

第二版

閑話金融

「空即是『息』，
『識』即要空。」
「有市有場，有市無場。」
「十年黃金變爛銅……」
「金融市場有繁榮
無安定……」

陳新榮 著

閑話金融

陳新榮 著

閑話金融

作者 陳新榮
出版及發行 信報有限公司
香港北角英皇道四九九號北角工業大廈四樓A座
(英皇道郵箱三四八九二號)
印刷 信報有限公司
定價 港幣四十元正 美金五元二角
初版 一九八九年十二月
第二版 一九九〇年二月
設計 陳幼堅設計公司

本書版權為信報有限公司所有・不得翻印

作者簡介

陳新榮 42歲

年輕時在香港唸中小學，在日本唸高中，後在紐約大學攻讀經濟並獲國際金融碩士學位。

1970年加入紐約 Shroders 從事商業借貸，後派駐倫敦專責收購合併，又調派香港寶源從事東南亞業務擴展。1975年轉投美國運通銀行紐約總部從事財務管理，負責全球外匯買賣及短期資金運用等，是當時華爾街的最年輕銀行高級副總裁。

1981年加入香港新鴻基證券集團服務至今。現為：

新鴻基證券高級執行董事

新鴻基期貨董事總經理

新鴻基金業董事總經理

香港證券及期貨事務監察

委員會諮詢委員會委員

香港期貨交易所副主席

外匯市場研究是貨幣學的一個旁支，貨幣學是經濟學的一個重要組成部分，而經濟學則是社會科學（Social Sciences）不可分割的學科（其重要性對不同學科的人有不同的理解）。在過往一段很長期間，外匯學者在學術界或社會上的地位，與動物學家、文字學家不相伯仲，這即是說，外匯學者的「實用價值」長久未被確認；造成這種現象的原因，主要是在金本位和固定滙率制之下，外滙價格處於人為虛假的安定狀態之中，外滙理論用武無地，外滙學者沒沒無聞，是可以理解的。

但是，自從1971年10月美國尼克遜總統取消金本位，各國進而揚棄1946年布列頓森林會議定下的固定滙率制之後，外滙波幅相應擴大；加上國際貿易蓬勃增長，吸引大量的外滙投機和對沖者入市，外滙交易成為金融機構的重要部門，外滙交易額以驚人的倍數增加，迄今每天環球的期貨和現貨外滙交易額接近一萬億美元！不難想像，外滙學者和從事實際買賣的外滙專家的身價，亦水漲船高，成為天之驕子——在財經傳媒上，幾乎每天都有外滙學者或外滙專家的評論，而外滙從業員收入之高，早將一度極之搶手的股票從業員比下去！

香港是開放型的國際商埠，港人尤其是出入口商對外滙波動的注意，可說由來已久；因九七問題興起的移民潮，更令港人深感掌握外滙買賣常識與技巧的迫切性。外滙交易是跨國性的，在香港買賣外滙，和在三藩市、溫哥華、紐約、倫敦、東京、台北、新加坡甚至北京並無不同（在若干地方，由於時差的關係，買

賣外匯還較在香港來得閒適），是真正可以「一技走天涯」的知識。在這種背景下，信報遂有增強外匯動態報道和評論的決定；而陳新榮兄每逢周三刊出的「閑話金融」欄，令信報的金融評論大為生色！

有一點必須一提但本書「作者介紹」未提的是，新榮兄早在七十年代中期，已替國際著名的專業刊物「歐元月刊」（Euromoney）撰文，評論美元走勢和國際金融趨勢，他在業界的地位，國際上早有定論。

新榮兄有理論有實踐，對包括外匯在內的金融活動，可說融匯貫通，因此寫起來得心應手，深入淺出。對於外匯黃金價格趨向的拿捏，新榮兄的功力，在本港可說無出其右；不過，新榮兄對讀者的貢獻，「準確預測」尤其餘事，最重要的是他通過與日常生活密切結合的生動描述，將讀者引領至一個對身心有益、對創造財富有建設性的世界。

