

2016年1月29日

高級經濟研究員戴道華

知己知彼，沉著應變

今年以來，人民幣和港元蒙受貶值壓力，令兩地監管者對是否出現投機衝擊格外關注。近日，國際知名的投資人和對沖基金經理 George Soros 和 Bill Ackman 高調發表看淡中國經濟和人民幣的觀點，令市場參與者和監管者更加關注其有沒有沽空人民幣乃至港元。從中、港防範風險的角度出發，了解這兩大投資者會有助人民幣和港元的防衛。

索羅斯

索羅斯是傳奇式的對沖基金經理，他於 1969 年創立索羅斯基金管理公司，在其橫跨 40 年的投資生涯年均投資回報超過 20%，是對沖基金界最能賺錢的基金經理之一。他於 1973 年成立並管理量子基金，該旗艦基金著名投資案例包括 1992 年阻擊英鎊，最終迫使英倫央行棄守英鎊匯率，索羅斯個人進帳據報逾 10 億英鎊計。在 1997 年至 1998 年期間，量子基金和老虎基金（資產規模當時以後者為大）作為對沖基金的領軍者成功衝擊了亞洲許多貨幣，之後對區內碩果僅存的港元發起最後衝擊，在特區政府動用千億港元進入股市和匯市干預、俄羅斯債務違約引發 LTCM 危機下才無功而返。

其實自 1989 年起，索羅斯已逐漸淡出基金的日常管理，另聘投資高手。量子基金的最大挫折發生在科網股泡沫中。在 1999 年上半年，量子基金其實是看淡科網股的，但形勢不饒人，量子基金被迫轉航，加入科網股狂潮。在約半年時間裏也錄得不俗回報，但在 2000 年 3 月中科網股泡沫爆破後，量子基金沒能迅速退出，從而錄得巨額虧損。加上客戶贖回，量子基金的資產從逾 200 億美元降至約 70 億美元，量子基金經理請辭，索羅斯重掌基金運作，並改名為量子捐贈基金（Quantum Endowment Fund），基金運作轉為低風險/低回報模式，以便獲得穩定的收入以支持索羅斯的慈善事業。

後至 2011 年，由於後金融危機的改革當中美國證監會要求符合條件的對沖基金限時在證監會註冊，而索羅斯不願意這樣做，因此決定把投資退回給外來投資者，索羅斯基金管理公司成為完完全全的家族資產管

理公司 (Family Office)，只管理其家族資金。至 2015 年 1 月，索羅斯宣佈全面退休。

據此，儘管索羅斯看淡中國經濟和人民幣，但相信難以複製衝擊英鎊和亞洲貨幣一樣的成功，原因包括：索羅斯基金的規模自 2011 年後便不再披露，但相信目前介乎 250 億至 300 億美元，而在 1998 年衝擊港元聯繫匯率時，其總資產約為 220 億美元。同樣的資產規模在中國乃至全球金融市場規模比 1998 年大得多的今天要達到同樣的衝擊效果是不可能的。另外，量子基金當年動用十倍至數十倍槓桿比率的行為在經歷金融海嘯後去槓桿的今天，這種以小博大的衝擊方式也難以重演。還有，索羅斯基金目前的投資取態保守，有約一半的資產是投資於其他對沖基金，相信不能在衝擊人民幣上孤注一擲。最後，當年的衝擊有很多其他投資者跟風操作，但相信目前索羅斯難有相同的動員能量，先不說其基金規模在 1998 年位居全球對沖基金界前列，2000 年初曾一度登頂，但今天就只能排在三十位開外，更不用說全球對沖基金界近年的表現和回報不佳，也難以作出單一的高槓桿協同攻擊。

Bill Ackman

如果說索羅斯是過去式，Bill Ackman 則是現在式，他仍是活躍的對沖基金經理，管理著 Pershing Square Capital Management，該基金公司投資有高度集中的特點，即單一基金、單一組合。Ackman 在匯率方面同樣高調，如 2011 年其基金高調地押注港元聯繫匯率脫鈎、港元兌美元升值，通過直接買入港元、通過 Carry Trade 買入港元和買入港元認購期權來賭港元聯繫匯率最遲於 2015 年脫鈎。當然，這一注並無結果，惟其成本也不大。

嚴格來說，Pershing Square Capital Management 主要是一隻股票基金，港元相信是其少有的涉足匯率的宏觀對沖交易。Ackman 看淡中國經濟和人民幣，在其近日向投資者發出的 2015 年度投資函裏有較為詳細的披露。儘管高調，但相信他對人民幣匯率穩定構成的威脅反而相對有限。

首先，2015 年是 Pershing Square Capital Management 歷史上表現最差的一年，回報是 -20.5%。其管理資產跌至約 150 億美元，在全球對沖基金界排在六十位開外。這已決定其能量和動員跟風的能力是有局限的。其次，其主要是股票基金，投資失利也主要是在股票之上。那麼在未必擅長的宏觀對沖交易方面它能起到的影響相信也會有局限。

根據其年度投資函的披露，Ackman 沽空人民幣和沙特 Riyal 兩隻貨幣，來作為中國經濟、中國股市和國際油價發生黑天鵝事件的對沖交易。這與其 2011 年買入港元是一致的，即賭固定匯率不可維持以圖獲取天量回報，因為港元是聯繫匯率，沙特 Riyal 與美元掛鈎，人民幣則是有管理的浮動匯率。這一交易雖然 Ackman 認為是對沖交易，但其實與他的主要是美國和加拿大股票投資組合並沒有直接的關係，唯一有對沖影子的是其股票長倉，貨幣則淡倉，更像是其再涉足匯率宏觀對沖交易。

