

商品分析

疫情下金價合理，預測年底介乎1,494及1,642美元

- 金價自2018年8月起大幅反彈，跑贏不少資產類別，在美國重推QE後更見凌厲，創超過7年新高；
- 通脹預期、利息對金價分別有正、負面影響，而當市場風險極高時，金價可能被恐慌情緒主導走勢，超出合理水平；
- 3月底金價與模型估計十分接近，顯示黃金並無因疫情恐慌而超買；
- 按疫情發展三種可能性，預測年底合理金價介乎1,494.03及1,641.90美元。

中原資產管理有限公司

梁鈞宇

執行董事

david.leung@centawealth.com

(852) 2106 3322

盧景新

高級分析員

研究及組合管理部

michaello@centasec.com

(852) 3968 2206

前言

2008年金融海嘯後，各國央行為挽救幾乎崩潰的經濟，爭相推出貨幣刺激政策，包括前所未有的零息措施及類似印銀紙的量化寬鬆(Quantitative easing, QE)等，其副作用是潛在通脹的風險，尤其可能推高實物資產的價格，包括黃金。

但隨著經濟改善而利息回升，金價自2011年8月錄得1,900美元一安士的歷史新高後，便持續下挫。2015年底當時美國重啟加息週期，金價便曾跌至1,055美元水平(圖一)，令不少投資者損失慘重。

圖一：金價走勢



資料來源：彭博

但自2018年8月起至2020年3月底，金價走勢卻又大幅反彈近29%，跑贏不少資產類別(表一)。其走勢在美國重推QE後更見凌厲，創超過7年新高，不少人更認為金價很快挑戰2011年歷史高位。

表一：不同資產類別2018年8月起至2020年3月底表現

資產類別	2020年3月31日	2018年7月31日	變化(%)
黃金	1,577.18	1,224.15	28.84%
環球投資級別債券 (彭博巴克萊全球綜合債券指數)	510.00	476.86	6.95%
美元指數	99.05	94.55	4.75%
日元(每百)兌美元	0.9299	0.8939	4.03%
歐元兌美元	1.10	1.17	-5.65%
環球高收益債券 (彭博巴克萊全球高收益債券指數)	1,202.08	1,297.89	-7.38%
環球股票 (MSCI 世界指數, 包括股息)	5,455.06	6,141.12	-11.16%
新興市場股票 (MSCI 新興市場指數, 包括股息)	403.06	497.44	-18.97%
布蘭特原油	22.74	74.25	-69.37%

資料來源：彭博

為何投資黃金？

要了解黃金的價值及其背後的投資邏輯，投資者必須清楚黃金的功能。作為自遠古已被人類使用的貴金屬，黃金的主要用途有二：交易貨幣和用於裝飾。而在現代社會，儘管黃金仍會用於生產各樣裝飾及手飾，尤其是在印度等地，但其對金價走勢的影響並不大，故我們可集中討論黃金作為貨幣的功能方面。

黃金的功能

理論上，良好的貨幣需具備三大因素，包括易於成為交易媒體、有清晰的量度標準及可儲藏價值等。過去，因黃金同時具備上述三個功能，故數千年來也是各地主要及最可信的交易貨幣。但隨著現代貨幣制度的出現，由國家及央行支援的法幣 (Fiat Money)，如美金及瑞士法郎等，在三方面也比黃金更佳，再加上金本位的取消，法幣制度已成功取代黃金的交易功能。

由此推論，若投資者在現代金融體系中，仍持有黃金此古代資產，最根本原因是不相信法幣制度，對法幣能保持其實質購買力存疑。而貨幣購買力受損，主因有二：一是通脹高企，令同等金額貨幣可換取的貨物隨時日減少；另一是作為法幣後盾的國家有政治、財政甚至軍事危機，國家未來創富能力將大減，更遑論支撐其發的貨幣。因此，每當通脹失控或國家的財政或經濟陷入危機，投資者便會賣出該國貨幣，換入黃金等替代品，令後者價錢上升。

計算合理金價

低買高賣，是投資賺錢的基本法則，故投資者必須有方法計算資產價格何謂「高」和「低」。金融學上，估算資產定價的最基本公式，是現金流折現模型(Discounted Cash Flow Model)，即把資產未來預計可所產生的全部收入，以某資金成本作標準，計算該資產的現值(Present Value)。

