

# 金融市場悶局 突襲好時機

本報金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

近日的金融市場，相當平穩，本地投資者留意的港股固然是悶局一場，指數無大變化，成交萎縮，波幅收窄，其實外圍環球資產價格，亦是如此，尤其考慮到近期並非全無重大事故或潛在危機，更顯得投資者的情緒冷靜。



■ VIX指數用來量度美股標普的未來波幅預測，近期跌至15附近，是金融海嘯以來的低位，反映投資者危機意識低。圖為紐約交易所。  
法新社

是的，歐債危機仍然存在，評級機構將相繼把不同的歐洲地區的評級下調，影響所及，歐元有一定向下壓力，但不至於崩潰，相反，歐洲股市並無下挫，反而守穩現水平。事實上，匯市所見，匯價亦未有重大波動，歐元弱，美元相對較強，但也不是一面倒絕對地轉強，可見投資者的危機意識不高。

同樣反映投資者危機意識不高的，還有VIX指數，這個指數用來量度美股標普的未來波幅預測，近期跌至15附近，是金融海嘯以來的低位，可想而知，投資者有多放心了。當然，話說回來，物極必反，通常如此低的危機意識，往往意味危機就在前面不遠處等待大駕光臨，愈是沒有想過出事，愈是容易出事。

這一點在股市和金融市場，是對多於錯的觀察。值得留意，萬一VIX重新由低位抽升，雖然理論上只意味著波幅的上升，本來並不確定是向上的波幅，抑或是向下的波幅，然而，一般來說，VIX若急升，通常都是在股市大跌的時候附近，畢竟反映投資的風險意識增加，而不是單純股價變得波動而已。既然如此，究竟何時才有變化呢？這一點應該是投資者心裡最關心的題目。有兩種南轅北轍的觀點。

其中一種認為，目前的悶局正是金融市場的突襲

好時機，例如，港股如今成交大減，指數紋風不動，波幅收窄，大家的假期情緒最濃，剛巧如果資金突然湧進，突襲的效果最好，只要少許的波動，即可帶來大的變動。從金融市場的炒作實戰經驗，這的確是很有趣的局面。近來所見的波幅收窄，即使不是罕見，但相比於大眾的期望來說，已經是很長時間的一段考驗。

另一種則認為，目前並無特別的議題可供炒作，根本難以突襲，例如，究竟應以什麼新聞或消息，一言以蔽之，就是有什麼因素，可以令大家突然改觀呢？撇除完全無法事前估計的各種意外，單就當下世界政經大事的局勢看，早前困擾投資者的多個因素，包括歐債危機、美國經濟復甦遲滯、美元反彈、內地調控力度等，其實已經是耳熟能詳的了，沒有新意，正如上文所言，如今相繼有歐洲地區被下調評級，也未見帶來很大影響，即可見一斑。

究竟目前情況，上述哪一種解釋較好呢？沒有一定，端視稍後的事態發展，但可以肯定的是，如果投資者維持在2010年的思維去部署2011年，基本上就是把實體經濟復甦的期望放低，但相應調高了資產價格升值的預期，問題是，太多人這樣做時候，資產價格實際上可以升高的幅度，很可能令人失望，這一點，無論上述兩種觀點哪個屬實，都必須面對。

## 量寬利好新興市場資產

摩根資產管理投資資訊總監  
崔永昌

由於美國聯儲局再推量化寬鬆政策，投資者擔憂外資過度流入或會破壞新興市場的增長主題。儘管我們認為部分游資確實會進入新興市場，但這未必對該資產類別有害。一方面，相當一部分游資將作為長線策略配置留在新興市場；另一方面，區內的應對政策亦有望在短期內拉高資產價格。

新興市場政府可能採取四種方法應對聯儲局的第二輪量化寬鬆政策：首先，他們可以允許貨幣升值，從而使其貨幣政策與聯儲局的政策脫鉤。其次，他們可以干預匯市，並通過沖銷干預來避免貨幣升值，這種做法將令本地市場的游資相應增加。當然，他們可以向流入外資徵稅，泰國、巴西及韓國都已採取這種方法。此外，他們也可以實施或收緊資本控制，對所有的外國資本流入關閉國門。

從美元或港元投資者的角度來看，前三種的應對政策都能帶來正面回報。在第一種情況下，投資者可通過匯率升值實現良好回報。第二種情況，本地游資增加利好本地資產價格，可提高投資者回報。第三種情況，稅收僅能放緩游資流入市場和資產價格上升的過程。比如，在巴西對外資流入徵稅後，巴西股市並未停止上升勢頭。

