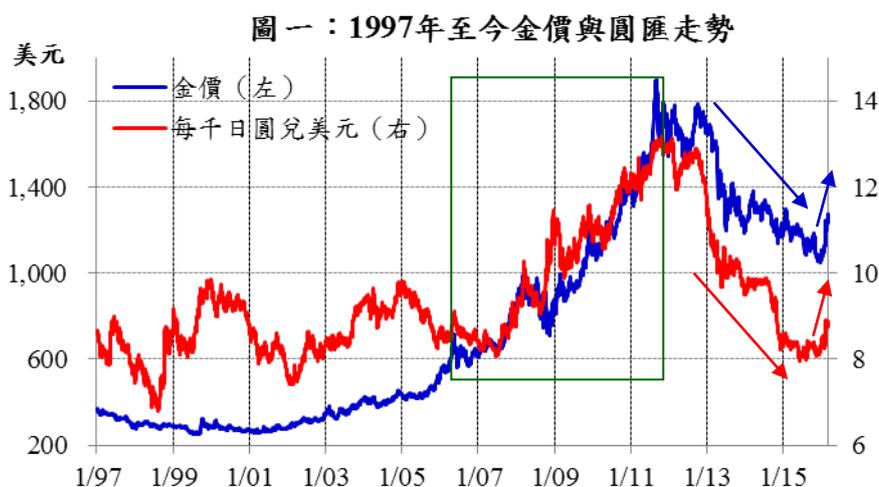


《信報》專欄〈文人經略〉

每人一座斷背山 金日避險無得彈

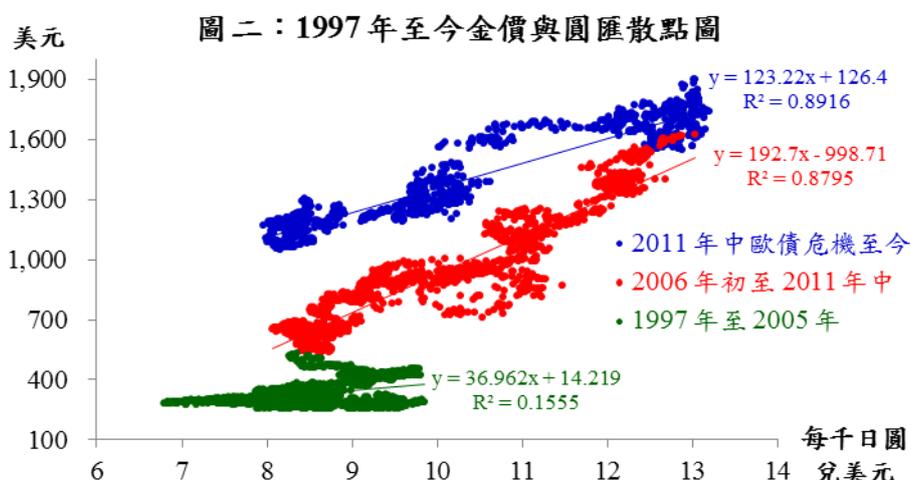
上期由於曲線要講明，因此揭穿伯老乃黃金恩物。伯老愛金，金甲愛伯老，兩情相悅，天經地義。可惜，每個人心中都有一座斷背山，金甲也不例外；在伯老之外，金甲原來也和另一密友奏了十年戀曲，而且「機」味甚濃。為對伯老公平，筆者決意將這段埋藏近十年的私密關係，從衣櫥裏揪出來見一見光——就是（黃）金日（圓）戀！

「金日戀」雖然私密，但畢竟同行逾十年，早已在市場上留下兩隻足印，而且有圖有真相。圖一所見，2006年前，阿金和阿日基本上各行各路，阿金過著穩定而沉悶的生活，阿日卻在亞洲金融風暴、科網泡沫爆破和全球經濟下行中大起大落，兩人生命看不到交匯的地方。到了2006年美國樓市見頂、加息週期告終，金融危機開始逼近時，阿金和阿日在「機」緣巧合下終於遇上，攜手共赴巫山，並於2011年中歐債危機時到達巔峰（綠框）。

