

從長期資本管理公司興衰 看傲慢如何令巨頭崩潰

黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

上星期美股大瀉，持續兩天共跌10%的景象，綜觀整個美股史上亦十分罕見。市場恐慌指數跳躍至超過40。美國增加關稅此舉，令人回想起香港一名知名藝人在電影內形容自己一個人已將其他數十人重重包圍。究竟如何做到？筆者不得而知。筆者亦想起美國一個非常著名的事例。長期資本管理公司（Long Term Capital Management，簡稱LTCM）於1994年由一群金融天才創立，包括諾貝爾經濟學獎得主羅伯特·默頓（Robert Merton）和邁倫·斯科爾斯（Myron Scholes）。他們憑藉高深數學模型與對市場深刻理解，開發出精密交易策略，專注於美國國債市場買賣交易業務。

LTCM利用低風險套利策略，在債券市場中捕捉微小價差，迅速累積巨額利潤，成為華爾街頂尖對沖基金。其成功一度讓它傲視群雄，彷彿金融食物鏈頂端掠食者。但這種自負與近乎壟斷的地位，激發起其他投資銀行的危機感與野心。這些競爭對手

開始尋求戰略聯盟，試圖削弱LTCM霸權。1998年，俄羅斯債務危機成為導火索，LTCM的高槓桿操作使其無法承受市場波動，在佔有超過60%美國債持貨時，其他銀行和基金拒絕與其合作，導致LTCM找不到買家，最終被美聯儲調下接管其資產，LTCM徹底崩潰，成為金融史上最大教訓。這場由天才引領卻因傲慢而墜落的悲劇，凸顯過度自信與風險管理的致命缺陷。

特朗普與LTCM作風驚人相似

特朗普上星期剛出爐的關稅政策，與LTCM的興衰有諸多具體相似之處。特朗普以自我為中心的態度，將關稅作為武器，試圖壓制他國經濟，例如對中國商品加徵高關稅、對歐盟鋼鋁產品施壓，甚至威脅墨西哥以迫使其配合邊境政策。這與LTCM利用高槓桿壟斷債券市場的霸道作風如出一轍。兩者皆展現傲慢與對風險的無視：LTCM無視市場波

動性，特朗普則無視關稅引發的供應鏈斷裂與企業成本上升，甚至乎自身美國通脹之風險。如今，美國國內物價因關稅攀升，通脹壓力加劇，類似LTCM因槓桿過高而難以應對突發危機。

此外，特朗普政策導致盟友疏遠，如歐盟與日本轉而簽署自貿協定，這與LTCM被銀行和基金聯手圍剿的結局相呼應。特朗普常批評他國操縱貿易，卻忽略自己才是關稅戰的始作俑者，這種自相矛盾與LTCM高層盲目自信如出一轍。剛過去周末以自由年初開始，抗議活動頻發、製造業裁員增加，皆顯示美國經濟正因此場自我中心導向的貿易戰而陷入困境，與LTCM最終崩潰的路徑驚人相似。

孤立他國 或反促多國聯盟反制

面對美國的保護主義，中國與其他國家正探索策略性聯盟，以減輕關稅衝擊並尋求替代方案。自2020年特朗普首個任期結束後，各國已預見美國可

能進一步孤立，於是展開四年準備。中國尤其積極，例如通過加強「一帶一路」與亞歐國家的貿易紐帶，推動人民幣結算以降低美元依賴，並加速半導體與新能源產業的自主研發。

此外，中國與東盟深化RCEP合作，並與歐盟維持投資協定談判，為可能的貿易轉向奠定基礎。其他國家如印度和巴西，也開始多元化出口市場，減少對美國的依賴。這些舉措顯示，各國或許有意在未來形成更緊密的經濟合作網絡，甚至可能探討類似零關稅區的構想，以分散美國政策帶來的風險。雖然短期內各國經濟仍會受損，但四年準備已讓它們具備一定韌性。為應對美國的孤立或於未來幾年加劇，中國正持續擴大內需並強化區域聯盟。若這種趨勢延續，全球貿易格局可能逐步轉變，美國則因自大與短視而失去部分影響力。這場由傲慢引發的危機，或許正如LTCM般，提醒世人風險管理與合作的重要性。

