

ED 經濟一週

Economic Digest



金融海嘯十週年 新一波危機迫在眉睫

合併傳聞再翻炒
中電信續看高一線

四大核心因素不變
樓市根基未受動搖

傳媒大亨梅鐸
深信觀眾永遠正確

子彈短信異軍突起
挑戰微信霸主地位



滙豐牛熊證 穩奪2017年牛熊證發行商排行第一*

立即瀏覽滙豐全新網頁 www.cbbc.hsbc.com.hk
加強版搜尋功能 投資資訊一應俱全



*截至2017年12月31日，根據本報收市牛熊證之產品層面及數目。資料來源：香港交易所。
本報與滙豐銀行有限公司（「滙豐」）合作，為讀者提供有關牛熊證之資訊。本報提供之牛熊證資訊，僅供參考，並不構成任何投資建議。投資者應自行了解牛熊證之風險，並根據自身之投資目標及風險承受能力，作出投資決定。本報提供之牛熊證資訊，僅供參考，並不構成任何投資建議。投資者應自行了解牛熊證之風險，並根據自身之投資目標及風險承受能力，作出投資決定。本報提供之牛熊證資訊，僅供參考，並不構成任何投資建議。投資者應自行了解牛熊證之風險，並根據自身之投資目標及風險承受能力，作出投資決定。

騰訊牛證

57519
收回價：295.88 元
實際槓桿：13.5 倍
到期日：29/04/2019

平安熊證

59655
收回價：80.88 元
實際槓桿：10.2 倍
到期日：04/03/2019

數據來源：滙豐牛熊證網頁，2018年 09 月 06 日下午 3 時

金融海嘯十週年 新一波危機迫在眉睫

十年前的9月15日，雷曼兄弟申請破產，金融海嘯正式拉開序幕。盛極一時的美國國際集團（美股編號：AIG）亦要向美國聯邦儲備局求援。隨後個多月，恐慌情緒不停發酵，恒生指數亦由雷曼宣布破產前夕的19,352點，跌至最低的10,676點。

回望十年前的金融海嘯，新晉投資者的記憶亦有點模糊。今次「封面故事」在金融海嘯爆發十週年前的一個星期，率先回顧這段血淚史，並走訪親歷其境的股壇老將，最後從各人經驗中提煉出值得投資者銘記於心的投資定律。正值新興市場危機四伏之際，週三（5日）恒生指數更急跌729點。金融海嘯會否歷史重演，將會為投資者全面剖析。



(何柏基攝)

金融海嘯發生前後，道瓊斯工業平均指數單日曾急跌數百點。(法新社圖片)



金融海嘯幕幕驚心

十年前爆發的金融海嘯由一系列負面因素交織而成，隨美國樓市盛極而衰，導致賭美國樓市只升不跌的投資銀行嚴重損手，並觸發金融體系出現資金乾涸。以下率先回顧十年前令投資者驚心動魄的一幕幕金融危機。

要數金融海嘯源頭，時任美國總統克林頓亦難辭其咎。民主黨帶頭廢除限制美國金融機構混業經營的法案，再由克林頓簽署。自此以後，金融機構瘋狂擴張，開發各類金融產品務求賺到盡，埋下金融海嘯的伏線。

另一方面，克林頓又簽署《商品期貨現代化法》，放寬衍生工具的監管。克林頓再簽署《社區再投資法》，降低向低收入人士借錢買樓的標準。根據知名財經作家Michael Lewis撰寫有關金融海嘯的書籍《大賣空》(The Big Short)記載，年薪僅14,000美元果園工人竟得以買入價值72.4萬美元的房屋。

朝騰投資管理(香港)董事總經理祝振駒認同，金融海嘯爆發的主因為金融機構「向唔應該借到錢的人放貸，結果還唔到錢。」

當時有美國金融機構推出可調整利率按揭(Adjustable Rate Mortgage)，屬次級按揭，以首兩年年息5厘作招徠，到期後就會將按息調整至雙位數百分率的正常水

平，令原本有能力供款的置業人士馬上無力負擔。

投行押注樓價只升不跌

美國金融機構亦非不明白箇中的風險，紛紛將這類按揭證券化出售予其他的投資者。問題是這些貸款質素甚低，難以獲得較高的評級，於是透過各種的金融工程將質素較低的貸款混入少量質素較高的貸款，以換取評級機構給予高評級。然後打包成證券化產品銷售予投資者。

原本金融機構將這些「粉絲當魚翅」的按揭貸款出售後，賺取手續費就袋袋平安。豈料勝利衝昏頭腦，部分金融機構竟然反手購入這



祝振駒指出，雷曼兄弟破產加速問題爆發。(何怡攝)