在 2015 年 8.11 匯改前兩天，Ackman 開始建立較大名義規模的人民幣淡倉，工具是直接購買人民幣認沽期權，以及認沽期權價差（Put Spreads，即沽售更遠期限的期權，用所得期權金買入目標期權，以降低成本）。其建倉未完，8.11 人民幣就一次性貶值 2%，之後貶值壓力持續，Ackman 在 8.11 之前建立的人民幣短倉當然有不俗回報，但他也被迫在高價位建立餘下的倉位。不過，人民銀行和沙特金管局的持續干預限制了其淡倉的利潤。在其股票組合損失巨大的同時，這一匯率宏觀對沖的利潤不足以彌補，故整個基金的回報仍跌兩成。時至今日，相信 Ackman 仍然持有人民幣和 Riyal 的淡倉。以此看來，儘管高調，但由於他使用的是期權，並沒有直接沽空人民幣，那麼相信他對人民幣匯率穩定的影響也相對有限。

港元和人民幣的自衛

綜上所述，索羅斯和 Ackman 雖然高調看淡中國經濟和人民幣，但相信能夠造成的壓力應該可控，而且對手在明處，也較容易防守，倒是其他低調的投資者更為值得留意。

港元實施的聯繫匯率制度是一種貨幣發行局制度，簡單透明，其根基是貨幣基礎的流量和存量都必須得到外匯儲備的十足支持。目前，香港外匯儲備為 3588 億美元，為亞洲第五大、全球第七大，而港元貨幣基礎則為 1.6 萬億港元，外匯儲備是其 1.7 倍，足夠覆蓋有餘。香港是國際金融中心，股市總市值約有 24 萬億港元，銀行業總資產有 19.4 萬億港元，M2 有 11.5 萬億港元，相比之下，3588 億美元外匯儲備只是一個小數目。

但在貨幣發行局制度下，如果外來投資者從股市撤出、港人也拋售港元換取美元等，金管局是不會主動用外匯儲備進行匯市干預的，只有在港元兌美元匯率觸及 7.85 港元兌 1 美元的弱方兌換保證時，金管局才會被動地進行無限量的干預，買入港元，釋出美元。這時，每一筆干預都會令港元貨幣基礎有等值的收縮，當港元流動性趨緊後，港元利率便

告上升，如果資金具規模流走，港元貨幣基礎具規模收縮，港元利率便會顯著升至高於美元的水平，這時，儘管市場上不乏看淡者，但也會有看好者，只要他們認為港元聯繫匯率不會變，那麼買入港元就可以賺取可觀的無風險息差，最終資金會重新流入，匯率得以穩定。在這樣一個自動調節機制下，當港元利率高企時，香港經濟和資產價格無疑要承受較大壓力，但只要政策取向堅定不變，港元的自衛能力是毋庸置疑的。

人民幣的匯率機制則是有管理的浮動匯率。中國目前持有 3.3 萬億美元的外匯儲備，為全球最大，但同時中國的基礎貨幣有 28.0 萬億元人民幣（2015 年第 3 季末），外匯儲備不足以全部覆蓋，另外滬深股市市值加總仍有 39 萬億元人民幣，債市規模有 48 萬億元人民幣，M2 有 139 萬億元人民幣。2015 年中國官方外匯儲備全年減少了 5127 億美元。而基礎貨幣的下降則是在第 2 季才開始，至第 3 季減幅為 1.6 萬億元人民幣，這就是說匯市干預以穩定人民幣匯率在基礎貨幣被回收之前就已經開始。

今年，中國要在幾條戰綫上同時迎戰：中國經濟有下行壓力，人民幣有貶值壓力，股市有下行壓力，債市除了主權類級別外也有下行壓力，只有樓市是相對穩定並上行的主要資產類別。如果能夠同時有效應對固然最好，否則就要有所取捨。人民幣匯率貶值雖然可以有助於經濟增長，但對其他資產類別就會有影響，另外也會影響貨幣政策調控經濟的能力。外部如索羅斯和 Ackman 看淡人民幣固然會帶來一定壓力，但由於中國金融體系的規模龐大，要更加留意的是內部資金外流的壓力和影響。

根據傳統智慧，外匯儲備最低安全綫水平為至少要能覆蓋 3 個月進口和所有短期外債。目前中國 3 個月的進口值約為 4900 億美元，全國全口徑短期外債餘額約為 1.2 億美元，那麼 3.3 萬億美元外匯儲備是 3 個月進口和所有短期外債總和的 1.9 倍，足夠覆蓋有餘。但 IMF 近年也提出了另外一個標準，即如果是銀行業規模較大和資本帳高度開放的新興市場，外匯儲備應該要達到相當於 M2 的 20% 的水平。3.3 萬億美元是在該水平之下。對於該標準是否適用於中國存在分歧，但它揭示的是如果中國本身的資金由於各種原因具規模地外流，對人民幣匯率穩定的影響或會大於外部任何的投機行爲。那麼穩定內部對人民幣匯率的預期或者才是關鍵。另外，必要時可能要在資本帳管理上著手。