



筆者認為沽空這個功能，其實是對市場運作是很好的幫助。資料圖片

文：陳志華

不知道是民粹主義，還是歷年來的股災，還是看神劇《大時代》太多，人們對沽空方面，總是戴上有色眼鏡看待。

首先筆者先解釋什麼是沽空？沽空是一個賭價錢會跌的方法，例如你覺得一隻股票，或者市場價錢將會跌，你就去做沽空。有些人亦都會用沽空去做對沖，例如你買了一隻美國大藍籌股票，但擔心美國大市會跌，所以就沽空了S&P ETF，這樣就是一個對沖行為。運作上是如何做呢？就是想做沽空的人，在別人手上借一些股票，通常就是問券商或基金公司，然後在市場就賣出去，收回來後他們就收了現金。但同時他們借了別人的股票，這是必須還的。如果之後股價下跌，他們就可以從市場買回來，然後收回股票之後，就將這些股票物歸原主。

即是本身10元賣出去，然後9元買回來，即是價錢低了，他們就賺了1元。相反如果股價上升的話，他們可以繼續去借這些股票，但是借貸要給予現金的，通常每年要給1厘至十多厘，看看這些股票的罕有程度。如果他們不想再借，想退回給借出人的話，他們就在市場內買回股票，而當他們在市場買回的價錢更高的話，他們就會虧損，這就是沽空操作。

而券商同基金經理，那裏有股票借給想做沽空的人呢？就在其客戶手上，當然要其客戶同意才可以這樣做。有一家券商，客戶可以參加特定計劃，客戶可以用手上的股票賺多錢，因為加入這個計劃之後，券商就會將你的股票，就借給想沽空的人，然後他們就收回出租的費用，即是這個借出費用會分一半給客戶。所以如果借貸費用是年利率10厘的話，你就賺年利率5厘。

其實給較保守國家或地區的股票市場，不可以做「沒有擔保沽空」（Naked Short Sell），例如：南韓、內地、香港、台灣、日本、新加坡等，沒有擔保沽空都是犯法的。美國就是合法的。而為什麼南韓有關當局要罰報章傳聞上的兩間跨國銀行呢？其實運作上同平時沽空的都差不多，唯一分別就是他們沒有借貸，即是手上沒有持有股票的情況下做了沽空。相反，即是股票市場上買入股票一樣，沒有存錢入去做即日鮮一樣，即是俗稱「白皮片」。

在香港進行沽空，即是法例上指的「賣空」，要守一些規則，(1) 一定在「可進行賣空的指定證券名單」的股票才可以做；(2) 必須有貨沽空；(3) 沽空提價規則（Uptick Rule）即是排隊出貨，不得直接出貨。根據香港法例第571章《證券及期貨條例》第172條「披露賣空的規定」，第(2)款違反規定，即屬犯罪，一經定罪，可處第5級罰款及監禁1年；第(3)款，任何人如僅因他的粗心大意、不小心或疏忽而違反第(1)款，則他不得視為犯第(2)款所訂罪行。證監會就在2018年12月6日，就對索羅斯基金管理（香港）有限公司因沒有抵押賣空而遭證監會譴責及罰款150萬元。

2023年11月6日南韓宣布暫時禁止股市沽空，直到明年6月底。出了這個消息後，翌日南韓綜合指數KOSPI就急升6%，近2年來最大的升幅。為什麼突然之間不准沽空，背後有什麼故事，同沽空這個行為是否一件壞事？

南韓的金融委員會的聲稱原因是給散戶和機構投資者有一個公平競爭環境，近期他們亦調查了同將會罰款的兩間跨國投資銀行，因為他們做了沒有擔保沽空。但是這件事同這兩家跨國銀行的禁止沽空，有什麼關連呢？其實是沒有什麼關連。其實是選舉臨近，而南韓成年人口有近六成是股民，而且一般



來論 | 區
個關鍵



寒柏 | 外
市？



譚鎮國 |
重塑選舉



蘇清棟 |
進步選民



崔劍 | 高
青年工作

南韓是突然之間宣布暫停禁止做沽空。雖然南韓以前試過，但當時是市場差不多出現系統性問題，他們才這樣做。例如2008年的金融風暴，當南韓綜合指數跌了55%之後，他們就禁止做沽空。去到2009年基本穩定，他們才容許大部份的沽空活動。之後到2011年的歐債危機，令到很多個月內南韓綜合指數跌了26%，他們又再一次禁止沽空，然後市場穩定了9年。去到2020年疫情開始，環球市場同南韓綜合指數在2個月內跌了35%，所以他們又禁了不可以做沽空。你見到之前的3次，是當環球市場出現很大的跌幅，有可能出現系統性問題，他們才會這樣做。但今次是2023年，南韓綜合指數升了14%，全年來說指數還是有升幅的。