些產品作為投資一部分。雷曼兄弟更持有大量房地產投資，相信是賭美國樓價只升不跌。

違約問題愈來愈嚴重，終於演變成次按風暴。而雷曼兄弟的資產質素惡化，嚴重蠶食資本，必須立即補充資本始能渡過難關。雖然當時雷曼曾與美林證券洽商注資方案，惟管理層竟在危在旦夕的一刻「吊高來賣」，錯失救援最佳時機。

雷曼與南韓產業銀行談判入股觸礁後，其他金融機構亦有意入股，但條件是由美國聯邦儲備局出面提供援助，再由買家入主善後雷曼亂局。奈何，美國政府拒絕出手相救，最終導致金融海嘯全面爆發。

雷曼獲救亦會爆煲

9月15日雷曼申請破產保護（見表一），連華爾街大行也可以一夜間消失。其他金融機構亦擔心交易對手出事，不願再在市場上拆出資金，導致整個市場流動性乾涸。

事件更波及美國國際集團（美股編號：AIG），由於該集團在過去數年大量出售信用違約交換（CDS），以賺取保費。奈何，當時斷供潮急升，導致按揭證券化產品違約，加上金融機構倒閉，大量CDS持有人索償，AIG一時無力賠償，最終要向聯儲局求救，獲得850億美元融資，最後更被美國政府國有化。

金融海嘯最弔詭之處是美國政府對挽救金融機構態度不一致，救貝爾斯登，也救AIG，唯獨不救雷曼。倘雷曼獲救，歷史會否改寫？祝振駒並不同意，「雷曼兄弟申請破產只是加速問題爆發。如果雷曼不破產，熊市可能會拖得更耐。因為美國政府救市，2009年才會出現反彈。」

祝振駒相信即使雷曼獲救，仍然會爆發金融危機，因為有很多人資不抵債。倘雷曼獲救，亦只能讓系統性危機沒有爆得這麼嚴重而已。

值得一提的是，在美國有極少數的基金經理意識到美國最終會出現斷供潮，因此大手買入CDS。除了《大賣空》記載的數名對沖精英贏得數以億美元計的豐厚利潤外，有「沽神」之稱的對沖基金經理約翰保爾森亦一戰成名。

回首十年前的金融海嘯，究竟有沒有香港基金經理能夠打出逆境波，下文將會邀得幾位基金經理為大家分享期間的心路歷程。



表一：金融海嘯大事表

日期	事件
2006年7月	美國樓價見頂。
2007年4月2日	美國第二大次級按揭公司新世紀金融宣布破產。
2007年9月13日	英國北岩銀行向英倫銀行求救，惟消息外泄引發擠提，最終該行被國有化。
2008年3月17日	在美國聯邦儲備局支持下，貝爾斯登獲摩根大通拯救，最初以每股2美元收購，最後加價至10美元。
2008年8月7日	美國國際集團（AIG）宣布次季錄得54億美元虧損，股價急跌19.1%。
2008年9月10日	雷曼兄弟公布第三季虧損破紀錄，惟堅稱有信心可以渡過難關。
2008年9月11日	南韓產業銀行入股雷曼兄弟談判觸礁。
2008年9月12日	美國財政部長保爾森拒絕協助雷曼兄弟紓困。
2008年9月14日	AIG向聯儲局求救，要求開放貼現窗，以應付流動性危機。
2008年9月15日	- 雷曼兄弟宣布破產； - 美國銀行斥資500億收購美林證券； - AIG與紐約州保險監管當局達成協議，容許AIG子公司向母公司提供200億美元資金以渡過難關。
2008年9月16日	聯儲局宣布總值850億美元的AIG拯救方案，另美國政府取得AIG接近80%股權。
2008年10月3日	美國國會通過7,000億美元救市方案，時任美國總統的小布殊牛馬上簽署。

資料來源：本刊資料庫

金融危機先兆全面睇

十年前爆發的金融海嘯，普羅投資者走避不及而錄得龐大損失，而全球則蒸發大量財富。不過，投資者仍能從中汲取教訓，就是要金睛火眼睇實國家、企業的槓桿水平。當相關槓桿水平過高時，往往就是金融危機的先兆，投資者就要避之則吉。

