

## 目錄

<b>I. 2007年9月避險基金市場概況</b> .....	2
1. 股票市場 .....	2
2. 債券市場 .....	3
3. 貨幣市場 .....	4
4. 原物料市場 .....	4
<b>II. 策略概況與分析</b> .....	5
1. 股權多空交易策略 .....	5
2. 商品／期貨交易管理策略 .....	6
3. 信用套利策略 .....	6
4. 固定收益相對價值策略 .....	6
5. 事件導向交易策略 .....	7
6. 可轉債套利策略 .....	7
<b>III. 附錄</b> .....	9

## 研究團隊

陳立文 Alex Chen, CFA, FRM

余偉鼎 Andrew Sher

謝承翰 Brian Hsieh

老馨儀 Sandy Lao

Tel: 852 3102-6920

Fax: 852 3105-8523

research@prudenceadvisory.com

http://www.pruenceadvisory.com

9月份全球金融市場仍呈現動盪，但在月中美國聯準會超出預期地決議調降利率兩碼，以及各國央行持續針對受次級房貸衍生問題所拖累的金融體系注入資金影響下，投資人重拾對風險性資產的信心，而造成全球股市大漲(MSCI世界指數本月上漲4.6%)，債券信用利差縮減，美元走弱，商品價格普遍上漲。在美國與歐元區陸續公佈的經濟數據表現不佳，與市場壟罩在一波波金融風暴的陰影下，此時降息或可減緩經濟走弱的速度，卻也加深外界對全球性通貨膨脹的疑慮。避險基金本月在這樣的總經環境下，表現相當傑出，是過去一年來最好的月份，同時，平均漲幅也大於前一月的跌幅。

金融市場9月發生的幾個重大事件是：

- 美國聯準會於9/18決議調降利率兩碼至4.75%，並指出未來將視物價狀況及經濟情況做調整。
- 衡量商品市場價格的路透社CRB指數本月上漲7%，增加通膨疑慮。
- 原油價格本月月底來到每桶80美元的高點，原因是墨西哥的供給下滑，OPEC產出低於預期，及美國庫存下降幅度高於預期。

本月避險基金整體上漲，且是近12個表現最好的月份，9月份Eurekahedge Hedge Fund Index上漲約3.3%，今年以來上漲11.3%；HFRI Fund Weighted Composite Index上漲2.8%，今年以來上漲8.9%；HFN Hedge Fund Aggregate Average則上漲約2.7%，根據HedgeFund.Net整體避險基金今年以來上漲8.9%。

以地區別來分，投資在不同區域的基金本月同步上漲，其中，亞洲的基金表現最佳，根據Eurekahedge，亞洲市場基金本月上漲近4.0%，其次是美國的2.7%，投資在日本與歐洲地區的基金漲幅落後分別為0.6%與0.3%。從交易策略別來看，除了股票放空型基金本月下跌外，幾乎所有策略本月都上漲。根據HedgeFund.Net，漲幅較大的是從事與商品市場連結交易的CTA/管理期貨策略，本月上漲約5.5%，另外，股票多空與股票作多基金，各分別上漲2.7%與4.5%。相對價值基金漲幅則略為落後，上漲約1.6%。

我們對避險基金接下來幾個月的表現，仍抱著審慎樂觀的看法，如同在上個月報告中我們所提到，每一次市場大幅修正之後，往往能為避險基金提供可觀的交易獲利機會。在最近這一段市場不確定性仍高的時期，屬於價值型投資，維持一貫的交易策略，與遵守嚴格的操作紀律，能提高獲利的機會。

The performance information herein is based on research conducted by Prudence International Advisory, Ltd. ("PIA"). PIA may or may not invest in those managers whose performance was ready for the purposes of this report. The performance figures shown herein may not be the experience of other managers within the same sector and may significantly differ in a material respect. The performance figures provided herein are estimated and are subject to change. These performance figures are net of the underlying hedge funds' management and incentive fees. Performance figures may or may not include participation in new issue income. The performance figures were computed using performance data provided by the underlying hedge funds. PIA has made no independent verification and makes no representation as to its accuracy or completeness. Past performance is not indicator of future performance.

