

投資者日記

市場代政府執行「家法」

畢老林

●銅面板廠商建滔化工 (148) 進軍房地產，表面看來不務正業，內裏卻大有文章。面對地方政府趕緊除「三舊」，廠房地皮就成為了廠商另闢財路的本錢。詳見23頁「冷熱財庫」。

●期貨可讓投資者買入或沽空，牛市熊市無往不利，不過，風險管理卻是一大學問。研究部介紹一套有效的「期貨管理模式」，分散風險之餘又可取得贖人回報。詳見21頁。

●人民幣國際化一直是熱門話題，但即使人民幣邁向國際，其他國家是否願意接受也是問題，蘇偉文及李承洋在33頁「商賈啟示」中分析人民幣是否具備國際化的條件。

3月3日，周三。全國政協第十一屆三次會議揭幕，A股創一個多月新高，上證綜合指數升23點，收報3097點。港股則維持上落市格局，全日高低波幅171點。滙控 (005) 走勢回穩，恒指收報20876點，微跌29點，成交598億元，期指高水16點。

市場等了多天，終見希臘政府公布新一輪財政緊縮措施。雖內容，開源方面有加強酒和銷售稅24億 (歐羅，下同)，節流則有削減公務員假日薪津24億；一加一減此長彼消，希臘財赤可望下降48億。換句話說，透過新一輪行動，希臘朝今年財政赤字對GDP比率降至8.7% (去年為12.7%) 的目標邁進一步。

雅典則亦計劃陽光後，歐羅匯價暴漲，但走勢上未現突破，維持窄幅上落局面，到底是緊縮措施金額內容跟傳媒事前報道大同小異，還是投資者尚須觀望德法等歐盟大國對計劃的反應，該定而後動？暴風雨前夕總有片刻寧靜，但結局始終會故，問題只是幾上還是幾落。

歐美齊齊「打大鱷」

不知大家有沒有留意，在希臘公布削減赤字的同時，彭博發了一則消息，引述知情人士說，美國司法部已向2月8日參與紐約對沖基金「操縱晚宴」的席上客發出通知，要求他們不要銷毀沽空歐羅的交易紀錄，以便當局跟進。另一邊廂，歐盟亦針對炒家透過主權債務信貸違約掉期 (CDS) 加劇希臘危機展開調查。由此看來，大西洋兩岸已捲起「打大鱷」之風。

對沖基金可不應該「趁人病獵人命」，《信博》諸公大可cha(個)痛快。然而，正如老畢在〈牛眼 John 駁斥歐羅陰謀論〉一文中所言，歐羅區自德國而下，沒有任何一個成員國乖乖遵守「穩定及增長協約」(Stability and Growth Pact (SGP)) 列明的財務準則，大大有違貨幣聯盟立足於穩健公共財政 (sound public finances) 的原則。

換句話說，美日以至英國亂印銀紙濫發債券，雖難免面對貨幣貶值和利率急升的風險，但投資者有選擇信與不信政府的權利。反觀歐羅區，由 day one 開始，單一貨幣就受到SGP這個在效力上形同「財務憲法」的協約規範，成員國不守規矩且



路透圖片

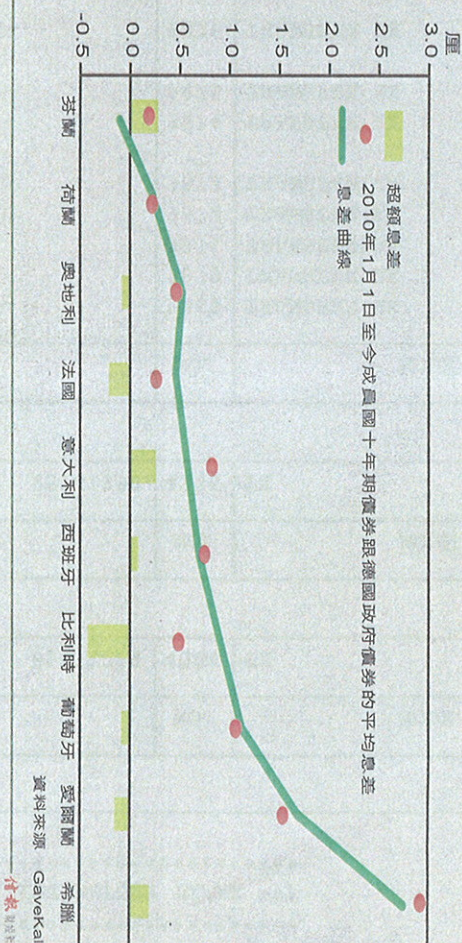
愈來愈難辦，政客只顧選票拖得就拖，結果歐羅區財政問題逐年惡化。在SGP這紙協約面前，此等行為等同於政府擺「白頭片」，公信力蕩然無存。炒家看準區內「壞孩子」這個阻擊，從好的方面想，大有彌補政客成事不足敗事有餘，迫使成員國 behave，令SGP得以盡快回歸貨幣聯盟創始人賦予協約的原意之效。

