

商品分析

金價第一季大機會回落

- 去年第四季債息持續回升，通脹預期隨後上揚，第四季金價先跌後回升。
- 今年第一季，第三輪紓困措施推出可能性、聯儲局貨幣政策動向主導金價。
- 除非聯儲局調整貨幣政策，否則金價第一季再回落機會大。

盧景新

高級分析員

研究及組合管理部

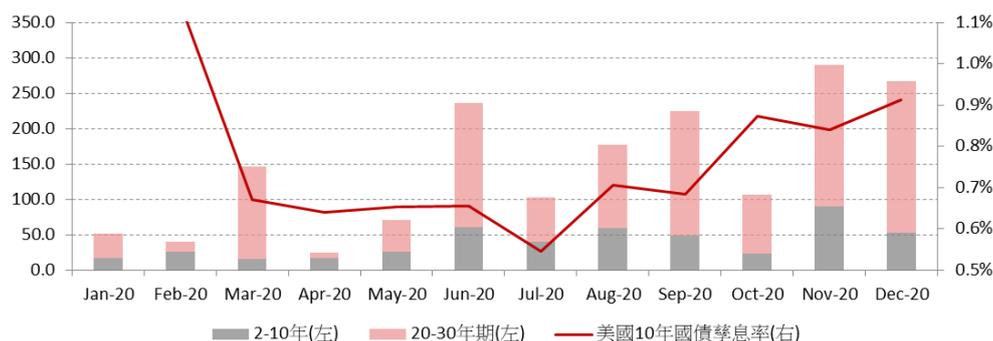
michael.lo@cfg-mail.com

(852) 3968 2206

近期發展

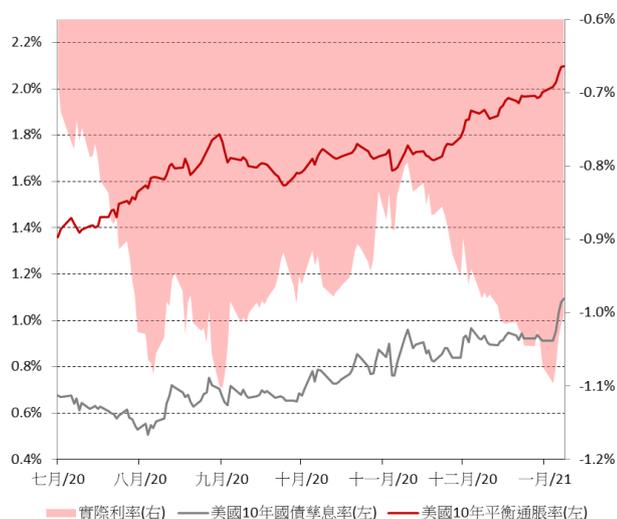
研究部去年10月以美國10年通脹預期及國債孳息率預測2020年底黃金價格介乎1,817.8及2,038.4美元。第四季，美國政府繼續以更大幅度發行長債，令債息持續回升(圖一)，惟11月前第二輪紓困方案談判仍未明朗，通脹預期停滯，實際利率上升令金價繼續回落。但11月起，多重因素推動通脹預期上升，包括(1)兩款新冠疫苗相繼公布正面測試結果令市場信心回升、(2)拜登勝選意味美國政府將來或推出更多支援經濟措施、(3)第二輪紓困方案談判漸現曙光，並最終獲通過。實際利率掉頭向下(圖二)，金價回升，年底水平1,898.36美元(圖三)。

圖一：美國2年期以上國債淨發行(10億美元，左)與美國10年國債孳息率(右)



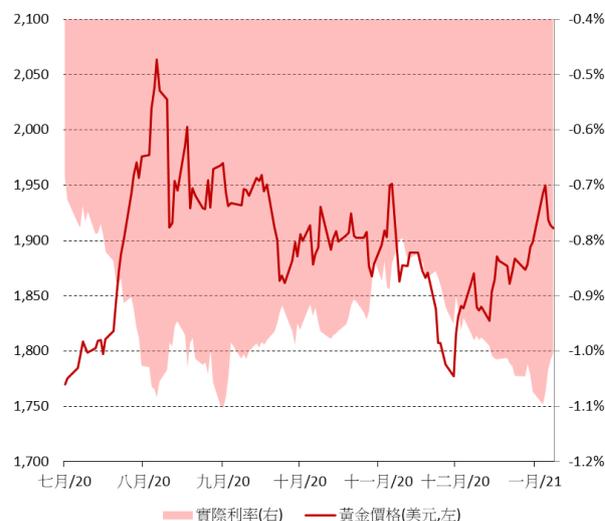
資料來源：彭博、美國證券業暨金融市場協會

圖二：美國10年國債孳息率、通脹預期(左)與實際利率(右)



