（一）

完稿時（3月上旬），俄烏戰事仍未平息，美國通脹（以CPI計）升至超過40年新高。金價突破2000美元的心理關口。筆者長期拜讀《信報》畢老林的文章，眾所周知他是著名的「金甲蟲」，同時編輯也提議筆者可以考慮寫寫「黃金是否勝於股票」。所以筆者班門弄斧，也分享一下自己的看法。

先說結論：筆者是看淡金價前景的。長線金價會不會升？當然是會的，但漢堡包也會，九龍站單位也會，這是通脹。筆者相信，金價很可能只能和通脹同步，或略為跑贏通脹（當然也看你如何量度「通脹」），但照計不太可能長期跑贏股市。

為甚麼？且讓筆者為你分享看法。先由筆者自己的黃金投資說起。

（二）

2011年左右，筆者買了不少紀念金幣，原因已忘記，成本和最新市值一概不清楚。此外2020年8月，筆者剛在Patreon開始寫收費專欄，第一擊就是寫黃金。因為是「睇死」聯儲局瘋狂印鈔定必引致通脹狂升。筆者當然也買入了部份黃金ETF。結果？似乎預測通脹成功，但金價卻沒有大升。以上就是筆者的黃金投資，總括來說，佔投資組合應該不夠3%。

到底金價表現是好是壞？和很多資產一樣，視乎你如何去放「框架」，挑哪一段時間看。但整體表現，筆者會說是「還不錯」，卻稱不上亮麗。記得筆者入行是2004年，金價約是400美元，18年後的今年，現在是2000美元。年度化計算，一年9%，算是相當不錯。可是，過去10年，金價卻差不多是原地踏步，應了電視劇的那句「人生有幾多個十年」，或者是黃金淡友的那句「十年黃金變爛銅」。

更難搞的是，股市大約也可以看市盈率，股息率等等去估值。固然沒有完全客觀，但大約有個譜。可是，黃金怎樣估值？甚麼是合理價？就真的考起很多人。我們就回歸基本，談談估值。

（三）

有一種說法，說「供求定律」，買家願付多少，就是合理價，根本不存在客觀標準。這聽落好像有點道理，實情相當大問題。筆者好像沒見過幾千倍市盈率的成熟股市，就算有也很快崩盤。怎麼會沒有「合理」價值？

學術一點，絶大多數估值方法，說穿了都是「現金流折現」（DCF，discounted cash flow），債券計及將來你收到的票息（還要計及爆煲的機率），然後將他們折現至今日的價值，畢竟今天的100元比10年後的100元值錢。股票嘛，分析員會預計盈利和股息，當然和現實偏離可以很大，所以目標價也爭幾條街。

聰明的讀者問，那不派息的股票，怎計算？是否全無價值？但明明不少巨企都不派息。稍安毋躁，學術上兩個解釋。第一是這些公司「最終」仍會派息。例如蘋果很長期沒有派息，最後也改變做法。此外，「現金流折現」的，不一定是股息，也可以是公司的內部自由現金。技術細節就不多講了。

可是，真的有些資產，明顯永遠不會有任何內部外部現金流。例如名畫，郵票，加密貨幣，還有黃金。那價值如何決定？

（四）

對於永遠不會有任何現金流的資產，甚麼「現金流折現」就似乎派不上用場。有人說例如你擁有梵高的名畫，可以在家收入場費，每次入場100。但明顯地，正所謂「貴重財物要好秘密」，很多名畫從不讓人參觀，依然價值連城。這說法經不起實證。

筆者在港大上經濟課時，記得Joe Chan陳德廉說過「滿足感」可以以金錢量化，你看著梵高很快樂是嗎？我每天給你100萬，不許望。不夠？1000萬。如此類推，總有個價。但坦白說，筆者不太信服此論調。

筆者認為，不錯，沒有現金流的東西，價值比較接近是「存在即合理」的說法，只要有人買就升，而不似「大路資產」般有數計，升得太貴自然會有人沽空或拋售。

可是，這代不代表這些資產的價值，可以完全脫離地心吸力sly is the limit？答案仍是否定。筆者提出以下猜想，在本人有生之年，無論樓價怎升，一個太古城單位，都不可能貴過梵高的《向日葵》，大家可以想想是否同意？

相信大家都會同意筆者的猜想，這例子很重要，因為說明了兩樣東西：第一，無現金流的資產，仍會間接受有現金流的資產所影響。若太古城單位升到幾十億一個，梵高名畫也會水漲船高。不能說名畫就能完全脫離基本因素，世事是互相牽引。

第二，黃金是homogenous （想不到合適的中譯）的產品，這對價格是不利的。你的黃金，和我的黃金，也是一樣。正如太古城普通單位，頂多坐向層數不同，但大約是相同。但特色單位就是另一回事，獨立屋更是另一回事。所以呎價也會較離地。至於藝術品？梵高只得一個，出名的作品也就來來去去幾十幅。對有錢人來說，多多錢都買。因為這是獨一無二，炫耀性消費，情況好像上太空，買球會等等。閣下是東南亞某小國的土豪，身家或有幾十億美元，但誰曉得你？但若你是《向日葵》的擁有者？保證你出名過總統。

（五）

筆者沒有數據在手，但根據上述推論，或者將心比己，若筆者發了達，有了幾十億美金，想找點股票債券房地產外的保值渠道。我會買梵高的《向日葵》，還是十億八億拿去買黃金？何者較有品味？

