A股累計期權冒起 市場添波動

一點靈犀

央行降準利好之下，資本市場終於止住頹勢。關於本輪A股的急跌行情，外界歸咎為一款金融衍生品的集中爆雷。這個名為「雪球」（Snowball）的罪魁禍首，與內地同名的股票投資社交平台無關，而是一種帶有結構性收益特徵的對賭協議。細究後可知，雪球與2007年在港股爆火的「累股證」——KODA（被稱為Accumulator）的架構極為相似。孰料十餘年後，該產品可以再次洗劫投資者財富。

李靈修

作為期權產品的雪球，掛鈎標的多以中證500指數和中證1000指數為主，承諾票息年化收益通常在15%至20%之間，可以說開出的回報預期非常誘人。而雪球產品的最大爭議，是設置了一套複雜的「敲入」與「敲出」玩法：若標的資產（中證500或中證1000）上漲到「敲出價」，產品提前終止，投資者獲得存續期的固定收益；若標的資產下跌到「敲入價」，則投資者本金需要承擔相應虧損；若標的資產在存續期從未觸碰到敲入敲出價格，投資者將獲得產品存續期間的固定收益。

該產品之所以命名「雪球」，其含義為投資利潤隨時間推移越滾越大，但了解背後的結構性收益特徵不難發現，投資者盈利是有上限的，但虧損則是無下限。本質上，投資者是在與券商對賭股票市場未來的波動率。

產品設計存在陷阱

嚴格來說，雪球多數時間裏都是有助於降低市場波動的，但隨着產品規模越來越大，指數波動率亦越來越低，新發雪球的「敲入價」也會越來越淺。一旦股市出現快速下跌，就會引發集中爆雷的「雪崩」。

據券商測算，目前存量雪球產品的敲入區間，在4800點（中證500）和5200點（中證1000）以下。也就是說，A股市場已經進入到雪球大規模敲入的臨界點。

◀A股回調，股票型基金淨值出現回撤，同時信託產品被打破剛兌，股民開始轉向「雪球」這類高收益衍生品。

回顧歷史，類雪球產品早在2000年就現身於海外市場了，一般是由投資銀行創設後，通過財富管理機構（基金、信託、私人銀行等）銷售給高淨值客戶。當然，「雪崩」的爆發也屢見不鮮。最為港人熟悉的是，2008年股災時掀起血雨腥風的KODA，也被稱之為Accumulator。

香港已有前車之鑒

Accumulator字面上亦有「滾雪球」之意，由於超高的投資回報廣受投資者追捧。2007年，香港投行出售的Accumulator產品超過1000億美元，而彼時香港全年的GDP總量才1600億美元。有趣的是，由於產品結構設計對買方極不公平，Accumulator在美國市場被禁止銷售。

一個雪球期權產品介紹

掛鈎標的	中證500指數
產品期限	12個月
年化收益率	20%
敲出價格	6000點
敲入價格	5000點
敲出觀察日	每月觀察一次
敲入觀察日	每個交易日

2008年全球金融危機，港股市場急跌，Accumulator開始集中爆雷，受牽連的苦主多達3萬人，中信泰富等一批上市公司亦受衝擊，虧損額天文數字。Accumulator也成就了「I Kill You Later」威名。

2017年末，雪球產品被引入內地資本市場。在2018年的熊市中，首批雪球產品遭遇擊穿，但由於總體規模不大，未能進入大眾視野。2021年，A股大幅回調，導致股票型基金淨值出現回撤，同時信託產品被打破剛兌，且收益率持續走低，股民開始轉向「雪球」這類高收益衍生品。該產品的發行量激增，截至2021年7月底，市場存量規模達5000億元。

時隔多年後，新一茬韭菜成熟了，投資者再次經歷「風險教育」。

心水股 工行(01398) 港交所(00388) 阿里巴巴(09988)

