

時富金融策略師 黎智凱

百家觀點

# 光大「烏龍指」留下的深刻教訓

8月16日的「烏龍指」(港稱「烏龍盤」)，震動整個資本市場，光大證券為此著實「火」了一把。但在光大證券「烏龍指」事件的背後，讓人反思的地方有很多。作為投資者，投資A股有風險，而且這風險很大，其次警示我們管理部門，要加重市場風險的防範，一刻不能放鬆。

上周五中金所公佈的持倉數據顯示，光大期貨多頭減倉50手，而空頭「歷史性」加倉7,023手，涉及金額達48億元。這實在令筆者感到不可思議的，監管層竟然允許光大期貨巨額加倉期指空頭以內幕交易的方式挽回損失，赤裸裸地再次繼續絞殺投資者。

筆者認為，在下午應該採取休市的方

法來避免投資者的損失進一步擴大。交易所、證監會等需要及時發聲，好讓投資者知道市場到底發生了什麼，在投資者平復心理後再正常交易。而監管部門不作為，放之任之的態度，確實需要給市場一個交代。

「烏龍指」，暴露出證券市場所存在的問題是多方面的。操縱A股並不難，

也不需要太多的資金。從公開數據顯示，上午暴拉資金：中石油5.318萬元(人民幣，下同)，中石化4.822萬，浦發行1.1億，華夏行3.367萬，民生2.2億，招行1.2億，工行1.3億，農行1.3億，中行7.968萬，興業銀行1.5億，中人壽2.622萬，保利1.6億，萬科4.639萬，中信證券2.6億，海通1.3億，方正9,564萬。上述累計動用資金約18億。加上其中權重較輕的，總共不到20億。這說明A股抗操縱性很差。

風險防範太差，市場的制度建設沒認真執行。異常交易發生後光大證券利用內幕信息的補救階段，沒有哪一個部門向市場發出警告，沒有暫停交易，沒有

取消光大證券的做空合約，承認光大的補救交易。由此可見，其損失是由廣大投資者買單的。這是一場赤裸裸的內幕交易，何談市場制度建設的三公原則。筆者認為，如果不要妥善處理這件事情，或許有一天中國證券市場的根基都會連根拔起。

筆者認為，這次光大證券的「烏龍指」事件給我們的教訓是深刻的，也說明我們的證券市場存在的問題是多方面的。作為證券市場有關的監管部門，如何進一步完善市場的制度建設，加強市場防範，防範「烏龍指」類事件的再次上演，保護好廣大投資者的利益，是其必須要面對和解決的問題。



■光大證券「烏龍指」，暴露出證券市場所存在的問題是多方面的。

## 本周靜待聯儲局議息會議紀錄

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

踏入8月中，本周並無重大數據公布，一切還看既有的經濟政策，主要是美國聯儲局的貨幣政策，以及中國內地的各項新政策。

回顧由5月至今，聯儲局發展多番退市言論，脈絡清楚，就是測試市場底線，究竟央行的表態去到哪個程度，市場的接受程度如何，過程中，有鬆有緊，口風相當吃緊的時候，美債息率急升，一舉資產價格跟隨出現拆倉現象，及至後來，伯南克出來為此降溫，表明退市沒有既定時間表，一切又回復平靜，即使近日再有聯儲銀行官員的連番發言，都沒有太大的波動。

顯而易見，聯儲銀行官員的份量，當然比不上聯儲局主席本身，更何況，同一訊息反覆多次論述，消化掉亦是合理。無論如何，在本周沒有什麼重大經濟數據公布的時候，大家的焦點當然落在本週四(22日)凌晨聯儲局將公布議息會議紀錄。

本來，Jackson Hole銀行家年會亦於將周四至周六舉行，按理應是一大新聞。但有趣的是，今年度的銀行家年會，可能沒有想像中的吸引注意力，因為萬眾期待伯老發言，但伯老將會缺席，再加上盛傳將接任聯儲局主席的現任聯儲局副主席耶倫亦不會發表演說。對於外界而言，起碼從話題和媒體報道中，這次銀行家年會的重要性，難免大打折扣。正因如此，如上所言，周四公布的聯儲局議息會議紀錄，就前瞻貨幣政策的參考價值而言，應較銀行家年會為高。

值得留意，市場上不少人相信，聯儲局將在今年稍後時間開始縮減負債規模，然而，上周四數據顯示，海外私人投資者6月份淨出售816億美元長期證券。對此，不同人士有不同解讀，一方面，承接早前市場擔心退市升溫，寧願減持新興市場資產，資金一面倒向美元資產靠攏。上述數據顯示，似乎投資者已略為擺脫退市的憂慮，重新把資金投入到美國以外的市場，而其中尤其明顯的是歐債危機漸漸消退的歐元區，對資金應具吸引力，近日歐洲股市升勢，正好為此作為一個證明。

