# 美大選塵埃落定 經濟何去何從？

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

百家觀點

美國總統和參眾兩院(部分席位)大選落幕，正如選前民調一樣，奧巴馬以選舉人票1/3和整體得票2%的優勢成功連任，但共和黨維持眾議院大多數議席，連同民主黨佔多數的參議院，美國政局兩黨制衡的局面基本沒變，可見未來四年奧巴馬施政會受到相當大的阻力。

究其原因，大體上可以歸納為過去四年美國經濟逐漸由谷底回升，從失業率超過10%回落到8%以下，總統於東岸風災救援工作中表現出色，民心不傾向改變現在政治制衡情形和美國選民人口結構急劇轉變。

奧巴馬成功再次集合由少數族裔、婦女及年輕選民的票源聯盟，一舉拿下所有搖擺的關鍵州再登寶座。其實美國人口結構正在轉變中，有色選民急增，白種選民從1992年的87%下跌到今年的72%，而拉丁裔由2%急升至10%。美國白種人經濟上相對富裕而傾向指標共和黨，但有色選民多貧苦自然傾向民主黨，這個趨勢未來的會持續，對民主黨的未來選情有利。對華政策，民主黨逐漸由對立而改變成互相合作，奧巴馬連任令中央政府放下心頭大石。

正如奧巴馬於大選勝利宣言中表示美國最好時間還未來臨，四年任期並不平坦。他大力推銷「美國精神」、「你們 — 美國人，提醒我們，路雖漫漫其修遠，我們仍提起步伐，排除萬難，我們內心相信，美國還可以走得更遠更高……」

衝着他而來正是明年1月生效的財政懸崖危機，即華府將要按既定限期，明年1月緊縮開支和回復加稅，至少涉6,000億美元，若他不能游說國會作出改變，政府財政支出將突然緊縮，私人企業因不明朗前景減少投資，福利政策無法繼續。一般相信，通過兩黨討價還價和政治協商，最後應可以取得共識，但過渡期難免有着不明朗因素令金融市場大幅波動！

奧巴馬成功連任對本港經濟有何影響，筆者試圖作以下論述。總統連任等於宣布聯儲局主席連任，他奉行的無限期量化寬鬆政策繼續實施，美國大量印鈔令美元維持弱勢，港元因與美元掛鈎受累使輸入通脹持續高企。美國仍會推行低息政策，起碼至2014年底，香港經濟增長率及投資回報仍優於美國使熱錢繼續來投入本港資本市場，尤以股市和樓市最大宗。

因應熱潮持續流入本港樓市，特區政府的新近實施的降溫辣招有助抑制樓價，但高通脹高租金低利息會導致樓價下跌空間不大，而且有再向上升危機。政府已成功叫停住宅樓要再急升，但投資者轉戰非住宅類別如商舖、辦公室、工廠和停車場，這股投資熱風已催使成交量大增和成交價上揚，政府相關部門應密切監察免使情形失控打擊特區優越的營商環境。

隨着十八大順利召開，未來十年中央領導層產生，中國將會開創另個「黃金十年」，內地和香港股市應有一番作為。至於吸納何種板塊股票，投資者應了解未來中國經濟的主要手段，仍然維持「國進民退」措施，還是積極支持民企呢？中央/地方政府會支援什麼行業呢？對內銷和內房企業的政策導向如何？以上種種政策都會影響各相關行業的投資前景和資金流向。

在經濟方面，奧巴馬成功拯救汽車業，使內地傳統工業州份經濟大為改善，但未來政策重點會擴大開發新興產業如綠色產業、替代能源開發、環保產業、開發頁岩氣、通訊工業、互聯網工業等等，通過產業的有序轉營令美國走出由華爾街主導的經濟模式。另外他承諾通過加大基礎設施、教育及科研項目的投資，為長遠經濟注入動力。

