

15

林行止作品集粹

當年2008

林行止
著

13

林行止作品集粹

當年2008

林行止
著

天地

www.cosmosbooks.com.hk

- 書 名 當年2008
作 者 林行止
編 校 駱友梅
美術編輯 楊曉林
出 版 天地圖書有限公司
香港皇后大道東109-115號
智群商業中心13字樓（總寫字樓）
電話：2528 3671 傳真：2865 2609
香港灣仔莊士敦道30號地庫 / 1樓（門市部）
電話：2865 0708 傳真：2861 1541
九龍尖沙咀彌敦道74-78號文遜大廈2樓2A（門市部）
電話：2367 8699 傳真：2367 1812
印 刷 亨泰印刷有限公司
柴灣利眾街德景工業大廈10字樓
電話：2896 3687 傳真：2558 1902
發 行 香港聯合書刊物流有限公司
香港新界大埔汀麗路36號中華商務印刷大廈3字樓
電話：2150 2100 傳真：2407 3062
出版日期 2009年10月 / 初版
ISBN：978-988-219-122-8

（版權所有・翻印必究）

©COSMOS BOOKS LTD.2009

目 錄

- 007 ◎ 印證為善最樂 特區設投資基金
- 012 ◎ 機構投資者仍跑輸散戶
- 017 ◎ 國民黨抬頭看國共合作空間
- 021 ◎ 經濟弱軍事強——危機四伏
- 027 ◎ 「瓶頸」處處 通脹燈紅
- 032 ◎ 政府囤糧 糧價續漲
- 036 ◎ 光明正大入股？ 公開機密減不公！
- 040 ◎ 「派糖一鋪清」埋下遠憂
- 044 ◎ 北京開始為錢多而煩惱
- 048 ◎ 美滙跌勢明顯 港貨相對廉宜
- 052 ◎ 元趨弱 油金漲
- 056 ◎ 軍事凱恩斯主義消耗美財力
- 061 ◎ 隱性成本 負數遊戲
- 065 ◎ 統獨、民獨、兩岸變局
- 070 ◎ 官方報道以外的西藏騷亂
- 075 ◎ 羨慕台灣民主政體趨堅實
- 079 ◎ 大米價格飛漲

- 084 ◎ 各國興土木 商品續看漲
- 088 ◎ 投資者本大 經營者利大
- 092 ◎ 路遙多考驗 藏獨博同情
- 096 ◎ 基建投資利所在
- 100 ◎ 傳「聖火」竟失和
- 104 ◎ 體魄強大防氣盛 心靈脆弱患得失
- 109 ◎ 台灣活用北京香港策略
- 113 ◎ 汶川地震——顯德性防疫情
- 118 ◎ 地動山搖百物騰貴
- 122 ◎ 無分專制民主 天災影響政情
- 126 ◎ 災後出肥缺 貪官串古今
- 130 ◎ 稱兄道弟兩岸近 教廷西瓜靠大邊
- 135 ◎ 從公、失公、不公，只管當個公公？
- 140 ◎ 走這一遭，真糟！
- 145 ◎ 潮汐有時——退 朝廷有命——聽
- 151 ◎ 加稅賑災較公平
- 155 ◎ 政事——正視……正是！
- 161 ◎ 棄別墅促民望 爭上網看禁片
- 166 ◎ 聘公僕便宜商界 鋪後路先積陰德

- 171 ◎ 奧運基建效益久遠
- 176 ◎ 樂觀其「盛」 裏外有別
- 180 ◎ 盛事大喜股市跌 售武曲折兩岸通
- 185 ◎ 英奧預算有變 模式測試不準
- 190 ◎ 控制能源走廊為蘇俄霸業
- 194 ◎ 飛人退賽震盪 蘇俄兩大盟友
- 199 ◎ 功德圓滿名副實 裝腔作假小瑕疵
- 203 ◎ 個人利益、國家榮辱、人性自然
- 208 ◎ 成績驕人傲世 哪會思變改制？
- 212 ◎ 俄國軍事再起 分治之局已成
- 216 ◎ 右派內鬨 泰王壓場
- 221 ◎ 立會雌雄決 影藝界失色
- 225 ◎ 金元帝國行險着 雷曼苦主找錯人
- 230 ◎ 悲喜參半中國 危機四伏當前
- 235 ◎ 股市新陷阱 任總知宗旨
- 240 ◎ 過信銀行 監守者虧責守
- 245 ◎ 凱恩斯借屍還魂 全保負擔用者付
- 250 ◎ 「生果金」豈能亂來 監管不周當道歉
- 255 ◎ 以人民血汗錢補貼投機虧蝕