所以筆者都覺得今次政策改變不關股市事，而是其他因素，是什麼呢？南韓人很喜歡炒股票，南韓有七成的交易是來自散戶，這個給香港和美國是高很多。南韓5000萬人口，每5個人有1個，即是1000萬人是有股票戶口。你試想像一下，這5000萬人，有三份一是未成年的人，所以大人來說都有買股票，而南韓最近多年氣氛，就是散戶不喜歡外國的對沖基金，同投資銀行做沽空行動，因為他們覺得這樣做會壓低股價，簡單來說就是外國勢力打爛他們的飯碗。但其實他們有這樣想法已經有幾年了。

但是這樣防止他們沽空，令到股市不再跌，做成一個虛假上升是好危險的。其實即是禁止別人賣出股票，令到股市不再跌，做成一個虛假的反彈。你禁止別人賣出股票，禁止別人沽空時，這個股市肯定不會再跌啦。但除非打算永遠不給別人再賣出股票的話，你這個策略只可以維持到，你給別人賣出股票為止。你一打開這道閘，股民出來賣出股票同沽空股票，這樣股市又會再跌。因為市場的投資者不是傻的嗎？

別人想賣是有原因，你這樣不給他賣，不等於他的原因會改變，你不給人走，別人是走不到，你一打開閘門，別人都是照走。同時會嚇壞其他人，同筆者以下說香港87股災停市4日例子一樣。本來沒有打算走的，但是看到大閘隨時會落閘的，當他重新打開，他都打算走啦。所以他們禁止沽空令到股市反彈的意義不大，這個遲早要還的。但是這個傷害性是更高的，就是對股市的長遠影響。外國投資者同南韓本地投資者，對市場信心會被這些政策打擊，因為對他們來說要一個成熟的市場，一個可以去估市場會升還是跌，亦都可以估股票之間的關係，這樣才可以令到機構投資者的alpha（Alpha即是金融風險回報給率的Alpha同Beta，Alpha意思是難得的固定收益率），而不是只是買升而已。

如果你回顧之前實行了禁止沽空之後，對南韓股市的參與率有什麼影響？坊間有研究顯示，在2008至2010年，即是金融風暴時間，外國投資者同機構，在市場的參與者真是低了好多，由30%跌到10%。就算2009年他們恢復沽空，機構投資者的參與率，用了一段很長的時間才回復到之前的水平。同樣去到疫情的2020年，禁止他們沽空之後的機構投資者的參與率，再次由30%跌到去10%，就算他們恢復了沽空政策，信心是需要時間去恢復的。

另一個影響就是，有沒有想過為什麼南韓應該是很發達的國家，GDP人均生產總值是接近3萬5千元美金，南韓人的確很有錢，同日本差不多。但是在市場分類，他們還是屬於新興市場呢？同印度、印尼同馬來西亞是平排。為什麼是這樣呢？因為MSCI的市場分類，他們除了看經濟發展，這一點南韓是合格。還要看規模同流動量，南韓都合格。他們還會看市場的可及性，即是容不容易投資到股票市場，這方面他們不合格。因為他們股市只容許本地人同本地機構投資者，筆者和你是買不到的，市場可及性還要看沽空條例。在一般的成熟市場，例如美國、日本同歐洲，除了很容易交易到這些地方的股票之外，做沽空亦都好容易，這方面南韓就不合格。雖然他在經濟上很強，但是他還是一個新興市場。

一般外國投資者對這類南韓特色主義的股票市場，到南韓進行投資時的風險評估規則，會加一個折讓風險入去，例如覺得10倍PE是低的，但因為加了這些風險入去，他們覺得9倍才是低。在運作方面對於對沖基金是很不方便，因為對沖基金的策略就是對沖，通常長短倉而避免估股市升跌。即是他們會研究公司，如果他們覺得現代汽車的生意是做得好的話，他們就會買現代汽車。但是他們不想受到市場的升跌影響，所以就做了短倉，例如沽空同行的起亞汽車。但是他們不給沽空，即是做不到長短倉，他們的基金目標就是追求絕對回報，即是筆者剛才說的Alpha同Beta。所以變了南韓的市場很難操作，令到他們將資金轉移到亞洲其他國家，例如日本、台灣同印度。

其實世界各地政府曾嘗試干預經濟或股市。以香港1987年停市為例，其實當時都有聲音認為，當市場經過扭曲限制，會令到市場受到不健康發展。就以87股災為例，香港是世界唯一停市的市場，令投資者產生不必要的心理壓力。就算外圍出現股災，都不會出現恐慌性拋售情況。根本市場會自然調整，不應該有特別干預。

當時美國全月下跌22.6%、多倫多：全月下跌22.5%、倫敦：全月下跌26.4%、10月26日，恒生指數重新開市後全日下跌1,120.7點，跌幅達33.3%，是有史以來全球最大單日跌幅。全月下跌45.8%。

多年前，時任美國總統特朗普，他經常施加壓力給美國聯儲局主席鮑威爾要他們減息，因為減息的話，經濟同股市會好一點，而市民賺到錢開心的話，特朗普連任的機會會高一點。幸好的美國聯儲局有自己的獨立權，就算最有勢力的美國總統，都沒有權力吩咐如何去做，所以聯儲局主席鮑威爾沒有因為特朗普叫他減息而減息。