無論在題材的選擇和文字的運用上，「閑話金融」可說開創了一個新天地，「放眼天下」的香港讀者固然要讀，力求在金融領域有所突破的「胸懷世界」的中國有關部門幹部，更要視這本書為重要參攷工具。

林行止

1989年9月22日於信報

序言

金融市場的運作

無處不在隨時都在的——金融市場	1
有市有場、有市無場與效率市場	4
金融業的矛(繁榮)與盾(安定)	8
論成敗沒是非的無牌專業人士	12
從容應付金融市場的壓力	17
放任與干預並存的金融世界	21
成王敗寇論	25
霧裏看花測走勢，似幻疑真又一村	29

投資概念與策略

價格與價值的相對觀念	33
回顧過去一年投資得失	38
貨幣的所信及所依	41
沽空的藝術	44
從科技革新到市場直覺	47
八九年國際投資大方向	50
我的「五與十」理論	54
沽空是正常的投資方法	57
外幣存款回頭是岸	61

美國政經形勢與美元動向

貶值以利出口淡出，着眼升值控制通脹	65
大選政治與經濟氣候	70
美國貿易哲學改變影響深遠	76
美國貿赤 庸人自擾	80
美元將反彈宜趁低吸納	84
美國聯邦儲備局的組織與運作	87

美國經濟進退兩難	91
美國債券的投資價值	95
央行與市場的角力戰	98
強美元影響其他金融市場	102
風水輪流轉	105
非今日之強 乃昨日之弱	109
心堅志定 「美」好前程	113
美國金融市場逆流而上之謎	116
美國利率中期預測	120
債券爭輝 牛氣沖天	124
迎接低通脹 債股勝黃金	127

利率與匯率的觀察

利率的學問與觀察的心得	131
加息浪潮席捲全球	135
貼現率——美國貨幣晴雨計	139
利率仍會上升	142
停不了的利率	146
「息」「息」相關	149
匯率相對論	153
加息危害經濟健康	157
關於通脹的問題	161
把握利率下降的生財機會	165
利率下降 乘勝追擊	169

黃金與石油市場

金價變動的方位與方向	173
黃金淡勢 空金策略	178
免談保值 只說投資	181
油價偏弱帶來金融震盪	185

黃金商品化	189
長「空」萬「利」話黃金	193

香港與世界金融政治

日本的金融政治	196
和平共處致力建設 世界經濟繁榮可期	200
香港金融中心地位難以代替	204
香港經濟金融的盛衰循環	207
對中國金融發展的期望	212
爲財政司新預算案喝采	215
養兵千日 用在一朝	218
當頭棒喝 保本爲重	221
處變不須驚 自保兼自強	225

從事財務投資工作近二十年，自紐約、倫敦到香港，目睹金融市場內儘都相同又儘不相同的事故，屢有摘錄爲文的衝動，只是有系統地化經驗爲文字並不容易，唯有以隨筆形式，撿些順手拈來的題材，開始在信報發表每周專欄。

金融世界，主要分五個市場——一、外匯市場；二、利息市場（如債券、國庫票據、存款證、商業票據等）；三、證券市場（如股票、認股證）；四、黃金市場（如金、銀及若干貴重金屬）；五、期貨市場（如油、棉、麥及股票期貨指數等）。

循環與連環

這些市場的存在，不格於形態，沒有地域限制，更不宥於區域和時間。各種金融市場中，交易的商品可以有形的金條、棉花、大豆甚至是豬腩，也有沒具體形態、抽象得如利率期貨之類的「商品」。