- 259 ◎ 黑人總統難抬頭 新保下野干預多
- 263 ◎ 金融機構有不可迴避的責任
- 267 ◎ 世界經濟重建 中國積極參與
- 272 ◎ 拉近城鄉差距 推動「中間性技術」
- 277 ◎ 權力財力並駕 一制至上至尊
- 282 ◎ 能人一大堆 群策考協調
- 287 ◎ 工人年薪高於教授 不救車廠為上
- 292 ◎ 代有貪婪愚昧 騙局重演不誤
- 297 ◎ 危若累卵 前景堪憂
- 302 ◎ 順理致遠 變有所宗
- 310 ◎ 漁火偷渡客 江上數峰青
- 317 ◎ 孜孜矻矻辦報 快快樂樂做人

印證為善最樂 特區設投資基金

香港經濟有長足增長，財政盈餘較預算更多，為基層人民代言的社會活動家和社會團體，遂多方向政府施壓，希望在新財政年度能夠大派免費午餐；這一次，他們的成功的機會較往時高，因為金管局總裁鑑於政府「水浸」，最近已發出「還富於民」的呼籲（不在其位謀其政，任總作此言，筆者的解釋只能是錢真的太多！），而在此政改步伐快慢又起紛爭之際，「派糖」是平息民怨和「息爭」的最佳手段。

和大部份經濟發達地區一樣，香港的貧富兩極化亦日趨嚴重，加上通貨膨脹爬升加速，低收入階層開始感到「生活逼人」，不滿現實之聲充耳可聞，因「生活困頓」請願示威之事並非新聞，在庫房豐盈之時加點這樣那樣的福利，是負責政府所當為。不過，由於大部份港人住公屋，不少還領取綜援，基本生活不會有問題，他們要爭取的，是提高生活水準、改善物質質素，這些均沒有迫切性，而且亦不應由政府負責——如果政府負起這種責任，一方面會令不求上進的

人愈來愈多，不出數年，香港便會成為毫無生氣、了無生機的城市；一方面，政府若以非經常性收入作經常性支出，經濟發展一出意外，便有難以收拾的不良後果。

如何紓解社會貧富兩極化帶來的困擾及善用政府滾存的龐大盈餘，筆者有二項提議。

一、

富裕社會怎樣令「不幸的一群」享有更全面的物質文明，高入息——不一定是富裕——階層人民多作慈善捐款，是可行辦法之一；香港雖然沒有優待慈善捐款的稅例，但無論是入息稅、利得稅以至沒有遺產稅，均對高收入階層極為有利，換句話說，他們有條件亦應該在公益事業上多作貢獻。

慈善性捐款是利他主義（altruism）者的行為，與以利己為最高指導原則的經濟人的理念相違背，不過，經濟人除了利己之外，還有同情心，作此主張的阿當·史密斯便身體力行，晚年過儉樸簡單的生活，把大部份財產以不為人知的方式捐出，便是顯例。由於利他行為在歐美十分普遍，以美國為例，2006年慈善捐款便達三千億（美元，下同），華爾街眾「鱷」對捐款亦頗為慷慨，這種情況，令學者對何以在典型資本主義社會中利他行為會蔚然成風發生興趣。研究結果顯示，做善事——包括捐款、捐血和當義工——會使人快樂！

美國杜克大學（Duke U.）1998年做過一項實驗，數十名成年男女被要求替嬰兒按摩，用意在不問回報——嬰兒連多謝都不會說——「為人民服務」，結果發現這班「義工」的皮質醇（cortisol）、腎上腺素（epinehrine）和去甲腎上腺素（norepinephrine）等會導致心情不愉快的荷爾蒙均「戲劇化地下降」。這即是說，「出力」的義工本身亦有得着！

慈善性捐款，即使是「無名氏」，除了心理上有滿足感外，亦可產生上述的生理變化，即令出錢者心安理得因而比不作捐款者快樂！美國的「社區社會資本基準調查」（Social Capital Community Benchmark Survey）2000年對三萬多名「家庭成員」的調查，顯示年內曾作慈善性捐款者比沒有這樣做者較快樂，而且快樂度高達43%。

