

加強監管拋空有利股市穩定發展

香港證券學會永遠榮譽會長、
恒豐集團董事長
張華峰

百家觀點

反對金融霸權浪潮一浪高於一浪，全球有98個國家超過一千個城市齊響應，是一場前所未有的金融革命。「佔領華爾街」行動也蔓延到香港，匯豐銀行地下和中環交易廣場平台分別舉行反金融霸權集會，他們質詢為何社會財富只落在少數人手上，為何政府政策向這些只顧追求個人利益，沒有社會良知的金融大亨傾斜。



張華峰指出，香港作為國際金融中心如不能對本港經濟發展有所貢獻，不能保護本地金融核心利益，不能維護小投資者應有的權益，那麼國際金融中心的稱號便只是虛名而已。 彭博社

由歐美引發的金融危機，香港股市也受到嚴重衝擊，股價非理性地遭到拋空，以套取為名，實是單邊拋空，甚至發放不利消息降低公司評級，把股價弄高弄低，引起市場恐慌性拋售，來達到它謀取暴利的目的。我們擔心如果沒有禁止沽空機制，窩輪和牛熊證等的發行商有可能利用香港的積極不干預政策，大量拋空推低股價令到手上發行的窩輪和牛熊證即時死亡，這不是間接操控市場行為嗎？

這些輸打贏要的國際大亨，賺錢時花紅以幾十個月計算，虧損時逼政府用納稅人的錢去解救他們，不然就好像「雷曼事件」讓它倒掉一走了之，把小投資者的血汗錢化為烏有。這些巧取豪奪的金融大亨，我們政府官員還要為它護航嗎？

法國、意大利、西班牙、韓國等都有禁止拋空機制，除了保護他們本國利益外，還有對拋空圖利的投機倒把分子起了阻礙作用。美國也是不容許無貨拋空，在2008年9月19日全球爆發金融海嘯時，美英兩國同時宣佈嚴格執行禁止某些股份拋空，美國禁令有效期至10月2日；英國則延至年底，並且宣佈調查拋空和散佈假消息的人士。

可惜本港有些學者和業界各別人士對建議政府在非常時期禁止借貸沽空機制持反對意見，認為沽空不會有系統性風險，而且違反自由市場規律，擔心會影響香港國際金融中心地位，筆者則持相反看法。其一借貸拋空在本港只有大戶才能借到貨，而一般小投資者借不到貨沽空作套取，所以借貸拋空機制對小投資者不公平，變成了大戶專利。

其二拋空不受監管將導致市場過分投機，對股市毫無益處，而且會擾亂市場，扭曲價格造成金融市場不穩。香港作為國際金融中心，如不能對本港經濟發展有所貢獻，不能保護本地金融核心利

益，不能維護小投資者應有的權益，那麼國際金融中心的稱號便只是虛名而已，而且為祖國改革開放走向同世界接軌的金融安全埋下計時炸彈。

現時香港股市充滿投機性，非主流的金融衍生產品據聯交所數據顯示已接近一半，再加上場外的ELN(高息票據)、ACCUMULATOR(累計期權)股市已變成個大賭場與國際金融中心定義背道而馳。本港對於沽空並無明確的監管和披露機制，例如沽空者不必申報是套取還是單邊沽空，MPF是否可以借貸給沽空者，借貸期是否有時間規定，沽空保證金是否有嚴格要求，有否風險評估，股票借出機構獲得的利益歸誰，虧損時責任誰屬，加上股票衍生產品不需繳付印花稅，間接鼓勵投機風氣，這些不明確的因素都可以構成系統性風險。

股票市場的功能是給企業集資提供平台，讓資金帶動中小企業發展，增加就業職位對整個經濟發展社會穩定作出貢獻。業界並不是要排斥外資大行，我們歡迎的是國際投資者，但並非投機者，我們不是反對現有正常的沽空作對沖之用，只希望對非法拋空亂出口術的投機者加以嚴格監管，我們並不是財經官員所說的希望利用禁止拋空令股市上升來從中得益，而是希望加強對拋空和衍生產品的監管，增加市場透明度。

過度投機，香港將會成為「大鱷」提款機，為保護本港社會和小投資者共同利益，對付那些沒有企業道德的金融大鱷是不容手軟，政府應出手就要出手，1998年港府對抗大鱷衝擊不是得全港市民的稱讚和支持嗎？維護香港經濟穩定健康發展，提防國際大鱷再次衝擊香港股市，港府應考慮效法歐美國家，當股市受到國際大鱷惡意衝擊損害本港社會利益時立法禁止拋空。

