



祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

朗騰投資管理（香港）
有限公司董事總經理
特許財務分析師
曾經在不同國際投行研究部
擔任分析師及主管達14年之久，
專長中小型股研究，
後轉職往對沖基金擔任基金經理，
2010年創立朗騰。

惡性循環

金融大鱷索羅斯（George Soros）看淡中國經濟硬著陸的言論，引發內地官媒連續數天刊登文章反駁，認為唱淡者「看空中國全無根據」，「向中國貨幣宣戰？呵呵」，「死路一條」，「索羅斯選擇性失明」等等。

了解金融的專業人士，知道對沖基金頂多是於市場推波助瀾，中國經濟基本轉差，才是股滙市受狙擊的主因。除了索羅斯，全球最大對沖基金（1,600億美元資產規模）Bridgewater Associates主持人達里奧（Ray Dailo）最近在瑞士Davos舉行的世界經濟論壇上，亦表示「中國已陷入近乎經濟衰退，並將持續三年，將為世界經濟帶來負面影響，中國的周期性調整將增加全球通縮壓力」。他認為中國最大的問題是國際收支失衡，流出資金大於流入（估計去年共6,760億美元流出）以及地方債。這些都是老生常談，真正將潘朵拉盒子打開，令市場對人民幣走勢看淡的轉捩點是去年8月11日的一次性2%貶值。

信心建立於基本面

貨幣及股市都建基在信心上，內地官媒口誅筆伐，目的是挽回中國老百姓（尤其是不懂

金融及經濟者）的信心。去年8月貶值幅度雖然輕微，但卻打破了人民幣只升不跌的神話。經濟及出口一直放緩，外資長期流入中國的趨勢早已逆轉（對滙率變成負面影響），加上內地持續數年的打貪活動以及去年7月中央救市的手法（如禁止大股東減持股份套現及停牌等），令更多富戶，甚至老百姓感到持有人民幣財產的風險性。所以有走資渠道者，都會想盡辦法將資產調動往海外。過去因為人民幣滙率升值而持有人民幣資產的海外投資者，感到趨勢逆轉，於是一窩蜂的趕快轉返成港元或美元。對沖基金看中了這些宏觀轉捩點，於是對股滙市齊下手狙擊。內地A股不能拋空，港股於是便成為了外資看淡中國的沽空目標。

中央要維持滙率穩定，除了出口術外，只有透過拋售外滙儲備的美元及美債來承托人民幣，但因為消耗的速度太快，令市場產生焦慮，反過來更加速了走資。有美國對沖基金認

為人民幣需要一年內貶值50%，一次性大幅度貶值於政治及國際金融系統穩定性考慮，均不可能發生。另一極端的看法是，日本央行行長黑田東彥甚至認為中國應執行外滙管制以穩定滙率。這等同開經濟改革倒車，可能性極低。另一做法是大幅度加息，但由於經濟在下滑，人民銀行需要繼續透過貨幣政策刺激經濟（例如在春節前在公開市場進行大規模逆回購，增加市場流動性），所以減息的需要更大。

循序漸進 微控外滙

估計中央不會採取極端方法去調控滙率及刺激經濟。最有可能性是利用循序漸進的經濟政策去支持數大經濟支柱，例如鼓勵居民消化房地產庫存，加快「一帶一路」的合作，將內地的過剩產能消化，利用時間換取空間，希望各樣財政及貨幣政策能夠令經濟逐步由谷底加速。外滙市場方面，有可能加大力度限制地方錢莊的活動，繼續用行政手段令沽空人民幣成本上升，甚至限制國人於外地的消費額度（例如限制銀聯卡的海外簽帳。所以澳門博彩股、高端消費品，甚至香港上市的海外保險公司都會繼續或者可能受到影響。☹