

# 息魔橫行 聯儲也「蝕錢」

一點靈犀

近日美國聯儲局官網發布初步財務數據顯示，2023年美聯儲淨虧損1143億美元，創出史上最高蝕錢紀錄。也因此，美聯儲自1947年以來首次停止向美國財政部上繳利潤。此舉無疑為美國財政赤字問題雪上加霜。

李靈修

與所有商業銀行一樣，美聯儲的利潤主要來自於淨息差。其資產端包括國債、抵押貸款支持證券等，美聯儲藉此收息；負債端主要是銀行準備金存款、商業銀行隔夜存款，美聯儲需要付息。

2023年美聯儲通過公開市場操作購買的證券產生利息收入為1638億美元，較2022年減少了62億美元，但同期利息支出幾乎是2022年的三倍，達2811億美元。一進一出之間，美聯儲由前一年的淨利588億美元，轉為虧損1143億美元。

## 向銀行支付利息持續上升

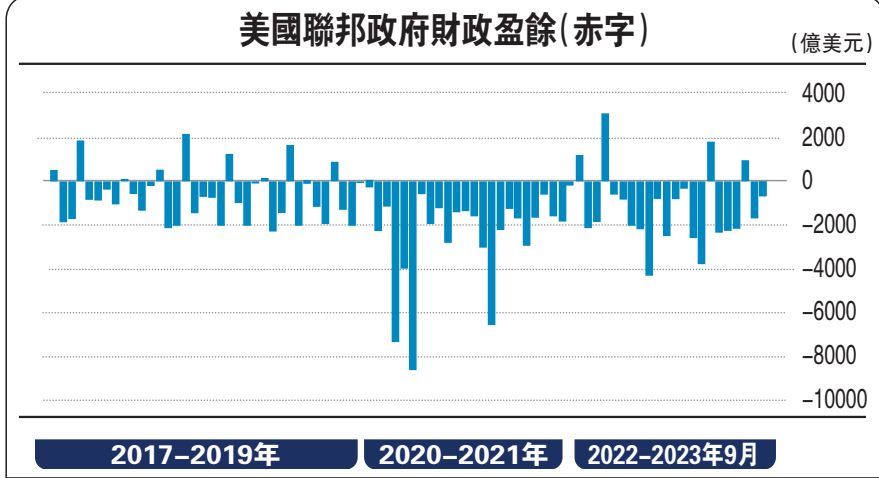
今次出現的巨額虧損，當然與激進加息措施有關。由於美聯儲持有的債券資產都是按固定利率收息，幾乎不受

加息影響，惟向金融機構支付的存款利息卻水漲船高，最終造成「淨息差轉負」的局面。

不僅如此，激進加息背景下，美聯儲資產端的債券市值亦在下跌，所幸有實力持有到期，不會複製去年3月爆雷的硅谷銀行慘劇。隨着今年開展降息周期，美聯儲持有的債券資產有望從浮虧變成浮盈。

回顧歷史，美聯儲由1916年開始每年都會盈利。根據美國法律，需要把額外盈利以匯款形式上繳給財政部。自1947年以來，這些上繳收入佔美國國內生產總值（GDP）不足0.1%，一度升至2015年的3.4%。截至2022年，美聯儲近年向財政部上交了近萬億美元。

美聯儲2022年9月遭遇淨虧損，但



並不影響其職能運作，也不需要向財政部申請注資。只不過，美聯儲要向財政部打欠條，稱之為「遞延資產」(deferred asset)項目。未來美聯儲重返盈利後，先沖抵這部分「遞延資產」，等到「遞延資產」為零且美聯儲還有利潤，則重新開始向財政部匯款。根據聖路易聯儲銀行的博客預測，到2027年中，美聯儲才由能力向財政部匯款。