但因持有黃金並不能帶來利息收入或現金流，因此折現模型不適用於黃金。換句話說，要推算黃金的真正價值，不能依靠其內在創富能力，反之，必須由外在因素所襯托。

(1) 相對價值：金油比率

或許因黃金及原油皆是可長期儲存的主要商品，用途固定，且需求歷久不衰，故不少投資者以金油的價格比率，判斷兩者的相對價格是高是低。但此方法有不少缺點，例如當中假設影響原油走勢的因素基本穩定，便是忽略了頁岩氣技術的改善。故此，該比率只有在極端水平和情況下，才具參考價值。

圖二：黃金 / 原油比率



資料來源：彭博

(2) 絕對價值：全球重回全本位

另一種更純粹、直接的估值法，是把世上所有法幣的價值，全數轉化為黃金。簡單而言，此法是計算若法幣制度全面崩潰，各經濟體重新使用黃金作交易後，每單位黃金應處甚麼水平。

根據美國CIA (Central Intelligence Agency)，2017年全球各國的貨幣總值約80萬億美元，參考世界黃金協會的數據，已有黃金總量(即已開採，不計地下含量)約19萬公噸，即59.3億安士。若把前者轉為黃金，每安士黃金作為貨幣的價值約為13,000美元，即現水平的近8倍!! 但如果現代貨幣體系真的被取消，只怕人類社會亦難逃劫數，故13,000美元水平可視為金價的終極「天花板」，惟出現的機會是微乎其微的。

從以上的推論可見，金價的合理範圍極闊，若現代貨幣制度未至崩潰，只存若干風險，如何計算金價及其走勢便不能單用上面的各項方法。

(3) 我們的方法 - 以通脹預期量化金價的計算模型

正如上述，投資黃金是對現有貨幣制度的不信任，故其需求的增減，便主要取決於兩個因素，即(i)通脹預期及(ii)利息。

首先，只要人們對黃金的偏好不變，代表其內在保存購買力的能力和實際價值也不變。因此，投資黃金的預期回報及需求理應跟隨通脹預期而上升。另一方面，當保存購買力是投資黃金的主要目的，利息便是持有黃金的機會成本：當利息上升時，投資黃金的機會成本增加，需求便會下降。

為了估計通脹預期及利息對黃金價格的影響，研究部利用現貨黃金兌美元價格、美國10年期平衡通脹率(Breakeven Inflation Rate)及美國10年期國債孳息率的一階差分(first difference)季度數據，建立多元線性迴歸(Multiple Linear Regression, MLR)模型。數據涵蓋時間為2002年第2季至2019年第4季。模型估計通脹預期對金價有正面影響，而利息則對金價有負面影響，與上面的推論吻合。

圖三：MLR模型估算過去金價



資料來源：彭博，中原金融研究部

過去經驗

雖然通脹預期和利息與金價有長期關係，但當市場風險極高時，金價卻可能被恐慌情緒主導走勢，超出合理水平。例如在2008年至2011年間，市場陷入後金融海嘯和歐債危機的恐慌，期間金價不斷爬升(圖四)，曾經突破1,900美元。至2012年恐慌情緒逐漸減卻，金價便回歸合理水平。

圖四：2008-2011年市場恐慌(以VIX指數量度)主導金價



資料來源：彭博

今年，新冠肺炎疫情自2月中於全球大爆發，VIX指數於3月16日最高飆升至82.69，市場恐慌程度不亞於2008年金融海嘯，我們將3月底的平衡通脹率及國債孳息率代入MLR模型，估計出黃金3月底的合理價格為1,560.69美元(圖五)，與實際數字1,577.18美元十分接近，顯示黃金並無因疫情恐慌而超買。事實上，雖然美國大推寬鬆政策，10年期國債孳息率由去年底1.91%被壓至0.67%，但市場亦憂慮美國可能陷入衰退，通脹預期亦由1.79%大幅下調至0.93%，兩者影響抵銷，故金價按

