

前一陣子看《神探伽利略》劇集，有一幕描述大學物理學生做實驗時發生錯誤，化學泡沫充斥整間實驗室，甚至從門隙溢出。化學教授「伽利略」說，意外的出現可以幫助我們突破思維的框框。泡沫是有深義的。首先考考大家，若一項投資工具正在泡沫式膨脹時，投資者贏的機會大，還是輸的機會大？

## 美國國債已成泡沫

上期談到，亞視執行主席張永霖接受傳媒訪問時透露，他追求穩健的投資，很早已經離開股票市場，投資的主要對象是美國國庫債券，即美國政府的債券。最近，美林證券也建議2009年最佳投資策略就是購買美國政府債券。然而，表面穩健的美國國庫券可能形成泡沫，更可能成為下一次金融動盪的來源。

### 美國債變賠本投資

我們最近不時看到傳媒報道說，全球股市信心極度不足，投資者取態變得極端保守，只將資金放在他們認為最安全的地方，那就是美國國庫券。這種「安全」資產因為資金湧入而價格急

升。當債券的價格上升時，新投資者買入時，收到的利息便相對下跌。最近美國國庫券價格節節上漲，兩年以上的債券息率之低破盡歷史紀錄，3個月期國庫券竟然一度出現「負利率」。國庫券負利率的意思是指，借錢給美國政府，要高價買入，到期時不單止收不到你付出的本金，即使加上期間收到的利息，也要賠本。

賠本的投資如何「安全」呢？那些投資者只有兩個可能動機：第一是「虛假安全感」作祟，表面上是「安全穩定」，實質上是「穩定地賠本」。大家應該記得逍遙投資學的核心理念，表面上安全的投資愈危險，表面上危險的投資卻可能愈安全。投資者搶購國庫券，

因為見到很多人在搶購。

### 博華府入市買國債

第二可能是泡沫。投資者根本不理會持有期間的利息，也不着意到期時收到的本金，因為他們根本不會等到到期，他們的着眼點是價格將在短期內上升。負利率的國庫券有何投資價值？理由很簡單，因為美國聯儲局實行接近零的超低利率政策後，便會推出量化寬鬆政策（Quantitative Easing）來刺激經濟，直接向處於困境的金融市場和企業放貸，其中包括買入美國國債及企業債券。聯儲局甚至可能仿效五十年代的做法，宣布把一些長年期國債的息率鎖定於2.5厘之下，一旦超出這息率，聯儲

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。



當一家公司賺錢能力提高時，盈利增加，股息也自然增加，即使股價不上升，那只代表未買入者可以平價買入而已，不代表已買入者投資錯誤。

插圖：楠

局便會入市買入，抬高價格，從而把債息拉低。既然美國政府將來會大舉買入國庫券，現在買入的國庫券價格稍後便因為政府的入市而上升。

回說張永霖的投資理念，他曾描述買賣股票的忐忑心情，又規勸退休人士：「最重要是不要因炒股而失了心神，股市下跌時傷心又傷身，退休人士因為沒有新的收入，就更傷。」（《明報》2007年11月12日）

「買股票無收入？」無收入的股票其實是錯誤的投資選擇，和以上所提及的負利率國庫券是同一道理。你能夠長綫持有一隻股票，不是因為它有前景，市場上有太多大幅偏貴的有前景股票；也不是因為它當炒，你隨時接了火棒。

原因十分簡單，也是價值投資的精髓，那就是它能帶來穩定的現金收入，股價上落長遠來說是不重要的。當一家公司賺錢能力提高時，盈利增加，股息也自然增加，即使股價不上升，那只代表未買入者可以平價買入而已，不代表已買入者投資錯誤。

### 投資看現金流收入

當你不屑一顧一個資產的現金流收入，只看價格將來上升的可能，你不是投資者，而是投機者。你願意買入一個資產，將來10年都只給你2%回報？若不如是，你是想將來升值然而賣出？後者是投機，而前者是投資，不過是非常糟糕的投資。表面上「安全」資產也因

為投機活動而變成危險，隨時形勢逆轉引來投機者爭相套利甚至止蝕，這就是泡沫爆破的結構。同樣道理，當你不理會一家股票或一個地產單位究竟能為你提供多少股息或租金收入，股樓只是你的投機對象，你也不是在投資。

回想在文首的測試題，當在泡沫膨脹而仍未爆破時，價格愈來愈高，投機者樂在其中，因為賺錢非常容易。不過，他們被蒙蔽其中，泡沫資產愈來愈不合理，直至一天泡沫爆破，才發現原來那般容易賺錢的事物會令人難以翻身。■