歐債方案 靜待周三

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

為解決持續已久的歐債危機，歐洲領導人於23日舉行了歐盟峰會討論解決方案，由於德法兩國就如何解決歐債危機仍然存在分歧，是此的峰會仍未能達成具體方案，而歐洲領導人則表示將會於周二的第二輪歐盟峰會上為方案作最後決定。而普遍相信，解決方案將包括以下三方面的考慮，包括重整歐元區銀行的資本、決定私人投資者所需要承擔的希臘債務減值額，以及如何擴大及運用歐洲金融穩定機制(EFSF)。

關於重整歐元區銀行資本的計劃方面，歐盟財長日前表示，同意歐洲銀行必須於未來6至9個月籌集1,080億歐元資本，加強銀行體系以防止歐債危機蔓延至其他歐洲國家，以符合歐洲銀行管理局(EBA)將核心一級資本比率提升至9%的要求，建立起安全防護網，令銀行能抵禦當希臘債券大幅減值後對其的影響。

希臘減值幅度最小達50%

至於希臘債券減值的幅度，亦將會於周三有所決定。消息指，歐盟希望希臘債券的減值幅度最小要達到50%，大幅高於7月的歐盟峰會所擬定的21%，這亦意味著，持有希臘國債的歐元區銀行將會需要為此承擔更大的損失，而這亦將會成為範例，假如未來同樣債務沉重的愛爾蘭及葡萄牙亦出現難以還債的情況，減值50%將會成為起碼的額度。

雖然這會對歐元區銀行造成沉重打擊，但這樣才能減少希臘債務至可償還的水平，從而避過債務違約，在只有損失100%及50%的兩個選擇下，相信歐元區的銀行亦只有接受這減值50%的方案。而第三方面的考慮，即如何擴大及運用EFSF，相信亦是歐盟領導人需要面臨的最大難題。



圖為雅典飄揚的國旗與歐盟旗。 法新社

由於擴大EFSF的資金需求龐大，因此若一如以往向歐元區各國集資以擴充其規模，將會增加各國的財政負擔，而當中德國及法國已差不多提供了EFSF一半的擔保額，因此若以舊方式擴大EFSF規模，德國即變相幫弱國還債。顧及自身利益，德國當然不願意，使這個問題存在着重大分歧。

擴大EFSF可避免債務違約

擴大EFSF的目的是為了保障當一旦歐元區有更多國家陷入財困時，能避免這些國家出現債務違約，這對歐元區的長遠穩定是十分重要的，因此即使仍存分歧，但各國仍會努力想辦法去解決，從而達成共識。而目前則有兩個可能的選項，一是成立一個基金，吸引外資及主權基金，而基金將可在初級和次級市場上收購國債。另一選項是讓EFSF擔保初步損失，如20%的損失，即將其槓桿化，而無需成立一個新基金。

事實上，上述三大考慮是緊扣着的，歐元區銀行的集資規模將視乎私人投資者所需要承擔的希臘債務減值額，而EFSF的規模以及如何運用亦決定了歐元區各國有多大動力支持當地的銀行業，因此三方面的考慮是互動的，其決定亦對歐債危機的事態發展起了重要的作用，因此本周三的第二輪歐盟峰會結果對歐元區來說十分關鍵，亦將決定環球金融市場未來的走勢。

如何管理牛熊證風險

中銀國際金融產品部執行董事
雷裕武

近日港股大幅波動，選股的難度逐步增加，不少投資者繼而考慮指數產品，帶動牛熊證和恆指權證的成交金額大幅提高，在上周每日十大成交榜，經常見其蹤影，繼前周牛熊證單日成交創下157.7億元紀錄新高，上周三牛熊證佔大市總成交上23.7%，連同認股權證17.6%，當日衍生工具佔大市總成交比重高達41.3%，寫下另一歷史高位。

要分析這情況，或要從本地牛熊證的運作說起。目前市上絕大多數牛熊證與恆指指數掛鉤，與個別相連只屬少數，投資者買賣牛熊證多屬「炒市不炒股」，同時傾向短線買賣為主，他們普遍相信，在波動市中單純買賣方向，往往較選股容易。值得留意的是，近期牛熊證的成交大幅增加，但成交量(資金流入或流出市場)並未有同步提升，反映市場存在不少短線投資者，以此作為即市買賣工具，甚少考慮持倉過夜。