美新政風險溢價高 金融市場反應負面

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

隨著美國總統特朗普與其團隊公布全球對等關稅細節後，全球各地金融市場反應負面，畢竟大家明白，如此規模和力度的關稅貿易戰，最終導致全球經貿關係惡化，增長放慢甚至全球經濟收縮，都是可以預見的。



對於美國總統特朗普的「對等關稅」，投資者以「真金白銀」表達不滿和憂慮，大幅拋售風險資產。圖為紐約證券交易所。 彭博

放諸個人或企業層面，經營環境轉差，由職位增長，到收入增長，再到消費增長等，都可能由正變負數；如此一來，基於全球各地分工合作的緊密程度，對各國經濟潛在打擊巨大，難怪投資者有必要以「真金白銀」表達不滿和憂慮。投資者要有心理準備，今年內，政策不明朗的情況依然，則風險溢價必然增加，風險資產價格自然易跌難升，這個道理，本欄亦解釋過多次，此處只是再作善意提示而已。何況特朗普及其團隊不單繼續推行大規模關稅貿易戰，其就職以來的多項舉措，對於多年來的現狀，都

有翻天覆地的改變，不容易一時三刻完全消化。

風險資產之間存正相關

以往多次指出，全球各地資產價格，尤其是風險資產之間，回報率存在正相關，故此要小心，不應心存僥倖，以為美股大跌，其他資產可以毫不动摇。這一點正好呼應多次提及的風險管理，在平日風和日麗時未必太多人留意，但組合管理中，留意各種資產之間存在正相關，即使有避險角色如金價亦不例外，近日大規模拆倉亦波及金價，不算意外。

拆倉力大 波及避險黃金

無論如何，全球各地投資者紛紛減持風險資產，過程中難免波及及其他資產。這種拆倉壓力之大，即使出名是避險的黃金，亦無法完全倖免。

始終過去十多年來，受惠於量寬和超低息，金價亦與其他風險資產回報率存在正相關，意味着全球各地投資者組合中，不同的交易策略有一定的榮辱與共，水漲船高，反之亦然。當然，中長線而言，由關稅貿易戰延伸出來的經濟不景氣預測，最終會導致美聯儲減息，甚至幅度大於預期，再加上避險需求持續，以回應特朗普政策不明朗，金價整體上亦比其他資產價格回報為優。

美股未止瀉 港股難免受累

避險角色吃重的黃金亦有回吐壓力，其他股市可想而知。一如本欄預期，即使中長期港股受惠於年初推出的DeepSeek帶來估值重估，以至實現到多年來等待中的均值回歸，但短期仍受制於全球經濟增長放慢的預期。此之所以，一直強調持盈保泰的必要，別以為中長期的利好因素，可以敵過短期的沽壓。

暫時看來，美股既然並無真正止瀉跡象，港股難免有較大幅度下跌，投資者若之前沒有進行風險管理的動作，目前相對被動，至於早已留有現金者，分段買入有一定可取，但不宜一次過，因為目前形勢仍會延續好一段日子。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

盼提速確立片區發展各項細節



李婉茵 高力香港研究部主管及零售顧問諮詢

北部都會區的三個「片區開發」試點項目意向書邀請，日前截止，最終共獲得22份意向書呈交，當中不乏大型發展商、綜合企業，甚至電商物流公司參與，反應熱烈，釋出正面且積極的信號。惟意向書並未有約束力，市場預期三個月片區土地最快於本年下半年便能陸續正式招標。政府除了採納規劃意見外，環顧市況及發展商痛點，加快落實更多基建、財務及招標安排，將能更大提升市場實際入標意慾。

有別於傳統就單一用途的土地買賣，特區政府就各片區作出一定的土地用途規劃指引，有意投標的發展商需就此提交與北都發展協議相符合的發展建議，並就相關片區用地進行土地平整、基建規劃以至到及後的工程項目等等，足見其複雜性與規模之龐大，相對而言，可見其發展的前置資金需求，項目周期的長度，對發展商而言，其風險負擔及不確定性，將很大程度左右他們的投標意慾。

