

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

百家觀點

歐美日量寬或擴大 資金流入新興市場

上周聯儲局發布的10月份議息會議紀錄顯示，多名委員認為在扭曲操作結束後，明年需要購買更多資產，直至勞動市場顯著改善；另一邊廂，日本首相野田佳彥同意落台，在野的自民黨黨首安倍晉三表示，一旦上台，將會要求日央行推出無上限量寬來刺激當地經濟，加上歐元區經濟疲弱所帶來的貶值需要，再次點起了貨幣戰爭的硝煙。

聯儲局的扭曲操作政策於年底到期，由於目前美國就業市場仍與金融海嘯前差距甚遠，部分聯儲局委員均認為，在扭曲操作完結後，聯儲局將原本每月用作進行扭曲操作的450億美元，變成買入相若規模的長債，即聯儲局的量寬規模，便由目前每月的400億美元，增至以後的每月850億美元，聯儲局副主席萊倫更表示，為了振興就業，短期利率可能直到2016年之前也要維持在零水平。

日本方面，在野自民黨主席安倍晉三表示，日本央行需要通過無限量的寬鬆措施，以實現2%至3%的通脹目標，如果自民黨能

成功於下月舉行的大選中勝出，該黨將努力與日本央行進行協調，幫助日本經濟擺脫通縮並抑制日圓升值。而目前的民調顯示，自民黨的支持率高過執政的民主黨，因此，自民黨於下月的選舉中能夠勝出的機會很大，日本央行的獨立性很可能被削弱，而政客將會對其拖壓令日本央行持續擴大量寬規模。

歐元區方面，為減低債務，以及使政府回復收支平衡，推行緊縮政策成為了歐元區國家的主要手段。然而，由於政府開支對經濟有着推動的作用，減省政府開支，將會拖累經濟增長，使歐元區今年第三季度經濟再次錄得負增長。

然而，面對多國沉重的債務，去槓桿化的過程將需要持續多年，若任由政府減少開支，增加徵稅，歐元區經濟未來只會繼續萎縮，難以回復增長，但為了令財政回復健康水平，實行財政改革，亦是無可口非的。不過，各國總不能任由經濟持續萎縮而不理，在這情況下，歐元區將需要依賴歐央行，進一步放寬貨幣政策，並讓歐元貶值，從而增加歐元區之競爭力，以抵銷各國財政緊縮對經濟所帶來的負面影響。

從上述的情況看見，歐美日之貨幣均有貶值之傾向，貨幣貶值預期，將會引發資金外流，而其他貨幣政策較不寬鬆的國家，將會首當其衝，當中，新興市場，如中國近月便明顯有熱錢流入的跡象。歐美日三國央行均於9月宣布或推出寬鬆貨幣政策，人民幣匯價則自9月初起至今上升了2%，可見資金流入，而相信未來幾個月這一趨勢仍會持續。



■日本的央行日本銀行(Bank of Japan)東京總部。

路透社

IMF預測誤差 反轉理論奏效？

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁
曾慶璘

國際貨幣基金組織(「IMF」)在2010年的《世界經濟展望》中預測全球GDP增長將超過4%，並維持4.5%年增長直到2015年。不過事與願違，全球增長速度已放慢了。在最新的《世界經濟展望》中，IMF並預測2012年全球GDP增長將僅為3.3%，2013年為3.6%，而且增長前景的惡化之勢會極速地蔓延。但最終又會否出現一次反轉理論？不妨拭目以待。

歐盟緊縮政策拖累英國復甦

IMF預測出現誤差的原因有三：首先，高估了經濟復甦所需的時間；其次又低估了因財政緊縮而導致總產出下降；最後是忽視了各經濟體收縮所帶來的相互影響。在美國，私人部門的去槓桿過程仍然約束經濟增長(2010年4月的IMF報告預測2011年至2013年間的年增長率約為2.5%；當前略高於2%)。歐盟的財政緊縮政策正大大拖低英國的復甦步伐。結果，英倫銀行的量寬效果很差。2010年IMF預測英國年經濟增長率為近3%；目前的預測是今年GDP可能出現下降，明年大約也只能增長1%。

