

林俊泓， CFA  
財資研究主管  
Ryan.lam@shacombank.com.hk  
+852 2841 5283

## 即時觀點

2022年10月19日

### 恨錯難返

- 英國首相卓慧思在其首次的領導挑戰中倖存下來。卓慧思的財政急轉彎卻無意中催毀了她在金融市場上的盟友。
- 在英國推出迷你預算之後，多個市場的實際波動率一直在爆炸式增長，持續高於隱含波動率。市場運作已被扭曲了一段長時間。它偏離其正常形態，即波動性自然回落的固有特質。
- 結果是，下行保護比以往任何時候都更受追捧，即使對於做市商來說也是如此。
- 流動性稀薄的陰影將持續籠罩著我們。誠實與否，我們將不得不忍受政策制定者犯錯的代價。

英國首相卓慧思知終於結束了自編自導的財政肥皂劇。新任財政大臣侯俊偉幾乎在眨眼間，就把被痛批的迷你預算案棄如敝屣。主責官員烏紗不保、流動性危機得到解決，看來罪孽亦應被寬恕。卓慧思在其首次的領導挑戰中倖存下來，現時是不是該重新出發？

世事無常。某人的幸運，卻對其他人造成不幸。卓慧思的財政急轉彎無意中催毀了她在金融市場上的盟友。

回想一下，做市商一般通過獲取出售期權帶來的溢價和對沖該頭寸來謀生。實際上，他們通過做空 gamma 獲利。然而，在英國推出迷你預算之後，多個市場的實際波動率一直在爆炸式增長，持續高於隱含波動率。市場運作已被扭曲了一段長時間。它偏離其正常形態，即波動性自然回落的固有特質。即使是手腳敏捷見稱的經紀人，在難免損失。結果是，下行保護比以往任何時候都更受追捧，即使對於做市商來說也是如此。

流動性稀薄的陰影將持續籠罩著我們。像獵鷹一樣，投機者正在高空盤旋，伺機而動，而其出手時間往往在最糟糕的時刻。誠實與否，我們將不得不忍受政策制定者犯錯的代價。




































上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

## 近期研究報告

兵無常勢 	2022年10月7日
英鎊殞落 	2022年9月26日
事在人為 	2022年9月22日
悲劇歸來 	2022年9月16日
寒風刺骨 	2022年9月7日
以概偏全 	2022年8月25日
象徵性行動 	2022年8月16日
如夢似幻 	2022年8月12日
不爭朝夕 	2022年8月5日
弘外之音 	2022年7月29日
曲高和寡 	2022年7月28日
太倉一粟 	2022年7月18日
生生不息 	2022年7月8日
左右為難 	2022年6月23日
提高注碼 	2022年6月16日
徒具聲勢 	2022年6月13日
變革洪流 	2022年6月6日
以靜制動 	2022年5月31日
風起於青萍之末 	2022年5月24日
春生夏長 	2022年5月17日
命途多舛 	2022年5月12日
鴿派細語 	2022年5月5日
利有攸往 	2022年4月26日
休士頓，利率倒掛出現了 	2022年4月6日
眾志成城 	2022年3月17日
歷史序幕 	2022年3月10日
戰爭與和平 	2022年2月28日
怨怨相報 	2022年2月21日
覆水難收 	2022年2月15日
見風轉舵 	2022年2月7日
任道重遠 	2022年1月27日
福禍相倚 	2022年1月20日
身先士卒 	2022年1月10日



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

### 注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深港通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議(定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍)，本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得傭金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為準確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK