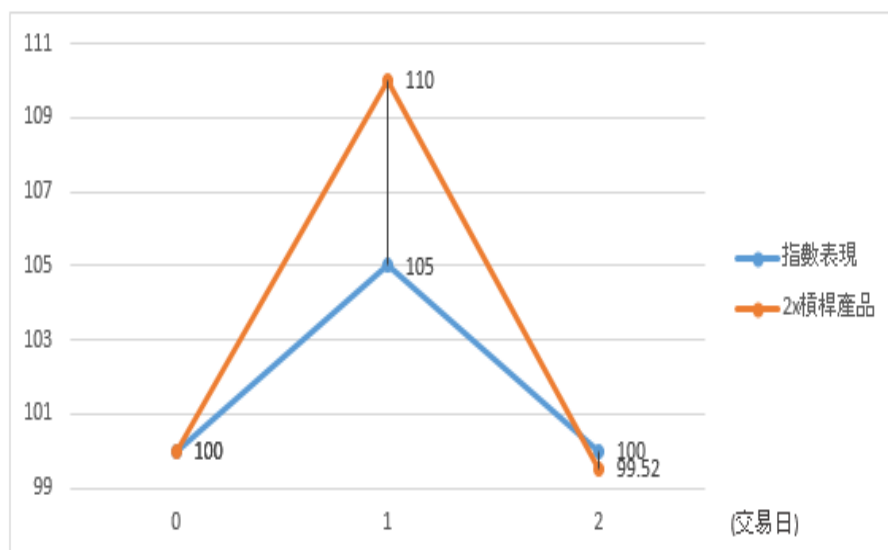


情況二：市場走勢向下

假設市場走勢持續向下，相關指數於第 1 日和第 2 日分別下跌 4% 及 6%，該兩倍槓桿產品就會於第 1 日和第 2 日分別錄得 8% 及 12% 的虧損。

然而，該槓桿產品於兩日期間的累計虧損（即 -19.04%）卻少於相關指數同期累計虧損的兩倍（即 -19.52%）。

	指數回報 (每日)	產品回報 (每日)	指數回報(累計)	產品回報(累計)
第 1 日	5 %	10 %	-	-
第 2 日	-4.76 %	-9.52 %	$0\% = [(1+5\%) \times (1-4.76\%)] - 1$	$-0.47\% = [(1+10\%) \times (1-9.52\%)] - 1$



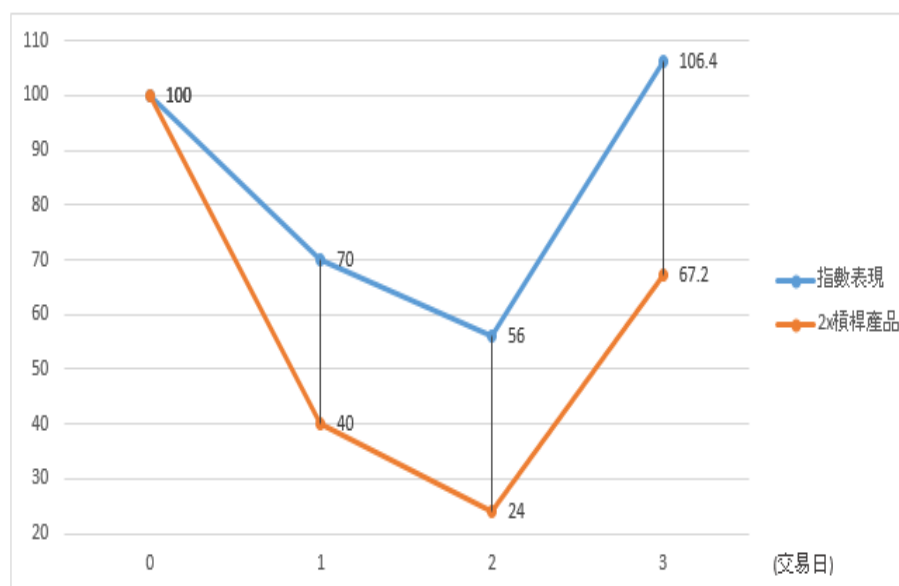
情況三:市場走勢波動

假設市場走勢波動，相關指數於第 1 日上升 5%，但於第 2 日卻下跌 4.76%，該兩倍槓桿產品就會於第 1 日錄得 10%的收益，但於第 2 日錄得 9.52%的虧損。