所謂冰封三尺非一日之寒，任何金融危機均要長時間的醞釀，所以金融危機爆發前夕均是有跡可尋，最明顯的先兆就是槓桿過高。

高槓桿為罪魁禍首

韋騰祝振駒坦言，金融危機通常因債務過高所致。由於孖展餘額升至某個水平，導致股票投資者的槓桿過高。

又例如1997年港人借錢買樓，導致樓市槓桿高企。

至於國家、企業、銀行槓桿過高，稍有風吹草動就會觸發金融危機。正如今次則由聯儲局帶頭加息，借入大量美元債的新興市場泡

沫開始爆破。

2015年內地股票投資者利用孖展瘋狂入市，深滬兩市的孖展融資餘額一度高達22,600億元人民幣。開戶門檻為50萬元人民幣以上，槓桿比例為1至3倍。

當時部分內地股票投資者透過場外配资炒股票，槓桿比例介乎1至5倍不等，最高達10倍甚至更高。

結果隨A股急跌觸發斬倉潮，掀動下跌漩渦。孖展融資風險甚高，中國證券監督管理委員會在微博發文，「禁止證券公司為場外配资活動提供便利」，加速上海證券綜合指數調整。

1997年香港供樓負擔比率竟高達116%。一份收入全數用於供樓，可以想像得到當市樓市槓桿處於「癲峰」。其後香港樓價調整多年也不用奇怪。反觀近年香港樓價升至極不合理水平，惟現時供樓負擔比率為65%，仍低於1997年的水平。

祝振駒表示透過觀察經濟體系不同環節的槓桿水平，以洞悉金融危機先兆這套理論，其實是脫胎於知名對沖基金經理達利奧(Ray Dalio)。

後者指出經濟週期是由加槓桿及去槓桿所推動，如果把握到箇中的變化韻律，就可以判斷買賣時機，就可以賺大錢。

豐盛黃國英認同，槓桿為金融危機之源。今年2月美股突然下跌20%，也是因為市場上押注引伸波幅變化的衍生工具出事，本質上衍生工具也涉及槓桿，否則就不會因市場環境變化而觸發急跌。

其實十年前金融海嘯的源頭正是金融機構過度利用槓桿，總資產對股本的比率動輒達50倍。投資者不妨化繁為簡，專心觀察環球經濟體系中不同環節的槓桿倍數，盡早揪出下一個最有機會爆發危機的地區，始能趨吉避凶。

金融危機最大的先兆就是過度槓桿。(資料圖片)



金融危機殺到 散戶逃生有法

除切勿胡亂買入自己不認識的產品外，金融海嘯亦為投資者上了一堂股災逃生課。當洞悉有爆發金融危機的先兆前，就要把握機會減持流動性低的股票、分散投資於不同類型的資產，這樣始能安然度過快將殺到埋身的金融風暴。

散戶在金融海嘯中經常成為炮灰，想要在金融海嘯中有自保能力，就要避免買入流動性低的股票。在天下太平的時候，投資流動性低的股票問題不大，惟一有風吹草動，就會逃生無門。

韋騰祝振駒強調：「2008年金融海嘯學精咗，2011年『錢荒』再學精一次。市況唔對路先減持細價股。」

基金會先行沽售有大量基金捧場的股票，故二三線的基金愛股會率先被拋售。因為基金經理亦會面

對贖回壓力，屆時估值與盈利都並非左右股價的重要因素。早前教育股及醫藥股輪流被洗倉不難理解，所以投資者在買賣這些股份時，必須清楚其流動性風險。

減持中小股

以往大量投資中小股的祝振駒亦坐言起行，早前新成立的基金持有的中小股僅佔投資組合的1個百分點。

豐盛黃國英憶述，在2008年金融海嘯爆發期間，其管理的投資

戶口中，約有30%屬流動性低的中小股，這批股票多數屬工業股。當時這些股票的股價較金融海嘯爆發前低30至40%，結果要一年後始能放售相關股票。由此可見，當海嘯殺到時的流動性極差。

現階段面對市場波動性大，金融危機逐漸成形，最佳的理財策略為分散投資風險，以控制投資組合的波動度。

祝振駒坦言，如果投資者只懂投資港股就較為危險；投資者不要集中投資某一個股市。不懂得對沖，就需懂得把投資分散再分散，並把流動性低的股票投資比重減至最低。

事實上，祝振駒的新基金既投資股票，也持有債券，充分發揮分散投資的好處。

面對十年前的金融海嘯，黃國英建議，投資者避免投資高財務槓桿的公司。即使要買入高槓桿股票，投資者亦只能以小注出擊。

當前全球局勢不明朗、中美貿易戰等多項不穩定因素下，股市危機只會增無減。下文將會廣邀各位受訪者齊齊分析，繼新興市場後哪一個地方最有機會爆發另一場金融危機。



金融危機爆發期間，投資者要分散投資。(資料圖片)