好消息應接不暇 恒指目標16500點

頭牌手記 沈金

對股市好友來講，昨日是一個喜慶日子，因為好消息紛至沓來，大有應接不暇之勢。我講過淡友沽空港股要付出代價，這次是百分之一百應驗了。恒指昨日第二日反彈，高開後馬不停蹄，間歇性的回吐被渴望買貨的買家全數吸納，買意激增，有如滾雪球。恒指最高時直逼16000點大關，報15975點，勁升622點（4.05%），其後略有整固，收市報15899點，漲545點（3.56%），是2023年11月15日升682點之後最大的單日升幅。

成交額代表的能量非常充沛，達到1288億元，較上日多47億元。我頭牌昨日在本欄說希望再下一城，結果是得償所願。連升兩日，恒指共進賬937點。

好消息排山倒海而至。一是人行宣布2月5日起降準。內銀、內險又多了入市吸納優質股的籌碼，亦對支持實體經濟有利。這個消息在昨日下午三時半內地股市收市後發放，港股即時有反應，但不算全面，估計好消息和好氣氛會持續影響到今日的市情。

二是馬雲、蔡崇信披露增持阿里巴巴（09988），前者買入5000萬美元股份，後者買入1.5億美元股票。

期待中資股增派息

三是收市後人行夥國家金融監管總局宣布未來兩日內發布完善經營性物業貸款政策。人行行長潘功勝強調要為經濟增長和物價穩定營造良好貨幣金融環境，要把維護價格穩定及推動價格溫和回升作為貨幣政策的重要考量。中證監副主席王建軍提到要大力推進上市公司通過回購註銷及加大分紅等方式更好回報投資者。其講話要點有三：一是支持併購重組，激發經營活力；二是加速優勝劣汰，使沒有投資價值的公司「應退盡退」；三是鼓勵上市公司加大分紅，回報股東。可以預期（一如本欄過去估計）三、四月公布業績的優質企業，一定盡量增派股息，搞得紅紅火火，估計公司派息比率會大幅提升。

講完好消息，再預測後市。從市場壯升看，淡友這回要涼涼了，今日再升一輪不足為奇，因為還有很多很多淡倉未補，淡友肯定睡不好覺，為此，我頭牌將阻力位由16000調高至16500。本星期應是大升的一周。今年以來恒指跌2085點，反彈三分二，起碼可升1390點，恒指短期可見16352點。希望我的預測能兌現吧！

新能源車滲透率續升 比亞迪目標346元

股壇魔術師 高飛

比亞迪(01211)的新能源車已進軍香港，繼早前和諧汽車（03836）的香港比亞迪油塘服務中心開幕之後，由聯大汽車代理比亞迪電動車首間設置在市區服務中心即將開業，新店位處三湘九龍灣貨運中心7樓，佔地超過6萬呎，將提供多項服務給車主，到時亦會正式投入服務。而同座大樓地庫設有全新比亞迪的士專用快速充電服務站，面積約3萬呎，提供方便的士充電設施，並推動的士電動車普及化，以減少碳排放及推動環保。由此可見，比亞迪的車愈來愈受歡迎，前景值得看高一線。

行業整合 龍頭企佔優勢

多家大行發表報告，看好比亞迪。瑞銀指出，受累於宏觀經濟和需求疲弱，以及汽車市場持續的價格競爭等，中國汽車股今年至今累跌10%至35%。該行認為，中國汽車業目前的風險回報更具吸引力，並偏好於電動車行業龍頭及中國本土現有汽車製造商。該行預期，國產汽車製造商今年可能實現收入增長30%。

雖然電動車初創公司普遍受惠於電動車增長，但該行提及中國電動車產業面臨真正挑戰，尤其是價格競爭方面。在此環境下，該行認為規模經濟較大的龍頭企業，如電動車領域的比亞迪和電池領域的寧德時代（300750），將成為市場整合者。

