

無為勝有為.....1

一直希望成為隱形富豪，逍遙快樂；現在已經成功了一半，雖然未發達，但已經隱了形，貴利陳同貴利黃已經找不到我。🤖

十八年前，**1987** 年開始炒股票，自始股海漂盪，三年國企，兩年科網，我的心情，脈膊便同恆生指數掛了勾：時而欣喜若狂，時而天旋地轉，世界末日。

87 年的股災；**89** 年的六四；**90** 年的第一次波斯灣戰爭；**97** 年、**98** 年的金融風暴；**2000** 年的科網股；**01** 年的 **911**；**02** 年阿富汗戰爭和美股醜聞... 可謂：「鏟鏟新鮮，鏟鏟金」。苦苦經營後，又推倒重來，大有「蓮葉凝珠，不及東風一浪」之嘆。

三年前，**2002** 年回望炒股日子，付出實在太多：金錢、時間、心血，想優悠生活，卻反成金錢世界的奴隸。🤖

發達是不是那麼難呢？真是「貪字得個貧」？！也許，應該腳踏實地。

忽然想到，我的失敗不是太貪心，實是太愚蠢。

李嘉誠、畢菲特、索羅斯 比我貪心，但比我成功，問題不是貪不貪心，而是有沒有智慧，既然知道 自己無腦，就找些簡單東西來做，如做定期存款。忽然又想到，年越花甲的大姨媽，十多年前買了匯豐都發了達，發達是否需要大智慧呢？

問問大姨媽，她說：「把錢存入銀行，不如買銀行股，到時到候有息收，一年收四厘息，十年都收四十厘。十年後，股價不升，也不會跌到那裡。」頓時啞口無言，心裏想著：「露媚，你又唔早響?! 早 **D** 點醒你個妹都好呀！」

一直以來，只知她不問世情，不看財經新聞，不為股災發愁，真是一招「無招勝有招；無為勝有為」！

回想我在 **1988** 年，以十多萬元買了兩萬股匯豐，兩個月後，就因股價牛皮而沽貨換馬。假若持貨至 **2002** 年中,就是

15,000 股 x \$85 = \$1,275,000。

(匯豐曾四股合一股,其後又一拆三) 還未計算十四年來的股息。忽然發覺，日夕追求的東西，其實早已在手，只是自己輕輕放過。

過去失敗的太多，是改變時候。

決心向大姨媽學習，把以前的十八般本領（杜氏理論、波浪理論、牛熊一二三期、技術分析，移動平均線，強弱指數，陰陽燭等等）拋諸腦後，此等有如黃大仙香爐灰神荼的技術分析：喝幾劑就算人不死，也不會有什麼得著，如果覺得有效，都怕是自欺欺人，還是留給二流分析員用來跑江湖好了！（註一）。

2002年中到**2003**年三月尾，匯豐股價偏軟，我節衣縮食，多買些股票，很幸運，**2003**年四月開始，匯豐上升，同時我利用上升了的股價，加大了孖展。（我自**1988**年已開始用孖展，日後我會再提到）。一切很順利，到**2004**年，我已把以前輸丟的都賺回來。

到今日，我仍效法大姨媽，著重長遠利益，不看短期升跌，因此一直持有，並沒有沽出。**02/03**年到今，匯豐升了約**50%**，加上利用孖展，收益超過數倍，若是從前，上升了**10%**，我就會獲利回吐，若不是匯豐，沒可能買得那麼勇，持有得那麼久，最重要的是賺得那麼多。

雖然匯豐在**2005**年的表現不好，但我對匯豐還是很有信心，在不久的將來，股價還是會上升的，（匯豐是我的愛股，日後另文再論）

重點是：我學會選擇優質股票，作好準備長期持有，對短期升跌，處之泰然。

2002年，還有兩件事對我投資想法有很大的影響.....

註一：畢菲特批評技術分析：只會令你破產，而且可能不只一次。索羅斯批評：不可能在圖上畫幾條線，就可以知道股價升跌，兩者跟本沒有羅輯關係。

我已成為一條狗.....2

2002年，還有兩件事，對我的投資想法，有很大影響。

該年公司派我到中國內地工作，沒有歸期，沒有什麼補償或津貼，我向公司表示很不滿，但老闆以很不屑的口吻說：「公司既大門係無鎖既！」

此刻我知道，我已成為一條狗，主人把骨頭掉到那裏，我就要跑到那裏。

有一日，老闆把骨頭掉入海裏，我也將要跳入海中，更怕有一日，老闆把骨頭收起，要被掉入海中的，將會是這條老狗。

一個晴朗的早上，帶著被人「放逐」的心情及一本為人所熟悉的『富爸爸，窮爸爸』出發，開始了內地工作的日子。

工餘無聊，翻閱『富爸爸』，看到富爸爸對九歲的作者說：「為錢而工作，只要重覆〈上個月，作者在便利店工作〉五十年，就知道大多數人是如何渡過一生。」

雖然我餘下的時間，不會有五十年那麼長，但還是很足夠我受了，心中又想到：不知下次老闆把骨頭拋到哪裏去！？而我又將會在哪日，被掉入大海之中！？我已經不能再想下去，我必須努力找到「出路」，**Help Me ! Rich Dad!**

自由和安寧.....3

『富爸爸，窮爸爸』：「應該學會思考.....你將一生享受自由和安寧。」

靈光一閃，忽然醒覺自由和安寧，正是我最需要的東西。

我利用我那個並不發達的腦袋，仔細閱讀此書，檢討過去失敗經驗，得到的結論是：選取優質股票，並長期持有。

我初炒股票時(1987年)，恆生指數不到 3000 點，匯豐、恆生、中電、長江都大約只是十元或以下，它們到現在都有可觀的回報，理論上，很多人都應該發了達；但事實上，大部份人的投資成績卻不好。

長揸不放是不是真的 **sure win** 呢？如果高位買入「電訊仍 **Fall**」，就真是「大鑊長金」，如果買錯《兆峰陶瓷》、《歐亞農業》或近期的《泰興光學》，都唯有節哀順變。

一個真實個案，本人就因一隻《百富勤》而錄得六位數字的 **total loss** 〈六合彩無咁易中?!〉，如果在 97 時買入國企〈如：儀征〉或科網熱潮時的股票〈如：**E-Kong**〉等，都不知何日見家鄉。《註一》

《註一》：如果買中百富勤是頭獎，那麼我就中了六合彩的頭二三獎了，這些垃圾，我已經三年前沽清，集中到我的優質股票。

選股基本法.....4

畢菲特指出，買股票需解決兩個難題：**1. 買哪些股票？ 2. 在哪個價位買入？**

各地市場都有同樣情況：股票太多，但真正優質的不多，而且陷阱處處。

《兆峰陶瓷》的主席李兆峰曾獲青年工業家獎、《泰興光學》是基金愛股、《百富勤》是本地股壇精英的傑作，結果同遭清盤。

大家需要的是一些真正的優秀企業股票，那些令你最放心的股票。

世界充滿諷刺，我們慣稱一些不可靠的人物為「二五仔」，但在我的眼中，最可靠的股票，實為二號 —— 中華電力、五號 —— 匯豐控股，你不會因六四事件、亞洲金融風暴、或沙士而擔心這兩間公司倒閉，雖然盈利或會倒退，但只會是短暫的。因為它們都符合以下的基本條件：

1. 穩健可靠 —— 股票除牌，就返魂乏術。所以倒閉機會微的公司，就是你的最佳選擇。
2. 盈利可靠 —— 沒有盈利的公司，是不可能長久運作的，股價始於會下跌。
3. 股息派送 —— 能與股東分享的公司，才是股民喜愛的股票，才可保證你穩定的收入。
4. 穩定增長 —— 所指的是盈利和股息。穩定增長即複利增長。畢菲特：「複利是世界上第八大奇蹟」。匯豐由 **94** 年至 **2004** 年，股息的平均年增長率是 **16.8%**，股東的回報超過五倍。(資料見匯豐網站)

匯豐若未來十年，股東回報達五倍，或三倍，這樣在二十年裏，總回報就達至二十五或十五倍，利潤是非常巨大的。若同樣的事情再發生在匯豐或其他股票上，未來三十年，回報將是一百二十五倍，今日這番近似痴人說夢的話，就是半個世紀前，畢菲特曾經講過的。

畢菲特指出的第二難題，「在哪個價位買入？」一些優良的股票，如匯豐、新鴻基地產等。若在高位買入，也可能要幾年後才重回家鄉，心情也不好過。要避免高位、泡沫時入貨，就要衡量絕對投資回報，一個令你感到安全合理的價位，例如五厘或四厘的股息回報。

例如，當匯豐跌到提供 **4** 厘回報時，我就會買入，假若日後股價再跌至 **4.5** 厘時，我仍會再買，因將會有更高的股息回報，而下跌的風險更少。如果我感覺不好過，不是因股價上的損失，只是我無錢買又平又好的貨，我將用我的股息，不斷地、慢慢地去買。

找尋優質的股票，等候入貨的好時機，是需要思考和耐心，有一點難度，但最困難的是：長期持有。**2003** 年，沙士期間，我成功說服我的朋友、同事買入匯豐，但我不能說服他們長期持有，大部份人在九十元以下，已經沽貨離場或換馬。要做到長期持貨，還要克服心理上的障礙，糾正投資觀念上的誤解...

回應：

怕難貪快，人之性也！投資界的大師：畢菲特、比得林治或甚至大姨媽，亦有同樣本性，希望事半功倍，少勞多得，或甚一本萬利。要成功就要明白市場規則，

其中一項是：倍數效應，隨著時間，把利潤不斷放大，在巨大的收益之下，所要付出的心力、金錢和時間，都變得非常之微少。很多股民與投資界的大師，都一樣是怕難貪快，所不同的是他們除了「唔怕死」外，還有很多對市場的誤解。

二流分析員(1)5

林行止：「每次股市興旺，都吸引很多新股民，入市碰運氣...散戶投資者有點像剛孵化的『魚毛』，生存機會極之渺茫；魚類一次『產卵』，可能生出成千上萬條小魚，但能養成大魚的，少得不成比例。」

炒股多年，眼見身旁股民，大多黯然離場，或負傷頑抗，但能殺出一條血路，打出一片天的，畢竟為數甚少，經仔細思量，我發覺一般廣為人接受的觀念，都大有問題：

二流分析員

近年市場上充斥著一批二流分析員，在電台、報章或網站上，為股民指點迷津，排解疑難，但大家可有仔細想過，他們的所言所行：

1. 若他們真是「股海生神仙」，想他們必已發了達，現時必定在打「風流工」。若你懷疑他們是「兜踏」分析員，則不應輕易相信他們的意見。
2. 股災後，常聽到分析員說：「前景不明朗，投資者應小心」。事實上，前景一直都不明朗，無人可知明天將要發生什麼。許多投資者就因一句「前景不明朗」，而錯失入貨良機，又或沽貨減磅，變成高買低沽，做成真正虧損。
3. 他們又常說：「不要和股票談戀愛」。這句話有誤導成份，容易使人誤解，而草率行事，朝秦暮楚，早上《和黃》、下午《中移》。

到底「和股票談戀愛」有什麼問題呢？我不相信他們的話，我認為應與股票談「戀愛，結婚」。小股民應用小女人擇偶的心態〈選股的四個基本條件〉，去選取一個最適合自己、最安全可靠、最能給自己幸福的對象。婚後亦應留心對方有沒有改變，有沒有不符合最初擇偶條件的地方。若果是自己走了眼，選錯了對象，又或丈夫已變成另外的一個人，〈如：《香港電訊》變為《電訊仍 Fall》，小股民就應與〈他〉一刀兩段，離婚去也。〉

二流分析員(2)6

4. 「止蝕及止賺」的觀念，近年非常流行，很多股評人，在推介股票時，都必定補上一個「止蝕價」。經常聽到失意於股市的投資者，深責自己未能嚴守止蝕，所以投資失敗。

我非常反對止蝕的觀念，此實為二流分析員的遮醜布。因股價下跌而沽貨，實為非常不智的行為：

a) 股價下跌，即代表回報率提高，投資價值增加，此刻應入貨而非沽貨。如果畢菲特相信止蝕的觀念，世上就沒有股神了。

b) 止蝕並不是容易做到的。斬自己的手，來救自己條命，這是理性行為，不是人性行為，更非一般人可以做到的，能夠做到斬手救命的人，必定非常理性及有分析力的人，有分析力的人，當然不會賤賣資產〈更不會受二流分析員老點〉。想此刻，二流分析員必以〈電訊仍 Fall〉為例而攻之，此股一跌再跌，跌幅達九成半之多，若不早定下止蝕價，損失必定很大。大家可有想到一流分析員，絕不會建議購入，反過來，他一早就會建議沽空此股，如當年索羅斯沽空 Avon 一樣。

精明的投資者也有沽貨的一天，但原因就大相逕庭，絕不是因為執行「止蝕價」，原因是資金有更重要，或更有效益的投資渠道，又或股價已嚴重超越本身盈利所能支持的高價〈泡沫〉，又或是最初投資東西的本質已經改變，如《香港電訊》變成《電訊仍 fall》，由英國大東電報加張永霖變成〈李疾駛〉加〈怨添煩〉，由專營企業變成迅速開放市場中的參與者。

至於止賺的觀念，若果你不能接受止蝕的觀念，你會更覺此觀念之無稽。許多二流分析員提議為低價買入的股票，定下一個止賺位，當股價下跌，超過了這個價位，即沽出，鎖定回報。我反對是基於以下原因：

a) 跟股價下跌，回報率提高的道理一樣，實無沽貨的必要。

b) 股價已從高位回落，接著的股價是再下跌或是反彈回升，實無從稽考，不應貿然沽貨。

c) 可能有人提出，不早定下止賺位，遲早由賺變蝕，如 97 年的國企股，2000 年的科網股，能及早定下止賺位，就不會打回原型，但正如我早前所提到，它們從根本就不符合選股的四個基本條件，又未能解決畢菲特所言的買股兩大難題：買哪些股票及哪個價位買入，若你能做到選股四條件及解決兩大難題。你就買到隨著時間而增值的股票，止賺或止蝕的問題，已經不存在。當別人在擔心股市波動，對著「大利是」機拚命時，你大可置身〈心〉事外，享受財富給你的自由及安寧。

市場上，有的關於二流分析員的爭論，還有的很多，例如；投資組合、炒落後、買前景、風險管理等觀念，經過二流分析員的口中，可能令你……

投資組合(1)7

近期很多網站或報章舉辦投資比賽，比賽時間很短，多為一個月或三個月。

仔細想想，此種比賽實為誤導投資概念，鼓勵賭博。

不同的參賽者，有不同的取態，有的進取、有的保守。勝出者往往不是因為眼光獨到，只是因他有没有遇上好運，或遇上拉登(或其他不幸事件)，在這樣的情況下，有五十年炒股經驗的畢菲特，也會不敵一個一年級的大專學生。

投資是一生人的事情，不是十年八載，更不是 一兩 個月的事情，所能依靠的是：小心思考，謹慎操作，而絕不是你的運氣。投資比賽的主持人，必定要提醒參賽者及觀眾，此種比賽，實為一種運氣遊戲，與現實世界是有一段距離。

與此同時，很多網站或報章，亦出現了很多投資組合，但在索羅斯眼中，買多幾隻股票，並不同投資組合；投資組合是立體的，可能包括股票、備兌認股証、期權、期指和外匯等。97/98 年時，索羅斯衝擊港滙，期指及股票市場，就是一個明顯例子，當中還包含博奕論的應用（估計對手的反應而早作部署，再而連消帶打）。近日 TCI 追擊新世界(017)，亦可能包含索羅斯眼中的投資組合，又或 TCI 早估計老狐狸的反擊，而作了急流勇退的準備。對於對沖基金的操作方法，當中太多計算，賭博成份太高，並非投資者應仿效的。（美國著名的《長期資本》，就因計錯數而收咗工）

除了索羅斯所謂的投資組合，我們亦認識到一種包含多種股票的投資組合。提到投資組合，實不能不提富貴股評人陸叔(陳永陸)，陸叔在電台主持多個節目，又有報章及網站等專欄，年入以百萬計，對陸叔而言，講股一定發過炒股。

陸叔在 Yahoo 財經網站有一投資組合，於 19 幾個月內〈04 年 5 月至 05 年底〉，獲利超過一百萬〈54%〉，但這是不是真實情況呢？

投資組合(2)8

陸叔在 Yahoo 財經網有一投資組合，於 19 幾個月內〈04 年 5 月至 05 年底〉，獲利超過一百萬〈54%〉，但這是不是真實情況呢？

答案是否定的，因為以下的因素都不被包括：

- 交易費用沒有計算：

買賣越多，交易成本越大，同一筆款項，若一次交易成本是 0.36%(註一)，十次是 3.6%，一百次就是 36%，到底陸叔的投資組合，全期交易金額是多少呢？從這個數字，可以計算交易費用，但交易費用是每次即時從可投資資金中扣除，所

以獲利數字〈54%〉將被剔除的部份更多。

- 股息收益部份亦沒有計算：

陸叔於 04 年 5 月 21 日，以\$109.5 買入 800 股滙豐；

組合顯示年底價值： $800 \times \$124.5 = \$99,600$ 〈增值 13.7%〉

但真實情況是： $800 \times \$124.5 = \$99,600 + \text{已收股息 } \$5854 = \$105,454$ 〈增值 20.4%〉，有多於 6%的收益，是以真金白銀收取。(註二)

交易成本會減低收益，但另一方面，股息收入卻可提高回報，可惜短線而頻繁的交易，會錯失了不少收息的機會。希望陸叔可以加入以上兩個因素，重列投資組合，這樣我們就得到一個更真實的面貌。

	開始日	結 算 日	盈 利	增 長
	21-May-04	30-Dec-05		
恆 生 指 數	11,576	14,876	3,300	+29%
滙 豐 控 股	111.000	124.500	13.500	+12%
中 國 移 動	21.050	36.700	15.650	+74%
和 記 黃 埔	51.000	73.850	22.850	+49%
中 國 電 信	2.300	2.850	0.550	+24%
中 國 人 壽	4.225	6.850	2.625	+62%
中 國 石 油	3.525	6.350	2.825	+80%

長揸三大藍壽的平均回報是 45%，而三大國企是 55%，六隻股票的平均是 50%，而且沒有計算股息的收入。

到底有沒有需要買十隻、八隻股票那麼多呢 (05 年底，陸叔共持有 15 隻股票)？又有沒有需要不停地買賣呢？我極力反對買入太多種類的股票，及作太多短線交易，原因如下：

1. 消耗不少時間及心力，而所得又不能保證真的多了
2. 錯過收取股息的機會，股息是把紙上富貴變成真金白銀的良機
3. 高風險，不斷轉換股票，就像玩俄羅斯輪盤
4. 更多不同的股票，就是滙集更多不同風險 (註三)
5. 多則濫，要買入多種股票，就必須把選股的要求降低

與其用太多心力及時間於短線炒賣，不如小心思考，挑選優質股票，長期持有，免得因股市波動而致身心俱疲。

陸叔近月亦少作短線買賣，可想他也很懂得計算的，但有時為了迎合小股民的心

理需要，也要炒番兩手。

(註一) 以經紀佣金 0.25% + 印花稅及其他交易費用計

(註二) 還有約\$868 的股息將於 06 年 1 月 19 日派發，未被包括

(註三) 各行業也有本身的風險 (如電訊、國內民企)

〔駁電〕還是〔博慳〕？.....9

「二五仔靠得住」，我對二號《中電控股》及五號《滙豐控股》(註一)，素來都很有信心，但最近出現一則《中港電力》準備輸電到特區的新聞，惹人關注：

1. 電力市場會否由財閥割據的局面，變成全面開放呢？
2. 中電(02)及港燈(06)會否步《電訊仍 Fall》後塵，面對嚴峻挑戰呢？
3. 新競爭者是否有足能力挑戰兩電呢？會否〔駁電〕變〔博慳〕呢？

此新聞實在是疑點重重：

1. 新公司《中港電力》並無向特區政府申請向港輸電，就向外公佈。現時中港大型基建，須通過中港聯絡小組商議(註二)，中港電力似乎不單不尊重特區政府，同時也不尊重中國政府。
2. 在利潤保障制度下，利潤是與投入資本掛勾，若售電收入低於估計，投資者就會提高電費。因此有再多的新競爭者，也不會出現減電費的情況。
3. 對於競爭者的電費，如何釐定？實在是一個大問題，若與中電相同，新公司一定沒有競爭力，若低於中電，就出現三種電費，引起社會爭論，要求開放電網，消費者自由選擇，接著會是一連串令政府頭痛的問題。
4. 特區政府對於新公司於每年，或甚每月的輸電量，都須要仔細研究，又或是如何與兩電配合的工作，都不是一年半載可以磋商解決的。
5. 國內出口任何貨物須要國家批准，長期出口民生必須的電力到特區，更加須要得到國務院級審批，以《中港電力》的背境，要得一紙批文難度不大，但新公司不單挑戰兩電，更挑戰香港兩大財閥，不要忘記其中一位李 X 誠在國內也有很大影響力。
6. 新公司李小琳主席表示，今年 5 月廣東省電力供需會達至平衡，07 年會出現剩餘電力，我想國家批准出口電力的大前提，必定在電力充足下才放行，過去數年，國內缺油、缺水、缺電的情況嚴重，GDP 又以約 10%速度增長，日後油、

電需求更大，雖然過去數年大建電廠，推行電力及電網改革，還有西電東輸的項目不斷在進行，但到底電力的供求會出現怎樣的變化呢？李小琳的估計是否準確呢？因過去曾有嚴重缺電情況，無論如何，胡溫政府都不會貿然批准電力出口。

香港的電訊市場已於十數年間全面開放，電力市場亦應該引入競爭，可惜特區政府似乎沒有這樣的準備，而唯一挑戰者《中港電力》，又行事草率，似乎是「博傻」多過「駁電」，給人信心不大。能源事業是重要行業，但隨著全球化及中港的經濟融合，將面對更多挑戰，有心研究電力市場變化的投資者都應留心下列各項資料：

1. 外國開放電網、電力市場的經驗
2. 全球電費的價格及釐定
3. 國內電費的價格及釐定

我自己並沒有相關資料，但非常有興趣，希望各方好友可以提供一點資料。

對於二號仔《中電控股》，我始終相信它成為第二隻《電訊仍 Fall》的機會很微...

(註一) 我持有兩隻股票，滙豐及思捷，雖然現時沒有中電，但它仍是一隻我非常喜歡的股票

(註二) 正確名稱，不記得清楚 (唔查啦，請見諒)

回應:

問:國內電費國家話事，只要香港仍繼續有利潤保證計劃，就算 7%-11%回報，只要無風無浪國內電廠都覺吸引，起碼成本升都加到價！只不過果間新公司攞野 D，初步供电本港西北部非住宅用戶，本港西北部仲有幾多呢 D 客？

答:香港西北部非住宅用戶，即是《中電》期下的青山發電廠，真是不知道新公司是擺境還是贈興。

中電控股.....10

香港的電訊市場已全面開放，開放電力市場又有何難？！

假若兩電失去了利潤保證，會否步《電訊仍 Fall》後塵，股價狂跌呢？

最近才從高官口中知道，香港電力市場一直開放，只是兩電有一個比專營權更好十萬倍的利潤保證。這個利潤保證將會 08 年到期。

我相信兩電失去利潤保證的機會極微，因政府已發出電力市場第二階段諮詢文件，文件中並無改變現行遊戲規則的意途，只希望把兩電的保證利潤降低，此乃門面功夫，相信最後以微降保證利潤收場。

《中電》亦表示投資電力行業，需要高度資本密集及回本期長，因而需要一定的利潤保證去平衡風險，此乃公關說話，掩蓋中電的深厚利潤。(賺硬的生意，邊度搵到)

假若兩電真的失去利潤保證，又會否出現第二隻《電訊仍 Fall》？

《中電》所擁有的電廠及電網都是世界一流水平，利潤與投入資本掛勾，使《中電》勇於投資，保持競爭力，而《電仍》前身《香港電訊》的資本投入並不足保持競爭力(日後我將寫一篇《電訊仍 Fall》解釋)。《中電》除了在本港，亦有在其他地方如印度、台灣、澳洲及中國內地投資電廠，已有搶地盤，爭生意的經驗，而《電仍》相比即幼嫩得多。

《中電》的管理層非常出色，經常獲獎〔見中電網頁〕，在八、九十年代已大力推行自動化及外判工序，所以架構精簡，效率高及沒有冗員問題。反觀《電仍》前身《香港電訊》的大股東《英國大東電報》，早有撤出香港的心態，因而無心管理，除了資本投入不足外，內部冗員充斥，架構官僚。

假若有新公司利用國內優勢(若有的話)，《中電》亦可提供內地電源，現時《中電》在內地有不少電廠，包括核電、水力及煤電廠等。此點與《電仍》大大不同。

《中電》現時的用戶比《港燈》多，電費比港燈平宜，直覺上《港燈》搶錢，又或是《港燈》經營不善，這可能是原因，但也可能是經濟規模的原因 (Economies of scale)，如果是經濟規模的原因，市場上實不能容下第三者。

電力市場應用的科技水平比電訊業低很多，因科技革新而大幅降低行業的入場門檻的機會相當低，此乃《中電》比《電仍》優勝之處。

電力行業仍是高度資本密集，除了興建大型電廠及電網的一次性巨大支出外，還有採購燃料的成本都會因經濟規模而受惠，反觀電訊業由以前的資金密集，已過渡到科技密集，《電仍》的重要基礎設施折舊速度越來越快。

最重要是政府對於電力市場，並不鼓勵其他的競爭者出現：

電廠的選址非常重要，除了必須近海，方便水路運輸煤、油外，還要遠離民居，因為電廠是佔地大，非常污染及有危險的行業。香港找地建房已難，找地建電廠更難，此點又與電訊業大大不同。若從內地買電，又可能出現東江水情況，失去

對電價及用電量的主導權，以及資金外流，為了方便控制，港府會保留在港電廠。
(東江水問題已令特衰政府頭痛)

總括而言，《中電》無懼市場開放，絕不會成為第二隻《電訊仍 Fall》。假若真的開放市場，第一個受害的將是《香港電燈》，它實在不是「二號仔」的對手。

備註：此文實在是「外行人講行內語」，若有錯誤之處，請各方友好留言指正。

電訊仍 Fall.....11

《電訊盈科》又名《電訊仍 Fall》是很多股民恨之入骨的股票，原因是其走勢跟其名(仍 Fall)相同，長跌長有(得跌)，由出世的第一年就開始跌，跌足三年有餘：

2000 年初以高位\$142.5 計算至年底\$25.25，跌幅超越 80%

2001 年再跌，跌幅超過 50%

2002 年繼續跌，幅度超越 30%

2005 底，累積跌幅超越 95%

以科網股或電訊股而論，如此跌幅不足為奇，但以一隻公用股、大藍籌來看，《電訊仍 Fall》竟然錄得如此巨大的跌幅，實在令港人難以致信：

	2000 年	2001 年	2003 年	2005 年	
	最 高 位	911 事 件	沙 士	05 年 底	累 績 跌 幅
電 訊 仍 Fall	142.5	8.05	4.35	4.775	96.65%
和 記 黃 埔	147	50.25	41.1	73.85	49.76%
中 國 聯 通	22	7.15	3.8	6.3	71.36%
中 國 移 通	80	18.15	14.55	36.7	54.13%

以上四隻都是藍籌股，電訊類股份，同樣受到科網泡沫的影響，亦同在 2000 年創出股價新高(註一)，但觀其走勢及累積跌幅，《電訊仍 Fall》可謂「一枝獨秀」

要了解《電仍》大跌原因，應先從電仍的「出身」說起：

《電訊仍 Fall》前身《香港電訊》的大股東是英國《大東電報》，97 年以前英國《大東電報》曾極希望發展中國市場，但由於當時中英關係極差，電訊業又是內地極力培育的基建行業，因此《大東》碰壁而回。此時《大東》開始擔心它在香港的最大投資 ----《香港電訊》的前途：

1. 面對電訊市場開放，競爭者出現，必須投入大量金錢，更換及添置新設備

2. 97 年後，特區政府的政策，或會偏向華資，不利英商

基於上述憂慮，《大東》想撤出香港，因此要求《香港電訊》減少資本支出及開始裁員減薪，以最簡單、最快及短線的方法，把《香港電訊》的盈利提升，預備出售《香港電訊》，但由於叫價太高及市值太大，因而無人問津，事情一直拖延，97/98 年後，《大東》見到香港步入經濟衰退及電訊市場日益開放，決心把一直拖延的事情解決。第一個被《大東》鎖定的準買家為香港首富李 X 誠，李嘉 X 除了有錢外，還一心想成為電訊大亨，他在英國投資的《橙》已嚐到甜頭。為了得到一個好價錢及早日脫手，《大東》就聯絡了新加坡，接著就是一個「新加坡電訊收購香港電訊」的消息。這個消息，觸動了香港社會及中南海的神經，97 後國際社會有以下問題：

1. 一國兩制是否可以落實？
2. 香港是否可以保持自己的競爭力？
3. 香港在亞太區的地位會否被新加坡所取代？

經歷金融風暴後，港人信心大失，希望香港富豪能出手買入《香港電訊》，免資產外流，目光因而轉向首富李嘉誠。

李嘉誠亦為了此事，早作了一連串的準備：

1. 李嘉誠的二子『李疾駛』先買入一間空殼公司《得信佳》，再改名《盈科數碼動力》
2. 借助科網股熱潮，再加小超人效應，不斷把股價炒高
3. 99 年時以發展「數碼港」為名，先從特衰政府得到一幅近百億的土地
4. 2000 年《盈動》得中資銀行借貸的情況下，以一個「半推半就」的姿態出手最後小超人提出以《盈動》合併《香港電訊》成為一間新公司 ---《電訊盈科》，《香港電訊》的股東將得到新公司股票及現金，《大東》最終以高價把《香港電訊》出售，得到大筆現金及約 15% 的新公司股份。

《電仍》大跌的原因主要是「先天不足，後天失調」，與小超人『李疾駛』含著金鎖匙出世不同，《電仍》一出世就要代父還債（償還合併《香港電訊》時的借貸），再加上遇到「一世唔收」的黃維基(註二)，可以預知不會有快樂的童年(出生後的頭幾年)：總括而言，《電仍》大跌是有以下的原因：

- 1.科網泡沫炒高了《盈動》的股份，脫離本身價值
- 2.《香港電訊》早期投資不足，由於大東有心賣盤，自然不願投資
- 3.政府決心開放電訊市場，打破《電仍》的壟斷地位，
- 4.電訊科技發展很快，把入場的門檻大幅降底，競爭者不斷湧現
- 5.因此產品不能提價，市場份額又不斷被侵蝕
- 6.債務纏身，應付大額利息支出外，發展數碼港，又需要大筆資金
- 7.無能力派發股息，或回購股份，自然股價下跌

經歷了一輪大跌後，《電仍》股價開始穩定下來，主要原因是財務改善：債務不斷減少，公司亦出現盈利及派發股息，現時又是否一個人貨良機呢？答案是：言之尚早，就現時財務情況而言，不足以吸引保守的投資者，就前景而言，我對電訊業信心不大，政府的電訊政策以及電訊科技的發展或改變，都足以改變市場經營者的競爭能力。

雖然《電訊仍 Fall》股價大跌，但不是所有股東或投資者受損失...

註一：《中國聯通》在 2000 年 6 月上市，受科網熱的影響較小。

註二：王維基是城市電訊的老闆，他提供的服務大多針對《電訊仍 Fall》，如長途電話、固網電話及上網服務，《城市電訊》曾以「一世不收費」提供免費上網服務，爭取生意，可見電訊業的競爭激烈。

備註：《電訊盈科》股份曾五股合一股，文中所用的股價已經調整

財技滙演.....12

《電訊仍 Fall》股價大跌，不單令小股民損失，很多股票基金，保險基金及退休基亦同樣蒙受損失（很多基金經理都隨波逐流，包括我們的強積金經理！），在損失金錢之餘，我們應認識到《電訊仍 Fall》的出現及下跌，不是科網爆破那麼簡單，此實在是一場大 Show，財技大滙演，值得大家深思學習。

整件事件中，主要有三個得益者：

第一個是英國《大東電報》，它一心想把《香港電訊》出售，藉著金融風暴後，香港出現「恐坡症」，找來新加坡做「媒」托價，結果順利出售《香港電訊》，得到大筆現金及 15%新公司股票，隨後在市場沽清，光榮撤退。（除了英國人外，又有誰更了解中國人及新加坡人呢？）

第二個得益者是李嘉誠父子，李超人藉此向世人來一個財技表現，把科幻變成資產，李氏父子先炒高一隻空殼股票，再由中銀集團出面貸款 120 億美元，以新公司股票加現金合併《香港電訊》，再以《香港電訊》的錢還給銀行，不足的部份就以日後收入，慢慢償還。最終《盈科》會把所有債務還清，而李氏父子就把香港最大的電訊公司據為己有，電訊王國的夢想就在眼前。另方面，完成收購後，李嘉誠兩個兒子的發展方向，亦確定下來，老人家老懷安慰。

李嘉誠綽號超人，有超乎常人的能耐。可以充份利用投資氣氛，市場情緒，藉著超人神話再加上科網神話，結果令大批股民神咗(神經病了)。很多原本是《香港電訊》的股東及小股民都對小超人投以信任一票，加上《電仍》一跌再跌，吸引更多股民博反彈，結果...慘！！

第三個得益者就是一批「一流分析員」，他們注意到一隻股數多，流通量大的重磅藍籌股，此實為沽空專家的至愛，因不必擔心補貨問題，加上以下的因素，《電仍》非跌不可：

1. 《電仍》其中一個大股東英國《大東》，早有離心，對《電仍》的價值亦心中有數，所以出售手中股票，只會是時間問題；另一大股東『李疾駛』增持機會亦不大，他身邊的謀士如『怨添煩』等已紛紛沽售自己的《電仍》股份。
2. 反觀《電仍》本身有龐大的小股民基楚，有一些是《香港電訊》的舊股東，有些是博反彈或相信李氏父子有點石成金能力的小股民，可惜最初的幾年，電盈的業績都是「見光死」，無息派，習慣收取股息的舊股東，就算不沽貨離場也不會加大投資。
3. 《電仍》除了有前篇所講「先天不足，後天失調」的難題導致股價大跌外，99 年 11 月特區政府推出的《盈富基金》也助長了《電仍》的下跌。《盈富基金》內的股票組合與恆生指數的組合比例一致，恆生指數的制定是依據成份股的市值計算，市值越大，佔恆生指數的比例越高，當股價大幅下跌，市值減少，在恆指的比例就會縮少，由於《盈富基金》要追綜恆生指數，《盈富基金》就要隨著《電仍》下跌，市值減少而不斷減持《電仍》，做成惡性循環。

一流的分析員是不用天天對著「大利是」機拚命，只需要找出有投資價值的東西，或是沒有投資價值的東西，避開陷阱或進而善用機會。

在技術上來講，長揸一隻股票三年與長期沽空一隻股票三年是沒有分別，用孖展放大買入股票的倍數與放大沽空的倍數亦沒有兩樣，用獲利部份加大投資的方法亦同樣適用，可能是用一百萬元的本金，沽空電仍三年(不須要在最高位，在 2000 年中 80 或 90 元位置也非常好)，不斷利用獲利部份(每十元或二十元的跌幅)加大

投資，直至《電仍》轉虧為盈或有能力派發股息，才施施然平倉離場，利潤已是數十倍。

備註：《電訊盈科》股份曾五股合一股，文中所用的股價已經調整

人生、投資、股票(1).....13

上帝創造萬物，包括黃牛、馬騮、小狗及人類。

上帝對黃牛說：「你有四十年壽命，但一生勞碌，任勞任怨。」黃牛感覺太辛苦，要求上帝把四十歲的壽命減為二十年。

上帝創造馬騮，對它說：「你有四十年命，一生要東奔西跑，做戲逗人開心，馬騮抗議，要求把四十年減為二十年。」

上帝造小狗，要它跟從主人，食別人留下的食物，不得反抗，小狗不滿，要把四十年的壽命減為二十年。

最後上帝造人，要人好好享受，吃喝玩樂，一生無憂，有二十年壽命，人類非常開心，但覺時間太短，要求上帝把黃牛不要的二十年、馬騮不要的二十年及小狗放棄的二十年都撥歸自己所有。

結果人生最初的二十年很逍遙，就像你今天的孩子，茶來張手，飯來張口，接著的二十年，開始工作，就要時常做馬騮戲，討老闆歡心，跟著人到中年又是一條牛命，為求兩餐也得一日一日地捱下去，最後的二十年年老無用，像小狗被人遺棄或被子女送入老人院，別人給你吃什麼就吃什麼，沒要求、沒選擇。

這是一個笑話，但並不好笑。

人的生命中有甜、酸、苦、辣。只是有些人的人生特別苦澀、特別辛酸，雖然香港不是什麼貧困地區，但香港人的快樂指數非常低，眼見有些朋友為了金錢、為了生活，早出晚歸，廢寢忘餐，不單休息不足，甚至影響健康，時常聽到老人家慨嘆：「年輕時用健康換金錢，年老時用金錢換健康。」

我和大家都一樣，曾感到生活的艱難和壓迫，十多年來做過不少事情，想過不少問題，都是為求早日「脫貧」，逍遙生活。年青時，母親借我十多萬，讓我投資外幣，買了幾次，覺得上落太細，於是用來炒股票，不久就遇上 87 年的股災，88 年開始做孖展，第二年(89 年)就遇上北京學運，學生佔據天安門廣場，大家都非常關心局勢發展，何鴻燊在電視營幕上開出盤口，(買)一賠一百(若軍隊開槍)，表示事情一定會和平解決，最後北京發生了什麼，香港股市發生了什麼，

而我...都不用再提。這些只是一連串不幸事件的其中一二，其後工作上賺回來的血汗錢也因股票而損失不少...

2002 年與大姨媽的一番話後，令我有所頓悟；其後又看了數次『富爸爸，窮爸爸』，對於此書的感受是：

「吾昔有見於中，口未能言，今見此書，得吾心矣。」

書中提到的問題，我一直百思不得其解，此書不單替我整理思路，還令我了解到什麼是投資，此書還鼓勵讀者去多作參考，例如想想畢菲特、索羅斯會怎樣思考、對待同一件事情。今日我的言行雖然不是大部份人可以接受，但我真的感到我走的路越來越容易，越來越接近財務上的自由和安寧。

非常多謝大家觀看我的 Blog，在這裏已寫了十二篇，若果你仍有興趣看下去，實在非常難得，我所講所做的，不是大部份人(包括我的家人和朋友)可以接受，可以接受的人，又未必覺得我的方法可行...

人生、投資、股票(2).....14

非常多謝大家觀看我的 Blog，現時已寫了十多篇，若果你仍有興趣看下去，實在非常難得，我所講所做的，不是大部份人(包括家人和朋友)可以接受，可以接受的人，又未必認為可行，一來我還未成功，二來我的言行有點與眾不同(註一)，希望繼續寫一些我曾經歷或大家也有興趣的問題，留給有心人分享：

《滙豐》是一隻穩健可靠的股票，是一隻好股票。但什麼是好股票？怎樣好？過去的「好」又是否將來仍「好」呢？為何不買《建設銀行》或《交通銀行》呢？我希望寫一篇有關《滙豐銀行》的網誌，讓大家明白我的想法。

《滙豐》雖好，但入場費也要 5 萬多元，對年輕人來講並不容易，有沒有其他辦法呢？長期持有是不是比短線炒賣好？股市有上有落，為何不多賺波幅？假若長期持有，獲得可觀回報，但要鎖死一筆資金一、二十年，即使將來能發達，但又如何解決眼前急須用錢的難題？又有多少人可以有一筆多餘資金作一、二十年的投資？我相信這些難題是可以透過「孖展」解決。孖展(註二)一個像很危險的名字，但若能妙用，不單風險少，更可以讓你一邊投資，一邊享受財富，需要用四十年的工作也許只需十年時間就可以完成，孖展確是投資者的重要工具。日後再詳細討論。

除了《滙豐》，我持有《思捷》，《思捷》又有何特別之處？過去五年股價已翻了數倍，將來又會如何呢？

身邊有些朋友討厭炒賣股票，因為感覺太像賭博，今天腰纏萬貫，明天可能一貧如洗，上升了的股價，隨時又會跌下來，給人一種極不安全，極其虛幻的感覺，我們又如何在虛幻中找尋真實的財富、可以依靠的資產呢？

同大家講過一些市場上的謬誤，日後還想寫多一點，例如：炒落後、風險和危機、泡沫等，多一點認知未必能致富，但希望可以避開陷阱、風險。除了股票，還想跟大家討論窩輪(warrant)，除了二流分析員，亦想談談一流分析員如畢菲特、索羅斯等。

今日對股票以及對投資有了全新認識，但又是否真實可行？希望能與各方友好一同探索。

(註一)：與眾不同，不代表可以成功，但與眾相同，就很大機會得到大多數人得到的結果。

(註二)：孖展是按揭的一種，若沒有按揭，有多少人可以年輕時就置業安居呢？

滙豐控股(1).....15

自 2002 年起，我一直持有《滙豐》，亦極力推薦給家人及朋友。它以優良管理，成為一間真正的「超級銀行」(Mega Bank)，「超級銀行」的意思，就是有超越傳統銀行的能力，開創新的商業環境的銀行。(稍後再作解釋)

假若你去年買了《滙豐》，一定很失望，它的表現比恆生指數及一般的大藍籌差勁：

	04 年 底	05 年 底	增 長
恆 生 指 數	14230	14876	1.54%
滙 豐	133	124.5	-6.39%
中 國 移 動	26.35	36.7	44.77%
和 記	72.75	73.85	1.51%

假若你 03 年沙士期間買入《滙豐》，也可能不會太高興，因它的表現不特別出色：

	沙 士	05 年 底	增 長
恆 生 指 數	8331	14876	78.56%
滙 豐	79.5	124.5	56.60%
中 國 移 動	15.65	36.7	134.50%
和 記	41.1	73.85	79.68%

但《滙豐》的支持者仍然眾多，要解釋《滙豐》吸引之處，他們也可能感到有點困難，我們先從「選股四個基本條件」(註一)看《滙豐》：

1. 穩健可靠：《滙豐》面對超過 **330** 個監管機構，包括五個證券交易所及各地銀行監管組織，《滙豐》無單一大股東，管理層專業而獨立，不會出現父業子承的世襲情況。只維護大股東利益、做假賬、倒閉的機會甚微。
2. 盈利可靠：《滙豐》業務穩定，不單多元化、全球化、而其客戶又比較優質，加上《滙豐》作風保守，採用大幅呆壞賬撥備的手法令人側目，盈利中無泡沫成份。
3. 股息派送：《滙豐》非常樂意與股東分享，**04** 年起派發季度股息，幫助股東資金流轉，此舉以股東利益出發，對本身無大利益。
4. 穩定增長：所指是盈利及股息，從下表可見《滙豐》表現出色。

1994 年 12 月 ~ 2004 年 12 月	年平均增長率 (CAGR)
營 業 收 入	15.80%
營 業 溢 利	18.10%
每 股 收 益 (EPS)	11.80%
每 股 股 息	16.80%
總 股 東 股 回 報 (TSR)	19.30%
總 股 東 股 回 報 (TSR), 基數為 100 (95 年 1 月 2 日)	
總 股 東 股 回 報 (TSR), 是 586 (04 年 12 月 31 日)	

總股東回報(TSR)，是《滙豐》推出的參考數值，用以量度股東每次以股息再投資，可得到的總回報，如投資者 **95** 年 **1** 月 **2** 日以 **100** 萬元買入《滙豐》，其後每次再以派發股息再購入《滙豐》，到 **04** 年 **12** 月 **31** 日，手上持有《滙豐》股票的總價值就是 **586** 萬。

我們換一個角度以十年時間來看...

(註一)：請看 **05** 年 **12** 月 **20** 日網誌「選股基本法」。

回應：

問:看你的文章已一段時間，肯將自己所學與人分享的人真的不多，我獲益不少，真心想說謝謝！我剛對**(330)**做了小小研究，它從**99**年到現在的各項財務比率都很棒，股價升幅亦很驚人，但刑先生將不再是思捷的總裁，而且有某些比率有小小下降迹象，例如：每股盈餘成長率，**5**年平均是**42%**，今年(只得)**15%** (雖然我

覺得**15%**已很不錯)，營業額成長率，**5**年平均是**23.7%**，今年(只得)**13%**，資本回報率，**5**年平均**43%**，今年(只得)**29%**。請問你對它的前景有何看法？還會繼續增加持股嗎？

答：很高興聽到股民願意看年報，做比較，思考問題。我剛收到《思捷》年報，正在閱讀，稍後再寫一點有關《思捷》的。大致來說，剛過去的《思捷》中期及末期業績是相近，約為**15%**盈利增長，但股價反應卻有天淵之別，關鍵是手上現金的大幅增長(**43%**)，對於一間無負債，又有大量投資進行(歐洲及北美市場)的企業來說，實在驚人。我將集中增持《滙豐》，特殊情況下才會考慮《思捷》。但現時股價已接近合理水平，增持機會不太多。

滙豐控股(2).....16

滙豐是否一隻好股票，我們換一個角度以十年時間來看，再和兩隻主要大藍籌比較(註一)，《滙豐》表現仍可謂一枝獨秀：

	1995 年 底	2005 年 底	增 長
恆 生 指 數	10073	14876	47.69%
滙 豐	39	124.5	219.23%
和 記	47.1	73.85	56.79%
新 鴻 基 地 產	63.25	75.5	19.37%

再換一個角度，時常聽別人說，買《滙豐》「只有買貴，無買錯」，如果過去在最高位買入又會如何呢？

	歷 史 高 位	時 間	05 年 底	增 長
恆 生 指 數	18,397	2000 年 3 月	14,876	-19.14%
滙 豐	136.50	04 年 11 月	124.50	-8.79%
中 國 移 動	80.00	2000 年 3 月	36.70	-54.13%
和 記	147.00	2000 年 3 月	73.85	-49.76%
新 鴻 基 地 產	109.50	97 年 8 月	75.50	-31.05%
東 亞 銀 行	33.30	97 年 7 月	23.45	-29.58%

以上表來看，《滙豐》比它的最高位只差約**9%**，若包括其間股息**\$5.36**，真實的虧損不到**5%**，反觀其他股份與最高位相差的距離仍非常大，即使計入股息亦無法彌補。還有一點，現在距離《滙豐》所做高位時間只相差**14**個月，《和記》及《中國移動》與高位時間已接近六年而《新鴻基地產》及《東亞銀行》則超過八年半，還未到家鄉。

2005年《滙豐》的股價表現不好，是一隻落後的股份(註二)，所指是股價與業績相比，《滙豐》的每股盈利及股息都有增長，但股價不升反跌，以股價推算的股東回報(TSR) 亦不理想，**2006**年**3**月**6**日將公佈全年業績，股東們必有期望：

1. 去年 8 月 2 日龐約翰預告進取 (progressive) 派息政策，將會是什麼？
2. 04 年的股息增長率是 10%，但派息比率由 71%下降至 61%，05 年會否回升？
3. 05 年是滙豐成立 140 週年，會否有慶祝活動？
4. TSR 的落後表現，對管理層有沒有壓力？
5. 新舊主席交替，今年股價又會如何反應？

以上都是未知之數，假若 05 度的年業績未如理想，我仍會繼續持有滙豐，因我相信經過十多年的併購，《滙豐》最光輝的日子還未出現...