## I. 2007年9月避險基金市場概況

### 1. 股票市場

次級房貸風暴所帶來的信心危機漸告段落，始作俑者的美國市場，雖然陸續公佈的經濟數字仍然不佳，8月的非農就業人數甚至意外減少4000人，為四年來首見，引發經濟將步入衰退的憂慮，但也因此加深市場對美國聯準會降息一碼的期待，而聯準會在18日的例行會議中，正式下調聯邦準備率兩碼，降幅大於預期，不僅帶動美國股市大漲，全球股市也皆以大漲慶祝，美國道瓊工業指數收高在13895點，大漲4%。亞洲股市也全面翻揚，表現最好的H股、越南股市與港股分別大漲18.7%、15.3%、13.1%，表現最差的日本股市也有1.3%的漲幅，畢竟次級房貸風暴來自美國，但亞洲及新興市場股市跌幅反而更深，一旦風暴暫歇，大幅度反彈是合理的反應。

日本股市方面，月初日本股市隨美國經濟數字公佈而起伏，交易量也較為清淡，但日本第一大鋼鐵廠新日鐵上調年度獲利預估，股價上漲支撐日經225指數走揚，然而美國第二季房貸違約率升高，次級房貸隱憂仍在，加上日本首相安倍晉三意外宣佈辭職，日股下挫。隨後全球市場流動性漸漸好轉，美國貸款銀行Countrywide獲得新的融資消息，且日本政府公佈七月份機械訂單數據表現良好，核心機械訂單年增率5個月來首次正成長，海外機械訂單年增率亦往上彈升，股市止跌反彈；但好景不常，隨著英國貸款銀行Northern Rock信用緊縮，以及美國銀行BOA表示次貸風波將影響獲利，金融類股繳回所有漲幅，領跌大盤。18日美國聯準會宣佈降息兩碼，各大類股動揚，其中鋼鐵及基本金屬類股在基本金屬價格攀升激勵下，表現最為亮，而之前重挫的銀行類股，如瑞穗銀行及三井住友金融集團，其一週漲幅也超過10%。福田康夫於25日正式當選日本新首相，成立新內閣，民調支持率達57%，帶給股市良好氣氛。整體九月日本股市屬震盪格局，在政治不明與內需仍為不振影響下缺乏上漲力道，美國聯準會降息的舉措也只能為其收復部份失土，無法如其他亞洲市場一般帶來股

市的大幅上揚，加上投資人信心並未完全恢復，中小型股的流動性仍然不佳，直至月底小型股TSE Mother Index僅小漲0.4%，中小型股JASDAQ指數仍下跌0.85%，大型股指標日經225指數表現較好，小漲1.31%，收在16785點。

韓國九月初公佈之八月份消費者信心指數連續第5個月走揚，且上升至17個月來高點，市場預期韓國內需將持續增長，提供韓國上漲動能。此外，鋼鐵類股股價亦受惠於日本新日鐵的訂單利多，鋼鐵類股帶動韓股一度逼近1900價位。同樣受到全球金融市場動盪影響，原本上月無預警升息的韓國央行，如預期維持利率於5.0%不變，銀行類股持續不振，加上投資人等待聯準會於月中召開的利率會議結果，市場趨於觀望。聯準會降息兩碼，韓股大漲，鋼鐵與造船類股表現仍為領漲族群，原本疲弱的金融股也強勢反彈，月終韓國公佈的第三季消費者信心指數再創五年高點，消費信電子類股轉而成為領漲族群，南韓股市就在類股輪動下，收在1946點，上漲3.91%。

大中華股市方面，月初亞洲區鋼鐵股強勢，上海綜合指數也在鋼鐵類股領漲下一度突破5400點，然而為了使市場降溫，中國人民銀行宣佈調升銀行存款準備率0.5%至12.5%，為今年以來第七次調升，幅度達3.5%，凍結銀行體系內的放款資金，賣壓出籠衝擊上綜指數。中國物價仍倍速增長，7月份CPI年增率再度飆升，由6月份的5.6%上升至6.5%，創10年新高。其中食品價格攀升仍為CPI上升主因，食品價格年增率由6月份的15.4%彈升至18.2%，而扣除食品後的核心CPI年增率則持平與6月份持平，嚴重的通膨壓力使投資人擔憂中國央行將持續祭出緊縮政，衝擊中國股市持續下挫，滬深兩地AB股全面走跌，隨後中國證監會研究中心主任表示，由於主張繼續單獨發展B股，與主張將B股和A股合併的看法皆有，中國證監會正謹慎研究B股問題，此談話再度炒熱AB股合併話題，滬深B股率先止跌回升，隨後中國人民銀行宣佈調升存貸款利率0.27%，為今年以來第五度調升，原本市場的觀望氣氛在全球股市上漲的氣氛中一

