

人氣嘉賓主持李永權最新力作《樂觀時變》



香港報刊雜誌的財經專欄，大多追蹤市況、作出評論和短期預測。可是，大多投資者少有足夠條件在短炒中取得好成績，容易墮入金融大鱷設下的圈套，損害身心健康。經過多年的金融工作和觀察，作者李永權體會到成功投資與快樂生活同一道理。文章從生活出發，談財經說天地，《樂觀時變》希望讀者從中感悟到投資與生活的密切關係。

作者簡介

李永權，御風而行有限公司董事總經理，金融顧問，專欄作家，資深金融專業人士，先後在加拿大宏發證券，國際商人銀行興銀亞洲及香港特區政府開設的香港按揭證券有限公司擔任要職。零七年創立自己的金融顧問公司。曾出任香港資本市場公會主席及其他推動債券市場發展的工作崗位。工餘熱心推動體育活動。現任香港棒球總會主席，香港社區體育事務委員會成員，香港學生體育活動統籌小組委員會成員，中銀香港體育節籌備委員會委員。中學就讀於英華書院，在香港中文大學取得社會學學士學位。

名人推薦

「李永權的雜文為香港專欄拓寬了題材，也添加了繁花錦簇，打破昔日三十年代上海魯迅的雜文傳統，他的專欄證實了雜文不一定要戰鬥，而是無所不談了。……他的財經文章，不追蹤市況，不預測起落，更認為短炒損害身心健康，……經過多年的金融工作和觀察，體驗到生活快樂的重要，他得出生命最重要的訊息：『愛護家人、誠懇待人、努力學習、勤奮工作、關心社會、放眼世界、小心處事。』這幾點，可使人生活快樂，而生活快樂的人，投資也往往成功，這是李永權投資的知識論。」

黃子程

書名	《樂觀時變》
作者	李永權
頁數	496 頁
釘裝	膠裝
國際書號	978-962-672-918-2
書價	HK\$88 NT\$370
出版日期	2010 年 7 月

專欄這回事，友輩中我是最早動筆闢欄的一個，然而，隨後如飛殺上的文友，多不勝數，寫手不只有，且高手林立，而最叫我嘆服的是，各行各業的朋友，都能添加一枝筆，在他們的人生道途上增加生活的挑戰與趣味。

在我初出茅廬的當年，專欄賣的是學問與才情，佔地一欄，儼如是一位文學作家，縱使那種文學只是通俗文人所書寫的通俗小品，但舞文弄墨，非是文人不可，非有墨水不可。

今天的專欄，已非昔日。此語並無貶低今日專欄之意，只是昔日專欄是文人專利，今日此專利之局經已被打破。因為報章專欄，服務市民的閱讀功能已大大拓寬了。文學與人生僅是一隅，專欄書寫的題材，廣泛無邊：政客、醫生、律師、教師、心理學者、精神病專家、星相占卜人、經濟財經人、退休公務員……不怕誇張一句，特首也可來一個專欄：《給香港的信》，每天跟香港市民談心事說時政，總比遇上大事時才宣告「起錨」為佳吧？

與李永權在大學時已認識，他三十多年來在本港金融機構服務，從證券經紀，到銀行家，再到半政府金融機構的高層，經歷不可謂不豐。四年前退下金融前線，即在本港報章及周刊撰寫專欄文章：談財經說往昔，搖身一變，已是一位極受歡迎的專欄作者了。

他的雜文為香港專欄拓寬了題材，也添加了繁花錦簇，打破昔日三十年代上海魯迅的雜文傳統，他的專欄證實了雜文不一定要戰鬥，而是無所不談了。

如果說金庸的專欄社評是政治隨筆，則林行止的專欄短評便是財經小品了，作者專欄雜文，兩位先生都是前輩，都開了一個很突出的典範。

但必須保留一個特質，就是關心生活。李永權的雜文確然從生活出發。

他的新書在排印中，我得以先睹為快，於此為大家作小小介紹，以見財經文字在李永權筆下，寫出了趣致不凡的生活，讀之有益身心。

他的財經文章，不追蹤市況，不預測起落，更認為短炒損害身心健康，更了解到投資者根本沒有足夠條件在短炒中取得好處，最終會跌進金融陷阱之中，朋友是幡然大悟了：經過多年的金融工作和觀察，體驗到生活快樂的重要，他得出生命最重要的訊息：「愛護家人、誠懇待人、努力學習、勤奮工作、關心社會、放眼世界、小心處事。」這幾點，可使人生活快樂，而生活快樂的人，投資也往往成功，這是李永權投資的知識論。