(註一)：沒有包括股息，若包括股息收益，相信滙豐的表現更出色。沒有計及中國移動，因其未上市。

(註二)：很多人包括二流分析員，都誤會了「落後」的意思，「落後」是不可以與大市或其他股份相比，如果有這種想法，你就會很容易買入像《電訊仍 **Fall**》的股票。

回應：

問：鄧兄，滙豐已是全球第二大銀行，還有高增長期嗎？她的經營和管理無可置疑，但論到市場發展空間，仍像以往那麼廣闊？

答：《花旗集團》曾指出：「金融市場是高度分散，由許多公司分享，行內很多世界排名第一的銀行僅佔很少的市場份額，相對於國際機會，大銀行仍是相當渺小。」另一角度，銀行業已由春秋時代進入戰國時代，將被淘汰的小型銀行越來越多，得益將會是一些大型銀行，如《滙豐》及《花旗》，就像過去超級市場與小型雜貨店的發展過程。

問：以你的高見，以滙豐現價\$138 來講，還買得過嗎？謝謝！

答：過去一年《滙豐》派息\$5.7384，以\$138 計算，息率為 4.158%。若股息每年以 10%增長，未來五年共得股息\$38.5；若股息收益率不變，五年後股價約為\$222。投資者必須估計以上的可能性有多大，與及是否滿意這樣的回報，一旦市況反復，《滙豐》也會下跌，是否投資者可以承受，是否願意趁低增持，對《滙豐》復原能力有多大信心。資金不買《滙豐》，可以買其他股票如《和記》、《中國人壽》，你可以想想五年後它們會怎樣，一旦遇上股災，各隻股份的表現如何？單以股價計算，很多股份未來的表現會比《滙豐》好，你是否可以挑選到或可賺盡升幅呢？《滙豐》令很多人發了達，就是因其穩定盈利及派息政策，令很多人放心長揸，賺盡升幅。

超級銀行.....17

《滙豐》的成功可說是銀行業的一個傳奇，由一間城市銀行變成一間國際性的大銀行，擠身於世界五強之內，市值曾直迫《花旗集團》，令同業羨慕不已。

《滙豐》是國際性大銀行，但銀行業並不是如大眾想像般國際化的行業，它是一個非常本土化的行業，過去美國境內的銀行業務，有超過 **90%**由美資銀行經營，同樣情況發生在歐洲，日本、印度、中國、香港等地，外資的參與度非常低。但這情況已因《滙豐》而逐漸改變。

很多所謂國際性銀行，在海外有分枝機構，或零售網絡，或參與跨國的銀團貸款，但能有過半數的資產、員工及盈利來自海外市場的真是寥寥可數。銀行業是每個政府都非常關心的行業，如中國和印度政府對外資都有限制。很多政府亦限制本國銀行向外擴張，因其在外地出事可能引致本國金融不穩。

《滙豐》能順利拓展海外，因為：

1. 在香港累積雄厚資本。
2. 香港發展飽和，再有八、九十年代中資機構及《中銀集團》的挑戰。
3. 89 年六四後，企業外逃以避政治風險(註一)。
4. 90 年代歐美經濟衰退，再有金融風暴(墨西哥、南美及東南亞)，加上自由經濟風氣的鼓動，各國開放本土金融市場。

《滙豐》的盈利約平均來自歐亞美三洲(註二)，同時是香港、英國、墨西哥及土耳其的最大金融機構，再加上北美、南美、法國、中東、南亞及中國的巨大投資，使《滙豐》成為一間真正的「超級銀行」(**Mega Bank**)，除了傳統業務外，同時擁有新的營商環境及客戶群：

1. 外匯業務--全球外匯買賣以天文數字進行，只有跨國大銀行在世界各地，如美國、歐洲及香港，擁有大量存款(各種主要貨幣)，才可以以低成本進佔這個市場。
2. 新客戶群--跨國企業，如《蜆殼石油》、《雀巢公司》、《IBM》、《西門子》、《Sony》等...只會與本國最大的及國際性的大銀行做交易，因其實力雄厚，網絡宏大。跨國企業需要調配大量滙款，處理大量商業交易，及員工的工資、退休金；另方面，它們的龐大僱員又將是銀行的信用咭、樓宇按揭等業務的重要客戶群。

以上業務空間大，競爭少而且利潤穩定。但《滙豐》的業績中並無強調以上收入，反過來《滙豐》利用傳統入賬形式及巨額壞賬撥備及大幅投資的方法，隱藏大量盈利，一來可保持長遠競爭力，二來可以發揮海綿作用，調節及穩定盈利增長，所以近年《滙豐》股價經歷了 97 年及 2000 年的泡沫期也能保持平穩上升。

《滙豐》過去及將來的發展是很清晰，九十年代前在香港累積雄厚資本，其後不斷向外擴張，走上「超級銀行」之路。今後主要將是兩個方向：

1. 業務的自然增長(**Organic Growth**)，不急於大形收購。
2. 選擇性收購，已預留 10%資本作收購之用，主要針對中國、印度及新興地區。

龐約翰是出色銀行家，完成上任主席浦偉士留下的工作，專心建造 **World's local bank** 的基礎：

1. 完成併購：要快速壯大，必須進行併購，龐約翰表現出色，不單能配合集團的整體發展，亦能捕捉最佳時機，如利用 94 年墨西哥及南美金融風暴，大舉投資當地，03 年在美國經濟復甦前併購 **Household International**，04 年底收購兩成交通銀行權益，亦是一個最好時機，隨後出售的國有銀行，叫價越來越高。
2. 本土化業務：《滙豐》業務不限於小規模的代辦處、細小的銀行網絡或銀團貸款，《滙豐》融入當地，全力發展當地的零售業務，侵佔當地存款市場，為國際銀行的基礎做好準備。
3. 建立品牌：92 年合併英國《米特蘭》成為 **HongkongBank**，曾引起英國民間不安，九十年代後期，《滙豐》以 **HSBC** 為統一品牌，建立國際銀行形象。

《滙豐》有優良傳統，長遠策略，龐約翰已完成他的工作(**World's local bank 的 platform**)，新主席葛霖也明白他的責任(**Manage the Platform for Growth**)。很多其他銀行視為挑戰(註三)的事情對葛霖及《滙豐》是並無難度。

很多二流分析員認為《滙豐》增長的時代已過去。但他們不明白《滙豐》的獨特性，它是「超級銀行」，用一些傳統方法(如 P/E, Price /book value, ROE)去衡量《滙豐》的投資價值是不足夠，它不單擁有經濟規模(economy of scale)，還有真正的國際化優勢。

《滙豐》成功的傳奇將繼續下去，過去十多年的併購，使市值暴漲，盈利倍增，但最風光的日子還未出現。

(註一)：89年六四後，很多大公司遷冊海外，大量投資外地，香港政府已無力阻止資金外逃，最觸目為《怡和》取消香港上市，改投新加坡市場。

(註二)：有些可稱得上國際化的銀行，又未能平均佔據主要市場，如《花旗》有約 60% 盈利來自北美自由貿易區，歐洲盈利卻不到 10%，而《渣打》來自歐洲及美國的盈利合總不到 12%

(註三)：傳統銀行的挑戰：資本化、專業化、電子化及全球化，資本化的具體例子有：「巴塞爾資本協定」、取消「利率協議」及將推行的「存款保險制」，簡單一點，以上「四化」都是資本和管理的問題。

《滙豐》可能需要更小心處理其他問題：

1. 《滙豐》曾挑戰《花旗》的位置，而美國又是最重要的金融市場，若不能立足於美國，實無法成為「超級銀行」，近年流傳美國政府，為了保護國家及大企業利益，採用「不常規手段」(**Economic Hit Man**)打擊對手。雖然是坊間傳聞，但《滙豐》在美國亦應特別小心。現時《滙豐》有三分一盈利來自北美自由貿易區，同時有大量美籍股東及客戶，《滙豐》出事或會影響美國。把自己的利益與對手綑綁一起，也不失為一個好辦法。

2. NGO (非政府組織) 如：《WWF》，《無國界醫生》，《綠色和平》及其他工會等...這些組織雖非商業主導，但對一個跨國集團的影響力越來越大，《滙豐》非常尊重他們，亦不斷強調及履行企業對社會的責任。

3. 政治包攬：92年《滙豐》以 **HongKongBank** 之名合併《米特蘭》，引起英國民間不安。其後以《HSBC》為統一品牌，建立 **world's local bank** 形像，但似乎並不太成功，03年11月土耳其的英國大使館與當地《滙豐》同時遇襲，相信《滙豐》還要加把勁，擺脫港資或英資形像。

淘汰賽.....18

《滙豐》已是一間超級銀行，但是否仍有發展空間、仍有優勢呢？我是否迷信於「大」？恐龍曾是地球霸王，就是因為體積龐大，消耗太多而未能適應環境，結果絕跡世上。

綜合各種因素而觀之，《滙豐》與恐龍不可相題並論，《滙豐》之謂「大」，並沒有構成發展阻礙，《花旗集團》指出：「金融市場是高度分散，由許多公司分享，行內很多世界排名第一的業務僅佔很少的市場份額，相對於國際機會，大型銀行仍是相當渺小。」

另一角度，銀行業已由春秋時代進入戰國時代，業內銀行數目眾多，競爭激烈，將被淘汰的小型銀行越來越多，得益將會是一些大型銀行，金融業將經歷過去超級市場與雜貨店的發展模式。

1990 年美國有銀行 **15,400** 多間，**15** 年後 **2005** 年只剩下 **9,000** 多間，減幅達 **40%**，同樣的情況正在全球繼續發展。

銀行業的發展跟電訊業恰巧相反，前者由開放走向壟斷，後者由壟斷走向開放。各地銀行數目實在太多，特別是已高度發展的地區，如美國有 **9,000** 多間銀行，有很多是小型及非全國性的銀行，銀行業出現激戰，強者淘汰弱者在所難免。

激戰中大型銀行是有壓倒性優勢：

1. 成本優勢：大銀行除了有雄厚資本，資金成本低外，銀行業走向電子化、專業化及全球化亦令成本上升，小型銀行因客戶數目不及大型銀行，不易分攤成本，結果經營越來越困難。
2. 政治優勢：社會上不斷要求加強監金融業，保障小存戶利益。政府亦明白銀行業的不穩，最易引起社會動盪，因此銀行業除了要提供大量賬目資料給監管機構外，亦必須符合不斷提高的資本要求和存戶保險制度。銀行業的入場門檻不斷提高。
3. 市場優勢：大型銀行有商譽、有資本和專業隊伍，對經營銀團貸款、跨國業務、大規模外匯交易等可謂輕而易舉，但小型銀行則只可望門輕嘆。
4. 管理優勢：大型銀行有專業管理人員，滙豐的龐約翰及葛霖奮鬥超過三十年才可登上主席之位，反觀小型銀行，家族色彩濃厚，大股東出任銀行高層情況比比皆是(註一)，當競爭日益激烈的時候，含著金鎖匙出生的富家子弟是否有能力管治公司，應付金融危機呢？真是令人擔心！

恐龍因未能適應環境急變而亡，但小型銀行亦不因規模細小而變得適應力強，它們不單沒有經濟規模，沒有以上的四種優勢，而且極不靈活，大型銀行紛紛把後勤基地由高成本地區如英國、法國、香港等地遷往低成本地區如中國、印度等地。

現時大型銀行努力開拓「超級銀行」的業務，及一些非利息收入，例如證券買賣、保險等，傳統業務只需維持增長已足夠，當市場環境不理想時，大型銀行就會發動減價戰，就如電訊供應商的割喉式價格戰一樣，到時實力薄弱的小型銀將被大量淘汰。

投資就是把資金放到適當的市場、適當的公司上，「超級銀行」豪無疑問就是適當的行業、適當的公司，它有很大的發展空間，前景秀麗。

(註一)：《東亞銀行》有李姓主持人，《大新》有姓王的、《永隆》姓伍、《永亨》姓馮，全是家族生意。

國企銀行.....19

近年國內行業來港上市絕少單獨行事，經常都是一窩蜂，去年已有《交通銀行》及《建設銀行》，相信今年內《中國銀行》及《工商銀行》亦會趕及上市。

中國經濟高速發展，銀行業自然商機無限，國企銀行來港掛牌必成市場焦點，很多投資者亦抱有極大期望，希望能找到第二隻《滙豐》。

對國內銀行沒有多大留意，印象中只有四個字：「千瘡百孔」，國企銀行曾有大量不良貸款及職員舞弊的個案。這些已好像是過去的事情，中國政府做了大量工作：注資、換領導、引入外資，才可把國企銀行整頓上市。

國企銀行最終會成功，成為現代化銀行，大部份時間錄得盈利，但它們跟《滙豐》相比，相差太遠，所指的不是資產規模或市值，而是管治水平及盈利架構，《滙豐》令我安心，中資銀行則令我非常擔心：

1. 很多人用：**P/E, Price/book value** 或 **ROE** 來比較同行業的公司，選出優質股票；如果世界一流的企業與國企有著相同的指標，投資者應作出如何選擇呢？很明顯選擇國企必須加上管理及市場溢價。國內銀行高層都是幹部出身，不是金融業的專才。
2. 中國市場很大、發展很快，跟據 **WTO**，銀行業明年又要加大開放範圍，而上市的國有銀行剛完股份改造，引入外資股東，對於經營上有多少幫助，還是未有數據可證。
3. 很多市場都經歷過金融風暴(墨西哥、南美、東南亞)，很多成熟市場如美國、日本和香港都曾因地產泡沫或科網熱而影響金融體系。中國市場將會如何發展，會否再有宏觀調控？

我不是否定國企銀行的投資價值。對我而言，我只需要一隻真正好、有長遠上升潛質的股票已足夠。《滙豐》是我的重要投資，現時還沒有改變的需要。

交通銀行.....20

對世界經濟來說，中國市場越來越重要，人民幣被要求自由浮動，中國的金融業務已成國際銀行家必爭之地，《滙豐》已入股《交通銀行》，但情況有別於其他國企銀行入股個案：

1. 《交銀》是國內第五大銀行股，有超過 **2000** 多間分行，與其他過萬分行的國企銀行，有很大的距離。《滙豐》特別垂青，可能《交銀》的規模及分行網正合《滙豐》需要。
2. 《交銀》的分行不多也不少，但足夠覆蓋國內主要城市及重要鄉鎮，隨著銀行服務的電子化，單一分行的覆蓋面及服務客戶人數已大幅提升，太大的分行網反成負擔，香港的大銀行已不斷減少分行數目。
3. 《滙豐》希望獨佔《交銀》的心態非常明顯，持有 **19.99%**的股份，是單一外資持股上限，《滙豐》一再表示若政策放行，將會再增持。
4. 《滙豐》除了派員加入《交銀》董事會外，亦派多名要員參與《交銀》的業務運作，現在交銀的副行長就是《滙豐》要員。
5. 《滙豐》有豐富管理不同文化的外地銀行經驗，如阿根廷、土耳其、墨西哥等，相信處理《交銀》，並不會是什麼大考驗。
6. 《建設銀行》的主要外資股東有《美國銀行》(**Bank of America**)及新加坡的《淡馬錫》，兩位股東承諾協助《建行》改善管理，但他們會否如同《中石油》、《中石化》的外資股東(英國石油、蜆殼石油)，當股價大幅獲利就會「功成身退」呢？

《滙豐》有優良管理文化，長遠策略，得《滙豐》之助，《交銀》能脫穎而出，交出好成績的機會比同業高。

但以「選股的四個基本條件」來看，《交銀》還未能做到穩定的盈利及股息增長。將來的《交銀》或會很好，但現在的《交銀》始終不是我要的東西。

大茶飯.....21

中國人話：「有錢使得鬼推磨」。鬼妹又話：「No Money, No Honey！」
以上兩句傳神說話仍不足道盡港人「無錢無命」，「怕窮多過怕死」的心態。

小股民、打工仔如何才能「脫貧」，打出一片天呢？

如果你已經炒股致富，家有餘財，兩餐無憂，閒時打牌耍樂，你已經天生一條富貴命，實無必要再看下去，但假若閣下炒股多年而未有所得，又急於脫離營營役役的打工仔生涯，或正為將來退休費用綢繆之際，我有一極力推介----《滙豐控股》。

長期持有《滙豐》

《滙豐》派發的股息，每年約有 15% 的增長率，以 15% 計算，即五年翻一翻，若股票的股息收益率不變，股息翻一翻，股價亦應翻一翻。

這樣計算，今天投資 100 萬，五年後就有 200 萬，十年後就是 400 萬，十五年後是 800 萬，二十年後是 1600 萬。20 年後連本帶利共得回報 20.46 倍。

一連串的問題出現

1. 《滙豐》的股息年增長率，是否可以達到 15%？

過去 10 年是 16.8% (見《滙豐》網頁)，但過去是否等同將來呢？基於銀行業的發展及《滙豐》的位置，我是絕對相信的。〈詳情見《超級銀行》篇〉

2. 若《滙豐》的派息增長率不達目標，結果又會如何呢？

《滙豐》的股息年均增長率有關鍵性作用，以 100 萬投資 20 年計算，不同的增長率會出現很大的回報差異：

年均增長率	20 年投資回報	股息(每年股值 x4%)	總回報 (倍)
15%	16,366,537	4,097,743	20.46
10%	6,727,500	2,291,000	9.02
5%	2,653,298	1,322,638	3.98
0%	1,000,000	800,000	1.80

以上是用 100 萬元為基數，股息的再投資是沒有計算在內。假若年增長率是 0% 或《滙豐》停止派發股息，回報將是零或有虧損，豪無疑問，這個投資是有風險，只是風險的高與低。當然，若《滙豐》倒閉，損失將是 100% 的本金。

3. 是否股息翻一翻，股價就翻一翻呢？

理論上是對的，但實際上一隻股票包括《滙豐》，不會永遠提供同一個股息收益率，有時會高一些如 4.5 厘，有時會低一些如 3.5 厘，這是由於市場氣氛〈牛市或熊市〉所以越能在低位買入，就越能達到或超越目標。

4. 一個小股民，何來一百萬呢？而且投資期長達二十，三十年，如何解決期間急需用錢的難題呢？

5. 小股民本錢少，起走遲，雖然可能得到多倍的回報，但實際到手的錢可能並不够養老呢？

倍數效應

還未討論第四及第五點前，大家應明白投資是一種「倍數效應」的遊戲，讓你的投資隨著時間而把收益不斷放大，投資者的工作就是找到優質股票，長期持有，等待「倍數效應」隨時間而發揮威力。

很多人都不明白「倍數效應」，即使買了很好的股票，亦只會持有一段短時間，身邊好友 A 君，綽號股壇 Titanic (經常搭沉船)，會買十、八隻股票，等它們慢慢上升，那隻升了 10%，就把它賣掉換馬，其他的則繼續持有。我常常取笑他，像養了十個仔，那個最好、最考順、最幫家，就把他趕出家門，留下一屋不肖子孫，頂心頂肺。

股壇 Titanic 曾在低位買了些很優質的股票，例如：《滙豐》100 元以下、《思捷》40 元以下、《中國石油》4 元以下、《港交所》20 元以下等，賺取了 10%、20% 已非常高興。每次獲利後又希望股價跌回從前的價位，可惜大多是「事與願違」！

外國有一個著名實驗：糖果與小孩

一群兩歲至四歲的小孩子，被安排單獨一個兒與他最喜歡吃的一粒糖果相處十分鐘，如果他能夠做到：不吃糖果，直至工作人員回來，小孩將獲獎多一粒，共得兩粒糖果。

實驗結果：年長一點的小朋友做到，但大部份兩歲的小朋友都失敗了，因為他們沒有時間觀念，更不明白「倍數效應」，只知道要把眼前的利益放入肚子裏，吃完糖果後，他們又會期望第二輪的糖果實驗。

投資者應明白：

1. 投資不是一年半載的事情，往往是一生人的事情。
2. 投資過程中，時間是很有用，有用就是因為「倍數效應」的原因，每年以 15% 速度增長，最初幾年的回報也不會太大，隨著時間推移，「倍數效應」的威力不可低估，所以越早起步，回報越大。
3. 股民常慨嘆：「賺粒糖、輸間廠」。我相信只有能善用「倍數效應」才可以「輸粒糖、賺間廠」。
4. 選取優質股，長期持有，接著就是找節目打發時間，與股壇 Titanic 蹣跚股票行，經常為止賺、止蝕的問題傷腦根相比，長期持有的方法就輕鬆得多。
5. 大家可能已明白「倍數效應」的重要，但看到糖果實驗中的小孩子，等候一段「長時間」才嘗到倍數的成果，在現實生活中未免有點為難...

今日我提出了不少問題，答案都牽連到孖展，孖展一詞對很多人來說猶如洪水猛獸，我亦為了真實地認識孖展，費盡不少心思...

孖展妙用(1).....22

前文標題「大茶飯」引起了一些注目，但 20 年才得回報 20.46 倍，似乎名不符實，小股民可能大失所望。

20.46 倍是最簡單的情況下得到，若加上股息的再投資，利用孖展放大投資倍數，以及不斷利用獲利部份加大投資額，總回報必能超越百倍，前文提到的第四及五點問題就可以迎刃而解。(註一)

前文提及投資「一百萬」只是一個假設數字，如果小股民可以用 10、8 萬，於 20、30 年間獲得數百萬的股票資產，加上投資過程中不斷提取現金消費，不失為一個既輕鬆又安全的投資過程。

請看以下例子，以 10 萬元買入 2,400 股《滙豐》：

時 間	市 價	股 數	市 值	提 款	負 債	按揭比率
03 年初 (A)	\$85	2,400	\$204,000	\$0	\$104,000	51%
06 年初 (B)	\$128	2,400	\$307,200	\$0	\$104,000	34%
06 年初 (C)	\$128	2,400	\$307,200	\$52,224	\$156,224	51%

(A) 03 年初用 10 萬元買入 2,400 股滙豐，共需\$204,000(按揭\$104,000=51%)

(B) 06 年初股價上升，市值變成\$307,200(按揭 104,000=34%)，三年間，按揭銀碼仍舊是\$104,000，但因股值上升，按揭的比率由 51%下降到 34%。

(C)若從股票賬戶提取\$52,224，按揭比率回覆從前的 51%，雖然負債的金額多了，但負債對資產的比率是一樣。

投資的本金是 10 萬元，三年後已可以提取\$52,000 多元，並沒有影響擁有的資產：2,400 股《滙豐》，它可以繼續增值，帶來財富，使你走向財務自由之路；實際上此時你已有多個選擇(利用\$52,000 多元)：

1. 歐洲豪華假期或 LV 手袋
2. 把錢保留，令按揭保持低水平，避免股市波動而影響孖展額

3. 買入更多股票，壯大資產

當然可以同時擁有以上三個選擇，只是各選擇的比重不同。若《滙豐》繼續增長，將會有更多選擇：可以消費，可以加大投資，在漫長的投資過程中，去等候及捕捉影響一生的投資機會。

(註一)：回報五年翻一翻，是因股票的自然增長，時間產生倍數效應威力，若再加上孖展的槓桿倍數作用(一般股票行為《滙豐》提供 50%~80%的按揭，即放大本金 2~5 倍)，每五年的回報就會翻動數倍。

孖展妙用(2).....23

孖展有很多用處，有時像樓宇按揭，幫助我們早日達成目標。

一個真實個案：02 年時，我感到《滙豐》股價便宜，想買 2 萬股(\$85x20,000 股=\$1,700,000)，但手上只有十多萬，於是用孖展方式先買入 6,800 股，按揭比率約為 75%，是該股票行訂下的最大額度，隨後每月我儘量把部份工資存入股票戶口內，減低負債水平亦即按揭比例，接著的日子，我繼續用工資、股息的收入及上升了的股價，不斷買入更多《滙豐》，(現時我已把目標由最初的二萬上升至十萬股，對我來說，目標遠大，但我信還是可行)，現時我等候買入更多《滙豐》的機會，又同時保持孖展在 60%水平，避免市場波動的麻煩。

總括而言，孖展有很大威力，而且有很多好處：

1. 靈活方便：孖展戶口不須付任何費用，沒有律師費、行政費，又可隨時加大按揭或停止借貸，非常方便。
2. 資金調配：滙豐每手 400 股，入場費約為\$50,000，若手上有\$15,000 不足買一手，可用孖展先買入，再補回所需資金。情況有如分期付款購買電器或樓宇按揭，但股票孖展比前兩者更靈活，因沒有每月的固定的供款額，可隨時增加或減少，或不作任何供款，只要孖展額仍處於安全水平而足夠。
3. 長時間的投資過程中，股票的升值帶來可觀收獲，但是否要沽出股票才可享受成果呢？可以把股票抵押給股票行，又或加大孖展額，無需急於出售。舉一例子：若你有市值 100 萬的股票，每年收股息 4 萬元，你正計劃豪華歐遊，費用二十萬，你亦無須出售股票，把股票按揭給股票行，得 20 萬就可以，以 8 厘利息計算，每年需付孖展利息約\$16,000，因你並未出售股票，你仍可得股息\$40,000，兩者相減就是淨得股息\$24,000，換句話，二十萬的孖展負債可於約八年清還(\$200,000/\$24,000=8.33 年)，完全不影響你擁有的股票。

4. 長線的投資過程中，大市隨時逆轉，出現入市良機，投資者或苦無資金，利用以上方法就可以幫助我們找緊機會，只是今次不是歐遊而是買入更多股票。
5. 孖展有槓桿效應，可把回報或虧損放大，但孖展與期指、期權和窩輪不同：
 - A. 沒有時間性的限制，你可以維持孖展的狀態一，二十年或更長時間。
 - B. 孖展只是一借貸工具，不需付任何時間值或溢價(Premium)。
 - C. 買入股票可收股息，做到「以息養息」，以股息抵償孖展利息支出。
 - D. 在一定的範圍內，你可自行控制槓桿比例 (通常是 1 至 5 倍)。

孖展雖有很多好處，但更多人視孖展為洪水猛獸，他們會聯想到電視劇中人物，因為炒孖展而家破人亡，又或是報紙上，無知股民炒熾孖展，跳樓自殺，這些都是時有所聞的事情。

我經常用駕駛汽車和步行來比如孖展和現金買賣，孖展可以助你快速完成目標，但會有很危險，可能會車毀人亡；步行很安全，最壞情況只是踏傷腳指，而且這個情況的可能性比食乜燒飽哽死的機會更低。可是若要你從尖沙咀到元朗，你必定駕駛汽車或乘坐交通工具，為什麼不走路呢？因為你知道乘車較舒適，方便快捷，最重要是你對自己或司機的駕駛技術有信心，如果你突然知道司機是一名剛滿十八歲而未有駕駛執照的青年人，你會有什麼感覺呢？下一篇再論運用孖展的難處及一連串相關問題。

註：炒孖展十多年，忽然感到此篇網誌是最難下筆，一者解釋孖展涉及很多數字，這些數字又不斷循環，互相影響，不易寫得明白，我希望可以寫出孖展的概念、用處，不是糾纏於數字之中；二者各人對孖展認識不同，很多人是孖展高手，比我了解更多，有些股民卻對孖展所知有限，我寫到孖展，應該詳盡一點，還是簡略一點？真是有點難度！

回應：

問：成本 8%，是否以 Prime Rate 作準，煩請告知。關鍵似乎仍是... 等候買入更多《滙豐》的機會。由 1998 年至今高低相差最大的是 2001 年間由 123 元跌至 73 元(約數)，跌幅 4 成。2003 年 7 月起由 93 元起步升至最高 133 元(約數)，升幅 4 成。以此幅度計，按 50%，以 25000 元買 50000 元一手 HSBC，萬一跌到 30,000 元一手，我會被追補倉嗎？同時 HSBC 的派息在倍大一倍後足夠抵住借錢的息率。以上推算正確嗎？

答：不同股票行會有不同利率，由 P-3%至 P+3%不等，差別很大，請多作比較，有些是以銀行同業拆息為基準，例如 H+4%，波動較大，不易作預算。若以\$25,000買入一手\$50,000《滙豐》，按揭率為 50%。以我與股票行的真實情況推算(《滙豐》按揭率 75%，利息以《滙豐》Prime Rate 計算)，《滙豐》跌至\$33,333一手以下，須要補孖展差額。一手《滙豐》可收股息\$5.363x400 股=\$2142.2，借貸\$25,000 則須付利息\$25,000x7.75%=\$1937.5，換句話，現時股息收入已足支付利息支出。

問：「可隨時增加或減少，或不作任何供款，只要孖展額仍處於安全水平而足夠。」不作任何供款是否會把每月應付之孖展利息，轉嫁到「孖展率」上？而「孖展利息」亦應會以複式遞增，對嗎？不作任何供款可以維持多久？

答：孖展利息會每月計算入借貸款項中，影響孖展率，的確是一個「利疊利」情況。即使借的錢越來越多，利息支出越來越大，也可以永不償還分毫，只要持有的股票不斷升值，或總股息收入大於支出。這是一種「借債不還錢」的財技。

溫故知新(1).....24

1. 如果市況逆轉(例如股災)，我們應否 "斬纜" 止蝕，待市況穩定後，才再用孖展買回？
2. 若果市道不好，股價一年比一年差的話 (如在 97 年高位買入，直至 03 年的最低位)，我們仍否運用孖展去持有呢？(相信經濟不好，股息也不見得好)
3. 孖展比率應設定在某個範圍較安全呢？

以上是平井兄的留言，有一些是炒股的基本問題，我亦曾反覆思量過，較早的網誌亦有提及。

1. 如果市況逆轉(例如股災)，我們應否“斬纜”止蝕，待市況穩定後，才用孖展買回？

股市可以大升，也可大跌，股民應有準備：

精明的投資者也有沽貨的一天…股價已嚴重超越本身盈利所能支持的高價〈泡沫〉.....<見「二流分析員(2).....6」>

大型股災猶如南亞大海嘯，來勢之兇猛，影響之巨大，往往超乎想像，股價也可能一跌到底，小股民、孖展客可能並無“斬纜”止蝕的機會。

遇上大型股災，孖展客結局悲慘，美好日子不再，數日間大額盈利，化為烏有，股票行立即變臉，要求客戶存入現金，補足孖展差額，沒有經濟實力的小股民，被迫沽清股票外，還要背上一筆債項，實力稍好的，面對龐大損失也捶胸頓足、泣不成聲...

以上不是事實的全部，不是所有的孖展客感到沮喪，為跌市而憂心。他們並無及時撤出股市，但他們仍能輕鬆面對，因為他們持有優質股份，跌幅較輕微，更重要是大部份股票是低位或上次股災時買入，即使再遇股災，股價已較前增長，縱有跌幅，亦對孖展比率沒有什麼壓力。

大跌市再為他們(低價買入股份的投資者)提供入市良機，大幅下跌令投資價值增加，重點是投資的吸引力是否足夠，回報是否可觀，並不是“穩定”與否，這是一個主觀形容詞，當大家或二流分析員都認為“穩定”時，投資價值往往大減。

大跌市的幸存者，不可隨便“斬纜”止蝕，請看以下節錄：

股災後常聽到分析員說：「前景不明朗，投資者應小心」...許多投資者就因一句「前景不明朗」，而錯失入貨良機，又或沽貨減磅，變成高買低沽，做成真正虧損。

我非常反對止蝕的觀念...股價下跌，即代表回報率提高，投資價值增加，此刻應入貨而非沽貨。<見「二流分析員(1).....5」>

溫故知新(2).....25

2. 如果市道不好，股價一年比一年差的話(如在 97 年高位買入，直至 03 年的最低位)，我們仍否運用孖展去持有呢？(相信經濟不好，股息也不好)

若股價一年比一年差，絕不能可持有股票，須盡早沽出，情況就如 2000 年出生的《電訊仍 Fall》。

提到 97 年高位至 03 年的低位，可否用孖展持有股票，作長期投資，97 年股市是一個大泡沫期，泡沫爆破的殺傷力非常厲害，強如《滙豐》高低位亦有 50% 波幅，所以一定要避免泡沫時期買入，這就是買股時機的重要。

若能避開泡沫期，如 96 年尾以\$55.17 買入《滙豐》，即使由 97 年至 03 年也可用孖展一直持有，雖曾跌至\$44 (20%跌幅)，若孖展的比率不太大(超越 60%)，亦沒有什麼大礙。

經濟不好，是否股息也不好呢？對一般公司是正確，但對優質的企業來說是不對，從下表可見《滙豐》股息每年也有增長；另一方面，經濟差，市場利率就會下降，911 後全球經濟轉差，各地區不斷減息，包括美國、日本、歐洲和香港。在(優質股的)股息升，借貸利率降的情況下，實在是利用孖展投資的好時機。

年 份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
派 息	\$2.140	\$2.390	\$2.642	\$3.392	\$3.743	\$4.133	\$4.662
增 長		+11.68%	+10.54%	+28.39%	+10.35%	+10.42%	+12.80%
息 率	3.36%	3.72%	2.42%	2.94%	4.10%	4.85%	3.81%
收 市 價	\$63.67	\$64.33	\$109.00	\$115.50	\$91.25	\$85.25	\$122.50
增 長	+3.36%	+3.72%	+69.43%	+5.96%	-21.00%	-6.58%	+43.70%

上表可見《滙豐》股息穩定而強勁增長，股息回報不斷提升，但股價未能同步反映，01 年及 02 年因環球股市逆轉，投資氣氛轉差，股價大幅下跌，出現股價與業績背馳，股價落後於股息的情況，此時實為入貨良機，若資金不足或暫時調配不到，可利用孖展找緊機會。

運用孖展期間，若整體的股息收入大於利息支出，淨利息收入，可用作減低負債，債減利息支出也會降低，變成良性循環，把債項不斷減低，最終還清負債。

還有更重要一點：市場利率是調節工具，與通脹及就業率有關，雖可升可跌，但無復合增長的可能及必要，反觀成功企業保留部份盈利再投資，產生更多盈利，股息往往以復合形式增長，即股息率不斷增加（以最初買入價格計算），最終股息率高於借貸利率，亦即以長時間計算整體股息收入必大於利息支出，不單以息養息，更可以息還債或購買更多資產。

孖展比率.....26

3. 孖展比率應設在某個範圍較安全呢？

孖展比率是否安全，單看一個數字，例如 75%、50% 或 25% 按揭，是不會明白其中風險有多大。孖展安全水平是基於下列因素而變化：

1. 下跌風險：當手上股票非常優質，是市場接受的好股票，同時市場已經歷巨大跌幅，再下跌空間應不會太大，優質股票絕不會無止境下跌，參考歷史 P/E 及股息率等，就可推斷一隻股票可以承受的市場壓力和風險。這樣情況下，孖展比率可以高一點，相反一隻股票，盈利及股息並無出色表現，股價卻屢創新高，就要少做孖展。一些新股票，缺乏參考數值，一些概念股，同樣沒有往績支持，下跌風險相當大，往往是「一遇風雲便變蟲」。

2. 投資價值：下跌風險低，並不等同投資價值高，歐美市場有些公共事業，業務穩定，股價亦非常穩定，因盈利受政府限制，與香港的公共事業不同，盈利為政府保證，可多賺、不可少賺。對於業務穩健，盈利及股息都有穩定增長的企業來說，當股價低於合理水平，即回報提高，亦可考慮孖展加大投資。

3. 現金流：很多股民都忽略股息的重要性，股息可以增加回報或彌補股價波動的損失，股息可以幫助買入更多股票，或抵償孖展利息支出。當股息高而孖展利息低，就可以買多一點或加大一點孖展額，相反股息低、利率高，就要減少或停止買入股票。

4. 資金調配：若預知有其他收入如工資、股息或退休金，但由於時間差，資金尚未到手，可先用孖展買入，日後補回款項。如果有穩定及大額的其他收入，孖展比率大一點也無妨。

5. 財務安排：孖展比率是高或低，不可單看一個數字，例如 75%按揭，實際銀碼可以是 7 萬 5 仟、可以是 75 萬，也可以 750 萬。另方面，投資者本人可能只有股票的投資及股息收入，也可能有能力每月從工資中預留二、三萬作投資之用。各人也有自己的需要及處境，實難以用數字去衡量孖展比率是否安全。

利用孖展的過程中，常遇到一種陷阱：當股價大漲，擁有資產暴升，孖展比率忽然大幅下降，例如由 75%降至 45%，表示投資者可借更多錢，做更多投資，此時股市可能已進入泡沫期，若過份樂觀，不斷擴大投資，一旦市況逆轉，孖展客隨時被淘汰出局。

相反股市大跌，資產減值時，孖展比率可能突然間上升多個百份點，如由 50%升至 65%，此時可能下跌空間已十分有限，不妨考慮買入，只要小心計算，亦不難找到低風險、高回報的機會。

我經常用駕駛汽車來比如孖展買賣，小心的駕駛者可以輕輕鬆鬆完成旅程，欣賞沿途無限風光，鹵莽的駕駛者，往往因一時大意，闖出禍來。

回應：

問：我在證監會的「學・投資」網站中的一篇「與中介人交易 - 孖展買賣」文章中看到孖展有「匯集風險」，同理經紀行可毋須諮詢你的意見便出售你的證券就是因為這些原因我便怕借孖展，反而借了私人貸款作長線投資好股，之後才發現你的網誌。想請教你對以上「兩點」及「以私人貸款作長線投資好股」的意見。謝！

答:「滙集風險」是股民應考慮的因素，事實上這是一個中介人的風險問題，即股票行的穩健問題，一旦股票行出事，現金戶口的賠償是 15 萬，孖展戶口是沒有賠償。但所謂 15 萬的賠亦很可能事隔多年後才獲得，手續繁複...詳情不大清楚，我只是從報章上得到的「一知半解」。總括而言，股民除小心選股外，亦要小心選擇股票行，除了孖展利息的高與低外，亦應考慮股票行的規模、管理及背景等因素。一般無抵押的私人貸款，所借得的資金有限，利息亦應較高，而且必需每月歸還一定的款額。相反股票孖展可以隨著股票升值而不斷擴大借貸額，利息較低，沒有每月還款的壓力，可以隨時增減還款，或甚借更多資金...

回購股份.....27

近期《滙豐》股價轉強，市場猜測有以下原因：

1. 業績公布前的慣性炒作
2. 資金由中資金融股轉向落後的大藍籌
3. 《滙豐》有回購的意圖，刺激股價做好

哪個才是真正原因？沒有人可以說得準。但長遠來說，《滙豐》將會回購股票，對股價有支持作用。《港交所》絕不會主動給予任何公司豁免權，必然是有一位申請人，《滙豐》提出申請亦必有圖謀。

現時《滙豐》管理層面對的最大難題是：

1. 股價偏低：業績出色，股價卻停滯不前，對管理層做成壓力，每次公布業績或股東會，管理層都要為落後的股價解釋一番。股票價值不能真實反映，對股東及企業不會有好處，股東套取現金的能力大減，企業亦難以用換股方式進行收購。
2. 人為操控：《滙豐》股價不但偏低，而且波幅越來越細（見下表），估計與衍生工具發行商有關，要拿出有關證據，非常困難。但窩輪發行商的舉動往往令人觸目，明顯例子：去年第一波士頓推出數隻超級窩輪，數番大手買賣《滙豐》，又高調公布持股量，但並無仔細交待持股性質（如代客購入、或以投資者身份購入、或為衍生工具對沖），一波所發的《滙豐》窩輪大多變成廢紙，發行商自然財源滾滾。那邊廂《滙豐》管理層看在眼裡，心中一定不是味道。

《滙豐》股價表現

年 份	2005	2004	2003	2002
最 高 位	\$134	\$136.5	\$123	\$98
最 低 位	\$120	\$108.5	\$79.5	\$78
波 幅 (\$)	\$14	\$28	\$43.5	\$20
波 幅 (%)	10.45%	20.51%	35.37%	20.41%

若在美國發生以上情況，處理方法非常簡單，只要大量回購股票，推高股價。但情況對《滙豐》有點不同，《滙豐》每年都會發行不少新股，情況如下(註一)：

年 份	2004	2003	2002
以股代息	<i>1.60</i>	<i>1.19</i>	<i>0.90</i>
僱員股份計劃	<i>0.49</i>	<i>0.34</i>	<i>0.30</i>
用於收購	0.00	13.26(註二)	0.00
其他	0.03	0.00	0.06
總數	2.12	14.79	1.26
佔發行股數 %	1.93%	15.60%	1.35%

(以億股為單位)

如果一方面印發新股，另方面又回購股份，技術上是可行，但明顯當中有一折衷辦法，就是把回購股份轉讓給股東或僱員。

2月24日，《滙豐》公布獲得《港交所》豁免權，把回購股份以庫存方式持有。數量可達發行量的10%，購入股份可免除股息支出，又無需註銷，留作日後出售或轉讓給股東或員工退休基金，而《滙豐》每年需約2億股或約2%股份(見上表)，若股價出現偏低或被操控情況，《滙豐》必定積極入市推高股價。

世界一流的銀行家龐約翰，可以帶領《滙豐》屢創佳績，但對長期偏弱的股價是否束手無策呢？把回購股份庫存的豁免權，可能是龐主席最後一著，與他去年預告的進取(progressive)派息政策或有極大關係。今年《滙豐》股價的表現將是答案。

(註一)：資料見滙豐 2004 年度年報 289 頁

(註二)：收購 Household International

失望的業績.....28

市場一般認為《滙豐》05 年度業績比預期為佳，但我卻對此非常失望。我對《滙豐》期望之大，大家可能已經很清楚。

我在網誌『滙豐控股(2)』，提出了一連串期望，結果都一一落空：

1. 龐約翰曾預告採取「進取派息政策」，結果什麼也沒有。
2. 04 年的股息增長率是 10%，05 年的股息增長率也只是 10.6%；派息比率方面不但沒有提升，反而下降，由 56% 下降至 54%。(與我以前用的參考基數不同，是由於會計制度改變)
3. 05 年是《滙豐》成立 140 週年，但沒有特別股息，與《恆生》前幾年的情況不同。
4. TSR 仍然落後，葛霖只回答一句是市場供求問題。
5. 新舊主席交替，股價暫時仍未見有大突破。

過去半年管理層有很多小動作，包括龐約翰的口術(進取派息政策)、管理層集體增持《滙豐》股份(05 年 10 月份) 及申請豁免權，不需註銷回購股份，但 05 年的成績表只見到更加保守的派息政策，對被指股價偏低的詢問亦沒有積極回應，在未來的日子，《滙豐》是否回購股份仍是未知之數。

對業績失望，可能是我太過樂觀，有太多一廂情願的想法，但細看《滙豐》的業績確有令人感到奇怪之處。

1. 香港稅前盈利竟是負增長(-6.5%)，同期《渣打》香港區盈利增長 19.97%，(如果我在《香港滙豐》打工，等緊出花紅，一定暈低)，出現這個情況主要是撥備原因，還可能涉及一些資本開支(準備興建一大型數據中心，約 10 億)。
2. 《滙豐》去年賺了 150 億，但撥備竟達 78 億(52%)，以《滙豐》高度分散政策，歐、亞、美洲各提供三份一盈利來源，又有各種業務配合，實在無須太過保守，反觀《渣打》撥備只有 3.19 億，佔盈利 19.17 億的 16.64%，《渣打》的盈利結構無法與《滙豐》相提並論，《滙豐》的撥備明顯超出實際所需。
3. 05 年《滙豐》增加了 16.1 億撥備，如果把這筆收入計算入股東應佔溢利，盈利增長應由 17% 改為 29%，而撥備比率將由 52% 下降至 37%，比《渣打》(16.64%) 仍高出 1 倍多。

4. 看了《滙豐》及《渣打》的業績，還有一點可以一提：

	滙豐	渣打
歐洲及美洲佔稅前盈利比例	66.2%	4.89%
增長	+13%	-36%

市場一直認為歐美業務拖累《滙豐》，一者為新的破產法及巨風災害撥備，二者成熟市場增長有限，事實上歐美的撥備雖大幅增加，但由於業務進展良好，整體盈利仍是增長，反觀《渣打》非常集中新興地區，在一些成熟市場的投入是非常少，經營亦較失色。市場傳聞有美資大銀行有意收購《渣打》，看好其在新興市場的業務，可補美資大銀行過於著重成熟市場的不足，去年至今《渣打》股價已上升不少。

真是不明白《滙豐》收埋那麼多錢來幹什麼，是否認為市場前景很差，需要留有大量儲備？一心以為新舊主席交替，必有好戲上演，想不到《滙豐》的穩健程度那麼厲害。

總括而言，《滙豐》除了撥備過份保守外，經營方面都很進取，業務的穩健及持續增長是不容置疑，還是一隻很好的股票，我仍繼續持有。

註：幣值以美元為單位

明日話今天.....29

「2001年初，我以\$9買入11萬股《思捷環球》，成本約100萬。四年後2005年初，《思捷》升至\$45，加上股息收入(每股\$2.318)，本利和共得520萬，增長5.2倍。」

以上只是一段幻想，一個白日夢，不是真實。如果01年我買了《思捷》，真是多麼的好、多麼的美妙！

去年我決定行動，買入《思捷》，若不行動，我擔心再過幾年可能又多幾個白日夢：「如果當年我買了....」

2005年3月，《思捷》股價漲了不少，我以\$55.5買入我的第二隻股票，隨後股價大幅波動，曾跌破\$50，又曾上衝\$70的高位，我亦一直持有至今。

負面因素

有些朋友並不看好《思捷》：

1. 很多年青人指《思捷》的時裝並不出色，寧願光顧《I.T》也甚少到《Esprit》，旗下 Red Earth 的生意更差，它的專門店可能是商場中人流最疏落的地方，因此他們多建議買入《I.T.》，指出《I.T.》股價低而又生意好，將來可能成為第二隻《思捷》。
2. 好友「股壇 Titanic」指出《思捷》股價上升多倍，主要因歐元強勢，踏入 05 年歐元已成強弩之末，此時已非投資良機。大股東「刑李源」數度減持已是最佳證明。

好友的忠告都是實情，曾令我猶豫，但最後我明白這些都不是關鍵因素，重要的是《思捷》優秀的業績、高速增長的業務前景。

《I.T.》是剛上市的新股票，對它的財務資料及發展方向所知不多，股價又未經市場考驗，絕非我的選擇。

多年來《思捷》在香港，或整個亞洲的業務都不特出，真正的利潤不多。原因之一是因金融風暴及沙士而令經濟下滑，另一原因是《思捷》的檔次，難以在亞洲大規模銷售，這是一個產品能否找到市場空間的問題...

回應：

問:#330 is not good for long term investment. Especial you bought at \$55.5. Why you think it can keep on growth? Your first HSBC is very good but #330 not my cup of tea! This business is not so stable.