### 資本控股產生負面結果

資本控制是唯一可能導致負面結果的應對政策。不過，除了已經實施資本控制的中國有若干傳聞外，我們暫未見到有任何國家將採取大規模的資本控制收緊措施。

總體而言，由於聯儲局正加大環球游資供應，為美元或

美國本地游資帶來壓力，我們認為第二輪量化寬鬆政策會利好新興市場資產類別。不過，在中國、印度及印尼等新興經濟，游資增加不僅會提升資產價格，亦會推高通脹，令回報受到若干影響。

儘管如此，我們認為流入新興市場的外資並不單單是量化寬鬆政策所創造的熱錢，也更應被視為投資組合從成熟市場轉向新興市場的策略性重新配置。儘管新興市場企業佔環球企業利潤的份額已從1990年約2%上升至如今的15%，但很多投資者對新興市場的投資比重仍然結構性偏低。只要成熟市場的投資者將自己組合中的1%轉投新興市場，就將構成有史以來新興市場所錄得的最大年度流入。我們認為，這種情況並非全無可能。

目前而言，由於大部分成熟世界的投資組合對新興市場的配置比重都非常低，因此向新興市場增加策略性配置的趨勢看來合理。不過，以未來一兩年而言，估值可能會變得過於昂貴，而警覺性較低的投資者可能會不斷買入已經「超買」的市場。如果市賬率達到2.7倍以及市盈率超過16倍，則情況將開始令人擔憂，但目前比較那種水平還有很大的距離。

### 基本因素支持吸引熱錢

儘管聯儲局第二輪量化寬鬆所引發的熱錢令人擔憂，但我們認為，流入新興市場的資金實際上更主要是成熟國家投資者的策略配置。新興市場資產類別的增長和盈利能力是一項長期趨勢，擁有強健基本因素的充分支持，因而吸引投資者將組合中愈來愈大部分轉配至新興市場。這項資產類別未來還將有巨大的增長空間。

## 中國籍聖誕老人去歐洲？

路透專欄撰稿人  
Ian Campbell

對於歐洲來說，今年的聖誕老人來自中國。他要駕着雪橇駛進歐元區外圍國家撒拋禮物——把這些國家的債務都買下來。至少英國《金融時報》說的就是這個意思：該報稱，中國將採取「一致行動」幫助穩定歐元區。

### 似乎得不到什麼好處

誰能說得準呢？但中國人當聖誕老人的可能性，很小。如果中國願意當歐洲的聖誕老人，當然沒什麼問題。與歐洲央行不同的是，中國甚至都不用印錢。中國只要動用自己的2.6萬億美元外匯儲備，就可以把希臘、愛爾蘭、葡

萄牙和西班牙的主權債券一掃而空。這樣的話，歐元區的債務危機就可以在很長時間內偃旗息鼓了。

但是，這樣做，除了得到一大堆宏觀經濟有問題的國家的債務外，中國這樣做似乎得不到什麼好處。2011年，希臘債務將超過該國GDP的150%。即便歐盟和國際貨幣基金組織已經聯手挽救希臘，希臘的債務將來還是可能要重組。

10月份時，中國國務院總理溫家寶在雅典親口說中國支持穩定的歐元，不會減少對歐債的投資。有人認為這意味著中國要挽救歐元區外圍國家的危機。但愛爾蘭隨後也發生了危機，歐元區外圍國家的債券收益一直在上升。如果中國真的大量買入歐債，這種情況就不會發生。

也許，中國聖誕老人真的會在節日駕臨歐洲。但仍有一些人對此深表懷疑。

## 未來全球貿易走勢分析及對香港影響

中銀香港發展規劃部經濟研究處經濟研究員  
應堅

承接去年下半年復甦勢頭，今年以來全球貿易繼續強勁反彈，三大貿易體均有出色表現：前三季歐盟(27國)進出口分別增長23%及22%，首11個月中國進出口大幅飆升40%及33%，而美國1-11月進出口反彈25%及23%。WTO預計，今年全球商品貿易出口量有望從去年下跌12.2%轉為上升13.5%，為二戰後最大的年度增幅。

IMF最新出版的《世界經濟展望》預測，今年世界貿易量(含商品及服務貿易)增長11.4%，高於上一次預測(7%)。這些數據引發一種樂觀情緒，全球貿易已走出金融海嘯陰影，若明年仍以較快速度復甦，各國經濟有望獲得更多的外部動力。外需環境出乎意料改善，也令外向型的香港經濟受惠。

