



二零零八年十一月

另類投資經理面對嚴峻環境

另類投資經理往往強調他們所使用的策略主要依靠他們的選股、選擇買賣時機或者獨有的統計模型等專長去獲取回報。因此，投資組合的回報跟傳統資產類別例如：股票、債券的相關性很低，可以為投資者分散組合的風險。

但是，2008年另類投資整體來說卻是和股市一起下跌。HFRX環球對沖基金指數的顯示，截止2008年10月底，對沖基金的跌幅是22.18%。為甚麼今年對沖基金未能發揮的分散風險的功能呢？

事實上，今年的投資市場環境起了很大的變化。當中有些轉變更對一些另類投資的策略的運作造成障礙，可以說今年的投資環境對另類投資經理而言是十分嚴峻的。下列幾項是今年的投資環境的轉變以及它們對另類投資策略的影響。

1. 信貸收縮 – 銀行的資本萎縮，它們需要收緊信貸減低損失。這令依賴借貸為投資組合提供槓桿的投資經理難以獲得資金。
2. 禁止沽空個別股份 – 早前各國紛紛禁止沽空金融類股份。這剝奪了證券長短倉、宏觀策略等另類投資經理透過沽空金融獲利的機會。沽空了這類股份的經理更可能被逼平倉。
3. 企業及高息債券市場停頓 –
4. 投資者的風險胃納大降 – 面對投資者大量贖回，而一些投資產品的流動性急降，投資經理被逼以低價沽出手上的資產提升現金的水平應付贖回的需要。

在這樣困難的情況下，大部份的另類投資策略都出現了虧損，一些另類投資基金更因為嚴重虧損、投資者大量贖回等原因而倒閉。但是，仍有一種策略的表現不俗，它就是管理期貨策略。一些管理期貨策略經理在2008年仍有雙位數字的增長。

為甚麼管理期貨策略在這樣惡劣的環境下仍有好表現呢？

一般來說，他們在有下列幾個特點令他們較小受以上所講的轉變影響。

1. 不需透過借貸提借槓桿 – 他們進行的期貨/期權的買賣本身就有槓桿成分，並不需要借入資金才可達致槓桿的效果。
2. 期貨市場未有禁止沽空的問題。
3. 流動性仍足夠 – 管理期貨的經理限制他們的組合只可投資在有足夠成交量讓他們進行持倉及平倉的交易，這會減少他們面對的流動性不足的風險。

在此，我們必須強調以上是一般的情況，個別投資經理仍可能會透過借貸增加槓桿效果或投資到成交量比較小的市場。投資者應按個別基金的策略衡量風險。

現時，信貸收縮、贖回潮、風險胃納偏低和一些投資產品的流動性偏低的情況仍然持續，它們將繼續影響另類投資的回報。一些投資經理認為現時的不少的資產價格是偏低的，這為他們提供投資的機會。但是，我們認為在資金壓力以及資產價格法續下滑的影響下，仍會有另類投資經理倒閉的問題。所以，我們認為投資者仍是將資金投放到歷史較長又曾經歷跌市考驗的基金之中。另外，我們亦預期管理期貨相對其他策略的優勢仍會持續。

美國：負面

2008年10月，道斯工業平均指數暴跌14.06%，標準普爾500指數也下瀉了20.15%，而納斯達克指數就大跌17.35%。美國股市仍企於十月份的低位之上，金融企業倒閉的危機在政府的注資計劃之中稍有平息。但是，倒閉風潮卻已擴散到金融和房屋之外的其他行業上。這方面的例子包括三大車廠通用汽車、佳士拿和福特正尋求美國政府注資，美國第二大的電子產品零售商Circuit City已經申請破產保護，而國際郵遞服務公司DHL亦宣佈了結束美國業務的計劃。這顯示金融市場的問題終於通過就業、信貸等環節影響當地的消費。股市現時雖然可能從恐慌性拋售的低位反彈，但美國的實體經濟仍將進一步下滑，股市亦難言見底。

歐盟：負面

歐洲股市同樣大幅度下挫，法蘭克福 DAX 指數下跌 14.46%，巴黎 CAC 指數下挫 13.52%，而富時 100 指數就錄得 10.71% 的跌幅。歐盟和德國同樣在 2008 年第 3 季確認出現經濟衰退，看來這是環球經濟衰退的序幕。同樣，歐洲股市亦是在尋底。

日本：負面

日經平均指數下跌 23.83%。日本也在 2008 年第 3 季正式進入經濟衰退，這個季度日本的國內生產總值按季下跌 0.1%，而上季的數字就下跌 0.9%。隨着環球需求轉弱加上近日日圓匯率在去槓桿化的環境下持續強勢，日本一直依賴的出口亦明顯下跌。經濟陷入衰退加上外圍環境仍不利，我們維持日本市場仍看淡的態度。