密歇根大學2001年對一組年齡、教育程度、政治取向類同者進行調查，亦顯示做善事者（giver）的快樂度比不做善事者（non-giver）高34%；面對前途充滿信心和希望，兩者的差距更達68%。值得注意的還有，快樂與否和收入及宗教信仰無關。

到了2002年，國家民意研究中心的一項調查，得出43%是年曾作二至三次捐血者感到十分快樂，但只有29%的不捐血者有此感覺……。

行善因此是利人利己完全符合經濟學原理的行為；「為善最樂」不是一句空話！要心情愉快地生活，多作「善行」是最佳途徑。

二、

「主權財富基金」（SWFs，下稱「主權基金」）早已存在，近月因次按風暴下歐美市場出現許多「收購機會」，它們擇肥而噬，才引起廣泛注意，去年9月12日筆者在專欄引述摩根士丹利的統計，顯示「主權基金」目前坐擁二萬五千億財富，至2015年將達十二萬億；這些基金如何運用，決定未來金融市場去向。

新興國家和油國最初把外匯儲備購進以美國為主的先進國家政府債券，很快便發現極不划算，因為不僅受貨幣貶值侵蝕而且回報太低（粗略而言，美債孳息五厘、歐盟四厘、日本半厘），因此爭相仿效收購海外資產的所謂挪威（「主權基金」四千多億）和新加坡（二千餘億）模式，惟此舉引起「避免敏感資產落入外國政府之手」的「金融保護主義」（Financial Protectionism）抬頭，美國國會否決中國（約二千億）和杜拜（約九千億）政府收購美國能源公司及海港便是二個近例；較早前中國投資公司（CIC）在百仕通和去週在摩根上的投資（前者顯然「失手」，後者投入五十億、三年收十三億五千萬利息並得9%股權，立於不敗之地），均不附帶「管理權」（不能派員入董事局），便是擔心國會反對的權宜安排。

「主權基金」直接插手投資事業，衍生的政治問題，另文剖析。今天要指出的是，特區政府擁有一千五百多億（一萬二千多億港元）外匯儲備，投資

成績聽天由命，回報時好時壞平均如雞肋（金管局若為私人機構，任總早要另謀高就）。基於同一理由，特區政府應撥出部份「可自由運用」的資產，成立「特區（香港不是主權國）基金」，作較進取投資，成功可使港人受惠，萬一失敗亦不影響香港財政。持萬餘億港元收息蝕滙價的政策應改變了！

2008年1月2日

機構投資者仍跑輸散戶

次按風暴衍生的金融問題未完未了，結果如何，言之尚嫌過早；不過，有一點可以肯定的是，投資銀行家和基金經理這回輸掉股東和客戶數以千億美元計的資金！有關情況令筆者想起整整三十年前的一篇舊作〈機構投資者不是常勝軍〉（刊1978年2月號《信報月刊》第十一期；收台北遠景《閒讀閒筆》），當中提及美國證監會1975年的報告，指出散戶投資者在1968年股市升近最高點時大量拋售，而在1970及1974年兩個最低水平則大量入貨，強烈否決了一般人，尤其是投資專家認為散戶高買低賣的說法；令人感到驚奇的是，在同一報告中，SEC的研究員指出「機構投資者」低賣高買的情形十分普遍。

當年筆者這樣寫道：「以香港目前的情況和機構投資者的條件而言，那些背景較佳的仍會有作為，但一旦大市波動急劇或它們可動用的投資資金數額愈來愈大，則其投資成績就會大打折扣。散戶投資仍是值得鼓勵的，因為他們（的投資手法）十分靈活，適合在香港這類比較小的市場上活動；但散戶投資有如『大魚產卵』，魚類一次『產卵』，可能生出成千上

萬條小魚，但能成長成為大魚的，則百不得一。這道理用於散戶投資者身上，頗為恰當。我們中國人說『一將功成萬骨枯』，亦可用來形容散戶投資者的投資歷程。一個散戶變成大戶是建築在犧牲萬千個散戶的基礎上！」

