

充滿黑天鵝的世界

一個資產價格愈穩定，投資者便會利用槓桿建立的倉位作利差交易，但參與者愈多，利差減少，投資者只好增加倉位去維持收益，當市場逆轉時帶來的損失非常驚人。

王家其

翹騰投資管理董事及風險管理官
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。



黑天鵝事件是風險管理中的一個重要概念，由於發生機會率低，故往往掉以輕心，但實際發生的影響卻遠高於預期且殺傷力強。如2008年雷曼兄弟倒閉，一家超過100年歷史、世界首屈一指的投資銀行，2007年的盈利超過70億美元，不到一年便倒閉，令人難以置信。

此外，1987年10月19日美國股災，當天美股暴跌20.5%。數學上當天的跌幅為20個標準差，以**正態分布 (Normal Distribution)**，見112頁**財經詞彙**來計算概率為 2.75×10^{-89} ，與零無異，但卻發生了。過去一年，市場亦發生不少黑天鵝事件，如1月15日瑞士法郎跟歐元脫鈎，有趣的是在一星期前，瑞士央行官員還公開說瑞郎會維持兌1.2歐元這個上限，但不到一星期便脫鈎，可見這隻黑天鵝是如何的出人意料。

由於瑞郎過去兩年一直穩定在1.2歐元以下，加上利率低，不少投資者利用瑞郎作利差交易。這個現象金融學內稱為**不穩定假設 (Instability Hypothesis)**，見112頁**財經詞彙**，即穩定帶來不穩定。原因是一個資產價格愈穩定，投資者便會利用槓桿建立的倉位作利差交易，但參與者愈多，利差減少，投資者只好增加倉位去維持收益，當市場逆轉時帶來的損失非常驚人。瑞郎脫鈎後，不少外匯交易商倒閉，花旗銀行及德意志銀行亦宣布各自虧損了1.5億美元。

另一隻黑天鵝是油價的大跌。不久前不少投資者還相信資源價格在中國的強大需求支持下只會不斷上升。但全球供應在美國頁岩氣及頁岩石油的帶動下上升了2.2%，故油價跌是供應問題，不是需求問題。

第三隻黑天鵝是人民幣匯率。人民幣

在過去一年下跌了3%，已打破了人民幣只升不跌的神話。加上近期不斷傳出有關內房的打貪報道，令不少內房公司的債券價格下跌，槓桿交易令投資者承受巨大損失。

全球利率為最大黑天鵝

筆者覺得，這刻最大的黑天鵝是全球利率。聯儲局去年10月停止量化寬鬆措施(QE)，傳統智慧預測當聯儲局停止買債，減少需求，債券價格應該下跌，利率向上。但事實上美國30年國債的收益率從2014年年初的4厘跌至去年底的2.75厘。去年美國長債指數(20年以上)上升了20%，高於標普500的回報。現在很多國家債券的收益率已是負數(見表)。

經濟學教我們利率是循環的，故低利率只是暫時現象，不會長久，好像黑天鵝是稀有動物，並不常見。但現在全球經濟體愈來愈日本化，失去經濟動力，政府亦失去民心，難以制定有利於增長的政策，只能以寬鬆貨幣政策來支持經濟，令利率低處未算低。

也許將來世界零利率及負利率才是新常態，就如歐洲人到了澳洲才發覺黑天鵝原來極之普遍。在現今利率環境下，任何相對比較高收益的資產都會大受歡迎。當利率不斷創新低，也許香港樓價及房託會持續高企。**FM**

主權債券收益率

地區	2年收益率(厘)	10年收益率(厘)	30年收益率(厘)
美國	0.47	1.74	2.31
英國	0.35	1.42	2.12
法國	-0.10	0.57	1.44
德國	-0.18	0.34	1.01
瑞士	-1.00	-0.09	0.52
日本	-0.01	0.28	1.29
香港	0.34	1.34	N.A.

資料來源：筆者提供，截至周四(29日)