答:思捷正開拓很多新市場，如西歐、北美等，這是未來增長的重點。相信思捷有足夠財力、人力及經驗完成擴張。買入價\$55.5 是稍貴，但我已收股息\$2.45，而股價亦上升超過 10%，情況與我的預期也是相近。

思捷環球(1).....30

1976 年美國時裝店《GAP》以美金\$18 上市，由於多次拆細，調整後的上市價為 US\$0.111，30 年後 06 年 3 月 17 日，《GAP》報價為 US\$18.22，上升了 164 倍，升幅驚人，當中還未包括股息收益，亦沒有利用孖展擴大回報。《GAP》曾出現於畢菲特及比得林治的投資清單上，被形容為快速增長型股票的模範。

快速增長型股票可以屬於高增長行業，如《微軟》和《Nokia》，但也可以屬於一些非常簡單和統傳的行業，正如時裝店《GAP》，它只需一個能不斷發展的空間，使營利在 10 到 15 年裏一直保持 20% 的增長速度，這類企業不但收益高、增長快，而且比那些高科技或概念股來得安全。

《GAP》已是一間很成功的企業，去年銷售 160 億美元。《思捷》又能否找到一個不斷增長的空間，成為第二間《GAP》呢？

《思捷亞洲》93 年以港幣\$2 上市，期後收購了歐洲及美洲業務，改名《思捷環球》，06 年 3 月 17 日收報\$62.15，上升 31 倍，升幅同樣驚人。04/05 年度銷售額 206 億港元，約為《GAP》的六份之一。

是否所有時裝公司都可以高速增長呢？比較《思捷》和《佐丹奴》的營業數字，可見發展空間的重要：

財政年度	《思捷環球》	《佐丹奴》
1995	1473	3482 (佰萬)
1996	1785	3522 (佰萬)
2000	7277	3431 (佰萬)
2004	16357	4003 (佰萬)
2005	20632	2152(半年) (佰萬)

《佐丹奴》和《思捷》的檔次有些距離，但 95 年前，兩者發展的亞洲市場近乎一致。《佐丹奴》的營業額由 95 年至 04 年只升了 15%，增長有限，原因是它沒有大規模開拓新市場。

思捷環球(2).....31

《GAP》和《思捷》都是快速增長型企業，但是否所有時裝公司都可以高速增長呢？比較《思捷》和《佐丹奴》的營業數字，可見發展空間的重要：

《佐丹奴》和《思捷》的檔次有些距離，但 95 年前，兩者發展的亞洲市場近乎一致。《佐丹奴》的營業額由 95 年至 04 年只升了 15%，增長有限，原因是它沒有大規模開拓新市場。

	《思捷》		《佐丹奴》	
市場	亞洲 / 歐洲及其他 (整體)		亞洲及中東	
1995 年度	1473 / 0	(1473)	3482	(佰萬)
2004 年度	1636 / 14721	(16357)	4003	(佰萬)
增長	+11.07% / ? 倍		(11 倍)	14.96%

反觀同期《思捷》的營業額卻大升 11 倍，原因是自 96 年起《思捷》進軍歐洲，它的產品找到了一個極大的增長空間，每年都有 2 位數字的增長，最新的年報資料亦同樣令人鼓舞：

	佔集團銷售額	增長幅度
整體業務	100%	+13.1%
-亞洲	9.6%	+19.5%
-澳洲	3.0%	-5.1%
-北美	2.9%	+44.3%
-歐洲	84.5%	+12.4%

由於急速增長，盈利倍增，《思捷》面對的兩大難題亦可以解決：亞洲區業務的增長緩慢及利潤率不高，以及歐元的波動。

思捷環球(3).....32

《思捷》有優秀業績，但仍有不足之處，新開發市場如北美仍是虧損，而舊有亞洲業務利潤率不高，多年來的年報都暗示亞洲業務的困難，可喜是去年只有台灣仍有虧損，香港已達至收支平衡，而且亞洲所佔營業比重由 95 年 100% 下降至最近的 9.6%，即使亞洲區業務轉壞，亦不會大幅拖累盈利表現。

業務重點已轉往歐洲：

財政年度	05/06 上半年	2004 年	2000 年	96 年	95 年
歐洲業務	84.5%	84%	64%	12.9%	0%
亞洲業務	9.6%	10%	35%	87.1%	100%
其他	5.9%	6%	1%	0%	0%

另方面，歐元似乎比亞洲業務更能影響《思捷》的營利表現。過去營利大升，很多人認為因歐元強勢的原因，剛公布的 05/06 上半年度業績，歐元下跌 5%，從中可以看到滙率對《思捷》之影響：

	相同貨幣計算	折算港幣計算
營業額增長	+18%	+13.1%

很明顯《思捷》仍有能力應付，營利沒有因滙率下跌而倒退，仍然保持增長，歐羅面世的初期亦曾下跌，再看下列資料：

年度	歐洲業務比例	歐羅滙率	銷售	純利
2000/01 年	70%	-11%	+11%	+25%
2005/06 上半年	85%	-5%	+13.1	+16.3%

初步看以上數字只表明歐元對《思捷》影響越來越大，只是 5% 跌幅，思捷已無復當之勇(25% 的純利增長率)，但去年情況與前有別，《思捷》有很多新市場，如美國、英國及西班牙等未能提供溢利，營利增長必然因補貼新市場而拖慢。若相信《思捷》有能力令這些市場成長，即相信還有美好的發展前境。

還有一點，剛過去的半年由於營銷失誤，導致荷蘭及比利時的回報率比預期低，若撇除這些因素，《思捷》的純利長率相信已超越 20%。

另一角度，《思捷》是否符合選股的四個基本條件，新的業績公布後，股價大跌近 10%，是否表示它的高增長時期快將過呢？

邢言愛.....33

《思捷》主席「邢李源」可說是一位傳奇人物，白手興家，錢財億萬，前妻為名人「張天愛」，第二任妻子是港台紅星「林青霞」，與林所生的兩名女兒，分別叫「邢愛林」、「邢言愛」，邢主席新婚早期曾養馬，馬名『百看不厭』，單

看這些名字已可知邢主席即使不是大情大性之人，亦必為秣女高手，是眾多上市公司主席中，極不平凡及受傳媒注意的一位。

邢李源是否愛名利、愛出風頭的風流主席呢？

近兩年他没有出席業績公布會，不希望焦點集中到他個人身上，希望傳媒把注意力回到公司業績。另方面自 02 年起，共七次減持股份，期間股價卻越升越有，此舉令人大感不解，『股壇 Titanic』亦一直堅持：「無咁大隻蛤蜊隨街跳。」

邢主席與《思捷》淵源超過三十年，1981 年邢李源開設了全球第一間 Esprit 零售店鋪，至今《思捷》在歐、亞、美業務都有長促發展，邢主席為股東創做財富及保護股東利益方面没有半點失職，這些本是主席應有責任，卻因眾多上市公司主席只顧為自身及家族的第二代謀利益，而變得十分難得可貴。

在商言商，《思捷》的業績非常出色，雖然不明白邢主席為何減持股份，但我相信邢李源仍是出色及可靠的主席，同時《思捷》亦乎合選股的四個基本條件：

1. 穩健可靠：《思捷》雖非公用或金融類股份，受政府的監管並不嚴厲，但《思捷》是恆生指數成份股，規模及財力雄厚，本身無負債、手頭現金充裕(超過 15 億)及有大量現金流入的企業，其中一位獨立非執行董事是《滙豐》要員柯清輝，相信《思捷》做假賬，財務出問題的機會甚微。
2. 盈利可靠：《思捷》上市 13 年，盈利一直保持增長，若非遇上巨大的經濟衰退，盈利必可穩定增長。現時亞洲業務復甦，美洲營業額又大幅增長，業務正朝向更健康方向發展。
3. 股息派發：《思捷》雖然不斷收購歐美業務、開拓新市場，但對股東仍然十分慷慨，04/05 年度的派息比率是 70%，股息的增長率是 67%。
4. 穩定增長：過去數年盈利及股息的增長率，不但高速，而且穩定。(可查看《思捷》網頁)

邢李源會否繼續減持股份或離開《思捷》，仍是投資者關心的問題，但《思捷》的業績實在出色，前境亦非常吸引，我對《思捷》的結論只有三個字：「仍然愛」，我亦相信邢主席對《思捷》的感情不亞於對他的女兒「邢言愛」，即使邢主席離開，他亦願意見到《思捷》健康成長。

2006 年 2 月中，《思捷》公布中期業績後，股價大跌近 10%，是否它的風光日子不再？

年度	2006 半年	2005	2004	2003	2002
純利增長率	15.7%	67%	55%	30%	66%

由上表所見，《思捷》的純利增長率的確有放緩的跡象，但只是半年的業績，不須太擔心，即使整年度是 15.7% 的增長率，亦不是一個差勁的數字，經過多年的高速增長，短暫放緩是無可避免。

初看這個增長數字，我也吃了一驚，最先想到的是大幅增加的資本開支，降低了盈利增長，查看年報後，資本開支減少了 1 億 7 千萬，約 25%，真正導致放緩的原因非常簡單，包括：

1. 歐元下跌
2. 銷售失誤(荷蘭及比利時地區)
3. 補貼新發展市場

從長線角度來看，這些因素是不可避免，是跨國銷售集團必會遇上的考驗，重點是企業是否有能力克服，繼續保持增長。假若《思捷》能成功開拓新市場，如北美、英國及意大利等…前面將會是另一個黃金十年！

註：邢李源的源應是(火原)，由於中文電腦未能提供，所以暫以(源)字代之。

黃金夢碎.....34

索羅斯曾提出市場反射理論及榮枯相生論。

簡單來說反射理論是指投資者因市場的表現，而抱有一定的期望及動行去參與市場，例如很多股民會因股市興旺而入市碰運氣，他們對股市看好的心態及行動，一旦發揮作用，影響股市，使之反復向上，這種符合期望的表現會反過來，再次影響投資者，使之投入更多，最終越演越烈。

榮枯相生論就是指市場與投資者之間的互動作用，形為一種市場趨勢，開始不斷推進，當市場價格與現實價值差距太大，事態就會失控，趨勢無以為繼而致物極必反，要從投資或投機市場找到例子，多不勝數，如 97 年時的樓市、股市、2000 年時的科網股。以索羅斯的觀點，股市的大升及大跌是不可避免。

畢菲持指出買股票除了選擇優質股票外，還要選擇好時機；近期股市大升，創五年新高，很多股民笑逐顏開，很明顯最佳投資時機是五年前，但現時投資者應繼

續持貨還是沽貨離場呢？以歷史 P/E，股息等水平觀之，大市還未進入泡沫階段，出現大跌市機會不大。

泡沫爆破、黃金夢碎，可說是股民最痛苦的一刻，人人期望避過此劫，眾多財經雜誌、股評人及老股民都流傳著預測股災之法，大致有四點：

1. 全民皆股，當股票行內人山人海，街頭巷尾，人人談股之時。
2. 雞犬皆升，當大部份股票創歷史新高，越升越急，成交量大增。
3. 大市只對好消息有反應，對壞消息毫無反應。
4. 股價大幅拋離移動平均線(高於 250 天平均線 25%)。

當以上情況出現，就代表股災之期不遠。以之對應過去如 87 年、97 年等股災，似乎非常有用。但預測股災之法不是新鮮事物，已流傳百年，為何股災仍然出現，股民不能趨吉避凶呢？

每次股市興旺，吸引大批新股民或股市稀客從臨舊地，他們抱著「博一博，好過兩頭撲」的心態入市賺快錢，雖然明白股市已位高勢危，但他們常以「高處未算高」、「高風險、高回報」或「有智慧不如趁勢」(註一)等謬誤來麻醉自己，勇往直前。

技術分析又能否助股民消災解難呢？股壇大師畢菲特、索羅斯、對技術分析都有負面評價，是否表示技術分析不可取呢？指數大幅高於 250 天移動平均線，可算是技術分析啓示後市勢危之一，除了移動平均線，還有很多技術指標，但各種指標經常出現矛盾或背馳情況，令人無所適從，當多種指標達到一致，投資者可能已經 certificated(宣布死亡)。

一般技術分析者常有「跟車太貼」之通病，他們力求精確，追求短期波幅，爭取最大利潤而不願提早撤離股市，他們又以「止蝕」為護身符，希望做到「輸粒糖、賺間廠」，結果...慘！技術分析者被淘汰的比率很高，賽後檢討又常自責學藝不精...(技術分析者最大的盲點，就是過於集中技術層面，以賭博心態處理投資，日後再論...)

股市火熱時刻，股價屢創新高，看淡評論或任何壞消息對股市都毫無作用，此刻唯有同歡唱、齊慶賀，甘於做灰姑娘在打回原形前離開的，多是一些老練的投資者，他們發覺再難以找到有價值的股票，唯有開始減持。成交量的大增已暗示股份從老練的投資者轉入新手之中，由長期持有者交到短線客手上，『富爸爸、窮爸爸』：「老練投資者會拿走 80% 利潤，留下 20% 利潤給新手碰運氣。」

一旦市況逆轉，短線客和投機者會使出保命錦囊「止蝕」，可是此刻他們會深切明白什麼是「裂口低開」、「插水式下跌」，早前定下的止蝕價根本未有出現，即使出現止蝕價位，亦只是曇花一現，沒有足夠容量承受龐大沽盤。

預測股災之法是否萬應靈丹，現時市值比過去更大，加上期指、窩輪及對沖基金等因素，運作更加複雜，似乎有更多需要注意之處....

註一：「有智慧不如趁勢」乃信報曹仁超口頭禪，曹先生縱橫股海五十年，處理各類市況，包括趨勢逆轉前跳車逃生，不會有太大難度，但讀者對此語之理解及處理可能與之相差甚遠，日後再談。

回應：

文中所提：近期股市大升，創五年新高，很多股民笑逐顏開，很明顯最佳投資時機是五年前以上所寫"五年前"是錯誤，真正良機是沙士時期，這是一時大意錯寫之故，不是我本意。

牛市三期.....35

『富爸爸、窮爸爸』：「1997年，我知道又有很多正要成為百萬富翁的人快要發瘋了。已臨近世紀末，我很高興看到人們越來越富裕，我卻仍想提醒一句：從長期來看，重要的不是你掙了多少錢，而是要看你能留下多少錢，以及留住了多久。」(第三章、第二課)

股市已進入牛市第三期，股價不斷上升，產生「黑洞效應」，吸引更多資金推動大市上升，高速上升的股價令人難以逃離股市的吸力。牛市三期的升幅難以估計，可能佔一個大升浪中的 50%。

對我而言，現時是一個估頂遊戲的開始，投資者的一生中，可能只需要一、兩次成功撈底，如金融風暴後，或沙士時入市，日後的路就易走很多；換句話，若能避過大跌市，再撈底出擊...以後的日子就是向世界出發(週遊列國)，不再金魚中(股票市場)游來游去。

雖然我經常強調長期持有優質股票，但所謂優質必需計算價值和價格，當價格大幅超出價值時，就再無優質可言。(註)

龐大市值

股市的市值已創歷史新高，近十萬億，97年7月底約為4.5萬億，若非近年上市的《中國人壽》、《建設銀行》等把資金攤薄，恆生指數早已創出新高，在未來

的日子仍有大國企如《中國銀行》及《工商銀行》上市，要出現一個整體大升浪難度很高。

大升浪出現前，將會是個別類形股的泡沫，巨型泡沫往往成為大跌市的主導者，如 97 年時的地產股及國企泡沫，或 2000 年時的科網泡沫，泡沫可以蔓延開去，把整個股市炒得火熱，所有股份皆大幅上升，但今天港股市值龐大，加上衍生工具，可能不需要一個全面的大升浪，不須等到大部份股份出現歷史新高，股市就會出現大調整。(相信大升浪完結前，《電訊仍 Fall》、《儀征化纖》或《E-hong》等也難重回家鄉)

滙豐控股

論到市值，必提《滙豐》，它佔總市值約 15%，恆生指數約 30%，為優質藍籌股，可惜股價波動甚微，絕非短線客的至愛。但進入牛市三期，大笨象也變成飛象，一者因對沖基金大手入貨，二者是一批最後被大眾鼓動，抱著戰戰兢兢心情的參與者，會選擇最穩健的股票。97 年時《滙豐》於一年間上升 100%，2000 年時雖沒有那麼強勁，但以 2000 年中，低位計至 01 年初的高位，波幅也達 48%，要大笨象走得那麼快，需要的動力決不簡單，那些最初討厭炒賣的老實人，開始恐懼成為大升浪中的輸家，踴躍入市，要貨唔要錢。將來《滙豐》有可能成為一隻藍燈籠，推動大市後期升勢，當它走勢強勁，大幅上升時，就要特別小心。

衍生工具

衍生工具特別是窩輪，越來越受歡迎。窩輪是可以血本無歸的投機活動，可以說是一種賭博，但不會形成泡沫，反過來可消弭過多的投機熱錢，減低正股市場泡沫出現的機會。

但牛市三期，情況將會複雜很多，對沖基金活動頻繁，他們經常把一個趨勢或泡沫推向極端，把已經超買或超賣的股份，推至散戶難以估計的價位，如果散戶為求短線利潤，與之對著幹，特別是相關的衍生工具，是有危險；一些技術分析者，可能會因一些訊號而作買賣，但對沖基金更加深明此道，助人發達的技術指標隨時變為『陷阱』。

另方面，對沖基金亦可以刺破泡沫，做成巨大跌幅，所以小股民在大旺市中，應該更加小心。

牛市三期，股市大旺，小股民炒兩轉，隨時比打工收入為多，真是「發達容易，搵食難」，要離開最熱鬧、最令人陶醉的大型舞會真的不容易，灰姑娘有時鐘報時，小股民能否及時離開，就要看各人造化！

註：牛熊一二三期各有特徵，有些投資者會因應不同市況作出部署。但對我而言，優質股票更重要，《思捷》連續 13 年保持增長，《滙豐》過去 28 年，只有三年盈利倒退，若非大幅高於應有價值，我不會隨便沽貨。

曹仁超.....36

曹仁超乃信報專欄作家，深受讀者愛戴。

有智慧不如趁勢

好友『股壇 Titanic』亦經常引用 曹 先生的名言：「有智慧不如趁勢。」，認為炒股炒氣勢，只要時勢一到，石油變神油、大象變飛象，與其長揸股票，浪費青春，不如順勢而行，多炒幾轉熱門股份，他更相信以其股海多年資歷，必可在泡沫爆破前功成身退，假若不幸被縛扮蟹，亦信他朝可以東山再起，更以開玩笑口吻：「出得嚟行，預咗要還。」(他可能看得黑社會電影太多)

我雖有十多年炒股 X 街的資歷，但真不及 Titanic 的豪情壯語！

記得『富爸爸、窮爸爸』：「應該學會思考...你將一生享受自由和安寧。」我相信只有智慧(思考)可以幫我找到機會，避開危險，得到生活上的自由及安寧。

我對曹仁超了解不多，沒有看過他的書，他的專欄亦不是常看，他的所謂：「有智慧不如趁勢」是否和股壇 Titanic 的解釋一樣亦不太清楚，實不應太多批評。但股壇 Titanic 經常把此語掛在口邊，令我有些意見，不吐不快。

我不反對順勢或逆勢而行，但事前必須仔細思量，計算利潤與風險，還有自己的應變能力，不可因別人一句話而貿然行動，曹仁超股票行出身，打滾多年，又是信報資料研究部的主管級人馬，對股市有研究外，眼光亦長遠很多，此點正是股壇 Titanic 所缺乏的，只知盲目追逐眼前利潤是十分危險，投資市場上的大趨勢多以悲劇收場，例如七、八十年代的金市狂熱，九十年代的樓市泡沫或 2000 年的科網熱，「趁熱」的投資大多損手離場。

牛熊市

曹仁超對牛熊市況有研究，但這種方法是有盲點，例如沙士後股市谷底回升，曹仁超認為是熊市短期反彈，到他確認市況後才入市，就會否錯失良機，如果以股票內在投資價值而買賣，就可以避開這個盲點，既安全又有較大的利潤。

止蝕唔止賺

曹仁超對炒股提出「止蝕唔止賺」，而我非常反對「止賺」、「止蝕」等觀念，

提倡此種觀念等同鼓勵別人輕率、隨便買賣，把事情的重點本末倒置，只要投資者做好買股前準備，小心計算，不因別人推介或一事衝動而貿然入市，有很多損失是可以避免。即使有日沽貨離場，亦不是因股價觸及止蝕價，只是股份質素改變或有其他更好的投資機會。

金市

曹仁超幾年前已指出黃金將大升。盍斯金價由 01 年 9 月底 US\$254 升至近期 US\$660，升幅為 2.6 倍，曹仁超的功力可見一斑。但我對金市並無興趣，主要是：

1. 黃金本身是商品，並無創富能力，價格升跌全因供求關係，可說是賭博而非投資。
2. 投機者因黃金大升而入市，一旦金價未能再進，必引致大幅拋售。
3. 金市的孖展比例相當高(約 5~10% 按金)，持好倉需付利息，相反沽空黃金卻有息可收，沽家明顯佔上風，一旦市況逆轉，跌勢不但急，而且可能潛伏一段非常長時間才重回家鄉，現時金價需創 25 年新高，但還未能超越歷史高位，可想一旦高位被縛，是相當痛苦。
4. 忽然想到陳新桑的名言：「十年黃金變爛銅」，當金價不斷上升，就會引發沽盤，沽家有息可收，可以以戰養戰，若能找到高位，似乎沽金的吸引力比較大。(我還沒有預備參與金市)

曹先生股海浮沉多年，一定有其優勝之處。但投資者切忌人云亦云、或一知半解，若能小心思考，謹慎行事必可得到財富、自由和安寧。

股壇 Titanic.....37

我與一般股民不同之處就是非常反對「止蝕」的觀念，這亦是我與好友『股壇 Titanic』經常爭論之題目。

股壇 Titanic 經常取笑在下為『笨小閑』，用愚公移山的方法累積股票，缺乏炒股的技巧及氣魄。

Titanic 認為止蝕是炒股的要點，掌握此法門必成大器，據他意見，止蝕有各種好處：

1. 智者千慮亦有一失，股神也有出錯之時，如畢菲特曾持有的 **US Airways** 或紡織廠，若不止蝕離場，隨時越踩越深，不能自拔。

2. 止蝕是一個機制，不涉主觀感情，令投資者更客觀、更理智，更輕鬆完成交易，成功的機會自然更大。

3. 由於止蝕減少損失，可以進取一點，選擇一些走勢強勁股份，它們可能與本身的營利能力或股息率完全脫節，股價卻越升越有，例如現時的《港交所》、《中國人壽》。

4. 以機會率計，投資的對與錯是 50：50，若果對的時候，所得是 10~50% 或更多；相反，錯的時候，所失只是 10%，這樣就可以贏多輸少，況且股民經考慮才入市，投資正確的機會應大於 50%。贏多輸少的機會一定更大。

5. 若要充份了解股份才買入，所花的功夫不少，亦可能錯過先機，而且再小心也有可能遇上一些立心不良、虛假做賬的企業，如：泰興光學、歐亞農業，又如美國巨企 **Enron**、**Worldcom** 等。即使能挑選到好公司，一者數目太少，二者它們已可能過了高增長期。

好友被稱為『股壇 Titanic』，皆因其經常搭錯車、搭沉船，而且傷亡慘重也。對於他的歪理，我只有逐點反駁..

回應:

問:我都唔信止蝕，但實在損失太多，唔知可以守到幾時？

答:很多股票是不能買，更不能守，簡單而言，若股份的盈利及股息不能每年增長，就要考慮應否沽出了結。

止蝕.....38

好友被稱為『股壇 Titanic』，皆因其經常搭錯車、搭沉船，而且傷亡慘重也。對於他的歪理，我只有逐點反駁：

1. 智者千慮亦有一失，心思慎密的畢菲特亦曾沽出虧蝕股票，結束虧蝕的紡織廠，表面來看是止蝕離場，但當中必經過仔細研究營商環境及資產質素，不是純因股價下跌而進行止蝕；更多時候，畢菲特會利用股價下跌的時機增持股份。

2. 止蝕是一個客觀機制，但投資者是否真的做到客觀，冷靜呢？止蝕等同壯士斷臂，是勇者所為，小股民畢竟是普通市民，不是黑社會，話斬就斬。今天股份 A 下跌 10%而止蝕，往往隨後回升，明天股份 B 下跌 10%而再次止蝕，隨後又回升，要堅守止蝕之法必須壯士斷臂，但今天斬左手，明天斬右手，最後發覺都是狠來了，左右手都是白斬的，於是不再隨便沽貨止蝕時，餓狼(股災)終於出現。

3. 止蝕可以減少損失，不是防止損失，當投資者太進取買入強勢股，還是有危險的，現時的《港交所》及《中國人壽》的確升勢凌厲，大有 97 時《新鴻基地產》及 2000 年時《中國移動》的氣勢。股票市場波動乃正常現象，股價下跌應表示股份的投資價值增加，若果不能在股價下跌後再增持的股份，可以說是一隻沒有投資價值，或已嚴重超出本身價值的股票，買入這樣股票等同買入炸彈；當一個二流分析員向你推介時，不忘補上一個止蝕價，你就可知他對這股票信心有多大。

4. 止蝕之法真的可以助股民贏多輸少嗎？現實中，股民即使可以把損失控制在 10% 以內，亦很難把收益提升至 10~50% 或以上，原因是很多股民對股票缺乏詳細了解，對持有的股票缺乏信心，因此往往因小利而把優秀股份出售。

5. 研究有投資值的股票需花一點時間、心血，但這是一勞永逸的工作，日後只需留意盈利及股息增長或一些大事轉變，相比長遠收益，付出可謂少勞而多得。遇上立心行騙企業的機會是不容抹煞，投資者只有更加小心，正如交通意外，如何謹慎也有遇上意外的機會，是否表示人們可魯莽行事呢？很明顯無論在交通或投資路上，我們必須更加小心減少意外的出現及次數。最後挑選到的股票數目一定不多，但股民至勝關鍵是質而不是量，在很多時間裏能助股民成功的只是一兩隻好股票。好股票必然有一定的競爭力，有增長空間，有些時間可能稍為放慢一點，但前景還是可取，《滙豐》就是一個明顯例子。

股壇 Titanic 與笨小閑炒股多年，成績都不好，而我已經放下了止蝕的觀念，好友 Titanic 仍然執著。兩個茂利之失敗並不等同止蝕之法的失敗，但可以肯定止蝕之法已常被誤用、濫用，情況就如如醫學上的抗生素常被濫用，到達一個適得其反的地步。

止蝕觀念往往令人草率行事，勇於冒險，可能因一時意念，或憧憬業績公布而買入股份，事情不如人意時，就以止蝕告終，但請記著止蝕就是蝕，就是損失，很多損失是不必要的。

另方面，股票市場的波動是必然及不能避免，很多時候是由外在因素做成，無損股票本身營利能力，當股價下跌實是累積財富的好時機。

止蝕雖常被誤用、濫用，但亦非一無是處，對於一些高手或投機客而言，為防身必備之術。(日後窩輪篇再談)

註：「止蝕」已經說了太多，無論網誌或與 Titanic 兩人之間，我已決定不再談論，以下節錄了一些對止蝕問是的看法，都是以前提到，希望以此篇作為一個段落的終結。

二流分析員(2).....6

4. 「止蝕及止賺」的觀念，近年非常流行，很多股評人，在推介股票時，都必定補上一個「止蝕價」。經常聽到失意於股市的投資者，深責自己未能嚴守止蝕，所以投資失敗。

我非常反對止蝕的觀念，此實為二流分析員的遮醜布。因股價下跌而沽貨，實為非常不智的行為：

a) 股價下跌，即代表回報率提高，投資價值增加，此刻應入貨而非沽貨。如果畢菲特相信止蝕的觀念，世上就沒有股神了。

b) 止蝕並不是容易做到的。斬自己的手，來救自己條命，這是理性行為，不是人性行為，更非一般人可以做到的，能夠做到斬手救命的人，必定非常理性及有分析力的人，有分析力的人，當然不會賤賣資產〈更不會受二流分析員老點〉。想此刻，二流分析員必以〈電訊仍 Fall〉為例而攻之，此股一跌再跌，跌幅達九成半之多，若不早定下止蝕價，損失必定很大。大家可有想到一流分析員，絕不會建議購入，反過來，他一早就會建議沽空此股，如當年索羅斯沽空 Avon 一樣。

黃金夢碎.....34

一旦市況逆轉，短線客和投機者會使出保命錦囊「止蝕」，可是此刻他們會深切明白什麼是「裂口低開」、「插水式下跌」，早前定下的止蝕價根本未有出現，即使出現止蝕價位，亦只是曇花一現，沒有足夠容量承受龐大沽盤。

曹仁超.....36

曹仁超對炒股提出「止蝕唔止賺」，而我非常反對「止賺」、「止蝕」等觀念，

提倡此種觀念等同鼓勵別人輕率、隨便買賣，把事情的重點本末倒置，只要投資者做好買股前準備，小心計算，不因別人推介或一事衝動而貿然入市，有很多損失是可以避免。即使有日沽貨離場，亦不是因股價觸及止蝕價，只是股份質素改變或有其他更好的投資機會。

窩輪.....39

2004 年中，我開始留意及參與窩輪買賣，所選全是《滙豐》輪，希望由淺入深，從簡單出發，因此所有認識都以《滙豐》輪為基楚。

雖然經過兩年接觸，但了解仍然有限。希望能分享一些經歷及看法，與各位討論、研究，做到集思廣益、越辯越明。範圍主要有四點：

1. 炒輪策略及技巧
2. 窩輪是否等同賭博
3. 窩輪商的真面目
4. 窩輪的投資價值

我的立場

由始至終，我視窩輪為一種遊戲，與投資致富拉不上關係。我亦極力反對投資窩輪，現時香港輪壇充滿荒謬，詭辯及謬誤(稍後一定詳細解釋)，一種被強調是「低風險高回報」的投資，隨時變成一種「高風險無回報」的死亡遊戲。過去兩年炒股失敗，燒炭自殺的報導時有所聞，但其間並無大跌市，即使本月跌幅大，亦只是 10%，相信致死原因與孖展或窩輪有密切關係。(孖展已寫了多篇，是時候討論窩輪)

策略一：仙輪

窩輪最大吸引力是其驚人的爆炸力，做到以小博大，常見一些窩輪可以極短時間內上升多倍，當中例子有：《滙豐》輪 9160，3960，3694 升幅都以十多倍計，及已到期的 3871，9183 及 9393 等升幅亦由 2 至 6 倍多，升幅如此巨大，當然以低位仙輪時入市計。

以下是本人一些仙輪的投資記錄：

窩輪/到期日/行使價	買入	沽出	利潤
3871 2006-3-28 /\$130	Feb-14 (\$0.078)	Mar-6(\$0.181)	132%
9183 2006-3-31 /\$135	Feb-22 (\$0.021)	Mar-7(\$0.096)	357%
9393 2006-4-28 /\$140	Feb-22 (\$0.018)	Feb-27(\$0.12)	567%

9160 2006-6-1 /\$136 Mar-29 (\$0.05) Apr-20(\$0.09) 80%

3977 2005-12-30 / 去年 Nov-25 (\$0.01) 廢紙 100%損失

我無意誇口好成績，事實上亦曾買入變成廢紙的仙輪。

好成績背後，除了運氣外，還有一點技巧，包括末日論，業績公布日 (Mar-06《滙豐》宣布業績) 及市場波幅等問題，將會一一提到。

入市時機

窩輪的價格是不斷變動，相關的最大損失值及潛在爆炸力亦不斷改變。如若輪民於去年買入窩輪 3960，並於今年 5 月 9 日以收市價\$0.56 沽出(若以最高價\$0.69 沽出，利潤更大)，可跟據不同的買入價而推算出不同的相關數值：

日期 收市價 最大損失值 實際回報 爆炸力

02-08-06 \$0.28 \$0.28 \$0.28 2X

27-09-06 \$0.13 \$0.13 \$0.43 4.31X

10-10-06 \$0.08 \$0.08 \$0.48 7X

19-10-06 \$0.041 \$0.041 \$0.519 13.66X

與其以 2.8 萬元買入一隻價格為\$0.28 的窩輪，不如以 0.41 萬元買入一隻\$0.041 的窩輪。很明顯買仙輪是有很大好處… 待續…

註：想貼上一些股價圖，讓大家參考，但失敗，日後再試。

回應：

問:上文中的日期是否 02-08-05 / 27-09-05 / 10-10-05 /19-10-05/ 呢??

答:對不起！我弄錯了有關窩輪#3960 的日期，此輪壽命是由 04 年尾至 06 年 8 月尾，所提日期年份應全改為 05 年，不是 06 年。

仙輪.....40

輪民一生中若從未捕捉到一、二十倍或以上爆炸力的窩輪是當相遺憾，就如 Titanic 當差(警察)二十年而從未捉到賊(垃圾蟲除外)一樣令人氣餒。

買入仙輪有很多好處：

1. 以小博大：只有仙輪可以提供高倍數回報，做到以小博大，「小」是小量金錢，「大」是大倍數回報，即 Titanic 所謂之「輪少贏多」。
2. 小賭怡情：輪民與賭徒常有同一問題，難於抽身離市，而窩輪又是高風險遊戲，變成標叔(董標)所言之「唔賭會病，賭親無命」，既然如此唯有小注一些時間長的仙輪，以解賭仔之「大鋪癮」。
3. 抽身容易：由於注碼小，一旦私務繁忙或有重大事情發生，無暇兼顧輪市，也大可全盤放棄，重回自己工作、生活。

但是輪商極力反對輪民買入仙輪，指出仙輪風險高而值搏率低，隨時無人承價，無法止蝕，變成廢紙。(註)

這是一個非常荒謬的理由，原因：

A) 市場波動是無法估計，任何窩輪包括深入價內的，都有機會因市場急跌而成為廢紙。大價窩輪的潛在風險更大。

B) 仙輪成為廢紙的機會雖大，但實際損失只是幾仙，可能不及其他窩輪下跌 10% 的損失。輪商經常提醒(應該是引誘)投資者以十份一資本參與窩輪，強調以小博大，但又力勸輪民不要買入仙輪，這是十分矛盾。如果輪民以買賣窩輪十份一的資本參與仙輪又如何呢？

C) 仙輪可能是非常價外，但陽壽未盡(到期日前)，還是不易成為廢紙。當一窩輪位列仙界，輪商利潤已達高水平(70~99%)，他們以大慈大悲之姿態回購仙輪，實情是怕正股急升，見財化水，同時發行窩輪需要成本，如若輪民以 1 至 3 仙買入，對輪商而言就是高風險低回報。

仙輪是指市價由\$0.01 至\$0.099 窩輪，買賣仙輪常遇兩難，太早入市，可能輪價仍下跌，如#3960 以 8 仙入貨後，輪價幾日內再跌約 50%，期希輪價跌到 2 或 3 仙才出手，輪價忽然重 4.1 仙回升，為平衡現實與理想的情況，必須設定一個行動範圍(如 5 仙或以下)。

由於《滙豐》近月上升，很多窩輪脫離仙界，將來是否仙輪難求呢？炒仙輪看似簡單，但還有很多需注意之處，如：到期日與末日輪、正股業績公布、換股比率等… 待續…

註：李頌慈『窩輪 101』及李錦『窩輪法門』都反對買入仙論。

仙輪(2).....41

上篇提及仙輪，似乎有越講越糊塗的狀況，想多作一些解釋，輪民常對炒仙輪有些誤解：

1. 仙輪變成廢紙就是 100% 的損失。

以單一次買賣計算是正確，但應以整體計算。情況有如買六合彩或三 T，即使一次投資失利，也只是口袋中的少部份。十份九的本金留於手上，比投入十份一更重要，能控制注碼，勝出「仙輪遊戲」的機會就大增。

2. 仙輪是末日輪，很快成為廢紙，可能是下月、下星期或是明天。

由於每月都有仙輪變成廢紙，給人這種錯覺，事實上有些仙輪是很長壽：

窩輪	日期	收市價	行使價 (正股價)	距到期時間 (到期日)
3960	2005-10-19	\$0.041	\$136.88 (\$120.1)	約 11 月 (2006-8-28)
3694	2005-12-15	\$0.013	\$148.88 (\$125.9)	約 9 月 (2006-9-8)

3. 仙輪一旦成為廢紙，輪民無法獲利，輪民應避開有較大機會成廢紙的仙輪。

很多窩輪一生中也未曾到價，注定將以廢紙告終，但輪民如能以低位、仙輪時入市，趁市況反彈獲利，並不死守到最後一刻，這樣獲利的機會也很大，仍能有可觀利潤率，例如已結算的 9183 及 9393 雖已成廢紙，但亦為輪民帶來利潤。

以下是本人一些仙輪的投資記錄：

窩輪/到期日/行使價	買入	沽出	利潤	結算價
3871 Mar-28/\$130	Feb-14 (\$0.078)	Mar-6(\$0.181)	132%	\$0.116
9183 Mar-31/ \$135	Feb-22 (\$0.021)	Mar-7(\$0.096)	357%	廢紙
9393 Apr-28/ \$140	Feb-22 (\$0.018)	Feb-27(\$0.12)	567%	廢紙
9160 June-1/ \$136	Mar-29 (\$0.05)	Apr-20(\$0.09)	80%	廢紙

4. 買輪應捕捉正股的走勢，若對後市毫無頭緒，就應忍手。市況波動細，也不應入市，因時間值的消耗已令窩輪下跌。

仙輪有如巨型炸彈，一旦被引爆，威力驚人，只要它的有效時限足夠(到期日長)，隨時提供本少利大的機會。如遇到平價仙輪，不妨買兩隻防身。

什麼是平價仙輪呢？

窩輪	日期	收市價	有效時限	每月平均消耗
3960	2005-10-19	\$0.041	11 個月	\$0.00372
3694	2005-12-15	\$0.013	9 個月	\$0.00144

把仙輪的買入價除以有效時限，就得到每月需要付出的時間消耗值。以上兩輪的

消耗值是非常低，現時隨便抽查一些《滙豐》價外窩輪，都可以引證此點。
另方面，仙輪價格已貼近底線，時間值消耗有限，輪民不應因此而放棄入市機會。
(註一)

去年 12 月中，窩輪 3694 成仙輪，沽家掛出為 1.3 仙，買入此輪看似危險，但當中潛在回報十分吸引：

日 期	收 市 價	爆 炸 力
2005-12-15	\$0.013	1.00X
2006-2-28	\$0.105	8.77X
2006-4-28	\$0.035	2.69X
2006-5-26	\$0.127	9.77X

假若在 5 月中以最高位\$0.45 沽出，回報則為 34.62 倍。

如果能捕捉到正股急升的時機當然好，但並不容易(註二)，不如捕捉一些有巨大爆炸力及足夠有效時限的窩輪，它們有確切的數字計算，容易追尋發現。

仙輪何在

今年滙豐升了不少(其實只是 10 元)，發覺去年的 3690 及 3694 成仙時是超級筍盤，現在似乎已難到找長命仙輪，但近期輪商又發行了不少高行使價的遠期窩輪，只要市況反復，或牛皮一段時間，長命仙輪不難再現。

註一：我没有買入此兩隻窩輪，當時曾作了多番假設、推算，結果作了別的選擇，事後孔明，發覺此種「巨型炸彈」，威力不可輕視。

註二：估計後市真的很難，我 4 月尾沽出 9160，踏入 5 月此輪急升至 56 仙，是我沽出價(9 仙)的 6 倍多。

註：寫仙輪比較沉悶，尤其是關於買賣操作方面，快些寫完末日輪及千日輪就可以寫些輕鬆一點的。

回應：

寫窩輪多篇，其中對仙輪著筆不少。最近中蕊輪#9691 由上星期的\$0.01 升至昨日\$0.028，升幅 2.8 倍，利潤是 180%，雖然它不是《滙豐》輪，但過程已符合仙輪的遊戲規則。我不知道它可以再升多少，但它變廢紙機會極大，精明輪民應沽出部份，鎖住利潤。一直以來，我不希望推介股票、窩輪(雖然經常提到《滙豐》、

《思捷》)，只希望提出處理股票、窩輪的方法，與有心人一同研究。股壇 Titanic 真是青出於藍，今日他對我說，投入此輪的資金是我的五倍，把我嚇了一跳。「阿力，此終都系仙輪，唔駛咁狼呀！玩吓好啦！」

中芯輪#9691 是符合仙輪的遊戲規則，希望有留意這幾篇有關仙輪的，早前已買入此輪。10 月初此輪跌至\$0.01，可謂跌無可跌，實在是值得博高。但現時情況改變，輪價已上升 2.8 倍，應沽出部份，鎖住利潤。我不希望推介股票、窩輪，但希望大家可一同研究炒股、炒窩的方法，能捕捉機會。

末日輪.....42

策略二：末日仙輪 (跨越業績公布日)

買入快將到期的仙輪是很危險，即使輕微價外也會變成廢紙。大多輪民都明白此道理，因此末日仙輪下跌得很快，但這種窩輪並非全無投機價值，碰巧遇上業績公布，或可轉危為機，得到可觀回報率。

去年我買了一隻末期仙輪：

窩輪：3852 滙豐 Call 輪

到期日：2005-8-8

最後交易日：2005-8-2 (買入時間是 2005-8-1)

行使價：\$127

正股價：輕微價外，\$126.2(July-28)，\$126.4(July-29)，(July-30,31 是假期)

《滙豐》於 8 月 1 日(星期一)收市後公布業績，當時我的計劃是：公布前的最後一刻買入這隻末日仙輪，由於時間值只有兩天而且正股還未到價，輪價一定很低，可能是 1 至 2 仙就可到手，一旦《滙豐》的業績比預好，股價大升二至三元，末日仙輪就會由輕微價外變成深入價內二至三元，即此輪會大升二、三十倍，這是一個非常理想的結局…

真實情況如下：8 月 1 日早上，莊家以 2 仙掛入，但很快此輪以 3 仙以上成交，我開始以擔心有人偷步，決定立刻照價 4 仙掃入，但數量只有 40 萬股，當日收市價為 8 仙，已有 100%利潤，翌日由於《滙豐》業績優於預期，結果股價上升至\$128.5，窩輪 3852 的收市價為 13 仙，爆炸力是 3.25 倍，即回報是 225%，比我的最大期望相差很遠，但利潤率仍可以，而且前後交易時間只是兩天。

結論：業績公布前的最後一刻，買入輕微價外的末日仙輪，壽命越短越好，因可盡量消耗時間值，令仙輪的價格更低，爆炸力更強，但**仙輪的最後交易日**必須跨越及貼近業績公布日，希望好業績成為火花，引爆末日仙輪的內在爆炸力。

輪民必須注意這是一個非常投機及賭博成份高的遊戲，隨時血本無歸。

偷步現象

炒業績公布可以偷步入市，炒相關仙輪亦一樣。今年 2 月 22 日，《思捷》公布業績，股價由年初約\$55 急升至 2 月 1 日的\$69.65，這是一種偷步現象，同期思捷有一仙輪由約\$0.05 大升超過\$0.5，有多於 10 倍回報。

今年 3 月 6 日，《滙豐》公布業績，我希望捕捉到因股價急升的窩輪爆炸力，同時又怕有偷步炒作情況出現，因此我於 2 月 14 日，以\$0.078 買入少量 3871，若輪價再下跌，我將進一步買入更多，最後發覺我再無機會買入更低價的 3871。(一般情況我會以\$0.05 或以下的仙輪為目標)

一隻末日仙輪急升，對輪商而言是頗尷尬(可能被同行取笑)，眼見可以「有殺無賠」，突然要「獲利回吐」，老闆一定大發脾氣。現時輪商大多避開業績公布期，以《滙豐》為例，中期業績將於 7 月 31 日公布，最貼近的窩輪是 9947，其最後交易日是 8 月 15 日，暫時可以見到整個 8 月份上半月都沒到期窩輪，出現一個明顯真空時期，輪民莫說「搵食難」，就連「偷雞、博懵」的機會也難求！

千日輪.....43

策略三：千日輪(註一)

註一：本文煩復沉悶，解說亦非流暢，若非輪民或對窩輪無興趣者，少看為妙。

窩輪內在的時間值，隨著時間而消滅，持有日子越長，付出的溢價越大，因此很多人反對買入長時期的窩輪。

2005 年 6 月尾，有一隻《滙豐》窩輪 3488 面世，它的到期日是 2008 年 9 月中，時間非常長，約有 39 月或超過 1000 日，因此有人稱之為千日輪。

我對窩輪 3488 非常感興趣，經常留意。去年 10 月《滙豐》股價下跌時買入此輪。資料如下：

日期：2005-10-12

窩輪：3488 / **\$0.89 (買入價)**

行使價：\$128

正股：\$122.1

溢價：12.12%

距到期日：約 35 月

買入千日輪的原因是：

1. 歷史波幅下限：當時我相信《滙豐》已貼近該年股價波幅的下限(原因暫不解釋)，再下跌空間有限，千日輪的價格很高，不同仙輪，若正股再大跌，輪價的損失很大。

2. 溢價便宜：很多輪民因付出高昂溢價，即使正股到價也可能因溢價消耗而虧損，所以溢價越低，獲利機會越大。

買千日輪像要付較高溢價，但這不是真實的，很多輪民錯誤計算溢價，溢價不可單以一個數字視之，必須以相關的時間來衡量，以下表為參考，所包括都是\$128為行使價的《滙豐》Call 輪，資料來自 2006-6-6，收市後資料(法興網站)

窩 輪	到 期 日	尚餘日數	溢價 (%)	平均溢價*(%)
3488	2008-9-18	835	7.1	0.0085029
9125	2007-6-29	388	5.2	0.013402
3998	2006-7-28	52	1.1	0.0211538
9687	2006-7-24	48	1.1	0.0229116

平均溢價是指溢價除以尚餘日數，即溢價的每日平均消耗值，是一個很重要的參考數值，等同樓宇的平均呎價，大家都知道一千萬的樓宇比八百萬的樓宇貴，但這是否真實呢？假若兩樓宇是同地區、年份、座向、樓層及呎數，答案自然很明顯。但若兩樓宇的呎數是不同，問題就出現。

由上表可見，同樣的行使價\$128 計算，到期日越長，所要付出的平均溢價反而是越小，這是一個奇妙的發現，而且這不是一個偶然情況，相反是一個經常的情況，除了一些末日輪可能不在此範圍外，一般情況也經常如此，這是輪民在「選輪」必須注意的事情。

3. 估計容易：投資窩輪必須估計正股走勢，這是非常困難，特別是中、短期走勢，因有很多非理性的因素，如恐怖襲擊；但長線而言，股份主要是受本身的管理質素影響(註二)，因此要估計三年後的《滙豐》是比估計三日或三個月後的《滙豐》來得容易。

4. 倍數效應：千日輪有點近似孖展，同樣有放大作用，所用資金少而放大倍數更大。若看好三年後的《滙豐》，可以有各種不同的選擇：

	優 點	缺 點
現金買入	1. 股價短期波動，只會做成賬面虧損，對長線投資者並無大影響。 2. 股息收入。(估計約 4% 收益，三年就是 12%)	需要資金大，股價若上升，收益亦不及於其他的投資方法。(孖展或窩輪)
孖展買入	1. 把利潤放大 1 至 4 倍。 2. 按揭比例可自由控制。 3. 不受時間性限制，可長期保持孖展狀態。	1. 可能損失全部本金及被追補孖展借貸部份。 2. 要為借貸部份支出利息。
買入窩輪 (千日輪)	三者中，以窩輪所用資金最少，潛在損失最細，但放大倍數最大。	必須於一定時間內，正股價有一定的升幅，才可達到打和點，否則 total loss。

衡量是否買入千日輪，必須相信窩輪能克服潛在的缺點，以 3488 的例子，它必須於 35 個月內，正股升幅大於 12.12%(溢價)，即正股價由\$122.1 上升至\$136.9，換句話即年復增長率為 4%。

由於去年 10 月，我相信《滙豐》已到達股價波幅下限，及其股價有能力以每年以大於 4% 的幅度增長，所以買入此輪。

假設買入千日輪後的第一及第二年，股價能有 10% 的增長，即股價由\$122.1 上升至\$147.7，窩輪 3488 的內在價值為\$147.7-\$128 (行使價) 再除以換股比率(10) = \$1.97，即使第三年股價沒有任何升幅，收益率亦有 2.2 倍或 120% 的利潤。

若一切順利，千日輪於第三年(最後一年)，會成為價內輪。但假若有突發事件如 911 等，正股可以突然下滑超過 20%，這樣所有利潤及老本就會泡湯。因此買入千日輪的時機重要，賣出的時間亦很重要，為避免突然事變，應切忌最後一刻離場。

簡單而言，買賣千日輪的計算太多，包括正股的歷史波幅及外在因素亦會隨時突變，因此並不容易。

註二：很多相類同股份，如八十年代末的《新鴻基地產》和《新世界發展》，兩者面對的外在因素是一致的，股價亦非常接近，但十多年後，兩者股價竟相差多倍；另一例子是《思捷》與《佐丹奴》，94 年初，兩者股價相若，發展市場及模式亦相若，只是《思捷》所走的檔次略高，但十多年後，兩者股價亦大幅相距十多倍。它們所面對的外在因素完全一致，令業績及股價出現差異的原因必定是其內在因素。

窩輪=賭博？.....44

炒輪等同賭博

今年 5 月 20 日，參加了『法興』舉辦的窩輪講座，主持人李 X 建提出一個問題：「炒輪是否等同賭博？」李 先生認為很多輪民對窩輪沒有足夠認識就參與市場，的確與賭博無異，若投資者能充份理解窩輪的條款及風險所在，窩輪並不同賭博。李 先生的解釋是一個詭辯，把「賭博」的責任推向輪民，世上很多東西如賽馬，賭場內的百家樂、廿一點本質是賭博，就是賭博，賭徒如何精通也無改其賭博的本質。