美聯儲暫停上繳利潤，無疑為聯邦政府增添了財政壓力。數據顯

示，2023財年(2022年10月至2023年9月)，美國財政赤字1.7萬億美元，GDP佔比超出過去四十年的平均水平。而2024財年一季度財政赤字超過5000億美元，同比增長21%，聯邦政府需要更大規模的國債拍賣才能彌補這一虧空。

## 美家庭比聯儲更懂理財

鑒於財政部糟糕的債務管控，美國億萬富翁投資者德魯肯米勒(Stan Druckenmiller)去年11月曾公開指責



▲美國2024財年一季度財政赤字超過5000億美元，同比增長21%。

耶倫，在新冠疫情爆發後沒有利用當時零利率條件發行更多長期債券。他甚至表示：「這是美國財政史上最大的錯誤，她(耶倫)沒有資格繼續擔任財長。」

事實上，在此前的低息周期中，美國家庭部門普遍通過債務置換方式，降低了自身槓桿水平。統計顯示，美國家庭部門80%貸款利率都低於5%，30%貸款利率不超過3%。此外，美國家庭在國債市場上與美聯儲做對手交易，在前兩年量化寬鬆時期高價賣出美債，去年又在緊縮時期抄底美債，進一步增強了家庭部門的金融資產價值。

如此看來，美國政府的「理財」能力不如美國家庭。

## 心水股

中國銀行(03988) 招金礦業(01818) 小米集團(01810)

# 低吸高息股 等3月放榜

頭牌手記

沈金 大家都不願見到恐慌性拋售昨日出現了！港股低開低走，越走越低，有如戲棚火燭，小戶爭相走避，結果自然是股價重挫，一瀉千里。最低時恒指見15194點，暴跌671點，這才緩過氣來，但反彈仍然軟弱無力，收市報15276點，跌589點(3.71%)，是第四個交易日下跌，四日共抹去1026點。

成交額因劇烈的沽售而激增至1305億元，這既顯示沽家「引刀成一快」的無奈，但亦反映在低位有「勇者無懼」的承接。

對於昨日的暴跌，我頭牌只能講天要下雨你阻也阻不住，但我可以大大聲地說：如此神經質的市情不會也不可能持久。任何商品都有一個價值，就算「估值」下降，但其值依然存在，目下「黃金變爛銀」，皆因信心、資金和預期心態都在下沉，以致一些人將前景看得一片黑漆。這亦是



西方世界一而再為崛起的中國繪畫的「崩潰論圖景」。我們可以捫心自問：內地以及香港是否真的這樣悲觀，連10厘周息率的股份，也一樣如火棒般甩之而後快？最新的消息透露，中國去年經濟增長率為5.2%，好過5%的預期，證明中國可以克服困難，達到目標。至於香港雖然經濟難以如願，但特區政府與各界一起努力，新猷盡出，也能起到一定作用。經濟復甦需要時間，我們要給多一點耐性。

昨日市況是去年3月10日大跌605點之後最大的單日跌幅。今年已過了12個交易日，結果只升1日，餘11日俱跌。恒指自去年底17047點起步，到昨日已跌了1771點(10.39%)，可見慘烈。現指數為2022年10月31日收14687點之後最低，這也是本人視之為「終極低位」之所在，其間之距離只剩589點而已。若再以昨日的速度沉降，則一個交易日就可以抵埗。對此，我相信大好友不會坐視不理，要穩定金融、管理預期，都要有適切措施以安定投資信心，我相信有關當局一定會做足工作。

## 內銀龍頭10厘值博

昨日日本人在15300水平開始逢低吸納，主力買有9至10厘息的內銀股，包括2.82元入中國銀行(03988)、2.84元入農業銀行(01288)、4.33元入建設銀行(00939)等，買入後準備持有至其3月公布業績止。

# 機構投資者為何也損手？

趨勢投資的秘訣

胡總旗

很多人說股市是經濟的溫度計，但從過去30多年股市的發展演變來看，股市無法反映當前的經濟狀況，也預測不了未來經濟的發展趨勢。最典型的是2020年新冠肺炎疫情肆虐全球，大部分經濟體都出現經濟負增長，但全球股市卻是活生生的大牛市。