債市賞善罰惡

希臘債務危機引發的連連問題，《信報》讀者大概已如數家珍。不過，有一篇分析大有一貫價值，老畢誠意向各位推介。撰寫報告的研究機構 Gavekal 以香港為家，辦公室設於中環荷里活道一幢商廈，言論分析向以獨立見稱 (投資建議能否幫客戶賺錢是另一回事)。

此文以〈思考希臘危機的一個嘗試〉(An Attempt to Think Through the Greek Crisis) 為題，引用公眾可以輕易取得的

歐羅區主權債券息差結構



資料來源 Gavekal

的官方數據配合該行的分析模型，得出一些大有參考價值的結論，其中最有意思的是，在政府、傳媒將歐羅危機歸咎於投機分子之際，從希臘危機打現起計，成員國公債與德國政府債券 (歐羅區基準) 的學息差距，僅兩項因素——一、成員國的實際債務水平；二、財政預算SGP規定 (相當於GDP 3%) 的嚴重程度——已可解釋債券息差的85%；再加入成員國債市規模有異，高低不一的「流動性風險溢價」(liquidity risk premium)，上述三項因素已足為息差的95%提供合理解釋。

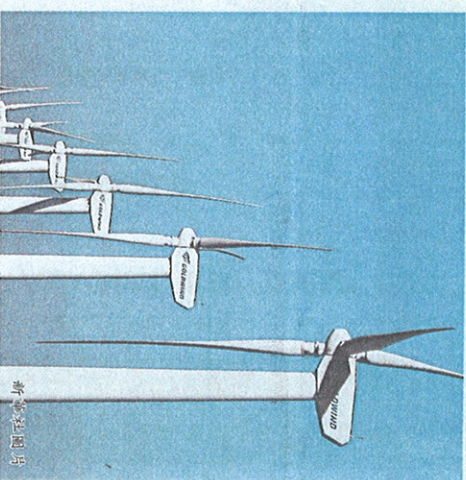
Gavekal的研究結果說明，在一片歐羅區末日將至的聲言中，息差走向卻頗度理性 (rational)，偏離SGP規定愈遠，投資者要求的風險溢價 (學息) 便愈高。換句話說，債市向歐羅區「壞孩子」發出強烈警告，要不盡快回到貨幣聯盟成立之初人人同意的財務規定，要不就承擔連環必連市場慘劇的後果。

Gavekal的另一結論，對歐羅好友應有安撫作用。研究發現，到此刻為止 (報告在2月25日發出)，尚未有迹象顯示投資者要求跟歐羅區緊連相關的額外風險溢價，原因顯然是這個假設一旦成真，對環球金融市場必帶來災難，投資者連想也不敢想。理性的分析，理性的結論，這份報告，歐羅好友次都應一讀。

渣打撥備審慎

本港上市銀行股陸續派成議表，是日輪到渣打集團 (2886) 公布全年業績，收入及溢利連續七年創新高，純利按年增長4.7%，至32.79億元 (美元，下同)，每股純利1.798元，符合市場預期，末期息44.8美仙，全年派息66.03美仙，按年上升7%。以周三收市價計，股息率2.8厘，股本回報率 (ROE) 14.3%，較2008年的15.2%回落0.9個百分點，資本充足率16.5%。

今次業績最引人注目的，當然是渣打會否在杜拜危機下為資產作出大額撥備。早前已有評論提出，渣打在阿聯酋按揭貸款市場定價相當連取，細看之下，發現集團在中東及西亞地區的貸款組合總值120億元，當中20億元屬個人銀行，100億元為商業銀行，惟公司沒有披露杜拜所佔水平。



新華社圖片



standard
Chartered
渣打銀行

多特圖片