歐豬（希臘、愛爾蘭、意大利、葡萄牙和西班牙）經濟增長的表現也遠遠不及IMF預測，原因是大規模的支出削減和稅收增加。比如，根據預測，今年葡萄牙GDP

將增長1%；事實上，其可能大降3%。歐盟委員會宣稱，如此的經濟放緩反映了高主權違約風險而不是財政整合，這一觀點已被英國實際情況否定了。

世界貿易乘數亦有助於解釋為何全球增長減速的情況如此普遍和持久。當某國家的經濟增長放緩時，它的進口增長會有所減少，從而影響出口國的增長率，相繼地也減慢進口市場增長。歐元區各國彼此之間和對其他地區的貿易一直十分活躍，當某一區內國家經濟活動出現減速，會導致全球貿易量大幅下滑，從而反過來抑制了全球增長。特別是，隨著歐洲從東亞國家進口量下降，東亞經濟體的增長比去年和2010年的預測值低很多，它們從世界其他地區的進口勢頭也大大減弱了。

德國最受全球貿易放緩影響

全球貿易放緩的影響在德國最為明顯。該國並沒有家庭和企業負債過多的問題，財政狀況也很健康。為了走出危機，德國利用了中國需求，使其出口快速增長。但是，隨著中國增長放緩——部分是因為對歐出口下降——德國GDP預測值也大大下降。德國將陷入停頓，甚至有可能出現衰退。

在好光景時，國家增長帶來的貿易能夠提振全球增長。但是，在危機來臨時，相反的貿易效應便會出現。隨着全球經濟聯繫越來越緊密，貿易乘數也在擴大。貿易溢出深遠地影響着全球增長前景，只不過沒有金融傳染病那樣快速擴散罷了。

收入分配改革制度待解決

時富金融策略師
黎智凱

受矚目的中國領導人換屆選舉已經塵埃落定，為了保持資金流動和經濟運轉，他們將需要獲得投資者的支持和信心。

過去五年，中國的增長率下降了一半，從2007年同比經濟增速超過14%的峰值降到2012年第三季度的7.4%。十八大報告中提出，到2020年中國的GDP總量和城鄉居民人均收入都要翻一番。靠什麼來實現這個目標？

筆者相信，很多人會毫不猶豫地給出答案：改革。是的，改革！那到底該怎樣改革，改革的突破口又在哪裡？中國經濟面臨的結構失衡——嚴重依賴投資主導的經濟增長模式，由國有企業佔主導地位，銀行貸款提供資金，而今資金問題已經出現。

信貸激增局面需要結束

在筆者看來，中國股市表現很差，經常被指是由在股市上過度融資造成的。按照目前的增長速度，到明年中國銀行業資產規模相比2008年將增長近14萬億美元。這相當於在五年內複製了美國整個商業銀行業。從這點上來看，金融業改革勢在必行，信貸激增的局面必須要結束。

與此同時，居民人均收入問題也待解決。十八大報告中提出的到2020年中國的GDP總量和城鄉居民人均收入都要翻一番。這個翻一番是否除掉通貨膨脹。有數據表明，中國工人的平均工資標準這幾年也有不小的增幅，但是實際工資的增速遠趕不上物價大幅上漲的速度。

收入分配不公影響消費

筆者認為，當下首先要解決的是收入分配問題。收入分配不公直接影響到消費。加上消費是經濟增長的「動力」。相關數據表明，在中國GDP的支出結構中，過去10年中內需的比重平均在97%左右。從這點上來說，解決收入分配制度改革是當下重中之重。



■ 分析認為，金融業改革勢在必行，信貸激增的局面必須要結束。
彭博社

歐元區躲開災禍 未恢復元氣

路透社專欄撰稿人
Edward Hadas

熱點透視

就這一會，暫時忘掉債務、赤字和金融市場的期待。就只想實體經濟的就業與消費。從這個角度，歐元區的情況並沒太糟。11.6%的失業率是很高，但區內生產總值(GDP)比2008年首季達到的歷史峰值只低2%。經濟的趨勢很平緩：第三季GDP較第二季微幅下滑0.1%。

