

永豐金融集團研究部主筆
涂國彬

百家觀點

市場信心雖增 量寬預期難成真

最近美國公布之數據顯示，美國人民及企業對美國經濟前景信心轉強，這緩解了市場自今年第二季度起，對美國經濟再度轉差，甚至呈現雙底衰退之擔憂。

早前公布的美國第二季度經濟增長僅得1.5%，這使市場預期美國今年下半年之經濟僅會以溫和增長，再加上過去三個月失業率有兩個月均出現上升，7月份之失業率仍然維持於8.3%的高位，因此，上周五（17日）美國公布之8月份密歇根大學消費者信心指數及7月份領先指標均勝預期，實為令市場喜出望外。

至六月均呈反覆下跌的走勢，聯儲局官員們對美國經濟增長之憂慮有增無減，部分官員近月更強烈暗示傾向推出新的刺激經濟措施。不過，由於數據顯示美國經濟有轉強的跡象，7月份非農就業職位增長亦止跌回升，這使聯儲局官員們決策再陷入兩難局面。

美國第二季度之經濟雖有放緩跡象，但又未至於差得需要短時間內推出刺激措施。因此，近月經濟數據再度轉佳，這將會為反對推出刺激經濟措施的聯儲局官員，提供有力的支持，聯儲局推行量寬的機會依然不大。

有分析認為，要迫使聯儲局推出刺激措施，一是經濟情況急劇惡化，如受歐債危機或是美國之「財政懸崖」問題影響；二是配合其他國家，聯手推出刺激措施，以提振市場信心。

話雖如此，筆者仍認為聯儲局推出量寬措施乃市場一廂情願居多，美國總統大選延期逐步逼近，為求穩定，國家推出重要經濟措施的機會率應會愈低，加上聯儲局政治中立之名義，聯儲局於總統大選前按兵不動的概率較大，市場對聯儲局推出量寬的憧憬難以成真。

美國7月份領先指標按月上升0.4%，為近5個月以來最大升幅；另外，8月份密歇根大學消費者信心指數亦升至73.6的3個月高位。然而，經濟數據時好時壞，反映出美國經濟復甦步伐斷斷續續且不平均，這將會令聯儲局更難於制定貨幣政策。

最近幾個月，聯儲局對於美國經濟前景之看法，由年初的樂觀，逐漸變得悲觀；由於非農就業職位增長由今年三月

假如聯儲局由經濟數據恢復增長勢頭，繼續按兵不動，這對金融市場未必為利好消息。由於市場普遍預期歐央行及聯儲局將會採取刺激經濟措施，歐美股市自8月初起便反覆上揚，紛紛升至近月高位，美股更逼近近年內高位，因此，一旦預期落空，股市或會於短時間內，回吐升幅。

當然，一個月的數據轉佳，並不足以改變多數聯儲局官員對美國經濟前景的看法，然而，即使未公布最近之數據，



■美國7月份非農就業職位增長止跌回升，這使聯儲局官員們決策再陷入兩難局面。圖為民眾參加招聘會。

美通過FDI法案 中企外投勢增

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璜

美國國會最近通過了鼓勵吸引外國直接投資（FDI）的法案。兩黨均同意外國直接投資對美國就業和競爭力的影響至關重要。可是，很多國會議員對來自中國的外商直接投資，既有國家安全方面的顧慮，也有經濟方面的擔心。

在美國，外國企業總共貢獻了5%私人部門就業市場、17%製造業就業人口、21%出口業、14%研發以及17%公司所得稅。因此美國就業和競爭力委員會大力支持政府的新「選擇美國（Select USA）」計劃，通過協調政府行為促進FDI方案。

中國FDI於2020年料逾1萬億美元

事實上，美國是世界最大的FDI目標國，佔全球FDI流量的15%，而且比例更有回升跡象。在對外FDI方面，中國於2005年之前由每年平均30億美元，已大到2010年的600億美元，從中國經濟的規模、增長率以及其他發展中國家的經驗推算，預料來自中國的FDI將在2020年提高到1至2萬億美元。

