

# 如何解讀恐慌指數？

康宏投資研究部環球市場高級分析員 葉澤恒

投資者在情緒高漲時，往往通常忽略了風險。在投資情緒低迷的時間，卻忽略了放在面前，勝算可能達九成的投資機會。為何會出現這種情況呢？投資者怎樣去平衡自己的投資心理，又或受羊群心理影響呢？這點在投資者身上非常重要。更重要的是，一旦是大眾均受到影響時，樂觀或悲觀的情緒將隨之而轉變。自金融海嘯後，有恐慌指數之稱的波幅指數，卻成為一眾散戶以至大型投資者的焦點。

香港近期亦推出了名為恒指波動指數(VHSI)，但全球最出名的非美國波動指數VIX了。VIX是指向美國芝加哥期權交易所(CBOE)推出的VIX。其實，CBOE早已於1933年推出了VIX指數。指數過去數十年的名字沒有變動過，但由於標普成份股由當初的100隻，增加到2003年的500隻，所以基準範圍亦有所轉變。VIX指數主要是衡量標普500指數中，期權的隱含波動率。VIX指數是每日計算的，代表市場對未來30日的市場波動率的預期。

## 指數愈高市場波動性愈大

期貨的波幅計算，主要是來自認購期權(Call Option)及認沽期權(Put Option)的價格。若市場的波幅擴大，不論是認購期權或認沽期權，於到期日時間內的機會便更高，故更具價

值。指數愈高，市場的波動性愈大，即代表市場認為風險增加。相反，若投資者認為大市波動風險下降，那麼VIX亦會隨之而下降。

VIX指數近期便處於10左右的水平，正顯示市場對前景可能過度樂觀。若指數升至20水平，將反映未來30日標普500指數的年化波幅為20%。更具體一點，預期波幅有68%的機會率不多於5.77%。自2007年以來，曾出現三次屬危機級別的事故。2008年的金融海嘯，當然是佼佼者，指數曾經高見90水平。之後兩次，分別是歐債危機及美國出現財政懸崖時，最高亦達到48點。

## 跌市持續易引發市場恐慌

某程度上，VIX指數的波動反映了市場的樂觀與悲觀情緒。但VIX指數內反映的是市場上的波幅可能會擴大。為何VIX指數通常在跌市時才上升，當升市時卻下跌呢？好簡單，跌市持續將引發投資者的恐慌，容易發生人踩人的現象，令下跌速度轉急，從而令波幅擴大。但當大市上升時，少有在短時間內狂升。因此，除非大市急升，從而令VIX指數於短時間內上升，否則VIX指數未必大幅上升。

值得注意的是，VIX指數出現顯著升幅後，標普500指數往往出現了短期的底部，博反彈的機會增加。但問題是，難以判斷VIX指數在什麼時候見頂回落。因此，投資者在投資VIX產品時，是判斷指數與產品的關係性。

# 歐央行將推量寬 間接推高他國貨幣

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

歐央行於周四(3日)晚上舉行議息會議，經過6月初該行宣布了進一步刺激經濟的計劃後，央行於舉行的會議有機會採取更多放寬措施，更有可能正式推出量寬。這不單對歐元匯價，乃至其他國家匯價均有着不輕的影響，間接推升其他國家的貨幣，而由於這將會打擊該國的出口，這是其他國家不願見到的事情。

## 瑞士央行出招壓升勢

隨着歐洲央行採取存款負利率政策，歐洲的資本有望進一步流向瑞士，進而推動瑞郎強勢。事實上，瑞士央行6月份繼續按兵不動，但該國央行已表示，正在密切關注歐洲央行6月降息以及存款負利率可能對瑞士帶來的潛在影響。如有必要，瑞士央行準備無限量購買瑞郎以捍衛歐兌瑞郎的匯率下限，這有可能採取進一步的必要措施，保持歐兌瑞郎1.20的匯率下限不變。

雖然瑞郎強勢目前並未對當地經濟帶來太大影響，瑞士失業率企穩，貿易盈餘逐月提升，反映外部貿易環境在持續改善。不過，當地就業率正在不斷下跌，至於工業及製造業情況則好壞參半，其中工業訂單數據持續攀升，但採購經理人指數則顯示出萎縮的跡象。因此，假如匯價強勢持續，未來

有可能成為經濟惡化的催化劑。與歐元區鄰近的瑞士受歐央行行動影響最大，然而，遠至南半球的澳洲，亦同樣受歐央行的政策所影響。

## 高匯價對澳經濟幫助不大

澳洲央行於最近的議息會議同樣按兵不動，維持指標利率在2.5厘不變，並預期該國經濟增速在未來一年內仍將低於趨勢水平，通脹率則將處於目標區間內。澳元匯率處於歷史水平的偏高位，對經濟均衡增長幫助不足，而在聯儲局持續退市的情況下，推高澳元的主要原因很有機會是歐央行。