在目前環境下一金融體系受創、財政掙扎以及重大的內部再平衡，局面還可以糟得多。若對於2008年金融危機與當前的歐元危機，政界和央行官員的應對效果都更差的話，歐元區將陷入一個債務通縮和經濟下滑的惡性循環——這點對希臘是顯而易見。儘管外債債權人已相當寬容，希臘GDP的萎縮程度還是達到了20%，失業率也高居25.4%。

區內國家經濟環境兩極化

但歐元區其他地方不是這樣。前兩大經濟體——德國和法國第三季國內生產總值(GDP)都有增長，雖然只是微不足道的0.2%。若金融形勢允許，意大利、西班牙和葡萄牙進行中的改革應會逐漸推高GDP並降低失業——法國也

會很快加入改革的隊伍中來。

現在，再回頭談談上面的金融問題。債務和財政赤字都過重，且市場已經喪失信心。如果GDP成長夠快，且通脹率高於目前的2.5%的話，這些問題將迎刃而解。但只要GDP增長接近零，債務的冰山就會依舊。反過來，要不是債務冰山的影響，經濟也會增長的快些。

債務冰山消融當然是好，但央行官員警告稱債務整頓的過程可能需要很多年，甚至是十年。不過，情況仍可能比這更糟。或許，十年的低增長對歐元區來說也沒有多難承受。他們還會繼續享受非常富裕的生活方式。



■歐元區債務問題依然困擾歐元。

彭博社

「財政懸崖」困擾 金融市場續波動

太平金控，太平証券(香港)研究部主管
陳義明

美國總統奧巴馬成功連任後，上周末與國會兩黨領袖會面，首次面對面地討論「財政懸崖」問題。據白宮當天發表的聲明，兩黨會談「具有建設性」，雙方均希望盡快達成解決方案。

兩黨願採靈活手段有利應對

應奧巴馬之邀參加16日會談的國會領導人包括代表共和黨的眾議院議長博納和參議院少數黨領袖麥康奈爾，代表民主黨的參議院多數黨領袖里德和眾議院少數黨領袖佩洛西。兩黨領袖在會談後均表示，雙方在應對財政政策的分歧上將採取靈活手法。麥康奈爾與博納均表示，共和黨議員願意探討政府收入問題以期達成協議，但條件是必須同時顯著削減開支。民主黨領袖也承認需要限制支出。

一直以來共和黨都堅持認為美國的財政問題主要源於開支而非收入，共和黨領袖此番態度出現軟化，顯示出妥協的跡象。不過，對於通過提高富裕階層稅率還是通過嚴查稅收漏洞去增加稅收，共和黨方面對此均沒作出明確表示。

白宮發言人卡尼16日表示，總統團隊將在未來幾天繼續與國會領袖及其團隊進行會談，之後預計很快會與各方重啟會談。

談判後的積極信號帶動股市暫時上漲，美股上周五尾盤全線走高，結束此前連續4天的下挫。個別投資者參考了在去年年中美股「債限之爭」的走勢，認為美股後市很快可以走強。「債限之爭」曾使標普500指數從去年7月的高點到8月初的低點累

計下跌了19%。隨後兩黨宣佈上調債務上限，市場開始橫盤整理，並在去年10月開始反彈了30%。

我們認為，過早判定美股後市走強目前仍為時尚早。美股最近一個多月來再次跑輸包括歐股等多個市場，主要受兩方面因素的困擾，一是美國經濟基本面其實不及預期；二是投資者對「財政懸崖」的擔憂。

颶風影響 美經濟數據遜預期

其實，美國經濟超預期，指數已有所下滑，顯示美國近期公佈的經濟資料普遍低於市場預期。9月15日美國勞工部公布的報告顯示，受颶風卡翠納的影響，全美上周首次申請失業保險金的人數大幅增加了7.1萬人，為約十年來最高單周升幅，美股9月中已開始結束上升趨勢橫盤整理並轉而下跌。美國大選結束後，投資者將注意力轉移到「財政懸崖」問題，市場不確定因素提高，美股跌幅擴大。