然而，於第 2 日完結時，該兩倍槓桿產品錄得累計虧損 0.47%，但相關指數的水平卻與第 1 日開始時一樣。

從以上波動市場的例子，可見當市場走勢波動時，如投資者持有兩倍槓桿產品超過一天，即使相關指數最終維持不變，投資者仍可能會面對虧損。

	指數回報 (每日)	產品回報 (每日)	指數回報(累計)	產品回報(累計)
第 1 日	-30 %	-60 %	-	-
第 2 日	-20 %	-40 %	-44%	-76%
第 3 日	90 %	180%	$6.4\% = [(1-30\%) \times (1-20\%) \times (1+90\%)] - 1$	$-32.8\% = [(1-60\%) \times (1-40\%) \times (1+180\%)] - 1$



情況四:市場走勢波動

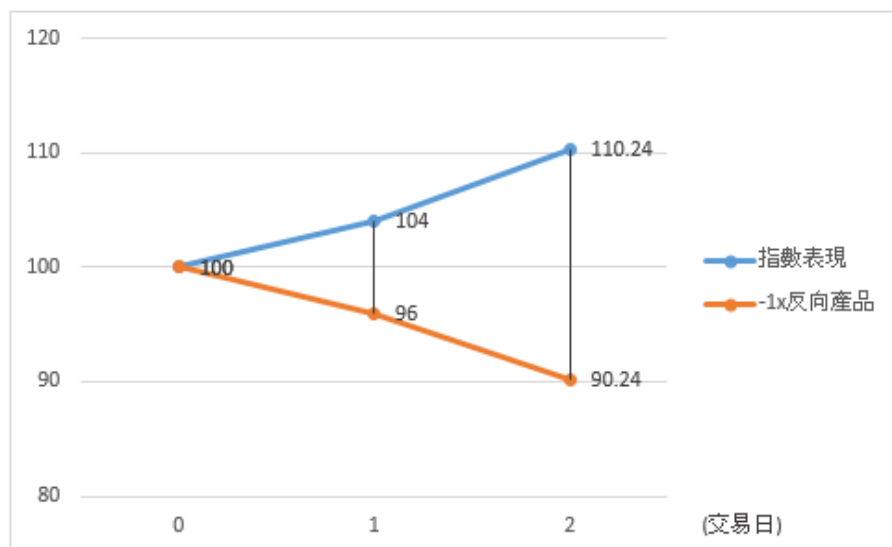
假設市場走勢波動，相關指數於第 1 日和第 2 日分別下跌 30%及 20%，但於第 3 日卻上升 90%，該兩倍槓桿產品就會於第 1 日和第 2 日分別錄得 60%與 40%的虧損，但於第 3 日卻錄得 180%的收益。

然而，於第 3 日完結時，該兩倍槓桿產品將錄得累計虧損 32.8%，但相關指數卻錄得 6.4%的累計收益。

從以上波動市場的例子，可見當市場走勢波動時，如投資者持有兩倍槓桿產品超過一天，即使相關指數最終上升，投資者仍可能會面對虧損。

持有-1x 反向產品超過一天

	指數回報 (每日)	產品回報 (每日)	指數回報(累計)	產品回報(累計)
第 1 日	4 %	-4 %	-	-
第 2 日	6 %	-6 %	$10.24\% = [(1+4\%) \times (1+6\%)] - 1$	$-9.76\% = [(1-4\%) \times (1-6\%)] - 1$