中國將對外FDI項目作為當務之急，是出於兩大原因。首先，中國很想讓其巨額外匯儲備多樣化，不再綁定於低收益的美國國債，而想進軍回報率更高的實體生產性資產（因中國國內研發能力不足）。這就是為什麼中國要成立主權財富基金，尋找更多的FDI機會。其次，中國企業要確保能源和原材料發展順利，並通過收購新技術、品牌和管理技能加強競爭力。在其最新報告中，中國人民銀行敦促中國公司把收購外國企業作為中國資本市場管制放鬆的第一步。

到目前為止，中國對外FDI集中於非洲、烏克蘭、澳



■本文作者認為，中國很想讓其巨額外匯儲備多樣化，不再綁定於低收益的美國國債，並希望進軍回報率更高的實體生產性資產。

圖片來源：新華社
洲及加拿大，主要目標是促進貿易和收購自然資源。但隨着工資上漲及匯率升值侵蝕了內地企業的生計競爭力，中國對外FDI的模式也要積極提高技術、管理能力，以及提升自己在價值鏈中的地位。

涉及能源等敏感領域 美顧慮仍多

目前，美國投資委員會（CFIUS）密切審查中國公司的投資或收購美國公司所帶來的國家安全風險。近幾年來，CFIUS把國家安全定義得相當廣泛，不但包括防務行為和軍民兩用技術，還包括關鍵性基礎設施，如通信、能源和交通，而後者正是中國公司最感興趣的領域。

然而，中國在能源等敏感領域的FDI項目，經常會觸發國會聽證、臨時決議和要求CFIUS更加嚴格的呼聲。此導致2005年中海油不得不收回其對美國能源公司優尼科的報價。目前中國FDI正蓄势待發，在增加國外投資的同時，應好好反省在內地投資的回報為何如此之低。

現代奧運會與GDP關係

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師
張宏業

隨着聖火熄滅，倫敦奧運會正式落幕，四年後巴西里約熱內盧再見。今屆倫敦奧運會的開幕和閉幕禮都以英國文化特色為主題，配以高科技特殊效果，向世界展示了英國人引以自豪的文化產業成果如電影、音樂、小說甚至英國皇室人員和歷史人物如大文豪和國家偉人都「粉墨登場」，充分表現仍未忘懷昔日「日不落帝國」情懷，替世界人民留下眾多精彩、動容、激情時刻，教人津津樂道。

如以獎牌成績，美國是倫敦的大贏家，以46面金牌和104面總獎牌稱冠。中國並不示弱，以境外奧運會最佳成績的38面金牌和87面總獎牌居次席，更在游泳和田徑項目取得突破性成績，可喜可賀！英國奧運隊憑着主場之利，取得了歷年最佳成績，並以29面金牌排名第三，為連續幾年飽受經濟衰退困擾的英國人民帶來片刻快樂，挽回不少民族自尊和面子。

俄羅斯國力無復當年？

回顧上五屆夏季奧運會獎牌成績，大家發現美國仍然稱雄，除了京奧之外中國以51面金牌稱冠。這數屆都是美中俄三國角力，但倫敦凸顯了英國的快速崛起及俄羅斯的首次跌出三甲，俄羅斯的退步意味着什麼呢？是否該國的綜合國力已無復當年呢？

根據新華社的具體分析文章，奧運獎牌榜名次與GDP名次拉上更大關係。倫敦的冠軍正是美國和中國，也與GDP榜排名一樣。再者名列前茅的國家如英國、俄羅斯、德國、法國、澳洲、韓國等是GDP榜前15名之內。

這很容易理解，今天現代奧運會大多是全職運動員，他的良好成績必須由國家或大財團的金錢支援，去滿足個人生活開支和提供優良的訓練人才和場地，經濟上升的國家自然會拿出充裕的經費去推動運動。以中國和俄羅斯相比，兩國都由國家提供資源去推動奧運會運動員成績，但明顯地中國在近幾屆中已超越俄羅斯成為全球第一二大運動強國，這與近年中國的長足經濟發展有莫大關係。

各種消費品需求紛被激活

再者，奧運會反過來拉動了相關行業的快速發展，如

運動服裝和裝備行業、健康飲品行業、建築行業等等，刺激龐大的內需市場。今天的中國已基本上解決溫飽問題，國民的開支一部分已放在消費品上，奧運活動真的激活了他們的各種消費品需求。

