

《信報》專欄〈文人經略〉

伯老曲線要講明 金價後市有得升

上期提到聯儲局前任掌門伯老扑文水平高，飯局搵錢無難度。其實，諸看官無需葡萄，只需認清一個事實，仍有似錦錢途，那就是：伯老人雖走茶仍熱燙，歐、日央行領導等徒子徒孫睇場，量寬、負息肯定續擴。於是乎，在年初至今全球資產價格幾乎一路向南下，竟有大升一成七的奇葩，此乃視伯老為恩物且易買易賣的黃金是也！

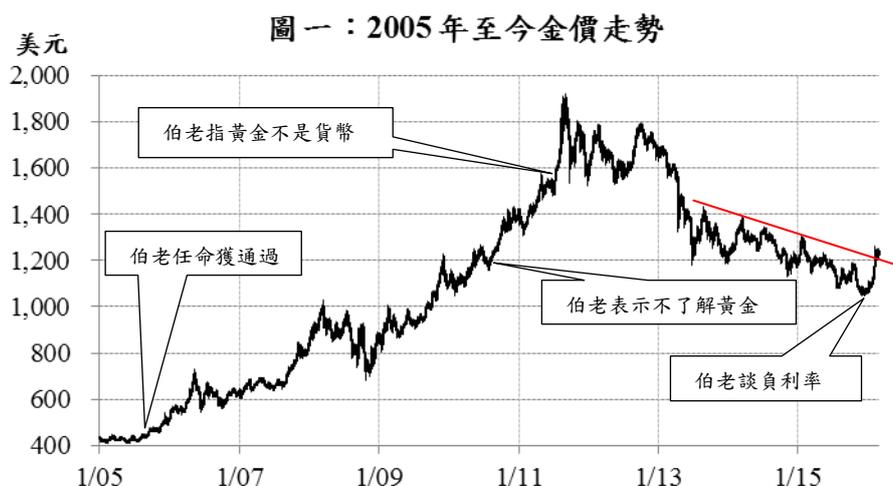
伯老作為黃金恩物，絕非浪得虛名。去年12月17日，聯儲局千呼萬喚始加息，且表明預期未來一年加息四次，不少市場人士矢言金價後市勢穿1,000美元大關，必死無疑；豈料金價就在當日確認見底、翌日正式回升，至今急升近200美元。

細看當時的議息聲明、官員展望、經濟數據甚至金融市況，均不見利好金價之象，此前歐央行加碼放水更「就住就住」。何解金價會大反底？原來是伯老背後發功。就在聯儲局加息前一日（12月16日），伯老接受傳媒訪問，表面力撐美國經濟和儲局加息，誰知酒過半巡卻「無啦啦」扯上負利率，表明一旦經濟有任何不妥，聯儲局將會甚至應該考慮實施負利率，儘管負的幅度可能不及歐洲。查實當晚金價已有反應，在加息前夕膽敢抽升11美元，結果翌日乘加息而回跌，正好給伯老粉絲低吸的機會。

歷史上，伯老「吹雞」、金價「扳雞」，已經不是第一次。話說十年零一季之前的2005年10月24日，時任美國總統喬治布殊宣佈提名伯老為新一任聯儲局主席；11月16日，美國參議院銀行委員會同意該項任命，由伯老接替將退休的格林斯潘。結果，美匯於任命當日在92.63見頂，展開十年大跌宕，至一年前踏入另一個加息週期才浮上水面；不過，金價卻於同日大升十元（2.3%），繼而於一個月內正式告別500美元，至今一升不返。

在金甲蟲眼中，伯老對金價小罵大幫忙，絕對是「#曲線要講明」的典範。表面上，他是金本位的敵人；在2004年的一次公開演說中，時任聯儲局理事的伯老將金本位打成經濟衰退的禍首，因為其導致貨幣政策失去彈性並容易出現全球緊縮。因此，推採金本位是擺脫蕭條達致復蘇的良方。

豈料，推採金本位後，伯老建議的具體措施包括政府發債買私人資產而聯儲局則以新印銀紙向政府買債，加上減稅等財政政策，便可達致「從直昇機上擲錢」之效果。因此，美匯與金價在伯老獲任命當日及其後的走勢，縱非意料之內，亦屬情理之中。



既然金本位棄不足惜，印銀紙抗通縮又名正言順，伯老自然認為黃金不值一哂。因此，當金價在 2010 年 6 月升抵 1,200 美元時，他老人家不得不承認自己不太了解金價，認為升勢乃預期通脹升溫的市場噪音；到了 2011 年 7 月 13 日更乾脆表示黃金不是貨幣，聯儲局持有（世上最多的）黃金儲備僅傳統使然。結果，當日金價大升近 15 美元至 1,582 美元。轉眼間，美國已重回加息週期，美匯亦升至十多年高位，但金價卻同時回到 2010 年 QE2 開波時的水平，且處於爆邊大升的邊緣（圖一紅線），叫人情何以堪？

尤有甚者，圖二所見，雖然年初至今金價急升，但 SPDR 黃金 ETF 的三個月價外認沽期權（行使價較現價折讓一成）引申波幅僅維持於去年的平均水平（上方黑線），而三個月價外認購期權（行使價較現價溢價一成）引申波幅卻升至 2012 年中及 2013 年中的高位（上方橙線）。

圖二：SPDR 黃金 ETF 現價、三個月價外期權引申波幅（上）及其價差（下）



圖表來源：彭博

另外，前者對後者的引申波幅差已跌至 2011 年 8 月的低位（下方黑線），意味認購期權相對認沽期權之昂貴，已達 2011 年歐債危機初爆時的水平。2011 年 8 月金價正處於衝擊 1,900 美元歷史高位的最後階段，市場不論避險或跟紅頂白尚算情有可原；今時今日處於加息週期，黃金 ETF 認購期權之昂貴竟直逼 2010 年至 2012 年危機時期，意味市場預期未來三個月內金市續有你好看的（上下紅圈）！

2014 年第一季，伯老在每位 25 萬美元的富豪飯局中以自己條命來「較飛」，揚言在其有生之年，聯邦基金利率都回不到 4 厘的長期平均水平。席間不少基金經理質疑堅定流，結果錯失在 2.8 厘低撈十年美債的機會，現時債息幾乎唔見多 1 厘，喊都無謂。事隔兩年，伯老出扑文免費酬賓，莫非再次一語成讖，因此金、債走勢先聲奪人？

何文俊
環球金融市場部