

## 《商報》專欄

### 金價與耶倫共存亡？

金價於上週一早上三分鐘內閃跌近 60 美元，一下子跌穿近年低位 1,132 美元。先前股市有大時代，如果以跌速計，金價閃跌三分鐘也算是金市大時代。

金價閃跌原因眾說紛紜，內地對沖基金趁日本放假大舉沽貨是一大解釋。筆者不想多談金價為何閃跌，因為此乃市場行為而已。除非閣下是玩短炒，閃跌與閃升與否是改不了長期趨勢。

要說金價的長期走勢，近年表現確實不堪入目。自 2011 年在 1,921 美元見頂後，至今都無運行。如果大家好記性，2011 年至今都出現過不少次的歐債危機，如意大利政局不穩及塞浦路斯銀行危機，再至中東地緣政治問題等，但無一次能把避險資產之一的黃金止跌回穩。筆者記得先前在狂人齊普拉斯舉行公投把希債危機推至高峰間，坊間都常問一個問題：為何金價不跌反升？黃金不是避險資產嗎？這個實在是好問題，筆者答案是：一時一時。這個答案看似模稜兩可，但卻真實地反映現時金價情況。

看看圖一，圖中對比了 2008 年後的金價與 MSCI 歐洲股票指數情況。炒歐債，歐洲股市肯定跌至四腳朝天，故此以歐洲股票的表現強弱來看歐債危機最好不過。圖中見到，就如上文所言，2011 年後金價都未好過，無論在 2012 年 3 月中塞浦路斯出現銀行危機、2013 年中伯南克提出收水論以及去年中因油價大跌而出現的通縮危機，都見三段時期所出現的小股災似乎未有引發大量避險資金流入黃金。就以上月底的希債危機為例，相信大家都同意今次由狂人齊普拉斯掀起的歐債風暴可算是歷年來最近脫歐的一次。不過，於金價表現上，無論以 4 月或 5 月初開市價近 1,180 美元計起，金價最高都只曾升至 1,232 美元，升幅只約 4%，及後在 7 月 6 日歐洲財長與希臘達成救助方案間，金價都只在 1,150 美元間上落，而同期美元兌日圓就由 125 跌至 120 水平下，驟見資金並不怎樣因為希債危機而流向金價避險。加上圖一見到金價於 2011 年後每次在歐洲股市出現小型股災均不升反跌下，金價似乎失去了避險的能力。

由於黃金屬稀有資源，故一直以來黃金都被視為避險資產，但亦因此筆者不相信黃金於這幾年間已失去如此特性。再看圖一，圖中見到 2011 年前兩次歐債危機都令金價大幅抽升，另外在 2008 至 2009 年金融海嘯間其跌幅少於商品指數，驟見黃金於大事大非間仍有避險能力。至於何解近年歐債危機未見資金以黃金作避險？或許大家換個角度想想，大家真的害怕希臘脫歐嗎？年年炒歐債，大家都已習慣。資金仍要因為怕希臘而避險嗎？這點值得大家深思。



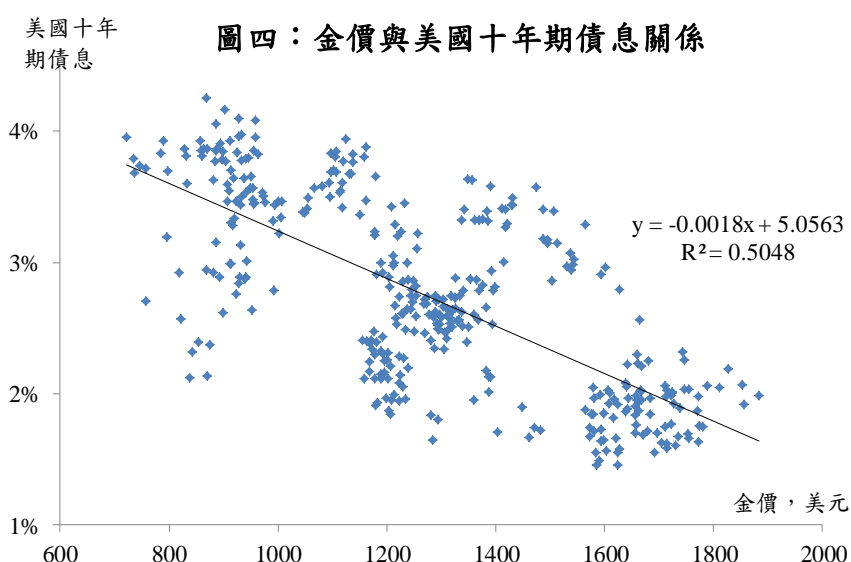
在下也不希望日日都是歐債危機，由避險帶動的金價斷估都不能長久。金價是商品之一，故商品跌，金價亦跌吧。圖二見到，2008年後商品與金價走勢大致相約，當中由2011年中起的大跌勢更與金價同病相憐。亦即是，金價近年走弱並不是個別事件，而是整個商品市場都慘被空軍轟炸。

商品走弱原因很多，坊間都指環球經濟依然不振是一大解釋。不過，筆者就不太同意。近年美國經濟穩步復蘇是事實，亞洲未有出現資產泡沫爆破，可挑剔的只是歐洲。然而，過往筆者都明言一眾歐豬近年經濟表現著實不差。再加上，若大家同意油價是反映全球經濟活躍與否的話，那又怎解釋近年油價由80美元反覆升至去年高位近110美元？故此，環球經濟強弱對近年商品走向似乎未有太強的解釋能力。



這個又不是，那個又不是，什麼才是影響金價最重要因素。對匯市商品有深入研究的朋友都知，美元與金價向來反向，如圖三見到，近年美元強勢是一大因素令金價持續

走弱。準確講，近年一眾主要國家都持續實行寬鬆貨幣政策，反之，聯儲局就為貨幣政策正常化而鋪路而令美元升勢一去不回頭。故此，與其說美元強弱影響金價，美國息口走勢才是真正主宰金價的重要因素。計計相關係數，圖四見到，2008 年至今金價與美國十年期債息的相關係數達-0.70，遠高於金價與上述如歐洲股票指數、CRB 商品指數與美匯指數（大約只 0.1 至 0.2 左右）。故此，綜合所有因素後，日後金價去向如何，相信大家已心裏有數。聯儲局的息口去向，是為年內最注目的議題，當中聯儲局的加息步伐更是焦點。因為大家本來就估耶倫會慢加。但大家想想，慢加之下金價都已經一瀉而下，如果是快加，金價跌勢就不得之了。



**劉振業**  
環球金融市場部