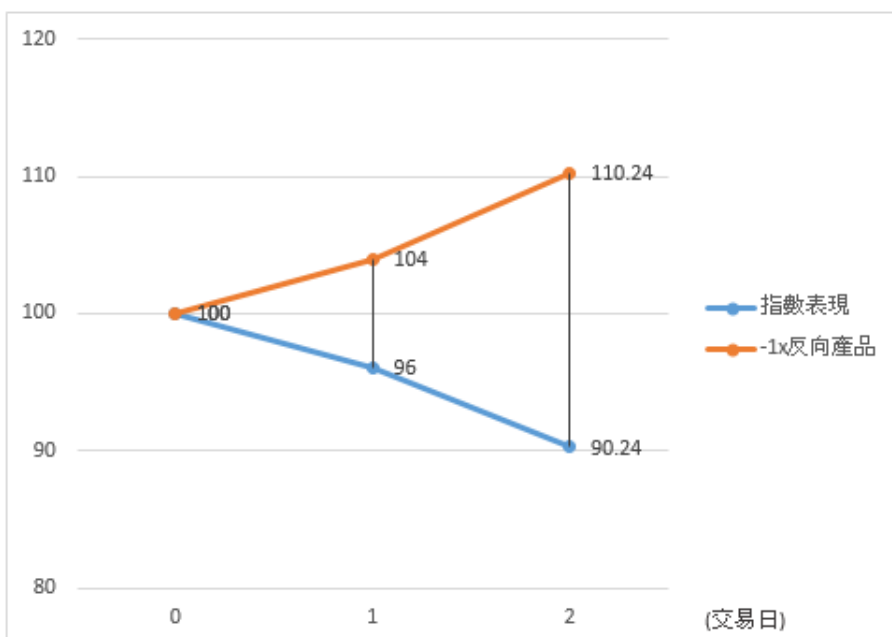


情況一:市場走勢向上

假設市場走勢持續向上，相關指數於第 1 日和第 2 日分別上升 4%及 6%，該一倍反向產品就會於第 1 日和第 2 日分別錄得 4%及 6%的虧損。

然而，該一倍反向產品於兩日期間的累計虧損(即-9.76%)卻少於與相關指數相反的同期累計收益(即 10.24%)。

	指數回報 (每日)	產品回報 (每日)	指數回報 (累計)	產品回報 (累計)
第 1 日	-4 %	4 %	-	-
第 2 日	-6 %	6 %	$-9.76\% = [(1-4\%) \times (1-6\%)] - 1$	$10.24\% = [(1+4\%) \times (1+6\%)] - 1$