因為一般的工作，因為不可以任其自便，自己及公司的利益。但其實行起添一層，這個概念其實不陌生。你想一下當筆者們買樓或者借錢，用孖展買股票，筆者們做什麼事情呢？筆者們就去銀行借，今次不是借股票，而是借現金，然後將這些錢在股市買股票，然後希望股價同現金相對價錢上升，之後就可以賣出股票套現而退還現金給銀行。而中間差價就是你賺。所以其實概念上，沽空同買樓買股票是一樣，只是方向相反了。即是內地稱為「融資融券」。

既然為什麼沽空有這麼多的負面新聞？不少人聽到這個詞語覺得是邪惡的事。可能大家看得神劇「大時代」太多，令到很多人產生誤會。有些人就說沽空基金，自己沽空了之後，然後就撰寫報告出來，唱衰某家上市公司令股價跌。之後他們低價在市場買回股票，用這方法去賺錢，所以沽空是邪惡的。但其實這個例子，邪惡的不是沽空這個功能，而是做這件事的個人。

有很多莊家同基金經理，會買股票上升，然後寫份報告唱好他，或者放多假消息引人去買入，然後趁別人入市去推高隻股票時，就賣走自己手上的貨去賺錢。在這個例子是不是買入股票就是邪惡呢？當然不會，大家不會這樣想。大家知道做壞事背後操作的人。有一些人更甚至是政治人物或者政府，就說做沽空會推低股市，這種講法又不是合理。因為沽空的成交比例在普通買賣股票的是很少的，就算筆者們不理會現實。如果根據這種說法，正常買股票會推高股票市場，正常賣股票會壓低股市，這些又給不給做呀？所以其實講到尾，為什麼散戶同政治人物這不喜歡沽空呢？因為99%個別投資者，這些亦都是投票給他的人，只是會買股票，他們會儲錢，投資買股票，同將來退休。當然市民希望股市升啦，但是突然之間有一些大戶做沽空，即是賭筆者們手上的股票會跌。就好像在賭場，一大班人一起買「大」，然後就有一人出來買「小」，你的眼睛會即時「目視禮」看住他了！所以這個原因令到沽空是一件壞事。

但是一個成熟市場，他對正常市場的運作是很有幫助，甚至是很重要的。第一可以幫助價格發現（Price Discovery），即是發掘一些與真實價格不符。例如你明知這是仙股被莊家操作，他只是值1仙，但是給人炒到上10元。就算全世界的人知道，如果不可以沽空的話，根本沒有一個方法，令到股價返回真正的股價1仙。第二是市場上套制策略，即是做Arbitrage的交易，他們會令到股票市場運作有效，減少交易差價同費用。例如所有做市商（Market Making）的活動，例如期貨、期權的做市，又或者ETF的做市，即是提供流通量給期貨、期權、ETF的莊家，他們背後都要利用沽空來對沖他們的風險。所以如果沒有沽空的話，他們根本做不到這些活動。而到時這些產品的買賣差價就闊了，而闊了之後又影響誰呢？就是投資者包括散戶了。所以因為這些原因，沽空這個功能，其實是對市場運作是很好的幫助。

作者為香港證券及期貨專業總會會長

本文為作者觀點，不代表本媒體立場



與其在网上自說自話

“不如一齊圍爐傾吓計”

點擊此圖

訂閱圍爐Warm Talking Youtube頻道

#沽空

#股票

#陳志華

#股災

#大時代

評論



寫下您的評論...

評論

編輯推薦



陳浩平 | 善待資本同時 勿漠視勞工安全

議事堂 | 2天前



馮煒光 | 了解歷史著眼現在 港澳青年肩負厚望

議事堂 | 2天前



韓成科 | 丁薛祥會見港澳青年討論重意義

議事堂 | 2天前



博梁 | 朝多元產業發展 須增強對外宣傳

議事堂 | 3天前



解局 | 以實際行動推進以巴和平

議事堂 | 3天前



來論 | 地區工作須腳踏實地 從詬病

議事堂 | 4天前

橙TV	資訊	評論	財經	文化	生活	親SON教	美人計	公仔紙	HK Eye
專訪	港聞	議事堂	財經專欄	文化本事	發緊夢	名人專訪	煲劇誌	YO! 's 生活漫畫式	OPINION
視頻專題	國際	有話直說	產經	書人書事	Mycookey	教養妙法	天下無雙 李專	老少女改運大法	STAND UP
動畫圖解	兩岸	圍爐	地產	專欄作家	診所橙事	好書推薦	靈氣碧仁	Dear me,	STAR TA
直播	區聞	投投是道	搵錢呢啲嘢	樓上戲院	慢慢活	升學導航	亞熱帶中年	大Y漫畫	THE REA

社區
社區我有SAY
區區無小事
區內熱話
社區生活