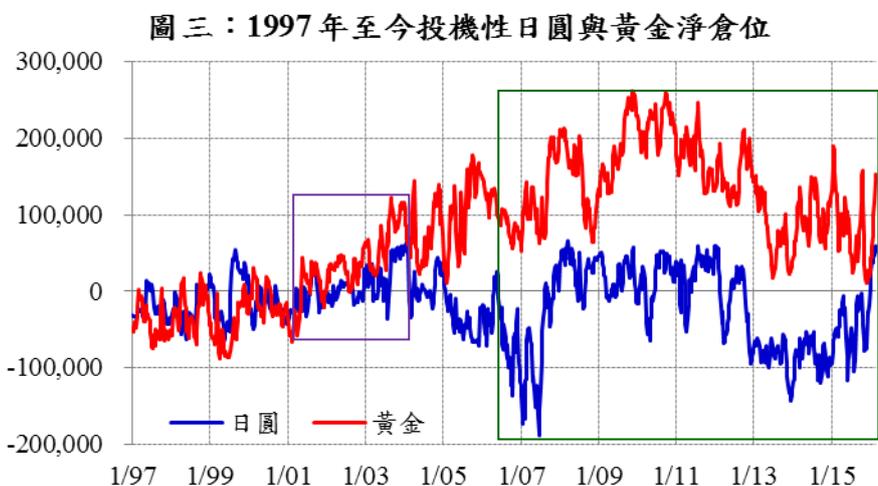


在2012年中歐洲央行粗暴出手力挺歐元、捧打鴛鴦後，阿金和阿日雙雙在二次高潮中墮落。前者先被市場離棄，再遭聯儲局的收水動作大肆蹂躪；後者更慘，被日本毒男安倍和黑田「搞」足三年。雖然如此，阿金和阿日在最黑暗的日子中，並無忘記對方；墮落之路有別，但望著同一方向（圖一箭咀），夢仍是一樣。到了今年初，危機味道籠罩市場，阿金和阿日終於再次雄起，雙雙成為年初至今升幅最勁的資產，跑贏全球！

從兩者近二十年的離離合合看，早年（2006年前）爆發危機時，兩者的「機」味不濃，甚至乎可說是各行各路（圖二）。不過，自從金融海嘯時期開始，兩者漸行漸近，方向明顯趨向一致；到了歐債危機開始，兩者的正向關係更為顯著，熱戀維持至今。

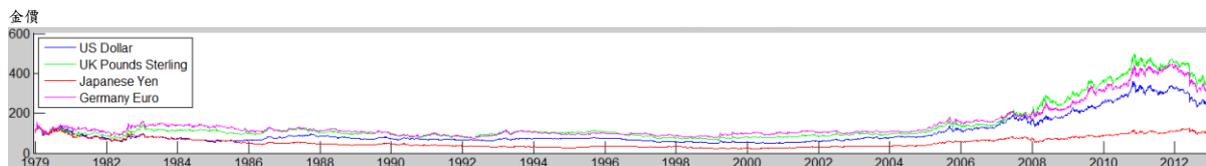


在「機」味籠罩下，市場對「金日戀」亦趨之若鶩。圖三所見，於2001年之前，在美國掛牌的黃金與日圓投機性期貨倉位大多為淨短倉；到了2001年九一一事件至2003年伊拉克戰爭前後，兩者淨倉位受避險需求推動而雙雙由短轉長（紫框），可見兩者的「機」味。2005年伯老戀上阿金（見上週本欄），但阿日卻被套息者離棄，兩人無奈短暫分離；直至金融海嘯山雨欲來，兩人終再走在一起（綠框）。「金日戀」之合合離離，足叫眾人動容，更足以助市場搵食。



事實上，「金日戀」愛得轟烈，連道貌岸然、習慣冷眼旁觀的象牙塔學者也看得心如鹿撞，耐不住要探究一番。三位愛爾蘭學者去年發表論文，對黃金在危機時期所發揮的對沖和避風港作用進行研究（註）。結果發現，在1980年至2013年期間，以日圓計價的金價走勢遠比以美元、歐元（1999年前為馬克）和英鎊等其他三大貨幣計價更為穩定；基本上，自1986年廣場協議逼使日圓大幅升值後，以日圓計價的金價便一直於較低水平橫行，直至近十年才略為上升，但升幅及波幅也遠小於美、歐、英三隻主流貨幣。換言之，即使在宅男學者眼中，「金日戀」在過去三十多年來也是絕配；要橫刀奪愛，殊不容易。

圖四：1979 年至今以四大貨幣計價的金價走勢



由此看來，「金日戀」如膠似漆，絕非始於今日；雖然未必天長地久，但「機」味日濃乃大勢所趨。即使上週至今股、油兩市持續反彈，但金價和日圓仍分別升逾百分之三和百分之一，果然「嗒」得杯落。在股海翻波下，筆者繼續看好阿金與阿日係市場避險 bebe（應該係，除非唔係）。

註：Bredin, Don and Conlon, Thomas and Potì, Valerio, 'Does Gold Glitter in the Long-Run? Gold as a Hedge and Safe Haven Across Time and Investment Horizon,' p.320–328, International Review of Financial Analysis Volume 41, October 2015.

何文俊
環球金融市場部