



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，

特許財務分析師，

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，

專長於中小型股票研究。

本欄讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

筆者微博：weibo.com/raymondjook

歐元政治角力

最近股市回暖，主因是歐洲央行(ECB)行長德拉吉(Mario Draghi)聲稱ECB會竭盡所能挽救歐元，並於未來數周商議及落實購買西班牙和意大利國債的方案(可能透過發出銀行牌照給救市基金ESM，再讓基金購入債券。未幾更傳出度假中德國總理默克爾(Angela Merkel)支持方案的說法，令市場風險胃納回升。

市場現今仍處於半信半疑的態度，因為德國央行行長魏德曼(Jens Weidmann)依然堅決反對買債。但最後ECB議會投票，仍可能以大多數同意相對德國的單一反對票通過。

法意西政治經濟唇亡齒寒

分析事件的關鍵，主要為意大利總理蒙蒂(Mario Monti)公開表示對歐債處理的不滿，認為德國乃歐元最大受惠者，意大利付出的高息正在補貼德國的超低孳息，國債市場嚴重地喪失功能，歐元區各國的分歧將促使歐元解體，所以問題必須盡快解決。

假設歐債危機持續，法國將會繼意大利及西班牙後，成為第三個受攻擊的歐洲經濟大國(法、意、西乃歐盟第二、第四及第五大經濟體系，佔區內總GDP的37.2%)，所以政治和經濟上這三國唇亡齒寒，同仇敵愾。如果國債孳息率持續在高水平，國家財政壓力必愈大，經濟必愈受打擊，民選政治領袖最後必然下台，新上場的必然是反緊縮，反歐元，甚至反德國的政黨。

德國雖然是歐債危機的受惠者，但假如歐元區各國進入蕭條狀態，德國作為出口主導國，最後也必然不能倖免於經濟衰退的下場。解讀蒙蒂和西班牙總理拉荷義(Mariano Rajoy)最近的公開言論，似乎兩國的忍耐已經到達臨界點，她們極有可能以脫離歐元區作為最終王牌，迫使德國同意買債。默克爾的語氣軟化似乎暗示了德國有讓步的可能性。只要市場相信ECB有能力無限量地從市場購入窮國債券，投機者必然立刻將資金由

低孳息，低風險的德國和美國債券調回至較高風險的資產，例如歐豬債券和股票。

最近兩星期股市的反彈，似乎主要受淡倉平倉所帶動。筆者估計新資金仍未流入股市，而基金的現金平均水平應該仍然偏高。ECB在9月開會，能否取得歐盟各國支持新救市方案，將會是股市極重要的一個轉捩點。成功，股市短期將會繼續亢奮；失敗，股市將會再次墮進深淵。所以投資者要注意9月股市會否出現反高潮。

對沖基金受制於政治市

最近有消息報道，大型的美國宏觀對沖基金Moore Capital將20億美元資金(佔基金25%)退回給投資者，因為基金主持人Louis Bacon認為環球市場缺乏投資機會及流通量變少，大部分升市都集中在低成交量的轉角位，之後市場動力及趨勢就無以為繼，回報於是變得不吸引。他的宏觀基金今年頭7個月只上升1.6%，遠低於標普500指數同期的9.7%。

其他神級巨無霸宏觀對沖基金如美國的Bridgewater Associates及英國的Brevan Howard同期也下跌了2.1%及1.3%。股市變得難賺錢，主要是系統風險令市場行為處於長期不穩定(Consistently Inconsistent)的狀態。

系統風險的出現是由於歐債危機一直被拖延，歐英政府政治行為令基金沒法作出中長綫的投資策略。缺乏明顯的市場和行業趨勢，所以無法作出大投注，以致神級對沖基金也爭取不了表現。

遠的不說，筆者身邊很多對沖基金朋友今年都寧願多持現金，或將資金投進有固定回報的公司債券，因為在股市中不小心踩中幾個民企地雷，連辛苦耕耘得來的微薄回報都立刻報銷。從樂觀方面看，正因為大部分基金都已經處於半放棄或防守狀態，所以ECB一旦真的能無限量買歐債，股市爆升的力度一定不可小覷。FM

從樂觀方面看，正因為大部分基金都已經處於半放棄或防守狀態，所以ECB一旦真的能無限量買歐債，股市爆升的力度一定不可小覷。