公私營房屋比例冀盡早公布

坊間預計就單一片區的投資便能達數十以至百億元，在環球經濟局勢不明朗的今天，確是會令投資者有所卻步，然而，市場亦就此創新的批地模式，提出不少建議，認為政府並不能以傳統的賣地政策及方式，直接套用在片區發展上，政府亦不時在公開場合認同部分新政策觀點，例如放寬北部都會區中的「公私營房屋比例」、「按實補價」的補地價政策、地價分期付款及政府作為融資擔保人的倡議，惟到目前為止，各措施均未見就實則細節有進一步的闡述。因此，建議政府能及早落實較早前針對「公私營房屋比例」的靈活安排以及土地投資可分期繳付的可行性細節，並就項目的融資安排上，可充當擔保人角色，以協助私人發展商在目前相對高息的經濟環境下，緩沖風險。

另一方面，片區發展的招標方式建議使用「雙信封」機制，除了考慮投標價格外，仍需考慮各發展商的規劃設計，以避免「價高者得」的批地模式，限制了產業的多元發展空間，背離北都倡議的初衷。在另一邊廂的規劃方案上，政府又如何批審各增長產業的布局和高低呢？市場均期望政府就制度增加更大透明度與細節，以助私人投資方能更有效評估其持續發展的可行性。

重中之中的是，北部都會區的整體發展，其面積達3萬公頃，在片區外的基建配套規劃例如北部公路、北環線及其支線等，預期完工日期均較實際設施啟用日期有所滯後，同樣是對發展商投資片區的一大障礙，增加了發展時人手以及物流的難度，建議政府在基建項目的推進上，同樣以全速配合的態度，與業界保持步伐一致，實現願景。

金融市場料進入基本面驗證階段

時富金融研究部

美國時間2025年4月2日，美國總統特朗普在白宮簽署了有關「對等關稅」的行政命令，宣布美國將對其貿易夥伴加徵至少10%的最低標準關稅，並對特定國家實施更高稅率。多國隨之推出反制措施，一場史詩級別的貿易戰正式展開。

貿易戰驟然升級 引發全球恐慌

在特朗普政府實施10%的全球標準關稅後，更嚴厲的對等關稅政策預計將於4月9日凌晨生效。中國對此迅速作出回應，宣布將對所有從美國進口的商品加徵34%的關稅；歐盟也隨之推出反制措施，進一步加劇投資者的悲觀情緒。自特朗普宣布對等關稅以來，標普500指數在短短兩天內下跌超過10%，納指更跌逾11%。根據美國個人投資者協會(AAII)的最新調查，對未來六個月股價下跌的預期在最近一周上升了9.8個百分點，達到61.9%。此為有紀錄以來的第三高水平，也是自2009年3月5

日以來的最高點。歐洲主要國家的股市同樣未能倖免，下半周累計跌幅超過7%；亞太股市亦同步大幅下挫。此外，作為華爾街恐慌指標的VIX指數飆升至45以上，單日暴漲超過50%，過去一周內更飆升近1倍，反映出投資者對未來市場走勢的極度擔憂。與此同時，油價暴跌至近四年以來的最低水平，避險資產黃金也從歷史高位回落，進一步顯示市場的悲觀情緒。

儘管當前市場情況與2020年3月的流動性危機有相似之處，例如投資者大量拋售風險資產以換取美元流動性，甚至避險資產黃金也開始被拋售，但兩者存在顯著差異，並不一定會重現當時的恐慌。一方面，市場普遍認為關稅進一步惡化的空間有限，關稅政策「攤牌」後，短期內可能會在談判中針對貿易以外的利益進行博弈；另一方面，與2020年的資訊恐慌相比，當前貿易戰已有2018年的經驗可供參考，悲觀預期已得到較為充分的釋放。

此外，從資產價格的角度來看，目前仍處於「流動性危機」的初期階段，美元指數相對穩定。值得注意的是，上周五A50指數期貨的跌幅遠小於美股主要指數，而周四亞洲地區和中概股的下行幅度也較小，這不僅反映了市場的預期分歧，還可能表明在全球市場動盪中，中國市場能作為相對安全的避風港。然而，考慮到清明假期期間內地和香港市場未進行交易，這些市場仍需要時間來消化短期內資金避險的行為。

投資者需留意動態調整投資策略

綜合而言，特朗普政府的關稅政策引發了投資者對全球經濟放緩和通貨膨脹飆升的擔憂，並導致全球金融市場的劇烈波動。短期內，市場將繼續受到負面情緒的影響，但在4月9日關稅正式落地後，市場將逐步進入基本面驗證階段，投資者需密切關注相關動態，以便及時調整投資策略。