資料來源：彭博

圖三：黃金價格(美元，左)與實際利率(右)



模型更新

本報告沿用現貨黃金兌美元價格、美國10年期平衡通脹率和美國10年期國債孳息率建立的多元線性迴歸(Multiple Linear Regression, MLR)模型，加入去年第四季月度數據更新模型參數。更新後估算數據期內月底金價(圖四)。

圖四：更新MLR模型估算過去金價



資料來源：彭博、中原金融研究部

2021年第一季末金價預測

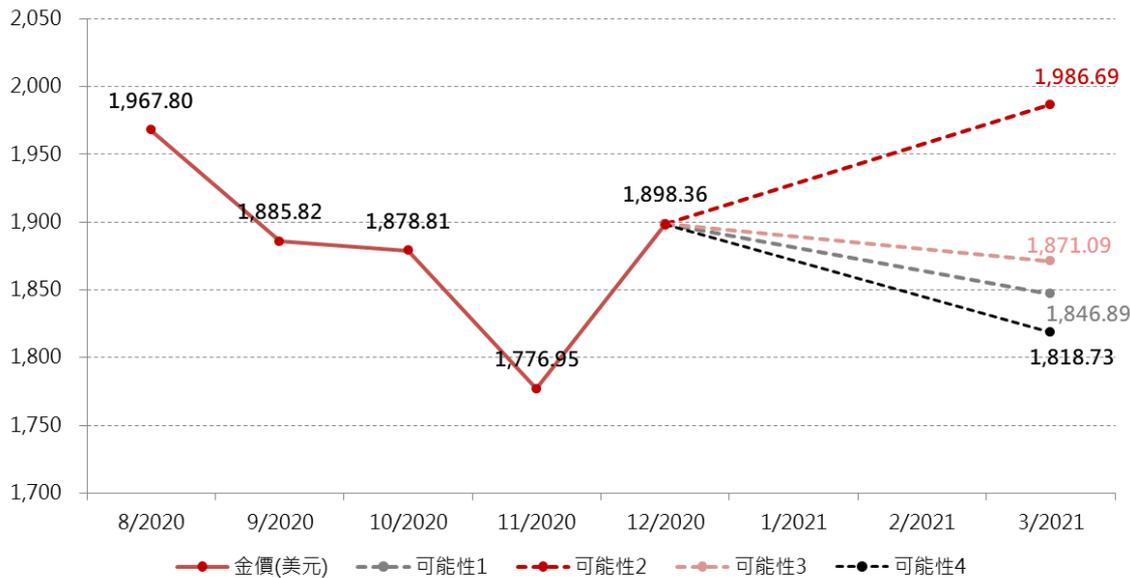
影響金價的兩個主要因素：債息和通脹預期走勢目前取決於美國總統勝選人拜登上場後會否如市場預期推行第三輪紓困方案。如能在第一季內推行，相信債息會繼續上揚，而通脹預期雖難大幅超出聯儲局2%的長期通脹目標，但相信仍會跟隨輕微上升。如新紓困方案未能推行，但預期美國政府維持發債步伐，債息仍然會輕微上升，但通脹預期僅會維持現水平。另外，如果聯儲局認為債息上升速度太快，有可能微調貨幣政策，例如將現時每月購買800億美元國債額度側重在10年期以上，可能將債息壓抑在約1%，這個相信是聯儲局認為支持經濟復甦可接受的水平，而通脹預期升幅將更明顯。疫情方面，現時多種新冠疫苗已經面世，相信對經濟再有重大衝擊可能性較低，但仍要密切留意疫苗會否對不斷變種的病毒失去效用，令疫情再次出現重大危機。總括上述情況，四種可能性如下：

- 可能性1：新紓困措施面世、聯儲局維持現有貨幣政策；國債孳息率繼續上升、通脹預期微升；
- 可能性2：新紓困措施面世、聯儲局微調貨幣政策抑壓債息；國債孳息率輕微回落、通脹預期上升；
- 可能性3：未有新紓困措施在第一季面世；國債孳息率輕微上升、通脹預期大約維持現狀；
- 可能性4：疫情出現重大危機；國債孳息率、通脹預期雙雙大幅回落。