季只有4%輕微升幅。

圖五：MLR模型估計2020年3月底黃金價格



資料來源：彭博

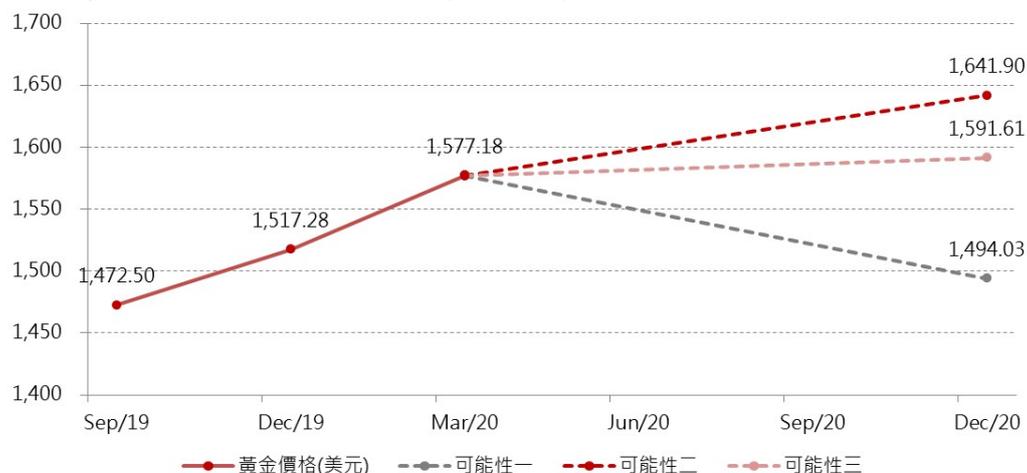
2020年金價預測

我們再用MLR模型，按目前疫情發展，預計今年底前大致會出現的3種可能性，並計算相應金價水平(圖六)。

- 可能性一：疫情於數月內完結，經濟快速反彈，通脹預期回升，貨幣政策及時跟隨收緊；
- 可能性二：疫情於數月內好轉，但疫情仍影響經濟，通脹預期略回升，而寬鬆的貨幣政策未有改變；
- 可能性三：疫情持續至年底，經濟增長、通脹預期及債息持續低迷，寬鬆的貨幣政策未有改變。

我們認為可能性二最有機會發生，亦是對金價最理想的情況，因為通脹預期回升而利息仍低，以致金價向上。我們預測1,641.90美元為對應合理價格，如金價明顯超越該水平，市場很可能被恐慌情緒主導而超買，投資者可考慮減持。而對金價最不利的為可能性一，因為在經濟正常運行的情況下，債息一般高於通脹預期，與目前相反，意味債息上升比通脹預期快，以致金價回落。對應合理價格為1,494.03美元，如金價回落幅度大於該水平，投資者可考慮買入。

圖六：按三種可能性預測2020年底金價合理水平



資料來源：彭博

免責聲明

本文件由從事證券及期貨條例（香港法例第571章）中第4類（就證券提供意見）受規管活動之持牌法團中原資產管理有限公司（「中原資產管理」）所發行，並准許由中原金融集團有限公司（「中原金融集團」）在香港派發。

本文件所載資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠編制，惟中原資產管理以及中原金融集團任何其他成員公司並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本文件內表達之所有意見均可在不作另行通知下作出更改。本文件純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本文件亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出證券的要約。本文件所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

本文件所列之任何價格僅供參考，並不代表對個別證券或其他金融工具的估值。本文件並無對任何交易能夠或可能在那些價格執行作出聲明，此外任何價格並不一定能夠反映中原金融集團的內部帳冊和記錄或以理論模型為基礎的估值，並且可能是基於若干假設。由中原金融集團或根據任何其他來源作出的不同假設或會產生截然不同的結果。

證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。

此外，謹請閣下注意本文件所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下于作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

中原金融集團和本集團的關聯公司、高級職員、董事和雇員（不包括負責本文件內容的分析員）將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。

中原金融集團的銷售人員、交易員及其他專業人員或會向有關客戶及中原金融集團之成員公司提供可能與本文件所表達意見不同的口頭或書面市場評論或買賣策略。中原金融集團或會作出與本文件所述投資建議或見解不符的投資決定。中原資產管理並無責任向接收本文件的任何人士提供該等其他買賣意見或建議。

中原金融集團或其任何董事、雇員或代理人概不就因使用本文件內所載資料而蒙受的任何直接或間接損失承擔任何責任。本文件只供內部參考使用，未獲中原資產管理事先書面同意前，不得複印、派發或發行本文件作任何用途。