2025年內地房地產三組關鍵詞

張宏業 中國房地產評估師，英國特許測量師，香港測量師，澳門房地產評估協會會員，粵港澳大灣區數字產業協會副會長，香港上市公司獨立非執行董事

2025年是「十四五」規劃收官之年，具有回顧前五年經濟表現和展望後五年經濟部署的特別意義。今年美國新任總統上任，開打全球貿易關稅戰。縱然中央政府調研、編寫、諮詢及公布政府工作報告前，美國對等關稅政策細則未曾發表，但是明顯地中央政府推出經濟提振措施中，已經考慮到全球關稅大增的災難性影響。

國家料加力部署支持房地產

研讀2025年政府工作報告後，筆者看出了三組房地產關鍵詞。總括來說，今年國家料加力部署房地產市場「止跌回穩」，加速整體市場包含商品住宅及商品商辦市場走完價格調整期，達到全面性復常形勢。

第一組關鍵詞是「止跌回穩」。相信穩樓市仍是未來政策大方向，過去幾年，內地持續推行措施着力支持房地產市場價格止跌回穩及交投暢旺。2023年第三季至2024年第二季，主要一二線城市房地產

市場出現二波下行運行，加劇購房者和投資界的觀望取態，影響市場成交量。有見及此，政府推行連串的寬鬆措施，包括降首付、降利息（含首套房、二套房和附加房）、全面/大量撤銷限購內容及推出人才房等等。經過近兩季政策加持，市場效果開始浮現，一二線城市交投量上升，價格回穩。

不過，2025年開年後，全國主要城市的一二手房市場壓力再次顯現，政府工作報告為回應市場擔憂，當中特別明確表態「止跌回穩」始終是房地產政策大方向。

盤活存量 助樓市止跌回穩

如何達到止跌回穩？政策層面具備什麼？第二組關鍵詞是「盤活存量用地和商辦用房，推進收購存量商品房」。經過超過四十年的持續經濟增長，內地房地產市場已步入存量市場，市民需求同樣地由基本住宿步入優化性、改善性需求，商品房由取量轉向重質局面。幾年前房地產價格未有大幅調整

前，開發商依賴貴重商品房價格及受控開發成本，就可獲取豐厚回報率，引致開發商爭搶土地，擴建新房，形成大量新房同期上市。當市場價格調整深化後，眾多城市尤其二線以下遺留大量新建及半完成房，加劇房企運營困局及致使地方政府未能成功賣地。

政府工作報告提出「盤活存量用地和商辦用房，推進收購存量商品房」這項新政策，通過政府主導的存量資產收購，形成「去庫存-穩投資-防風險」的政策效果。新政策是多功能化的；既可緩解房企負債壓力，增加保障性存貨，又能重整地方政府的資產負債表及盤活投放社會和經濟資源。

國有銀行籌集資本 助盤活存量

四月初，郵儲銀行等國有銀行發布公告表示，將透過向特定對象發行A股股票預案，合計融資或達5,200億元人民幣，用以補充核心一級資本。明顯地，這筆新增融資額未來部分用於上述存量土地

及房產盤活用途中，以緩解房企財務困境及重塑地方財政資產負債表。

好房子概念促豐富下游行業

第三組關鍵詞是「好房子」。政府工作報告提出適應人民群眾高品質居住需要，完善標準規範，推動建設安全、舒適、綠色、智能的好房子。「好房子」概念大幅豐富房地產下游行業，加添新型材料、環境保護、人工智能、智慧城建等等，助力中國下個五年經濟計劃走向高科技、人工智能、電能汽車、智能化家居、環境保護行業發展，極具多元性催化功能。

筆者完成文章時，美國政府宣布四月初分期執行對等關稅措施，全球出口活動陷入萎縮局面。中央政府早知關稅政策的巨大殺傷力，今年政府工作報告提前部署全面經濟振興和持續發展路徑，有助減低大增關稅震撼，實是利國利民的超前思維。作為內地及香港地產界中人，筆者希望內地房地產新政盡快落地，達到持久「止跌回穩」的良好願景。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。