當然，央行的事件簿中，澳洲央行亦將公布上次會議紀錄，市場將關注澳洲央行官員會否傾向進一步推出措施以刺激當地經濟，或對商品貨幣走勢帶來影響。事實上，澳洲股市和匯價走勢，近來明顯與內地經濟相關，年內一度明顯轉弱，近來略為喘穩，或多或少跟內地自7月起，連番推出多項既有長遠調結構和促改革作用，但又不失穩增長的政策有關。

### 內地經濟影響力不可忽視

的確，近月大家已習慣內地經濟增長放慢，但究竟放慢到哪個程度，卻有不同理解，難怪早前有對保底之底在哪个水平的爭論，而最終結果是以放眼未來十年，期以十年翻一番，即是每年複式增長百分之七。相當清楚，而這個定調出現後，陸續有政策出台，足以證明只要有需要，大有可行之政策配合。而正是在差不多同時間，澳元匯價慢慢由弱勢中止跌，澳洲股市亦有類似情況，換言之，今時今日看環球經濟，內地經濟的影響力，不可忽視。

7月份德國服務業PMI終值51.3，儘管不及預期，但其服務業及綜合PMI均維持在50榮枯線之上。法國服務業PMI終值為48.6，再創11個月新高；而綜合PMI終值達49.1，創17個月新高。數據表明德法兩國經濟好轉，為歐元區經濟觸底提供助力。而且，歐元區經濟復甦並非坦途。區內銀行銀根緊縮，失業率高企，消費動力不足，顯見區內整體增長其實還存在很大的不穩定性。6月失業人口下降2.4萬人，是歐元區失業人數自2011年4月以來首度下降，但失業率仍維持在12.1%。歐豬國如西、希失業率更續高企在兩成六以上。民眾飯碗不保，內需欲振難振。6月零售銷售月率下降0.5%，降幅創2012年12月以來最大，且為半年來首次出現下滑。

短期關注的焦點，是德國等國的復甦能否給區內其他國家帶來連鎖效應。雖然區內GDP增長數據是積極的，但仍存在很多負面的數據，成員國之間的經濟發展明顯存在差異。縱然德法兩國的GDP和消費正在快速增長，但目前難以明確會給區內其他國帶來最需要的刺激。如果德國的增長主要源於其自身的出口或政府的支出，那麼帶動效應就更為有限了。而歐央行本身就對淡區內前景，本月初才將今年歐元區經濟增長預測，由負0.3%降至負0.6%。

長遠而言，歐洲經濟最壞時期即使已過，但好時光卻遠未來臨。歐元區最大的問題仍是勞工市場、福利制度等結構性問題，乃至諸如銀行聯盟、財政聯盟等歐洲改革的關鍵問題。唯有推行根本改革，歐洲才會真見曙光。

## 內地股市下半年前景明朗

AMTD尚乘財富策劃董事兼行政總裁 曾慶璘

港股上周初上升動力增強，升穿22,300的阻力位；但美股上周三下挫，道瓊斯工業平均指數收市跌超過100點，標準普爾則跌8點，而港股颯風假後的投資氣氛亦跟隨美股回落。由於市場預期美聯儲將於9月份減慢購買債券計劃，因此部分投資者傾向獲利離場。

近期，美國主要的經濟指數均向好，包括製造業指數、住房建築商信心指數、居民消費價格、失業率等。上周申請失業救濟人數更意外地下降到近6年來最低水平，顯示就業市場情況正逐漸復甦。上月份，根據彭博調查顯示，只有50%的經濟學家預測美聯儲將於9月份開始減少購買債券，本月份則稍為增加至65%。然而，筆者對數據存有一點保留。事實上，美國核心個人消費支出指數仍維持在較低水平。美聯儲應會對資產購買計劃採取靈活的態度，以免把剛復甦過來的美國經濟再次推入面臨衰退的地步。

相反，要面對財政緊縮和嚴峻失業問題的歐元區最新經季調國內生產總值令人振奮。今年第二季度按季增長0.3%，是6個季度負增長後首次出現正增長。歐元區最大的兩個經

濟體德國和法國，國內生產總值初值按年分別上升0.7%和0.3%。三個分別於2010年春季、2010年底和2011年底尋求救助的歐元區國家——希臘、愛爾蘭和葡萄牙，其中愛爾蘭應能於今年底推出救助方案。而且，愛爾蘭10年期的國債收益率已降至3.902%，可見其融資成本已回到合理水平。

上周五早段時，內地A股一度上升近5%，市場上似乎沒有太多利好的消息，股市其後回跌。8月份至上周，上證綜合指數上升約4.4%；而7月份則僅上升0.7%。無論如何，6月底至今，內地A股的整體表現理想，走勢波動並不大。