這些產業轉變正是中國工業發展未來方向，兩個大國存在不少合作空間，無論是資金、人才和技術領域上。因美國失業率高企，貿易保護主義高漲，中國企業如何從中得到商機，則有賴雙方政府和企業共同合作，達致雙贏情形。作為中國主要對外窗口，香港能當中扮演搭橋角色嗎？這實有賴特區政府和私人企業一齊探討吧！

預料美國經濟已由谷底回升而緩慢復甦，國內消費市場繼續改善，進口貨物趨穩定增長，有利於包括香港和中國在內的全球進出口貿易正常化，對香港和中國經濟有所裨益。但是中國仍主力勞動密集工業嗎？還是走向新興工業呢？似乎發達地區朝向新型工業，將勞動密集工業內遷是一條可行的出路。

■分析認為，投資熱錢轉戰非住宅類別，政府相關部門應密切監察免使炒風情況失控，打擊特區優越的營商環境。 資料圖片

# 希債風險猶在 易陷短期亂局

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

近日市場主流消息仍集中於中共十八大會議以及美國財政懸崖之憂慮，似乎忽略了早前對市場帶來極大衝擊的希臘，近日又再次走到破產的邊緣。

希臘本周將會有一筆金額達50億歐元的債務到期，然而，由於掌握下一輪資金援助審批權的歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織在資金釋放上，仍存在分歧，導致希臘將無法於本周獲得第三輪援助貸款，再次出現違約的可能。

雖然，希臘已盡力配合歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織之要求，在民眾的抗議聲中，上周通過了新一輪緊縮措施，即通過進一步削減工資和補貼及裁減公務員等，節省約135億歐元的政府開支，並於周日（11日）通過了2013財政年度財政緊縮預算。但歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織認為本周末的初步報告無法對整個局勢進行評估，並將原本於周一（12日）舉行的歐元區小組會議延遲至月尾舉行，使希臘無法於本周取得315億歐元之貸款。

從目前的狀況來看，若希臘無法獲得資金援助，希臘政府將會於周五（16日）用盡所有現金，並如希臘總理薩馬拉斯較早前所表示，需要宣布破產。

不過，觀乎早前幾次希臘走到破產邊緣時，每次均能化險為夷；2010年5月，歐盟批准向希臘提供第一輪援助貸款、2011年7月希臘獲批第二輪援助貸款，以至今年2月份，歐盟、歐央行及國際貨幣基金組織同意對希臘債務進行減記，每次均將希臘從破產邊緣拉回來，而這次希臘雖仍未能獲得新一輪援助，但從近日各方對希臘債務問題的反應來看，相信這次亦能避過破產。

然而，經過多次救援後，希臘的狀況仍未見改善，反而繼續惡化；希臘的經濟繼續陷入衰退，令其截至6月底，其債務佔GDP比率已經上升至150%，預計年底將達至169%，2013年甚至會達至179%。

雖然目前美國經濟有復甦跡象，但需面對財政懸崖之不確定性；中國經濟見底回升，但經濟增速已比不上從前，因此，中美兩國經濟雖改善，但要帶動歐元區恢復增長，動力仍不足夠。在環球經濟仍然低迷的情況下，希臘加強緊縮反而令國內經濟進一步惡化，使希臘無論如何也無法走出目前的困境，只能以援助貸款續命。

而這道理希臘明白，歐盟亦明白，但在目前的情況下，雙方亦只能任由這問題潛伏在歐元區之上。然而，稍有不慎，歐盟努力多時所重建起的市場信心可能會迅速崩潰，加上美國財政懸崖等所帶來的不確定性，足以導致市場陷入短期混亂之中。

# 加強監管有助A股健康發展

時富金融策略師
黎智凱

11月11日，十八大代表、中國證監會主席郭樹清在新聞中心接受記者採訪時對於股市的大跌進行了回應。郭樹清表示，監管部門應該承擔一定的責任，但不是完全的責任，也不是絕大部分的責任。