須留意牛熊證收回風險

牛熊證的吸引力主要有二：其槓桿往往較恆指輪高，普遍達10-15倍，部分收回價跟現價接近的條款，槓桿更可達30倍以上，為短線買賣的投資者提供不錯的博率；此外，牛熊證受引伸波幅影響較輕微，因此證價往往緊貼指數走勢，預測性相對較高。然而，在一般情況下，牛熊證的風險與認股證

相若，主要差別之一就是牛熊證的收回風險，俗稱被「打靶」。在過去數周的波動市，我們每日都會聽聞不少牛熊證被提早收回。其實，其強制收回機制的運作非常簡單，牛熊證的眾多條款中，除了傳統的行使價外，還有一個收回價，這也是強制收回機制的關鍵，只要掛鈎指數在投資期內任何時間觸及牛證、熊證的收回價，該證便會被提早收回，不能繼續在市場上交易，有別於認股證可讓投資者死守至到期。

控制入市注碼避免過夜

近日港股波幅擴大，牛熊證投資者為減低收回風險，一般會選擇一些收回價與現貨價相距較遠的條款，如1,500點以上或會較為合適。一般而言，牛熊證收回價與現貨價越接近，提供的槓桿效應越大，惟收回的風險越高。以昨日為例，收回價與現貨價相差1,000點，約提供13倍槓桿，當差距增至1,500點，槓桿則減至10倍左右。同時，投資者也要做好風險管理，除控制入市注碼和嚴格執行止蝕外，也應避免持貨過夜，以減低翌日裂口高/低開的市場風險。當然，要完全避開收回風險，投資者可考慮以沒有收回機制的認股權證作為部署。以看淡的槓桿產品為例，恆指沽輪的槓桿比率一般較牛熊證為低，昨日活躍條款的槓桿普遍為4-5倍，雖看似並不太高，但在目前的波動市況，偏向防守性的部署或較合適。(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。)

氣氛低迷 處十字路口

中金策略

歐洲債務問題懸而未決；美國經濟數據好於預期；市場情緒持續低迷。

歐洲峰會又拉開了序幕，牽動着投資者的神經，市場走勢仍將受事件驅動。從本質上來說，許多人正拭目以待希臘債務減計規模、歐洲銀行資本重組方式以及歐洲金融穩定基金(EFSF)是否及如何槓桿化。上述問題若得到圓滿解決，市場或走出一輪風險反彈行情。但是，正如我們此前所言，單純印鈔無法解決償付危機。

近期公佈的數據顯示美國經濟基本面好於許多人的預期。CPI處於可控水平，兩個重要的經濟領先指標——新屋開工數和費城聯儲儲蓄指數明顯超出預期。其中，費城聯儲儲蓄指數創出31年來最大漲幅，新訂單、庫存和平均工作周數等分項預期指數明顯好轉。從歷史上來看，費城聯儲儲蓄指數表現較好通常表明製造業較為強勁，而且標準普爾和恆生指數此時均會走出較好行情。

恆生指數近期一直是全球表現最差的股指之一。究其原因，除表現不佳的金融股在恆指中佔比較高以外，大量指數高輪交易也是導致恆指波動的因素之一。我們注意到恆生指數認沽權證和認購權證未平仓合約比居高不下。最近幾周由於高輪流動性不佳，當權證持有人被迫平倉時，市場波動被進一步放大。

中國股市有足夠資金支持

不過，我們在與投資者交流時發現悲觀情緒仍然在市場中大行其道。主要的擔憂集中在中國經濟硬着陸、房地產市場崩盤以及流動性緊縮三個方面。有報道顯示中國部分城市二手房價格已經開始大幅下滑，成交量持續萎縮。但是，上周公佈的數據顯

示中國工業產值好於預期。中國M2與市值比率為3倍左右，而香港和美國均為0.7倍左右。因此，中國股市仍應有足夠的資金支持。

另外，我們獨有的市場情緒指數近期位於歷史新低，類似於俄羅斯債務危機、911和2008年金融危機時水平。恆生指數在上述危機發生後的4-10周均走出了反彈行情，僅有一次例外。因此，我們仍然建議投資者積極參與超賣後的反彈行情，除非歐洲方面出現更為糟糕的消息。但也應注意的是，全球經濟增速普遍放緩時，押注於對增長依賴性強的資產並非易事。