全球貿易今年的強勁反彈與去年的大幅下跌形成鮮明對照，背景是各國政府聯合採取行動救經濟，令世界經濟在一年內由衰退轉為復甦。貿易形勢的好轉得到了宏觀基本面的支持。但此次貿易復甦與以前幾次有所區別，無論是歐美發達國家還是新興市場國家，無論是出口還是進口，復甦方向及力度高度一致，反而令人產生疑惑，究竟這一輪反彈是由何方帶動？

儘管各國進出口同步復甦的疊加效果，產生了歷史上勢頭最猛的一次反彈，但如果復甦動力不明確或不具持續性，最終只能證實是一次技術性反彈。需要留意，今年全

球經濟復甦是各國加大財政政策力度的結果。財政開支大量增加，必然會引起更多財政赤字，各國政府都不可能長期使用，令市場對復甦持久性有所懷疑。

### 匯率左右歐美進出口增長

實際上，今年歐美進出口增長受到兩個特殊因素的影響。一是匯率。金融海嘯後美元及歐元都曾發生危機，交替貶值，反映出競爭力的匯率指數今年的平均跌幅分別為3.4%及6.1%，有利於歐美國家出口。

二是補庫存的作用。金融海嘯中，歐美各國出現「去庫存」現象。2008年至去年，美國庫存大幅縮減，但今年私人機構卻大量進貨(首三季非農業存貨增加2,000億美元)，以補充庫存，進口因而被帶旺。兩個因素能很快見效，但未來兩年是否不變，卻難以保證。

今年全球貿易反彈幅度如此之大，部分受到技術性因素影響。今年首三季全球進出口分別增長24%及27%，是在去年下跌22.5%及23.2%基礎上的，市場估計，明年再出現同樣幅度增長的可能性不大。

商品價格因素也不可忽略。去年商品貿易總量下跌12.2%，小於商品貿易總值的22.6%，兩者之間差距是由價格下降造成的，尤其是原油及大宗商品價格暴跌。去年能源、金屬及農產品價格下跌37%、29%及17%，今年則呈反彈格局，至12月中旬CRB價格指數上漲20%，帶動貿易總值增長大於貿易總量。目前，商品價格已處高位，短期內上升空間有限。(四之一)

## 關注中國經濟模式轉變

康宏證券及資產管理董事  
黃敏碩

隨著全球經濟從金融海嘯後恢復過來，中國的經濟結構產生重大的變化，雖然在過去十年經濟錄得令人驕傲的增長，但結構性的問題亦愈見浮現，舊有的增長模式在中國開始出現失效的徵狀，同時，這個舊有模式亦為未來持續的發展帶來限制，流動性及產能過剩等問題是中國政府在宏觀調控上必而面對的難關，收入差距擴大和通脹與農民收入兩者之取捨都是中國模式是否成立的議題。

### 富人生活方式更為休閒

根據胡潤研究院發表的樂退報告指出，目前中國有5.5萬人成功擠身於身價高達1.1億人民幣的行列，而且，隨着身價水漲船高，富人生活與以往大大不同，生活方式變得更為休閒，與以往只着重於工作的「黃牛」一般的生活大為不同，旅遊、名牌、古玩、品酒、投資，這些都變成了現今中國人城市富人的生活基礎。亦同時奠定了中國消費、內需崛起的基本面貌。但資金游走，加上對中國需求增長預期看法，海內、外對中國的熱情有增無減，造成了過度投機及市場秩序混亂，影響了中國政府最着重「穩定」概念。

「十二五」——中國的第十二個五年規劃，首要地明確了「加快轉變經濟發展方式」的需要，這個是中央2011年至2015年經濟規劃的主線。但轉變經濟發展方式，等同於改變經濟結構組成，不是話變就變的，政府仍然需要賣地收入以支持基礎設施、農民收入不可能一下子與城市人齊齊、消費亦不可能

現時佔經濟總量的大比數，再者人民幣也不可能現在就市場化。所以「十二五」的重點，其實不在於改變經濟的結構，而是改變這個經濟遊戲的「玩法」或「規則」。而這個所謂遊戲規則，就是建立一個更有效及「更適合中國」的市場制度。

這個正在建立的市場制度是多方面的，包括利率及匯率的市場化，當中，相信在中國境內，利率的市場化會先行，亦較易實行；能源，和其他商品的定價規程，這在近期國務院對農產品及消費品的規範化可看出端倪，中央主要想控制的不是短期的價格波動，而是長遠的定價機制，使市場更有系統、秩序。