長遠來看，經濟與股市同向，企業股價必將反映企業的內在價值，但這一過程受宏觀環境、市場情緒等因素影響，股價偏差的時間往往超過人的耐性！不過價值早晚回歸，但價值投資者可能已倒在了黎明前的黑暗中。慘痛的教訓告訴人們，價值和價格往往是兩回事，兩者偏離的時間和區間經常超過人們的容忍極限！

機構投資者大都自稱價值投資者，不但熟悉貝塔(Beta、β)策略，而且精通阿爾法(Alpha、α)策略，有能力通過好的選股策略取得超過市場平均水平的收益。因為大眾普遍有這樣一種認知：價值投資是正道，即便輸錢也可以輸得冠冕堂皇；其他投資方法都是歪門邪道，即使賺錢也不可持續。於是機構便宣稱自己是阿爾法的創造者，這樣散戶就願意膜拜、掏錢，機構可以藉機收取更高的管理費。

## 正確計算價值的真諦

現在不少專業投資者在股市裏賺錢了，就說自己在做價值投資，價值完勝；虧錢了，就強調要做時間的朋友，要有長期主義精神。但是，理想很豐滿，現實很骨感。殘酷的現實是，即使以長周期看，大部分投資機構既跑不贏貝塔基準，更談不上什麼阿爾法超額收益。這也是為什麼「股神」巴菲特建議普通投資者最好長期投資指數基金，最起碼投資收益可以

基本與大盤同步。

近一年，很多基金淨值回撤都超過50%，甚至有的回撤70%至80%。那麼，投資者要煎熬多少年才能看到投資收成呢？筆者認為，機構失敗的核心是，他們搞不清楚價值和價格的關係，也不知道如何正確計算價值。

中國股市作為一個新興市場，尚處於發展階段，股價波動比較大。股市大部分時間都是情緒主導價格，只有少數時間是理性主導價格。市場永遠有一些所謂價值投資者自以為「我是價值投資者我怕誰」，其實是不自量力地與市場對抗，是典型的博傻行為，未見其利，先見其害。蓋因股價的瘋狂程度往往超出人們的想像，股價的低迷時間也往往超出人們的耐性！事實上，大部分的價值投機者在博反彈的過程中就葬身股海，只有極少數有遠見兼具超強耐心的真正價值投資者獲得了最後的成功！

## 恐懼比貪婪更具爆發力

投資股票，給出的是價格，獲得的是價值。價值是投資者對特定時點的客觀事實的主觀判斷，是虛擬的；價格是股價在特定時點的客觀反映，是真實的。實踐是檢驗真理的唯一標準，市場是檢驗股價的唯一平台。

股價的漲跌跟預期有關，而與價值並非正相關。故此，企業盈利上升，但股價可能下跌，因未符合市場預期；企業虧損加大，但股價仍然上漲，因比市場預期虧得少，或者市場認為其最壞情況已過去。因此，股票交易的基礎往往是買家預期他們能以何種價位再度賣出自己的股票。股災本質上是供求失衡的結果，跟價值無直接關聯。市場是群體反應的產物，恐懼放大了風險，而恐懼比貪婪更有爆發力！這也是股價上漲很慢、下跌很快的主要原因。

# 德國經濟疲弱 歐元下望1.053

實德攻略

郭啟倫

德國作為歐元區最大經濟體成員國，以及整個歐洲的重要經濟動力引擎，在2023年的國內生產總值(GDP)錄得負增長0.3%，較2022年由1.9%輕微下調至1.8%的增長幅度為低，這數據結果對歐元區經濟展望，絕對難以抱有樂觀態度，對吸納歐元的意欲，暫時遠遠不成氣候，甚或可以說成是歐元在短期間應該會處於易跌難升的局面。

