

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。  
曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。  
筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011



## 跌市元兇

環球股市自2月2日起出現大震盪，美國三大指數及恒指3天內基本上將1月份的升幅完全抹去。事緣：美國公布1月非農就業增長達20萬份，高於預期的18萬，時薪更按年度化增長達2.9%，乃自2009年初最高。消息令市場感到加息步伐會加速，令美國債息急升（即債券價格急跌），10年國庫債券孳息率應聲穿破2.8厘。

新債王DoubleLine Capital的創辦人岡拉克（Jeffrey Gundlach）曾於2017年1月聲稱，假如10年國債升穿3厘，已長達30年的債券牛市將會結束。債市大跌，加上通脹期望升溫，美股於是急促調整。恒指在1月大幅上升了9.9%，而標普500指數也不遑多讓，上升了5.6%。投資者累積了巨大盈利，所以於跌市時趕快拋售鎖定利潤。

### 衍生工具程式買賣惹禍

外電報道解釋了為何調整急促及波幅巨大的原因。過往數年由於追蹤標普500指數波幅的恐慌指數（VIX）長期處於低水平（甚至漸進式

下降），令市場推出了很多沽空該指數的逆向產品，包括交易所買賣票據（ETN）。很多對沖基金買入這類產品或者直接拋空VIX期指，而同一時間買入標普500指數股票或交易所基金，作風險平價（Risk-Parity）交易。

但當市場急劇下降，VIX指數急升，迫使很多利用程式買賣風險平價的對沖基金自動拆倉，即買入VIX期指/賣出逆向VIX ETN及同一時間拋售股票。瑞信其中一隻規模達19億美元（代號XIV）的逆向拋空VIX ETN，2月6日一天內下瀉了92.6%（截至2018年1月底曾經按年上升了106.7%），並且立即宣布需要關閉該ETN。估計可能因為平倉不及，造成資不抵債所致。

CNBC事後訪問了多位對沖基金名宿，包括Icahn Enterprises的Carl Icahn及Omega Advisors的Leon Cooperman，他們均歸咎異常的槓桿衍生產品及程式買賣造成市場大震盪。後者認為，今次市場下跌跟經濟基礎沒有關係，他聲稱「經濟表現轉佳，盈利表現也轉佳」。他且要求「監管者必須對付那些摧毀市場的瘋

狂投資工具」。

### 基本面佳 股票牛市持續

股市大幅回調，投資者最擔心的是牛市是否已經終結。息口上揚，債券牛市可能已經終止。但利率上升並不代表股市一定回調，令股市回落通常是高通脹，因為高通脹會蠶食企業利潤。假設通脹維持在溫和水平（例如2%以下），加息步伐按部就班，企業盈利保持增長，及市場槓桿未達危險水平，牛市應該可以持續。■



假設通脹維持在溫和水平（例如2%以下），加息步伐按部就班，企業盈利保持增長，及市場槓桿未達危險水平，牛市應該可以持續。