而以地域界限來說，東京、香港、蘇黎世、倫敦和紐約都是重要的金融中心，以往我曾先後在上述不同地方從事過商業銀行、投資銀行、庫務管理、證券及期貨經紀等業務，以個人經驗所得，不同地域的不同市場，基本操作及同業守則均大同小異。舉例說，黃金可以在所有主要的金融中心，用同樣的術語，同樣的合約細則，以及同樣的交易方法進行買賣。至於交收形式，商品既可以即時現貨交收，又可以在未來日子結算。例如，農夫可以把農產品即時沽出及付運，又可以在收割前以某一預定

價格賣出。黃金可以在香港用金條，金幣即時交收，又可以在未來指定的日子中，在主要市場如倫敦、紐約或蘇黎世交收。

全球外匯市場是二十四小時連環運作，世界各重要金融市場一個接一個地，依照當地時間作息，進行買賣：香港時間早上七時雪梨外匯市場開市，八時東京開市，九時香港及新加坡開市，十四時巴林，十六時法蘭克福及蘇黎世，十七時倫敦，二十一時紐約，二十二時芝加哥，最後香港時間翌日六時三藩市才收市。由於交易可以二十四小時運行，市場運作不休止，市場人士如我，也就不分晝夜，不能在本地人的睡覺時間安枕，也不能靜享各種宗教節日或公眾假期，大時大節如農曆新年，我和同事們均要安排二十四小時輪值工作，而全球金融市場的最長休假大概只有聖誕節了。

傳統智慧與邏輯

近期有個顯著的例子，足以反映金融市場是個大連環。這就是大豆價格正影響着貴金屬市場的白銀價格。自七十年代亨特兄弟（Hunt Brothers）叱咤風雲時，市場有個全無邏輯的邏輯，認為製豆油及豆渣用以飼養生畜的大豆，與白銀存在一種無中生有的關係。由於白銀被認為可以與通脹對沖，因此以往很多大豆市場人士如亨特兄弟等，喜歡將大豆的利潤投資到白銀上以防通脹。簡單地說，市場的「邏輯」就是當大豆價格上升，生畜及肉類的價格也會上揚。食品價格上升，通脹壓力增加，隨即亦令銀價上揚。雖然這個邏輯非常牽強，但很多市場從業員沒法忽略大豆與銀價的關係。在過去數星期，大豆價格就是這樣牽動白銀價格上升。

基於傳統想法，金和銀也有密切關係，即金銀價格距離有可供參考的比數。1975年至1988年，金銀價格

比數在三十五至八十倍間波動。以88年中的爲例，金價是隨銀價上升。

由於各金融市場互相聯繫，近期農產品價格及貴重金屬價格上升，加深人們對通脹重臨的憂慮，利率走勢向上，影響了投資者對股票及債券的興趣，但美元高息卻刺激美元滙率上升。

在金融市場翻滾，最令人苦惱困惑的，就是如何判斷現行市場價格是否「合理」，以過去一段長時間的資料爲推論根據或事後孔明式的批判當作別論。我發覺用其它市場的看法來比較某一特定市場的價格水平是頗有用的。譬如說，與債券的息率比較，現時的股息是否仍夠吸引？一種貨幣的利息是否能抵償其滙率貶值的潛在風險？高經濟增長會否持續地支持股票的高市價盈利率……等等。

他山之石可以攻錯

每天，我會細讀最新的政經新聞，因爲它們能影響美元滙率及長期債券利率的走勢；從原油價格及金價等指標的波動中檢討預期的通脹；我又會翻閱東京、香港及紐約等地的股票價位。觀察各個不同的市場，用意是加強自律和提高警覺，清楚體會同一宗政經新聞，在不同類別的商品市場、不同地域的金融中心，可能會有不同的理解。

在建立相對價值觀念時，一個市場的表現可以被理解爲另一個市場的警告訊號。即以87年10月19日前數天爲例：當時美元疲弱、美國長期利率波動至10%，美股突然下調，令我覺得大勢不對勁，而10月19日前的那個周末，剛好信報記者訪問我，讓我及時提出金融市場將進入大調整期的勸喻，令部分注意到該則報導的讀者對大市知所警惕。（原載於88年6月8日信報）