根據彭博對經濟學家訪問顯示，歐元區通脹下跌速度較預期為快，歐洲央行在今年預計有4次減息行動，預估將會是在6月、9月、10月及12月的



貨幣政策會議上，每次都減息0.25厘，存款利率便因此而下跌至3厘水平。如今德國經濟疲弱已是確認了，甚至乎有機會帶頭拖累歐元區經濟步

伐，可見歐元區今年減息4次或許是最低消費，甚至基準利率有機會下調至3厘以下，對歐元絕對是沉重打擊。

## 歐央行或許單次減息0.5厘

正如歐洲央行管理委員會委員Vujcic稱，假若通脹下跌速度較預期為快，歐洲央行提早調整利率，不排除會有單次大幅下調利率0.5厘的舉措。

在偏向連連減息的寬鬆貨幣政策多於重返加息路徑的預期下，歐元兌美元在今年首個季度的表現就不能寄予厚望，可能先要回落至1.0530水平才能夠靠穩下來。

(作者為實德金融集團首席分析師)

# 港法初創生態合作空間大

貿發焦點

香港貿發局於疫情後舉辦旗艦推廣活動「成就機遇·首選香港」，法國是歐洲的首站，凸顯香港與法國之間悠長深厚的商貿關係。除傳統貿易外，初創企業、綠色城市、環境社會及管治(ESG)以及可持續發展等，都成為兩地商業合作的新領域。

法國首站活動結束後，展開一連串訪問活動，覆蓋巴黎、南特和里爾這3個城市，與相關政府機構、創業培育機構和智庫，探索香港和法國在以

下主要領域的合作潛力：(1)初創企業培育；(2)綠色城市倡議、規劃和發展；(3)香港作為ESG和可持續發展解決方案供應商的平台。

## 初創非本地創辦人 法國佔10%

於2022年，法國是全球第七大經濟體，在歐洲則排名第三，僅次於德國和英國。法國是香港在歐盟內的第三大貿易夥伴，也是第三大出口目的地及第二大進口市場。2023年首9個月，香港與法國的貿易總額超過75億

美元。

近年，香港的初創生態系統展現非凡韌力，初創企業數量持續增加，於2023年達到4257家。在香港的初創生態系統中，來自法國的創辦人為數甚多，佔非本地創辦人數目10.1%，總人數則排名第四。由此可見，香港初創生態系統蓬勃發展，其中法國創業者貢獻良多，影響甚大，也反映出法國商界對來港創業興趣濃厚、表現積極。

(香港貿易發展局)

# 港股走弱 選環球基金分散風險

股壇魔術師

高飛

香港股市昨天大幅下挫，成交額達到1300億元，顯示走貨情況仍然嚴重。如投資者仍然情獨於港股，虧損難免，平衡風險的話可以放眼於港股以外的其他市場，揀選一些穩陣而收費低的基金平台參與買賣基金，或靈活調動買賣強積金(MPF)。

根據全球外派人力資源顧問機構ECA International(下稱ECA)發布年度宜居城市排名，綜觀東亞外派僱員宜居城市排行榜在過去十年間的變化，香港於2013年位居全球第17位，但於2023年則下跌至全球第77位。ECA亞洲區域總經理夏力信表

示：儘管東京面對自然災害的挑戰，但仍是全球排名第二最適宜東亞外派僱員居住的城市，隨着當地的生活水平逐步回升，新加坡則蟬聯第一位。

事實上，日經平均指數過去一年升了32%，是全球表現其中一個最好的股市，同期香港恒生指數跌了30%，如果能夠投資正確，一來一回的表現可以相差很大。而綜觀外派僱員宜居城市排行榜在過去十年間的變化，筆者發現，荷蘭三個城市的排名都有較明顯的升幅，挪威斯塔萬格、新西蘭奧克蘭則都由排名22升至11，大家不妨去研究一下，這些地區的基金或MPF是否有投資機會。