窩輪是否等同賭博？這是輪商從不承認的事情，他們為窩輪作了種種解釋：

1. 是衍生工具，附有條款及各種數據，需要專業知識
2. 一份合約或是一種「權利」
3. 對沖及套戥的工具

綜觀世上各種賭博，無一不是由其他東西衍生出來，如賽馬運動衍生出獨贏、位置、孖 Q、三 T；港人熱愛的麻雀耍樂亦是 144 隻塑膠積木衍生出來，即使近日的世界杯足球賽亦已衍生成各不同賭博組合，成為中外賭徒的盛事。

炒期指、炒輪可以很專業，賭博亦同樣可以非常專業，就如賽馬，牽涉到馬匹的血統，操練方法，賽事的部署，專業賭徒的計算從不馬虎(贏唔贏是另一回事)，即使黃大仙順嫂打牌耍樂也講究章法，誰敢說賭徒不專業呢？

窩輪是輪民與輪商定下的合約，賦予輪民於窩輪到價後獲利的權利。六合彩、賽馬的彩票又何嘗不是一種合約，使投注人猜中結果就能獲獎，毫無疑問賭博是一種重視合約精神的遊戲。

窩輪是否對沖及套戥工具，並不重要，亦無阻本身的賭博特質。同樣賽馬及足球賽事雖已成為賭博，但亦無改變其運動及觀賞成份。

若窩輪是賭博，股票又是否賭博呢？

上世紀 80 年代，立法局通過了期貨市場的相關豁免賭博條例，容許恆生指數期貨及衍生工具買賣。恆生指數期貨被視為賭博，與其他商品期貨(如黃金、石油)的性質截然不同，只有一個原因，就是指數期貨不可以實物交收，與賭博相同。窩輪與指數期貨都是衍生出來的產物，同樣是以金錢結算，不能以實物交收(註)。

相反股票不可算是賭博，一者股票是以實物交收，與樓宇、汽車買賣相同。二者股票持有人不受時間因素限制，相反所有賭博必有一個分出勝負的時刻、方法及派彩(結算)方式。

窩輪是賭博，又如何？

很多股民視股票市場為賭場，股票與窩輪同是賭具，沒什麼分別，這是很大錯誤，股票與窩輪是兩種不同的東西，投資策略、技巧亦不相同，股民失意股壇就是因錯用賭博方法炒股，用投資的方法炒輪。

我視窩輪為一種有賭博成份的遊戲，與投資致富扯不上關係，賭徒的略策、技巧再高明也需要運氣，畢竟「賭仔買肥田」不是一件容易的事情。

註：美式窩輪可以用正股交收，但香港只推行歐式輪，即現金投注、現金派彩。

輪商真面目(1).....45

近年窩輪交投暢旺，成交大增，與輪商的大力推廣不無關係。可惜繁榮背後，輪民仍是輸多贏少，去年末有一調查發現大部份輪民皆輪市失利，繼續炒輪的目的是希望把輸丟的贏回來。

每次窩輪講座都變成輪民的申訴大會，指斥輪商的種種不是，輪商見招拆招，把不滿化解於無形，亦不忙大力推廣窩輪業務。

十份之一

輪商提醒輪民投資窩輪是高風險，應以 10%作為炒輪的資本，切勿過份投入，輪商之言無可厚非，但以銷售技巧而言，這是一種曲線推銷手法，不斷「提醒」變成「引誘」或「催眠」輪民應以十份之一的金額炒賣窩輪。一些初次參加講座者必然對窩輪「心癢癢」，在輪商鼓勵之下，初試啼聲…最後越賭越大，不能自拔。相反一些已泥足深陷的輪民本想聲討輪商，卻變得啞口無言，只能怪自己投入太多。

穩賺無蝕

很多輪民失意輪壇，輪商卻穩賺無蝕，此點是輪商極力否認，表示希望與輪民雙贏，而輪商也有風險，也有虧蝕：

李頌慈：「…為何有些發行人會暫停發行認股證，甚至乎終止認股證業務，撒離香港、亞洲市場呢？若說這是一門必賺生意的話，理論上，以上所有問題都不會發生。」(窩輪大智慧，126 頁)

輪商撒離可以有原因，不一定生意不佳。反過來說，現時輪商及上市窩輪的數目大增，輪商的廣告又大行其道，是否可以話輪商的利潤若不是穩賺，也必定非常深厚呢？

李錦指出，因輪商以溢價發行窩輪，所以有輪商必賺的錯覺，事實上輪商是以正股波幅作為對沖成本，例如估計波幅為 18%，但當波幅大於 18%，輪商就會有損失。

李錦的解釋是不成立，因為輪商應該為窩輪作全面的對沖，輪商可以完全避免正股波動的風險，在售輪的一刻已可鎖定利潤----售輪的溢價，同時或可從正股得到股息。(林森池『證券分析』第十一篇有討論)

假若輪商以正股波幅為對沖，涉及的對沖成本可以大降，風險亦同時轉假市場，輪商就可做到本小利大，不幸正股的波幅高於估計，令輪商損失，也只是少數的情況，是輪商預期及可以承受。情況就如博彩業經營賭枱(廿一點或大細)，即使一張賭枱一時失利，損失亦可從長期的營運或其他賭枱收入彌補。從長遠及整體來看，只要交易量充足，輪商是穩賺無賠。

仙輪

輪民炒輪期望以小博大，是理所當然，所以仙輪就有一定價值，但輪商都極力反輪民買入仙輪：

李頌慈提出的理由非常牽強：「…當窩輪跌至 1 仙以下時…無從止蝕…變成廢紙…」(窩輪 101，189-190 頁)

1 仙或以下的窩輪即使可以止蝕，又有何用？

李錦：「如果年期只剩下一、兩個星期及超過 10%價外，這種仙輪(也可稱為末日輪)的風險相當大，而值博率低…」(窩輪法門，194 頁)

李錦是一個有趣人物，他的言論是我所認同，但輪民也可思考一番，把其言修正為：「如果年期長及少於 10%價外，這種仙輪是風險少，而值博率大！」

真面目(2).....46

輪商反對輪民買入仙輪是可以理解，為了幾個仙利益而發輪，絕對是回報低而風險大，因此輪商為仙輪提供的報價差額很大，成交量亦很少，營造交投淡靜的氣氛，盡力令輪民卻步，同時迫使持貨者只能以賤價拋售離場。

換股比率

仙輪的爆炸力一旦被引發，威力驚人，撇除溢價因素，正股與窩輪應是同步升跌，正股升一元，窩輪就應升一元，仙輪的爆炸力便可盡情發揮，相對市價 1 仙輪，1 元的升幅就是 100 倍的回報，但事情並不是這樣，以《滙豐》為例，正股升 1 元，仙輪只會升 0.1 元，原因是換股比率作怪，把仙股爆炸威力大減，現時大價股份的窩輪多以 10 或 100 份窩輪換一份正股，這對輪商有莫好處：

1. 港交所最低掛牌為 1 仙，如果換股比率是 10 輪換一正股，真實值應是 10 仙而不是 1 仙，即輪民無法買賣真正仙輪，失去以小博大的機會。
2. 換股比率使人容易產生錯覺，以為輪價便宜，萬一窩輪成為廢紙也只是幾毫錢的事，事實上一隻換股比率是 10 而作價\$0.5 的窩輪，真正價值是\$5，當它一旦成仙，最後返魂乏術，一定在輪民的記憶中留下痛苦回憶。

窩輪商提供的資料

輪商常以推廣及教育輪民為由，設立網站，發放資訊，但資料是否足夠有用呢？

1. 輪民向輪商訴苦，輪商卻指出輪民沒有做好功課，對一些重要數據如：Vega、Gamma、Theta、Rho 等一知半解，就參與市場，輸錢實關人隱事。
2. 當有輪民質疑這些數據時，輪商則表示這些這只是「**參考數據**」，推算出來的亦只是「**理論價格**」，事實上理論價格就是從未真實過的價格。
3. 「平均消耗溢價」是非常有用的參考數值，可惜一直欠奉。
4. 中期貼價輪，經常為輪商推介，但以溢價平均消耗值、溢價、最大窩輪損失價或其內在爆炸力計算，一般都不便宜，值博率不高。市況一旦波動，亦容易成為價外而最終成為廢紙。
5. 引伸波幅是由場外而來，對輪民來說，無法掌握，輪商常以此為「擋箭牌」，隨意調效窩輪溢價。
6. 其他波幅如股價歷史波幅，股份的 P/E 及股息波幅，相對較容易處理，透明度亦高，有一定參考價值。

本人經常自說自話，閉門做車，所提意見常有偏差，希望各界指正。

窩輪的投資價值.....47

『富爸爸、窮爸爸』：「你必須明白資產和負債的區別，並且盡可能地購買資產。如果你想致富，這一點你必須知道。這就是第一號規則，也是僅有的一條規則…」，「資產就是能把錢放進你口袋裡的東西。」

以『富爸爸、窮爸爸』的觀點，窩輪並不是資產，它不能制造現金流，即使不斷買入窩輪也不會令你變得富有。

時間值的不斷消耗，使窩輪的價值同時減少。**比得林治：「當你擁有優質公司股份時，時間站在你的一邊…當買入期權(及窩輪)時，時間卻站在你的對面。」**

經過多年教育，散戶已經接受了時間值或溢價的觀念，有機會一定要請教李頌慈或李錦：

1. 輪商的時間有價值，散戶的時間也有價值，兩者同時消耗時間，為何散戶要付輪商時間溢價？
2. 買股票、買期指不用付時間值，為何買窩輪要付時間值(溢價)呢？

每種遊戲有每種遊戲規則，散戶可以選擇參與或離場，股神畢菲特則選擇做莊家而不做散戶，他數度沽出認沽期權，作用等同窩輪的莊家，發行認沽窩輪，先贏溢價，若股價真的下跌至行使價，畢菲特則視為入貨良機。

香港的期權市場不活躍，散戶多參與窩輪買賣，但只能做「閒家」，不能做莊家。結果炒輪先蝕頭注(溢價)，再賭大細(市況走勢)，往往多勞而未必有得。

過往數篇我經常寫到「投資窩輪」，但我想這是錯誤，窩輪跟股票不同，本身沒有創富能力，不是投資工具，炒輪的關鍵正是李錦所提的「值博率」，窩輪是一種隨時 Total Loss 的遊戲，若果獲利不能以倍數計，或每次只是幾十個百份點，參與這個遊戲實在不划算。

曾提到仙輪的驚人爆炸力，若能仙輪過三關，每次獲利十倍，即一萬變十萬，十萬變百萬，百萬變千萬(真是想吓都開心，就算每次獲利五倍，也有 125 萬)，這是非常理想及幸運的情況，一者選中爆炸力被引爆的仙輪機會率很低，一年裏有一兩次命中已很難得，二者一些有值博機會的長命仙輪成交量很少，每日只是數千元，甚或是零成交。簡單來說，仙輪過三關並不容易。

千日輪雖有孖展的作用，但始終不及孖展安全及受控制；以孖展借貸，只要資產質素高，即使一千幾百萬或更多的貸款，你也不會感到什麼壓力，但窩輪是沒有質素可言，還是「小賭怡情」。(註)

總括而言，窩輪是一賭博遊戲，沒有投資價值，一砌以「值博率」為大前提。

註：詳情見網誌「千日輪...43」及「孖展比率...26」

財來有方.....48

每年我定時收到股息，對我來說這是非常重要及有意義：

1. 不勞而獲：只要持有優質股票，就會收到股息。不需要朝九晚 X 地工作，日日看老闆臉色，收工後帶著半條命返家。
2. 公平放心：股息比工資更令人感公平放心，多些股票、多些股息，打工賣命是否多勞多得，當你著重工資時，就會懷疑老闆是否公平，大胸女秘書的工資是否比自己高；本想「小國寡民，不理世事」，奈何公司一時裁員瘦身，一時又合併重組，真是過得初一，未必捱到十五。
3. 改變命運：此話雖有點誇張，但必須明白奴隸獸出賣勞力、尊嚴的生活往往是世襲，若果要改變下半生或下一代的命運，必須把重點由工資轉往股息，由出賣勞力轉變為擁有賺錢機器--大企業的股票。
4. 長期收入：無論年紀有多大，我也會收到股息，即使 60 歲、70 歲，甚或死後，家人也會得到股息，相反公司對你再好，退休後就再無賓主關係，打工仔若理財不善，隨時手停口停。
5. 簡單方便：香港股民不需為股息交稅，股息準時存入銀行戶口，股東可安心花費，第二年又有股息收入，還可能有大於 10% 的增長，真有「千金散盡還復來」的感覺。
6. 自由及安寧：只要有穩定可靠的股息，不必再擔心股價大上大落，今天下跌了的股價，往往是短暫，只要股份能有不斷增長的盈利及股息，股價還是重上升軌，實在不值得為股價升跌勞神操心，担驚受怕。

對小股民來說利用股息過活，實在有點「何不食肉糜」的感覺，克勤克儉才積得數萬元，買股收息，一年才得一千幾百，又有何用呢？

但我想法完全不一樣，買股收息，最初的幾年，的確收益有限，十八年前《滙豐》股價約為 7 元多，現時股息一年也近 6 元，相信再過兩年，股息就會升至 7 元多，換句話最初投入 10 萬，二十年後，每年股息已相當於從前的總投入，以後的日子股息還繼續增長，再過五或七年，股息的收入又可能翻一翻。現在所提是股息收益，資產的升值還沒有計算。(可看網誌『大茶飯……21』)

二十年是一個很長的時間，但時間總是要過，而且耐性是得到獎賞，每年也有股息消費。以股息為主的投資方式也可以很靈活，可以把股息袋袋平安、亦可再投資，或以股息支付孖展利息，買更多股票，這可算是一種簡單的財技。

別人低買高沽，賺取差價時，我則努力建立我的資產，製造穩定而強勁的「現金流」。經過幾年時間，我已習慣這種方式，對股價上落已不太在意。散戶面對獲利股份難免心癢癢，想獲利回吐，再趁低吸納。若果真正做到未嘗不是樂事，但投資者必須明白當中也有風險，股市往往波動難測，真的不知道伊朗何時會焗煉花生油、北韓無聊放炮仗，股市就是受這些無無謂調的消息影響，但這會令《滙豐》盈利減少，派息下降嗎？

過往我和很多小股民一樣，常以本錢少為理由，不停炒作，鑽研各種技術分析，捕捉市場走勢，以為只要堅毅不屈，努力嘗試，終會殺出一條血路，但這實在是一個「為錢而工作」之法，太過勞累，要求太高，絕不是「錢為我工作」的方法，縱得錢財亦是勞心勞力的辛苦錢。況且投機炒賣能有大成絕不容易，世上很多窮人都曾炒金、炒股、炒外匯，出色的投機者索羅斯在英鎊貶值一役獲利甚豐，轉眼又失意於俄羅斯的金融危機。

簡單來說，股息為主的投資概念是一個「絕對」而真實的投資概念，即一筆資金能創造出來的財富，並可以真實地反映在你的銀行戶口中，受你支配。陸叔(陳永陸)和很多股民都會以手上擁有的股值，和大市及最初資金相比，衡量投資成績，這種成績是相對性並隨時因大市下跌而逆轉，這種「相對」而非「絕對」的觀念使散戶輕視風險，難以避開股市泡沫。

古語云：「靜而後能定、定而後能安」，與其不斷炒賣，出賣勞力，不如努力建立穩健的「現金流」，一旦完成目標(例如 10 萬股《滙豐》)，你就會發覺錢像是「天上掉下來、樹上生出來」。

回應：

股海浮沉，若能找到方向、目標，成功機會自然大增。10 萬《滙豐》對我來說也是一個遠大目標，但我相信能以平穩速度，逐步向前進發。選擇不同股票會帶給你不同的人生，選股非常重要，必須在穩健(風險)及創富能力(利潤)中找平衡。我明白很多股票將比《滙豐》出色，但我需要是穩中求勝，平穩增長的股票。《中移動》的盈利將會很好，即使上客量維持不變，這是由於投資期已過及折舊率減慢。但可預期在國外(WTO)及國內(民企)，政治及經濟的壓力下，很多領域如金融、保險、電訊必須開放。李嘉誠可以做 3UK、3 意大利，為何布蘭森(Richard Branson, 維珍老闆)不可以做 3 China 呢？十三億人只有兩個流動電訊商是否太少呢？日後再談。

問:小閑兄請問你以孖展眾橫廿多年，注重既系股價既增值定系股息既增值？

答:短線客速戰速決，必以股價升幅為先。但要有長期而真實的財富，須以股息增長為重

1. 一般情況，股息增長是由於每股盈利(EPS)增長所帶動，
2. 股價早晚將上升，反映盈利情況，
3. 增加的股息可用來減債，或增加借貸能力(作個人消費或再投資)，
4. 令投資者更易作持久戰，賺盡升幅。

股息或股息增長的數值很細，往往被人忽視，但在“時間”及“孖展”的循環放大作用下，威力驚人，與其研究股價技術分析，不如花點時間去了解“錢的運動模式”。相反股價上升而未有股息增長配合，很可能是股份進入泡沫期，即資產質素轉壞，投資價值減少，每次公布業績或遇大市調整，股價難免受壓。

問:多謝鄧兄既熱情解話，但我有點唔系好明，如果借款額超過一倍以上的孖展，在股票中所得既股息并不足夠支付所要支付俾銀行既利息(除非隻股派息非常高,或孖展利息好低)，以現時既孖展息率甘高，要從股息中賺取利潤并不可觀，本人愚昧，望鄧兄可指點一二!

答:Tony 兄所說是正確，以時現股息與借貸利率情況，及孖展一倍以上(大於 50%按揭)，要做到以息養息，或從中獲利不易，特別是對於一段短時間而言。但利用「逆向思維」來想，如果孖展少於 50%，又或當股息高而借貸利率低時，就可以息養息及從中得益。還有一點是必須考慮，就是「增長」的因素：股息、利率(借貸)及個人的其他收入，都可以是正或負，快或慢地增長，運用孖展更要作一個整體考慮，若運用得宜，投資者可早日達到目標，相反使用不當，則隨時被淘汰出局。我已寫了幾篇有關孖展的網誌，稍後將再寫一篇以作補充。

問:我覺得長期持有滙豐是一個好策略，尤其是現在息率有成 4 厘幾，但如果遇到大牛市，股價急升，可能會導致息率下降，就以上次股災前為例，息率曾經因股價上升而下降至 2.5 厘，之後急跌，直至息率回升至 5 厘才見底，我認為可以息率作為指引，以定揸沽，可以更有效令資產增值，不知鄧兄對此有何高見。

答:我同意 Kent 兄所說，亦有同一想法。息率回報是一個重要指標，對一重型股份 2.5 厘至 5 厘是一個很大的幅度，或可以代表股市已進入大牛、大熊的市況。息率回報太低的《滙豐》已不是優質股，除了本身質素外，還要考慮其他外在因素，如銀行存款息率及大市的泡沫情況。大牛市時，股價往往數月內狂升，幅度可能相等十多年股息收入，此時正是長線投資者撤出的良機。假若錯失機會，對好「息」之徒或已經「洗唔晒」的投資者也不會是大問題，至少每年也有穩定，有增長的股息收入。

問:「唔該評論吓第二階段首部分縮窄買賣差價對市場嘅影響?」

答:反對縮窄買賣差價最落力的是 C 組經紀團體，明顯他們的利益是受到損害，表面上的理由是他們的客戶會減少即日炒賣的興趣，事實上有不少 C 組經紀會聯手出招，製造股價波動獲利，這個情況最常見於市況牛皮，生意淡薄之時。(日後可能寫篇 我在金魚缸的日子)縮窄差價不會對投資者或投機者有任何影響，他們一直在市場中，亦很快會適應。相反縮窄差會只反映電腦化對經紀業的巨大影響，特別是一些小型、華資、家庭式經紀行，他們會感到生意越來越難做...結果被淘汰。(日後另文解釋)

I Have A Dream.....49

I have a dream, 擁有 10 萬股《滙豐》，以現值計約為 1400 萬，絕不是容易的事情。但參照下表，1991 年 10 萬股《滙豐》只值約 103 萬，如果能以借貸於 15 前年買入該批股份，再以月供形式攤還，一定容易很多。

股息與利率

用借貸買股票，有一大考慮：股息收入不足抵消孖展利息支出。91 年時《滙豐》股息是 4%，而孖展利息是 12.5%，相差 8.5%，即借貸 100 萬，每年股民要另付利息 8.5 萬，但這個負利息收入的情況不是絕對或長期的，2006 年借貸利率是 8%，即 100 萬需付年息 8 萬元，但當年以約 103 萬元買入的股份，股息已由 4 萬元升至 58.8 萬，即利息收入是正數 50 萬多。

年 份	股 價	股 息	市場利率	股息 x10 萬股
1991/8 月	\$10.33	4%	12.5% (\$129,125)	\$40,000
2006/8 月	\$10.33 (成本價)	4.12%	8% (\$82,640)	\$588,100
2006/8 月	\$141 (市價)		8%	

由這個實例可見：

1. 以短線而言(投資第一年，1991)，股息收入不能抵消借貸成本。
(\$40,000 < \$129,125)
2. 以長線角度(15 年後，2006)，股息收入大幅高於利息支出，(\$588,100 > \$82,640)
3. 投資者可以想像到一段時間後，累積股息收入大於累積利息支出，利息的正收入將用於減除負債(最初借貸買股票的 103 萬及早期累積的利息支出)。負債減少，利息支出亦同時遞減，最後投資者可完全清還借貸、擁有資產。
4. 這是一個現金流遊戲，投資者要成功必須明白『增長與波動』，
5. 市場利率是波動，可以升、可以跌，主要是受通脹及就業情況影響，絕不是遞增性。(91 年時是 12.5%，03 年時是 4.5%，06 年是 8%，這是我的孖展息率情況)

6. 股息主要是受業績影響，若業務及盈利是穩定增長，股息也很大可能是穩健增長性，若不能找到股息有穩步增長股份，以息養息的投資就會失敗。
7. 股民應以買入價計算股息率，不能單以市場上的即時股息率及利率作參考，股息率高於利率的情況是非常罕見，所以股民應用買入價及考慮一年後、五年、或十年後的股息率及利率的情況。
8. 衡量市價時，若發覺一段長時期後，股息的收益也無法彌補利息支出，這情況已暗示股價偏高，隨時下調或大跌，股民應避免買入，甚至沽出早前低位買入的股份，目的是高沽低買，避開股災，再從低位出發。(日後股災篇再談)

開設孖展戶口

年青人到銀行或股票行開設孖展戶口，常遇到以下問題：

1. 知訊混亂：銀行職員經常不太清楚公司產品，一時說可以，一時又話不能。
2. 態度冷淡：股票經紀可能問很多問題：資產數目、入息証明、炒股經驗等；最後勸你不要炒孖展，改用現金戶口。
3. 錯誤觀念：年青人常有以下問題：「股票行為什麼要信我？為什麼借錢給我呢？」股票行借錢給股民可以收到利息，又可做更多生意，最重要是風險很小，因為股民的股票是放在股票行中，股票行又會要求股民存放一筆按金(由股值的20%至60%不等)，又可以隨時暫倉，取回借出資金。所以股民的問題應是：「我為什麼要相信你(股票行)，不是股票行為什麼要信我？」
4. 資金不足：如果你資金足夠，就無需要使用孖展戶口，開設孖展戶口亦不需要存入大筆資金，當你需要買股票前，才存入款項，以買一手《滙豐》計算，股價 x 股數 x 按金 = $\$140 \times 400 \text{ 股} \times 25\% = \$14,000$ (各股票行可能按金不同)，即只需存入約\$15,000已可以得到入場卷...

若認定有使用孖展的必要，股民應該：

1. 收集及比較各銀行及股票行的孖展戶口資料(包括口碑)，
2. 選定目標後，再找尋是否有親朋與該股票行相熟，要求介紹，
3. 最有效方法，股票行總有生意淡薄時候，這時經紀大多不會拒絕開戶要求。

炒股三步曲

要累積財富不是一件簡單事情，特別是對一些初出茅蘆，月入只是數千元的年青人，還有更多小股民是需要供樓、還咭數、養妻活兒、供養父母，若要他們有能力累積10萬股《滙豐》，單憑個人收入及優質股的增長能力是不足夠，最大可能是分三階段進行...

回應:

我把過去一年收到的《滙豐》股息，或剛公布的一次加上過去的三次息(一年派四次息)，作為參考基準，這是一個滯後數字，並不表示未來《滙豐》的派息率，假若能維持 10% 或以上的股息增長，一年的股息回報應是約 4.4%。股民當然希望股價大跌，息率上升時買入股份，但這是有難度，一者估計大跌市出現時間不容易；二者由於派息不斷增加，到跌市出現，股息已提升了不少，股價即使下跌也未必下跌太多，例如由於《滙豐》股息近年增加，再有戰爭及沙士，《滙豐》也難跌回\$80 水平，或跌破\$100。同時已錯過多次收息機會。另方面，好股票不嫌多，假若要等候股價下跌間期，錯買質素差的股票，日後損失更大。

問:I want to borrow some money to buy some potential shares...how can I do?I am just a young people, around 20.

答: 股壇大師畢菲特及索羅斯，雖心思細密，機智過人亦無法做到無本生利，他們也曾經歷過打工仔，營營役役的生活，去儲蓄最初的資本，再用不同方法去籌集更多資金。年青人最重要是從工資中，累積一筆投資資金，再小心善用，必然成功有望。

問:因有資金, 請問現價是否可入匯控

答: 7 月頭我問過同一個問題(當時股價\$138.5)，以下係鄧兄既回覆：過去一年《滙豐》派息\$5.7384，以\$138 計算，息率為 4.158%。若股息每年以 10% 增長，未來五年共得股息\$38.5；若股息收益率不變，五年後股價約為\$222。投資者必須估計以上的可能性有多大，與及是否滿意這樣的回報，一旦市況反復，《滙豐》也會下跌，是否投資者可以承受，是否願意趁低增持，對《滙豐》復原能力有多大信心。資金不買《滙豐》，可以買其他股票如《和記》、《中國人壽》，你可以想想五年後它們會怎樣，一旦遇上股災，各隻股份的表現如何？單以股價計算，很多股份未來的表現會比《滙豐》好，你是否可以挑選到或可賺盡升幅呢？《滙豐》令很多人發了達，就是因其穩定盈利及派息政策，令很多人放心長揸，賺盡升幅。

乜太投資手記(上篇).....50

乜太，天水圍家庭主婦，年介四十，二十年前在國內與香港丈夫結婚，96 年移居香港，與現職保安員的丈夫及兩名兒子居於公屋。

一家重擔全靠丈夫的收入 6 千 8 百大元，兩名兒子正在求學階段，乜太為了減輕丈夫負擔，平日兼職家務助理，月入 2 至 3 千元。

第一階段

乜家生活樸素，雖入息微薄，每月還有點餘錢。為了積穀防飢，乜太決定做點穩健投資，把每月兼職所得的 2 千元用於購買《滙豐》：

I 乜太由 01 年開始以月供形式買入股份，至 02 年尾，乜太發現她在 02 年買到比 01 年更多的股份

年 份	2001	2002
股 價	91.25	85.25
股 數	263	282
投入資金	\$24000	\$24000

I 同期她留意到 02 年的每股盈利及股息都比 01 年為多(參照下表 A1)

I 乜太知道此時《滙豐》有更高的投資價值，而未來的一兩年她仍會繼續買入

表 A1

年 份	2000	2001	2002	2003	2004	2005
收市價	115.5	91.25	85.25	122.5	133	124.5
派息	3.3843	3.7344	4.1234	4.668	5.1348	5.6794
息率(%)	2.93	4.09	4.84	3.81	3.86	4.56
EPS	5.835	4.5124	5.1348	6.4574	9.1026	10.503
P/E	19.78	20.22	16.60	18.97	14.611	11.85

I 為怕股價大升，乜太決定放棄月供股票的計劃，改以孖展代替

第二階段 (Part I)

I 她以持有的 545 股《滙豐》為抵押品，向股票行借了\$69,000 萬，再買入 800 股，孖展比率為 60%

I 她没有擔心利息的問題，因為當時孖展利息只是 4.5%，而股息卻有 4.84%

I 而且她有 1345 股《滙豐》收息，但只需為 800 股付借貸利息。

I 乜太繼續每月清還 2 千元給股票行，約三年時間(05 年尾)她把所有債務償還

I 下表可見乜太改變方法後的效益：

	簡單月供股票	配合孖展(乜太所用)
時間	5 年	5 年
資金	12 萬	12 萬
累積股數	1114	1345
負 債	無負債	無負債(最後清還所有債務)

第二階段 (Part II)

1 05 年尾乜太又發覺《滙豐》的股價落後於股值(見表 A1)，決定再以孖展買入 1200 股，借貸約為 15 萬，孖展比率是 47%。(借貸除資產 x 100% = 15 萬/ 2545 股 x 市價 x 100%)

1 股票行提供的孖展額是 75%，以乜太個案而言，《滙豐》跌破\$80 就要補孖展。

1 若真的跌破\$80，乜太預備補充一些款額，或出售一手《滙豐》，但她相信這個機會很微。

1 乜太不準備再每月清還孖展借貸，她已供了 5 年，感到有點疲倦，

1 她希望利用股票的自然增長，以戰養戰，最後得到所有股份，

1 05 年孖展的息率大升，由 4.5% 升至 8%，但她並不擔心，因為

1 她對《滙豐》有信心，股息將會不斷增長，而孖展利率只是波動，非增長。

1 另方面，乜太有 2545 股《滙豐》收息，只需為 1200 股付息，

1 所以乜太相信即使停止投放資金，資產也可自我增值及減債，最後乜太完全擁有所有股份

1 其間若有需要一些金錢，她還可以從孖展戶口中提取應急，而無逼切出售股票

註：為方便計算，股票價格只取年終市價為參考，相信「粗略的正確比精確的錯誤重要」。

乜太投資手記(下篇).....51

乜太的投資計劃可分為三個的階段，第一、二階段已持有股票一般長時間，她認識到股價的波動並盡量利用低位買入更多股票，

第三階段

1 她知道股價可升、可跌，開始擔心有一日遇上股災，

1 她重溫過往股災的資料，例如 2000 年《滙豐》的股息率及 P/E 表現。

1 開始對『市場反射理論』與及『榮枯相生論』有意識(註一)，

1 知道可以利用市場波動：低位時買入，超高位時沽出，只需捕捉到一、兩次，就可以把資產倍增。

1 若不能股災前及時離場，問題也不會太大，因為大部份股份是低位買入，

1 乜太明白有很多時間是不需要做任何東西，直至機會出現。

由乜太的計劃可看到一個小股民的轉變：

1. 儲蓄投資，以月供股票，積少成多
2. 利用優質股的創富能力(這是畢菲特的專長)
3. 利用財技(孖展)及市場波動累積更多優質股票
4. 利用市場的失衡狀態(股災)獲利(索羅斯的專長)

以上每一點都可以令人致富，若能配合使用，效力更大。乜太不須要每一項做到，或要做得很出色，只需要做到其中一、二也很好。

乜太從微薄收入中擠出一部份作投資用，這是第一階段，是非常重要的第一步，就如畢菲特盡力「榨取」旗下公司的資金，特別是全資擁有的非上市公司，一定要盡量交出盈利到總公司再投資，若不能交出盈利的都會被畢菲特拋棄，因為這些公司注定是會失敗的，就如一個不能抽出部份工資作投資的打工仔，要脫貧是非常困難。

乜太的投資過程中，除了早期月供股票外，她買賣的次數是很少，她並沒有為炒股而影響生活，仍是一個家主婦，兼職家務助理。

乜太謀定而後動，每一階段都仔思索，例如她利用月供股票而慢慢累積資本，同時她了解到此方法的缺點：

1. 失去投資者的自主性，太受市場控制。
2. 月供股票又稱「平均投資法」，由於每月買入股票，可減輕高位買入的風險，但這只是一個「削峰填谷」之法，低位買入股票的利潤亦會被高位時的買入價所攤薄，若利用孖展就可排除或減輕高位入貨的影響。

乜太的丈夫對太太的計劃並不太在意，認為是小女人的股票仔玩意。乜先生人稱七哥，年少時做過工廠、小販，八十年代投身建造業，為地盤扎鐵大佬，雖個子矮小，卻渾身是勁，工作勤快，七哥被人尊稱為扎鐵王，好境時月入數萬，可

惜不擅理財，未能多作儲備，其後建造業低迷，加上七哥年紀漸大，惟有轉職保安員。

七哥的經歷只眾多香港故事的其中之一，不少打工仔都總有幾年事業得意，手頭鬆動，若不能把握時機，未雨綢繆，實在是非常可惜。富爸爸窮爸爸：『重要的不是你掙了多少錢，而是要看你能留下多少錢，以及留住了多久。』(第三章，第二課)

註一：網誌『黃金夢碎……34』所提及。

註：以月供股票，乜太五年可得：

年 份	2001	2002	2003	2004	2005
股 價	91.25	85.25	122.5	133	124.5
股 數	263	282	196	180	193

回應：

問：不明白這個表，為什麼股數會越來越少？月供股票豈不是累積股數的嗎？

答：這是乜太用月供方法，每年可得股票，五年共得 **1114** 股，如果用孖展方法，乜太卻可得 **1345** 股，而付出資金是一樣，這是善用孖展的好處。

問：老實講，長期持有真係悶到發毛，真係好想有 **d** 更快捷的方法財務自由，各位不訪分享下

答：放長線釣大魚；炒股大忌是急，不是貪。投資初期收益增長往往是很少、很慢，但速度會日漸增加，有一日快得令你吃驚，如《思捷》**13** 年前以**\$2** 上市，今年單單派息已有**\$2.31**，至今股價增長達 **30** 多倍，同期《滙豐》是**\$40** 以下，現時已是**\$140** 以上。只要找到好股票，你的資產就會「與時俱進」。對一件事情或策略感到沉悶是很難堅持下去，你必須找到當中樂趣。對我來說觀察銀行業的過去及將來發展，以及挑選當中最優質的企業是很有趣及挑戰性，我看《滙豐》、《渣打》、《中銀》、《恆生》及《東亞》年報，還有《花旗》及《美國銀行》等年報，每當有一些新發現就令我很高興。對於時裝業，我亦同樣看待。股票市場中「毒草、香花」是常見現象，如何避險、尋寶是一件重要及有挑戰性的工作。

問:但要找到有長期增長的公司很難....如果我找到的是香港電訊,那怎麼辦呢?

答:買了《電訊仍 **Fall**》，還有股息可收，還有《網通》、麥格理、新橋肯買。如果買的是《泰興光學》、《海域孖寶》就已經折衷順變，請看『選股基本法.....4』。

問:會否擔心美國樓市危機會對匯豐既盈利/前景構成威脅？

答:我對《匯豐》有信心，出色的企業必能戰勝逆境。經濟有起有跌，這是無法避免。《匯豐》以穩健見稱，對借貸壞賬有充足準備，即使有危機出現，盈利只會短暫倒退。

問:又想請教你孖展問題。你認為只用一間股票行做孖展好，抑或用兩間或以上的，來分散「匯集風險」好呢？但股票行與股票行之間的資金調動，很不方便，要兩日才成。最近找到間 **X** 才證券，匯控可以按到 **8** 成，不知是不是你用的那間呢？因為你說過匯控可以按到 **8** 成，而我搜尋了多間，都只有這間是按 **8** 成的。我只想聽別人對這間的看法，是否可靠，如你是用她，相信可以給我一點意見。其實我對她並不很有信心，從證監會看到她曾兩次被「公開譴責」，但事情好像不是很大影響他們的財務。相比起 **X** 福，服務差得多，有時又話孖展借貸利息是 **7.5%**，有時又話 **6.5%**。不過見她都算是大行，又有廿年歷史，便開了戶，但未曾交易。你可否給予意見？

答:只用一間股票行做孖展買賣，就可簡單輕鬆一點，特別是早期投資，金額不太大。當資產增加，可把部份資產以現貨形式留於更安全地方，例如已累積到 **50** 或 **100** 萬時，就應取其中的 **10** 或 **30** 萬以現金形式買股票，存於其他更有實力的股票行，而孖展部份可保持高借貸水平，表面看來危險，但用整體負債對整體資產計算，問題不太。用兩天時間調動資金不是問題，這不是經常發生的事情，對重要投資亦不會有大影響，有些入市機會如 **89** 年六四或 **2001** 年的 **911**，好像一瞬即逝，事實上三數天後入市仍有可為，不需太執著數個%的股價上落。股票行會不時改變按揭成數，這情況不經常，但一直存在。我對 **X** 才及 **X** 福不了解，感覺上 **X** 才很進取，手法頗為觸目，而一向很仁慈的證監，竟對它「公開譴責」，似乎要特別小心；**X** 福的服務不應太差，但職員或經紀不能清楚交代孖展息率，真是令人失望。

話到尾，孖展只是工具，不是我們真正要專注的事宜，而是要專注選優質高增長股，這會使你的回報續漸超越孖展或其他借貸所帶來的利息成本。請細心研讀鄧小閑師兄的 **Blog**，佢曾講過類似的話，負債是不會增長的，除非你自己決定增加；借貸利率只會在某程度上的波幅之中變動，卻不會增長。因此若持有的股票是優質高增長股（必須再三強調此點），回報是會續漸超越孖展或其他借貸所帶來的利息成本，關鍵只是時間問題（相信這裡一直討論的，是長線的價值投資，

而不是短炒投機)就以鄧小閑師兄常說#5 為例，每年股息都會增長，而借貸利率不增長…你開始懂計算不懂？好的公司股息是會增長的。

炒股難.....52

噫、吁、嘖，危乎高哉！炒股難，難於上青天！

很多股民認為只要低買高沽，就可炒股致富。但如何買到平價股票呢？掛牌 5 元以下的股份不一定是容易獲利，近百元的也不一定是增長緩慢，由下表可見。

	電訊仍 Fall	宏利金融	恆生指數
31/3/2003(沙士)	\$4.40	\$93.5	8634
29/9/2006	\$4.76	\$253	17543
增 長	8.18%	270.59%	203.19%

價值形投資

有些股民希望成為價值形投資者，卻錯誤理解，以為以\$2 買到價值\$10 的資產，就可 sure win，事實上能以巨大折讓的價格買到股份也未必獲利，即使大股東提出私有化或願意出讓，亦要獲多數小股東通過，觸礁的機會很大。長揸這類資產折讓大的股票，即負上資產隨時變壞的風險。

陸叔經常指《和黃》資產豐厚，內在價值非常高。價值形的投資者會有完全不同的看法，3G 是和黃的重要業務，投資龐大，至今未有盈利，06 年上半年營運虧損 120 億，以『富爸爸』的觀點此是負債而非資產(註一)，3G 何時轉虧為盈仍是一個問號，可能還要等候數年，間期一旦出現變數如 4G 等新技術，3G 前景就有很大障阻。

價值形投資者應考慮未來日子可創造出來的財富，及其風險有多大，而非股票當前的資產淨值。

投資者經常用 P/E、息率去計算股份，但低 P/E，高息率是不足以推動股價上升。公用股多是息率高，P/E 低的股份，往往因缺乏增長空間，令股價升幅緩慢。相反有些股份有高增長率，但 P/E 高而息率低，結果股價每遇市況逆轉，就「冚包散」，明顯例子有 6 年前的《中國移動》，股價由\$80 下跌至\$20 以下，近期因高增長的股息才能帶動股價再次回升，但與歷史高位還有一段距離。投資者應同時考慮 P/E、息率及盈利的增長率，才可選到抗跌力強，有增長空間的股份。

年報是了解公司的重要工具，可惜企業編寫年報多避重就輕，隱惡揚善，如《電仍》的年報編寫得非常好，惹人憧憬，讀後可能令人有衝動買入此股。

對新股民來說，看年報不是容易事情，即使是同類企業，也各有不同編寫及入賬手法，令人難以比較。

有一些賬目有問題的公司，如已倒閉的《泰興光學》、《海域集團》等更會極力掩飾，給投資者留下美好印象，而不知大限將至。

年報是非常重要的，投資者多比較不同年度及多間同類企業的年報，就會知道業績中「泡沫」成份有多少，公司政策，資金管理是否合理，管理層有否說謊，是否誠實可靠。毫無疑問學習閱讀年報是需要時間，起步有點困難，就像學習新語文，當上手後，一切就簡單很多。

股民喜歡聽從專家意見，但切忌盲從，近期中資金融股大旺，卻令我聽到一些笑話，有一郭姓分析員指國內銀行業大有可為，因為「全國有 13 億人口，銀行只有幾間」，事實上國內銀行超過百間，只是港人認識的比較少。

五月尾彭姓分析員指《中國人壽》是「見唔到頂」，理由是「中國人口多，保險業剛起步，需求很大」。當時《中壽》股價\$12.85，三月內已上升超過 20%報\$15.3+，似乎彭姓分析員料事如神，事實上類似說話經常聽到，特別是當股份進入泡沫期，正如 6 年前的《中國移動》，當時股價突破\$50 大關，不久創出\$80 歷史新高，當時亦聽到「中國人口多，電訊業剛起步，需求很大」，可惜今日《中國移動》股價仍是\$50+，若《中國人壽》繼續急升，步《中國移動》後塵的機會是很大。

另一名嘴陸叔亦指《中國人壽》可於一年內見\$20，原因是「《宏利》可升 5 倍，《中國人壽》亦可升 5 倍」。我真的不明白這是什麼道理，兩者同是新上市的保險股外，就沒有其他相似之處？陸叔的解釋似乎是 too simple, too naïve，跟本不可算是一個理由，無論兩者股價走勢是否一樣，兩隻股份基本上沒有關連性。

很多股評人設立投資組合(註二)，標榜好成績，要比恆生指數為佳是一件很容易的事情，只需剔除《電仍》等比較差的就可以做到。他們的投資只經歷一段美好時光(沙士後至今)，並未真正考驗，能戰勝股市低潮才可稱得上為好成績。

股民炒股還要注意很多事情…待續

註一：資產是可以帶來現金收入，負債則令資金流走，帶來更多財務支出。

註二：過往曾提及，見網誌『投資組合(1)(2)……7&8』。

噪音.....53

畢菲特指出炒股有二難：買哪些股票？哪個價買入？

03 年沙士前我大力推介《滙豐》，當日受我唆擺，一同買入的有四人：茂利甲、茂利乙、Titanic 及本人，可惜茂利乙及 Titanic 中途落車，不及半年已沽貨換馬：

	獲利	沽出價	
茂利甲	>200%	持 有	利用孖展
茂利乙	22.5%	\$98	現金買賣 (持有約 5 個月)
Titanic	22.5%	\$98	現金買賣 (持有約 5 個月)
鄧小閑	>400%	持 有	孖展及利用上升股價再加大孖展

沙士至今約為三年半時間，我的資本已增長 5 倍(註一)，一個出乎意料之外的好成績，但由上表可見即使能解決炒股二難，也未必能獲厚利！大部份人會急於獲利，茂利甲及本人能一直持貨，除了抵受套取眼前利潤的誘惑外，更要抗拒很多「噪音」。

母親經常勸我切勿沾手孖展；每聽聞股市新高就勸我沽貨獲利。若與她同住，可能為求耳根清靜，而一早沽貨。

相識近廿載的經紀陳也經常提供專業意見，提議換馬《恆生銀行》，或中資金融股，我不但拒絕，更不斷增持。他是出色的經紀，不是出色的投資者，他已入行近四十年，還是一名出色的經紀。

好友 Titanic 對我手上股票有很大意見，認為《滙豐》及《思捷》高增長期已過，國企才是明日之星，過去 Titanic 曾為了說服我出售股價偏弱的《滙豐》及《思捷》而與我激烈爭論，又對我「長揸不賣的策略有意見」(註二)，他的策略是見好即收，再候低吸納，就可既安全又賺盡波幅。Titanic 的投資成績不比我好，雖然他的愛股《中國人壽》及《港交所》股價大升，但他的所得未能翻倍，他非常努力捕捉多集股票上升的時機，不斷調換資金，結果是多勞而少得，而且他選擇的目標太多，分散資金，未能重鎚出擊，所以實際所得還是不太多。

炒股難！能找到目標不易，能堅持目標更難！投資路上有很多失敗者會教導你如何炒股致富，股民必須保持清醒的頭腦，細心思考。

有些時候使股民迷失不單是別人的「噪音」，還包括投資者本身的短暫美好經歷，一些股民如本人，剛渡過一段風光日子就自吹自擂，以為今年有 20% 收益，明年也有 20% 收益；今天賺了 100 萬，五年後就會有第二個 100 萬，這是一個極大的

錯誤。與沙士時相比，我已賺了不少錢，但與科網泡沫爆破前，或 97 時的風光日子相比，就是另一張成績表。投資者在牛市中賺錢容易，但美好的日子不會一直下去，股民必須懂得處理「狂牛」才可得到財務上的自由及安寧…

註一：沙士時利用孖展把資金放大 4 倍(按揭率為 75%)，即用 10 萬元買 40 萬股票，《滙豐》由\$80 上升至近期\$145，升幅超過 80%，當日 40 萬股票得利潤 32 萬，期間不斷利用上升了的股價，加大孖展額，買入更多股票，獲得更多利潤，連同本金，資本已增至 5 倍，若當日投入 20 萬，今日已增值至 100 萬。(同期所得股息約相等利息支出)

註二：長揸不等同永遠持有，若遇上合適時機，股份嚴重超越應有價值，理性的投資者必定沽貨離場。

回應：

問：利用孖展放大是好，但是不是每人都能放大 4 倍丫，以滙豐銀行為例。
50%孖展已經要 5 萬幾了，分 48 期還，每月都要 1 千幾架....@@，負擔都不少。

答：把資金放大四倍是我的真實情況，這是需要客觀環境配合：股票行給予的按揭率，與股票本身質素及股票行的經營方法有關，一般《滙豐》在股票行可按 50%至 80%，放大四倍則是按揭 75%，做股票按揭需留意兩點，利息支出及萬一股價下跌需要補付差價，在『孖展比率(26)』已有提及。我不明白你所指的「50%孖展已經是 5 萬幾了...」，孖展是很重要的財技，有很多好處，但魯莽者隨時闖出禍，請小思考，慎謹行事。

問：請問如何可以學到「註二」所講的東西呢？按照你的見解，何為「遇上合適時機」呢？「股份嚴重超越應有價值」即是「泡沫」啦，對嗎？關鍵一定係「註二」，有了「註二」才可以避免噪音

答：能夠解決炒股二難，大致已可得到好成績，即使將來股價大跌，也不會重回以前低位，因所選的是有增長能力的股份，它的價值必然已增長不少，例如《滙豐》再遇上市場大跌，也難回沙士時\$80 的低位。很多股民也曾以極低價位買到好股票，只是為了少許利潤而隨便放手，這是十分可惜！如果市場中有最好的買入價，必然也有最差的價位，這是一個泡沫價，物非所值，在兩者中間會有一合理價位，這個合理價位也是移動的，隨企業的業績變動，投資者可能要分多次才買到足夠股份，精明投資者會以合理價格以下的價位買入股份，在合理價格或以上價位，保持不動，這樣可以以低價不斷累積優質股票。再進取的投資者會在超高價沽出股票，期望市場大跌後，再撈底出擊，可以更快把資產倍增，這是有點難度。以上所講的包括了畢菲特的「買股二難、市場先生及安全邊際」，索羅斯所言的「市場反射及榮枯相生」等理論。

問:我是說, 買2手匯豐, 按50%孖展, 就要5萬幾. 另外我目前都有用借貸的方式去買左一手匯豐, 因為利息非常低, 這同孖展的差別在哪裡呢? 我也試過用極低價買左中石油, 和中人壽, 結果都係賺左30%左右....唉.....現在手上的優質股真係打死都唔放. 不過鄧兄, 匯豐銀行的確是優質股, 但是經濟大勢在大陸. 你的投資會否留意下呢?