內地市場資金並非太緊張

社會融資規模下滑，但資金並不緊張；中國允許地方政府試點自行發債。

中國人民銀行公佈的數據顯示，2011年前三季度社會融資規模下降11.4%，反映出政策調控和對非金融行業較低資金支持的影響。但是，新增人民幣貸款在社會融資中佔比出現2009年以來首次上升，表明對銀行表外業務監管加強。銀行貸款可以通過貨幣乘數創造貨幣，但直接融資無法創造貨幣。由於銀行貸款在社會融資中佔比仍然最高，來自於新增貸款的更多融資再次表明市場中資金狀況其實並不像很多人想像的那樣緊張。

上周中國四個經濟發達省市成為地方政府自行發債試點，打破了《預算法》地方政府不得直接舉債的規定。但是，值得注意的是此次發行規模只有區區人民幣229億元，包含在2011年2000億元債券發行額度之內，而且對地方發債的規模和利率水平都存在比較嚴格的規定。因此，目前斷言此次試點意味着中央和地方政府金融關係改革拉開序幕為時尚早，中央政府並未下放其金融大權。

中國對大宗商品需求續強勁

路透專欄撰稿人
Clyde Russell

熱點透視

新公布的匯豐中國製造業採購經理人指數(PMI)初值為51.1，高於上月終值49.9，為7月以來首次站上榮枯分水嶺線50上方。重返擴張區間體現了兩方面含義——第三季經濟放緩只是暫時現象，並且中國對大宗商品的需求仍將強勁。

中國經濟軟着陸機會大

誠然，不能僅憑一個月的數據就斷定其足以中止已連續三個月的下跌，況且這還只是個初步數據。不過在這裡，仍有足夠證據說明軟着陸將會是中國最有可能出現的情況。

首先，中國第三季GDP增速較去年同期降至9.1%。這一數據被某些評論人士曲解為經濟嚴重放緩的跡象，特別是它還略低於市場預期。這表明，上一年採取的貨幣緊縮政策已通過經濟降溫和壓低通脹來起到效果，一如當初期望。

上周經濟數據中更為重要的是工業生產。中國9月工業生產同比增速加快至13.8%，較預期表現更好，同時9月零售銷售同比上漲17.7%，亦超預估。

把上述情況和昨日的匯豐PMI數據綜合在一起，就可以看到一個處於減速狀態的中國經濟。這種狀態正是它所需要的。而中國仍將是全球成長的一部分發動機。

把中國經濟想像成一輛在跑道上風馳電掣的賽車吧。當車輛以高速行駛在頗具挑戰的環路上，車手時常會在攻彎時踩下剎車踏板，降低車身慣性並調整重心。

這是中國已然發生的情況，而且和賽車一樣，中國仍有需要面對的阻礙，比如賽道上還有歐洲和美國等其他車手，而這些車手仍可能撞車、在賽道上漏油或者開得很慢從而拖累中國車手的前進。談到石油，這可能是最近中國商品數據的一個疲弱領域，



圖為石油開採設施。 彭博社

與強勁的銅和鐵礦石進口形成鮮明對比，不過與煤炭的對比則較不明顯。

中國9月表觀石油需求較上年同期僅增長1%至每日890萬桶，日進口量僅從8月的495萬桶升至498萬桶。這與進口將增長的預期不符，而且是空方在聲稱中國經濟正在放緩時可能引述的論據之一。關於石油需求，有幾個因素需要注意。首先，訂購9月船貨時價格還相當高，中國煉油廠可能僅購買了所需的數量，而沒有重建庫存。

其次，表觀需求數據剔除了庫存變動因素，且9月庫存可能減少，尤其是還要考慮到部分煉油廠仍在進行維護。摩根大通分析師稱，2011年第三季煉油廠處於維護之中的日產能比上年同期多30萬桶，的確足以拖累表觀需求。

不過，若要維持對於中國原油需求的多方看法，第四季原油進口仍須上升。

然而近幾周中國數據的總體趨勢，讓硬着陸的空方觀點越來越站不住腳，特別是在全球其他地區能避開衰退，而且歐洲能夠制定出應對主權債務危機的有效方案的情況下。

現在大力鼓吹多方觀點還為時尚早，但有基本理由可以認定近期主要商品價格跌勢可能已經接近尾聲。