有市有場、有市無場與效率市場

金融業基本上有兩套交易系統——①是集中買賣的中央操作和②沒有統籌場所的行商網絡。股票及期貨交易，是透過交易所所指定的地點進行買賣，而這地點是先經政府允許的。在交易所買賣的「商品」，報價、交易時間和交收程序有劃一的規定，又有同業守則讓市場人士知所遵循，出市代表必須得到持牌公司授權代客買賣，大眾人士可以在經紀行或交易大堂與合法的出市代表買賣指定的商品，這就是具體而微的「有市有場」。外匯與黃金買賣則是透過沒有統一操作市場的行商網絡來進行，這跨國網絡是個沒有組織的組織，市場是由大眾認同的方式和先進的資訊系統所聯繫，交易行商沒有任何規定的會員資格，但要獲得其他同業的信任和認可。交易行商所經營的商品及期貨各有不同；交易時間也不劃一，不過，通常是可以持續二十四小時進行；交易可以是現貨月交收，又或在預期未來的日子才提貨，這就是「有市無場」的經營。

代客買賣股票及期貨的人稱為「經紀」，他們扮演顧客代理人的角色，透過交易所的營運履行顧客買入賣出的指示，他用不着開價，只須根據市場做價回覆客戶，聽命於他們的取捨，而經紀提供服務的回報便是佣金。

外匯與黃金交易，投資人士可以選擇他們認為可以信賴而又有聲望的公司進行，這些公司統稱為「交易商」。「侍候」顧客的交易員需要以主理人的身份，根據自己份內的權限開出買賣盤口，而在法律上，他是有責任履行其開出的承諾的。買賣盤口的差價便是交易商所

能賺取的利潤。投資者只須按買價或賣價出入，而毋須交付佣金。所以，交易商是在買賣差價之間，與顧客「對賭」。

身份模糊分野不清

經紀（Broker）與交易商（Dealer）在中文方面的運用已見混淆，但在英文字義理解上則仍有顯著分別。外匯及黃金買賣需要透過交易商，而股票及期貨交易則靠經紀，二者清楚地區分了他們在對客戶的身份上、責任上及收取服務費上的差異。

不過，隨着市場的發展，經紀與交易商的分野的確是漸不明顯。股票經紀不時兼挑主理人角色，從客戶手上議價批入大手股票然後分批轉手，又有些經紀對新上市公司的股票提供推銷及議價的服務而稱為「包銷商」。其實，在法律上，「經紀」的定義早已從特定的工作範疇發展到另一領域，放眼香港，不少經紀行早已同時從事股票敲拆、財務管理、股票孖展財務、包銷、黃金、期貨、外匯、收購與合併服務。但是在台灣，股票經紀仍只局限於履行代客買賣股票，任何上面提及的其他金融服務，是要另行領取牌照始可執業的，而申請該等牌照還有很多限制及要求，其中包括要有居民或公民資格。相比之下，香港政府的規例是簡單得多，而香港的經紀與交易商就是在這種自由競爭的環境中爭領風騷，發揮市場的功效。

有市無場潛力厚

有趣的是，無論在市場金額及交易數量上，「無場」的市總比「有場」的市為大，而影響國際經濟循環方面，「無場」的市也更為矚目。

舉例來說，全球外匯交易，平均每天逾二千億美元

。這億億萬萬的交投金額於無聲無息間轉手，既無集中的場地交易，又無中央交收系統的管制和政府的監督。倫敦金在香港的買賣比香港金銀貿易場的兩金和香港期貨交易所的期金合約為多；而歐洲美元的結存總額又比每年國際貿易總額多出約二十五倍。反觀「有場」的市——即使是跨國性的——如股票和期貨，無論在交易的金額或數量上，往往都是落後於「無場」的市。