### 消費帶動 經濟增長添動力

雖然中國經濟今年對內對外均面對壓力，但決策層仍然繼續為堅持平穩增長及調整結構作出實際的行動。國務院在關於促進消費及擴大內需的規劃上，強調將要促進至中國經濟增長新動力的戰略高度。據工業和信息化部的數據顯示，消費每增加100億元，將帶動經濟增長338億元。中國2012年的消費市場規模達1.7萬億元，帶動相關行業產出近9,300億元。中央目標預計於2015年消費規模可超過3.2萬億元，並將帶動相關行業新增產出超過1.2萬億元。因此，筆者下半年看好內地股市。

## 歐洲經濟露曙光 復甦路仍遠

太平金控、太平證券(香港)研究部主管 陳羨明

歐元區第二季國內生產總值(GDP)按季正增長，終於走出連續六季衰退的困境，經濟露曙光，市場因而對歐洲復甦充滿憧憬。然而，區內結構調整緩慢，失業率高企，內需未振。長期看，復甦之路仍遠。

對歐元區而言，多項先行指標均反映出經濟見底跡象有所增加。早前公佈的6月歐元區失業人數首次出現下降，製造業PMI自2011年以來首次回到擴張區間。7月綜合PMI升至50.5，為一年半來首次突破50分水嶺；7月消費者信心指數創近兩年以來的新高；8月Sentix投資者信心指數創下年內第二高位。

對歐洲復甦，市場一片樂觀，在多家機構的吹捧下，歐股近個多月來累升近一成。上周四公佈第二季經濟數據，雖然同比增速為-0.7%，但環比增速則在連續六季收縮後回升0.3%，復甦之說更響塵上。

### 歐豬國失業率仍然高企

然而，歐元區內經濟談得上穩健的僅德法兩國，區內仍然處於依靠德法的復甦路徑上。問題是，德法兩國難獨力撐起整個歐洲。從數據看，二季度德法兩國的GDP分別增長0.7%和0.5%，再從7月份的數據看，德法PMI數據釋放出強勁復甦的信號。

## 槓桿投資 新手需知

中銀國際證券股票衍生品部執行董事 雷裕武

最近有投資者問及有關窩輪和牛熊證的分別，到底兩者如何分辨？而作為投資新手，又應先考慮哪一項投資？

還記得在牛熊證推出初期，不少投資者未能分辨牛熊證和窩輪，往往在產品被提早收回後，才發現買入的並非窩輪，而是牛熊證。事實上，兩者同屬上市槓桿投資產品，在同一個交易平台、同一交易時段買賣，而訂價因素也大致相近，在最差情況下，投資損失也只限於入市投放的本金。

要辨別兩者，可先由上市編號入手，目前市場上買賣的牛熊證，上市編號全由6字起首，而窩輪則為1或2字起首；此外，有別一般窩輪，牛熊證在條款上，還設有收回價，一目了然。以下讓我簡單比較兩者在特性上的分別，令大家入市前有基本認識。筆者以往在本欄提及，影響窩輪價格走勢的因素，除了相關資產價格表現外，行使價、引伸波幅、預期股息、利率等因素也會左右去向，其中引伸波幅變化，影響往往較為顯著。而牛熊證受波幅影響輕微，價格變化一般緊貼掛鈎資產走勢，投資者或會較易掌握。

雖說波幅對牛熊證價格沒有直接關連，但間接影響倒有。試想像，假如相關資產的波幅偏低，資產價格觸及牛熊證收回價的機會也相對較低；相反，如相關資產的波幅較高，反映出出現強制收回事件的機會也相對較高，一隻貼價(即相關資產價格及收回價非常接近)的牛熊證，槓桿普遍極高，被強制收回的

機會也大增。至於掛鈎資產方面，市面上流通的牛熊證，絕大部分與本地指數掛鈎，其中以恒生指數的比例最高，成交佔比往往超過95%以上，其次為國企指數，相對而言，窩輪則可謂百花齊放。除恒指外，個股的掛鈎選擇和成交佔比也較多元化，其中以個別傳統藍籌和中資金融股較受市場注視。因此，投資者如純粹捕捉大市短期波幅，多以槓桿較高的牛熊證作即市買賣，相反，如偏好個別股票，或對個別股有明顯看法，則較多會以窩輪部署。

### 牛熊證強制收回機制風險高

論及兩者最大分別，就是牛熊證獨有的強制收回機制，簡言之，一旦正股價格觸及牛熊證的收回價，該牛熊證便會被強制收回，即時中止買賣，投資者最終有機會損失所有投資本金，即使其後估中大市走勢，也不能分享任何回報，這是牛熊證投資者需要額外承擔的風險，建議投資者在入市前應先了解產品特性。而窩輪並沒有強制收回機制，因此不會提早被收回的，只是每日時間消耗耗損，會對價格帶來負面影響，因此投資買賣應以短線為主。