短期內，「財政懸崖」能否成功避免仍屬未知之數。儘管兩黨的首輪會談顯示前景樂觀，但未來仍面臨嚴峻的問題。兩方要解決的首要問題就是評估保持財政可持續狀態所需的收入和開支削減規模。美國的財政赤字問題之所以極難解決，是因為僅僅通過削減開支很難解決赤字問題。上周剛公布10月美國零售銷售環比由9月增長1.3%驟降為下跌0.3%，結束了連續三個月的增長趨勢。颶風進一步影響了居民的購買計劃，失業也導致個人可支配收入減少，預計零售銷售會進一步走弱。

因此，我們預計美股短期內仍會受此兩方面因素的影響，尤其是「財政懸崖」問題獲得解決前將不斷困擾着美股的走勢。

值得持有窩輪至到期日？

中銀國際證券股票衍生品產品執行董事
雷裕武

市場每日有不同的窩輪牛熊證到期，其中在11月到期的有351隻（由16日起計），12月份更有899隻。我們發現不少接近到期的窩輪（俗稱末日輪）交投活躍，價格走勢也非常波動，主要由於它們的槓桿普遍極高，看似有較吸引的值得率，同時也潛藏不低的殺傷力。

筆者以往曾多次提及買賣末日輪的風險，在此不贅。部分投資者則喜歡選擇持有短期窩輪直至到期，特別是一些貼價或價內證，筆者也經常收到投資者的相關提問，到底什麼情況下，窩輪值得持有至到期日，當中又有甚麼風險需要留意？

極看好短期走勢 可選貼價證

投資者如極度看好正股的短期走勢，可考慮持有個別短期而低溢價或接近零溢價的窩輪，（一般為貼價或價內證），透過槓桿放大盈利，在扣減時間值因素後，仍能帶來可觀回報，但同時要有失去所有的心理預備。要知道，在窩輪到期一刻，窩輪的所有溢價和時間值也會完全消失，剩餘只有內在值，以認購證為例，就是正股股價高於行使價的差額。因此，只要準確預測正股短期走勢，持有一些低溢價的價內證，也有特別的投資價值。

然而，投資者如考慮持有個別窩輪至到期，箇中風險也不可不知，其中包括下列幾點：

1、時間值損耗。眾所周知，窩輪是一種有期限的投資產品，並不能如股票般作長期持有，其中時間值部分會每日流逝，直接影響窩輪價值，最終時間值在到期日便會完全消失；重要的是，時間值的損耗速度並非以均速進行，年期越長的窩輪，其時間

值損耗速度普遍較慢，但隨着窩輪壽命逐漸縮短，損耗速度便會越來越快，一些末日價外輪更尤其甚者，因此，此類條款更是完全不宜沾手，當然，投資者也要明白，一旦正股升幅未能抵銷時間值損耗，窩輪的最終表現便會較預期遜色。

2、最後交易日安排。不可不知，窩輪的到期日並非等同最後交易日，以股票認股證為例，其最後交易日為窩輪到期日前的4個交易日，例如星期五為到期日，4日前（即星期一）便是最後交易日，該日過後，投資者便不能再進行買賣，而要一直持貨至到期，等候結算結果，其間市場一旦出現大幅波動，持有人也不能調整部署。

要決定持有人最終的回報多少，便要先找出最終結算價，其實計算方法非常簡單，以股票認股證為例，就是窩輪到期日前的5個交易日，掛鈎正股的平均收市價，只要最終結算價較行使價為高（認購證）/ 低（認沽證），持有人便自動可收取差額，作為回報。

3、引伸波幅影響。窩輪定價涉及不少因素，除正股價格外，引伸波幅的影響也不容忽視，其中短期證受波幅轉變的影響更大，一旦市場波幅調整，窩輪價格將會首當其衝受到影響，有機會出現窩輪表現較遜色，甚至與正股走勢背馳的情況。

投資者須有全軍盡墨準備

說到底，窩輪並不適宜持有，倘若資深投資者看好正股走勢，並決定持有窩輪至到期，首要考慮因素必然是正股的短期表現，然後透過窩輪作槓桿部署，一旦估計錯誤，便要有全軍盡墨的預備，至於選擇窩輪條款上，要以低溢價的價內證為首選，並考慮以上提及的各種風險系數。（以上資料只供參考，並不構成任何投資建議）

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。