三十年後，投資市場已壯大了千百倍，投資技巧花樣和工具之多，機構投資者控制及管理的資金以萬億美元計，更非當年所敢想像；至於個體投資者，隨着經濟持續多年增長，尤其是前社會主義國家「走資」令「先富起來的人」多如恆河沙數，他們掌握的資金已大至天文數字所不能形容。可是，儘管投資市場已改頭換面，機構投資者以令人目眩的薪金羅致「最優秀」的人才，他們高買低賣投資成績遜於個別散戶的情況，並非有所改進而是比過去更差！

筆者參考了二份去年12月上網的相關論文，才得出此一結論。其一出自以色列希伯萊大學經濟學家之手，其一則為美國杜克、康尼爾和德州奧斯汀大學學者合作。前者題為〈機構投資者或散戶——誰在買賣中得益較大〉（G. San: “Who Gains More by Trading—Institutions or Individuals?” ssrn.com），後者是〈股市散戶投資的回報〉（R. Kaniel、G. Saar、S. Titman: “Individual Investor Trading and Stock Returns”，將在《財務學學報》發表）。

綜合二篇論文，筆者得出如下兩點看法。

第一、爬梳紐約證券交易所橫跨1981年至2004年

二十三年的資料，證實「機構投資者高買低賣而散戶低買高賣」的情形三十年不變，令學者有點「驚奇」的是，這種情況愈來愈嚴重。這即是說，機構投資者與散戶之間的虧、盈差距愈來愈遠。

第二、研究發現股價的波動在散戶入市前加劇，在他們購入後波動放緩，顯示散戶的買賣並未加劇市場波幅，不但推翻過往學者認為「盲俠」（noise traders）愈多大市升降幅度愈大的推論，同時否定了散戶等於「盲俠」的「傳統智慧」。散戶的投資技巧當然不及機構投資者，但散戶賺錢能力肯定比機構投資者高。這種情況不僅限於美國，澳洲、挪威亦如是，筆者相信歐盟和香港亦是這樣。

財雄勢大（買賣足以左右股價）、人才濟濟的機構投資者，何以投資成績不如散戶？筆者把錯綜複雜的理由歸納為下述五點。

甲、機構投資者大都是投資學者所說的「動力投資者」（Momentum Investors，譯為順勢型投資者似更貼切）。這即是說，當一種股票上升且形成一股向上（或向下）動力之後，他們才會購進（或拋空），這樣做是因為他們擔心成績較同行差，而一種股票形成上升動力，似說明同行正在收集，為了不致給同行比下去，他們的「羊群效應」發作，遂跟風入市；在學者研究的多個例子中，機構投資者都在偏高的價位才購入。「動力理論」沒有問題，問題在錯失最佳的時機。

乙、機構投資者比散戶更難長期「跑贏大市」，原因是當其成績勝於大市時，資金源源注入，這便出現三十年前筆者所說的「可動用的投資資金數額愈來愈大，則其投資成績就會大打折扣」。龐大資金入市影響股價，意味無法在合理價購貨，「規模經濟」（economies of scale）在這裏有反效果。散戶遠較靈活，出入市自如，較易找到獲利機會。

丙、機構投資者的負責人大都學有專長，而且全神貫注於資料搜集、分析，因此產生「知識幻覺」（illusion of knowledge），以為掌握了宏觀經濟去向、股價以至大市升沉的竅門；「知識就是力量」，但「知識」不一定能夠準確預測人心，知得太多、過分自信，往往反成為挫敗的導因。散戶聞風而動（「盲俠」是聽聲揮劍），雖被學者嘲笑，卻不會因為有過分信心而鑄成大錯。

丁、機構投資者抽佣金收管理費，因此有必須多做買賣才不負投資者所託的「道德壓力」（moral pressure），研究顯示買賣過分頻密對進賬並無幫助；散戶沒有這種壓力，不會為買賣而買賣，因此獲利更豐。

戊、機構投資者管理OPM（他人的財富），賺蝕對他們有影響，唯影響可令他們致富卻不會使他們失去收入，因為賺錢他們可分成（一般為20%），虧蝕則仍可收取定額（以投資額為計算基準）的管理費，「生活絕無問題」。換句話說，這對他們並無切膚之

痛，做起事來便不會盡心盡力！賺錢是世上最困難的事，不盡心盡力成績難免會打折扣。

和三十年前紐約SEC的結論一樣，學者現在的研究亦得出散戶的平均成績跑贏機構投資者！

2008年1月10日