掃而空，最近與美國股市脫鉤的中國 AB 股也在聯準會降息下上演慶祝行情，並在航空股重組預期的利多推升下，上綜指數創下新高。隨後中國十一長假來臨，股市量能開始萎縮，而中國官方也開始對房地產投機作出降溫措施，針對已貸款購屋者第二套以上的貸款首付比例不得低於 40%，且利率不得低於同期基準利率 1.1 倍，使得地產股受挫，縮減 A 股漲幅，月終上海 A 股上漲 6.3%，上海 B 股勁揚 13.6%。港股本月在聯準會降息預期下，地產類股勁揚激勵港股連續三日創下新高，長江實業股價整週漲幅近 10%，恒隆地產達 12%，聯準會降息幅度大於預期，香港恆生及國企指數同步再創新高，在資金湧入下，大型股如中國移動與中國石化股價勁揚，香港證交所一週漲幅也達兩成，本月港股上漲 13.6%，國企股上漲 18.7%。新加坡政府於七月一日調升商品及服務稅，導致汽車的銷售量減少，使得九月發布的七月份零售銷售年增率意外呈現-1.7%的負成長，但 8 月份出口年增率（扣除石油）攀升至 10.9%，主要是由製藥業的出口所支撐，抵銷了近期電子業疲弱的外銷數據，股市上漲，但隨後德意志銀行以新加坡電信近期漲幅已高為由，調降其投資評等，拖累新加坡股市下跌，雖然 8 月份工業生產指數年增低於經濟學家之預期，但美國降息使得股市連日走高，於月終創下歷史新高，上漲 9.23%，成為亞洲股市繼中國、香港、印度及澳洲股市後，第五個回升至前波歷史高點的市場。

其他亞洲股市方面，印度每星期公布的躉售物價指數年增率持續放緩，加上七月份工業生產年增率為 9 個月來最緩慢增長的月份，都使得央行升息的壓力減緩，印度目前的利率水準為五年來的新高，過去三年來已升息 2.25% 以抑制通膨，加上國際股市大好，資金開始湧入印度股市，德意志銀行表示未來內需導向的經濟體將是市場追逐的標的，而比起其他經濟體，印度受美國景氣放緩的影響程度較小，內需消費及基礎建設相關類股將吸引市場的資金，印度股市再度上揚，本月上漲 12.9%。菲律賓七月份出口年增率攀升至 4.5%，主要是由輸往中國的電子產品及銅、金等礦物大幅增加所致，七月份菲律賓對中國出口年

增率上升至 48%，而七月份輸往美國的出口年增率僅 0.7%（美國仍為菲律賓第一大出口國），但由此顯示菲律賓對中國仰賴度更加升高，菲律賓海外工作人數眾多，造就了其菲股中第一大權值股菲律賓長途電話公司，其裁員方案有助於提升其盈餘，帶領菲股上漲，本月上漲 6.2%。繼六月份出口年增率修正值為-0.1%後，馬來西亞七月份出口年增率再度意外呈現-0.02%的負成長，其中以電子業的拖累最大，惟馬來西亞第二財政部長重申今年 6% 的經濟成長目標不變，表示民間消費支出將會抵銷出口的下滑，股市本月上漲 4.9%。泰國儘管消費支出依然萎靡，但在政府支出及出口的支撐下，泰國第二季 GDP 年增率達 4.4%，高於經濟學家的預期，本月泰股上漲 3.97%

## 2. 債券市場

9 月份全球金融市場持續動盪，次級市場情況的惡化拖累全球金融走勢。在美國，9 月公布的多項經濟數據顯示經濟成長開始趨緩，除了房市相關數據持續低迷外，八月份非農業就業數據也意外的減少 4000 人、為 2002 年以來首次下跌，加劇經濟衰退的市場擔憂。在種種數據不佳且各市場持續走跌的情況下，聯準會(FED)不得不於 8/18 的會議決定降低聯邦基金利率及重貼現率各兩碼至 4.75% 與 5.25%，降幅超乎市場預期的 25 個基點，並在會後聲明指出未來將視物價狀況及經濟情況做調整，也不排除未來繼續降息的可能性。加上八月份消費者物價指數意外下滑 0.1%、同期生產者物價則減少 1.4%，市場認為通膨之緩和，將有助於 FED 利率政策彈性施展，因此帶動美國公債殖利率反轉走揚。截至 9 月底，10 年期公債上漲 6 個基點到 4.59%，2 年期殖利率則由月中跌逾 28 個基點，縮減跌幅至僅下跌 15 個基點到 3.98%。

歐元區受到美國波及，9 月份經濟數據表現不佳，採購經理人指數(PMI)、工業生產、零售銷售及消費者信心均意外地低於市場預期；在種種不利因素影響下，歐洲央行(ECB)於 9/6 會議後維持原利率 4.00% 不變，並持續挹注資金至金融



市場，以求為穩定投資信心及確保金融市場流動性；雖然 ECB 官員仍紛紛表示擔憂歐元區通貨膨脹走勢，不過由於經濟前景不明朗，今、明兩年 ECB 升息的空間不大。在歐洲公債走勢方面，該區經濟數據雖表現不如預期，惟受美國公債走勢影響，10 年期公債殖利率月底仍上漲 8.7 個基點、2 年期亦上漲 1.5 個基點。