倫敦結束後，中國民間湧現了「奧運體制」和「全民運動」的爭論，正方是中國政府利用國家資源集中培訓有潛力的運動員取得良好成績，但反方的立論是中國國家資源過分消耗於爭取獎牌，而忽視了推動全民強身健體的運動鍛煉，令國民體質不能持續改善，大大加重醫療負擔。但這個爭論似乎未夠全面，因體育帶來直接和非直接經濟效益是不容易計算的，尤其令國民自尊提高更加不容低估。

另外一個主要爭論點是奧運會對經濟是否有裨益呢？查看幾屆歷史，大家不難發覺經濟短期的提升是可以肯定，但對本土經濟的長期振興則有待證實。主辦國花上四年時間去籌備運動盛事，開幕前會花上大量金錢去推廣活動，興建各項設施，包括運動場館和市内基建項目等等。

在大會舉行中，奧運會吸引上千萬運動員、工作人員、各國政要、本國和境外遊客造訪，本土的旅遊業、酒店業、航運業、運輸業、飲食業、零售業必然受惠，將本土GDP推上最高點。但大賽結束後，GDP會徐徐向下，因當地政府花上龐大金錢多變變成債台高築，必須節省開支去償還債務，2004年希臘雅典夏季奧運會便是最佳例子了。

這次倫敦已大舉利用臨時座位及場館的新做法是可算成功，近年將舉行大型運動會的城市政府官員紛紛去取經！相比2000年悉尼、2004年雅典及2008年北京三屆奧運會，倫敦34個場館的75萬個座位中的25.5萬個會拆除再使用，而英國只新建十五個新場館，當中七個更為臨時場館。根據外電消息，倫敦已經為六個永久場館找到新主人，包括英超球隊及賽車主辦方，有效地收回部分建築費用和撤下長久維修費用！

下個全球體育焦點是巴西里約熱內盧，包括2014年世界盃和2016年奧運會，對於這個「金磚四國」之一的巴西有何經濟效益則大家拭目以待。巴西如何利用奧運再延續其經濟發展則將是現任政府的頭號任務了！今天的現代奧運會是體育競技加上經濟發展的有機綜合機，在體現奧運會的永久精神外，大家不忘注意地帶來的投資新方向，如國家、行業、時間和類別。

A股長期低迷源於體制缺陷

時富金融策略師
黎智凱

周一滬指造出3年半的新低，其間美股卻逼近4年高位。無可否認現時內地投資者對股市信心之疲弱已超出對經濟軟着陸本身的憂慮，反之連申新股破發，保薦人對公司沒有充分進行全面盡職審查，以及基金經理老鼠倉等醜聞，已令投資者對於A股市場本身制度產生質疑。這種對制度本身的不信任，已嚴重影響行業生態，長遠更會打擊股市對優化整個國家資源的作用。

筆者認為現時內地首要工作並不是利用社保基金托市或開發新穎投資產品，反而應該從完善本身上市及交易監管制度着手，重建投資者對制度本身的信心。

投資功能演化成投機功能

股票市場本來是股份公司股權融資的市場，通過有效融資、投資，實現資源的優化配置。但是內地股市的誕生是一種政府驅動下的產物，所以最初股市的定位是為國有企業發展、脫困提供融資服務，股票市場籌集的大量資金並沒有流向最有盈利能力的部門和企業（即國有企業）。所以說內地股市誕生的根本目的是引導國家自己本身應該承擔的風險通過市場化手段轉嫁於廣大投資者，這樣的結果使得股票市場的融資屬性日益增強，投資功能逐步演化成投機功能，股市定位嚴重扭曲。

證券發行制度不完善，審批制、核准制和保薦制度或多或少地具有較濃的行政色

彩，制度設計不合理。由於證券發行審核的不透明和非市場化，最終獲准上市公司未必都是優質資產，影響了證券市場優化資源配置的基礎功能。上市公司法人治理結構亦不健全，公司實際權益人與經營者之間缺乏清楚界定相互利益及權力之關係，故經常出現有公司經營者個人違規或操守問題而直接導致損害公司利益的事件發生。

上市公司組成結構不合理

另外，上市公司的股權結構不合理，大部分的國有股和法人股不允許上市交易，造成莊家很容易操縱股市；上市公司的組成結構不合理，上市公司絕大多數是國有企業或國有控股企業，其中大部門又是舊體制下的國有大中型企業改制而來；在公司治理結構、生產經營管理上保留着很強的計劃經濟與行政干預的色彩，很多上市公司業績不好和毛利極低。