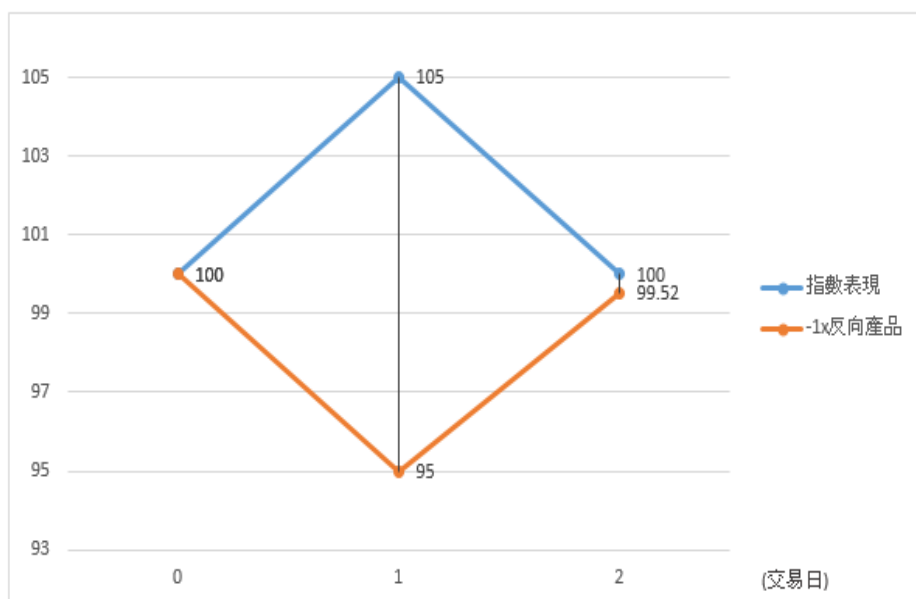


情況二:市場走勢向下

假設市場走勢持續向下，相關指數於第 1 日和第 2 日分別下跌 4%及 6%，該一倍反向產品就會於第 1 日和第 2 日分別錄得 4%及 6%的收益。

然而，該一倍反向產品於兩日期間的累計收益(即 10.24%)將會多於與相關指數相反的同期累計虧損(即-9.76%)。

	指數回報 (每日)	產品回報 (每日)	指數回報(累計)	產品回報(累計)
第 1 日	5 %	-5 %	-	-
第 2 日	-4.76 %	4.76 %	$0\% = [(1+5\%) \times (1-4.76\%)] - 1$	$-0.48\% = [(1-5\%) \times (1+4.76\%)] - 1$



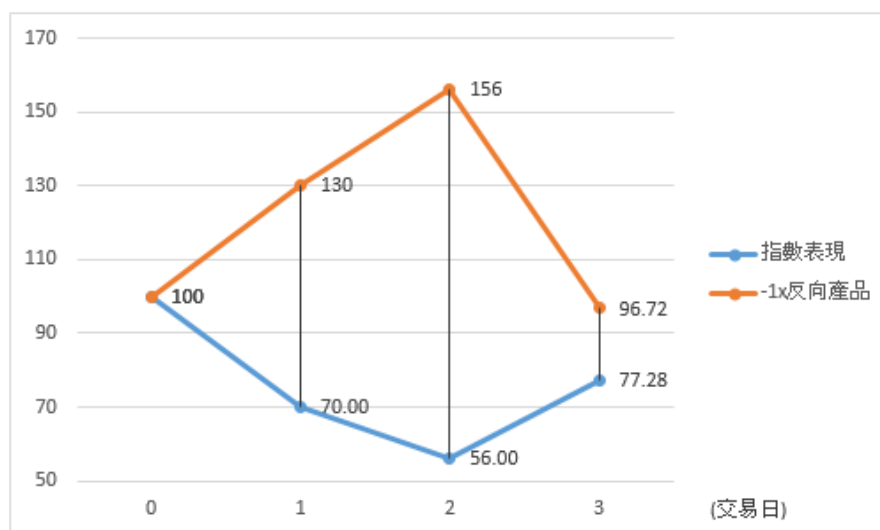
情況三:市場走勢波動

假設市場走勢波動，相關指數於第 1 日上升 5%，但於第 2 日卻下跌 4.76%，該一倍反向產品就會於第 1 日錄得與相關指數上升幅度相同的虧損，而於第 2 日則錄得與相關指數下跌幅度相同的收益。

然而，於第 2 日完結時，該一倍反向產品會錄得累計虧損 0.48%，但相關指數的水平會與第 1 日開始時一樣。

從以上波動市場的例子，可見當市場走勢波動時，投資者如持有一倍反向產品超過一天，即使相關指數最終維持不變，投資者仍可能會面對虧損。

	指數回報 (每日)	產品回報 (每日)	指數回報(累計)	產品回報(累計)
第 1 日	-30 %	30 %	-	-
第 2 日	-20 %	20 %	-44%	56%
第 3 日	38 %	-38 %	$-22.72\% = [(1-30\%) \times (1-20\%) \times (1+38\%)] - 1$	$-3.28\% = [(1+30\%) \times (1+20\%) \times (1-38\%)] - 1$