高盛發布研究報告稱，比亞迪管理層認為，汽車行業1月銷量低迷，是由於年初至今需求低迷，雖然乘用車行業增長緩慢，但滲透率仍有所提高，預期今年新能源汽車滲透率將達到45%至50%；同時，預期價位在20萬至30萬元人民幣最多人競爭，15萬至20萬元人民幣競爭相對溫和；並預計新能源汽車銷量將達390萬至400萬輛，其中20%的收入來自高端品牌；新能源汽車批發總量將達1100萬輛。高盛給予比亞迪「買入」評級，目標價為346元。

春節將近 留意澳門博彩股

實德攻略 鄭振輝

踏入新的一年先跟大家說聲新年快樂！上期筆者提及進入新的一年仍然看淡港股，結果香港恒生指數在元旦假期後真的持續弱勢走軟，指數從1月2日起由當時開市高位17135點，一直下跌至1月22日最低見14794點。原因在於內房企違約、經濟受壓等。還有市場憧憬內地減息希望落空。

近兩天，好消息不斷出現：成立兩萬億的基金進入市場買貨；人行與金管局聯合推出「三聯通、三便利」合共6項政策；人行降準0.5個百分點。這三大利好刺激港股兩日上升近千點。

板塊方面，建議不妨留意博彩股，因為近期多項數據顯示，澳門博彩公司的收入已回升至疫情前的74%左右，更有博彩企業主動加旗下員工薪金，而且春節假期將至，又會成為這個板塊的炒作藉口。

外匯市場方面，美匯在元旦假期後明顯上揚，美匯指數從101.1水平逐步上升至高於103.10以上。推動因素包括：美聯儲減息預期降溫，元旦假期後多名聯儲局官員公開發言，指3月份開始減息不切實際，暗示減息起碼到年中才開始進行，並且降低全年減息預期。以上因素令到息差較大的日圓明顯貶值，從月初對美元141水平，跌至現在148的位置。另外美國股市創歷史新高，引致資金流向美國市場，亦成為提振美元其中一個因素。不過，美匯或會回吐，人民幣走勢或因為政策出台而被看高一線。

大宗商品市場方面，明顯呈現牛皮的局面，國際油價徘徊於70至75美元之間；而黃金價格亦主要牛皮於2010至2040美元之間。雖然看似牛皮，但筆者提醒投資者一句，國際金價或許會先回落，測試兩千美元的水平，因為美國降息預期降溫，加上最近印度提高金銀首飾和貴金屬硬幣的進口關稅，這些原因均有可能令金價短期向下。

（作者為實德金融策略研究部高級經理）

灣區經濟動能持續增強

工銀智評

粵港澳大灣區內地區域包括廣東省9個相鄰城市。2023年前三季度廣東國內生產總值（GDP）實現GDP總量9.6萬億元、同比增長4.5%，佔全國比重為10.53%。從全球範圍看，廣東2023年前三季度GDP總量（1.4萬億美元）與墨西哥（1.3萬億美元）相當，略低於巴西（1.6萬億美元）。城際比較看，深圳、惠州、江門表現亮眼，連續兩年經濟增速超全國平均水平，2023年前三季度GDP同比分別增長5.4%、5.3%、5.3%。

出口結構轉型升級顯著

從「三駕馬車」投資、消費、出口各自動能變化看，出口結構轉型升級顯著。2023年1–11月廣東出口金額佔全國比重22.9%，累計同比增速（2.0%）高於全國均值（0.3%）。「新三樣」電動載人汽車（310%）、鋰電池（18.1%）、太陽能電池（27.5%）繼續保持高速增長；與拉丁美洲、中東、非洲等新興市場貿易往來日趨活躍。按城市來看，深圳出口保持兩位數增長，1–11月累計增速13.6%。投資結構持續優化。2023年1–11月，廣東固定資產投資累計同比增長2.6%，略低於全國均值（2.9%）。