日本經濟維持溫和成長，雖第二季 GDP 下滑，惟本季製造業信心由 -2.2 攀升至 7.7 的高點，樂觀比例增加，並暗示企業信心不致惡化。雖然經濟表現一如預期，9 月份日本公債殖利率仍跟隨歐美走勢，由月初的大幅下跌，至月底反轉上揚。不過全球金融市場持續動盪不安，市場認為 BoJ 將會延後升息的時間，日本 2 年期公債殖利率分別上漲 1.0、7.2 個基點，來到 0.87% 及 1.68%。

### 3. 貨幣市場

匯率市場方面，9 月份美元對主要貨幣均呈弱勢，此主要是因為次級房貸問題持續發酵，加上美國經濟數據表現不如預期，讓市場憂心美國經濟下滑的風險逐漸升高。為緩和金融市場的動盪，FED 不得不在月中決議降息兩碼至 4.75%。在利差優勢減少的情況下，美元指數本月大幅下跌 3.8%；其中對加幣在國際能源價格居高不下的情況下，跌幅達 6.39%，其他對歐元下跌 4.67%、對日圓也下跌 0.85%，

歐元對美元本月一路走強，主要因為美國經濟趨緩，加以 FED 於月中降息，在歐美利差縮小的情況下，利於歐元走勢；除此之外，雖然九月 ECB 並無升息舉動，加上歐元區經濟似有趨緩疑慮，不過在歐洲央行的官員們仍表示該區通膨風險仍大，並不排斥未來升息可能性的消息激勵下，歐元本月走勢強勁，由月初最低的 1 歐元兌 1.3605 美元，反彈至 1 歐元兌 1.4267 美元，增幅達 4.67%。展望未來，在歐洲升息已逕至尾聲，未來歐元升幅有限，然短期內匯率仍可能受各種市場訊息影響而產生大幅波動。

日圓走勢依舊與市場投資人對風險承受度密切

相關；月初時，全球股市受到美國次級房貸風暴衝擊而大跌，市場風險大幅上升，造成利差交易大舉退場，使日圓止跌回升一度來到 1 美元兌 113.38 的價位。不過隨著美國降息、全球金融股市逐漸回穩，加上 BoJ 升息時間不確定的影響，日圓又略微回跌至 1 美元兌 114.8 日圓，幸而月初日圓對美元漲勢凌厲，至月底日圓仍維持小幅上揚 0.85% 的局面。

9 月份亞洲貨幣全數走升，其中澳幣、紐幣及菲律賓披索走勢最為強勁。月初在全球股市大跌、利差交易退場的情況下，多數高利率貨幣走跌，直至月中眾多利多消息出籠，市場投資信心回溫，帶動全球股市回穩，利差交易亦開始進場，有利於高利率貨幣走勢，澳幣、紐幣及菲律賓披索因此受惠，分別上漲 8.56%、7.99% 及 3.45%。而在此波亞洲貨幣的漲幅中，又以港幣漲幅最少，僅上漲 0.27%，主要因為香港隨著美國降息兩碼，雖然港股表現為亞洲最佳，其貨幣漲幅卻較不如其他亞洲區。

就人民幣來說，9 月份人民幣升值幅度 0.54%，增幅較前幾個月擴大。以中國近期公布的數據來看，8 月份通膨年增率高達 6.5%，M2 年增率雖略有下滑仍高於政策目標，加上中國股市持續創新高，使得人民銀行不得不於 9 月中旬再度升息，將 1 年存款利率上調至 3.87%、1 年放款利率調至 7.29%；由於中國股市、經濟過熱的情況尚未獲得改善，加上來自各國的壓力，可預料人民銀行下半年將持續加速人民幣升值的速度，且不排除人民銀行會推出更多升息等必要調控措施的可能性。

### 4. 原物料市場

弱勢美元，全球通膨疑慮揮之不去，能源、食品與原物料供應吃緊，加上前月跌深與全球股市強勁反彈，GSCI 指數與 CRB 指數分別上漲 10.2% 與 8.4%，創下自 1975 年以來單月最大漲幅

原油庫存銳減，激勵油價連續四個交易日走升，成功站回每桶 76 美元。而中東情勢趨於緊張，敘利亞宣稱已對侵入該國領空的以色列飛機開火，儘管 OPEC 決議自十一月起每日增產 50 萬桶，但市場仍質疑 OPEC 能否增加足夠的產量以供應冬季龐大的原油需求，令油價不跌反漲，站上每桶 78 美元。原油庫存再度大幅減少，創下今年以來最大降幅，且汽油庫存連續六週滑落，加上颶風 Humberto 逼近德州海岸已迫使煉油廠關閉，油價首度觸及每桶 80 美元歷史天價。聯準會大幅降息兩碼將有助於提振能源需求，墨西哥灣可能形成熱帶風暴，包括 Royal Dutch Shell、Exxon Mobil 以及 Anadarko Petroleum 等開始宣佈將每日減產，幅度高達 28%，供給疑慮擴大使油價一舉衝上每桶 82 美元，隨後獲利了結賣壓湧現，一度失守每桶 80 美元，儘管月終原油庫存首次增加，但因位於奧克拉荷馬州的原油交割中心庫存下降，淡化利空，加上美元頻創新低提高大宗商品的投資吸引力，資金湧入推升油價一度站回每桶 83 美元，賣壓仍拖累油價回落，以每桶 81.66 美元作收，大漲 10.3%