筆者認為，郭主席這一點說到A股下跌的本質上了。自2008年全球金融危機以來，中國股市連續大跌5年，跌幅超過67.4%，近三年均「熊」冠全球。個股方面，號稱中國最賺錢的中石油跌幅超過80%，而類似中國遠洋般業績虧損的公司，跌幅逾90%，可謂比比皆是。不可否認這些下跌有經濟形勢的客觀原因，但也有制度建設的缺陷和監管的不嚴密。

股票市場已成為經濟發展中不可或缺的一部分，其運行是否通暢，風險能否得到控制，都直接關係到國家經濟的穩定。A股作為一個新興市場，還有很多不可迴避的問題。在這方面，筆者覺得可以向西方發達國家學習和借鑒一下，但是不會簡單的搬過來而已。

美國體系的特點是有一整套專門的股市監管法規注重立法，強調公開的原則。他具體有聯邦政府立法，各州政府立法，各種自律組織制定的規章三部分組成，這種由聯邦、州和自律組織所組成的既統一又相對獨立的監管體系是美國體系的一大特色；美國是集中型監管體制模式的代表。實行以獨立的股票監管機構為主體的組織執行方式；上市公司實行的是註冊制，其基礎和真諦是強制性的信息公開披露制度。

筆者認為，對比美國，我國在股市監管方面存在證監會地位不獨立、法律授權過大，監管的法律體系不完善，股市的自律機制不健全，公司上市的核准制不完善，股市監管乏力。監管不應停留在口頭上，對於某些監管人員失職，不能簡單一句「承擔責任」，必要的時候更應對具體責任人採取問責制，加大處罰力度。

當然因為各國經濟文化、背景的不同，在股市監管中所採取的體制和方式也有會所不同，而且各有利弊。對於處在經濟轉軌時期的我國股市監管來說，筆者認為，為了使我國的股票市場健康發展，根據我國的現狀，我們應繼續完善以證監會為核心的集中型監管體制，以法制建設為抓手，不斷加強和完善自律管理，增強自律管理的針對性、及時性、導向性和威懾力；進一步完善公司上市的審核制度。

# 印度經濟改革說易行難

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

最近，印度在宏觀經濟方面傳來一些實質政革的聲音。自從大停電後，印度政府因國內外的壓力，終於要踏出艱難的一步。今年印度的GDP增長率開始大幅放緩，增長率很可能低於5%。相比2010年的10.1%和2011年的6.8%，增速連年倒退。

當國家經濟改革因為長期的政治僵局而陷入膠着狀態，以及新興經濟體都面臨外部需求疲弱時，投資減速的狀況被印度的制度放大了。這反映出長期經濟發展迷失了方向，投資者對印度商業的信心滑落。IMF亦預測，2013年印度經濟改善不大，經濟改革或令資金有所憧憬，但實踐需時。印度最近的衰退反映了全球投資觀點變化。幾年前，印度還是最有吸引力的投資地，基金經理不斷來到孟買會見商業領袖。如今，他們早已絕跡，宏觀經濟數字也隨之一蹶不振。

印度要維持充分就業和總產出量，經濟就必須持續快速地增長。過去30年間，印度的貧困率下降了三分一，降至30%以下。可是，成績仍不及東亞地區，因為以同一時期計算，東亞地區的貧困率已大幅下降了三分之二。

目前出現的變化也許將帶來新局面。以印度總理辛格為首的上流社會意識到重獲經濟增長動力和持久發展的迫切性；而由經濟學家拉古拉姆瑞占(Raghuram Rajan)出任財政部首席經濟學家則令人翹首以待(Rajan是IMF前首席經濟學家)。但印度國大黨主席索尼婭· 甘地是否同意辛格的改革計劃還是未知之數，因為大部分部長被任命的原因並不是能否勝任，而是他們是否對甘地家族忠誠。的確，印度政府必須認真考慮將會失去投資信用評級的風險。越來越多評級機構指出印度缺少增長策略，其預算赤字也越來越大。事實上，國內儲蓄者的「金融抑制稅」是印度重債政府的一大資金來源。這一金融抑制稅還防止了資金流入私人部門的投資項目，因為後者的回報率遠高於政府的項目。