情況四:市場走勢波動

假設市場走勢波動，相關指數於第 1 日和第 2 日分別下跌 30% 及 20%，但於第 3 日卻上升 38%，該一倍反向產品就會於第 1 日和第 2 日分別錄得收益 30% 及 20%，並於第 3 日錄得虧損 38%。

然而，於第 3 日完結時，該一倍反向產品及相關指數都會同時錄得累計虧損。

從以上波動市場的例子，可見當市場走勢波動時，投資者如持有一倍反向產品超過一天，即使相關指數最終下跌，投資者仍可能會面對虧損。

槓桿及反向 ETF 比傳統 ETF(盈富基金)優勝之處

首先，在上升的市況中，槓桿 ETF 可以放大單日投資回報(A)，使投資者毋須額外資金就能加大個別市場的投資比重，從而以較少資金即可達致預期投資目標。相反，傳統 ETF 如盈富基金(2800)則沒有放大投資回報之效果。

其次，反向 ETF 則在能夠在下跌市況中尋找利潤，或在預期跌市時作對沖之用(B)，以減低跌市期間對投資者造成的損失，使投資靈活性大大提高，亦增加了投資機會。相反，傳統 ETF 只能在升市當中有獲利機會，一旦遇上跌市就只能減持倉位避險，或者待到產品價格跌至低位時才趁低吸納。

最後，現時在港交所上市的 30 隻槓桿及反向 ETF 的每手股數皆為 100 或 200 股，比起盈富基金(2800)每手 500 股為低，因此其入場費亦較低(C)，使投資者以較低成本作對沖，並能夠騰出更多資金作其他買賣或投資部署。以 4 月 25 日收市價為例，(2800)的入場費便需 12375 港元，比起槓反 ETF 的數百至千多元入場費高出好幾倍。

槓桿及反向 ETF 比傳統 ETF(盈富基金)不足之處

上文曾提及，槓桿及反向 ETF 有所謂的複合效應，當持有日數越長，有關槓桿和反向 ETF 的回報或虧損會與相關指數逐漸偏離甚至變得不相關，因此此類產品並不建議長線持有(D)；相反，傳統 ETF 如盈富基金(2800)則一直追蹤著其相關指數(恆指)，即使長時期亦不會偏離，因此投資者可長線持有(F)。

為盡量減低槓桿及反向 ETF 的偏離度，此產品的「每日重新調整機制」會在市場收市時或收市前後進行。為此，產品在較短的時間間隔內可能更受市況影響，承受更大的流動性風險。此外，由於利用槓桿效應來跟蹤相關指數的走勢，因此，相比於傳統 ETF，此產品的價格可能較為波動。(E)

槓桿及反向 ETF 一般都透過衍生工具達至回報上有槓桿化或反向化的效果，因此存在着交易對手風險 (counterparty risk) (G)。而傳統 ETF 則不存在這方面的問題。最後，傳統 ETF 如盈富基金給投資者提供每半年一次的定期派息，但槓桿及反向 ETF 不一定有派息(見表一) (H)。

(A)(B)(C)(D)(E)(F)(G)(H)見下頁列表

槓桿及反向 ETF 與盈富基金比較列表

	槓桿及反向 ETF	盈富基金
推出日期	2017 年 3 月	1999 年 11 月
槓桿倍數(A)	2 倍 / -1 倍	沒有
獲利條件(B)	相關指數上升/下跌皆可獲利	相關指數上升
入場費(C)	數百至千多元	一萬二千多元
投資時間(D)	即日或短期， 不宜作為長線投資	長短線皆可
價格波動性(E)	較大	較小
追蹤相關基準(F)	若持倉多於一天 會偏離相關指數表現	緊貼相關指數表現
交易對手風險(G)	有	沒有
日成交量	視乎個別 ETF (數十萬至 1 千萬股不等)	活躍 (每交易日數千萬股)
派息(H)	視乎個別產品而定	每半年一次
管理費	0.65-0.99%	0.15%

