



王家其

翺騰投資管理首席營運官
曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。
為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。

風起雲湧

Columns
美術：林美賢

替沽空者平反

中 港股市調整，內地歸咎於西方對沖基金，策略性在高位惡意沽空，把沽空者妖魔化。其實金融市場中沽空者擔當了重要及正面的角色，是令市場穩定的重要原素。

對沖基金規模不大

第一，對沖基金的規模比全球市場來說並不高。Hedge Fund Research資料顯示，2015年第一季全球對沖基金的規模為2.94萬億美元。相對全球基金行業的74萬億美元，比例才4%，並不包括養老金及保險公司等機構投資者。當年索羅斯狙擊亞洲國家的全球宏觀策略才佔29%，總規模不超過1萬億美元，而且不可能全部宏觀策略基金都來沽空中國。中國股市在6月中的規模高達10萬億美元，故就算有西方對沖基金沽空A股，相對中國股市的規模並不大，不可能造成那麼大的破壞。其實基金經理大多也是順勢而行，能影響市場的少之又少。

第二，沽空需要借貨沽空（即融券）。內地沽空活動並不成熟，因內地以散戶為主，故券商不容易借出大量股票給投資者沽空。除非有證據顯示，A股的沽空比例在大跌前大幅度增加，否則把大跌的原因歸咎於沽空者並不客觀嚴謹。事實上，沽空的目的不一定是造淡，很多時候是對沖及套利，能增加市場效率及流動性。內地一直在推動融券活動，甚至鼓勵券商互相借出股票，目的是增加市場流動性，令市場交易可長可短、更完備，故沽空並不是洪水猛獸。

沽空報告深入全面

第三，沽空是增加了市場的穩定性。在市場上升以至股票價值被高估，沽空者入場沽貨，提供流動性給買家，亦抑制了股票的升幅。股票下跌，股價低於合理值，沽空者買貨平倉，亦是向市場注入流動性，減少股價下跌的幅度。故此美國由於沽空機制成熟，股市的波動也比較低。A股

的大升大跌問題不是融券，而是過度融資。投資者認為A股尤其是深圳創業版過去是估值過高，形成泡沫。沽空就是自由經濟中避免泡沫的良藥。

第四，近年不少研究機構以出版沽空中資股報告而聲名大噪，例如Muddy Water，最近對市場的影響力亦大減，但這些報告往往比大行的賣方報告更具洞察力，對公司的審查更全面仔細。投資銀行研究部下筆寫公司負面因素時會有所顧忌。相反沽空報告集中公司負面因素，投資者可跟投資銀行的賣方報告互相補充，全面了解公司。

第五，沽空比長倉困難得多，風險更高。很多二三綫股缺乏流動性，不容易借貨，借貨的成本也高。股價的下限是零，但上限是無限，故沽空者的潛在損失也無限。公司及大股東亦很容易利用公司的現金，甚至貸款在回購股票挾淡倉，打擊沽空者。

在跌市中政府監管機構往往利用行政手段打擊沽空者。若沽空者由於懷疑一家公司帳目有問題，作出沽空，而一切順利，被沽空的股價下跌。但由於證監會介入調查，令股票停牌，令沽空者的利潤長期套住。故沽空賺錢其實並不容易。FM

“A股的大升大跌問題不是融券，而是過度融資。”