基本金屬方面，八月 ISM 製造業指數下降，其中新訂單也大幅下減少，且七月營建支出以及屋簽約指數表現疲軟，顯示美國房市持續惡化，加上八月新增就業人數較上月意外減少 4 千人，創下四年來首度減少的疲勢，金屬需求放緩的疑慮衝擊基本金屬價格，鎳價與鋅價更因近期庫存上升而加大利空，跌幅最為沉重。隨後美股上漲與初請失業救濟金低於預期，帶動基本金屬反彈，其中鉛價反彈幅度最大，中國銅進口於今年一至八月大幅成長 43%，加上墨西哥銅礦場表示罷工事件將導致今年產出下滑，供需緊俏激勵銅價單週大漲逾 5%，重新站回每噸 7500 美元。聯準會降息與股市大漲帶動基本金屬行情面勁揚，而鎳價更受惠於中國公佈今年一至七月中國鎳需求跳升 35%，單日即大漲 6%，重新站回每噸 30000 美元，隨後市場在連日大漲後漲勢暫歇，而儘管房屋數據持續惡化以及耐久財訂單不佳，但美元兌歐元續創新低也提升基本金屬的投資吸引力，價格愈跌不易，月終鉛價下跌 0.9%、鎳價上漲 2.3%、銅價上漲 7.5%。貴金屬方面，主軸

皆環繞在美國不振的經濟數據與美元大貶值，資金湧入貴金屬市場尋求保值與避險，金價一路自每盎司 700 向上挺升至 745.8 美元的歷史新高價位，月終收在 743.6 美元，上漲 10.4%，銀價亦上漲 11.9%。

農作物市場方面，美國九月小麥產量未及分析師預期，且低於去年同期水準，供給不足激勵小麥價格大漲，整月漲幅達 22% 上。由於小麥價格持續飆漲令飼料成本上升，市場預期玉米將取代小麥以降低飼養成本，需求增加激勵玉米價格同步走揚，月終上漲逾 15%。由於美國中西部氣溫創下 113 年以來高溫，損及大豆收成，供給不足疑慮推升大豆價格本月上漲 14%，創下三年來新高。

## II. 策略概況與分析

### 1. 股權多空交易策略

根據 Eurekahedge 統計，本月亞洲地區股票多空避險基金(含日本)上漲 5.18%，完全收復八月份的跌幅。在美國聯準會降息後，股票市場重拾信心，加上亞洲區經濟基本面從未轉壞，而美國房市依舊低迷造成美元長期看空，全球資金持續湧入亞洲，在中國與香港帶動下，亞洲避險基金漲勢強勁，但仍幾家歡樂幾家愁，以大型股為主要標的避險基金，本月表現良好，許多投資於大型股的基金，其標的表現均優於大盤，因此就算以大盤指數避險，仍將獲利頗豐，以上証 A 股為例，前五大權值股貢獻大盤漲勢七成以上，在此期間卻有 1400 檔中小型股下跌，換言之，以中小型股為操作標的避險基金，本月可說是損失慘重，小型股受到市場資金排擠，股價下挫，其用以放空避險的大盤指數，卻在大型股拉抬下上漲，受到雙重損失。整體而言，亞洲新興市場出口仍然暢旺，目前仍見不到美國經濟衰退的實質影響，加上原物料價格上揚，中國內需持續增長等利多激勵，大部分經理人回頭檢視持股後，對亞洲仍深具信心，加上面對美國經濟隱憂與美元疲弱，追求風險資金勢必加速流入亞洲，推升股市上漲，但相對的，這也帶來股市泡沫的隱憂，

帶給市場更大的波動，因此避險基金似乎是目前較為穩當的投資選擇。前月的股市波動提供投資者檢視基金經理人操盤能力的好機會，而本月的反彈也提供了判斷經理人的選股、公司掌握度、對大環境的判斷、甚至抗壓性等的重要依據，對於標榜追求絕對獲利的避險基金非常重要。美國正式調降基準利率兩碼，全球股市以大漲回應，香港與印度股市率先再創新高，投資氣氛似乎又轉趨熱絡，但降息所衍生的通膨與資產泡沫化的問題蠢蠢欲動，美國經濟是否衰退的徵兆也仍牽動著亞洲股市的表現，股市多空交易的經理人都將隨時利用手中的金融工具，隨時以作多或放空加以因應。

