



祝振駒

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/ramondj2011

股滙雙狙擊

恒指年初至今（21日）下瀉15.39%，港元兌美元滙價在數日內，由7.7602下滑至7.8273低位。本周三（20日），市場充斥着1998年亞洲金融危機重臨的恐懼。很明顯的是，中國經濟放緩，政府及企業負債比例增，人民幣貶值及資金外流壓力，貨幣政策效果減弱，一連串問題令中國及香港成為國際對沖基金狙擊的目標。

狙擊手棄CNH轉沽港元

內地股市封閉，外資無法拋金，於是由年初開始部署沽空相對開放的離岸人民幣（CNH），使其滙價於4天內貶值2%至每美元兌6.7。由於離岸人民幣並不直接影響內地金融系統，人民銀行於是透過大幅挾息將拋空成本提高，將大部分沽空者趕走。殊不知狙擊手鏖而不捨，轉為拋空港元。

由於香港金融市場乃完全自由開放，外資要狙擊香港市場，一般最常見的是，透過拋空股票及期指，或購

入認沽期權。碰上中國經濟放緩，人民幣滙率出現貶值趨勢，狙擊者可以透過買入離岸人民幣及香港滙率調期結構產品，將沽空部位大幅放大。市場上傳出有一年期合約將港滙定在7.9，離開金管局定下的弱方保證7.85範圍。表面看，似乎有投資者在賭港元會脫鈎，但實際上只要遠期合約的港滙繼續轉弱，狙擊手便可以在中途止賺套利。

此外，由於資金往外流，銀行系統結餘減少，銀行同業拆息（HIBOR）於是趨升，狙擊手可以透過HIBOR的利率調期結構產品，賭利率上升。港滙只要觸及7.85，金管局便必須出手沽美元及買港元支持滙價，到時港元流動性更急促少，利率必然被抽高。因為結構性產品具有極高槓桿性，只要滙率及利率稍為變動，便可能產生極大利潤。當滙率轉弱及利率趨升，又會對股市帶來惡性循環影響。

香港銀行結餘由1998年底的25

億元，增至2015年底的3,713億港元（+147.5倍）。外滙基金總資產則由1,181億美元，增至4,429億美元（+2.75倍）。同期，環球對沖基金規模則由3,750億美元增加至2.9萬億美元（+6.7倍）。

藉唱淡言論製造恐慌

高盛估計，香港需要有3,000億元流走，港滙才會貶至7.85。而港滙跌至7.85，利率（3個月HIBOR）才有機會抽升至亞洲金融危機的水平（1998年全年平均為8.44%）。1998年及2008年美國聯儲局平均利息為5.42%及2.1%，現在只有0.5%。要將3個月HIBOR挾高至2%以上已非容易，2008年10月金融海嘯之際，HIBOR最高也只是4.4%。

由於人民幣及股市轉弱已成趨勢，狙擊手透過媒體公開唱淡，製造更多市場恐慌。彭博新聞最近一篇報道，認為人民幣今年應該貶值50%以上。去年8月人民幣一次性貶值2%已經對國際金融市場造成極大震盪，假如人民幣一年內貶值50%，將會帶來環球金融災難。以中國目前的國力及外滙儲備，根本不可能容許這種貶值發生。■

“中國經濟放緩，政府及企業負債比例增，人民幣貶值及資金外流壓力，貨幣政策效果減弱，一連串問題令中國及香港成為國際對沖基金狙擊的目標。”