### 中央打壓價格有所保留

事實上，近年中央對打壓價格基本上並不着力。這從人民銀行不肯落實加息的做法可以觀察得到。首先，因為維持經濟快速增長是保持就業的基本需要，而價格(不論樓價、商品價)硬下去了，很大機會造成連鎖效應，拖累經濟。其次，強制性地打壓價格是硬性的，與中央的市場化機制背馳，只會造成系統性倒退現象。

除了內地的定價機制外，金融業的遊戲規則亦是改革的重點。市場化的首要條件是，這個市場是一個成熟、理智的市場，最起碼，中央需要這個感覺。而達成這個條件，便需要一個更完備的監管系統。一行三會——人民銀行、銀監會、證監會和保監會，將會達成更多的合作，甚至管理規範上的整合。待下回繼續探討中國下一個五年。

(系列之一)

## 內地消費暢旺帶動通脹

敦沛金融分析員  
郭子聰

在市場多方揣測下內地提早公布的11月經濟數據，當中最受關注的11月內地居民消費價格指數按年上升5.1%，與上月比較則升逾1%，是過去5個月以來最大的升幅。儘管現時通脹水平仍低於2008年高峰期的8.7%，卻遠高於過去10年只有約2%的平均水平。然而，人民銀行最後只調升存款準備金而沒有加息，卻令市場感到意外。

### 人行應對通脹容忍度升

在央行未有加息之後，市場出現了不少討論。今次的做法是深思熟慮的結果，還是猶豫不決，以至中國沒有加息的種種原因，都有不同版本的眾多解說。其中一個論點，是中國政府對通脹的容忍度有所提升。事實上，以中國經濟增長達8%以上而言，通脹是合理的現象，相比印度或是俄羅斯通脹可高達10%，中國現時4.5%的通脹水平並不算高。而且一定程度的通脹可以有助於價格市場化，並對於調整經濟結構以至提高消費對經濟增長的貢獻有一定作用。

另外，今次通脹急升被認為並非由經濟過熱所致。一方面，今次的通脹壓力最初是由食品價格所主導，而加息一般只會對企業投資有較大影響。根據11月公布數據，與去年同期比較，食品價格上升11.7%，而非食品價格上升1.9%。與上月比較，則食品價格上升2.0%，而非食品價格上升0.6%。無論是按年還是按月比較，都明顯見到現時食品價格仍然是帶動通脹的主因。此外，11月鮮菜價格與上月比較下降1.9%，顯示部分食品價格已開始受控，亦因此減退加息的必要性。

不過，從最新公布的數據可見，衣着類價格與上月比

較上升1.6%，而居住價格升幅更達1.8%，顯示除食品以外，其他類別構成的通脹壓力似有增加跡象。其中，內地的工資水平上升成為另一個帶動通脹的關鍵，因為物價提升基本上反映了市場購買力和消費市道。

### 工資上升令購買力增

內地工資上升令購買力增加，而當消費需求上升而供應未能追上，短期內自然會令價格向上。試想像在經濟衰退期間，當預期物價只會一直下跌的時候，又會有誰願意消費？因此，今次的通脹某程度上亦可說是市場購買力提高和促進消費的結果。當然，政府亦會從民生角度出發，避免物價飆升構成社會動盪，而一些基本消費品的價格升幅或會受到限制。然而，只要生活必需品的價格能受控，相信政府對其他消費品的價格上升會有較大容忍度。

此外，工資上升亦會從供應方面影響生產成本，因為工資同樣是成本的一個重要構成部分。11月製造業採購經理指數的購進價格已連升4個月，而工業品出廠價格按年上升6.1%，按月則升1.4%。由此可見，生產成本和工業品出廠價格的上升趨勢已逐漸形成。其實，當工資上升，企業會對應將產品加價，這就是經濟學上的「工資價螺旋」現象(wage-price spiral)。因此，工資上升不但影響需求方面的增加，亦是帶動成本上升的因素。

總括而言，由於工資上升以及消費增長是內地經濟轉型的目標，通脹或許是過程中的必然存在，因此內地對消費穩健增長帶來的通脹相對容忍。事實上，參考內地公布的價格調控政策，不少都是針對市場炒賣為主，對經濟增長的影響相對較少。當然，若然價格調控未能奏效，則加息的機會仍然存在。