消費復甦相對偏弱。2023年1–11月，廣東社會消費品零售總額累計同比增速為5.6%，低於全國均值（7.2%），餐飲收入增長強勁（24.3%），商品零售尚待進一步提振（3.5%）。城際比較來看，廣州（6.7%）、深圳（7.3%）兩市消費增長動能更強。

從中國經濟高品質增長轉型的周期視角看，珠江三角洲經濟外向型發展和城鎮化水平高，經濟高速增長和人口集聚帶動地產行業快速發展。在全球經濟增長疲弱、中國經濟增長動能轉換的攻堅期，珠三角相應面臨更大轉型挑戰，也將繼續是產業升級和經濟轉型的引領力量。展望2024年，在全球貿易回暖、國家積極政策提振下，灣區經濟增長在以下三方面有望繼續保持穩定。

投資方面，預計製造業投資延續發力，集成電路、高端裝備、精密儀器、人工智能等新興產業投資布局力度進一步加大。「三大工程」建設，即規劃興建保障性住宅、城中村改造，以及「平急兩用」基建，有望同步拉動基建及地產投資，廣深莞建設投資增長空間相對更可期。

新能源產業出口競爭力持續

出口方面，在海外製造業新一輪補庫背景下，全球貿易回暖有望提振灣區出口。全球經濟綠色低碳轉型加速、中國打造綠色低碳新增長點，「新三樣」產品出口增長有望延續，深圳等新能源產業聚集區出口競爭優勢進一步凸顯。

最後，消費方面，短期內秋季廣交會等商務活動陸續開展、促進消費政策紅利不斷釋放、疊加去年同期低基數效應，預計支持消費進一步恢復向好。較長時期看，經濟持續向好，增強收入預期，有望接續提振消費動能。

（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）

善用自願醫保 增保障兼省稅

保險宏圖 李旭明

新年伊始，大家都可能會計劃一下新一年自己或家人的醫療保障需要。自願醫保計劃自2019年推出以來，已成為其中一款廣受市民歡迎的醫保產品，根據醫務衞生局的統計數字，截至2022年9月底，保單數目已超過100萬張。與傳統醫保相比，自願醫保計劃具備以下三大優勢。

一、自願醫保認可產品的醫療保障較一般醫保產品多樣化。就醫療保障項目而言，自願醫保保障項目範圍廣泛，包括訂明非手術癌症治療、訂明診斷成像檢測、在本港醫院進行的精神科住院治療、日間手術、先天性疾病治療等，為受保人提供守護健康的周全保障。在承保方面，有別於一般傳統醫保產品，自願醫保會承保未知的投保前已有病症，任何於受保人申請時未知的投保前已有病症均可獲得保障，不過會受到保障計劃內適用的保單等候期、賠償限額和條款及細則所規範。至於續保方面，自願醫保計劃保證續保至100歲，保險公司不得因受保人健康狀況改變而拒絕續保，續保時也不得增設不保事項或收取額外的附加保費，讓受保人得到安心的長期保障承諾。

二、稅務扣減優惠是自願醫保其中一項最為吸引的特點。如香港納稅人為自己或指明親屬購買自願醫保，將可就支付認可產品的保費申請稅務扣除。每個課稅年度每名受保人的最高稅務扣除額為8000港元，而且可申請稅務扣除的保單數目及受保人人數均不設上限。臨近稅季，大家可考慮把握自願醫保的專屬稅務減免優惠。

三、自願醫保產品是受香港特區政府規範、認可及批核的醫療保險。任何產品須符合醫務衞生局嚴格訂定的標準保單條款及保障要求，才可獲局方批准成為自願醫保認可產品。提供認可產品的保險公司均須把計劃資訊、標準保費及保障內容上載至自願醫保計劃官方網站，方便消費者細閱及比較。

自願醫保提供標準計劃和靈活計劃，以供市民選擇。在購買自願醫保或傳統醫保前，消費者可多作比較，如有需要，可委託保險顧問提供產品比較及分析，以便選取最適合自己和家人的醫保。

（作者為宏利香港及澳門首席產品總監）