總的來說，不管是金融或實物交易，都是根據「先有市後有場」的發展規律演變出來。

目前金融業的發展，是趨向於「無場」方面，這固然是因為電訊發達，電腦普及令世界金融市場關係越來越緊密，跨越地域、行業、時間，互相影響，互為因果；此外，「有市有場」與「有市無場」會逐漸混為一體，現成例子包括了倫敦金與期金、現貨債券與期貨債券等。又由於交易是二十四小時環球進行，本地「有市有場」的交易可以於海外交易時離場或入場，例如香港股票可以在倫敦「有市無場」下交收，日本股票在美國以存票方式（American Depository Receipt, ADR）入場交易，說起來就是「有市無場」的延展。

一個有效率的市場必須具備一些被公認的特徵，主要就是資訊公開；各種資訊應以最快的速度傳達到大小投資者手上；交投應有秩序及可以持續；容許所有大小買賣家參與；市場應及時且公平地反映當前形勢……等等。

闊度深度和彈力

經過對紐約、倫敦及香港市場的觀察，我認為一個有效率的市場必須兼備闊度、深度和彈力，再加上交易成本低廉，那就差不多了。

市場「闊度」是指有很多不同類別的人士同時參與

，由機構性客戶、基金經理、長綫投資者到短綫缸邊客等，他們各抱不同宗旨，研究焦點自息率至資金增長不一；而其不同的風險喜好，可以由講究資金保存到純粹投機；至於投資的時限，則由即市到長年累月地持有，愈多不同類型的市場參與者，市場被小撮人士支配的風險便愈少，市場價格因而能充分反映所有當前的資料及對後市的展望。

市場「深度」是指交投持續有恒態及市場價格有秩序，大手成交不會令市價失常地與前市完全脫節，無論交投多大，公平及合理的價格將由買賣雙方訂定而無中梗。

市場「彈性」是指應付突發事故及大手成交後的迅速調整能力，市場價格不會一蹶不振或只起不跌，市價的升跌調節可以反映其本身的價值。

至於「交易成本」，當然是指每宗交易的支出，對市場參與人士來說，不能負擔過高，低交易費用能吸引更多大小投資者的參與，就算價格波動不大，只要買賣成本輕，便可造就更多買賣決定，這樣既可增加市場資金的流通而又毋須擔心通脹。

香港作為一個重要的金融中心，在10月股災後的挑戰，就是要力保有效率市場的所有特徵，至於國內的金融業發展，到今天為止，基本上還是無市也無場的，所以暫時談不上有效率與否了。

（原載於88年6月15日信報）

年前，中方為籌備草擬基本法，現任草委秘書長魯平先生首次訪港，約晤一些專業人士，交換意見。我是金融界一員，應邀為座上客，而當年我向魯先生提出一個有關金融業的基本概念，就是有繁榮，無安定。

市場看法正嶺側峰

自從中、英雙方開始就香港前途作出談判後，「安定與繁榮」的口號，重複又重複地被提及，經濟繁榮，社會安定，當然是統治者的最高理想；不過，在金融市場方面，繁榮與安定是有矛盾的。香港作為一個主要的國際金融中心，必須定時改善市場運作，推出新的投資產品；資金突然湧入及流走，必會使利率或匯率有急劇轉變，而外國投資者的興趣轉移，也會影響香港股票價格和地產市道……。成交量大、價位活躍代表「繁榮」；但資金的轉流，投資者興趣改變及市場體系的改革，這種種起伏與「穩定」是相對的。以港元為例，7.8的聯繫匯率在外匯市場上是「穩定」的標誌，但是箇中壓力卻已轉移並集中到利率市場上，換言之，香港外匯市場穩定，利率則不會穩定。

對市場參與人士來說，成交量大、價格起伏才是繁榮，但對政府官員來說，活躍的市況會被視為「投機」性大。若成交量小及價格牛皮，市場人士豈有機會？但是對政府官員來說，這才是「安定」、「平靜」、「理性」。不同的政府按不同的利益標準對市場的表現有不同的主觀批判。例如，日圓急升影響日本出口