從經濟角度看，要讓印度經濟重塑增長，需要現成的策略。零售部門是引致低效率的一個重要因素，該部門通過讓價格提升而給印度窮人造成了極重的實質稅負。印度不應該譴責沃爾瑪(Wal-Mart) 等外國零售商，而應該找出效率極高的商業模式，從而獲得收益。而道路、港口、水供應以及電網在印度的大部分地區仍然嚴重不足，基礎設施亦急需改善。

市場認為，對於一個12億人口的國家來說，中央政府癱瘓是在所難免的。讓印度重獲生機的唯一辦法是在各邦之間建立一個更自主的聯邦體系，權力下放能為較成功的邦解除經濟束縛。此外，通過解決經濟疲弱的邦過分依賴援助的文化，從長期來看，印度貧困的地區也可以獲利。如果印度仿效現今的歐洲一樣，把權力分散，可能會對改革更有利。權力下放可能聽起來不太現實，但如果辛格的新改革計劃再次受阻，或許應該採取更激進的行動。

# 窩輪槓桿顯示價格波動性

中銀國際證券股票衍生產品執行董事
雷裕武

港股經過上周四、五急跌逾700點，昨日隨外圍喘定，恆指在21,400點整固，高低波幅120餘點，後市將落在中央或會推出具體刺激經濟措施，美國「財政懸崖」及希臘危機的發展。假若投資者認定股價反彈如箭在弦，具備爆炸力的權證投資自然成為焦點所在。

此時，到底應先以甚麼準則去選擇表現突出的權證，放大短線回報？根據傳統經驗，我們知道在大升市中，高槓桿的權證條款往往較為突出，令持有人賺取可觀回報。但這是否一個千古不變的定律嗎？還有其他需要留意和考慮的地方？坊間經常談及槓桿比率和有效槓桿比率，兩者有何關係，到底哪一個值得留意？

眾所周知，買賣權證較正股吸引之處，主要來自其槓桿比率，即所謂刀仔鋸大樹，投資者能「以小博大」，利用較低的投資本金，從股價的波動中放大利潤。事實上，在大升市時，投資者大多集中留意一些高槓桿的權證，其望能大大提升回報。然而，槓桿比率的高低，亦直接決定其風險程度。一般情況下，槓桿比率越高，權證的價格走勢便會越波動，不論回報和風險也會放大。

簡單來說，槓桿比率顯示投資正股成本與權證成本的倍數比例。例如，正股股價為100元，而權證價格為10元，槓桿比率便為10倍，即是說，投資者只需十分一的價錢便能投資於相關股份。倘若相同正股的另一股證價格為1，槓桿比率便為100倍。由此可見，槓桿比率越高，代表可以較低投資金額控制正股，從其股價波動中獲利。

到底槓桿比率是否越高越好？若你以為買入一些逾50倍槓桿的權證，便能為你帶來可觀回報，那就大錯特錯。只要細心觀察，不難發現這些極高槓桿的權證，往往只剩1仙，已沒有多大投資價值。它們縱有極高槓桿，但因着極度價外的特性，以及時間值耗損的問題，令權證未能緊貼正股升勢。

以賽馬為比喻，一些1賠10大冷門馬匹的潛在回報賠率一定遠較那些1賠1的超級大熱門為高，然而，中獎的機會率也相應較低。因此，在決定投注前，投資者必須做足功課，全面分析，切忌單獨以賠率高低來作決定。同時亦不應將所有資金全數投資在那些冷馬身上，緊記「高回報，高風險」的風險管理規則。

事實上，投資者若單憑槓桿比率的高低去判斷認股證的優劣，是非常危險和武斷的。由於高槓桿的權證往往非常價外（即行使價遠較正股現價為高），根本沒有行使的機會。此外，極度價外的權證，其對沖比率亦普遍接近「零」。