不過，可喜的是，澳洲的經濟在中國經濟回穩的情況下，目前情況已有好轉；該國央行預期，勞動力需求已有改善，消費者需求溫和增長，內地房地產市場亦已經出現明顯回穩，不過，鐵礦石價格下跌將為澳洲經濟的不明朗因素。

而最近的澳央行會議紀亦表示，今年第一季度澳大利亞經濟同比增速達到3.5%，處於一個相對較快的速度。但澳央行認為，這主要是來自出口大幅攀升的貢獻，這種情況難以持續，該行目前基本預計澳央行在2015年一季度前不會加息。

澳洲加息與否，除受當地經濟影響外，相信歐央行的行動亦會是左右澳央行決定的主因之一。皆因一旦歐央行推出量寬，澳洲加息將會進一步吸引資金流入，推高澳元，繼而影響當地出口，這是澳央行不願見到的。

# 港股下半年走勢評估

中銀香港經濟研究員 蘇傑

今年10月，期待中的「滬港通」機制有望正式啟動。其中，港股通為更多內地投資者南下投資港股提供便利，其對港股成交與氣氛好轉的正面幫助值得期待。

從以上幾方面因素看，港股下半年存在向好的基礎。另外，由於港股歷來受到美國股市與內地股市的影響，近年來，內地市場對香港的影響愈加顯著，可能成為影響港股走勢的重要力量。

## 「滬港通」效應利好A股

如何看待下半年內地股市走勢？一方面，內地股市存在諸多不利因素：一是6月IPO再次重啟。根據歷史經驗，歷次IPO重啟對股市行情增添下行壓力，這種情況短期內較難改變；二是上市公司與券商素質參差、機構投資者佔比不高、大小非解禁等系統性、制度性問題導致內地股市投資者信心不足；三是開戶情況不理想。據中國證券登記公司的跟蹤調查，今年以來參與A股交易賬戶數在2月衝高後一路下滑，近期為695.49萬戶。市場也擔心房地產下滑與銀行壞賬風險上升。

另一方面，鑒於上半年內地股市在新興市場乃至全球的表現幾乎墊底，下半年應可見底回穩的有利

因素包括：經濟增長有望較上半年平穩，企業利潤有機會好轉；隨着財政與貨幣政策調整的力度與頻率加大，定向寬鬆與政策性鬆綁有助於股市向好；去年以來一系列金融改革與結構調整的措施有望在下半年陸續落實，可向市場釋放前景利好。另外，「滬港通」正式啟動，能否吸引境外投資抄底A股，也值得期待。綜合而言，下半年內地股市「政策市」特點可能進一步彰顯，儘管總體走勢不可能明顯走強，但可望略好於上半年。

## 恒指有望衝越24000點

美國股市方面，儘管今年上半年延續去年的升勢，但上升幅度明顯放緩。目前市場對其下半年走勢並不樂觀，三大指數存在調整的可能性，或會對港股走向產生抑制。另外，今年以來，香港房地產市場價格陷入跌勢。儘管近期一手樓成交有所反彈，但缺乏重估價格升勢的動力，似也預示着港股短期內難有較大起色。

綜合以上因素，今年下半年港股恒生指數表現料將持續波動，指數有望衝越24,000點，總體表現略好於上半年。成交方面，在六月「世界盃」淡靜期過後，下半年可望有所回升，全年日均成交約680億港元。

(節自《中銀財經述評》二之二)

# 內地經濟下半年料略勝上半年

比富達證券(香港)業務部副總經理、市場策略研究部副總經理 林振輝

今年上半年內地經濟增速放緩，一季度GDP增長只有7.4%，略低於今年7.5%的官方增長目標。今年以來，內地房地產行業出現明顯下滑，對整體經濟造成一定衝擊。不過，隨着二季度人民幣意外貶值，以及歐美經濟回暖，內地出口明顯增加，彌補了內房的負面影響。

## 今年GDP可達7.5%增長目標

市場普遍預期內地二季度GDP增速可以達到7.5%或7.6%的水平。換言之，內地上半年基本可以實現7.5%的GDP增長。筆者預計，內地下半年經濟將會略好於上半年，今年完成7.5%增長目標問題不大。