答: 中國風險太大, 現在的《中國人壽》、《平安保險》、《交通銀行》、《建設銀行》等, 都是新股, 未經大市考驗, 當年《中旅國際》、《青島啤酒》、《中國移動》等, 上市不久就叱咤一時, 一直以來紅籌和國企不斷帶給股民繁華夢, 可惜最後多是夢想成空。請不要忘記, 年初已有中國官員為《建設銀行》定價發言, 表示中央不會賤賣國家資產, 現在《建行》一年上升了50%, 《中人壽》已經是三年前上市價\$3.65的4倍多。當中風險不少, 泡沫成份非常。

問: 我有的明白啦, 假設用1萬, 作50%用孖展, 即係問佢借1萬, 息率係5%. 假設匯豐100元1股 用這2萬買左200股匯豐銀行, 咁你每月就只需要還41.66元($1萬 \times 5\% = 500/12$). 不過這樣做, 就是指另外100股匯豐不是屬於你的, 只是證券行借比你. 如果匯豐銀行升到150, 你賣左佢, 就可以賺10000大元(不計手續費和利息). 如果匯豐銀行跌到90元, 你就要補多1000元的倉?

問/答: 如果我無理解錯的話, Forever 哥你所講既每月利息都係可以轉嫁埋落去「孖展借貸」個度(當然, 其他股票行有不同制度, 我唔敢講話一定係), 即係變相你又問佢借多些少錢黎用, 而提升了「孖展率」。以你既例子黎講, 原本「孖展借貸額」為\$10,000, 一個月後結算, 在股票價值沒有升跌的前題下(即係仍然係\$100一股), 而你又沒有任何還款的話, 「孖展借貸額」就會係\$10,041.67, 而「孖展率」就會提升至 $50.21\% = (\$10,041.67 / \$20,000)$ (即「當時孖展借貸額」/「當時資產總值」)。以我開戶的那間行為例, 匯控的「孖展率上限」是75%, 因此, 你仍可不需要補倉。除非股價由\$100, 下跌至\$66或以下, 使「當時資產總值」下跌至\$13,200或以下。「孖展率」就會提至 $76.07\% = (\$10,041.67 / \$13,200)$ 或以上, 就補倉直至「孖展率」回落至75%的「孖展率上限」以下為止。不過, 由\$100下跌至\$66, 即係跌了34%。現實來講, 匯控會下跌34%(即係跌\$50左右)的機會/風險有多大呢? 還有一點, 就是照理論來講「孖展借貸利率」, 應該是按月以「複式」計算, 即是又以Forever 哥的例子, 及承接我上一個回應來說, 第二個月的結算, 應該是 $\$10,041.67 \times (1 + 5\% / 12) = 10,083.51$ 請問照你的經驗是否正確呢?

答: 你所講的完全正確, 與我的經驗是完全符合。Forever 提到"@ @如果唔使每月還款, 咁佢點賺錢丫, 的利率點還比證券行呢? 就係呢度唔多明白", 這是數字遊戲, 股票行應收的利潤計入孖展客的負債中, 而孖展客的股票及負債一同在股票行手上, 即股票行拿著客戶的淨資產, 因此股票行的放債及利潤是有保障, 假

若股票行需要套現這些利潤，可以要求客戶清算戶口，一般不會這樣做，或轉按給銀行，而銀行會以其他資金為股票債務融資，當融資途徑出現問題，無人願意放債，大家都希望見到真金白銀的時候，金融災難就會出現。這是每個政府及金融機構極力避免的工作。

問:炒股從來都要很高的 **EQ**。怎樣可以一直持有手上的股票，不理價格升跌呢？
茂利乙 / **Titanic** 當日賣出 **HSBC**，我肯定是當日高位。但現在看來，卻是愚不可及。他們當日的決定是對的，但要看看他們賣出後買入什麼優質股了。**HSBC** 比較易諗，但當你手上持有的股票不是響噹噹的股票，而是你做過功課過後認為有作為的股票，那要決定 **BUY AND HOLD** 時就更加無所適從。請問你有什麼看法？

答: **EQ** 背後是理性分析，當數據充足，理由充份，投資者應大手買入。當利潤出現，投資者有很多方法套利，例如把股票抵押(孖展)，得到的金錢可以消費或再投資，而無需急於出售股票。投資者有三種情況出售股票：1. 買入股票的理由出現改變；2. 股價已超越應有的價值，出現泡沫；3. 有更佳的投資機會當日茂利乙及 **Titanic** 出售《滙豐》，它的股息率是 4.4%，股票行的孖展息率是 4.5%，銀行的活期存款是 10 萬元收利息 1 元，樓宇供款利率是 2.5%(Prime – 2.5%)，可以想像《滙豐》的息率是十分吸引，絕不是物非所值的股票。雖然茂利乙及 **Titanic** 於短時間內得到可觀利潤，但當時《滙豐》股價還是偏低，實無需要急於出售，因為利潤還是在那裏，他們可以隨時提取。反過來想，套現後，得到一筆資金又如何，存款利率奇低，若能找到比《滙豐》好的股票，當然無問題。事實上他們是那些行動比思想快的人，套現後才急於找尋第二隻股票，若一不留神，遇上一些做假賬公司，問題就大。另方面，股民成功是無必要找到最好的股票，只要你 **BUY AND HOLD** 的是符合『選股基本法(4)』，已經可以很好。

大市短評.....54

股市迫近歷史高位，已令一些股民不安，怕股災再臨，紛紛沽貨減磅，但以三大藍籌的情況而言，大跌市機會不大，即使下調，幅度也是有限：

	科網時高位	10 月 20 日	變動
恆生指數	18397	18113	-1.54%
滙豐	122	147.2	+20.66%
中國移動	80	59.10	-26.13%
和黃	147	69.80	-52.52%

由上表觀之，《中移》及《和黃》仍大幅低於上次大旺市，但《滙豐》及《中移》的業績比科網股時有顯著進步，單以派發股息所見：

	2000 年度	2005 年度	增長
滙豐	US\$0.435	US\$0.73	+67.82%
中國移動	NIL	人民\$1.02	
和黃	HK\$1.73	HK\$1.73	+0%

《滙豐》及《中移》的業績很好，股息增長驚人，《和黃》股息雖無增長，但股價下跌超出 50%，所以現時大市泡沫情況並不嚴重，無急需離場必要，股價很可能繼續上升，而且越升越急，出現「狂牛」。

大牛市的股價往往升幅驚人，過早撤出，就會錯過獲取厚利機會。現時離場的股民大多稍為觀察一番，多重投股海，要一些手上有點餘錢的股民不做任何事情，等待大跌市是很困難，他們必然面對很大心理挑戰：

1. 心中找不到大跌市的時間，
2. 沽出的股票又不斷上升，失去的利潤正加大，
3. 身邊的股友又大發神威，財源滾滾，

總括而言，現時無急須離場的必要，但絕非入市良機。新股民正不斷增加，他們容易當局者迷，對前景盲目樂觀、最後未能避過股災而付上沉重代價；老練股民就是要與這批股民玩遊戲，在股災前把火棒交到他們手中。

與羊仔玩遊戲.....55

10 萬股《滙豐》是我的目標，若目標是可望而不可得，是幻想而不是理想，非一般打工仔可以做到的，實在是太無聊，沒意思。

原則上只要不斷買入，必可理想達到。早前曾提及孖展的方法，擴大低價買股的效益及縮短投資時間，若再加上博弈論(Game Theory) 就可以把完成目標的時間再一步縮短，股民更有成功希望。

博弈論是對於遊戲參與者思想、行為和反應的研究，在股市中有重要作用，畢菲的「市場先生」(註一)，和及索羅斯的「市場反射理論」及「榮枯相生論」(註二)，也可說是博弈論的運用。

投資者與「其他股民」做交易，畢菲特稱「其他股民」為「市場先生」，也有人稱他們為「羊群」，他們對大市樂觀，有信心時就會互相競投出價，不惜高價買

入股票，當他們感到悲觀，恐懼時就會賤價出售股票。他們的心理及行為經常被老練的投資者所預計及利用。

進取投資者會利用羊群出錯，找到最佳買入價買入，最佳沽出價沽出，就可得到額外資金買入更多股份，這跟短線客低買高沽，賺取波幅，是有很大的分別，長線客沽貨是為了一個大跌市的機會，一個令資產倍增的機會，相反繼續持貨只是冒股災的風險，股價飆升再高，也難逃暴跌的一日，低買高沽要瞄準價位，但對長線客而言，即使是 20% 的偏差，仍大有可為；相反短線客往往為了蠅頭小利而冒險買入，或放棄潛質未現的股份，對於真正有巨大回報的交易並無細心留意。

股民要勝出股市遊戲，必須避免成為羊群的一份子，做出愚蠢行為，反過來，要利用羊群出錯時機，依照以下路線圖，小心進行，累積 10 萬股《滙豐》對一個收入微薄的打工仔是極可行及風險低：

1. 選取優質股票，等待好時機(股災)來臨
2. 利用孖展大手買入，
3. 股災過後，股價慢慢穩定回升
4. 再利用回升股價，加大孖展買入更多股票，
5. 同時把股息及工資償還借貸
6. 當股價上升至合理水平，就要停止買入，保持資本在安全邊際內
7. 耐心等待高位沽貨獲利，因股市可能繼續升溫，越升越急，
8. 切忌過早沽出股票，但同時避免撤出太遲，
9. 一旦決定撤離股市，就要耐心等待股災出現，這只是時間問題，
10. 面對大旺市，股民作壁上觀，心中有股而手上無股，對短視的羊群來說是一種折磨，很多股民就因把持不定而遭股災吞噬
11. 股災出現，優質股於極短時間跌到低點，再穩定回升，質素差股份將繼續下跌，直至本身業績改善，可能需要數年時間，投資者應迅速買入優質股，當然事前的預備工作及計算不可少。

很多股民不能成功，因為兼顧太多股票，太多買賣，未能集中處理重要、有價值的交易，另一原因是他們經常有太多資金，找不到出路，若股民於股價偏低時以孖展買入股份，就可以替日後多餘資金找到出路，免卻高價入貨的風險。

風險問題

世事往往是知易行難，看到的是否真的可以做到，整個過程由解決炒股二難起步，若真的做到，投資者已是 Nothing to lose，堅持把資本留於安全邊際內，不高價追貨，將要面對的風險不會太大，這是 1 至 6 項內的工作，並不複雜。若投資者失敗或放棄 7 至 11 項內工作，遇上股災也不會有大損失，手上的股數沒有改變，只是市場價值的暫時急跌，優質股如《滙豐》很快又會重上升軌。

很多財務顧問或保險公司的投資計劃，經常標榜穩定可靠，事實是風險極高的投資，因為時間太長而每年又要供款，投資者一旦改變計劃，中途棄權，所有的供款就會化為烏有，相比這個 10 萬股《滙豐》的計劃，資產一直掌握在投資手中，可以隨時停止或沽貨套現，投資者也不會有任何損失。

註一：1987 年畢菲特借用格雷厄姆「市場先生」一詞，向股東解釋市場價格的非理性。

註二：『黃金夢碎(34)』已有提及。

回應：

問：近日發現另一位期權愛好者作了一個期權及孖展的對比，詳情如下：<http://smaroptions.mysinablog.com/index.php> 鄧兄的組合若果以期權形式購買，回報會否更高??

答：我看了奇里夫兄所留下 link，我不同意：「當市況向下時，保證金交易者有隨時被逼舉手投降的可能性，但股票期權的持有者則有“本錢”“等運到”，以防守效率論之，期權比保證金交易略勝一籌。」

孖展及期權都有可能全軍全墨，差別是兩者的可能性有多大，一般情況期權 Total loss 的機會是大於孖展，因為投資者多選價外及期權有時間限制，孖展和期權都各有本身彈性，兩者也可以很進取、很冒險，但孖展主要由投資者調效、期權是由市場提供，不一定找到合適期權，另一方面孖展是無時限，可以一生負債而不還分毫，可以以息養息，又可用上升了的股價再投資，或套現消費，當然投資先要選擇穩定增長型股票才可做到。反觀期權不但無法提供這些好處，即使找到很好的機會及相關股票，利潤亦只是短暫及一次性。大家可以想像用孖展於沙士時買入《滙豐》，或更早時間如 97 股災時，89 年六四時，你手持的利潤是不斷放大，

但若用期權於同期買入，利潤於短時間來看是豐厚，但只是一次性，日後還要不斷找尋機會。

問：欣賞你的投資策略，亦打算等待指數重臨低位時才開孖展戶口儲股，但究竟應該仍儲#5 還是現今一些中資銀行股+保險股?? 我當然知道#5 是好股，但這樣貴的股，叫我怎樣買得起？而且想詳細問一下你還孖展利息的情況，是每月一有餘錢便還？那麼假如利息滾存幾年的話，成本會很高嗎？每月供股還是孖展戶口好？

答：《滙豐》在\$142、《思捷》在\$70 以下可以考慮(稍後再解釋)，大市越升越急，入市者多是博短線，穩健投資者不應入市，但無人知現在距下一股災前高位還有多少升幅及時間多少，令人煩惱。長線投資注重穩健，應取《滙豐》多於國內股份，孖展問題已講了很多，可以看一看以前數篇有關網誌。

安全邊際.....56

《滙豐》在\$142、《思捷》在\$70 以下可以考慮買入，以現時市況來看買入機會不大，因大市已走向非理性上升，股價上升的速度快於有關股份的業績增長，即股份將長期偏貴，直至外圍衝擊才可令股價向下調整，調整越遲出現，幅度將越大。

我心中《滙豐》及《思捷》的價值比以上所提價格高很多，若《滙豐》不是上市企業，我願意以\$200 買入股份，但在股票市場中，我只願意以\$142 以下價格買入，原因「市價」經常不是一個理性的價格，股民往往因一時恐懼而大手沽貨，使股價狂跌，令其他持貨者受損，即使只是短暫的賬面損失，孖展客可能被迫斬倉離場，其他投資者亦可能失去隨時套現的機會，所以安全入市的價位很重要，畢菲特稱之為「安全邊際」。

股票應有價值是多少？它的「安全邊際」是多少？即使同一股票，各人答案也很主觀，例如我接受的《滙豐》價格必需能提供 4%股息回報，其他股民可能接受的是 3.5%的股息回報。

現時股市升幅很大，已不能再買股票，不可以做的事情與我過去必須做的是同樣重要，現時唯有重新檢視手上股票《思捷》及《滙豐》的投資價值。

回應：

問：你先前說的買入價\$142，是根據什麼計算出來？才一個月前以為大市升得飛天，怎想到 這幾天真的到了\$142,甚至更低\$140.6，我也在\$142 以下買入了！

答: \$142 是以當時股息推算出來可接受價格，這會隨股息而變化，市場價格很難估計，我只會在合理水平以下買入，慢慢累積。每年 11 及 12 月初，《滙豐》分別公布個別地區及集團整體概況，《滙豐》的公布跟本港任志剛發言一樣，內容雖不同，但態度是極保守。明年三月初《滙豐》公布全年業績，有很多大機構正計算及部署行動，期間也會有一些不同消息出現，例如滙率的影響、派息估計及大行報告等，做成正股及衍生工具的波動...

水浸《思捷》(1).....57

《思捷》最近公布的全年業績與中期業績相差不大，股價反應卻有天淵之別，從下列資料可見業績表現只是穩定，合乎預期，並不特出，

中期業績 末期業績

營業額增長率 13.1% 13.2%

毛利增長率 13.6% 16.9%

純利增長率 15.7% 16.4%

每股盈利增長率 15.6% 15.3%

股息增長率 11.1% 18.5% (+10.92%) 註一

業績公布後 -9.00% +4.8% (翌日股價表現)

《思捷》公布全年業績(9 月 13 日)後，股價一直上升，比恆生指數強一倍多：

9 月 13 日 31Oct2006 變動

恆生指數 17210 18324 +6.47%

思捷環球 \$65.55 \$75.3 +14.87%

《思捷》的營業額、毛利及純利的增長數字，是相當接近，一般情況企業的毛利及純利率是大幅高於營業額增長率，這是經濟規模(Economies of scale)原因，有很多銷售成本是固定，不會與銷售額同時增長。以上資料暗示《思捷》還是一間處於投資期的企業，資本開支很大，有些市場如北美仍未達收支平衡，侵蝕了部份銷售增長帶來的利潤。

公布全年業績後，股價大升，主要因它的流動現金(Net Cash Balance)大幅增長：

中期業績 /31Dec 末期業績 / 30Jun

流動現金 15.47 億 (中期年報 Pg.27) 24.69 億 (年報 Pg.79)

增長率 -23.27% +42.80% (+7.4 億)

《思捷》的流動現金於下半年增加了 9.22 億(24.69-15.47 億)，同比增加 7.4 億 (42.8%)，對於一間無負債，已有大量現金，又樂於派發高息的企業，真是一件令人十分驚喜的事情，從大量現金增加令投資者聯想到下列事情...

註一：若《思捷》維持上年度 70%的派息比率，股息增長應是 10.92%，但新的派息比率提升至 75%，所以股息增長率上升至 18.5%。

水浸《思捷》(2).....58

《思捷》的流動現金於下半年增加了 9.22 億(24.69-15.47 億)，同比增加 7.4 億 (42.8%)，對於一間無負債，已有大量現金，又樂於派發高息的企業，真是一件令人十分驚喜的事情，從大量現金增加令投資者聯想到下列事情：

1. 錢從何來：05/06 年度的純利增加只是 5.26 億，為何現金增長 7.4 億，那麼錢從何而來，答案可從年報 79 頁(Consolidated Cash Flow Statement)找到，繳文稅款及派發末期股息的時間在年度結束後進行，所以年結時有大量資金浮現。
2. 過剩資金：大量資金將用於派發末期息及繳交稅款，這將會是 06/07 年度上半年，即十二月前的事情，但《思捷》不會因而減少手頭資金，因為由年結後的七月至十二月尾，每月銷售帶來大量現金收入，反過來《思捷》將有資金過剩問題。
3. 派息比率：營業額增長令現金流入速度太快，使手頭資金過多，《思捷》可以不斷提高派息比率，由去年的 70%增致 75%，若情況持續，極可能再提高將來的派息比率。
4. 造錢機器：05/06 年度的純利增長率只是 16.4%，大幅低於過往表面，但足以令手頭現金大增 43%，這是由於基數細的原故，但這個基數是 17.29 億，對很多企業來說不是小數目，可想《思捷》已成為一部印鈔機器。
5. 現金分佈：上半年現金是負增長，下半年卻是大幅正面增長，原因是《思捷》於十二月份派發末期股息及繳交部份稅項，12 月 30 日是《思捷》半年結的前夕(它的年結是六月尾，不是 12 尾)，其次《思捷》去年的末期息增長很大(由\$0.98 增致\$1.50，增幅 53%)，所以中期業績時，出現資金下跌情況，還有一個可能是資本開支集中於上半年，令現金支出大增。

6. 潛力未現：高增長率一直是《思捷》誘人之處，最新年報可見各地區增長率仍是十分強勁，可惜新發展市場(如美國)仍處於投資期，未能提供盈利，一旦各市場成熟，輸送盈利，這部印鈔機器威力更大。

管理層

《思捷》業務遍全球，生意越做越大，管理層卻是人丁單薄，執行董事只有五名，加上刑老闆心不在《思捷》，難免令人憂心。

最近人仕新安排是合理及重要。刑主席將轉任非執行董事，現任 CEO 出任新主席，再加五個新職位，加強管理。主席的工作比 CEO 輕鬆一點，由已 65 歲的 CEO 轉任是可以接受，但這只是過度安排，約兩、三年後又會有新變動。

炒股像玩猜迷遊戲，刑主席近期再度減持股份，手上數以百億計資金往哪裏去呢？是投資債券、其他股票、還是銀行存款？《思捷》本身已是很好的投資，刑老闆不會再為賺錢而勞心，似乎他需要用錢做更重要的工作。(這是個人好奇心的問題，與《思捷》的投資價值無關)

除了《思捷》，我對《滙豐》也有些新看法….

《滙豐》的價格.....59

選擇股票的方法會因人而異，為股票訂下合理價值亦是非常主觀，各有不同標準。我以選『選股基本法(4)』為選股基楚，以「股息回報率」衡量股票的合理價格，其他股民可能著重 P/E 或歷史價位為基準。

合理價格

《滙豐》是穩健增長型股票，它的合理股價應可提供 3 至 4% 的股息回報，我以過去一年所收股息為基準，當股息回報大於 4%，我考慮買入；少於 3%，便考慮沽出，介乎 3 至 4% 時則不做任何動作。

過去一年(2006 年)，《滙豐》派股息\$5.8196，股息回報的相對股價如下表：

	合理價格	估計派息 及 相關股價		
年 份	2006	2007	2008	2009
全年派息	\$5.8196	\$6.4015	\$7.0417	\$7.7458
4% 股息回報	\$145.49	\$160.04	\$176.04	\$193.65
3% 股息回報	\$193.99	\$213.38	\$234.72	\$258.19

上表過於簡單，現實中有更多需注意地方：

1. 股息必須是穩定及持續增長，否則股票沒有投資價值。
2. 股息回報率的要求是很主觀，保守股民的要求可能介乎 3.5%至 4.5%。
3. 上表 07 至 09 年的派息只是估計數字，年增長率為 10%，與現實必定有差距，必須根據業績經常修訂。
4. 股息是每季或每半年變動，同樣對股價的考慮也應是每季或半年的，例如 07 年的股息是由\$5.8196 慢慢升至\$6.4015，兩價位中間應有其他價位及考慮。
5. 股息的回報考慮，可能受銀行存款利率影響，當存款利息高而股息低時，則股民有更大誘因沽貨離場。
6. 相反一些只著重股價升幅或短期走勢的股民，則會留戀市場。
股息回報是一個很個人的標準，並不會得到大部份人認同，但股民應明白必須有界訂價值高低的標準，否則很易迷失於股市中。

Progressive 股息政策

《滙豐》的股息政策是 Progressive，我曾誤解為「進取型股息」政策，見網誌『失望的業績(28)』，正確解釋應是「增長型股息」政策：

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005
股息 US\$	0.435	0.48	0.53	0.6	0.66	0.73
增長		+10.3%	+13.2%	+10%	+10%	+10.6%

過去 5 年《滙豐》的股息以穩定速度增長，這與《滙豐》的大幅撥備政策有關，它隱藏了大筆盈利，有能力於業績不佳時仍保持股息增長，例如 1998 年及 2001 年度，《滙豐》盈利倒退，但股息保持增長。(可翻查《滙豐》網頁)

撥備

大額撥備政策除了令財務穩健外，亦可減少稅項支出：

1. 撥備是稅前開銷，無需繳付利得稅，因此《滙豐》可以用此收藏大量「盈利」，實際上「盈利」沒有流失，仍留在《滙豐》口袋中，仍可用來謀取利潤。
2. 《滙豐》註冊地英國的利得稅是 30%，並且採用全球征稅制，《滙豐》在香港區的盈利需繳付特區 17.5%稅項後，仍要向英國政府繳交 12.5%的利得稅

(30-17.5%)，《滙豐》於其他地區繳付的利得稅亦有同樣情況，若把這些盈利以撥備形式隱藏，一者可用來填補日後營業虧損，二者留作日後資本開銷(如建後勤中心、電腦系統等)之用，變相節省不少稅項支出。

3. 撥備和稅項關係比想像中複雜，不容易說得明白，大家可試想一個馬迷於賽馬日，投注 8 場賽事，勝出 5 場，而他要為每次勝出繳付博彩稅；換一個情況是：馬迷只需於所有賽事完結後，才為真正能剩下的彩金付稅，稅率是相同，他所繳付的必定較少。

4. 當《滙豐》的穩藏「盈利」滾存太大時，才把「盈利」回撥至正常盈利，繳付稅款，及以股息派發給股東。

5. 以上情況，若只發生在一段短時間，效果是不顯著，但若發生在一間盈利過千億，時間是以數十年計，不斷重複，當中產生的效益是非常巨大。

市賬率

近期市場流行談論市賬率，《滙豐》的資產淨值是 USD8.71(06 年 6 月底)，約為 HK\$67.938，即市賬率約 2.2 倍(HK150/67.938)。《滙豐》採用撥備方法隱藏了大量盈利，因此它的價值是被低估。

超級銀行

《滙豐》是一間超級銀行，網誌『超級銀行(17)』及『淘汰賽(18)』已有交代，這是投資《滙豐》的主要原因，近期《香港滙豐》的動作，可謂霸氣十足，超級銀行姿態表露無遺：

1. 不一的優惠利率：自去年起，《滙豐》集團(包括《恆生》)的優惠利率，比同業低，反映《滙豐》資本雄厚，實力特出，只有《中銀香港》因中資機構支持才可與《滙豐》比拚，其他銀行實力有限，難以跟隨。

2. 今年地產市道並不暢旺，《滙豐》帶頭發動樓按減價戰、令同業於樓按市場所受壓力更大。

3. 《滙豐》年中推出的「五天工作、七天股務」，需增聘數百員工，中小銀行若要跟隨，有一定壓力，成本增加而效益又不顯著，《東亞銀行》李國寶月初表示，可能明年首季取消跟隨《滙豐》星期六、日的工作安排。

4. 本月 6 日《滙豐》突然宣布減息，事前沒知會其他銀行，令同業非常尷尬，例如《中銀》總裁和廣北同日表示不會減息，翌日就要追《滙豐》行動。

以上例子可見銀行業內競爭激烈，而《滙豐》明顯佔有主導優勢。

回應:

問:滙豐今日跌\$2.2，後市點睇？

答: \$150 以下的《滙豐》不可以話太貴，特別是用 07 年、08 年的角度來看，作長線投資仍是首選。大市升勢凌厲，難以估計何時到頂、何時掉頭回落。現時我只有靜觀其變，沒有買賣。

問: 近日又有#5 壞消息，期望看到你的看法？

答: 由 90 年代開始剪報、收集有關《滙豐》的報導，發覺《滙豐》真是「先天下之憂而憂」，一有機會就大幅撥備。(現在已沒有剪報)市場上常有「缺乏收購合併機會」、「高增長期已過」、「英美經濟衰退」、「新興國家的金融風爆」等批評或壞消息，但事實上過去廿八年，《滙豐》只有三年業績倒退，而股息更是一直增長。另方面，經濟波動變化是任何企業無法避免，《滙豐》是出色企業，早有準備，不用擔心。

問:General provision (撥備) is taxable. HSBC would not gain any tax shield here.

答: It's not justified for any company to have provision if it's taxable. Then everyone would like to avoid provision as much as possible.

問: "Accounting profit" is not equivalent to "taxable profit". "Provision" arises from the accounting concept of "prudence". Taxable profit is based on the Inland Revenue Ordinance but not accounting standard.

答: I'm sorry, I don't understand. According to HSBC report, <http://a248.e.akamai.net/7/248/3622/38c7e28a6fadd8/www.img.ghq.hsbc.com/public/groupsite/assets/investor/hsbc2006ir0.pdf> P.12, there is "loan impairment and other credit risk provision" between "total operating income" or "operating profit". The point is whether tax is in relation to operating income or profit. By my working experience, I wrote off part of value of trading stock(asset) annually. It's an expense leading to lower level of operating profit and then less tax. However, the stock with no or less value may be very profitable next year. It seems the same case for bank to write off part of loan value(asset) of debtors. It is of prudence concept. "Provision" means expense or loss to

bank but not revenue. I cannot see the reason for a company to pay tax for operating expense.

問: 撥備 (provision) 分兩種: 一種叫 specific provision。即係「真係收唔到」而做出來的「支出」。例如: client 破產、走佬等等。另一種叫 general provision。呢個只不過係一個「賬面支出」, 其實個客無事, 不過個「信貸」唔係咁好時而做出黎的支出。例如: 成日遲找數、收入不穩定、欠債上升等等。HSBC 好保守, 個客有少少問題都即刻做撥備, 令撥備有多無少, 所以 accounting profit 會少左。但係稅局計稅的方法唔係根據 accounting profit, 而係 taxable profit。General provision 係呢 D「賬面支出」根據稅例係唔可以當支出扣稅。(亦好合理, 如果唔係間間公司都做 general provision 咪無人要交稅)。

答: 《滙豐》年報中有一項 "loan impairment and other credit risk provisions", 中文可稱為「貸款減值及信貸風險撥備」, 被列於「營業支出」項目中, 用以扣除「營業溢利」, 換句話《滙豐》不需為撥備交稅。據《滙豐》年報, 126 頁, 第六項(Tax Expense), 可見到稅款 US\$3,272 mio, effective tax rate 是 26.1% <http://a248.e.akamai.net/7/248/3622/38c7e28a6fadd8/www.img.ghq.hsbc.com/public/groupsite/assets/investor/hsbc2006ir0.pdf> 重回 12 頁, 見到「稅前盈利」是 US\$12,517 mio, 稅款是 US\$3,272 mio, 剛好是 26.14% 的稅率, 當仔細追查「稅前盈利 US\$12,517 mio」的來源, 發現「撥備 US\$3,890」已用「營業支出」方式被扣除。假如撥備需交稅, 《滙豐》公布的稅率應是 19.94% 而不是 26.1%, 即(稅前盈利+撥備) x 稅率 = 稅款即(US\$12,517+3,890 mio) x 19.94% = US\$3,272 mio

問: Quoted: 「貸款減值及信貸風險撥備」, 被列於「營業支出」項目中, 用以扣除「營業溢利」, 換句話《滙豐》不需為撥備交稅。「營業支出」係根據「accounting standard」而計算出黎的支出, 而唔係「Tax law」。你所講的「營業溢利」即係「accounting profit」。稅局係唔會理 HSBC 用乜 accounting standard, 亦唔會理佢個 accounting profit, 佢會根佢個 tax law 同佢計個「taxable profit」, 當中有好多 technical adjustments (當然呢方面的工作會由 HSBC 的 Tax representation 代勞)。Tax liability = Taxable profit x tax rate 而唔係 Accounting profit x tax rate 咁簡單

答: 我不能接受你的解釋, 若《滙豐》公布的 effective tax rate (26.1%) 及稅項等資料是正確, 即《滙豐》沒有為撥備繳稅, 這一點是年報上清晰看到。我明白 Tax law 不會隨便接受稅款豁免。但銀行的放債可以肯定不會 100% 收回, 當經濟下滑時, 很難估計有多少債仔破產、走佬, 銀行業一旦不穩, 對整個社會將帶來更壞影響, 因此很多政府對銀行業特別嚴謹, 若銀行認為信貸有風險而增加撥備時, 政府卻不接受, 認為只是「賬面虧損」, 即變相鼓勵銀行不做好風險管

理，這是矛盾。根據本人工作經驗，為存貨每年減值，導致營利減少，稅項亦隨之下降，這是否一個已抵觸稅例的行為呢？有些時間潮流一改，很多積存貨品都要大幅減價或報廢，早前的減值是不一定足夠反映情況。

問: Profit Tax 的範圍很廣泛，而且我對 tax 的認識很皮毛(請見諒)，我只可以講出 effective tax rate 如此穩定的「可能性」：

(1) Tax law 當中有不少是跟 accounting standard 有衝突，adjustment 的可能有: Depreciation, general provision, unrealised gain/loss (e.g. financial assets/liabilities at fair value through profit and loss, revaluation of assets... etc.)，及大部份的賬面收入/支出。

(2) 你可以見到 Note of Taxation 有一項 Deferred tax，(有好多公司年報的 balance sheet 內更有 Deferred tax assets 及 deferred tax liabilities) 此為新會計準則下的「賬面稅項/回撥」。

General provision 只要變成 specific provision 即可扣稅，銀行亦沒有稅務上的損失。Obsolete stocks 稅例上並沒有例明不能扣稅，亦很合理。

答: 總括而言，投資者應明白撥備不是真正的虧損，是為可能出現虧損所作的準備，如傻佬兄所指主要有兩種：1. specific provision：可能出現的虧損將影響企業正常業務，做成營業虧損，撥備將列入 Trading and Profit & Loss account，此種撥備是無需繳交稅款，如《滙豐》為貸款所作的撥備。2. general provision：虧損不會影響正常業務，不會引致營業虧損，例如《中銀香港》及《東亞銀行》每幾年就為旗下物業重估，若自用或出租的物業價值下跌(所指是市場波動，而非折舊做成)，損失將以 general provision 列入資產負債表(Balance Sheet)，影響資產淨值，但不會觸及正常業務及經營溢利，因此不獲稅務優惠。

窩輪(續篇).....60

窩輪是一種賭博遊戲。能避開窩輪腳踏實地投資是一種福氣。(以下內容不適合沒有炒輪人仕，少看為妙。)

本人網誌 39 至 47 篇是有關窩輪，但內容絕不是推介窩輪，而是處理窩輪的態度及方法。曾經看過這幾篇，而又有參與窩輪買賣的，必能買入中芯輪#9691，捕捉到此輪 3.4 倍的升幅：於三日間，由 1 仙升至 3.4 仙。可惜這只是我一廂情願的想法，真實情況，相信是無人因「阿笨」之言而受惠。

10 月初#9691 的價格跌至\$0.01 為沽家，無人接貨，它的到期日是 07 年的 10 月中，即壽命超過 12 個月，以每月消耗值計： $\$0.01/12 \text{ 月} = \0.0008333 ，每月

因時間而流失的價值少於 0.0833 仙，一個非常細小數值，反映一隻可能是當時最便宜的窩輪，輪民若於此時買入，致勝機會很大，即使未能獲利，所失亦不多。

阿笨與阿力(Titanic)於 10 月初以\$0.011 買入此輪 (時機早了一點)，現時已有超過 200%回報，亦已沽出部份窩輪，鎖定利潤。當日我們買入此輪時，正股是\$1.00 以上，現時窩輪大升 3 倍，但正股只是\$0.95，比當初還低，此點引證了一點：只要正股有一段強勁走勢，長壽仙輪就會產生強勁爆炸力；同時亦無須太重視正股走勢。

窩輪商「瑞信」，發行多隻中芯輪，而且勇於 1 至 2 仙的價位狂沽#9691，看來胸有成竹，將來必致此輪於死地。但輪商不會長期，於低位沽出窩輪，因為輪價長期偏軟，毫無反彈之力，輪民必退避三舍，即使最後窩輪變成廢紙，由於街貨不多，輪商亦收穫有限。

#9691 的到期日很長，尚有十多個月，其間必有一些好消息，輪商大可放鬆沽壓，做成窩輪強力反彈，吸引更多輪民入局，再伺機捕獵，以較高價格，再度出貨，將來所獲利潤必能擴大。

對輪民來說，若以\$0.01 買入的窩輪，有十多個月的賭博時間，真是十分划算。即使中途止蝕離場，於到期前 6 個月離開，相信以\$0.01 離場也不會有太大難度，損失可能只是一點經紀佣金。股票與窩輪的價格越低，投資或值博率就越高，但股票與窩輪有些不同，窩輪是有時限而股票沒有，所以窩輪是有止蝕的必要。

以上計算包括了博弈論，估計輪商行為，但估計是有出錯可能，窩輪或仙輪的遊戲是否很難操控呢？最不幸情況是 Total loss，即 1 倍損失對 X 倍回報，#9691 反彈會有多少倍，無人可以說得準。但輪民於低價買入此輪是必然，不是偶然，原因只有一個：特出的值博率，這是一個絕對理性的賭博。

另一角度，窩輪遊戲是非常容易，重點是**平均消耗值**，不是博弈論、不是窩輪的參考數值，如溢價、引伸波幅或對沖值等，這些只會把問題簡單複雜化，擾亂思考，令人錯失機會，或甚走進陷阱。

本文似是炒輪雜談，但真正重點是「思考」，若能找出事情重點，把問題簡化，就容易成功。

謹慎理財.....61

打工仔每天的衣、食、住、行；家庭主婦的柴、米、油、鹽…話到底也離不開一個「錢」字，小市民未雨綢繆，為辛苦賺回來的血汗錢，謹慎理財是理所當然。

可惜「謹慎理財」不是人人可以做到。道理雖簡單，行動起來難度卻是很大。過去一年已寫了多篇，提出謹慎理財的重要，但很多人看到的是另一回事，他們看到是高風險遊戲：借錢炒股(孖展)及窩輪，有些人發覺這裡已找不到他們需要的東西(財務上的自由和安寧)，有的卻被財技遊戲吸引，對孖展及窩輪特別著迷。但我要特別提醒，股民切忌偏聽、偏看、偏信，變成段章取義，一知半解就貿然行動，這是非常危險。

過往我不斷提及長期持有股票、借錢炒股(孖展)及窩輪等，這些似是增加了股民風險，一旦遇上股災或為他們帶來不眠之夜，遠離財務上的自由和安寧！事實上我没有改變，仍非常注謹慎理財。

作為一個小股民、小投資必須明白，投資道路不一定是坦途，不如意的事情，如股災、經濟衰退、利率上升必然發生，因此長期持有股票，必要確保股份是優質企業；要利用孖展就要了解孖展比率的重要；要沾手窩輪就要了解窩輪是一個怎樣的遊戲。

近日好友『股壇 Titanic』自從窩輪#9691 一役後，對窩輪及孖展非常有興趣，向我介紹了幾隻仙輪及提議利用孖展買入《中國人壽》，作長線投資。阿力(Titanic)是一個不祥人，好端端的事情到了他手上，也會被弄糟，突然間我明白到他的問題是太善忘及衝動，對我曾提出的意見忘記得一乾二淨。他所推薦的仙輪全是命短兼非常價外，值博率不高。《中國人壽》跟當年科網熱時的《中國移動》沒有兩樣，雖然《中壽》有\$0.05 股息(2005 年度，06 年派發)比當年的《中移動》好一點，但息率低的股份每遇大跌市，必首當其沖，被投資者拋棄，息率太低的股份亦難以做到以股息支持利息開支，所以絕不適合作孖展投資。(科網熱時，阿力以約\$40 買入《中移動》，最高位\$80 時沒有沽出，回跌至\$60 時再加碼入貨，最後是沙士時以\$20 以下價錢沽清所有股份，阿力可能已忘記了自己曾買賣過《中移動》。)

人生不如意事十常八九，對股民也不例外，美好日子不會一直下去，大牛市必有結束的一天。股民必須為不如意事作預備，才可以享受自由和安寧。

回應:

問:股神話：投資法則只有兩個，第一法則是不要賠錢，第二法則是不要忘記第一法則。睇鄧兄文章，稍有別於其他 value investor 多談孖展，偶然談窩論似乎冒險，不過計算精密尤其關於孖展相當 inspiring 若果, #2628 跌至\$10 鄧兄會唔會用孖展購入？

答: 我不會買入#2628，理由有很多：

1. \$10 的《中國人壽》很可能仍是太貴，這個要看當時業績。

2. 《中人壽》的管理層是幹部出身，不是世界級金融菁英。
 3. 外資將大量湧入，未來日子必定競爭激烈。
 4. 有很多股票比《中人壽》好，或
 5. 投資者需要的是一隻「可靠股票」，不是一隻「可能很好的股票」。
- 股神話：「投資者是無須把飛龍殺死，只要躲避它已可以很好，換句話，要賺錢是無需要冒險，只要懂得避險就可以很好。」

完結篇(大話西遊).....62

我寫 Blog 已經一年，已感到厭倦，這是最後一篇。

記得寫第一篇『無為勝有為』時，本人是不懂中文輸入法，要不斷翻書或詢問別人，所花時間不少，可謂「打字打到喊」，今日當然進步很多！

鄧小閑是一個筆名，聽聞古時女子選夫有五條件：潘、驢、鄧、小、閑

1. 潘是指潘安之貌，
2. 驢是驢子，有驚人耐力；
3. 鄧是鄧通，古時財人，不單富有，更樂於花費；
4. 小是細心，心細如塵；
5. 閑即清閒也，有時間相伴愛妻。

取名鄧小閑是提醒自己要小心行事，擁有自己時間及懂得花費。此外林行止的作品曾提及英國雜誌 Man in the town，林先生譯作鄧小閑，頗為有趣，令小弟留有深刻印象。

鄧小閑已到「男人四十，慙 XX」之年，當中十九幾年投身股海，可惜總是富貴少，閉翳多，本想寫一篇『我在金魚缸的日子』或『小魚血淚史』，感懷一番，講述小股民在鱷魚潭中的掙扎故事，寫了百多字又發覺沒有什麼特別、沒有什麼值得寫。股民生涯往往是大上、大落；三更窮、五更富，心情亦經常大喜、大悲，但卻遠離心神安靈。

好友 Titanic 批評本人偏激固執，好辯、爭強，經常是「包攔頸」、「咬住唔放」，事實上本人希望的不是求勝，而是求真相，能找到重要及有價值的論點。與人辯論是一種「逆向思維」方法，當我不能以理性態度，確實證據說服別人，我知我錯了，必須糾正。

有些理論：80/20 法則、梅菲法則及博弈論等，對提升股民思考能力很有幫助。這些都是綜合日常生活而得到，經由一些有心人整理，亦曾用日常事例檢驗過的道理。例如 80/20 法則中指出一個趨勢--貧富懸殊。我留心這個情況，認同貧富懸殊不單存在

1. 人與人之間；
2. 國與國之間；
3. 企業與企業之間；

就是第三點，企業與企業的貧富懸殊，暗示了不平衡發展，強者淘汰弱者，詳情不細說。普通股民只要知道買入龍頭企業，成功機會就大很多。

參考一些已成功的股壇大師，對我們有幫助。他們包括：畢菲特、索羅斯、比得林治及 Robert Kiyosaki(『富爸爸』的作者)，股民要找尋學習對象，應選一流人物，絕不可以參考二流分析員的意見，他們很多還是「兜痞分析員」，捱了十多年，仍為兩餐而奔波勞碌，請教他們等同問道於盲。

股神畢菲特是最偉大的投資者及管理人，一再示範以簡單輕鬆方法，獲得財富、自由和安寧。很多市場謬誤：緊貼大市、多勞多得、投資組合、高風險高回報、技術分析等都被畢菲特以行動所否定：他居住及工作地方是美國中部家鄉，而不是金融中心；他沒有留心手上股票價格，當他心情不佳時，他什麼也不做；他只有簡單的投資項目，不是投資組合，他著重避險而不是冒險，他眼中「高風險高回報」只是傻瓜冒險的藉口；他沒有利用技術分析進行交易，反指這些只會令人破產，而且不只一次。

想到很多股民花在投資者組合、技術分析方面的時間、心血、甚至是金錢也不少，到底這些是否靈丹妙藥，值得股民付出，或是有付出的必要呢？

坊間有笑話一則：

東方不敗得到『葵花寶典』，翻開第一頁，面對「欲練神功，必先自宮」八個大字，吸了一口涼氣，苦苦思索了七天後，終於引刀一快。

強忍著身體劇痛，懷著凝重心情，東方不敗翻開第二頁，見到：「若不自宮，也能成功」，當場暈了過去。

醒過來，翻開第三頁，見到的是：「即使自宮，未必成功」。

投資組合及技術分析未必如『葵花寶典』，那麼嚴重，但亦有如金毛獅王謝遜的七傷拳，未傷人先傷己，股民未得財富，先失去自由及安寧。關於投資組合已經在網誌第七及八篇談論過，不再重複。

學歷不高的大姨媽完全不懂移動平均線、強弱指數等，她只知道要選取穩健企業，要求合理股息，今日她已是一名小富婆。本人由 2002 年中放棄了技術分析，感覺是無比輕鬆，不再被幾張圖、幾條線綑縛著，瞬間間可以想像、可以看見的東西非常多，非常豐富...

技術分析者若不侷限圖表分析，能同時參考其他資料，問題不應太大，但若只以技術分析為重，則有本末倒置的錯誤，長線而言，股價上升是由業績帶動，而不是由趨勢或資金帶動，更不是由幾條線或圖形推動。

若技術分析是有效，能反映阻力及支持位，那麼金融大鱷就很容易聯想到「羊群」聚集之處，即大鱷有機可剩，只要連破幾個阻力位，或支持位，羊群便會陣腳大亂，大鱷就很容易捕捉到小肥羊過冬。

採用技術分析投資股票，或期貨的大有人在，必然有一些會成功，但若成功的比例太少，是否表示此法有不足之處呢？可惜我難以找到統計數字！

很多股民都有誤解，認為本錢少就要投機，就要利用技術分析，盡量捕捉市場機會，倒頭來發覺浪費時間、金錢和心力，使自己心神不寧，心身俱疲，遠離財務上的自由及安寧。當痛定思痛，從新上路時方知自己錯過不少時間和機會！小閑就是最佳人版。

畢菲特曾講過：「股票市場是最容易賺錢地方。」他的投資大要只有兩點：**穩定的復利增長及避開風險**，大姨媽以此種態度而獲得巨大財富，過去四年我也是以此種態度進行投資。股票市場是一個複雜多變，容易使人迷失的地方，但同時是一個非常神奇地方，神奇是由於股民如大姨媽之流，可以用很簡單方法就獲得財富，完全不需要知道畢菲特的投資哲學、索羅斯的『煉金術』、或 Robert Kiyosaki 的「現金流」，也可以非常成功。

最後非常感謝大家，觀看我的 Blog，謝謝！

回應:

多得火兄介紹，現在慢慢看你的 blog，相逢恨晚，你對技術分析的看法非常見位，一針見血，我雖然從事投資 17 年，但對股市仍是初哥(年半時間)，在當外匯交易員時，大家很沉醉在技術分析，但久而久之後，開始發覺技術分析容易令人目光縮短，不能看到大市的全面，反而一旦放棄了圖表，頓覺海闊天空，眼前一亮。至於投資股票，相信圖表派更難 handle，更易引人迷失方向，雖然我有朋友仍然用技術分析而賺大錢，去年回報超過 100%，他是個一流技術分析員，加上基本分析，在股壇，外匯市場遊刃有餘

問:可否寫下 5 因為 HSI ratio 調低的影響嗎?

答:我手上沒有資料去評論 HSI ratio 改變的話題,但相信一隻股票的價格主要受本身業績影響,是否是指數成份股或所佔比例改變,影響是很少及短暫。雖然《滙豐》在恒指比例的改變很大,由超過 30%,將續漸變成 15%,但我仍相信實際影響很微,1. 像盈富的指數基金是不流行,反而很多國際投資者是以 MSCI 代替恒指作參考,2. 本地投資者已傾向網上投資,直接參與,少買指數基金,3. 指數基金是無法避開一些弱於大市的成份股,因此不受歡迎,4. 大戶要控制期指,已無需持有太多《滙豐》而在市場沽貨,但這不是持續性行為,當指數比例的變改完成,股價就會穩定。

反向投資.....1

最近(2007 年 11 月)《滙豐》股價大跌,因此我沽出手上所有《思捷》及買入《滙豐》的長年期窩輪。目的是減低孖展按揭比率,以防短期股價下跌,同時加大對《滙豐》的投資,增加將來回報。

這不是一個容易的決定,《思捷》業績出色,股價走勢良好,沽出《思捷》絕不是看淡它的前境,據以往經驗,沽出獲利深厚股份而換入虧損或價格偏軟的股份,往往是投資者的大忌;而且在市況波動大,人心虛弱時棄正股而取風險高的窩輪,更惹人爭議。

過往一年,《滙豐》股價下跌約 10%,與歷史高位相比約 15%,即使不與其他股份比較,股價也令人失望。應該放棄或繼續投資呢?結果我選擇後者---繼續投資。

一些挫折.....2

再次寫 Blog,見到很多網友留言支持,令本人十分感激,同時十分慚愧。

小閑在『炒股十八年』胡亂吹水六十多篇,強調選取優質股,長期持有,又強調要謹慎理財,所提出的是否真實可行呢?本人是否言行一致,或已變成一個隱形富豪,還是仍舊一個隱蔽中年呢?(應該是隱蔽中年!)