往後，他的每一篇文章，都能貫徹此一神韻，叫人拜服，每讀一篇，叫我感悟一次，觀其文，如見其人，知其人，也就更愛讀其文了。李永權現已是本港知名的專欄人之一了，他知道我愛讀其文，要我為他寫幾個字，聊作為他新書出版的序，敢不從命？

諸君不信，可試從閱讀一篇《釣魷魚》為試點：舉家僱艇於西貢釣魷魚遣興，文章寫來情境捕捉、歡樂與共，叫人如在西貢，忽地筆鋒一轉：看著水中大大小小的魷魚追逐著由人擺弄吃不進肚的假魚餌，不期然輕吐一句：

「小股民真像魷魚。」

李永權文章中顯現了他的智慧：因為從生活出發，甚麼財經人生，文化世情，都給他一語道破！

黃子程

懂得放下，才會享受到輕鬆帶來的安逸和快樂。四年前，我放下了近三十年的金融工作，頓覺天地雖大，仍能找到自我的存在，遨遊其中。

三十年前，為了找尋工作，鼓起勇氣走進幾家國際金融機構叩門求職，最後成功進入金融界當起國際證券經紀，及後做上國際商人銀行家，也當上半政府金融機構的高層人員。幾十年來每天對著變幻莫測的數字和承受著來自各方的壓力。在漫長的工作歲月，看著業內的朋友一個一個地離去和消失，令人感到這世界涼薄無情。

在國際金融市場，一筆交易動輒億元計，金融專業人員的收入可觀。面對巨大的交易數字和誘人的個人收入，熱血可變涼血，關愛可變無情。世事無絕對，一些在金融界久經歷練的專業人士毅然走進宗教世界，對沖工作的無情，追求心境的寧靜。而我為了平衡工作中的跌宕和補充失去的熱血和溫情，不時閱讀文、史、哲、

宗的書籍，間中收集一點藝術品，對沖金融交易的涼血無情。

退下金融前線後，我在《東周刊》開闢〈樂觀時變〉專欄，談財經說生活。香港的報刊和雜誌的財經專欄，大多追踪市況，作出評論和短期預測。我對短線的投資炒賣早已失去興趣，一來了解到有日常工作在身的投資者沒有足夠條件在短炒中取得良好成績，也容易墮入金融大鱷設下的圈套，更重要一點是短炒損害身心健康。經過多年的金融工作和觀察，我體驗到成功投資與快樂生活同一道理。一個懂得愛護家人、誠懇待人、努力學習、勤奮工作、關心社會、放眼世界、小心處事的人，他們生活得快樂，投資也往往成功。不過，大富由天，小富由儉，投資成功還是要靠一點運氣的。所以，我的財經文章從生活出發，談財經說天地，希望讀者從中感悟到投資與生活的密切關係。

香港雜文家黃子程教授曾對我說，專欄文章的讀者，看人多過看文。載在報紙和雜誌的專欄文章，十之八九看過便被丟棄。在此，我感謝星島雜誌集團行政總裁黎廷

瑤先生的推薦，星島出版總監郭劍鋒先生和出版經理黃穎孜小姐安排，把我的專欄文章輯錄成書，讓我的舊文能重現。當我每寫畢一篇文章，我的妻子月樺總是第一時間拿來閱讀，不時提出意見，增加我的寫作動力。我在此向她表示衷心的感謝。我的兒子參元借出他的照片作封面，支持這書的出版，我感到欣慰。

李永權

題目：迷你債券政治化傷體制

作者：李永權

與雷曼兄弟相關的「迷你債券」事件已紛紛擾擾四個多星期，事件由民事演變成政治事件。七千多投資者向金融管理局及證監會投訴銷售迷你債券的銀行誤導他們買進與雷曼兄弟相關的迷你債券，數以百計的「迷你債券」持有人上街遊行，衝擊銀行。有政黨人士協助迷你債券持有人向金融監管機構和銷售銀行施壓，要求一分不少地取回本金。

「迷你債券」是一種結構性零售債券，是資產證券化（asset securitisation）下的一種債務工具。資產證券化已有三十多年的歷史，原本是一種穩定金融市場的財技。最常見的資產證券化產品是按揭證券（MBS），發展到近年有不同種類的金融資產作抵押品的債務工具。香港特區政府在 2004 年發行的「五隧一橋」債券便是證券化五條隧道和一條橋樑的收費。這一年來被罵到狗血淋頭的債務證券（CDO），是把一些已發行的債券組合起來作抵押品發行的債券。