中國：負面

上月，恆生國企指數暴瀉 27.120%。面對出口萎縮的問題，中央政府亦推出了加大基建投資和刺激內需的政策以免經濟大幅放緩。中央預期這些措施將可在未來兩年帶動約 40,000 億人民幣的資金投入，這個數字相當於中國 2007 年的國內生產總值的 17.5%。龐大的政府開支有助維持中國的經濟增長，國內的股市亦出現了反彈，但是，對本港的投資者來說，在本港上市的中國企業仍會受外圍市場的負面影響。

香港：負面

恆生指數亦跟隨美國大跌，錄得的 22.47% 跌幅。近日，香港的經濟和股市都是跟隨外圍走勢。這樣的情況相信仍會繼續。

新興市場：負面

上月，我們指出市場對新興市場政府的信貸風險引起了投資者的憂慮並令新興市場的股市、匯市都出現拋售潮。過去一個月，這個情況亦有改善，好幾個國家都獲得國際援助。國際貨幣基金向匈牙利、烏克蘭、斯洛文尼亞和巴基斯坦提供了貸款。美國亦向南韓、墨西哥、印尼和新加坡提供每個國家 300 億美元的外匯掉期，透過這個協議這幾個新興國家可獲得美元應付短期外債。這些援助有助他們的政府財政，減輕它們的政府的財務危機。但是，對於維持經濟增長和企業盈利的幫助不大，新興市場股市仍會受壓。

債券：中性

各主要國家的中央銀行在經濟陷入衰退、通漲大幅回落的情況下，大力削減利率。10 月份，英倫銀行減息 1 厘，而歐洲中央銀行就減息 0.75 厘。不過，政策息率下降並未帶動企業債券的息率。原因是投資者憂慮經濟持續惡化，企業破產、違約的問題會繼續上升。我們認為現時仍以低風險的政府債券較適合作資金的避難所。

商品：稍稍正面

商品價格在美元持續偏強的情況下未能回升。黃金價格約在 700 美元一盎司的水平徘徊，原油價格更在經濟衰退的陰影下跌破每桶 60 美元的水平。去槓桿化和投資者避險情緒高企的情況仍然持續，美元仍看受惠而持續強勢，商品價格預期仍會受壓。

對沖基金：稍稍負面

正如本月的市場評論所述，對沖基金本年的表現不佳。10 月份，HFRX 環球對沖基金指數下跌 9.35%。數個策略更錄得雙位數字的單月跌幅，其中 HFRX 可換股套戩指數下跌 34.68%，HFRX 相對價值套戩指數下跌 14.11%，而 HFRX 危難證券指數就下跌 11.69%。

給投資者的建議

投資市場在經濟衰退的陰影下仍是十分波動。近日無論是經濟數據或者企業的消息都是偏淡，這進一步推動了投資者的悲觀情緒。但是我們必須重申股市已經下滑 50%(主要市場)至 80%(新興市場)，很多的不利因素已經在股價下跌之中反映。雖然經濟的情況難以在短時間內扭轉，我們仍維持股票市場已經進入值得逐步吸納的水平。

重要聲明:

本文件所提供的資料僅供安達理財(亞洲)有限公司和安達資產管理(亞洲)有限公司之客戶或準客戶享用。文件所載的資料及任何意見，並不代表本公司以主理人或代理人身分邀請或提請任何人士購買或沽售任何證券或理財產品，或提供任何投資意見或服務。本文件內對各理財產品及證券之描述並不適用於所有國籍、區域之人仕。任何人士如欲購買本文件描述之產品及證券或作出任何投資，需自行負責查證其所在地域的法律是否容許其瀏覽此文件及/或使用有關服務。

證券投資涉及風險。證券過往之表現，並不能等同或顯示其將來之表現。若有疑問，應在作出任何投資決定前向閣下之理財顧問尋求專業意見。

雖然本文件提供予閣下的資料，均來自本公司認為可靠的來源資料，或以此等來源為根據，但本公司不能亦不會就任何資料或數據的準確性、有效性、及時性或完整性作出任何保證。對於本文件之內容，或因本文件的資料不全、錯誤及遺漏而對瀏覽者造成之影響或任何因瀏覽本文件所產生之後果，本公司概不負責。

如對我們的服務有興趣或有任何意見，請電郵至 servicing@arcadia-asia.com。一切資料絕對保密。

安達理財(亞洲)有限公司

安達資產管理(亞洲)有限公司

地址: 香港銅鑼灣禮頓道 77 號禮頓中心 14 樓 1404 及 06 室

電話: (852) 2114 8488 傳真: (852) 2114 0777