近日中國官方公佈的6月製造業PMI數據為51%，環比上升0.2個點子，連續4個月上揚。而匯豐公佈的6月中國製造業PMI終值為50.7，較5月的49.4大幅回升，今年首次回到枯榮線(50)上方。官方PMI樣本主要是國企，匯豐PMI樣本主要是中小民企。由於內地政策對國企傾斜較大，長期以來官方製造業PMI和匯豐製造業PMI有較大背離。這次兩個指數同步造好，意味着中小民營企業也出現擴張，整體經濟呈現企穩跡象。

事實上，除了中國，美國、歐洲和日本6月製造業PMI都高

於50，全球主要經濟體今年第一次同時呈現擴張跡象。歐美日等國經濟復甦，可以帶動下半年全球經濟保持高於趨勢水平的增長勢頭，進一步刺激內地出口增長。此外，近幾個月人民幣的小幅貶值也有望持續為出口添加動力。出口增加可以抵消樓市下滑的負面影響，為GDP增長提供一定的動力。

## 寬鬆政策料持續至下半年

內地仍會面對房地產市場放緩，信貸產品違約等風險，需要維持相對寬鬆的財政和貨幣政策。內房下滑造成相關行業資金鏈緊張，信託及債券等產品違約風險大增，迫使內地央行維持相對寬鬆的貨幣政策。而一系列救市措施短期內也會對經濟造成一定拖累，政府需要維持寬鬆的財政政策，例如大力推動鐵路、棚區改造及環保等基礎建設，來保持經濟增長。5月份的「克強指數」(用電量、鐵路貨運量和新增銀行貸款)齊齊轉好，顯示寬鬆政策初見成效，內地經濟出現築底反彈跡象。

今年內地大力推行經濟結構轉型，對金融、國企、財稅等進行改革，以及大力反腐等，短期內會對部分行業造成衝擊，但長遠來看可以釋放更大市場空間和增長動力。現時中國政府在推動改革的同時，刺激經濟增長方面也保持足夠的耐心和彈性，「定向降準」就是一個很好的例子，屬進可攻退可守。總體而言，筆者認為，儘管內地仍面對內需疲弱，內房下滑的挑戰，但基礎投資持續增長及出口回暖，可以幫助內地完成7.5%的GDP增長目標。

# 「白居二」宜暫停新增名額

香港專業人士協會副主席及資深測量師 陳東岳

房署推售大澳居屋天利苑85個單位，另加天水圍天頌苑一個單位，收到逾萬份申請表，超額認購116倍，反應異常熱烈。反觀「白居二」推出一週年，5,000個名額，近四千人申請了「購買資格證明書」，但截至六月中，房委及房協共批准了約1,870宗申請成交，只佔5,000名額的37.4%。

大澳居屋收到10,079份申請表，證明需求強勁。但開宗明義協助白表人士免補地價買二手居屋的「白居二」計劃，推出一週年，成功買入單位的申請者只佔名額不足四成，值得研究何以有這樣的反差。

大澳居屋天利苑的85個單位，訂價由64萬至89萬不等，雖然位處大嶼山大澳，但山明水秀，環境清幽，最重要是價錢平，雖然受交通條件限制，距離東涌市區較遠，但卻適合喜歡寧靜環境人士。筆者認識一位朋友，他的想法比較另類，先入表申請博上車，取其樓價容易負擔，再在區租一個劏房，方便周中上班及交友應酬，周末才回大澳當度假。這位朋友的想法屬於非主流，卻顯示就着上述樓價範圍，就算位置偏遠的居屋，仍是很多上車置業者心目中的理想水平。

## 天利苑居屋價廉反應佳

天利苑居屋收到56份綠表，白表佔其餘逾萬份申請表的絕大部分，說明原本租住公屋家庭相對有較低意欲搬到大澳，以綠白表單位比例六比四計算，綠表分配得51個單位，有56份申請，即中籤率超過九成。反觀白表只得34個單位，中籤率約千分之三，機會極微。

「白居二」推出一年，成功使用這計劃購樓者，不足5,000名額的四成，何以這表現與上述天利苑居屋的白表強烈反應有偌大的反差？有人認為私樓市場受壓，短期樓價易跌難升，較多人抱觀望態度，故此「白居二」成交較少屬正常。這個看法有其道理，九七年之後樓價回落，當年「樓蟹負資產」，大家記憶猶新。但這仍解釋不了何以近期發生的天利苑居屋超強申請量。

筆者嘗試去為上述反差提供答案，最主要的是樓價問題，現時二手居屋的平均樓價不低，市區居二市價動輒也要幾百萬，「白居二」獲批購買證者一方面要考慮負擔能力，另一方面要選擇合適地區的合適居二樓盤，要知道居屋業主大多數只有一間屋，除非經濟條件許可樓換樓，否則一般不輕易放盤。