證券化是一種複雜的金融財技，它神奇之處是能把一組質素參差的資產組合，分層由下至上，按先後次序承擔抵押品的信貸風險而發行的債券。最常見證券化債券分三層，每層獨立成不同信貸評級的債券。最高層的債券通常可取得 AAA 的最高信貸評級，最低層的債券只可以拿到 BBB 以下的「垃圾」級別。

與雷曼兄弟相關的「迷你債券」是證券化加上信貸違約掉期（CDS）及利率掉期（IRS）等金融衍生工具的一種複雜的金融產品。「迷你債券」的抵押品是 AAA 評級的 CDO 債券。迷你債券持有人作為投資者的同時也要作信貸擔保人，擔保指定的幾家公司（參考實體）可能出現的信貸事件（包括破產，未能還款及債務重組），而這幾家參考實體的信貸評級由 A 到 AA，但這幾家參考實體並不是債券的抵押品。當任何一家參考實體出現信貸事件或者抵押品有信貸事件出現時，迷你債券必須提早贖回，債券持有人極有可能遭受本金虧損。

雷曼兄弟擔任迷你債券的安排行及財務掉期人。掉期交易包括信貸違約掉期，雷曼兄弟尋找銀行或投資基金持有參考實體的貸款或債券，向它們承保參考實體的信貸風險，「投保」的銀行或投資基金須定期支付利息與雷曼兄弟。雷曼兄弟把收到的利息分一部份出來津貼「迷你債券」；另一類掉期是利率掉期，每一筆抵押品的利率及到期日都不同；雷曼兄弟收取各抵押品的利率後轉給較高的迷你債券利率。表面上，「迷你債券」持有人買入由 AAA 評級的抵押品作支持的債券，可取得比一般 AAA 評級傳統債券更高的回報。「迷你債券」持有人能取得較高回報的原因是他們透過雷曼兄弟做了信貸擔保人，但無知地把應得的「保費」交與雷曼兄弟去分配。

我不厭其煩地把「迷你債券」的概念和結構評述，是因為有見很多參與事件的人士及評論員對迷你債券的性質不大清楚，只用「有毒」的負面字眼評論證券化的金融產品。這種一竹竿打一船人的說法對證券化產品不公平。

有抵押的資產證券化產品一般不讓投資者血本無歸，反而是無抵押的公司債券有可能令投資者取不回分毫。雷曼兄弟在「迷你債券」扮演的角色是安排行（安排債券發行及財務掉期）。嚴格來說，「迷你債券」不因雷曼兄弟不能履行財務掉期行合約而令「迷你債券」的抵押品貶值。如果有金融機構出來接手做掉期行，「迷你債券」仍可運作。接手掉期的金融機構很大可能取得比雷曼兄弟從 CDS 掉期中取得更高的利潤，因為 CDS 的價格（保費）在現時「金融海嘯」下上升了很多。不過，要一下子尋找到過百億元本金的 CDS 掉期對手，在目前紛紛亂亂的市場真是談何容易。

特區政府提出方案，由銀行以大折讓價向「迷你債券」持有人先贖回債券，待日後銀行出售抵押品或持有抵押品到期滿，如到時有本金剩餘，再悉數歸還「迷你債券」持有人。這就是說要銀行承擔責任和風險；「迷你債券」持有人也同時承擔收不足本金的風險。可說是兩敗俱傷。事實上，有些抵押品雖然被降評級，但降評級不等於還不到錢。政府提出的方案是政治手段處理。債券持有人明白到事件已政治化，加上「金融海嘯」正進襲香港，特區政府管治威信在下降中，「迷你債券」投資者怎會這麼輕易罷手？無論有沒有被誤導他們都會借勢要求取回十足本金。

特區政府提出的建議擺明車馬要有關銷售銀行硬吞責任，特區政府已聲明不會在提出的方案下「包底」。但有關的銷售銀行的股東會質問，為何「迷你債券」投資者的損失都算到他們身上？銀行如果接受方案，經由銀行銷售的 ELN、ELI 等各類基金的投資者，在這金融海嘯中也損失慘重；他們或會效法，群起發難，借勢追討不見了一截的投資。

