

上期談到弄得不少退休人士忐忑不安的結構性投資產品——迷你債券，其實另一種結構性投資產品也害人不淺，這種產品更不以欺負銀行小存戶為目標，而是城中非富則貴的銀行貴賓。

一家上市公司的主席去年涉足結構性投資產品，據稱損手6,000萬元，成為第一名入稟法庭向投資銀行索償的富豪。這隻結構性投資產品就是股票累積期權(Accumulator)，證監會的官方譯名叫做「累計股票期權」。

I Kill You Later

Accumulator的起名原本非常好，用一段時間「累積」好股，但現在卻變成「過街老鼠」，為甚麼？投資者被好股「連累」、「被殺」，更要「等死」，因為Accumulator的諧音正是「I Kill You Later」！事實是，不少人以為退休是靠「累積」資產，結果卻吃大虧。

根據證監會在今年4月的公布，估計已發售的Accumulator合約的名義價值達230億美元（約1,794億港元），其中更有一些是涉及槓桿式的運作，放大後的真實市場規模無從考究。

有一位投資專欄名家訴說自己的失敗投資經驗。他說，他在去年5月中央宣布合格境內機構投資者(QDII)計劃時，以89元水平追入港交所

(00388)，到140多元沽出。不過，在賣出的那個星期，港府宣布買入港交所5.88%，港交所立彈上170元。之後，港交所不斷上升，差不多升多100元才到頂。

他說：「晚晚見到啲股票，都唔知找甚麼藉口去解釋好。其他股票都算合情合理，但港交所竟一升再升，一度使筆者十分困擾。困擾一是怕老婆外母基金的股東會向我這個經理人索賠；困擾二是沽完大升，即是筆者功夫水皮。」

困擾的是因為投資失敗嗎？他投資在港交所，短短時間賺了五成多，但他仍覺得很失敗。失敗就是來自心魔，他摸頂失敗，錢落了袋，面卻落了地。

他如何處理心魔呢？「筆者就

心大心細，不敢全力追入，只敢做些Accumulator。結果當然就是港交所升勢最凌厲時，竟然自己無上到車。」（2007年10月12日）他為何心大心細？稍後再為大家拆解。

跌市承風險升市失良機

先說Accumulator的結構。不要以為Accumulator在跌市「累人不淺（或筆錢）」，在升市時也「累人不前」。

為甚麼？早在「Accumulator集體屠殺事件」前，價值投資者林森池已經在其著作《平民資本家》拆解這種投資工具，他的結論很清楚：「投資者在大市跌時，承擔風險，在升市中錯失機會。」（頁45）

他舉一例子，在2006年初，他的



撰文：鄭建生

香港大學社會學博士，為3F逍遙投資學始創人，專門研究女性心理，解開大多數人特別是女性的投資心結，進身逍遙投資行列。



插圖：KY Chan

若果看好一個投資產品卻嫌貴，應該學懂戒除貪念，等待足夠吸引力的低價水平出現時，才安心一次過買入。

一位朋友打算買中國人壽(02628)，但股價急升。當恒指在6月跌超過2,000點時，他決心入市，不過以Accumulator形式入市。他和投資銀行以市價11.75元訂下Accumulator買入合約，可以以17%折讓價，即9.75在每交易日買入2,000股。合約為期1年，每日2,000股，全年要承諾買入50萬股，更要預先存入500萬元作保證。若上升5%，即升破12.34，投資銀行可以終止合約。

結果，在訂約後國壽有大半個月時間反覆下跌，6月14日跌至10.15元低位後才回復強勢。結果，他的合約在7月終止，合約期間只有19個交易日股價低於12.34元。他只能以「平價」累積3.8萬股，是預算的7.6%。他事後孔

明，若不貪圖結構性產品的小便宜，直接在市場以11.75元買入50萬股，利潤會增加10倍以上。

應待善價時以一注買入

其實Accumulator為何在跌市升市也「累人筆錢」？為何是貪小便宜結果吃大虧？歸根究柢，我們不可以一面倒歸咎於投資銀行的銷售手法，投資者有沒有投資心理盲點呢？

當然有。那正是「累積」心魔。甚麼是「累積」？前述的名家為何看見愈升愈有的港交所會心大心細？其實，心「大」是因為他看好，同時又心「細」，因為他又嫌貴。結果，便做Accumulator，等股票跌少少便買少少，慢慢「累積」，以為這便萬無一

失。結果，世事豈會盡如人意。

逍遙投資學的一個理念是，投資最重要是心安「利」得。若果看好一個投資產品卻嫌貴，應該學懂戒除貪念，等待足夠吸引力的低價水平出現時，才安心一次過買入。若果不怕買貴，便必須能說出上望空間及風險空間，滿足值博比率後便安心一次過買入，這就是逍遙投資學的「一注法」。

那麼會否買不到呢？理論上也有可能，現實裏，大部分投資者見到股價跌至非常吸引水平卻沒有買入，有機會卻無錢。其實，「分段吸納」的策略只會在熊市最低潮時運用，更只適用於一隻未來必勁升的長遠必買股。FM