表一

槓桿及反向產品列表				
股份代號	槓桿及反向產品名稱	相關指數	槓桿及反向產品發行商	派息(如有)
7312	三星恒生指數每日反向(-1x)產品	恒生指數	三星資產運用(香港)	每年 (如有)
7205	三星恒生指數每日槓桿(2x)產品	恒生指數	三星資產運用(香港)	每年 (如有)
7336	未來資產恒指每日反向(-1x)產品	恒生指數	未來資產環球投資(香港)	沒有
7231	未來資產恒指每日槓桿(2x)產品	恒生指數	未來資產環球投資(香港)	沒有
7302	易方達元大恒生指數每日反向(-1x)產品	恒生指數	易方達資產管理 (香港)	沒有
7300	南方東英恒生指數每日反向(-1x)產品	恒生指數	南方東英資產管理	每年 (如有)
7200	南方東英恒生指數每日槓桿(2x)產品	恒生指數	南方東英資產管理	每年 (如有)
7321	華夏Direxion恒生指數每日反向(-1x)產品	恒生指數	華夏基金 (香港)	沒有
7221	華夏Direxion恒生指數每日槓桿(2x)產品	恒生指數	華夏基金 (香港)	沒有
7328	三星恒生中國企業指數每日反向(-1x)產品	國企指數	三星資產運用(香港)	每年 (如有)
7228	三星恒生中國企業指數每日槓桿(2x)產品	國企指數	三星資產運用(香港)	每年 (如有)
7362	未來資產國指每日反向(-1x)產品	國企指數	未來資產環球投資(香港)	沒有
7230	未來資產國指每日槓桿(2x)產品	國企指數	未來資產環球投資(香港)	沒有
7388	南方東英恒生中國企業指數每日反向(-1x)產品	國企指數	南方東英資產管理	每年 (如有)
7288	南方東英恒生中國企業指數每日槓桿(2x)產品	國企指數	南方東英資產管理	每年 (如有)
7341	華夏Direxion恒生國企指數每日反向(-1x)產品	國企指數	華夏基金 (香港)	沒有
7267	華夏Direxion恒生國企指數每日槓桿(2x)產品	國企指數	華夏基金 (香港)	沒有
7322	未來資產標普500 每日反向(-1x)產品	標準普爾500指數	未來資產環球投資(香港)	沒有
7222	未來資產標普500每日槓桿(2x)產品	標準普爾500指數	未來資產環球投資(香港)	沒有
7210	易亞Chimerica富時N股每日槓桿(2x)產品	富時中國 N股全市值稅後指數	易亞投資管理	沒有
7331	華夏Direxion納斯達克100指數每日反向(-1x)產品	納斯達克指數	華夏基金 (香港)	沒有
7261	華夏Direxion納斯達克100指數每日槓桿(2x)產品	納斯達克指數	華夏基金 (香港)	沒有
7250	三星KOSPI 200每日槓桿(2x)產品	南韓KOSPI 200 指數	三星資產運用(香港)	每年 (如有)
7326	三星KOSPI 200每日反向(-1x)產品	南韓KOSPI 200 指數	三星資產運用(香港)	每年 (如有)
7311	三星東證每日反向(-1x)產品	東證股價指數	三星資產運用(香港)	每年 (如有)
7255	三星東證每日槓桿(2x)產品	東證股價指數	三星資產運用(香港)	每年 (如有)
7315	未來資產日本東證每日反向(-1x)產品	東證股價指數	未來資產環球投資(香港)	沒有
7225	未來資產日本東證每日槓桿(2x)產品	東證股價指數	未來資產環球投資(香港)	沒有
7335	南方東英Nifty 50 每日反向(-1x)產品	印度Nifty 50 指數	南方東英資產管理	每年 (如有)
7202	南方東英Nifty 50 每日槓桿(2x)產品	印度Nifty 50 指數	南方東英資產管理	每年 (如有)