民主黨雖已取得白宮和眾議院，但參議院為50/50局面，雖然民主黨有副總統作為參議院議長決定性一票(tie-breaking vote)的優勢，但在參議院通過紓困方案需要60票多數¹，換言之，紓困方案仍需兩黨協商，在現時共和黨的取態下，相信首季內再通過新一輪紓困方案並不容易。研究部認為可能性3最有機會發生，對應首季末預測為1,871.1美元，可能性2對金價最有利，對應預測1,986.7美元，可能性4對金價最不利，對應預測1,818.7美元(圖五)。

¹ 除某些議案例如提名內閣人選、大法官任命、預算可以簡單多數表決外，美國參議院議案表決一般須遵從程序性阻撓議事(filibuster)原則，即參議員可藉冗長發言阻止議案表決，而要參議院 3/5 議席(即 60 票)同意方可終結辯論。

圖五：按四種可能性預測第一季末金價合理水平



資料來源：彭博、中原金融研究部預測

圖六：模型預測平衡通脹率、國債孳息率各種組合下的第一季末金價水平

		美國 10 年期國債孳息率																				
		0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2
美國 10 年期平衡通脹率	3	2473	2446	2419	2391	2364	2337	2309	2282	2255	2227	2200	2173	2145	2118	2091	2063	2036	2009	1981	1954	1927
	2.9	2443	2415	2388	2361	2333	2306	2279	2251	2224	2197	2169	2142	2115	2087	2060	2033	2005	1978	1951	1923	1896
	2.8	2412	2385	2358	2330	2303	2276	2248	2221	2194	2166	2139	2112	2084	2057	2030	2002	1975	1948	1920	1893	1866
	2.7	2382	2355	2327	2300	2273	2245	2218	2191	2163	2136	2109	2081	2054	2027	1999	1972	1945	1917	1890	1863	1835
	2.6	2351	2324	2297	2269	2242	2215	2187	2160	2133	2105	2078	2051	2023	1996	1969	1941	1914	1887	1859	1832	1805
	2.5	2321	2294	2266	2239	2212	2184	2157	2130	2102	2075	2048	2020	1993	1966	1938	1911	1884	1856	1829	1802	1774
	2.4	2291	2263	2236	2209	2181	2154	2126	2099	2072	2044	2017	1990	1962	1935	1908	1880	1853	1826	1798	1771	1744
	2.3	2260	2233	2205	2178	2151	2123	2096	2069	2041	2014	1987	1959	1932	1905	1877	1850	1823	1795	1768	1741	1713
	2.2	2230	2202	2175	2148	2120	2093	2066	2038	2011	1984	1956	1929	1902	1874	1847	1820	1792	1765	1738	1710	1683
	2.1	2199	2172	2144	2117	2090	2062	2035	2008	1980	1953	1926	1898	1871	1844	1816	1789	1762	1734	1707	1680	1652
	2	2169	2141	2114	2087	2059	2032	2005	1977	1950	1923	1895	1868	1841	1813	1786	1759	1731	1704	1677	1649	1622
	1.9	2138	2111	2084	2056	2029	2002	1974	1947	1920	1892	1865	1838	1810	1783	1755	1728	1701	1673	1646	1619	1591
	1.8	2108	2080	2053	2026	1998	1971	1944	1916	1889	1862	1834	1807	1780	1752	1725	1698	1670	1643	1616	1588	1561
1.7	2077	2050	2023	1995	1968	1941	1913	1886	1859	1831	1804	1777	1749	1722	1695	1667	1640	1613	1585	1558	1531	
1.6	2047	2019	1992	1965	1937	1910	1883	1855	1828	1801	1773	1746	1719	1691	1664	1637	1609	1582	1555	1527	1500	
1.5	2016	1989	1962	1934	1907	1880	1852	1825	1798	1770	1743	1716	1688	1661	1634	1606	1579	1552	1524	1497	1470	
1.4	1986	1959	1931	1904	1877	1849	1822	1795	1767	1740	1713	1685	1658	1631	1603	1576	1549	1521	1494	1466	1439	
1.3	1955	1928	1901	1873	1846	1819	1791	1764	1737	1709	1682	1655	1627	1600	1573	1545	1518	1491	1463	1436	1409	
1.2	1925	1898	1870	1843	1816	1788	1761	1734	1706	1679	1652	1624	1597	1570	1542	1515	1488	1460	1433	1406	1378	
1.1	1894	1867	1840	1812	1785	1758	1730	1703	1676	1648	1621	1594	1566	1539	1512	1484	1457	1430	1402	1375	1348	
1	1864	1837	1809	1782	1755	1727	1700	1673	1645	1618	1591	1563	1536	1509	1481	1454	1427	1399	1372	1345	1317	

資料來源：中原金融研究部預測

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。