## 2. 商品／期貨交易管理策略

九月份 Eureka Hedge Asia CTA Hedge Fund Index 上漲 3.56%，表現不及大盤。CTA 期貨交易策略依照歷史的行情機率由程式自行判斷進出場時機，以避免人為干預，但此模式在前月遭遇重大虧損，歐美股市重挫導致同類型程式交易基金在同一時間出脫同類型股票，高盛旗下程式交易計量基金月中曾虧損近 30%，因此經理人不得不修正基金的交易模式，至少在風險暴露與槓桿比率上有所減少，以面對未來的市場波動，並且讓投資人安心，但本月在原油與黃金帶動下，原物料市場大舉反彈，凡是有減少風險暴露的 CTA 操作策略均表現平平。相對價值交易策略方面，Eureka Hedge Asia Relative Value Hedge Fund Index 九月上漲 2.34%，同樣不及大盤，本月各原物料價格幾乎齊漲，這樣的市場在相對交易策略方面獲利不易，各物料相對價差並不明顯，且在兩套資金同時運用下，其獲利率也被稀釋一半。誠宇基金組合中的相對價值交易策略，因為著重於亞洲市場，鑑於亞洲的高度成長與對原物料的需求，部份交易仍帶有偏多的佈局，加上前月農作物超跌的部位，在經理人的加碼下強勁反彈，此策略本月獲利近 10%，表現亮眼。在聯準會降息、美元走貶與中東情勢再趨緊張下，油價已破每桶 90 美元的歷史新高，原物料飆漲帶來更大的通膨壓力，但美國房市持續疲弱，經濟似乎有邁向衰退的疑慮，使得聯準會降息與否的決

定陷入兩難，市場也充滿疑慮，這都將提高原物料市場與期貨市場劇烈震盪的可能性，同時做多與放空的相對價值策略將有獲利機會。

## 3. 信用套利策略

雖營建與金融公司公布的財報均較市場預期差，惟在穆迪公布八月份高收益公司債違約率有較前月略微降低的趨勢，反映目前公司債信穩健無虞，加上總統布希及 FED 主席柏南克持續對市場信心喊話，以及 FED 選擇於月中降息兩碼用，舒緩市場資金緊俏的問題；在種種利多消息支撐下，激勵高收益債表現，9 月份美林全球高收益債指數上漲做收(2.42%)，創今年以來單月最大漲幅。儘管短期內次級房貸依舊會影響市場走勢，使高收益公司債走勢波動略大；惟全球多數企業獲利仍優於預期，公司違約率尚處於歷史低檔，FED 降息緩和資金緊縮的壓力，加上第四季的高收益公司債多有旺季行情，季節性效應可支撐債券價格走勢，可預見高收益債未來應仍有不錯的表現。

## 4. 固定收益相對價值策略

9 月份延續前月情況走勢波動較大。月初高風險性債券（如：高收益債及新興市場債）持續面對沉重賣壓，公債價格則在市場避險心態驅使下而持續攀升，造成利差持續擴大，使此類基金在月初表現不佳；迨至月中 FED 調降官方利率兩碼後，激勵高收益債走勢、利差較前幾個月縮小，基金得以從中套利而反轉上揚，且多有不錯表現。根據 Hedgefund.net 的 Fixed Income Non-arbitrage Average 平均上漲 1.53%，Fixed Income Arbitrage Average 平均上漲 1.50%，其他投資擔保貸款(Asset-Based Lending, ABL)上漲 1.05%，投資房貸債券則下跌 0.16。地區別來看，根據 Eureka Hedge，北美地區(1.17%)、亞洲除日本以外地區(0.53%)及拉丁美洲(+1.07%)在利差縮小、債券發行量增加，以及投資人對風險的接受度增加等有利因素推升下，表現不錯；唯獨歐洲地區(-0.20%)本月表現持平。



## 5. 事件導向交易策略

本月在美國聯準會調進利率兩碼，使市場重拾對風險投資的喜好，企業併購活動與槓桿收購 (LBO) 受到激勵而回復今年稍早的動能，這可從幾個大型且成功的交易案看的出來，例如北美的 First Data Corp. 的槓桿收購案。併購套利型基金本月上漲，其漲幅也高過 8 月的跌幅，根據 HFN Merger/Risk Arbitrage Average 此策略基金 9 月上漲 0.95%，今年以來上漲約 6.3%。

## 6. 可轉債套利策略

可轉債套利基金本月上漲，因全球股市上漲與波動率下跌，使市場實際波動率與可轉債隱含波動率間差距大幅較上月時收斂，加上信用利差走穩緊縮，這類型本月表現不錯，漲幅甚至超越 8 月的跌幅，預期接下來幾個月可望從先前低檔建立的部位，收成實現可觀的隱含獲利。根據 HedgeFund.Net，此策略基金 9 月上漲 1.6%，今年以來上漲約 4.7%。