從監管的角度來看，內地監管機構似乎並沒有對這個本身由政府驅動的股市而微調監管標準及政策。現時大部分內地監管政策皆從外國直接搬運過紙，以創業板的發行制度為例：在供求關係不真實的情況下，就開始市場化詢價，又強行模仿外國保薦加直投的上市模式，結果出現了嚴重的超募現象。另外，監管機構亦過分着重審批權，對保留行政手段干預市場的權力甚為堅持，而且市場的監管局主要限於抑制市場過度投機，而不在于規範市場行為，保護投資者利益。

長年期權證風險並非較低

中銀國際證券股票衍生品部執行董事
雷裕武

讀者們或經常聽聞，權證並不適宜作長線持有，特別是在長假期更不應涉足，否則最終虧損的機會甚大。歸根究底，原來長假期持有認股權證的風險來自兩方面，一是來自時間價值消耗，當遇上長假期市場雖然休市，但權證內在的時間價值仍在每日流失，因此，假設其他因素包括股價不變，輪價在假期後復市，將會下跌。至於下跌幅度，則可參考相關認股證的每日時間價值流失百分比數據，從而粗略計算出持有的認股證輪價理論下跌金額。

而另一個風險主要來自外圍市場轉變。以港股為例，部分長假期間如春節、復活節等，雖然港股休市，但外圍或內地市場仍照常開市，其中也可能公佈一些足以影響市況的經濟數據。一旦外圍在港股休市期間出現急升暴跌，則港股假期後復市或有機會追回外圍變化，而出現裂口上升或下跌風險，再加上認股證的槓桿效應，變幅或將會進一步擴大。

時間價值影響 速戰速決較宜

其實，不單是在長假期前，任何時間買賣權證產品，也必需做好準備，首要是對掛鈎資產有短期看法，不論看漲或看跌，繼而在權證條款下手，透過適切的槓桿特性把市場波動放大。由於時間價值的負面影響，投資權證講求速戰速決，條款也以中期為佳。

筆者發現，不少投資者在選定目標股份後，往往傾向選擇一些年期稍長的權證條款作防守性部署，他們或認為投資長年期權證跟投資正股沒有兩樣，只要正股的中長線表現持續看好，投資權證能有效利用槓桿效應提高勝算。即使市況逆轉，也有足夠時間再坐一會，等待下次升浪的來臨，因此，近年

市場上出現了年期超過1年的權證，是否又有投資價值呢？

筆者認為，投資認股權證，就等同用錢買個希望，年期越長，正股出現波動的機會理應越多，從而有望推高權證內在價值，為投資者帶來可觀回報，因此，長年期權證的時間價值和輪價普遍較高，間接令相關的槓桿比率偏低，部分甚至只得2-3倍，即使正股如期上揚，權證的表現也會遠較其他中短期的條款遜色。

當然，年期較長的權證條款，受到時間價值影響也較短年期的條款為低，故可作中長線持有。這個說法或有一定道理，因為時間價值並非「均速」進行，在整個投資期內也有快慢之分，年期較長的條款，時間價值流逝速度較慢，隨着到期日逐漸靠近，權證的時間價值流逝速度也會逐漸加快，最終甚至會出現輪價與正股走勢背道而馳的情況，原因是由於內在價值的升幅並未能抵銷時間價值的損耗，因此買賣此權證的潛在風險相對不低。

持貨至到期日是不智做法

話雖如此，即使長年期權證的時間價值損耗較慢，投資者也不應長期持有，持貨至到期日更是不智做法，不論正股最終走勢如何，所有時間價值將會全數失掉，此外，權證的其他風險因素如波幅和股息等仍然存在，假如自知缺乏紀律性，在跌市中往往傾向持貨而非執行止蝕的投資者，或許持有正股較佳，起碼不用擔心權證時間價值萎縮的問題。

至於選擇長年期權證，筆者建議以貼價或較為價內的權證條款為首選，這類股證的溢價往往較低，走勢應可較緊貼正股。缺點是價格一般較其他高輪為高（因內在價值極高的緣故），而且買賣差價及交投情況可能有別於其他權證，未必適合純粹炒短的投資者。以上資料只供參考，並不構成任何投資建議。