2007 年我所做事情不多,只在 3 月初及 8 月時加大了投資,買入《滙豐》正股及一些窩輪,由於掌握時機很好,回報可觀,(在留言板我也有暗示當時是一個好時機),11 月大市逆轉,《滙豐》創本年新低,令我有點麻煩,帳面資產與年初相約,沒有真正損失,困難是今年買了太多《滙豐》,同時又在孖展戶口中提取了太多錢,變成了孖展比率太大了,若股票價格再下跌,必需沽出一些股票或存入多些款項到孖展戶口,(即所謂補孖展),不幸的事情總是接二連三,其中有

一股票行通知有意減低股票的按揭比率(還未有正式通告)，令將來可能承受股價跌幅縮小。

處理方法很簡單，只要沽出一些股票，減低孖展水平已可以，或有些微虧損，也不是大問題，日後股票回升已可補回損失，但既然需要沽出股票，考慮到手上的股票投資價值，決定沽出《思捷》及購入一些《滙豐》Call 輪。

若果 2007 年，我什麼也不做，手上股票的息率也會不斷提高，(《滙豐》的息率增長了 14%，《思捷》息率增長了 38%)，股息的不斷增長必定把股價向上推，即使股價(正如《滙豐》)短期不升，長遠也會跟上來，只要稍為忍耐，財息兼收是必然的。

再看《滙豐》的投資價值，以往數據已証明《滙豐》出現大於現時 5%股息回報的次數不多，時間也不會太長，過去五年只在沙士前期短暫出現這種情況。

更重要是過往 30 年，《滙豐》只有 3 年是盈利倒退，分別是：

1. 90 年，六四事件後的一年，港人爭相移民，大企業爭相遷海外。
2. 98 年，金融風暴最劇烈的一年，整個東南亞股市、樓市大跌。
3. 01 年，全球科網股爆破，各地股市、樓市大跌(歐洲除外)，美國又有 911 事件，南美有阿根廷金融危機。

這三年《滙豐》所受的打擊，相比現在可謂有過之而無不及，這三年《滙豐》只是盈利倒退，不是虧損，亦能保持股息增長，相信 07 年度也不會有大問題，7 月時公布的中期業績數字非常好，盈利有雙位數字增長，11 月時《滙豐》表示，雖有次按問題，但頭 9 個月整體表現比去年同期優勝，因此對《滙豐》07 年的盈利及股息增長是很有信心。

但 07 年我犯了一個錯誤，買得太急進，希望大家引以為鑑。

回應:

多謝各位留言，本想不作回復，免得「人聲太多，太熱鬧」，但總有點「來而不往非禮也」的感覺，唯有先回復一些：

傻羊提到：「窩輪和孖展風險大，隨時輸身家，少玩為妙。」

這是對我的忠告，非常同意，無可否認很多人因窩輪及孖展而有很大損失。但窩輪及孖展也有減低風險作用，稍後可能提到。

Xenotar：點解不買滙豐正股而買 Call 輪？

買《滙豐》正股絕對是投資正道，現時股息 5%，過往股息年年有增長，日後股價定必隨股息增長而上升。相反窩輪不單是一個賭博遊戲，而且十賭九輸，真的如傻羊所講「少玩為妙」，

我卻以身犯險，原因非常簡單(下刪 100 字，為避免鼓勵賭博，暫時不提。)

骨提到有關遠期仙輪的每月平均消耗值的疑問。

我與骨提到的計算都是正確，無爭議之處。只是仙輪有強勁爆炸力，敏感度高，當正股稍有走勢，已可令仙輪彈升數倍，因此不需投入太多資金，風險可以降低。相反一般價格高的窩輪，輪價敏感度低，彈升幅度細，而且大部份窩輪會成為廢紙，不幸高價買入，即使中途輪價反彈，也難返最初水平。以百份比推算，骨的計算是無爭議，但不要忘记窩輪本身的持質，一般「長壽仙輪」是輪民最愛。

小策：以歷來息率計算，滙豐現在的可能最低價應該是 115。

我不同意。03 年 3 月尾(沙士時期)，《滙豐》的最高息率是 5.2%，今年(07 年)的最高息率是 5.24%，11 月中《滙豐》跌至\$129.4 時所計算得到。現時的《滙豐》已很吸引，再過 3 個月，又公布業績，到時股息又可能增加。

撥備(1).....3

《滙豐》的股東經常被它的高額撥備所驚嚇：

年 份	2004	2005	2006	2007(半年)
撥備	6357	7801	10573	6346 (US M)
稅前盈利	19426	20966	22086	14159 (US M)
撥備：稅前盈利	1：3.06	1：2.69	1：2.09	1：2.23

由上表見：撥備佔收入很高比例，每撥備 1 元只得稅前盈利 2 至 3 元，這是一般行業少見。

撥備等同開支或損失，撥備越大，所賺盈利越少，但所交稅款亦會減少。

若誇大撥備，等待適當時機回撥，企業就可因少交些稅款或不斷把部份稅款往以後日子推遲而得益，可以利用這筆資金賺取更多收入。

請先看以下例子：

A 公司第一年營業利潤 100 萬，繳稅 30%即 30 萬，第二年營業虧損 100 萬，無需交稅，結果兩年來 A 公司營業並無所得，反因交稅而有 30 萬虧損。

B 公司第一年營業利潤同是 100 萬，撥備 50 萬，要為餘下的 50 萬交稅 30%即 15 萬，第二年 B 公司同樣錄得 100 萬虧損，但回撥早前的 50 萬利潤，結果是淨虧損 50 萬，亦無需交稅，二年合計則是營業亦無所得，但交稅只是 A 公司的一半---15 萬。

	A 公司		B 公司	
	營業狀況	交稅	營業狀況	交稅
第一年	+100 萬	-30 萬	+50 萬	-15 萬
第二年	-100 萬	0	-50 萬	0 萬
兩年合計	0 萬	-30 萬	0 萬	-15 萬

以上例子與現實之間有多少差異呢？為何 A 公司不撥備？稅局又是否任由 B 公司胡亂行事呢？撥備太大或超出實際需要對企業有壞影響嗎？

註：『炒股十八年』的 59 篇『滙豐的價格』中也提及撥備，寫得太過簡單。此題目經常困擾金融股的投資者，有需要再多點談論。

回應:

問:我想請問我在有個 Blog 看到以下的一篇:12 月 1 日讀到「信報」姚遷先生的專評，他也將滙豐巨額撥備去挽救兩家持有 SIV 資產的公司的事跟「安隆」事件聯系起，猜想滙豐有質素差的資產隱藏在外人不知的賬戶內，里昂、高盛、花旗，全都有針對滙豐的報告，紛紛調低滙豐評級，假定迅速進入一個減息環境，則情況可能還好一些，不知滙豐能否捱過這一次的風暴，信貸機構莫迪 (Moddy' s) 在 11 月 30 日調低了滙豐的評級，並特別提出滙豐要加強風險控制，這樣的提法是很不尋常的了。請問小閑兄有用什麼看發？

答:《滙豐》與「安隆」不可相提並論。「安隆」是商業詐騙，假帳問題，不是管理風險問題。《滙豐》面對超過 400 間監管機構，盈利來源非常分散，歐亞美各約三分之一，能令《滙豐》倒閉的事情必定非常嚴重，絕不是今次的次按問題。另方面，我對次按問題樂觀，只是一個小衝擊。日後我將提到次按及金融業的一些問題。

撥備(2).....4

上文提要：A、B 公司的例子中，B 公司用撥備方法減少稅款，增加了現金流。

為何 A 公司不撥備呢？

撥備又稱撇帳或減值(註一)，是企業的開支或損失。所針對的是「商業存貨」(註二)，有些公司以出售服務為主，沒有存貨，如：酒店、旅行社、教育機構等。稅局對待任何企業都是公平，只要有存貨就可以為存貨作出撥備。

稅局是否任由 B 公司胡亂撥備呢？

即使需要撥備，稅局只會接受很細的百份點，例如存貨的 1%，但理由充足，撥備可以增加。假若 A 公司是手機生產廠，有存貨 50 萬，撥備 1% 就是 5 千元，相對 100 萬利潤，數目很小，若遇特殊情況，如因火災導致 50 萬的存貨損失(沒購保險)，A 公司也可撥備 50 萬，即減少 15 萬稅款(50 萬 x 30% 稅率)，但最終損失也會是 50 萬，因此大多公司購買存貨保險，所以金融業以外的公司大幅撥備的個案很少。

反觀 B 公司撥備 50 萬，也可能只是 1% 的存貨價值。先看銀行業的資金配置(簡化版)：**存款 + 股東資金 = 存款準備金 + 防禦性資金 + 放債** (註三) 例如 **8000 萬 + 300 萬 = 800 萬 + 2500 萬 + 5000 萬**

稅局視「**放債**」(5000 萬)為銀行的商業存貨，可以作出撥備 1%，即 50 萬，相對銀行的營運模式：

放債 5000 萬 x 5%(放債息率) - 存款 8000 萬 x 1.875% (付存款利息)

= 250 萬 - 150 萬 = 100 萬

簡單來看：銀行放債 5000 萬，只得利潤 100 萬，再撥備 50 萬，剩下稅前利潤 50 萬，盈利率(profit margin)只有 1%，可謂生意難做。但股東資金只有 300 萬，資金回報率(ROE)是：利潤 50 萬 / 股東資金 300 萬 = 16.67%，也相當不錯。

現實中除了一般撥備(general provisions)，還有特殊撥備(specific provisions)，針對特別情況，只要理據充足，稅局不會阻止，如 97 後樓市大跌，或現在次按問題，銀行都可作出特殊撥備。

如何利用撥備賺取利潤？

稅局視撥備為企業實際損失，即使被誇大或縮細，最終也要被反映在帳目上，需要被回撥或追回。

銀行不期望有真正收不回的放債，但在撥備的過程中，會盡量採用香港汽油公司的辦法：加價多、減價少；加價快、減價慢，銀行當然是撥備多、回撥少；撥備

快、回撥慢，由於銀行放債非常龐大，當中因誇大撥備而減省的稅款，非常可觀。還有銀行會選取最佳時機回撥隱藏利潤，例如虧損或減稅時期。2008 年 4 月起，英國利得稅將由 30%減為 28%(註四)，若 07 年儘量撥備，08 年回撥，就可變相逃稅 2%。

不是所有銀行願意大幅撥備，誇大撥備雖可增加穩藏利潤，但會減少公布的盈利，令股價下跌，管理層的認股權也變得毫無價值(註五)，這是美國方面的情況。而中國政府鼓勵國有銀行互相競爭，身為管理層的幹部同樣也不願意大幅撥備。

撥備策略與銀行成敗有關，在 2007 年的美國次按危機中也有重要角色…

註一：撥備又稱撇帳、減值等，洋文：provisions, bad debt charge, write-off, write-down, impairment…名稱雖不同，內容相同。

註二：商業存貨是指可以製造盈利，同時盈利是需要課稅，當存貨有損毀，價值可作扣稅額。

註三：有些地區以存款保險制代替**存款準備金**；**防禦性資金**是一級資本，量度銀行抵禦擠提能力指標，亦影響信用評級及發債能力；**放債**包括拆放貸款及買入的抵押品及債券等。

註四：香港也有意把 08 年度利得稅，由 17.5%降至 16.5%。

註五：美國上市公司喜歡以認股權(option)，獎勵管理層，只要股價上升，管理層就可行駛認股權得到額外花紅。畢菲特反對向管理層發放認股權作獎勵，因為會成為誘因，使管理人員樂於誇大盈利，推高股價，忽略長遠盈利基楚。

回應:

問:銀行都可作出特殊撥備,會計師樓會將呢D照出 report ,但計稅務支出係要再 adjust ,存貨有損毀係實際損失,處理方法不同 write-off 即不能用帳面損失而慳稅

答: 跟很多從事會計的人仕爭論過：「銀行業的撥備是否可以扣稅」，一般認為銀行的撥備是為「應收帳 account recievable」而預備，事實上撥備是為銀行的「商業存貨」而不是「應收帳」而作出，當中價值只有銀行以真金白銀買回來的放債及債券，沒有計及任何利潤。因此銀行業的「商業存貨」與其他公司的一樣，可以做 write-off。因應撥備與扣稅的問題，我對比銀行會計帳目與其他公司的情況，在「滙豐的價格(59)」，與一位傻佬兄亦有討論過。亦參照了「香港稅務 2006-07」(公共圖書館可找到)一些條例，才有這個結論。(煞時間我未能清楚指出章節)

問：其實重點係吾係想話：撥備主要為左避稅？

答：《滙豐》2006 年報 page 294，看到營運收入(operating income)主要支付 3 個項目：保險索償(insurance claims)、撥備(impairment charges)及營運支出(operating expenses)，剩下來的才是營運利潤(operating profit)，稅局以此數計算稅收。

http://www.investis.com/reports/hsbc_ar_2006_en/report.php?type=1&zoom=1&page=296

撥備的疑惑.....5

銀行業的撥備是可以扣稅，本人對此非常肯定，此論點對於《滙豐》的壯大，與及解釋 07 年的金融動盪有重大關係，因此不能輕輕略過。很多人對此問題，已感到非常煩厭，提議略過令人生厭的一章。

銀行業的撥備金額龐大，要說服別人「撥備可以扣稅」是一件很困難的事情，包括受過財務訓練的專業人士，以下是經常遇到的疑問：

1. 有人認為銀行公布的撥備是應收帳(account receivables)中的壞帳部份(bad debt)，而壞帳是不可直接扣稅，因壞帳不是企業的全部損失。

簡單來說：**壞帳(應收帳) = 商品價值 + 生產或銷售開支 + 利潤**

收不到**利潤**不等同企業有損失，只是賺不到金錢，所以不能扣稅；**生產及銷售開支**已入帳於開支帳目，再用來減稅就變成雙重扣減；只有**商品價值**是企業的真正損失，可列入撥備(provisions for bad debts)，得到扣稅待遇。銀行公布的就是撥備(provisions)可以扣稅，不是壞帳(bad debt)。

2. 銀行撥備的金額太大，如《滙豐》06 年度是 106 億美元，約是稅前盈利(220 億美元)的 48%，太大的金額令人難以相信是真實的虧損，或是一個可以扣稅的撥備，否則稅局損失太大，企業亦難以承受。

A) 感覺上 106 億美元或 48%的百份比是很大數值，這是基於錯誤的比較基數，正確的對比基數是 8,681 億美元的**放債本金**(註)，這樣撥備比率應是 1.22%而不是早前的 48%。

B) 相對 8 千多億的放債，只作 106 億或 1.22%的撥備是否太大呢？投資者可能已由擔心撥備可否扣稅，改變為擔心撥備是否足夠？(日後再談論)

C) 1.22%的撥備率，相比於很多公司的存貨 write-off 率並不算高，是稅局可以接受的，亦是股東可以接受，因 1.22%的撥備代表放出的**放債本金**收回比例達 98.78%。(這是**放債本金**的回收率，不是應收帳的回收率)

3. 撥備只是針對帳面損失，是數字遊戲，銀行沒有拿出新資金，並不是真正虧損，日後帳面價值可能回升，所以不能扣稅。

A) 從會計原理來講，帳面的損失就是真失的損失，會計目的是反映某一特定時間的財政情況，兩者不能抵觸，不出售虧蝕資產不代表無損失，例如：投資者用\$100 於建華三年買入《電訊仍 Fall》，蔭權三年《電訊仍 Fall》造價\$5，As at 蔭權三年，\$95 之數既是帳面亦是真實的損失。

B) 對於投資者，損失可以是暫時的、帳面的，但他用的是長線投資理念或信念，不是稅局所用的會計準則。

C) 帳面價值日後能否回升是日後的事情，並不是財政結算日要考慮的事情，或是稅局要考慮的事情，再者帳面價值能否回升是沒有保證，(日本的房地產已有十多年的衰退；香港很多地區樓價仍較 97 時為低)。

D) 雖然不涉及新資金，但只要稅局相信是真實損失，就可以撥備及扣稅。

E) 稅例中為存貨所作的撥備(或稱 write-off)是可以扣稅，這個撥備不涉及新資金，貨物亦未出售，到底撥備是帳面還是真實呢？答案：既是帳面又是真實。

4. 若未出售商品的帳面損失可以列入撥備，用作扣稅；反過說未出售商品的帳面升值利潤是否要交稅呢？

原則上是正確，銀行業中有回撥的運作，當存貨價值(放債本金)回升，銀行需作出回撥，同時為回撥利潤交稅。但要注意，銀行是做借貸生意，與借貸有關的資產升值是與銀行利益無關，例如 500 萬的樓按，當借債人斷供，銀行會承受所有樓價下跌風險，理論上最多是 500 萬全數撥備。相反，當樓價不斷上升，銀行會把以往所作的撥備回撥，直至與借出的本金相等，多出的升值是與銀行無關，因此銀行不會因樓價上升而得額外利潤，稅局亦不會有額外的稅收。

5. 若撥備可以扣稅，企業必定爭相仿效，但現實情況是美國、中國及日本銀行都不積極撥備。

撥備可以扣稅，因為撥備是真正損失，無可避免撥備會降低盈利，出現不理想的業績，令股價下跌。前文『撥備(2)』已提及美國和中國銀行情況，日本方面，90 年代泡沫經濟爆破後，銀行由於風險意識不足，虧蝕非常嚴重，若全數撥備將出現股東資金全部虧蝕情況，這消息必然令存戶爭相提款，社會動盪，這是日本銀行拒絕大幅撥備的原因，亦間接導致新會計制度的推行。(此點日後再談)

6. 有人質疑銀行有多本不同帳簿，交給稅局的與公布的不同，又有人提出公布的撥備數字會再經修改才提交政府。

企業只可能有一份帳目，投資者、金融分析師及稅局得到的財務數字，必需是一致，否則有違會計製帳的原意。

7. 有人質疑會計表列方法，不足以反映撥備有扣稅的功能。

會計帳目之編排是有一定的規格及意義，見到撥備與經營開支列於同區域，已可推斷它們有相近意義或功能---同被列作開支，可以損稅。(滙豐 06 年報 P. 294)

撥備可否扣稅是一個非常重要的題目，本人理解之中可能有很大偏差，誠意希望各方高人提出意見，再次討論，本人所求是事情之真相，不會為爭論而爭論。

此文又長又悶，對有能耐看到此段落者，實在應說聲：多謝！

註：**放債本金** 8,361 億美元等同商品價值，或早前所提的商業存貨，或《滙豐》年報 page 295 中的 Loans and advances to customers。事實上 8,361 億美元只是**放債本金**(商業存貨)的主要部份，若加上其他較細額放債，得到的撥備數字更細。

瘋狂撥備(上篇).....6

談論美國次按及有關金融業表現前，我必須先作出交代：

1. 要得到客觀及準確的分析，必須把個人利益、感情放下。《滙豐》是我的最大投資，雖已盡量抽離，但仍怕不知不覺中有所偏頗。
2. 本人的預測水平頗為差勁，『炒股十八年』的其中一篇『失望的業績(28)』可見一斑，可惜本人又要再一次大膽分析及預測。

以下是我對次按的分析，大致可分為三個階段：

第一階段： 虛假盈警	由 2 月 7 日《滙豐》的「盈警」至美國的最大次按公司 New Century Financials 倒閉
第二階段： 圍捕獵物	由 5 月中《滙豐》拋售次按產品至收購韓國外換銀行(KEB)。
第三階段： 瘋狂撥備	由 11 月各大銀公布重大撥備至 08 年 3 月初《滙豐》公布全年業績。

第一、二階段稍後談論，先談現時情況，現時(07 年 12 月)是次按的第三階段，亦是最後階段，金融企業開始整頓帳目、瘋狂撥備，(特別是那些有高層人士及股東變動的金融巨企，如《花旗》及《UBS》)，目的是把所有損失限制於 07 年

度內，大幅撥備可以把過往有疑問帳目一次性解決，盡量誇大撥備亦可隱藏盈利及減省稅款，間接為新管理層的日後表現，預留更多增長空間。

同時新管理層亦會把一些盈利拖延至 08 年度才入帳，因 07 年的情況可謂大局已定，已無必要因與同業比較而修飾帳目。

再者經歷第三季，一輪併購入股等動作後(分析第二階段時解釋)，市場上有價值而急於求援的金融機構不多，金融巨企樂得專心為下年度作準備。

現時評級機構如穆狄、標保等因應業績、資產價格作評級，無可避免很多企業的評級被下調，各大投資銀行，高盛、美林、花旗等也互相調低對手的投資評級，這是現時的市場機制，投資者應有心理準備。

美國財長保爾森上半年認為次按不會對經濟有大打擊，但下半年改口問題比預期嚴重，需更大關注。近期美國政府連翻出招，市場卻毫無喜色，因金融巨企另有圖謀。保爾森出身投資銀行，是高盛前主席，當然了解金融大鱷的想法及部署，最近他的言行為大行提供了誇大撥備的空間。另方面美國共和黨正為 08 年末總統競選部署，現時只要壓低聯邦利率，向市場注入大量資金，就有利勞動及房屋市場、若配合明年中公布的第一、二季稍為回穩的金融股業績，股市、樓市就會出現反彈，對現時執政的共和黨最為有利，這是財長保爾森可以暫時容忍金融巨企不充份配合政府政策的原因。

此刻，歐美市場銀根緊絀，是金融巨企刻意做成，近期美債上升，孳息下跌，顯示資金從股市流入債市，即市場上並不缺錢，只是大銀行不願意向同業提供廉價資金，亦不鼓勵客戶參與票據市場，令 CDO 及 SIV 等金融產品價格大跌，結果金融大鱷從中得益...

回應:

問:我估 HSBC 係迫於無奈先出呢\$35B。佢旗下呢兩間 SIV 如果佢唔出手的話就要係 MARKET 賤賣佢 D SIV，到時唔係慢慢減值，係一鋪過輸晒兼摺埋。依家反而可以放喺度慢慢睇情況黎減。情形就好似美國幾間大 IBANK 成立基金一樣。至於呢班美國佬係咪個個都唔會還錢呢，我唔敢講全部，但係一定為數唔少。你睇佢地公報嘅斷供數字不斷上升就可以知道。呢點同香港 97 嘅情況好唔同。當時香港樓價重熱過 US 之前多多聲，跌落黎嘅幅度更比 US 大同急好多。但係香港人當時買樓銀行嚴格限定只借 70%，而且審批係比 US D 銀行嚴好多。即係話果陣買樓嘅香港人係有能力供果 70%LOAN。95%另外果 25%係 DEVELOPER 提供嘅。即使計埋買樓都起碼要出 5%。而 US 依家嘅情況係銀行鼓勵一 D 接近無還款能嘅人去借錢。佢地差唔多一個仙都唔駛出，只要簽個名就買到樓，樓價升左重要 REFINANCE 佢出黎駛。假設一個人月薪一萬，銀行借晒三百萬佢去買

樓，佢點供？如果加埋樓價跌，佢會點？重有，SPM 頭幾年好低，但係過左兩三年後就要重新訂過利息。所以佢地只有放低鎖匙一條路。

簡單 D 講，97 香港果班人某程度上係有一定經濟實力，你要佢破產佢唔係迫不得議都唔想。美國佬呢班人一開始就諗住輸打贏要。大家個機會成本分別好大。

答：無論港人或美國人，都不會隨便斷供，始終居住是必需。即使供樓利息上升，也可用加長年期補救，只要銀行願意合作。問題關鍵是樓價，若業主發覺成為嚴重負資產，就有很大的誘因斷供，他們或發覺斷供後，再等候一段時間(破產期)，或用別人名字買另一樓宇更有效益。對於銀行來說，斷供不等於全數樓按泡湯，撥備部份 = 借出資金 - 樓價市值，若全數樓價撥備是稅局不能接受，當然銀行會以一個最差價來估值，令撥備最大化，減少或拖延稅款。對美國樓價不應看得太淡，美元下跌導致入口通脹，新建房屋不比二手樓便宜，鄰國加拿大、墨西哥，或歐洲等經濟很好，貨幣強勁，必有資金流向美國房產市場，情況如香港。

問：高盛沽空 SIV 可以賺大錢，HSBC 最早公佈次按，佢有無沽次按作對沖？

答：《滙豐》的收入主要有三部份：利息、股務收費及交易收益，一般《滙豐》不會公布交易部份，唯有把你的問題 forwad to 葛霖。(講吓笑😄)SIV 及 CDO 都是 Banker 想出來的產品，可說是金融衍生工具，銀行從中賺取溢價。願意出手接貨是因看好後市，不宜過份看淡，畢竟一般的窩輪商也甚少失手，更何況涉及百億美元之數，Banker 必然再三計算。

瘋狂撥備(下篇).....7

現時(07 年末)，歐美市場銀根緊絀，是金融巨企刻意做成，近期美債上升，孳息下跌，顯示資金從股市流入債市，即市場上並不缺錢，只是大銀行不願意向同業提供廉價資金，亦不鼓勵客戶參與票據市場，令 CDO 及 SIV 等金融產品價格大跌，大鱷從中得益：

1. 次按及票據市場大幅收縮，令實力薄弱者被淘汰出局，大鱷市場份額增加。
2. 藉機以低價買入優質資產，CDO 或 SIV 最初都是銀行業務，經包裝出售給投資者，銀行減少所涉風險，情況有點像企業把高風險業務分拆，獨立上市，當分拆公司市價大跌，企業再把之自有化。
3. 新會計制度要求把投資產品以市價入帳(註一)，若在年終結算日，把投資產品的價格盡力壓低，企業就得更大撥備額，短線而言盈利大減或錄得虧損，但可為來年提供更大盈利增長空間，對新上任管理層最為有利。

次按不斷傳出壞消息，令股民驚慌，質疑《滙豐》管理層能力，懷疑以 350 億(美元、下同)買入 SIV 是太冒險；擔心《滙豐》的派息能力；有人提出甲由理論：認為發現一隻甲由，必有更多甲由穩藏，更多問題將浮現；有人憂慮美國經濟變

壞：失業率、破產個案、房屋斷供率俱上升，此刻入市難免令人擔心。

以上的壞消息及疑慮都是實情，已令滙豐股東忐忑不安，憂心忡忡，即使不沽貨離場也難以做到趁低吸納。

記得 02 年中至 03 年初，本人累積《滙豐》時，股價在\$80 至\$90 間浮動，在 03 年大升前，股價更跌破\$80。那時市場充滿壞消息及疑慮，與今天境況相似：當時美國還未擺脫 911 的陰霾；阿富汗戰爭未完，又預備攻打伊拉克；國內有假帳醜聞，大企業《Enron》倒閉，可謂人心惶惶。

其時香港正處於建華之亂：廿三條問題、公務員減薪、破產個案、失業率俱上升，社會及經濟狀況皆危危乎如紙紮也。

《滙豐》亦有各種不利情勢：香港經濟處於谷底，反彈無力；政府出售官股，令股價受壓；南美阿根廷動盪過後，元氣未復；經濟火車頭美國更似是自身難保；

《滙豐》就在這種環境下收購 HI(滙豐融資的前身)。(註二)

結果在負面消息充斥，股票經紀苦口婆心力阻之下，本人曾以\$78 買入《滙豐》，當時我回應相識十多年的經紀黃：『忍不住(要買)，《滙豐》要再跌就由它跌(吧)！』沒有想到這是最低的股價，往後大市強力上升。

換一角度，以索羅斯的**市場反射及榮枯相生**論來看次按問題(註三)：市場表現與投資者的期望互相影響，現時的壞消息及憂慮，已令投資者卻步，或沽貨離場，股價失去支持而再下跌，令更多觀望者加入沽貨行列，情況向單一方向不斷演進，大市被悲觀情緒籠罩，對任何轉好迹象毫無反應，甚致被解譯為壞消息或對之充滿懷疑，此是市場反射理論中的極度悲觀現象，股價大幅低於應有價值，最終做成物極必反，榮枯相生現象的反彈現象。一個明顯例子：02 年全球股市處於谷底，特別是金融股，結果引致 03 年的強力反彈，該年是十年來第一次美國金融類股份壓倒藥業股，成為表現最佳類股份。

另一大師畢菲特強調要解決買股票的兩大難題：買哪些股票？在哪個價位買入？(註四)。單看《滙豐》的基本因素，可以說完全符合條件。

兩位大師需有道理，但無人能肯定市場何時好轉，數字可能一直變壞，以目前或轉壞情況考慮，《滙豐》仍有可取之處：

1. 目前股息回報高於 5 厘(以\$132.6 計算)，存款息率只有 2.9 厘(以 100 萬一年定期計算)，實際股息率及與過往歷史相比都是難得的好時機。
2. 即使借錢(孖展)買股票也非常划算，現時很多金融機構提供 P-2%(註五)，即 5 厘以下的利息成本，上次同樣的好時機是沙士早期。
3. 假若美國政府無力解決次按問題，必然減息，令孖展利息支出減少，同時
4. 《滙豐》股息繼續增長，變成孖展部份的淨利息收入增加，增強股份的擴跌力。
5. 《滙豐》停止或減少股息的機會極微，過去沒有發生，30 年來股息一直持續增長。

6. 06 年報顯示滙豐一年內到期回籠資金多於 3,600 億，相對於應付 07 年度的 70 億股息綽綽有餘(註六)。
7. 無怪《滙豐》大力擴張：收購韓國銀行(63 億)、買入旗下 SIV(350 億)、台灣中華銀行、入股越南金融機構及增持《交通銀行》等，《滙豐》本身沒有資金壓力，若有低價批股情況，只會是出於政治考慮。
8. 《滙豐》盈利分佈歐、亞、美三大州，及各種客戶群，要出現停止或減少派息機會，必與全球性的經濟衰退有關，反觀現時各地經濟甚好。(包括美國，GDP 仍有增長)
9. 股民錯覺以為富有的投資者才重視股息，事實上穩健及可能性高的投資計劃往往是由高股息股份配合。(註七)

現時很多股民視 911、沙士等為入市良機，希望機會再臨，但當時機換了一個名字、一個形式出現，股民就無所適從，結果還是事後追悔。

註一：過往企業多以成本價或購入價入帳，但科網股爆破後，資產價格急跌，做成帳面與市場價值的重大差距，財務報表難以反映真實情況，因而催生新會計制度。

註二：買入 HI 是正確，無論以短線或長線計算，不想長篇大論，所以不詳述。

註三：見『炒股十八年』~『黃金夢碎(34)』

註四：見『炒股十八年』~『選股基本法(4)』

註五：滙豐銀行提供孖展利率是：P-2%(首 50 萬)，P-2.87(其餘部份)，亦有其他股票提供約 P-2.5%，但借貸額需百萬以上。

註六：06 年度滙豐派息共 88 億，當中約 29%是以股代息，估計 07 年度股息增長 10%，需要派發資金 = 88 億 x 110% x 71% = 68.7 億。其中約 55%已派發。

註七：有興趣者可參考：投資者的未來(The Future for Investors) 及 股票投資價值分析(The Dividend Connection – How Dividends Create Value in the Stock Market)

回應：

問：匯豐未來的增长动力在哪？

答：廿年前香港股票場成交約每天 20 億，十年前是百多億，07 年是大於 400 億，市場越做越大，但股票經紀數目越來越少，經營不善而倒閉者年年有之，原因是如滙豐等大銀行全力搶佔市場。同樣情況發生在保險業界，可見銀行已走向金融超市化，此情況不單在香港發生，現時所謂金磚四國，不單有滙豐的足跡，而且進展良好，這是廿年前或十年見不到的情況。試想十年後、廿年後會怎樣？

問: 有一點十分同意是信貸緊縮係大行故意營造出黎。佢地咁做一黎可以令 cdo 同 siv 價格大跌而令本年度帳面損失擴大而為來年 create reserve。另一個目的相信係迫 fed 再減息。但係我有一個問題，美國樓市已經形成下跌趨勢，而 fed 就算減息或者"指令"FI 凍結 SUB PRIME 0 既利息可唔可以令果班美國佬繼續供樓呢？我個人覺得好難。讀每週財經動向提出次按涉及最少四千億美元。如果呢如佢地所講，次按到呢一刻仍然係開始，戲玉可能係出年第一季或者第二季。咁 0 既情況之下 HSBC 係咪重有一 D 下跌空間呢？我覺得好難去分析。因為我相信 HSBC 0 既 MANAGEMENT，亦相信 HSBC 唔會減少更會加派股息。但係另一方面個人相信 HSBC 要再加大 PROVISION 最少一次，而果\$35B 會泡湯 0 既機會都相當之大。個人傾向 HSBC 可能要跌至 100-110。請指教．．．

P.S. 全球 FI 因為今次 SPM 跌到四腳朝天，唯獨 HSBC 可以話無跌過。背後原因點解釋呢？

答: 滙豐是好股票，股息不斷增加，若市場衝擊越遲出現，股價越難下跌，相反即使跌破\$110，也會因不斷增加的股息而令股價回升。估計滙豐 07 年度撥備達 130 至 150 億美元，增長約 30~50%，已是驚人數字，前景還可能變壞，但應仔細想想是否可以轉危為機，記得沙士時時期嗎？若時光倒流，大家必會找緊機會，即使早買了一點，始終獲得可觀利潤。若果相信滙豐的 Management，就不應認為\$350 億會泡湯，次按市場亦不只四千億，滙豐隨便出手買兩個 SIV 已是 350 億。滙豐跌得少，可能因它無升過，或者始終是評級高、本身資金充裕，但股價是很難估計，特別是短線而言。

問: I recall from my previous reading that HSBC has obtained special waiver from HKEX (or other relevant Exchange), which allows HSBC to buyback Its own share from market without off setting its own share capital. In other words, if HSBC share price drop below \$130 (say \$120), HSBC can make a "gain" of \$10 (i.e. \$130-\$120) or purchase at a relatively lower price and save for future distribution.

My questions are: -

- 1) Would this give extra support to HSBC share price?
- 2) How the \$130 is calculated, a simple average price? Does it imply anything?
- 3) While other FI (say UBS, Citigroup etc) is suffering from liquidity problem and is craving for new cash, why HSBC still have strong cash flow for expansion (e.g. HSBC HK is hiring additional staff), acquisition (South Korea and Taiwan etc) and even increase cash dividend level every year?

答: 1. 若滙豐回購股份，是會對股價有支持。2. 所提到\$130 應是滙豐以股代息的參考價格，以一段時間的平均收市價計算，可參考滙豐網頁。3. 花旗不似有資金問題，它出資 490 億美元回購旗下 SIV，出售換股票據只得 75 億，而買家

又與大股東同聲同氣，似乎...，UBS 是投資銀行，情況不同，有資金短缺可能，而 HSBC 素來資金充裕。

問:請問鄧兄匯豐可能在上海掛牌，有可看法是政治考慮嗎？

答:上海要成為國際金融中心，就要吸納國際企業掛牌，對國內股民亦有莫大好處，有更多選擇，接觸到真正國際化的大企業，對外國企業亦提高知名度、擴大集資途徑、及刺激股份需求。但有一點要注意，國際企業要求各地股份互換流通，絕不容忍 A、H 限制市場情況。

問: 任總於最新一期《觀點》以「2008 年展望」為題，發表了一篇文章，當中提到：

"儘管美國接連減息，但信貸供應仍然緊張，相信在未來幾個月會對美國的整體經濟，尤其住屋市場造成不利影響。目前金融機構仍然面對市場上大量的問題資產(次按相關證券)再度記入銀行帳目(即「再中介化」)的壓力。這可能會令它們的盈利能力長期受壓，並導致貨幣市場持續緊絀。"

小弟有幾項想請教：

一、小弟不知道任總如何由"信貸供應仍然緊張"推出"相信在未來幾個月會對美國的整體經濟"照計美國人唔會因此洗少左錢架，為何任總會說"整體"呢？

二、還有"記入銀行帳目(即「再中介化」)的壓力。這可能會令它們的盈利能力長期受壓，" Banks 不是會今年一次過將 impairment loss 入晒落 P & L 嗎？

為何 profit 會長期受壓？

三、"並導致貨幣市場持續緊絀。"撥備 + impairment loss 應該會使銀行可以減少款稅，從而增加手頭現金的。為何貨幣市場會持續緊絀呢？

答: 任總提到的「整體」、「長期」及「緊絀」都是形容詞或副詞，不是實質數字，因此任總之言絕對是官話，甚有回轉餘地，難以抽秤。反過來想，有沒有任總一番說話，金融市場仍繼續運作。

虛假盈警.....8

為官者或大企業的 CEO 往往報喜不報憂，務求大事化小，小事化無。2007 年 2 月 8 日《滙豐》的新主席卻反其道而行，公布為美國次按大幅撥備，令市場震驚，股價下跌。《滙豐》的公布被視為百年老店的首次盈利警告，西方傳媒稱為 first ever profit warning，特別觸目及令人憂心，此份『盈警』同時亦打破《滙豐》兩個慣例：首次對市場猜測作出回應，通告是鑑於撥備比市場預期高出 20% 而發出；其次通告是在美股收市後，港股開市前及英人正在夢遊之時，由英國總部發出，這是一個非工作時間，非常罕見。

令市場大惑不解及諷刺的是《滙豐》所公布業績：營運收入、稅前盈利及股息皆創歷史新高，"Record results"創紀錄成績的用詞很容易在年報中找到。回顧《滙

豐》過去撥備情況：

年 度	稅前盈利+/-	撥備 (美億)	撥備+/-	股息(US\$)
2007		150.00 (註一)		?
2006	+5%	105.73	+36%	0.81
2005	+11%	78.01	+26%	0.73
2004	+37%	61.91	+2%	0.66
2003	+33%	60.93	+361%	0.60
2002	+21%	13.21	-35%	0.53
2001	-18%	20.37	+119%	0.48
2000	+22%	9.32	-55%	0.435
1999	+21%	20.73	-21%	0.34
1998	-19%	26.37	+160%	0.308

值得特別注意是：

1. 大幅增加撥備的年份是 98 及 01 年度，令稅前盈利倒退，但當時沒有預警
2. 由 03 年收購 HI 後(滙豐融資前身)，撥備大增及一直居高不下，當年《滙豐》是發行新股換購 HI，令市值增加約 13%，但撥備增長比例遠超此數，亦比盈利水平超出很多，顯示《滙豐》早已對美國樓市有戒心。
3. 多年來即使盈利倒退，股息一直維持增長。
06 年度撥備數額很大，但影響不及過去，沒有打破慣例發出盈警需要，而且很多地區(如國內)對盈利預報有嚴格規定，要求盈利變化大於 50%時才發出預警，《滙豐》盈利變動很小(+5.3%)，沒有發通告必要，事實上《滙豐》沒有正式承認這是盈警及它的內容亦沒有指盈利倒退。

發出虛假盈警的目的是打擊次按最大對手 New Century Financial (NCF)，《滙豐》與 NCF 在次按市場中叮嚀馬頭，難分高下，《滙豐》就是藉 07 年次按市場轉壞及對手急需資金週轉之時，大力放風看淡次按，令對手集資困難而倒閉。《滙豐》不單是全球最大的房地產貸款銀行，有豐富房貸經驗，曾處理香港的嚴重負資產問題，《滙豐》英總總部在 90 年代初期亦曾是難尾地盤，輾轉落入滙豐之手。《滙豐》對美國樓市亦有深入了解，02 年第四季有百年歷史的 Household International(HI)因資金困難，求助《滙豐》而於 03 年被全面收購，這是大大出乎市場及 HI 所預計，其時《滙豐》亦有各種問題如香港地產低迷，南美經濟前景未卜，更令大眾驚訝是不及半年，美國地產強力反彈。當年《滙豐》收購 HI 之時，除了 HI 因素外，更對美國的房產及 HI 的最大對手 NCF 作了研究，所以 07 年《滙豐》可以藉美國房產轉勢之時，一鑊打沉 NCF，使其於 07 年 4 月 2 日

宣佈破產保護，最後倒閉收場。

美國的樓市有一特點或趨勢，當樓價調整，斷供率特別高，主要是年輕新業主，他們繳付很少的首期，因此當地產下調，供斷離場的損失有限，換句話斷供的機會成本很低，或誘因很大。這情況歸因兩點：

1. 越來越來美國企業採用花紅制，以員工的表現及企業業績來發放年終花紅，結果令員工的固定月薪相應減少，削弱了員工儲蓄或每月供樓能力。
2. 美國的金融機構太多，競爭過於激烈，次一級的金融機構轉向實力薄弱的年輕業主提供樓按，包括二級按揭，形成一個蓬勃的次按市場。

次按市場盈利豐厚，吸引很多大銀行參與，利用按揭證券化(CDO)分散風險，再加上新會計制度，令問題更複雜，總括而言，次按市場盈利豐厚卻非常脆弱，無可避免要經歷金融市場的常規：震盪、淘汰、整合、寡頭壟斷。07年第二季《滙豐》、《GE》及《富國銀行》高調宣佈不再支持次按代理商業務，令大量中小次按公司淘汰出局，最近美國政府要求提高審批樓按準則亦加快金融市場的汰弱留強。

簡單來說，金融巨企不單爭取市場排名，盈利表現，更注重市場份額(market share)，當次按市場逆轉，盈利受制之時，《滙豐》以淘汰對手為第一目標，不惜破格發出『盈警』，最大次按對手 New Century Financial 亦應聲倒下。

註一：07年上半年撥備是 63 億(美元)、第三季單美國本土撥備 39 億，估計全年撥備介乎 130 至 150 億。

回應:

問:我對 NCF 業務同佢 WINDUP 0 既前因後果唔係太清楚。但係如果 HSBC 0 既盈警係目的係令 NCF 倒閉呢個講法的確好新鮮。我估 NCF 倒閉同 SUB-PRIME MORTGAGE 斷供，CDO, SIV 大跌價令佢地出現資金週轉困難而破產(純粹個人估計)。HSBC 係全世界第一間 FI 公報佢地會因為 SPM 而加大 PROVISION, 呢點睇到佢地高透明度。但係亦可以見到 SPM CRSIS 係由果一刻開始正式浮出水面。HSBC 會唔會係一個剛剛先大禍臨頭 0 既生意上面爭取 MARKET SHARE 泥？所以如果 HSBC 0 既盈警係為左打沉 NCF 的話似有一 DD 強？講真，NCF 係 SPM CRSIS 一開始就倒下，可見佢地係次按生意同相關 DERIVATES 方面係幾咁 AGGRESSIVE。我感覺上覺得 HSBC 提早發出次按警報與否 NCF 都係要執笠。所以很想聽聽小閑兄的分析。

答：去年第二季美股創新高，形勢大好，NCF 卻不單難以拆借資金，更連賤價賣盤亦無人問津，原因何在呢？滙豐在 2 月 7 日公布大幅撥備，3 月 5 日公布業績及其後的更多公布中，都極力唱啖次按市場及表明要出售次按資產，製造的恐慌難免對 NCF 的集資或賣盤構成壓力。宏觀角度看，NCF 倒閉或被合併是必然，因其規模無法得到便宜的資金成本，難與大銀行匹敵；微觀來看，則是 NCF 過於進取，沒有做好現金流管理，滙豐只是在慣常的撥備政策下，做個順水人情，讓 NCF 早登極樂。若認為滙豐的破格『盈警』與 NCF 倒閉無關，兩者只是巧合，相信滙豐主席葛霖一定非常同意。辦公室人事鬥爭中，常有同事暗然離去，也不知幕後黑手是誰，又或是明知行凶者，奈何苦無証據，吹佢唔脹！還有滙豐得到較大的 Market Share 是用壓縮市場方法得到，不是加大投資，所以高調撥備是有一箭雙鵰之效。事實上暫時得到的營業額及收入會下降，只有市場復甦才可見到成績成，這是長遠策略。

次按雜錦.....9

2007 年各地股在次按陰影下，多番創出新高，是過往金融風暴中少見。踏入 08 年，美國金融股繼續下跌，情況甚於去年，更有擴展至整體樓市及經濟之象。以下是重要金融股因次按而在過去一年的表現：

		近日低位與一年高位比較
全美最大次按企業	NCF	倒閉
全美最大房產按揭	CFC	下跌大於 90%
全美最大金融機構	Citigroup	下跌大於 50%
全球最大跨國銀行	HSBC	下跌接近 20%

在預期第四季金融業成績極差及實際業績公布前，市場充滿警慌及焦慮，導致股份被過份拋售，承接無力，相信要各大銀行業績見光後，情況才可好轉。

《滙豐》股價貼近二年前年低位，令股東大失所望，面對強大心理或經濟壓力，一般股民精神飽受折磨，不易應付，稍後將另文談論。

CFC ,Countrywide Financial Crop, 近日傳出破產消息，令股價兩日內下跌超過 30%，CFC 全美有業務，8 月時為美國銀行入股，一旦倒閉必引致新一輪震盪，正預備改善經濟的布殊政府相信不會輕易讓 CFC 倒閉，如有需要美銀亦可能提供資金。

美國財長表示政府沒有辦法解決短期次按問題，此語應是為布殊總統挽救經濟措施作鋪排，同時保爾森的前僱主高盛亦同聲同氣，表示二、三季美國將進入衰退，估計布殊總統將提出退稅、減稅措施，惠及國民及大企業。若 08 年經濟轉好，金融股就可以回撥過往的大額撥備，從中得到更多好處。

最近 UBS 被瑞士監管機構調查其大幅撥備，質疑有被跨大部份。

美國政府除了減稅外，相信減息亦事在必行，美元亦會隨之貶值；另方面，由於石油、木材、農作物等主要必需品的全球價格上升，將引致美國嚴重通脹，結果是存款出現負利率，情況與香港似，美國樓市亦會得到改善。

回顧一些次按事件：

《滙豐》針對 New Century Financial (NCF) 的是虛假盈警，並不大幅撥備，撥備是長遠政策，沒有 NCF 因素也會同樣進行。有次按作為藉口，更令大額撥備較易為稅局接受。

除了高調唱淡次按外，《滙豐》更拋售次按資產，07 年上半年共出售 27 億美元的 CDO，當中多於 80% 是在第二季出售，即 NCF 宣布破產保護，急需救援之際。

《滙豐》此舉不單令 NCF 集資更困難，亦令票據市場出現混亂，《貝爾斯登》指該時期為廿年來最差。結果引致《貝爾斯登》被狙擊及一連串收購事件。

很多人好奇《滙豐》有否像《高盛》對次按產品作對沖，減少損失，從次按問題暴光開始，《滙豐》就表示會採取必要行動，但一直沒有交代曾否參與對沖情況。

《滙豐》的 CIBM 業務原則上等同投資銀行業務，亦涉及結構性衍生工具，從中或可找到端倪：07 年上半年美國 CIBM 盈利增長 25%，共 4.32 億美元，數字很好，數額卻不太大。但有兩點要特別注意，《滙豐》CIBM 業務素來是最差一環，難與同行相比，但同期很多基金或歐洲、日本銀行及《中國銀行》都因 CDO 跌價而錄得投資虧損。因此不能排除《滙豐》拋售 CDO 時，亦同時作了對沖，彌補了部份損失。

7 月初各地股市情況良好，但卻不斷傳出壞消息，最終引發了 8 月全球股市大跌。這與新的會計制度有關，要求投資項目必需以市價入帳，跟過去的成本價入數不同，因此半年結後很多銀行或基金，不能隱瞞投資虧蝕，令市場恐慌，投資者觀望或撤回資金，加上金融大鱷抽緊銀根，拒絕放款，令基金迫於賤價出賣資產，引發多個股市連環下跌，其後英、美、歐、日等中央銀行聯手注資市場，提供資金，市況迅速回穩。

金融市場中的大企業常利用機會，併購弱小而急需掙援的企業，當各大政府聯手出招，制止資金過度緊縮，大鱷亦知適可而止，一些重大交易即時成交，如《美國銀行》購入 Countrywide Financial Corp 股權及《滙豐》從 Lone Star 買入韓國 KEB 等。(KEB 交易正等待韓國的審批)

次按的第二階段後，股市在美國開始減息周期刺激下大幅回升，10月時更突破14,000點，創新高。但可惜遇上全美最大銀行《花旗》換人並大幅撥備，觸發更嚴重的金融震盪。

《花旗》在舊主席普林斯領導下，近年成績並不突出，在最重要的新興市場—中國，並沒有大進展，相比《滙豐》擁有《交行》及《平保》、《美銀》有《建設銀行》，可謂落後甚遠。在南美及中東的傳統市場優勢又被《滙豐》追趕，有平分春色之勢，在次按第二階段亦未能捕獲任何「獵物」，空手而回，再加上美國房產問題，結果促使內部人士鬥爭，最後缺乏大股東支持下，普林斯下台，同時出現更劇烈撥備行動。