人生在世，是否被人欺騙，自己最清楚。香港作為一個成熟的金融中心，竟然有七千多迷你債券持有人說被誤導，有四十多歲營商多年人士說簽名在文件上，之後任由銷售員填寫合約內容，也有炒窩輪經驗的人說不知道市場風險。這都令人十分費解。香港人生活在這個金融大都會，就算從未涉足存款以外的投資，都知道投資甚至存款於銀行也要冒風險。如果那些沒有被誤導的債券持有人都可納入本金保障安全網，銀行怎會服？銀行的股東又怎會服？其他產品的投資者又怎會服呢？

既然這幾十個「迷你債券」系列，除了以雷曼兄弟的債券作為抵押品的債券並無甚麼價值外，其也的抵押品及參考公司都未見有信貸事件出現。「迷你債券」持有人何不接受由銀行先付一部份本金，然後做一個願承擔的投資者，靜待債券的抵押品到期，取回餘下的本金。如到期前抵押品有信貸事件出現，風險由自己承擔。至於真正被誤導的個案，銀行心內明白，與有關客戶協商解決。如客戶不服，可循民事追訴。那總比現在未經法律仲裁，先假定銀行誤導所有「迷你債券」持有人為佳

2008 年 10 月 9 日

題目：金融海嘯一周年檢視

作者：李永權

二零零九年九月十五日，「金融海嘯」爆發一周年，大家都在檢討「金融海嘯」爆發的原因，認為最壞的時刻已經過去，讚賞各國政府的救市措施；討論政府何時「退市」和「退市」的方式。

「金融海嘯」成因的探討隨著時間的轉移及政治角度的不同，說法各異。總括來說原因如下：

- (一) 美國利率長期低企：自從二零零零年科網泡沫爆破，美國聯邦儲備局採取低利率金融政策，美國短期利率從 2000 年下調至 2004 年 1 厘的水平才告回升。2004 年及 2005 年間，長、短期利率幾無差別，充斥在市場的資金紛紛找尋較高回報的出路；低利率也讓對沖基金容易集資和借貸，以高槓桿方式運作。直至利率在 2004 年開始回升，惡夢快將開始。
- (二) 金融投資產品短缺：資金在低利率環境下泛濫，金融產品有供不應求之勢。美國的銀行於是大做按揭生意，連不符合買屋自住的低收入人士也成為重點目標，銀行大做次級按揭貸款，產生大量次級按揭貸款。銀行明白到這些次級按揭貸款的風險很高，於是與投資銀行合作，把這些次級按揭貸款證券化。把次級按揭貸款包裝成 AAA 及其他投資級別的按揭證券，向世界各地銷售。投資銀行把那些次一級但仍有投資級別的債券出售。可笑美國的銀行竟然買回這些次級債券作投資。2006 年美國住房價格在利率持續上升下見頂回落，棄屋走人的數目日見增加，觸發「次按」風暴。
- (三) 評級機構失職：三大國際評級公司為了取得市場佔有率和賺取利潤而放寬評級標準，罔顧投資者擔冒的風險，給大量不符合投資評級的結構性債券較高的信貸評級。事實上結構性債券的結構愈來愈複雜，投資銀行及評級機構，以至金融監管機構對這些結構性債券的風險也只是一知半解。

- (四) 國際會計準則的改變：十多年前美國 LTCM、ENRON、Worldcom 先後倒閉，核數師及證券分析員事前無從在公司的財務和會計報表中得悉它們隱藏的欺詐性帳目後，國際會計師公會經過數年討論，推出一套新的會計準則，要求銀行及公司有更高的帳目透明度。其中重要準則之一，是以市值計算帳簿內的資產值。在正常的市況下這準則十分受用，但是當市況急速轉壞，市場內小量的交易定價卻作為帳簿內大量資產的入帳準則，這樣問題便出現，當帳簿內資產的市值跌破持有者定下的止蝕價後，資產持有者被迫在市場按市價出售，市價愈下跌觸發愈多止蝕沽盤，造成倒骨牌效應。資產價格的大跌，損害公司利潤，再而侵蝕公司股本。美國的銀行在這情況下，資本充足比率相繼跌破 8% 的最低標準要求，有些甚至出現資不抵債的情況。
- (五) 金融機構管理層缺乏社會道德：金融機構（商業銀行及投資銀行）的管理層為追求個人的高報酬，不惜讓機構追逐高風險高回報的生意，風險管理變得次要。去年美國頭十家銀行管理層及員工的酬勞共 750 億美元，而派給股東的股息只有 175 億美元。這等於說：「高酬報歸我（管理層及員工）的，高風險屬你（股東）的。」
- (六) 先進經濟體和新興經濟體發展的不平衡：歐洲一些財金官員不談他們的失職監管和錯誤金融政策，卻把這次「金融海嘯」的責任推向新興經濟體，特別是所謂「金磚四國」（巴西、俄羅斯、印度、中國）。他們認為新興經濟體的迅速發展造成大量資金外出找尋投資機會，大量資金流進美國，引誘美國的金融機構製造大量不良資產，一方面滿足新興經濟體的需求，一方面留給本土投資者。這表示如果沒有新興經濟體的「誘惑」，便沒有美國製造的大量「有毒」金融資產的機會。這說法徹頭徹尾把責任推卸給新興經濟體，也充份顯示西方經濟體對新興經濟體的妒忌和恐懼，增加了國與國之間的民族矛盾。