筆者相信，貧富不均仍是會不停拉濶。這就問題大了，因為似乎富人對黃金的需求，是相對低。那誰來買金？其他資產相對地不是太受影響，但正如上面提到，黃金是一個「有人買才升」的遊戲。

此外，筆者有個觀察，可能會令金甲蟲傷心，但還是要指出：有沒有發現，買金的，都是中老年人？筆者今年44歲，也有少量朋友買金。但，觀乎30歲以下的小友，似乎無人對黃金有興趣。這絶對是個問題。

固然，部份原因亦因為新一代累積財富較難。但也正因如此，他們的賭性，似乎比筆者同輩更重。新一代買的是甚麼？正是加密貨幣。黃金沒有加密貨幣般刺激倒不是致命（閣下大可以炒孖展，或買槓杆ETF）。但只能講句，大家成長背景不同。年青人和朋友說買金，恐怕會被人認為是怪人？既然如此，那誰還會再買金？（當然，金甲蟲可以樂觀的期望，到新一代步入中年，又會變成愛金之人，這也是有可能）

（六）

筆者還有一個看淡金價的理由，但純粹是哲學角度，全無數字或實證支持。

筆者認為：股市將會跑贏黃金，原因是前者集合了人類的智慧和創新。甚至加密貨幣也可能跑贏黃金，原因同上。

以標普指數為例，就是一個大型俱樂部，雲集了最優秀的500家美國企業。我們談資本市場，優秀當然是指市值，為股東創造價值。機制很有效率也很殘酷，行的就入會，只要守法，不問出身不問行業。不行的就走，不管你以往多風光都好。如此機制下，當然是汰弱留強，永遠保持最好的企業，集合人類的智慧和勤奮，誰捉到消費者口味，誰找到好的模式，誰夠創意，就可以致富。

但黃金呢？沒有，甚麼都沒有。只是坐定定，等通脹，等打仗。

筆者並不作道德判斷，懶懶閒個個月收幾十萬租當然也很爽。但，就長期而言，似乎股市的模式，應該是跑贏黃金的模式吧（同樣道理，外國的樓市一般跑輸股市，至於香港則是例外，比較奇怪）

不要忘記，黃金還要面對加密貨幣的挑戰。兩者的確相似。但除了文章早前提及到，年青人不愛買金的問題外，還要留意，加密貨幣仍有一定的「智慧結晶」，也可以自我進化。筆者認為暫時加密貨幣算是失敗，最初的宏願大多數落空，取代不了法幣，也未能成為交易媒介，比特幣的用電量也是死症。但，可能之後會有更強勁的加密貨幣面世呢？加密貨幣種種宏願未能達到，但唯一達到的，就是成為了投機投資的資產—也是正面威脅黃金的地位。但黃金，卻似乎沒有任何進步的空間。

（七）

最後，也談談政治。黃金雖然有實際用途（珠寶或工業用途），但大絶大多數交易都是投資，投機，或套戥。這也沒甚麼奇怪，自尼克遜約50年前廢除金本位制後，我們就活在高度金融化的社會，往往金融活動反過來影響「實體價格」。

金價的兩大推手，通脹和戰爭。近期則好像兩樣一同出現，但通脹壓力早早已有，似乎金價是在俄烏衝突後才急升。

筆者不是地緣政治專家，事實很多專家也是估估下。但筆者大膽估計，未來幾十年，世界仍會是相當和平。

絶大多數財經評論員和讀者，都沒有經歷過「三年零八個月」之類，生長在極和平的Pax America年代，才會認為波斯灣戰爭好大件事，俄烏衝突又會演變成第三次世界大戰。這當然是成長背景影響了想法。筆者記得，已故德國股神科斯托蘭尼（André Kostolany）九十年代末說過，他活在人類史上最和平的年代。科氏經歷兩次世界大戰，二次大戰時更因猶太人身份而要逃亡，想法當然和大家不同。

我們看到的是，俄羅斯入侵烏克蘭後，歐盟完全配合美國，連一向中立的瑞士也歸隊，當然還有日本韓國澳洲加拿大。無論閣下覺得西方民主有何缺憾都好，這些團結是假裝不來的。筆者難以想像這些國家之間可以開戰。

不論戰事發展如何，俄羅斯肯定元氣大傷，中東的那些反美國家軍力更差，頂多搞搞襲擊，要開戰是不可能的。

那剩下誰？當然是中國了。

但，筆者不認為「中美必將一戰」，也不認同「今日烏克蘭明天台灣」。相反，俄烏戰事，美國及其盟友展示了團結，不和俄羅斯開戰，但制裁俄羅斯絶不手軟。這當然也令任何其他國家想發動戰爭前想想後果。

若世界真的和平，金價似乎也難以狂升，就只能和通脹同步。

結語：

筆者初中時接觸「錢可通」系列的投資書藉。似懂非懂，生吞活剝。但作者對黃金投資的建議，筆者倒記得很清楚，也認為現在仍適用。

黃金可不可以買？當然可以，但不能買太多，也不要有太大期望。將你投資組合的3-5%放進黃金，是較適合的做法。現今情況下，可能3-5%當中還要加進加密貨幣。為的不是提高回報，而是買個保險，對沖tail risk。