因此，若將槓桿比率乘以其近乎零的對沖值**（見以下公式）**，所得出的「有效槓桿比率」就更能反映真實情況，給予投資者較大的參考價值。「有效槓桿比率」= 槓桿比率×對沖比率。

權證投資者對有效槓桿絕對不會陌生，能粗略地顯示該輪的風險回報水平，簡言之，有效槓桿顯示正股每轉變1%，帶動權證理論價格改變的百分比，例如權證的有效槓桿10倍，當正股轉變1%，權證理論價格便有望改變10%，這數據在一般財經網站或發行人網頁也有轉載。

值得留意，有效槓桿只是參考數據之一，權證價格仍受到一系列不同的因素影響，因此有時也會偏離，但最少可讓投資者簡單地比較不同權證的價格表現，相信這正是投資者最有興趣知道的。**（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）**

# 內地經濟回升基礎有待穩固

太平金控· 太平証券(香港) 研究部主管
陳羨明

國家統計局於本月9日公佈的10月份經濟資料顯示，重工業生產、發電量、新開工項目計劃總投資等多項反映未來趨勢的經濟先行指數出現回升，預示內地經濟有望進一步回穩。隨着政策效果在第四季度的進一步顯現，經濟回暖的勢頭有望得以延續下去，但是在樂觀的同時，我們亦應看到，仍有一些先行指數在回落，因此內地經濟穩定回升的基礎仍有待穩固。

10月份規模以上工業增加值同比增長9.6%，增速比上月加快0.4個百分點；10日中國海關發佈的10月進出口數據顯示，出口同比增長11.6%，增速較上月回升1.7個百分點，兩方面數據均超出市場預期。此外，工業增加值、新開工專案計劃總投資等多項先行指數在10月份也出現了回升跡象。

## 外圍不穩 出口前景難樂觀

不過，值得注意的是，並不是所有先行指標都在回暖，這尤其體現在外需方面。中國內地10月出口勝預期，主要是受聖誕訂單和去年同期基數較低因素影響。在歐、美、日全球三大經濟體增長疲弱，以及美國財政懸崖及歐債危機帶來的不明朗因素的影響下，內地的出口前景難以樂觀。

市場視為中國內地出口業寒暑表的廣交會需求仍然疲弱。截至11月3日，第112屆廣交會境外採購商來自211個國家和地區的與會人數比第111屆同期減少10.26%。從具體區域看，歐洲採購商到會人數比今年春交會增加1.2%，但來自亞洲、美洲、非洲、大洋洲的採購商人數比今年春交會分別下降10%、17.3%、20.9%和15.8%。

從成交看，相比2012年春交會，對美歐日等傳統市場降幅明顯，而對新興市場降幅較小。受歐債危機、美國經濟復甦乏力和中日關係影響，對美國、歐盟、日本成交分別下降9.4%、10.5%和36.6%，對日本成交下降幅度最大。對新興市場成交降幅較小，對澳大利亞成交增長0.4%，但對東盟、中東、金磚四國成交降幅分別為7.9%、5.7%、0.7%。

從出口成交看，秋交會為326.8億，比今年春交會下降9.3%，比去年秋交會下降13.8%，從歷史上看，1995年、2001年和2008年秋交會成交額同比下降幅度超過10%，分別為-22%、-10.6%和-15.4%，今年的秋交會下降幅度僅次於2008年和1995年同期。

秋交會成交資料顯示未來出口仍面臨較大壓力，歷史資料顯示，秋交會出口成交的同比增速對當年4季度至次年1季度的出口平均有較大的影響，從今年秋交會的資料可推算未來這兩個季度的出口增速相較今年2-3季度將會回落，這凸顯出外貿形勢依然嚴峻。先行指數並未一致向好反映經濟回升的基礎仍不穩固。因此，短期穩增長政策有必要進一步發力，經濟結構調整步伐需要繼續加快。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。