**HFRI避險基金指數**

Strategy	Sep 2007*	Aug 2007	2007 (YTD)	2006	2005
HFRI Fund Weighted Composite Index	2.82%	-1.52%	8.91%	12.89%	9.30%
HFRI Fund of the Funds Index	2.12%	-2.17%	8.09%	10.39%	7.49%
Convertible Arbitrage Index	1.64%	-1.01%	4.78%	12.17%	-1.86%
Distressed Securities Index	0.60%	-1.46%	5.38%	15.94%	8.27%
Equity Hedge Index	3.27%	-1.70%	9.87%	11.71%	10.60%
Equity Market Neutral Index	0.87%	-1.16%	4.48%	7.32%	6.22%
Event Driven Index	1.88%	-1.63%	7.49%	15.33%	7.29%
Fixed Income Index (Total)	1.42%	-1.05%	2.15%	8.99%	5.66%
Macro Index	3.52%	-2.10%	7.98%	8.15%	6.79%
Merger Arbitrage Index	1.35%	0.28%	7.21%	14.24%	6.25%
Relative Value Arbitrage Index	1.24%	-0.68%	6.42%	12.37%	6.02%

\* Index data updated as at 15-Oct-2007

**Eurekahedge避險基金指數**

Strategy	Sep 2007**	Aug 2007	2007 (YTD)	2006	2005
Eurekahedge Hedge Fund Index	3.26%	-1.97%	11.25%	14.30%	11.55%
North American Hedge Fund Index	2.69%	-1.27%	7.79%	12.23%	6.90%
European Hedge Fund Index	0.29%	-1.90%	5.18%	12.10%	11.93%
Asian Hedge Fund Index	3.95%	-2.25%	17.75%	16.89%	15.77%
Japan Hedge Fund Index	0.59%	-3.19%	0.50%	-3.01%	23.58%
Emerging Market Hedge Fund Index	4.85%	-2.36%	23.01%	28.00%	19.69%
Latin American Hedge Fund Index	1.38%	-0.92%	12.68%	22.35%	18.81%
Eastern Europe & Russia Hedge Fund Index	3.56%	-3.17%	17.12%	35.65%	60.43%
Eurekahedge Fund of the Funds Index	2.05%	-2.26%	7.94%	10.37%	7.70%
Asia Pacific Fund of the Funds Index	3.51%	-2.46%	14.39%	7.77%	15.04%