題目：技術陷阱愈來愈多

作者：李永權

上星期二恆生指數期貨市場有不正常的交易現象，港股午後開市數分鐘，期指在一分鐘內飆升超過 400 點，轉眼打回原形，其間買盤多達 3,100 張，佔全日期指成交 4%，市場人士嘩然，電台股評人還以為自己眼花，又或心算出錯。

如此不正常的交易表現，引來市場人士不同的忖測，有人認為大戶做市、好友挾淡倉、交易員按錯鍵盤掣、也有人認為是套戩的交易。交易所確認交易有效，並非出現錯價盤。

期指是一種普及的期貨產品，而期貨買賣是一種極高風險的交易，參與者買空賣空，只要買賣有對手便成交。買賣期貨須付按金 (margin)，按金數量一般只是一手貨額的 5% 左右。

期貨市場產品的價格波動大，較容易被操縱。例如，上世紀八十年代初亨特兄弟 (Hunt brothers) 操縱白銀價格，白銀上穿 10 美元 1 安士後天天漲停版，只在 40 和 50 元之間稍作調整，不一、兩個星期，轉頭再升停板，天天如是，直至 90 多美元。我在白銀期貨上穿 10 美元 1 安士那天進入金融行業，看到價格突破阻力，創歷史新高，躍躍欲試花 2,000 美元按金買入一手，但被坐在隔鄰的期貨主管一手打下來，大喝一聲：「這價位買入等於揸炸彈！」我問：「圖表書籍不是教導，價格升穿阻力區，創下歷史新高，便萬里無雲，理論上可升到無限高嗎？」他沒有回答。

「圖表形態」(chart pattern) 屬技術分析最大眾化的一類，「圖表形態」易學，趣味性也較高，但容易被一些大戶裝設陷阱，引一般投資者踩進。

有些投資者採用移動平均線預測價格走向，10天、50天、250天等價格移動平均線最常採用。移動平均線(moving average)屬於「趨勢分析」(trend following analysis)一類。說起來挺科學，「趨勢分析」演繹自科學家牛頓的運動力學第二定律：「當一物體向著某方向起動後，它會沿著同一方向運行。」在金融市場，這一定律不可照單全收。事實上，投資者很多時被這些趨勢線攪糊塗。趨勢線太暴露，只要有人在收市價做點手腳，便可改變平均價的計算。

有些投資者注重市場特性分析，試圖找到市場變化的契機。這類技術分析的中心問題是：「價格變動的性質是什麼？」常見的市場特性技術分析有「擺動錘」(oscillator)及簡稱OBV(on balance volume)的「平衡交易結餘」。「擺動錘」可給投資者市場超買或超賣的參考，OBV可讓投資者從交易量與價格在同一時段的比較察看大戶「收集」和「派發」的契機。可是只要收市價及交易量被操縱，或一部份交易量在場外進行，裝設陷阱並不困難。

四類技術分析已略談了三類，第四類種屬於「結構性理論」(structural theory)。較常採用的結構性技術分析包括季節性和循環性的說法。出名的循環性技術分析有伊利諾波浪(Elliott Wave)；季節性有大家掛在口頭的「Sell in May and go away」、「五窮六絕七翻身」。這類技術分析難被操縱，但十分難捉摸。

無論那一種技術分析都建立在兩個基本假定：其一：一切買賣公平進行；其二：所有買賣在交易所內進行。可惜在實際投資活動上，有人採用似欺似詐的手法進行交易，有些買賣在場外完成；加上現時衍生工具繁多，對沖活動頻繁，好些衍生工具用櫃檯買賣方式進行。單靠統計場內的交易價格和交易量繪圖和計算，可靠性降低，傳統技術分析變得愈來愈靠主觀審視了。

2009年7月15日