說到底，窩輪和牛熊證同屬上市槓桿產品，各有不同風險和特性，其中提早收回風險是需要額外留意的風險，投資新手如要完全避開，或可先考慮窩輪，起碼不用擔心投資因市場突然波動而被提早收回，但也不宜作中期持有，建議在選擇條款上多下功夫。(以上資料只供參考，並不構成任何投資建議)

## 台灣樓市下半年景氣不再？

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師 張宏業

近幾年，筆者每年也有一、二次去台灣旅遊或工作，但從個人體會和跟友人閒談，愈來愈多本土人用「悶」字來形容疲軟不振的台灣經濟。在數年內，台灣外銷停滯、島內投資不振、個人消費不強，民眾不僅長年凍薪，面對物價仍不斷起高，實質購買力卻節節下降。

但跟經濟整體表現相反，台灣樓市已走過了十年景氣時期。2008年次全球金融海嘯後，台灣房地產業迅速復元過來，有些本土業界人士歸功於美國聯儲局開始推行「量化寬鬆」，但筆者卻認為主要推手是來自當年政府特遣贈稅率由50%大減至10%促使台灣人海外資金回流本土，這些人基於中國人傳統的置業觀念而大舉入市。

自此台灣樓市節節上升，達到台灣人說的「居住不正義」情形，意思是自住人士不能以可負擔水平去購買。俗稱奢侈稅的《特種貨物及勞務稅條例》自2011年6月1日上路，今年6月實施滿兩年，當局宣示「只修不廢」正進行檢討，近期將報告書出爐去定位奢侈稅未來幾年走向。其實奢侈稅是消費稅的一種，主要針對非自用住宅，如果一年內轉手，課徵15%，在一到二年間轉手，則減徵至10%。

無巧不成話，香港的樓市「辣招」和台灣的「奢侈稅」都是導致房市「價揚量縮」，打房價效果不明顯，貴重的五都市中心地區房價仍然穩中向升，購買力被推向市邊沿地區，雖然暫時逼退投機客，但卻讓缺乏投資管道的資金四處流竄，造成低價區房價飄漲。

今年六月中旬，美國聯儲局傳出「量化寬鬆」政策將逐步減碼，甚至預言明年全面退場。雖然她們於7月間再次表明暫時仍有需要支持「量化寬鬆」政策規模，但市場已加添不明朗因素。面對不清楚前景，六月以來五都中只有購屋需求旺盛的新北市之外，同

樣地錄得交易量大幅萎縮的窘境，尤以台北和高雄市最嚴重，反映出買家觀望氣氛極其濃厚。

展望下半年，台灣樓市會怎麼走下去呢？根據筆者分析而得本地專業論證後，大家皆同意利率起伏仍是樓市發展的最主要因素。近幾年台灣區內利率沒有明顯調高，若未來持續維持此狀態，短期內房價不容易大幅調低。即使調整，只要按息仍低於4%以下，對於多數居民仍不是沉重負擔對後市不會看淡。

### 奢侈稅重創本土交易量

其次，另個重要因素仍然是本土經濟，經濟學者及各大外資銀行預料GDP「保三無望，保二可期」，增長率維持約2.5-2.6%。台灣經濟結構還是由民間消費和進出口貿易所組成的雙引擎成長模式，短期內GDP是沒有條件大幅突破，沉悶經濟格局維持，市民會藉着購買不動產去保值，對樓宇需求不減。

第三個重要指標不離交易量，交易量活躍時會推高樓價，反之交易持續低檔使樓價受制。現行的「只修不廢」奢侈稅已重創本土交易量，如果修訂版再加長和加強稅務實施，則可以預期交易量進一步萎縮，使房價「易跌難升」。再者「實價登錄」制度大大提高市場透明度，令買賣雙方立於公平地位，有助市場健康發展。在利息未大幅提升前，樓價仍會因低息下在高位徘徊，升跌幅有限。

台灣樓市國際化程度不高，主購者仍然源自本土和海外台灣人資金。雖然中國早已開設台灣民眾前往就學、購房及投資，但是台灣民眾對開放陸生及陸資來台，仍是抱持極為謹慎的態度。根據旺旺中時民調中心調查，71%受訪民眾覺得政府對陸資來台買房嚴格把關，較去年上升3%。對陸資來台，60%受訪者認為政府對大陸企業投資辦法應更嚴格，較去年上升12%。台灣樓市短期內仍然由本土經濟因素自決了！

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。