\*\* Index data updated as at 30-Oct-2007

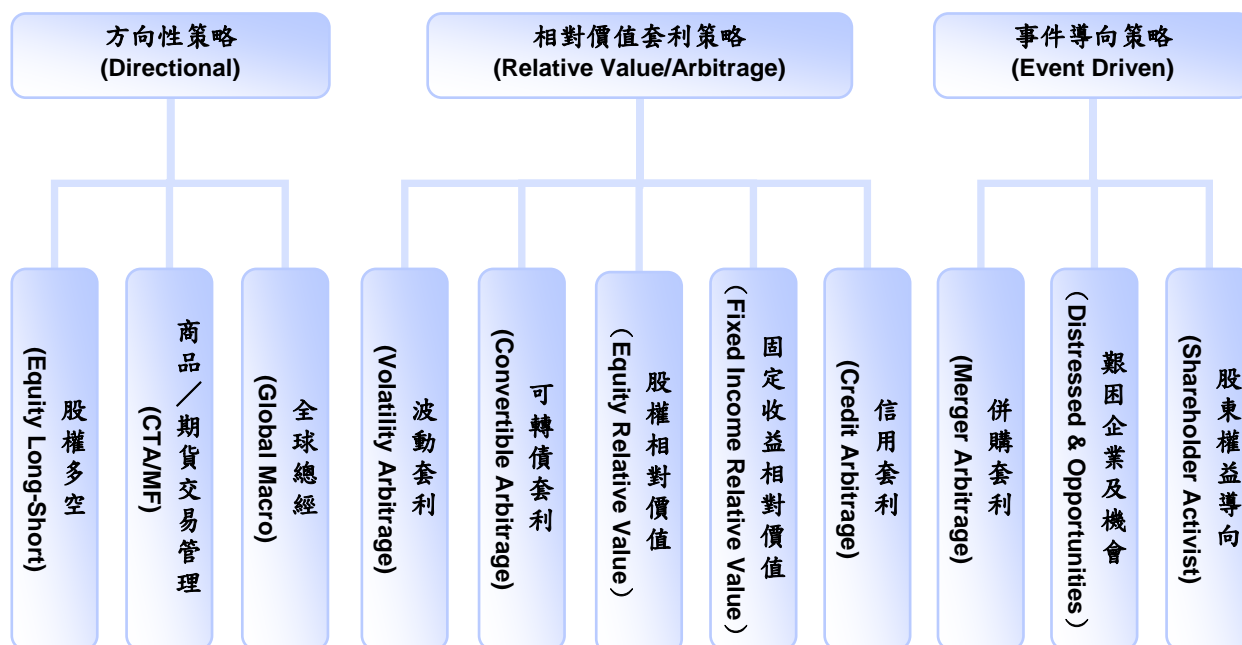
**各市場指數**

Index	Sep 2007	Aug 2007	2007 (YTD)	2006	2005
S&P 500 Index	3.58%	1.29%	7.65%	13.62%	3.00%
Nikkei 225 Index	1.31%	-3.94%	-2.56%	6.92%	40.24%
TWSE Index	5.50%	-3.29%	21.13%	19.48%	6.66%
MSCI Asia Index	6.08%	-2.40%	13.86%	12.77%	22.48%
J ACI Composite Total Return	1.30%	1.17%	3.31%	7.32%	1.45%
JP Morgan Global Government Bond US\$	2.21%	1.78%	6.59%	5.94%	-6.53%



### III. 附錄

#### 誠宇國際基金操作策略分類表



#### 股權多空交易 (Equity Long-Short)

股票多空策略避險基金大多數持有已對沖的多頭股票作為核心持股，並採用技術性賣空股票及／或指數選擇權的操作。除了持有股票外，一些避險基金可能有少量資產投資於其他類證券，期望使投資組合中多空部位皆能獲利，並規避系統性風險。

#### 股權相對價值 (Equity Relative Value)

股權相對價值策略是一項市場中性策略，利用相關證券之間的價格偏差獲利，並通過結合買多及賣空大致等價的股份，沖銷在市場出現方向性波動時，單一部位所承受的風險。就市場、行業、分類、資本化及總投資範圍來說，投資組合的一般結構大致為市場中立。

股權相對價值策略依照持有部位時間長短及交易模型不同又可分為統計套利 (Statistical Arbitrage)、計量股權多空 (Quantitative

Long/Short) 及股權市場中立策略 (Equity Market Neutral) 等。

#### 商品／期貨交易管理 (Commodity Trading Advisor / Managed Future)

商品／期貨管理基金就流動性、價格合理性組合期貨合約，進行跨市或跨月份的多頭及賣空部位交易。這些期貨合約涵蓋如貨幣、利率、股市指數及商品等。

#### 信用套利 (Credit Arbitrage)

主要是透過公司基本面與財務報表分析證券發行者的信用風險，同時觀察市場價格對信用風險的反映情況，進行相應的操作獲取收益，通常會利用衍生性金融商品，如利率交換合約、信用違約交換合約，進行對沖操作或避險。

### 固定收益相對價值 (Fixed Income Relative Value)

固定收益相對價值交易是一項市場中性的對沖交易策略，利用相關固定收益證券之間的價格偏差獲利，同時沖銷利率的風險。一般固定對沖交易的組合包括：殖利率曲線套利、企業公司債與國庫卷殖利率差價、市政債券與國庫卷殖利率差價等。

### 可轉債套利 (Convertible Arbitrage)

可轉債套利涉及買入一個可轉換債券的組合，並透過賣空連結證券的普通股，對沖部份股價波動風險。在一些情況下，基金經理亦可能尋求為利率作對沖。

### 全球總經 (Global Macro)

全球總經策略對預期的股市價格、固定收益證券、利率、外匯、實物商品及衍生商品等投資工具走勢進行槓桿式的投資。全球總經基金經理採納“由上至下”的全球性策略，預測全球經濟體系、政治情勢及資源供需（包括物資及金融）情況的轉變，並可能使用任何投資工具，以獲取最大利益。

### 併購套利 (Merger Arbitrage)

併購套利涉及投資於事件帶動的相關證券，例如發生槓桿收購、合併及敵對性接管等事件。一般來說，被收購對象的股價會上漲，而收購公司的股價則下跌。這些策略通過購買被收購公司的股票或公司債，同時放空收購公司的股份獲利。

### 艱困企業及機會 (Distressed & Opportunities)

艱困企業投資策略是將資產投資於、或放空股價預期將受虧本情況或財務壓力影響的公司股份。這些可能包括企業將進行重組、倒閉、蝕售、以及其他企業改組等情況。視乎基金經理的風格，資產可能投資於銀行債權、企業債務、買賣索償權、普通股、優先股及認股權證等。機會策略涉及投資於重大交易事件帶來的機會，例如分拆、併購、倒閉重組及回購股份等。使用的工具包括普通股及優先股，以及作多及放空債務證券及選擇權。

### 股東權益導向 (Shareholder Activist)

基金經理人鎖定公司僅注重經營團隊利益而忽略大多數股東權益的目標，在市場默默的吃下一定股權後，再對經營階層施壓，導引公司政策轉向較有利於大多數小股東，進而使股價回升並賺取價差。