次按不是第一次的金融衝擊，也不會是最後一次，成功的企業及投資者必須面對及學習處理逆境。

回應：

小閒兄，我重看你《炒股十八年》第28篇(2006.3.8)，當時你說十分不理解滙豐為什麼要留有那麼多撥備，你說：「《滙豐》去年賺了150億，但撥備竟達78億(52%)，以《滙豐》高度分散政策，歐、亞、美洲各提供三份一盈利來源，又有各種業務配合，實在無須太過保守，反觀《渣打》撥備只有3.19億，佔盈利19.17億的16.64%，《渣打》的盈利結構無法與《滙豐》相提並論，《滙豐》的撥備明顯超出實際所需。」然後你又說：「真是不明白《滙豐》收埋那麼多錢來幹什麼，是否認為市場前景很差，需要留有大量儲備？一心以為新舊主席交替，必有好戲上演，想不到《滙豐》的穩健程度那麼厲害。」我覺得，你當時的不解，或許現在已有了答案。我估計，滙豐早在兩年前，已預見美國樓市早晚會回落，因此及早作出準備，先作出大量撥備。

問：「美國政府除了減稅外，相信減息亦事在必行，美元亦會隨之貶值.....美國樓市亦會得到改善。」這點有待驗證。香港在01-03年不停減息，但樓價仍然反覆下跌。樓價是投資者信心的表現，相信未必是一年半載可以改善，但相信減息週期完結，經濟開始復甦時，樓價會慢慢回升。不知鄧兄意見如何？

答：工資不上升，無可能出現樓市復甦，這是香港01-03年情況，當年只有通縮、無通脹，部份原因是時董建華領導的特衰政府，實行緊縮政策，增加稅率，同時所有公務員減薪，導致整個社會的減薪潮不斷。加上港元與美元掛勾，幣值過強，做成資產價格下跌。現時美國沒有通縮問題，布殊亦可以減稅，又可以減息，推低美元幣值，在通脹因素下，資產價格將很快回穩及復甦。

問：通脹跟資產格價上升是無關係。依家日日都聽見人話負利率。負利率會刺激資產價格上升，但係通脹係唔會。美國依家嘅通脹唔係由經濟增長帶動。係因為

油價上升同埋人民幣升值而做成 0 既通脹。呢一 D 因素只會進一步令經濟活動減少而推低資產價格。

答：通脹令建築成本上升，最終新樓貴於舊樓，舊樓業就不會隨便斷供，樓價可以穩定。若樓盤太多，有滯銷情況，市場會自然調節，供應會隨之減少。有通脹才有機會出現銀行負利率，即存款利率低於通脹率，令資金流向資產，若通脹率是零或負數，銀行要向存款者收取利息，才可達到負利率作用。而 07 年美國的全年通脹大於 4%，現時聯邦利率是 4.25% 與最低時的 1.00%，還有很大減息空間，比格林斯潘時期還大。

問：減息不能救樓市。另外，好耐無聽小閑大哥講思捷，思捷俾人沽得咁勁，好想聽下你既意見，希望賜教。

答：思捷是很好股票，過往曾出現業績公布前，股份被拋售，而短線窩輪被低位收集，結果公布前數日，股份已被搶高，窩輪升幅更驚人，可留意最近有否同樣情況，利用別人出貨機會，收集多些正股。

問：我想問銀行點解好似好想有人注資最近？

答：銀行手上資金 = 股東資金 + 客戶存款，銀行的虧蝕令股東資金下降，若股東資金太低或是負數，即銀行失去償付能力，將引致擠提，金融動盪。現時籌集資金除可提高償付能力，更可藉機買入折讓資產。

問：同意小閑兄所講新樓比舊貴可以令舊樓價格穩定下來。但通脹令建築成本上升是否可以令樓價上升是另一個問題。因為美國價已有很大累積升幅，通脹令成本上升是否可以有效影響樓價好像有一點疑問。當然，如果麵粉貴過麵當然會有相當強勁反彈。是嗎？我覺得貝南奇現時減息空間比格 sir 少係覺得當時美國無通脹。所以格 sir 可以減得好爽手，一路減可以減到 1 厘。當現，貝南奇都被迫要減得好爽。但係係因為次按引起 0 既 credit crunch 水浸眼眉。前門同後欄都失火，前門熱 d 所以救左先，但係後欄都燒到屁股。我指 0 既係通脹。

答：08 年上半年美國樓市極可能反彈：

1. 通脹、銀行負利率、減息及減稅均有利樓市。
2. 07 年美國樓市急劇調整，新屋動工及落成量均下調約 25%，銷量及價格下跌約 10%，而新屋存貨約 9.3 月。
3. 市場沒有地產泡沫，美國統計局編修的新屋價格指數 07 第三季是 157.6，比前 10 年前(1997 年)上升 54%，比 5 年前(2002 年)上升 27%，當時美國經濟衰退，杜指創 2000 年後新低，約 7100 點。http://www.census.gov/const/price_sold.pdf 次按主

要是 thin margin problem 引發的金融問題，新業主及銀行都從事高槓杆活動，一般銀行的資產回報率只有 1%，滙豐與花旗也不例外，當樓價波幅超出預期，問題就會浮現。

P.S. 06 年全美平均新屋房價是 US\$305,900(約 HK\$239 萬 / 2400 呎)，現時已下跌約 10%。資料可見於美國統計局：<http://www.census.gov/>

面對逆境.....10

不如意的事情總會發生，任何投資者也總有時運低，要面對逆境之時。

踏入 08 年，《滙豐》股價跌個不停，或會應驗所有不利的預測，但相信對《滙豐》的長期股東不會有太大影響，這些投資者早以習慣市場波動，他們更會注重股息的回報多於股價升幅，當然他們必定相信《滙豐》可重返\$150，甚或有天跨越\$200。

可惜近日股價大跌必對孖展客帶來沉重打擊，包括心理及實質的經濟壓力。《滙豐》股息回報很高，現時高於 5%，單單孖展部份的股息也足夠支付利息開支(註)，在現金流的管理上絕對可以以息養息，作長久戰，等待股份慢慢升值，但有兩隱憂足以令孖展客寢食難安：

1. 擔心股價跌幅太大、太快而被股票行追加孖展按金，
2. 《滙豐》或會減少派息而令以息養息之計受阻。

若果認為《滙豐》將成為第二隻《電訊仍 Fall》，股價長期低位橫行，難返家鄉，就再無談論必要；若對《滙豐》仍有信心者，就可用「遊擊戰」之法，當股價下跌逼近孖展限額，逐步小量沽出，當股價回升，就買回早前沽出部份，當然低沽高追會做成真正損失，但這是權宜之計，只要股價可以超越歷史高位，就可以因股數與股價同時增多而得到最後成功，此法非一般股民可以認同及辦到，記得 89 年六四事件中，本人以賤價出售手中股票：《恆生銀行》及《恆基地產》，當時由於股價大跌，孖展接近上限(爆煲)，隨時需要補孖展，又擔心經濟前景轉差，不能短期恢復，因此壯士斷臂，隨後股價反復向上，每次回想皆令本人捶胸頓足，悲嘆矣！

當時是否一定要沽貨離場呢？重看當時手上兩股票皆業績出色，盈利及股息皆不差，以股而論，絕對是優質之選。至於股價下跌是因市場氣氛所致，亦已反映當時情況，甚或反映了預期。克服心理壓力不是一件容易事情，應付經濟壓力更難，若當時利用「遊擊戰」之法，一直緊纏股票不放，只在不得意之時，逐步小量沽

出，維持孖展水平，而當股價回穩後，再用回升的孖展額追回沽出份額，若股票是優質者(如當時《恆生》及《恆基》)必定可為股民帶來回報。

全美最大銀行《花旗》大幅削減股息，令市場出現恐慌，懷疑《滙豐》派息數據是否仍然有效，但我仍相信《滙豐》能力：

1. 增長形股息政策有多年紀錄，前主席龐約翰一直沿用，新主席不會貿然改變。
2. 《滙豐》股價落後大市，受市場責難，若在市場氣氛變壞之際，保持派息增長，對股價有支持，更可有機反勝同業與及各參考指數。
3. 去年《滙豐》積極收購，未見資金緊絀，相信派息不成問題。
4. 《滙豐》的資本率一直高於同業，即使撥備增大，出現削減股息或籌集股本機會甚微。(年中時《滙豐》一級資本是 9.3%；而《花旗》是 7.91%，集資後回升至 8.2%)

近十多日股市大跌主要是《花旗》業績所致，此份業績全無保密可言，大家回想傳媒報導，預測可謂出奇準確，包括大幅撥備、削減股息、裁員及股本集資等，由於向多國投資基金集資，不利消息應早已在戶中流傳，問題是市場跌幅是否已反了情況。(若孖展比率不是太大，我定必再次入市。)

諷刺情況經常出現，美國第三大銀行《JP Morgan 大通》，剛公布業績，每股盈利增長 15%，創歷史新高，股息保持，與早一日公布的《花旗》，表現可謂天淵之別：《花旗》全年盈利 36 億(美元)、倒退 83%，股息減 41%，引致股市大跌。還有兩點：有些股評人只提及《花旗》的第四季虧蝕及全年撥備的數字，實有段章取義之弊；其次雖然《花旗》手持大批次按資產抵押票據，但撥備之大，似有絕地反擊之意，現時大力摧毀市場者、花旗也；集資成功，最有能力以現金四出搜購者、亦花旗也；若要急速反彈，重回銀壇一哥之位，實在有必要「你做初一、我做十五」，即使最後未能超越《滙豐》的市值，大幅撥備也對《花旗》未來業績有利無害。

從《滙豐》主席葛霖大作『天國與財利』，知悉金融名人視職業為有意義的及對社會有貢獻的工作外，更視金融工作為一種遊戲，可能對葛霖及《花旗》新主席如何提升企業的市場地位及盈利比自己的年薪更有挑戰性，但近期美國股市波動及地產疲弱與過去一年金融企業手法有關，激烈手法令投資信心下滑，市場緩慢調節(soft-landing)的能力減弱。

註

	股票息率	孖展部份
利息收入(以\$131.7 計)	+5.04%	+5.04%
孖展利息支出	0	-4.55%註二
淨利息收益	+5.04%	+0.49%

滙豐 07 年期間派息 HK\$6.6322，相信 08 股息將增加，剛 1 月派發股息，同比增加了 13.33%。

以上計算是依據去年真實收到股息及年終收市價計算，若今年股息增加及以較低股價計算，又或孖展利率減低，收益將更大。若用 03 年初的買入價\$85 計算，收息率已是 7.8%。

註二：利率是以滙豐銀行提供的首 50 萬孖展利率計算，即 P-2.2，50 萬後的利率是 P-3.07。

股市過山車.....11

2008 年 1 月 22 日，港股大跌 2,061 點，以點數計算，是歷來最大跌幅。

當日股票市場內天翻地覆，場外卻與過往 87 年、97 年、或大多的跌市日子相同，天氣和暖，是效外遊玩的好日子，當然此刻在過山車上的股民已無心玩樂。其間若股民時運低，渾沌之際，或因一時驚慌而沽出所有股票，把虧損兌現，即有可能被翌日大翻身的股市弄至氣絕身亡。(翌日因美國減息，股市飆升 2,332 點)

回顧廿年炒股日子，股市總是反復中向上推進，由 87 年暑假，阿笨處男下(股)海時，恆指約 3,000 點，上升至今日的 23,000 多點，(暫且不提最高的 32,000 點)，升幅七倍多，若果股民其間忙於工作或娶妻生子，無暇顧及 87 股災、六四事件、宏觀調控、911 或沙士等，一直没有作過任何動作，已可安然獲得厚利。

本月《滙豐》的波幅特別大，高低相差達\$27.5，比去年全年波幅\$24.1 更大，對孖展客而言，要緊握此股的難度的確比以往大。(在前文『面對逆境』有提及解救之法，稍後再補充一些)

近日股市大幅反彈與美國減息有莫大關係，但很多評論仍非常悲觀，我卻持相反態度，也許本人之言有事後孔明，馬後炮之嫌；又或當大市稍為湍定，便樂觀看好亦是非常愚蠢。阿笨看好後市原因如下：

1. 美國減稅、減息的政策是正確，必有助經濟，政策原是本月末公布，布殊因應市場而提前推出，如有需要還可以增加款項，利率也可再減，美國政府行事敏

捷，大刀闊斧，客觀而論比很多國家做得爽快有力，(至少不是議而不決、決而不行)，美國大選在即，政客只會批評慷慨不足，而不會多加阻碍。

2. 股市大跌主要是信心問題，很多評論斷言否定布殊減稅、減息政策，指效用只是短暫、力度不夠或來得太遲，或反指政策只証明問題嚴重。這些都是毫無建設性及出於恐懼的評論，恐懼本身有一個特質，就是隨時間而消滅，例如六四後，港人不願踏足國內；911 後不願乘坐飛機；但隨著時間轉移，現時每日北上尋歡者不計其數，航空公司亦客似雲來。相信隨著減息，美國投資者會重返股市。

3. 很多人提出統計數據，表示經濟轉弱或已進入衰退，事實上每星期美國的經濟數據很多，但數字非常參差，大多好壞參半，用傳統定義：經濟衰退是連續兩季 GDP 負增長，但現時一季負增長也沒有，表示經濟轉弱的大多是信心指標，不是全面數字，反觀

4. 近期三大龍頭巨企，IBM、GE、Johnson & Johnson 業績非常好(註一)，一般藍籌也不差，而美國四大銀行也有全年盈利，只是第四季錄得虧損，或極低的盈利，這是特殊情況，股價已充份反映，而股東及管理層都不會容忍此事再次發生。

無論後市看法是對或錯，事情總會有解決的辦法，困難亦總會過去，鑑古知今，過往股市已證明一時困難是不足阻止企業的長線增長：

年份	恆指歷史高位
1987	3,949
1997	16,673
2007	31,958
2017	?
2027	?

只要有能力長線持有優質股票，終會勝出，獲得回報。

註一： 2007 年度，每股盈利

	第四季	增長	全年	增長
IBM	\$2.8	+24%	\$7.18	+18%
GE	\$0.68	+17%	\$2.17	+9%
Johnson *	\$0.88	+8.6%	\$4.15	+10.4%

*扣除特殊項目

回應:

問: HSBC 最近負面新聞湧現, 股價大幅下跌. 里昂更直指目標價為\$80. 綜觀看淡的評論, 大致認為 HSBC 在次按應有大量損失, 在 2007 第 4 季或會減少派息. 另外, HSBC 尚有無數壞賬尚未浮現於損益表中 (contingent liability US\$800 billion); 以及在美國業務拖累下, 縱能捱過此關, 盈利亦難復舊觀. 希望小閑兄能就以上負面言論, 分享你的看法, 供我輩後學參考學習.

答: 3 月 3 日滙豐公布業績, 是否好股票, 到時一目了然. 「在次按應有大量損失」, 所提「大量」是什麼數字呢? 或會減少派息=或不會減少派息, liability 可以解作債務, 但絕不等同壞賬或虧損; 「盈利難復舊觀」所指是永久性情況, 還是第三或四季, 或是 07 年或 08 年情況呢? 所提「舊觀」又是否 06 年的業績或 07 年上半年的盈利水平呢?

問: 但請問先生, 07 年第四季業績, 滙豐銀行又會否會次按再大幅撥備, 令到業績變差, 或盈利不變或出現減少呢? 同時滙豐銀行一天可以有一成的上落, 又如何說服爸媽可以長期持有, 他們沒有借錢買入的, 只有我借佢地錢(有俾息)買入, 而他們平均都在\$13x 的時候買入?

答: 股價波動是正常現象, 股民必須接受. 穩定股息比波動股價重要, 股價上升的盈利是可見而不可到手花費, 股息是真正收獲, 多收幾次股息, 股民就會改變心態, 喜歡坐以待(錢)幣. 四季滙豐一定大幅撥備, 無需太擔心, 擔心都無用.

梅菲法規.....12

終有一天網友要埋怨或留言辱罵本人胡亂分析, 此是在網絡世界喋喋不休, 多言者, 必有錯失的後果, 正如梅菲法規所指不幸的事情終會發生.
近日兩則大新聞都與梅菲法規有關, 不幸的事情終會發生:

1. 法興交易員違規操作

法興是香港的主要窩輪發行商, 除了發輪賺錢外, 更教導輪民利用窩輪套利或對沖市場風險. 諷刺是其母公司法國興業銀行鬧了一個大笑話, 1 月 24 日法興公布旗下交易員完全突破保安系統, 作出違規交易, 損失 49 億歐元. 法興公布了整件事詳情, 令人發笑及難以置信, 內容完全引証梅菲法規, 不幸情況總要發生, 當法興高層了解事件及預備平倉時(18-19 日), 外圍股市非常不穩, 結果在平倉的三日過程中, 頭兩日都遇上股市大跌(21-22 日), 到第三日剩下少量好倉時, 歐洲股市才在美國減息刺激下大幅反彈。

假若法興能早一點發覺事件, 又或平倉時股市是上升或穩定, 又或作弊交易員所持是空倉而不是好倉, 這樣或許可以減少損失, 甚致有盈利。

2. 中國雪災

中國遇上大雪災，不幸的是受災地區是抵禦嚴寒能力最弱的華南各省，很多電網、電杆、公路、機場等防凍能力不強，更不幸的是時值民工回鄉渡歲的春運時間。每年春運民工回鄉必對交通做成極大負荷，因此沿海各省多鼓勵民工留在工作地過年，減輕春運壓力，但由於今年國內取消 五月一日 黃金假期，與及剛完成鐵路電器化及火車提速，令載運客量提高，結果做成今年回鄉民工比往年更多，連日大雪變成以十萬計民工滯留車站的棘手問題。假若大雪在民工回鄉後才出現，或柴油火車仍可大量運作，雪災的影響必可大幅減輕。

以上例子不是想指出法興或民工運滯當黑，而兩件事皆與梅菲法規扯上關係，不如意、不幸的事情終會發生，但這不是一個消極或悲觀的觀念，作為投資者或金融企業應早作準備，挫折及不幸事情是無法避免，必會降臨，成功企業就是那些可以捱過窘境的，在危機過後的復元及發展的企業。

《滙豐》作為金融業的巨人，經歷無數衝擊，一直以來採用下列方法應付風險：

1. 分散政策：自九十年代《滙豐》已推行盈利三分政策，分別依重歐、亞、美三地；亦有廣泛的客戶群、如個人理財、工商業務、投資銀行、及資本市場。
2. 高額撥備：大額撥備已成為《滙豐》的例行公事，撥備有很多處，例如隱藏盈利、減少稅款。
3. 強勁資本：《滙豐》一直被認為資本雄厚，每收購傳聞，買家名單上多有《滙豐》之名，而用以量度資本實力度的資本比率，《滙豐》亦一直比同業優勝，07年度上半年的一級資比率是 9.3%，假若《滙豐》與《花旗》於下半年錄得同數目的淨虧損額 76.21 億美元，一級資本率將降至 8.6%，與美資銀的正常水平相約，即使出現過往未見之年度淨虧損，也難以削弱《滙豐》派息能力。(註二)
股民與企業也必遇市況不利困境，即使運用了炒股二難，也會遇上超出預期之情況，在心理上及行動也應早作準備，面對任何困難也要保持冷靜，找出最佳的處理方法，過往很多人炒孖展及窩輪而被淘汰出局，我卻以此減輕風險.....待續

註一：梅菲是上世紀五十年代的美國人，他提出：「若果不幸事情會發生，無論機會多麼少，也終會發生。」

註二：

2005 年度	滙 豐	花 旗	美 銀
一級資本率 %	9.00	8.79	8.25
總資本率 %	12.80	12.02	11.08

2006 年度	滙豐	花旗	美銀
一級資本率 %	9.40	8.59	8.25
總資本率 %	12.80	12.02	11.08

2007 上半年度	滙豐	花旗
一級資本率 %	9.30	7.91
總資本率 %	13.20	11.23

2007 上半年度	滙豐	花旗
一級資本額 US Billion	973.44	924.35
相對風險資產 US Billion	10,415.40	11,683.80

2007 年度	滙豐	花旗
一級資本率	? (8.6)	7.10
總資本率	?	10.90

若滙豐錄得與花旗同樣下半年度的淨虧損 76.21 億美元，一級資將變成 8.6%。

一些財技.....13

股民解決了炒股二難，仍需一段時間才可見到成績，其間必定受很多引誘、挫折及磨練。股民再小心也不能避免，正如梅菲法規所言不如意的事情總會發生，有的是股民個人財務問題、或企業問題或市場波動等，因此股民除要小心行事，還要考慮一些財技之法，如孖展及窩輪。

孖展已講得太多，但還要補充一些：

1. 市況差時，股民亦可用「高股息、低(借貸)利息」之法，運用孖展增加現金流收入，得益可能比存款利息高數十倍。
2. 孖展不一定用來加大投資，增加風險，相反孖展可讓股民抽走資金，減低風險，過去數年本人一直從孖展戶口中，提取資金作消費或其他投資，若不幸孖展戶口出事，全軍盡墨，損失也不會是全部資金。
3. 前財爺梁錦松曾講：「花費了的金錢才是屬於你的金錢。」只有運用孖展才可同時投資及花費，避免成為守財奴。

早前提到投資上一些挫折，原因是太過急進，高位買入太多《滙豐》，令孖展比率太大，同時亦未有預計有股票行突然降低股票按揭比率，令情況稍為緊張，處理方法很多，投資者必須三思後行，切勿在壓力下犯錯：

1. 「游擊戰法」，意念來自游擊戰之「敵進我退、敵退我進；苦纏對手，以弱勝強」，此名不太合適，但還未想到有更恰當名稱，意思是當市況波動，孖展比率太高時，逐步沽出少量股票，藉以保存大部份股份；當市況回穩，孖展比率回復頗低水平時，再買回沽出部份，低沽高買，必然有些損失，但只要股份有長遠升值能力，還是值得採用。

2. 「窩輪避險」：這是窩輪#9691 的延續版(註)，香港的窩輪市場暢旺，數量不斷增多，若輪民有幸遇到一些年期長、輪價低的窩輪，即值搏率高的窩輪，安全情度有可能比孖展為高，長年期讓輪民有空間避開企業的波動期或低潮期，時間多久難以估計，可以由數月至數年；輪價低則代表投入資金少，減少風險。只要窩輪「陽壽未盡」，低價窩輪隨時產生倍數計的爆炸力，追回早前大幅下跌的輪價，還有可觀利潤。此法不常用，一者合適窩輪由市場提供，可遇不可求；二者極低輪價可能由市場的突然波動做成，在低位停留時間很短，難以捕捉。若孖展客遇大跌市，有追補孖展壓力，同時又遇到合適窩輪，可考慮捨孖展而取輪。

以上為特殊之法應付異常之時，股民必須少用為妙。

註：見『炒股十八年』～ 窩輪續編(60)

回應:

問:用孖展戶口作日常支出，係咪只有銀行先做到????因為我問過好多經紀行，佢地都話唔得。同埋上面你話 "孖展戶口出事，全軍盡墨，損失也不會是全部資金" 點解？如果你 孖展戶口全軍盡墨，你用 OD 既錢都要還，點解損失不會是全部資金???

答: 孖展戶口非常好用，但必須有股票行、股份及利率市場配合，特別是起步階段，但三數年後，收益非常顯著。情況有點像買樓收租，當供樓利率降，而租金上升，業主就可袋袋平安。股民是否參與孖展遊戲，最大的損失都是蝕光所有資金，甚致破產，但孖展客可以持有同樣市場資產(與現金客同)，而把部份資金存於外地、或親友、或信託公司，當有需要時再考慮是否把資金調回孖展戶口。又或先把部份錢真正花光，用於自己身上，萬一投資失敗，是否還債或破產，對於一個窮人並不重要，或是對一個名義上的窮人來說；又或不幸遇上股票行倒閉，損失或暫時被凍結資金亦相對較少。

財源滾滾.....14

記得曾提到假若本人有能力，願意以每股\$200 的價格，全面收購《滙豐》，亦曾指出\$142 以下是值得買入(註一)，當時《滙豐》提供 4%以上的股息回報，這是一個很好的投資，同一筆資金若買入其他股票或作銀行存款，息率回報及股息增長率是無法相比，現時股價下跌了很多，並不代表當時買得太貴，只是現在的《滙豐》更有投資價值，更值得買入。

可能此種解說過於阿 Q 精神，每年股息回報只有幾個百分點，去年跌幅 7.6%(\$10.9)，已把一年股息蝕光有餘，加上大市上升，《滙豐》卻斯人獨憔悴，相識廿年的股票經紀用「浪費光陰」來形容長揸《滙豐》的行為，朋友們已不想再提《滙豐》二字。

投資炒股是很現實的事情，小閑再笨也不會與錢作對，今日持有《滙豐》令我有財源滾滾的感覺：

1. 很多人用帳面損失來跟實在的股息相比，帳面數字變化很快，每月、每星期都可以有很大差異，股息卻可非常真實地存在於銀行戶口內，供你花費或再投資，令你變成金錢的主人。
2. 我不會在\$200 以下的價格出售《滙豐》，因此它的股價是\$150 或\$100，影響不大，當然若股價大跌令孖展比率太大，可能會有點麻煩。(早前作了預備，出售息率較低的《思捷》，降低了孖展比率，亦買入長期窩輪，輪價的短期跌幅很大，但避開一個孖展比率偏高的問題，即更有能力長期投資。)
3. 現時《滙豐》股息很高，相反孖展利息不斷下降，於是出現了

股息率 高於 孖展息率

借錢投資變為一個「借雞生蛋，無本生利」的遊戲，若股民是全數借貸在高位\$153.5 買入《滙豐》，股息將是 $\$6.6322/\$153.5=4.32\%$ ，而孖展息率是 $P-2.0\%=3.75\%$ (註二)，換句話借 100 萬買入股份，將淨得利息收入 0.57 萬，這只是一個開始，隨著時間及股息增長，股民必定財源滾滾，以本人為例：手上有些股票的買入價是\$80 以下，加上孖展效應，每年的股息回報已達 10%以上，由於買入價格越細，股息回報率越大，將來的增長率亦會越來越快，更可獲得股價的日後升幅。若股息能做每年增長，今天買貴了一點的，幾年後來看也會變得非常便宜及有價值，此就是優質股的「只有買貴、沒有買錯」。

孖展涉及計算，很難單用文字說得明白，若有疑問，請看『炒股十八年』的孖展部份。(免得問題沒完沒了)

註一：見『炒股十八年』～安全邊際(56)

註二：滙豐銀行為孖展客提供很便宜利息，比一般外資大行為大戶所提供息率更優惠，實在值得參考：

滙豐銀行提供	孖展利率	
若是卓越理財戶口，息率可再減多 0.2%優惠。	首 50 萬	其餘 50 萬
	P-2%	P-2.87%

現時 P 為 5.75%，估計年中會降至 5.00 至 5.25%。

回應:

問:我其實幾個月前已經開左孖展戶口，只不過見有優惠期限....所以我咁耐都無用過孖展買股票.由於用孖展買滙豐係打算長期持有.....所以....我好擔心.....萬一優惠期到左，而咁啱.....市價又低過你買入價.....咁咪大檸樂?!

答: 所有事情也有風險，安份打工也可能「有汗出、無糧出」，只要你明白萬一壞事出現，有否應變/承受的計劃及能力，至為重要。

長期持有？.....15

『實踐是檢討真理的唯一標準』。一直提倡選取優質股，長期持有，對於短期波動，處之泰然，就可得到真實的財富，財務上的自由及安寧！

《滙豐》是極優質股票，可惜已有不少股民因其股價不濟而棄之：

1. 《滙豐》由去年高位\$153.5，下跌至近期的\$104，跌幅約 33%。參照過往歷史，跌幅並不特別，跟過往由\$30 下跌至\$20，或由\$15 下跌至\$10，是沒有分別，相信將來《滙豐》也會由\$300 下跌至\$200，或由\$1500 下跌至\$1000，對熟悉股票走勢圖的股民來說，此種跌幅亦不會陌生，因近乎所有股票也有過類似情況。

2. 若因股價走勢不佳而出售股票是非常不智，即使 AAA 評級的《GE》、《美國銀行》、《巴郡》業績如何出色，也不能避免股價下跌。

3. 股神畢菲特主理的《巴郡》，由 98 年至 2000 年初下跌近 50%，即使當時《巴郡》每年盈利也有增長，也難改變股價大跌的命運。註一

4. 《中國移動》在 2000 年時做出\$80 高位，但 03 年時卻跌至\$20 以下，其間業績並無不妥，盈利皆每年增長。以上兩股皆因市場氣氛而股價受壓，遭投資者過度拋售，但兩者期間的現金流(free cash flow)收入非常強勁，令企業可以作出多項

收購，不斷成長，此情況亦與《滙豐》相似。

5. 回歸平均值：近乎所有股壇大師(註二)，認為短期股價不能反映價值，往往不是偏高、就是偏低，但長線而言，股價必定回歸正常價值，即平均價值，『投資者的未來』作者西格爾(J. Siegel)認為正常價值是 15 年的平均 PE 值，所有市場或企業在 15 年中，最少經歷一次經濟衰退或打擊。畢菲特亦以 15 年的平均 PE 作為參考，偏低 PE 的大型股份會被考慮。

6. 在『炒股十八年』中的『大茶飯』提到「股息翻一番，股價也翻一番」的推論，由於投資氣氛兩者會脫節，但長線來講，兩者必是同步增長，即西格爾所言的回歸平均價值。下表是《滙豐》的派息情況，以實際派日期編製，息率是以全年所收到股息除以年終收市價所得，初步計算 5 年所得的平均息率是 4.11%，可以推想若次按問題淡化，《滙豐》的息率回復 5 年的平均值 4.11%，股價應在\$161 以上(07 年股息\$6.6322/4.11%)，假若回復平均值是兩年後發生，而當時股息已增長至\$8，5 年平均股息上升至 5%，股價應會上升至\$160 以上。(\$8 股息除以 5% 股息率= 股價\$160)

	滙豐 所派發股息 HK\$ (以真實日期計算)							
Year	Jan	May	July	Oct	Total	增長 %	年終收市價	息 率
2003	0.0000	2.5347	0.0000	1.8597	4.3944		122.5000	3.59
2004	0.9314	1.8713	1.0135	1.0138	4.8299	9.9100	133.0000	3.63
2005	1.0126	2.1043	1.0878	1.0858	5.2905	9.5400	124.5000	4.25
2006	1.0851	2.4031	1.1644	1.1670	5.8196	10.0000	142.6000	4.08
2007	1.1683	2.8145	1.3275	1.3219	6.6322	13.9600	131.7000	5.04
2008	1.3253			0	1.3253	註三		

個人認為：股息反映企業的派息能力及現金情況，亦直接影響股東之現金流收入，因此股息比 PE 或市賬率更有參考價值。

簡單而言，所有股份總有股價下跌時期，此時必有「市場噪音」影響投資者，令其卻步，不能低位收集，股民應以業績為準及有作長線投資的準備。

註一：《巴郡》的編號是 BRK-A，在 Yahoo 財經可找到其股價圖。

註二：包括：畢菲特，索羅斯、羅傑斯及『投資者的未來』作者西格爾(Siegel)。

註三：以美元計算，股息增長率是 10%或以上，由於折算港元，出現一些偏差。

回應:

問:我好好讀了 Jeremy Siegel 的 The Future for Investors 一書，尤其是他談股息及 P/E 的部份，得益甚多。他的研究顯示：長期回報最好的公司，是 P/E 低，派息持續

增長，有國際競爭力的公司。Siegel 也指出，我們一般以為增長高的公司，回報一定便是最好。其實不然。增長快但 P/E 高的公司，回報並不及增長穩定卻 P/E 低的公司。而利用股息再投資所產生的回報，遠遠高於股價本身的升幅。他的結論，再次印證滙豐是藍籌之中的不二之選，同時告訴我們，不要盲目追求高增長，卻高 P/E 和派息少的公司。按此原則，滙豐以降，思捷、中電、中銀香港、中信泰富等是值得投資的好公司。不知小閑兄同意否？

答：滙豐、中電、思捷是本人的三隻愛股，同樣符合選股的四個基本條件，但中電及思捷仍有不足之處，日後解釋。

問：對於滙豐，現在是否已錯過了入市的時機呢？還是等到公報業績後才決定呢？因為我可以用孖展買多一手呢

答：現時價位或波動，「對與錯」也相差不遠，重點是長遠收益，未來一年、三年、十年可帶來的利潤。

問：小閑兄，有時間的話，很想聽聽你對渣打銀行的分析。它似乎符合你的四大條件，除了息率較低之外。至於中電，剛看了它的最新業績報告，看來未來的增長會相當緩慢。

答：表面上《渣打》也不錯，但業務集中東南亞及中東，是地區性銀行，不是國際銀行，若遇上 97/98 年的金融風暴，處境會比現時受次按影響的《滙豐》差很多，還有《渣打》撥備率較低，即應付金融波動能力較弱；《渣打》股息率亦太低，以防守性論或作孖展持有，風險比持有《滙豐》高。《中電》是很好股票，還未看它的年報，但長遠來看，較喜歡《中電》多於《渣打》，原因是業務穩定，市場前景亦可靠。

問：請問去年市場有一種衍生工具叫 Accumulator 你有何見解和立場？

答：本人不認識 Accumulator，只知朋友笑稱：“I kill you later.” 很多新產品經常包裝很好，很吸引！但大多令先行者傷亡慘重，如 87 年的期指、90 年代的窩輪，所以對於新產品應先退避三舍，觀察一、兩次大升、大跌的波動後，才部署行動。

估神來了.....16

08 年 3 月 3 日《滙豐》公布 07 年度業績：

估計撥備大增 40%，約 150 億美元；純利 171 億美元，增長 8.3%，股息增長 11%，至 90 美仙，同時 08 年度的季度股息將由 17 美仙增長至 19 美仙，於 7 月、10 月及明年 1 月派發。到時看淡、看好《滙豐》者皆感滿意，此是一種市場少見現象。可能唯一仍有不滿者是里昂証券，1 月 24 日里昂發表報告指《滙豐》07 年度盈利下跌 5.6%至 149 億美元，每股盈利是 US\$1.30，下跌 7.3%，全年目標價為 HK\$80。

業績公布後，《滙豐》股價稍為向好，但市場再把焦點移向美國經濟下滑風險，3 月 18 日美國再度議息，20 日香港跟隨美國減息半厘，優惠利率減至 5.25%，到時實際樓宇按揭利率低於 3%，而滙豐銀行為孖展客提供的利率亦貼近 3%，此是市場中最便宜的孖展利率，而銀行的活期存款利率重回 02-03 年水平，即十萬元存款可得利息\$1。

由 3 月下旬起，利率太低令資產價格趨升，而高息股份如《滙豐》的股價亦頗為穩固，4 月中美國《花旗集團》公布第一季業績，盈利顯著改善，股價向好；其後的《美國銀行》業績也不差，國際性銀行開始受人注意，基金逐步吸納，股價向好，此時《滙豐》股價重上\$130 以上。

踏入 4、5 月，美國方面新公布早前 3、4 月間的房產數字亦較為改善，用家加快入市，導致美國第二季的房產回穩及復甦，數字刺激美股上升。

進入下半年，《滙豐》股價貼近\$140，8 月 4 日公布半年業績，情況大好，股價出現較強升浪，至 9 月末股價觸及\$160，為里昂全年目標價(\$80)的兩倍。

里昂與本人的觀點或假設可謂南轅北轍：

里昂：美國剛進入衰退期，需 2 至 3 年才可復甦。

阿笨：美國經濟基礎良好，但樓市、股市跌幅過大，因此很快就會完成調整，而低位在第一季出現。

里昂：以《花旗》表現及 1990 年的美國衰退期為參考，作比較，還有預期亞洲經濟轉弱，因而推斷《滙豐》股價為\$80

阿笨：亞太區的經濟蓬勃是歷年少見(中國、印度、南美、澳紐等)，加上美元偏弱，帶動美國產品出口，現時美資大企業已佔有全球市場的極大份額(特別是製藥、金融、電腦行業)，不能與 90 年代相比，另一方面，弱美元令它們因滙兌而獲得更大利益。《滙豐》亦比《花旗》更多元化及國際化。

里昂：《滙豐》將因經濟收縮，而有大量不良負債(non-performing liability NPL)，導致撥備大增，盈利減少。

阿笨：撥備只是帳面支出或損失(reported loss)，不影響現金收入(cash basis profit)，即《滙豐》仍有能力保持股息增長，令股價堅穩，甚致上升。對長線股民來說，股息也是 cash basis profit (真金白銀)，可以用來增加股數，或彌補下跌股價的損失。

里昂：由於經濟轉壞，《滙豐》的貸款拖欠率將上升，影響資金回籠(現金流)。

阿笨：客戶拖欠還款，會影響現金收入，及派息能力，但《滙豐》多年來大幅撥備的其中一個原因就是「盈利/股息的海綿作用」，把好境時的盈利隱藏，留待市況不佳時，保持派息能力，此亦是《滙豐》多年來股息可平穩增長的原因。在里昂的報告中也有提及 HSBC's historical “hidden reserves” (滙豐的穩藏儲備)。只要股息繼續增長，在高息率的支持下，股價難以下跌。

估計《滙豐》業績，不能忘記兩點：大幅撥備及增長型股息政策，這些已成為傳統，07 年度《滙豐》可以回撥亞太區的過往撥備，及重估旗下物業而獲得帳面利潤，但可能性極微，《滙豐》管理層已集中於增長型股息政策，此是核心價值，亦是股東的真實所得。

本人估計與里昂的預測可謂不惶多讓，同是非常大胆及有點匪夷所思，兩者出錯機會極亦非常高，但我已為兩種可能作了預備，甚致是第三種可能--股價浮沉在 \$80~160 之間，也作了預備，最少心理上及計劃上作了預備。(稍後在再論窩輪提及)

註：有關里昂對滙豐所作報告，可嘗試索取 daniel.tabbush@clsa.com

註：估計短期市價是很困難及危險，所以「估神」經常遇上「估災」。

回應:

問:可否評下 2356 大新銀行。謝謝您。

答: 大新銀行是家族生意，不值評論，股民應避免買入此類股份。跟新鴻基地產(16)或東亞銀行(23)一樣，主席不需要有過人才智，只要他們是家族成員就可出任，恐怕有日，會出現一個辦事不力、智商不高的主席，可能已經出現了。一旦股民與大家族的利益出現分歧，可想他們必以家利益為先。要舉例子，何其多...

問: 不知道小閑對 滙豐 247 億賣法 400 分行的看法是什麼?

是否會減少對歐洲的投資的第一步?而出售會否說出不看好歐洲未來的環境, 如

林森池認為美元下跌變相把衰退輸出歐洲，各位可否再解說多一點？因為我知道美國推弱美元政策，而強歐元，令到美國產品便得便宜，好似本來買 a380 空中巴士，見到美元弱，見平咁多，就變左買波音，從而美國增加出口，這樣令到歐洲減少出口，復甦減慢，最後就係這意味滙豐銀行會否改變三隻腳的盈利供獻，而改為專注新興市場呢，如中國，印度？

答：策略上來講歐洲很重要，在資金(歐元)供應及貿易關係上有重要作用，不能失去，滙豐只會抽出部份資源，不會全面撤出。市場有一個傳聞，滙豐情願放棄法國，把資源改投越南，原因法國是既官僚又效率低的國家，同時又俱保護主意，(例如最近法興出事，法國政府明言不希望外資收購)，當資源有限時，滙豐把資金由產值低地區抽到更有商機的地方是合理。由於美元貶值，美國的跨國企業成為次按的大贏家。(不詳述)毫無疑問，中國是未來發點重點。

問：多謝 出新天的回應，而我一直都有去你的網址睇有關滙豐的消息，你覺得已經改變了三腳凳的理念，而今天行過商場睇"滙豐金額"裡面都有寫現在都會專注新興地區，而三腳凳的理念已正在改變。而對我而言，業績表面上好好，有增長，股息上升合乎預期，但係我最關注的是 08 年的派息政策，管理層已宣佈 08 年頭 3 季股息會係 0.18 美元，比 07 年 0.17 美元增加 5.88%，只有單位數字的增長，(安慰的想法：雖然有加已好好，因為 08 環境都不比 07 好)但不是由 0.17 美元增加到 0.19 美元，是否意味股息增長放慢？又或者管理層想留有後著，現在上升 5.88%，令小股民期望減少，到時睇全年業績好與壞而決定股息增長，給我們的期望給我們一個驚喜？小閑又點睇 08 年 5.88% 的股息增長呢？

答：滙豐未來重點是中國大陸，但沒有變改全球化的策略。評估滙豐各地比重，應以多年的平均數計算，亦不應單看稅後盈利，應包括各地資產及營業收入，將得到不一樣的結果。季度股息增長比預期少，有點失望！但相信全年股息仍可達標---10%或以上的增長。況且股價已下跌太多，整體股息吸引，加上孖展利率大減，令滙豐投資價值更高。

問：我無放棄滙豐，但係今年暫時未有增持。至於「估災」，我正密切注意日本，佢响次按事件上損失太小，有 D 奇怪。

答：日本銀行不跟國際慣例處理帳目，90 年代或 2000 年後也拒絕以市值為按揭品作撇帳，做成帳面值(book value)高企的假象，亦令很多外資無法收購日本銀行，因為買賣雙方對銀行價值有很大分歧。次按中有個黑洞，公布損失者皆為商業銀行，一些官方投資者如新加坡的淡馬錫、香港的外匯儲備、中東的油國等也沒有交代有否在次按上損手，反觀美國雖有金融機構倒閉，大部份業主或出口企業都受惠利率大降或美元貶值。

馬後炮.....17

《滙豐》07 年度業績突出，是股民可以估計，只有既厚顏又無能者，如阿笨及里昂証券，才會交出遠離水平的預測報告。

股民只要把《滙豐》上半年度業績 x 2，再因應下半年環境加上一個折扣已差不多。半年純利 110 億 x 2 x 90% = 198 億(美元、下同)，與《滙豐》公布的 191 億相去不遠。估計過程可參考已公布的上半年業績，及 11 月時的業務報告(註一)，當時已提及至 9 月底的情況，再參考 08 年 1 月《花旗》及《美銀》公布的全年業績，這些在網絡上可以找到的資料，要猜中《滙豐》業績應不是難事，最少應比阿笨(本人)及里昂証券來得準確。(註二)

阿笨知道猜估業績不是一件聰明事，特別是把之高調宣揚，但仍「不應為而為之」，因為：

1. 本人預計能力如何差勁也應比里昂的水平高，
2. 普通股民只要花點時間研究也可能勝過投資大行及阿笨，古有言：「盡信書、不如無書」，同樣道理：「盡信分析員；不如無分析員。」
3. 里昂曾猜中《滙豐》的目標價\$110，1 月時《滙豐》跌至\$104，但這只是巧合，是里昂僥倖猜中，里昂沒有指出目標價何時出現(與本人做法不同)，所持下跌理由是次按問題。真實情況是次按曝光於 07 年 2 月初，而其後美股及港股出現數次歷史新高(去年 5 月及 10 月)，可見次按不對金融企業做成重大衝擊，原兇是 07 年 10 月《花旗》陣前易帥，普林斯下台後，《花旗》新主席瘋狂撥備，問題在 08 年 1 月中《花旗》公布業績時全面反映，引致全球股市大跌，拖累其他金融股包括《滙豐》，與其說是次按拖累《滙豐》，不如說是花旗(銀行)震盪所做成。

阿笨對於《滙豐》股價的估計仍有信心，無修改必要。雖然近期很多言論、數據及分析皆不利美國經濟，美國樓市、股市亦表現甚差，但相信這些是表面及暫時情況，正如《滙豐》CEO 紀勤指出美國市場並不壞，只是投資市場上出現了信心問題，當信心恢復，資產價格很快回升。我相信這不是盲目的樂觀，當中原因甚多，特別提出兩點：

1. 07 年《滙豐》北美几乎没有盈利(9,100 萬，佔集團盈利 0.4%)，但撥備前的營業狀況很好，增長 6.94%，利潤達 122 億(見年報 P.92)，表示經濟未有收縮情況，只因大幅增加撥備 79%才至盈利大減，一旦市場好轉，營業收入將增長更大，而撥備水平亦會回落，可以預期盈利出現爆炸性增長。

2. 《麥當奴》剛公布業，亞洲及歐洲的銷售額分別增長 12%及 13.4%(以當地幣值計)，當折算為美元時，銷售增幅為 23.3%及 25.4%，成績異常出色，此是弱美元的威力，標普 500 中類似《麥當奴》的大企業很多，如《可口可樂》、《P&G》、他們的生產及銷售也在海外，而利潤卻會折算為美元，再回流國內，即使生產基地在美國本土的企業亦會受惠弱美元政策，如《波音飛機》、《輝瑞》等，因此不能一面倒看淡美國經濟。

股息增長而利率波動

《滙豐》07 年度股息為 90 美仙，但 08 年的季度股息是 18 美仙，比我估計 19 美仙為少，仍相信 08 年全年股息可到達 1 美元。

年報特別提出：**股息增長率已連續 15 年達到 10%或以上**。假若股民 15 年前投資此股，可得到多少股息呢？股價有否與股息同步增長？而市場利率是如何變化？有否和股息一樣與年俱增呢？很明顯過去《滙豐》股息是不斷增長，而市場借貸利率(孖展)只是波動，此點早已在炒股十八年中提及。

此外值得注意：

1. 15 年已成為業績考核的基本標準，《滙豐》的報表多以 15 年為基礎；其他大師如畢菲特、西格爾(『投資者的未來』作者)等也是用 15 年作為第一級參考時期，沒有 15 年的數據是難以考核出優質企業。

2. 《滙豐》管理層似已完全放棄了股價，而專注於股息的穩定增長，股價主要受市場多於業績的影響，每當市場亢奮或憂慮時，股價往往與業績大幅偏離，此是管理層及股民無能為力，作為長線投資者可否同樣放棄股價(或是短暫放棄)而專注股息回報呢？結果將會如何呢？

3. 年報提出優異的派息紀錄，似暗示管理層以 10%或以上的股息增長率為目標，假若相信此點，或相信《滙豐》仍可再有連續 15 年股息增長率達 10%或以上，即可預計未來 5 年、10 年或 15 年的股息回報及股價。

以股代息

《滙豐》股東可以以股代替股息，得到更多股份，但這不是最佳的增持方法：

1. 孖展客可因借貸而隨時得到資金，選擇好時機買入股份，收到的股息可填補借貸，無需等待企業計算換股價及派發碎股。
2. 利用孖展可買到符合每手股數的股票，減少碎股問題，雖然股民是長線投資，數目「整齊」一點也較好。

3. 最主要一點，買入別人股份，可以增加本身股數，減少別人股份外，亦可以減少企業因增發股票而帶來的攤薄效應。

4. 《滙豐》每年增發約 2% 新股，少於 50 年，「體積」就會增大一倍，股東最佳保持所佔份額方法，不是以股代息，而是用股息「搶佔」別人股份。

虛假盈警

06 年 5 月葛霖成為《滙豐》主席，第二年就發出「虛假盈警」，結果葛霖任內的頭兩年盈利及股息皆創新高。過去的所謂「盈警」是否一個諷刺呢？07 年度撥備大增 60%，比去年的 35% 增幅更大，為何沒有特別通告呢？

新官上任

近期新官上任，流行「唱衰」，除葛霖先來了「盈警」外，《花旗》新主席亦來個巨額撥備，令全球股市大跌。現時的美國聯儲局長伯藍克也有樣學樣，不斷唱衰美國經濟，一星期內連番表示將有小型銀行結業；又指出銀行界應寬免供樓者的債項，其意義是把大幅撥備的帳面虧損立即兌現，日後資產回升也與銀行無關。銀行業或 CDO 的投資者已因美國房價下跌而錄得虧損，但大部份是帳面虧損，只要借款者最終清還債務，還是有利可圖。

榮枯相生

現時美國市場已受索羅斯的「市場反射」理論主導(註三)，投資者情緒悲觀，拒絕入市而致資產價格下跌，價格下滑反過來影響更多投資者撤出市場，出現資金緊絀情況，資產價值被大幅壓縮，此時任何救市措施被質疑成效(註四)，市場極度悲觀；另方面，由於美元大幅貶值，很多美資跨國企業盈利豐厚，投資價值非常高，相信市場已接近物極必反，否極泰來的「榮枯相生」階段。

註一：pre-close trading update / 14 Nov 2007

<http://www.hsbc.com/1/2/newsroom/news/news-archive-2007/hsbc-holdings-plc-pre-close-trading-update>

註二：在前文『估神來了(16)』，沒有交代滙豐業績的估計數字如何得來：

150 億的撥備是去年 11 時估計，上半年《滙豐》撥備 63 億，第三季單美國方面撥備 35 億，而一般滙豐的第四季撥備更多，因而有 150 億數字；見到《花旗》1 月時公布的 181 億，已知有需要調升，但此數真比《花旗》的撥備少，真實撥備介乎 150 至 181 億間；估計純利 171 億是刻意降低了的數字，免得給股民太大期望而帶來風險。

註三：見『炒股十八年』～「黃金夢碎(34)」

註四：與 98 年香港政府以千億入市，迎戰金融大鱷情況相似，當時分析員及市民皆質疑成效及譴責政府豪賭，結果很快已擊退國際炒家，令市場維持正常運作。

回應:

問:4. 《滙豐》每年增發約 2%新股，少於 50 年，「體積」就會增大一倍，股東最佳保持所佔份額方法，不是以股代息，而是用股息「搶佔」別人股份。小弟對這個不太理解..... 鄧兄可以再詳細說明一下嗎

答:《滙豐》每年增發約 2%新股，原因是股東以股代息及員工的退休供股計劃，若股民選擇現金股息，而不是股票，他在《滙豐》的所佔利益會被其他選擇股票的股東所攤薄，簡單而言，要擁有更多利益份額，應不斷增持，同時阻止別人同樣增加其份額。簡單方法就是直接買入別人持有的股票。

問: 4. 《滙豐》每年增發約 2%新股，.....，而是用股息「搶佔」別人股份。//I don't think we can make a big difference on that unless HSBC change its policy. Also, we can simply focus on the EPS and the dividend per share, the total amount of share is not really important to us.