## 居屋換私樓資金門檻不低

現時樓價在特區政府實施各項辣招後，已受到控制，但仍未致於回落到一般上車家庭可容易負擔的水平。由居屋換樓到私樓的資金門檻不低，況且樓市在港府政策及外圍經濟變化之下，尚有下列風險，居屋業主早年上車，現正住得安穩，非必要或不會在此時冒險換樓。

「居二」在市場供應不多之下，「白居二」獲批者的選擇亦自然不多，客觀條件使其揀樓遲疑不決，致使「白居二」成交未如理想。天利苑居屋定價64萬至89萬，與市區居屋差一大截，雖然位置偏遠，但大嶼山未來有發展計劃，說不定將來在交通規劃上有大幅改善。無論如何，居屋作為資助房屋在香港社會有很大需求，雖然「白居二」計劃有利於活化居屋二手市場，但受制於整體市場環境，筆者建議在現有5,000名額用完之後，應暫停新增名額，反為應該集中資源興建公屋及居屋，以滿足社會上的強勁需求。



由原本龍田村公屋改建而成的大澳天利苑，今次推售85個居屋單位，樓齡已19年。

# 資金回流 新興市場股市當旺

貝萊德全球首席投資策略師 孔睿思

上周，美國經濟在第1季的萎縮幅度令投資者大感意外。修正後的第1季GDP顯示，美國經濟的年度衰退幅度接近3%，遠差於預期，個人消費則只增長了1%。這些數字因冬季的嚴寒而受到影響，醫療支出也受影響下調。回頭看，這可能是反映全民醫保法(Affordable Care Act)而產生改變。受到第1季數據影響，2014年的增長率將再度跌到2%以下。

欣慰的是，近期的數據較為令人鼓舞。非國防資本訂單(飛機除外)在5月份增加了0.7%，新屋銷售則增加了18.6%，是1992年1月以來增幅最多的一個月。遺憾的是，表現未如理想的經濟區塊也是最大的一塊，那就是家庭消費。5月份的個人支出再度令人感到失望，相比起原預期增幅的0.4%，僅上升0.2%。原因可能來自於消費疲弱，儘管美股可望會有不錯的一年，但非必需消費品公司在今年以來表現平平，大盤則有6%左右的升幅。

由上周好壞參半的數據可以預見：它將會同時壓低利率和美元。十年期國庫債券的孳息率以2.50%作收，是6月初以來的最低水平，美元也下跌至一個月來的低位。

## 歐洲復甦情況依舊疲弱

上周有更多的證據顯示，歐洲的復甦情況依舊疲弱，未見起色。核心國家的採購經理人指數和商業景氣指數走低，法國的數字尤其疲弱。數據疲弱導致歐股下滑，由近期高位下挫約2.50%。與此同時，停滯不前的經濟也持續帶動

歐債升勢。西班牙債券孳息率略高於2.60%，愛爾蘭十年債孳息率仍低於英國國債。

英債孳息率較高有部分原因在於，相對於歐洲的大多數國家，英國經濟持續表現強勁，甚至有點過熱。為了出手控制房屋市場，英國央行(BOE)的金融政策委員會宣佈了多項措施，以壓抑樓市投機活動。這些措施所針對的是外圍的放款(貸款所得比偏高)，而不是主流市場。

新興市場(尤其是中國的)經濟正逐步回穩：新興市場的股市流向正在轉變，但仍顯疏落。中國採購經理人指數初值從5月的49.4上升到6月的50.8，遠遠超出預期，並且是今年首次上升。新訂單則上升到十五個月以來的最高位51.8。預計中國經濟仍會減慢，但近期的數據顯示，中國應該能於短期內避開硬著陸。

## 新興市場央行減息利好氛圍

除了中國，新興市場還有其他正面發展。土耳其央行將利率調低75個點子，超出市場一致認為的50個點子。這是近期最新一個新興市場央行採取了較為溫和的立場。此前，匈牙利將利率調低了10個點子，波蘭則示意可能會減息。相較於新興市場央行在今年年初為了捍衛貨幣而積極加息，局面已大為好轉。

近來的回穩使新興市場氣氛有所好轉。新興市場債在上周出現了連續第13周的淨流入。連同股市方面，氣氛似乎暫時有所改變。過去三個月以來，新興市場股市比已發展市場略勝一籌，資金流量也已轉正。以截至6月25日為止的數據來說，新興市場的共同基金和指數型基金總共流入了13億美元，而流向亞洲的資金也是自2012年年底以來首度領先。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。