答:簡單來說，股民最大收益是：股價(上升) x 股數(增加)。若股價不斷上升，而股民同時沽出股票，令股數減少，結果是股民收益沒有增加。股民應用借貸(孖展)來銷費，不是出售資產，這樣等同割自己的肉來吃。在炒股十八年有提及，稍後在「借錢的藝術」中談論。

問: 鄧兄，小弟用了大約 40 多萬本金持有滙豐接近 4 年，一向以股代息，現持有接近 11 手；我視之為高息定期存款來對抗通脹；如我仍用此策略，而沒有再從市場增持，會否吃虧呢？

答: 短線而言，吃虧不會明顯，只是可以有更好選擇，或對資金有更好利用。

問: 要擁有更多利益份額，應不斷增持，同時阻止別人同樣增加其份額。簡單方法就是直接買入別人持有的股票。呢兩句吾明，喺市場如何可阻止別人增加份額？要別人吾換新股先得 ga wor, 另外直接購入別人持有的股票是份指喺市場度直接買入 ar?

答:增加股份(企業的份額)方法有二，一者直接從市場買入(從其他投資者手中)，二者買入由企業發行的新股，滙豐的「以股代息」可算是一種發行新股的集資方法。不斷從市場買入別人股份，別人股份減少即代表其可以以股代息的能力降低，而投資者選擇收取股息，再利股息買入別人股份，其效果等同以股代息，但有一好處，就是企業因以股代息而發行的新股減少，若市場新股增長太多、太快必對股價做成壓力，這是供求道理。一旦市場波動，很多長線投資者會因一時信心動搖而沽出股票，對股價做成壓力，雖然以股息買入別人股票，增加自己在企

業中的份額，減少市場增發股數的作用是不太明顯，特別是短線而言，但投資必須以最佳方法考慮。

問: In the face of the price for shares in lieu of dividend is lower than the market price, it would not be in the interest of a smaller investor to elect for cash dividend and to acquire other's shares in the market at a higher price. There is also transaction costs too. It is therefore more convenient for a small investor like me just to elect shares in lieu of cash dividend.

答: 對現金客來說，選擇以股代息比較簡單方便，但對孖展客來講，可以隨時調動資金，選擇更適當時機、價格買入股份，無需要等待滙豐以平均收市計算的換股價，受制於市場環境，太過被動，又得不到已提及的好處：整齊股數、減少別人(市場)的股數。簡單來講，要買到比換股價低(以股代息)的股票是很容易，若發覺做不到，才選擇滙豐提出的換股價收取新股也不遲。

問: 以股代息只是自己放棄股息去攤薄別人的份額，長遠來說不是一件好事。當然沒有資金去買入一手，這也是一個好方法

答: 以股代息不等如放棄股息，只是股息換作股份，得到的股份有增值作用，絕對是好事，但用股息去直接買入別人股份，可以自由選擇買入時間/價格，比由企業計算換股價更有善用股息作用。

問: 「透過以息代股方法向別人購買股票，增加自己利益份額並且減少別人份額」我想問對我地散戶而言，增加利益份額所帶來的好處會唔會唔明顯？

答: 短線來說不明顯，但股東應長線考慮，即使實際利益不多，也應用最合適方法來處事或投資。

思考的路線圖.....18

近來一位至親及一位好友同時患病入院，令阿笨忙於穿梭病房探望，無暇寫Blog，坦白一點，時間不是真的擠不出來，只是心情不佳。

股神畢菲特心情不佳時，只會到戶外走走，什麼也不做；『富爸爸、窮爸爸』的作者亦只會為興趣而選擇工作，或完全不工作。阿笨不能與兩位大師相提並論，但仍慶幸過去五、六年的投資是正確，與及投資的心態是正確，現在可以拿出多一點時間、能力關心身邊親友；另方面亦無需時刻為炒股而操心。

生活上種種瑣碎事已令人勞累奔波，哪有心情、魄力及時間應付投資市場上的大上大落呢？過去阿笨極力提出得到財富、自由及安寧之法，全寫在『炒股十八年』，但能看得懂及記於心上的，恐怕人數不多，對於我或很多股民來說，重點

不是能否於兩三年間得到一筆大財，重點是能否得到長久而真實的財富、自由和安寧，一直以來很多人曾經得到很好的東西而不自知，他們作了正確的決定及行動，但他們不知道已經走對了路，情況就如過去發生在本人身上的事情一樣，結果三、五年後、或十年後就會出現了同樣情況：

「忽然發覺，日夕追求的東西，其實早已在手，只是自己輕輕放過。」節錄『無為勝有為』(1)

可能阿笨言論有點標奇立異、嘩眾取寵，又或經常老調重彈，若大家循著我的思考方向，很可能會得到同樣的想法及結論，當各種簡單想法集合一起，再應用到市場中就變得有點複雜，但不離四個重點：

1. 買哪些股票？
2. 哪個價位買入？
3. 孖展(借貸)
4. 窩輪(衍生工具)

以上重點已撥揮作用，抵禦了市場衝擊，幫助我得到多一點財富、自由及安寧，而且所得正不斷增強，這亦是「現金流」及「時間效應」的道理，所講可能有點抽象，不妨想想《滙豐》現在提供約 5%股息回報，利用孖展則回報約 7%，假若投資是 5 年前，約\$85 時買入，現時利用孖展的回報已高於 15%，這是真金白銀的回報，今日手上有些帳面虧蝕的《滙豐》(買入價\$142)，它們的資金回報也很好，而且很快每年提供超過 10%回報，簡單來說，現金流的雪球已開始滾動，並不斷增快。

很多人並未真正了解以上重點，因此經常感到彷徨及迷失，或遇到挫折後而氣餒，因此阿笨必須重寫有關重點，有補充、有修定，特別是在孖展及市場的問題上，當中「借貸的藝術」是很重要的一章，不能不寫，希望有心人稍為忍耐。

所提出的四個重點是等同「現金流」及「時間效應」，兩套思考方法是殊途同歸，若理解現金流的規律，股票及窩輪在時間中的變化等，投資者同樣可以立於不敗之地。

本人網址中隱含 banking_mind 一詞，此點可能無人留意，原意是以銀行家及銀行存戶的觀點來看問題，來作投資，是否可以做到，或應否這樣做則作別論。銀行家及存戶皆著重能否收回本金，及收回本金所需時間等問題，以及當中風險。

『炒股十八年』最後一篇還提及多種法則，也是本人常用的思考方法。

很多股民慣性接收市場訊息，而沒有把問題仔細想清楚，最後迷失於股市，相反若股民有思考的大綱，方向及次序，就可把問題化繁為簡，找到能力所及的東西，進一步得到財富、自由及安寧。

回應:

問:點解小閑兄話匯豐有 5%息率, 但用孖展有 7 % ?

答: 這是息差關係，股票利息高於借貸利息，變成借錢(買股)有息收，有違一般借錢付息觀念。

問: 小閑兄,我也不明白"匯豐有 5%息率, 但用孖展有 7 %"這句,可詳細告知大家嗎?

問/答: 很多股民慣性接收市場訊息，而沒有把問題仔細想清楚，最後迷失於股市，相反若股民有思考的大綱，方向及次序，就可把問題化繁為簡，找到能力所及的東西，進一步得到財富、自由及安寧完全感受到, 我要努力學習先得~~!!

我估計係"匯豐有 5%息率", 如果再做孖展, 透支 50 % ,

即有 800 股滙控, 透支可買 400 股。

即本身 5.38%(7 股息/130 股價)

再加上孖展帶來的回報, 即 $5.38\% - 3.88\% = 1.5\%$

總共係 $5.38\% + 1.5\% = 6.88\%$ (不包括手續費)

不知小閑是否這樣想呢?

如果本身有兩手匯豐(平均價約 140),

而用孖展在匯豐\$140 和\$120 入別入了一手,

咁我若滙控股價跌低於幾多, 我就需要斬倉或補倉.

答: 謝謝你替我解釋，此正是我想的情況。提到問題：借貸部份 = \$104,000
($400 \times \$140 + 400 \times \130) 持有股數 = 1600 股滙豐當滙豐跌至\$108，等同借貸額的 60%，就不能再借錢買股，或提走資金，當再下跌至\$90 時(等同借貸額的 72%) 就要立即補孖展，否則部份股票被自動沽出，直至孖展戶口維持 60%的水平。事前會有電話或短訊通知。滙豐規定借出款額是市值的 60%，而斬倉則是借出款額的 120%，等同股票市值的 72%。借貸額(孖展比率)計算：借貸款項 / 股票價值 (即股數 x 市價)

問: 經過是次小股災後, 覺得散戶只識買上唔識買落好蝕章, 本人曾買 put 輪但時時俾發行商搵笨. 請問期權, 期指等是否較好用來買落之衍生工具?

答: 我對期權、期指了解不多，實在難以回答。但相信窩輪是比較可取的衍生工具，其重點在於「十賭九輸」，輪民工作是盡量避免出擊，避開「九輸」，找尋值搏率高的窩輪。Put 輪不太流行，數目不多，不易找到合心意的 Put 輪，無須強行買沽，剛過去的一季，股市不利，卻出現很多值搏率高的 call 輪。窩輪市場就如賭場，不可能所有賭徒皆大敗，否則賭場就會很快結業，當大部份賭徒不利時，往往是出擊之時。

問: 我估計係"匯豐有 5%息率", 如果再做孖展, 透支 50 % ,
即有 800 股滙控, 透支可買 400 股。

即本身 5.38%(7 股息/130 股價)

再加上孖展帶來的回報, 即 $5.38\% - 3.88\% = 1.5\%$

總共係 $5.38\% + 1.5\% = 6.88\%$ (不包括手續費)

不知小閑是否這樣想呢? 咁計 g e 話係咪計漏左孖展利息呢? 真係要問小閑兄

答: 你所指出的正本人所想，但你沒有遺漏利息部份，所提的 3.88% 就是，但正確數字是 $P(5.25\%) - 2.0\% = 3.25\%$ ，代入你所提及的公式就是 $5.38\% + 5.38\% - 3.25\%$ (利息部份) = 7.51%

問: 小閑兄你認為現在股市是否已轉勢

答: 由次按引發的經濟問題已逐漸減退，美國股市已開始上升，很快(6、7、8 月)將見到較好的樓房數字及銀行股的較好業績，對港股也會帶來正面影響，問題反而是較難估計中國因素。

問: 其實實際中係有 7.5 % 假設有 800 股而再借 400 股其中 800 股係 5.38%，但其實 400 股係 $5.38\% - 3.25\%$ 計起其實好似平均每手得番 4.3% ?

答: 7.5% 是相對於投入本金，利用孖展可擴大同一筆本金的現金流回報，即 ROE, return of equity。1200 股 x 4.3% 的回報明顯大於 800 股 x 5.38%，雖然每股平均利息收益下降，但股數增加帶來更大利息收益，若還有不明白，可從實際的利息收入來比較兩者分別。

問: 現時是做孖展時機嗎?

答: 現時利息便宜，股價低殘，是否應做孖展呢? 兩三年後，利率將比現時高，若利率真的增加了，則代表經濟已好轉，股價亦會上升不少，則股民財息兼收。

問: 現時有些匯豐長期窩輪負溢價，雖然將會除淨約 \$1.4-，但今天居然 -3.xx% (莊家出價)，莊家是否可以長期負溢價而無限負至到期? 若買入豈非鬥長命?

答：長期窩輪而有負溢價，實屬少見，可有窩輪編號提供？若莊家預期股份大跌，有可能低價出貨，又或是新輪登場，為求銷售而以極低價沽出少量窩輪，益街坊，搏宣傳。另方面，輪商發輪主要有兩方面收益，一是表面溢價，二是到期日前，正股所收取的股息，此是隱形溢價，若有穩定而高息的正股作支持，長期少許負溢價也不是大問題，但對輪民來說實在非常吸引，值得研究。

問：現請教在滙豐做孖展最高可做到 72 %，請問你用什麼方法做到 4 - 5 倍呢？

答：滙豐銀行為大藍籌股票如《中電》、《滙豐》等提供的按揭率是 60%，等同把資金放大 2.5 倍，用\$40 買到\$100 股票，滙豐容許孖展客借貸以資產的 60%為上限，至此不得再借，若股價下跌令孖展比率超出 60%，孖展客亦無急於補孖展必要，滙豐會容許**借貸部份為可借貸款額的 120%，等同 60%的孖展限額 x 120% = 72%**，到此界線滙豐會自動沽出客戶股票，直至孖展額回落到 60%水平。在孖展介乎 60%~70%間，應有電話或短訊通知客戶有關情況。資金擴大四或五倍，等同 75%或 80%的孖展比率，個別外資大行有提供。

問：窩輪 1268，行使價\$100-，到期 2010-12-30，現價\$0.31，負溢價 3.18。超過一年的窩輪，負溢價只有 3 隻(其他不活躍不算)，其中 1268&3489 較活躍。莊家為何這樣做？此 2 輪均低行使價(3489 \$90)，最初均有溢價。即使扣息亦不至於那麼低。難道莊家與大小摩一樣均那麼看淡匯控。我相信在到期前，匯控股價定能上 \$150- 或\$160-(已經很保守)，則能有 50%-100%利潤。已沽出其他高溢價換馬至 1268。閑兄意下如何？

答：我持有滙豐的長年期窩輪，對於有些負溢價窩輪出現，實在是走漏了眼，事前亦沒有想過這個現象，相信是輪商蓄心積慮的計劃，不是偶然。初步可見到一些動機：

- 1.輪商平價出售窩輪，賺取穩藏溢價~股息。
- 2.長期壓低窩輪報價，令早前低價入市者按奈不住而沽貨離場，否則資金被鎖 2 至 3 年，亦要面對市況波動風險。資金薄弱或意志力不強隨時會屈服而沽貨離場。
- 3.壓低輪價令部份輪民長期持貨，街貨維持高水平，即股息收益變得顯著。
- 4.深入價內窩輪的內在值很高，即輪價高，變相是倍數效應(爆炸力)細，而潛在風險大，(無論價內、價外窩輪都有可能因股價大跌而變成廢紙)，因此不受歡迎。若莊家想沽多些貨，就需提供多些折扣。
- 5.一些快到期而又深入價內的窩輪，輪商經常以負溢價回購，即輪商賺取的溢價是溢價(沽出時) + 負溢價(回購時)，再加上股息的穩藏溢價，利潤是非常大。

6.深入價內的窩輪到期前，輪商會使出負溢價招數，若然街貨已足夠，或已很難銷售，輪商可能提早使用負溢價，鎖住輪民，以求得到上述好處。

7.歐式與美式窩輪有一大不同，美式輪可以要求莊家提早贖回，歐式輪的負溢價只是數字上的，不是輪民可以隨時兌現，可說是輪民吃虧之處。

8.年期長窩輪的負溢價會繼續加大，至年期縮短，隱藏溢價(股息)縮少，而結算日迫近，負溢價情況會改善，但一段時間後，約距結算日 18 個月，莊家可能會放棄與輪民玩負溢價遊戲，因其知道持貨者是有能力等到結算日，莊家可能改變策略，早日贖回多些窩輪，避得鎖住對沖資本，提早另發新輪。

9.以高溢價輪換作負溢價輪，先要有持貨到結算日準備，再者深入價內輪始終倍數細，風險大，其成效有點像孖展，可能孖展的好處多一點。其他高溢價輪會受影響，早晚出現低溢價或負溢價情況，是否要換輪，當中有些股數問題，很難回答，要再想想。

問: 有一個很大的問題,關於孖展的,就係孖展的息口當過了第一個月後就以複息計,但一隻股票的派息往往只係一年 2 次,係 timing 方面好似有點問題,唔知小閑兄係點解決係個"時差"問題係咪真係可以做到一直唔洗入錢?定係要先係派息前入定 d 錢,以免孖展利息增長太快??因為有時當你以孖展買入時,股價不變,利息就是最大的敵人

答: 這是老問題，常有人提及，每月累積的利息只是小數目，只要稍為預留多一點孖展餘額已可以應付。

借貸(一).....19

最近與外國回港探親的舅父晚飯，飯後爭相付鈔請客，由於用阿笨的信用咭埋單有 88 折優惠，結果由外甥阿笨請客。飯後在商場購物，舅父選了一對球鞋，由於用信用咭付帳可享有 9 折優惠，結果亦由阿笨代付款，此事令一向「樂天、知命，知足者、貧亦樂」的舅父有點大惑不解，為何利用信貸，借錢消費的模式可享優惠，相反真金白銀付鈔卻似不受歡迎呢？

類似例子亦在投資市場中出現，就如現時借錢買《滙豐》，可得更多好處，這是十年難得一遇「借錢有息收」的時機…錯，不是十年難得一遇，應該是經常都遇上，過去 01 年的 911 事件、03 年的沙士時期及今年的次按大騙案等，真是八年三遇。

我經提到孖展，因為太重要，但此亦是最不喜歡的話題，因為牽涉到數字，而且要反復推算，難以說得明白，現在亦不準備仔細談論數字等問題，只對借貸作一些補充，有關孖展炒股之事，可見於『炒股十八年』中：

10 年 10 倍，廿年百倍

一直以來『財來有方』（見『炒股十八年』~財來有方）是我的投資方向、「十萬股《滙豐》」是我明確目標，但以資產增值來說還有一個「10 年 10 倍、廿年百倍」的預期，只要買到優質股票，找到入市良機，加上孖展威力，要做到「10 年 10 倍」之計並不難：先用孖展把本金擴大 3 倍，再配合股票的四倍上升，就可完成目標。但更真實情況是：只要 10 年中股票上升 2 至 3 倍已可達標，因有股息的收入及再投資，而且 10 年中必再遇上股價大跌時機，利用相對上一次危機時上升了不少的股價，加大孖展額，很快股份會重上升軌，帶來更大利潤；10 年間 2 至 3 倍的股價上升主要是由業績帶動，而非由大牛市的情緒帶動，因有業績支持，投資者更有能力長期持有股票，賺盡升幅，相反 10 年間即使股價不升，也不會跌到哪裏，因此投資者可以大手買入，與一般股民只小注投資，又怕大升股份回吐而急於出售，未能賺盡多倍相比，此計劃就簡單可行得多。要出現最差情況，《滙豐》倒閉或 10 年間股價原地踏步的可能性是相當微，因此這是一個穩中求勝、求大勝而非小勝的計劃。

套利交易

「10 年 10 倍」計劃中，孖展明顯是一個倍數器，把收益擴大，除此以外，當中還有套利交易成份，現時銀行同業拆息約 1.5%，很多國際大證券行提供拆息加 1 厘的借貸利率，即約 2.5% 的借貸息率，（可惜只為 800 萬港幣價值的投資戶口服務，）假若以全借貸資金買入 5 厘股息回報的《滙豐》，每年就有淨股息收 2.5%，代入 1 倍本金，2 倍借貸情況，就是每年有 10% 回報，（這個回報是相對孖展客投入的本金，即 ROE），10 年就是 100% 回報，還未計算利用股息再投資《滙豐》及股息的每年增長。

套息交易（或套利交易）是很普遍，特別在外匯、商品及債券市場，甚至是跨市場的交易，例如沽日元，買《滙豐》，大型投資銀行可以為客戶提供所需股務。對某些投資者來說套息是主要的考慮，例如畢菲特於 03 年時取高股息的《中石油》而棄當時剛初次派息的《中移動》，相信與套息考慮有密切關係，其時美國利率正是戰後最低水平。

轉換時空

我對於能否發達，完成 10 萬股《滙豐》或「10 年 10 倍」的計劃沒有懷疑，但本人能否逍遙生活、享受財富就是一個大問題，可能六個月後就染上急病，與世長

辭，若現在盡情消費，享受生活，又怕一旦長命百歲，老來拿不出入住老人院的費用。唯一的解決方法就是努力投資，同時借錢消費，利用將來得到的財富支付現時累積的債務。

借債不還錢

2003 年 10 月中，本人需用資金 8 萬元，原計劃沽出股票套現(800 股《滙豐》x\$100 當時市價)，最後利用孖展戶口套現 8 萬，計劃 5 年後才出售股票，歸還借貸款項，5 年來 800 股《滙豐》所收取的總股息是多於 8 萬元借貸需付的總利息，即最終我並無為借貸付出利息，而且《滙豐》的股價由當時的\$100 上升至現時約\$135，帶來了 35%帳面增值，似乎我應把歸還 8 萬元的計劃再推遲 5 年，或者是 50 年，又或是乾脆不還，相信將得到更多淨利息收入及更大比例的股份增值。

保護資產

富翁甲君喜好遊樂，鍾情遊艇、名車，他把所有「玩具」注入信託公司，亦購買必需保險，但仍為信託公司立下一紙借據，表明甲君為合法債權人，一旦公司清盤，需向甲君清還債務，這樣甲君就有多種保障，保護資產。

本人亦利用孖展把資金抽離投資戶口，當中沒有出售股票，只是債項加大了，但由於股票的價值已上升了，問題也不應太大，一旦股市反復，完全超出預計，損失也將是市場上賺回來的資金，而絕非本金。

股民了解借貸，除有助本身的投資理財外，更可了解市場及企業運作，必有助選擇時機及股票…

回應:

問:本人需用資金 8 萬元，原計劃沽出股票套現(800 股《滙豐》x\$100 當時市價)，最後利用孖展戶口套現 8 萬,請問鄧兄是如何做到'孖展戶口套現 8 萬',你是用股票升值後,再轉股票出來另一個股票戶口出售.這樣會把戶口孖展比率抽高的.鄧兄是如何做到呢?我是用 HSBC 的.現在孖展利率為 $P-2\%=3.25\%$

答: 股票升值後，直接給經紀電話，要求他把款項存入本人的銀行戶口，方便簡單。當然股票戶口要有足夠的可用資金。例如有股票 100 萬，可按 60%，即可用資金是 60 萬，若已借貸 30 萬，這樣就可再從股票戶口提取 30 萬，或再買 30 萬股票，若再買之股票是可做孖展 60%的話，即 30 萬資金可再買價值 75 萬的股票。在滙豐銀行的孖展戶口，可以直接把可用資金轉到自己名下的其他戶口，這樣欠款就會提高，即孖展比率提高，若股票已升值，即已有欠款增多，但孖展比率仍會保持合適水平或範圍內。

問: 請問如到滙豐銀行開個股票孖展戶口後, 例如用本金 100 萬買入《滙豐》股票, 《滙豐》股票在滙豐銀行可按 60%, 即可用資金是 60 萬, (1) 如用這 60 萬同樣在滙豐銀行買《滙豐》股票後, 是否這 60 萬的股票也可按 60%, 即是所有野都係滙豐銀行搞掂, 最終在滙豐銀行用本金 100 萬, 經孖展戶口可買入 200 萬《滙豐》股票(2)還是要從銀行提出可用資金是 60 萬到另一股票行買股票後再加按先至最終總共買到 200 萬《滙豐》股票? 另外, 孖展利息支出雖然每月結算, 是否不需每月還款, 只是在孖展戶口孖展欠債加上利疊利, 直至 over 72%孖展額?

答: 情況有點像樓按, 若樓按 60%, 只要出資 40%(100 萬)即可買入價值\$200 的樓宇, 無需逐步買入股份再做按揭取款, 但股票孖展比樓按方便, 可隨時加按、減按、提早還款, 借款額無限制(由不作借貸到數億都可以), 無特別手續或費用(如法律費用、火險等)。(1)所有手續在孖展戶口內完成。(2)無需要。所提利息的處理是正確。

問: 本人認為孖展其中之一關鍵是: 當股價上升後, 能否抵受借貸額增加之誘惑而再買入股票(尤其非優質股票更致命), 因若遇回調將帶來雙重損失, 心理壓力亦隨之加大.另外, 請問鄧兄 HSBC 孖展息是否每月計數? 但好似月結單中又找不到扣數之實際數額.

答: 是每月結算一次, 請再查看。

問/答:「我而家投資左 hsbc + 中移, 用盡 hsbc 孖展, 會唔會太高?」做孖展最大鑊係要斬倉。你用盡孖展, 即係「戶口孖展比率」係 100%, 如果手上股票下到「戶口孖展比率」超過 120%就會斬倉。

而你可以受嘅股票跌幅係 $1 - (100\% / 120\%) = 16.67\%$

如果你覺得咁係唔夠安全, 就要借少啲, 例如想要預 30%跌幅, 咁就最多只可以借到 $(1 - 30\%) \times 120\% = 84\%$, 即係股票市值嘅 $84\% \times 60\% = 50.4\%$ (匯控同中移都可以按 60%)

問:鄧老師, 您好! 可否用個具體例子來說明如何利用借貸來投資股票的操作方法? 假設我現在有 10 萬港幣現金, 如何開始“十年十倍, 二十年一百倍”的計劃? 謝謝!

答:到滙豐銀行開個股票孖展戶口, 用本金及借回來的資金買入《滙豐》, 隨著業績增長, 股價卻不升反跌之時, 再用孖展加大投資。很多問題是講了又講, 請先看完『炒股十八年』, 再仔細想想才行動。

借貸(二).....20

香港首富李嘉誠提點股民應量力而為，切忌借錢炒股；全球首富畢菲特曾言：「現金是安全，債務是危險」。很多大企業或個人都因債務而走向絕路，兩位商界奇才，大財主之言不無道理。可是現實中，他們都是借貸高手：

百佳

1999 年超市家樂福撤出香港，李超人被傳媒質問百佳是否有打壓對手，壟斷市場，當時李超人表示，旗下百佳利潤甚微，一百元生意只得一元利潤，經營超市只為社會就業率著想。

可是 1% 的純利率不等於百佳是一盤利潤微薄的生意，百佳貨品全出於供應商，供應商亦會提供一個先賣貨，後收錢的付款期限，即百佳只是代售或轉售，需要先出資買入貨品的比例很低，近乎 0%，假若百佳銷售 \$100 貨品的成本比例是 5%，(所指包括租金、電費、工資等)，就會得到以下結果：

銷售的純利率： $\$1/\$100 = 1\%$

百佳的資金回報率： $\$1/(\$100 \times 5\%) = 20\%$

簡單講，百佳出資 \$5 的回報是 \$1，一個相當不錯的比例。但這只是少部份利潤，由於銷售後的貨款 (\$99) 不需急於交回供應商，給百佳一個「借雞生蛋」的機會，把資金買入高息穩健股票(如《中電》、《滙豐》等)、或美國債券，就可得到約 \$5 (5%) 的回報。綜合來說百佳用 \$5 的股東資金，可得利潤是 $\$1 + \$5 = \$6$ ，回報率是 120%，毫無疑問百佳是現金流極強及利潤深厚的企業。無怪超人只望分拆 3G 而不願分拆百佳。現實中，百佳的資金會被「借」給長和系的 3G 等業務，減少向外借貸及節省利息。這樣百佳的巨額利潤會被隱藏，年報中無需提及，百佳仍是利潤微薄的生意。

保險業

《巴郡》旗下的保險業持有大筆保險金，畢菲特曾表示，保險業並不賺錢，百份之 99 的保金終會賠償去出，1% 的保金用於經營成本、行政費用等，而其真正收益是透過持有保金的時間，買入債券、優先股或高息股票，若每年有利息收入 5%，三年就是 15%，若找不到高息及穩健股票，就簡單買入國債，再保險業務需要至少於事故發生後三年，才完成調查及責任分配等問題，再作出賠償，即持有資金的時間必定多於三年。保險業就是利用這段時間賺取利潤。

百佳的銷售及《巴郡》的保險業務都運用了借貸概念，分別借入供應商或投保人的資金，這些資金比向銀行借款還安全，除了不用付出利息外，更無需擔心債主

(銀主)突然撤回資金，這是借貸中非常重要一環，華爾街上曾自誇為第五大行的《貝爾斯登》就因未能處理好這個問題而被大鱷所擒。

另方面，企業的賺錢能力應以 ROE 計算，即股東資金的回報率，而非銷售額的純利率(profit margin)，只有善用借貸才可用可把表面利潤微薄生意變成獲利巨大的企業。

銀行業是另一個與借貸息息相關的行業，它不單是放債人，提供資金，亦同時是一個舉債人，由存款客戶或投資者「借」入大量低成本資金…

回應:

很多人認為，巴菲特叫人不要負債，就等於他從來沒有借貸投資。其實他才是全世界借得最多的人。只是他把債務投資零風險投資，本小利大。巴郡就是這樣建立起來的。這點跟富爸爸窮爸爸裡面的 good debt/ bad debt 道理一樣。最重要：零風險。現時借貸買匯豐，就已經零風險了，因為利息已比借貸利息高很多。巴菲特也有用損捍，而且用得十分高明，他用 藍籌印花 + 保險公司 的浮存金，不但沒用付利息，也不用受銀行的控制。另，大市狂升時，資金也不是閒住等機會，他精於短期套行投資，大市下跌時，才購入優質股長期持有

借貸(三).....21

銀行業是與借貸息息相關的行業，以資金配置情況看，銀行與股票市場的孖展客無異：

銀行情況：股東資金 + 客戶存款 = 資產

孖展客狀況：本金 + 借貸款項 = 資產

1. 銀行與孖展客同樣借入大量資金，一般國際銀行的一級資本率不足 10%，總資本亦不足 15%，而股票市場孖展客的按金比率是 25 至 50%，銀行可說是非常大的孖展客。(當然外匯或期貨市場孖展客的借貸比率更大)
2. 兩者同擔心銀主(即銀行存戶、股票行)突然撤回資金，《貝爾斯登》08 年第一季也有盈利，卻被《摩根大通》強行收購，主要是市場撤回對其所作貸款，資金緊絀導致。07 年終時《滙豐》的整體存款為 10,960 億美元，同比增長 22%，這是驚喜數字，特別是在(07 年)資金緊絀的市場環境，很多大基金及投資銀行都要積極籌集資本。

3. 另一問題是利率抽升，銀行會透過優惠利率(P-rate)的制度把利率上升的風險轉介給借款人，如樓宇或股票按揭者，但一些早以定下息率貸款如信用卡、稅務貸款則會因成本上升而至息差收益下降。反觀孖展客則不能轉移利率上升的影響。
4. 銀行與孖展客只要善用借貸買入資產，都能享有息差收益，銀行的息差是主要收入，佔約 50%或以上，若孖展客只著重資產升值，可能放棄股息收入的機會，這是各人策略問題。
5. 孖展客手上的股票可謂相同於銀行的資產，但孖展客可以直接從股票升值中得益，銀行的資產中主要是有抵押的放債(如樓按或票據抵押的貸款)，當資產升值，銀行不會得到利益，這因與借款者的合約關係，但當這些資產跌破借款額時，銀行需作撇帳，禦防因借款人破產而要出售抵押品但仍有不足之數，假若借款人最終履行合約，或抵押品沒有貶值，銀行就要回撥早前所作減值。
6. 銀行一些直接投資，如股票、債券等，也要因市價下跌而作減值，但相比房產按揭，數目細很多，此又與投資銀行的情況不同。
7. 去年(07 年)《滙豐》純利 192 億美元，而撥備是 171 億，可見撥備對盈利影響是非常大，假若 07 年的撥備全數回撥，或 08 年不再需要為相同資產再作撥備，可預期日後盈利大升。
8. 大型銀行把一些債項資產包裝，再賣給其他基金及小型銀行，導致近年銀團貸款減少，卻出現更多如 SIV 的票據買賣。銀行出售 SIV，既可即時套現，又可以把部份資產剝離銀行帳目，避免日後要為這些資產下跌而作減值，增加風險。
9. 樓宇按揭與股票按揭非常相似，但對銀行來說，股票按揭更安全，出現壞帳或負資產的情況極微，因銀行手上完全持有孖展客的按金及抵押股票，若遇股市大跌，銀行只需數鈔鐘就可把抵押股票出售，取回資金；相反銀行向樓按業主收樓，必經一番手續及一段時間，若遇上樓按單位不幸發生命案，收回單位亦難以套現，即取回放款的風險大增。
10. 對於一些流通量細，或波動較大的股份，銀行可以減低按揭成數來平衡風險。整體來說，提供股票按揭為銀行帶來更多股票及按揭業務，與其把資金拆放給投資銀行或其他股票行，不如直接借給自己的孖展客戶，此是銀行擴闊業務的重要一步，增加收益的同時，所受風險亦少。
11. 樓按及股票都是全資產支持的貸款，對借貸雙方都是較安全，但有些貸款是無資產抵押，如信用卡、稅務貸款等，這些是以借款人的未來收入為參考，一般收取較高利息，款額亦少，用此等貸款作投資是較危險。(有趣問題，稍後詳談)

12. 信貸陷阱：很多借貸都以資產「市價」來作評估，履定貸款數目，這是非常危險，無論是對借款人或放債銀行，因為「市價」不能反映資產的真實價值，往往不是偏高，就是偏低，更常見是二者緊接出現，如 97 至 03 年的香港樓價就是一例，借貸雙方必須要很有經驗才可處理得宜。

13. 孖展比率【炒股十八年(26)】提到：「1. 下跌風險：當手上股票非常優質...市場已經歷巨大跌幅，再下跌空間應不會太大...。」

14. 大話西遊【炒股十八年(62)】提到：「若技術分析是有效...那麼金融大鱷很容易聯想到「羊群」聚集之處..只要連破幾個阻力位，或支持位，羊群便會陣腳大亂，大鱷就會很容易捕捉到小肥羊過冬。」

15. 以上 12、13 提到的都是借貸者需特別注意，用之引證《滙豐》07 及 08 年初的股價走勢是十分恰當，07 年《滙豐》在\$130 以上顯示強大支持，但 08 年 1 月中被里昂及高盛藉《花旗》撥備大增之際，大力唱淡，當中涉及沽空，期指、場內(窩輪、期權)及場外(ELN、Accumulator)等衍生工具組成的投資組合，情況如 97、98 年索羅斯狙擊港股、港滙手法。(單邊狂沽)

16. 此是重要案例，見到大鱷處心積慮對付「羊群」，亦見到優質股票反彈之急，《滙豐》用約兩個半個反彈上\$130(約 25%升幅)，特別在人心虛怯之時，可算是極短時間。

17. 借貸還涉及很多問題，如跨國企業把借款由高利率、強貨幣之處遷往低利率、弱貨幣之地，情況就如把工廠搬往成本較低地區，《通用電器》、《Sony》《西門子》在全球有投資，它們在德國、日本或美國借貸是同樣方便，聰明的財務官(CFO)必有計算。

借貸還涉及很多問題，難以盡錄。

借貸(四).....22

當股市不振，熊市來臨時，股民可否借錢投資呢？此問題已在『炒股十八年』中有提及。過去我一直強調借錢投資的好處，但講到借錢，本人是極力反對向親友商借，作為一個成年的人，應為自己財務負責，無論是為了進修、結婚、買樓、創業，或是投資炒股，絕不應向親友借錢。阿笨是過來人，年輕時曾向母親借了十多萬，明白當中涉及不單是金錢問題：

1. 所有放債都有無法收回的可能，而關心自己的親友往往不是專業的放債人，他們因親情、友情而借出資金，要他們因關愛自己而冒險，實在於心不忍，亦因這種無形的感情聯系，令借貸雙方受更大精神壓力，借出款項者可能比投資者更

緊張市況，每遇大市波動，必為擔心寶貝兒投資失利而茶飯不思，而借款者亦可能怕投資失誤而令親友失望，因此投資路上的壓力更大，結果無法冷靜行事，出現壓力下犯錯的可能。相反若借款是由專業的金融機構提供，投資失敗的最差情況是申請破產，來一次「無債一身輕，四年後又一修好漢」。真正的金錢損失就由專業的金融機構承擔。

2. 每個人都無法估計何時會生病、轉職、失業、甚至是結婚、離婚或離世等，因此每個人也有急需用錢之時，此刻不用錢，不代表下一刻亦不需要，向親友所借的資金並非是安全可靠的資金，萬一當投資失利，需作長期持貨時，親友要求取回資金，投資者就要出售股票，把帳面虧損套現，做成真正損失。

3. 投資市場常有很大變化，親友可能因找不到投資機會而借出資金，但當市場逆轉而出現入市良機，債主可否要求已在投資市中場失利的債仔還債呢？情況實在非常尷尬，

總括而言，向親友借錢是大忌，應盡量避免。

另一種不值得鼓勵的借貸是與信用卡或私人貸款有關：

1. 利息昂貴，如信用卡借款年利率約 20%以上，其他私人貸款可能用特別的宣傳手法，如以每月平息、或零利息(但收手續費)等手法把高昂利息掩飾，若投資的短期升幅追不上利息累積，問題就會相當大。

2. 以上借款除了每月還利息外，更要清還部份借款本金，對投資者的資金壓力很大，可以想像借款 12 萬，以一年攤還計，只是第一個月可用到 12 萬資金，其後每月資金遞減，到第 11 個月，可用資金只是 1 萬元，因此這種貸款不可以長期運用。

3. 由於利息成本昂貴，投資者必需較為進取，冒較大風險，爭取短時間達到目標，或若遇上市況偏弱時，情況就會很危險，相反若情況進展付合預期，股民則可利用股票孖展，清還信用卡或私人借貸，不斷找尋便宜及穩定的貸款代替高息借貸。

石油危機.....23

美股及全球股市顯著下挫，前景悲觀，原凶是大幅飆升的油價。油價與利率或稅收一樣，當價格上升就會蠶蝕企業利潤，抑壓經濟增長，股市亦會日益低迷。

08 年上半年原油由\$100/桶以下(美元、下同)，升至迫近\$140/桶，升幅約 40%，情況就如利率由 10 厘升急升上 14 厘。更壞的是油價 一升 再升，由\$ 100 升上\$140

相比由\$ 40 升上\$80，對經濟的傷害更大，雖同是\$40 的升幅，但企業已再無空間承受，結果是盈利倒退或由盈轉虧的業績。

若跟 03 年第二次波斯灣戰爭前的\$30/桶以下相比，升幅是 5 年 5 倍。這種上升速度是能源敏感行業，如航空、汽車、速遞、石化等不能負擔，最近有關 Fedex 及 UPS 的業績，已見情況不妙，航空業亦有類似情況，更可怕的是現時的高油價只是期油價格，即投機市場價，還未完全反映在成品油中，或未來的生產成本上。當這些行業同時盈利倒退，甚致虧損，結果是裁員行動，亦會拖累銀行及地產行業。

過去阿笨對美國經濟很樂觀，亦不擔心房產問題，但現時的高油價確實令人憂慮，油價是否已見頂，還是再升呢？羅傑斯於 2004 年著有『Hot Commodities』一書，指油價大升是供求失衡，預期商品牛市將跨越 2013 年。若不幸猜中，股市可能進入大熊市，質素較次的股份跌幅十分巨大。

過往石油危機都是由戰爭引發，今次則由經濟繁榮導致，中國、印度、東歐皆比過去穩定及繁榮，導致石油用量增加，現時油組所指的供求平衡，可能只是現時及短期情況，未來數年，石油的供應能否追上需求增長呢？一般來說，商品在供求達致平衡後兩年，出現價格顯著下跌，企業盈利增長較快，股市重獲動力，或出現大牛市。

現時資訊及科技發達，開發新油田及能源的時間比過往快速，(過往需要至少 5 年才可把新油田的石油推出市場)，而且沒有利用加息來打擊商品投機活動，加息不但不能打擊短線而熾熱的投機市場，而且影響企業作長線而龐大的產業投資，結果是商品的供應追不上需求增長，令商品牛市延長。各國央行已明白加息可以舒緩由地產及股票(財富效應)引起的通脹問題，但不能揭止由基本商品帶動的通脹，相反只會令通脹延長及加劇，現時美國注重的是撇除能源及食品的核心通脹。

估災、股災

所有估計皆有錯誤可能，過去的「估神」已因「估災」而變作「死神來了」，但真正的傷害不嚴重，《滙豐》是低 P/E、高股息股份，極具防守力，即使以孖展作長期持有也不成問題，而且全球經濟亦無需太悲觀，世界貿易仍有增長，而跨國銀行將受惠，彌補歐美地區的經濟放緩。一些長期的《滙豐》窩輪是否仍可持有，則難下判斷，01 年至 03 年時，美股連翻受 911、假帳醜聞、美伊大戰影響，03 年時危機清除，市場急劇反彈，《滙豐》於 9 個月內彈升 50%，對於年期有約 30 個月的窩輪，不應太早放棄，一旦油市見頂，國際金融股反彈有望，而且市場是以波浪形式前進，相信未來兩年港股約在 2 萬至 3 萬點間徘徊，若情況不妙，輪民還有撤退空間。

阿笨錯誤估計 08 年上半年美股及金融股的情況，亦沒有及時指出石油危機對經濟及股市的影響。05 年 9 月颱風卡特里那吹襲美國時，阿笨已擔心石油問題，至 6 月初，期油突破\$139/桶(美元、下同)，已知情況將變壞，可惜阿笨仍沒有發出任何意見。當中不存在任何利益，只是本人性格疏懶，而且本人已失去寫 Blog 的熱情，情況再下去，對任何人也沒有好處，所以決定離開。

心裏一直有很多問題要講，但總是拖拖拉拉，沒有快速寫下來，現簡單交代一些：

1. 家族企業：《利豐》不是好股票，它的主席、CEO 皆姓馮，將來的主席及 CEO 也會是姓馮，若不是姓馮的，就必定馮家女婿，總括而言，高層的選任以大股東的親族為主要標準，並不以才能為考慮，此種情況在香港上市企業中十分普遍，有日出現一個極度年輕，或智商略低的公司主席，絕不會令人驚訝，《東亞銀行》及《新鴻基地產》兩大藍籌的主席，在位約廿年也沒被人質疑智商不足的老闆，最近都鬧出笑話來。註一

2. 《思捷環球》：新主席 Heinz 現時兼任主席及 CEO，此做法不對，影響企業培訓人材，亦把權力過於集中，而且他已過 65 歲，一旦 Heinz 出錯或離去，對企業做成更大影響。人材對企業至為重要，企業要成功就要有培養人材，讓人材發揮的環境，此點是主席必需落實的工作。

3. 中國企業：中國民企不宜投資，數年前的《歐亞農業》主席楊斌就因涉足北韓政治而遭炒家，官方罪名是胡亂圈地，亂搞男女關係，投資於《歐亞農業》的股民血本無歸，可想到民企老總一旦政治不正確，楊斌的下場就會再次出現，股民亦會有損失。另方面，國企受政策影響太大，如煤價、油價或電價可否上漲由政府決定，過去《中移動》因政策傾斜而一支獨秀，《中聯通》只是度身訂造的競爭對手，毫無威脅，一旦政策改變，企業失去中央關愛，情況就會大為不妙。國企老總只是幹部，必須配合國家整體利益，並不以企業利益為大前提，加上經常對調主事機構，做成企業老總只求無過，不求有功。我對中國企業有保留。

4. P/E 下跌：一些新行業或概念股份，常受市場追捧，做成高 P/E 情況，經過一段時間(約 15 年)，P/E 會慢慢下跌至一般水平，換句話即使企業盈利有顯著增長，亦只會符合預期，難以再把股價推高。一個 18 歲的美麗少女必定受眾多男孩子歡迎，但當她年華老去，或眾多男仕已與之有過交往後，追求者必定隨年月增長而減少，這就如新企業股份常遇到的情況。

5. 《滙豐控股》：《滙豐》股價表現很差，令股東大為不滿，但反觀其他國際金融股，《滙豐》已可算優異，若用業績衡量，更加出色，過去 5 年的盈利及股息皆有增長，再看過去十年《滙豐》在外滙市場，信用卡市場，在歐美、及新興

市場皆有大量擴張，這些都是國際銀行應該做的事情，《滙豐》真的把之落實，現在已看到好處，歐美經濟放緩沒有令《滙豐》盈利倒退，雖然現時股價落後於中資或本土銀行，但阿笨相信「大笨象」是最有能力應付經濟不景，維持長遠而穩定增長的銀行。

6. 窩輪：可能是阿笨最喜歡的賭博遊戲，我信奉十賭九輸的道理，不是不賭，只是盡量少出手，喜歡在大跌市時才買入年期長的仙輪，避免胡亂入市，一直成績不差，只是最近兩月手上仙輪有可能成為廢紙，但最快也是6個月後的事情。認識一位朋友一孖菲，他過去數年以數十萬，在輪壇獲利一億元，近年再由一億變回一千萬，孖菲兄從未炒過股票，一落輪場就用澳門賭仔「贏就谷、輸就縮」的方法，長期追捧《中國人壽》及《交通銀行》的窩輪，不涉其他。到底這是否好的策略，阿笨難以回答，但孖菲兄所謂「輸就縮」是不易做到，否則他亦不會由億元身家大跌9成，剩下千萬。再過幾年阿笨與孖菲兄會有何變化呢？兩個茂利會否沉迷賭博，不能自拔呢？

7. 十年十倍：仙輪的爆炸力驚人，仙股又如何呢？仙輪怕到期成為廢紙，全軍盡墨，相反仙股是沒有到期問題，若企業不倒閉，股民賺錢機會應是很大。以十年時間看，很多股份的高低位相差多倍，超越10倍的，大有股在，特別是那些股價約是幾毫錢的，但股民要有信心長期持有一些業績差，又無股息的股票是非常困難，相反若股份穩健而股息又高，則股民大可放心長期持有。

8. 大宗師：畢菲特、索羅斯及羅傑斯都很出色，除了投資成績嬌人外，他們生活得很逍遙、很自我，努力追求自己喜好的生活，畢菲特生活簡樸，以閱讀、思考為樂趣；索羅斯曾積極參與東歐解放前的政治運動；羅傑斯駕車環遊世界，了解身邊事物，他們有著不同探究世界的方法。可能他們的人生觀更值得了解及學習。

阿笨對很多問題沒有既定答案或立場，只是隨便吹吹水。

註一：《東亞銀行》主席李國寶涉及杜瓊斯股份內幕交易案，其言行令人懷疑誠信外，更質疑其智商；前《新鴻基地產》主席郭炳湘失去主席一事，完全不像大企業的人士更替，只像豪門爭產風雲，令人發笑，大家應否與這類人合伙做生意呢？