

商品分析

金價第二季較大機會繼續調整

- 第一季債息加速上升，通脹預期升勢相對溫和，第一季金價大幅回落。
- 通脹預期上升空間有限，第二季主要由債息主導金價走勢。
- 美國經濟有望繼續好轉，料債息仍有上升空間，金價第二季較大機會繼續調整。

盧景新

高級分析員

研究及組合管理部

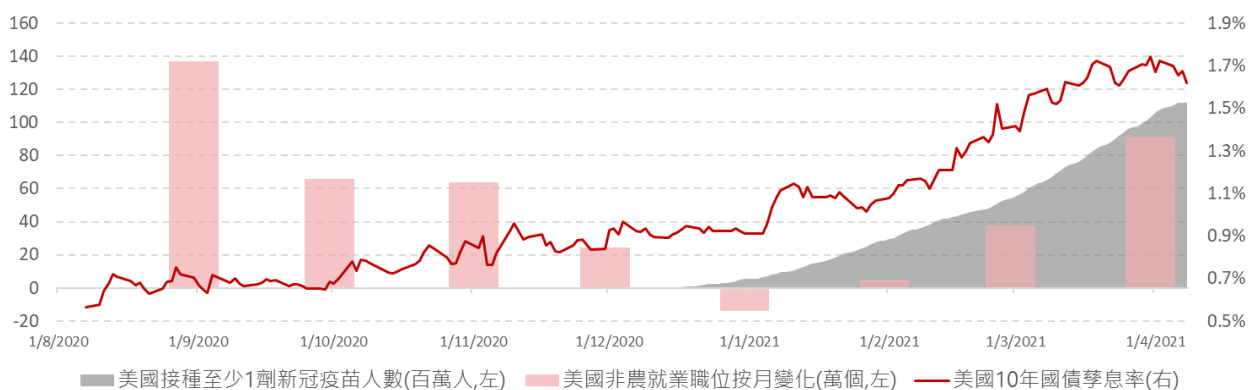
michael.lo@cfg-mail.com

(852) 3968 2206

近期發展

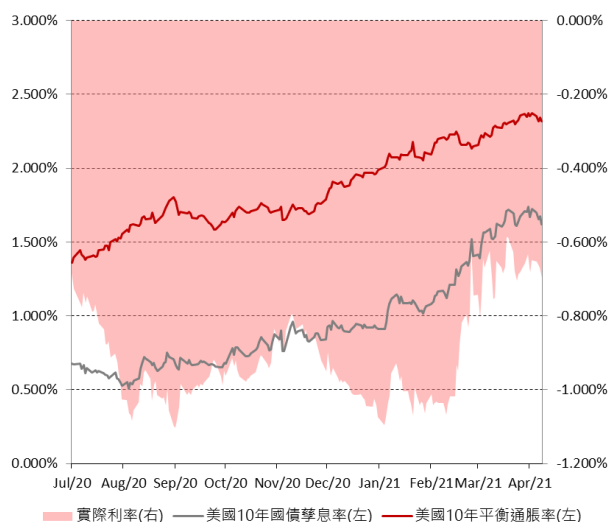
研究部年初曾預測今年第一季金價大機會回落。第一季，多重因素推動美國債息加速上升(圖一)，包括(1)民主黨全取參眾兩院並成功通過1.9萬億美元纾困方案、(2)去年12月開始的疫苗接種計劃進度良好，截至3月底已經有超過1億人接種至少1劑疫苗、(3)美國就業市場好轉，非農就業職位變動去年12月觸底後持續回升，10年國債孳息率從去年底約0.91%大幅升至1.74%，反映市場對美國經濟復甦預期，同時帶動10年通脹預期從1.99%升至2.37%，但升勢相對溫和。實際利率回升，金價從去年底1,898.36美元大幅回落至1,707.71美元。

圖一：美國接種至少1劑新冠疫苗人數、非農就業職位按月變化及10年國債孳息率

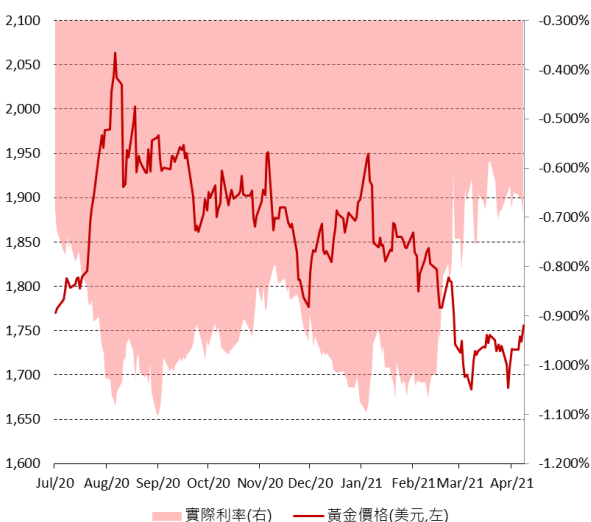


資料來源：彭博、美國疾病管制與預防中心

圖二：美國10年國債孳息率、通脹預期(左)與實際利率(右)



圖三：黃金價格(美元，左)與實際利率(右)

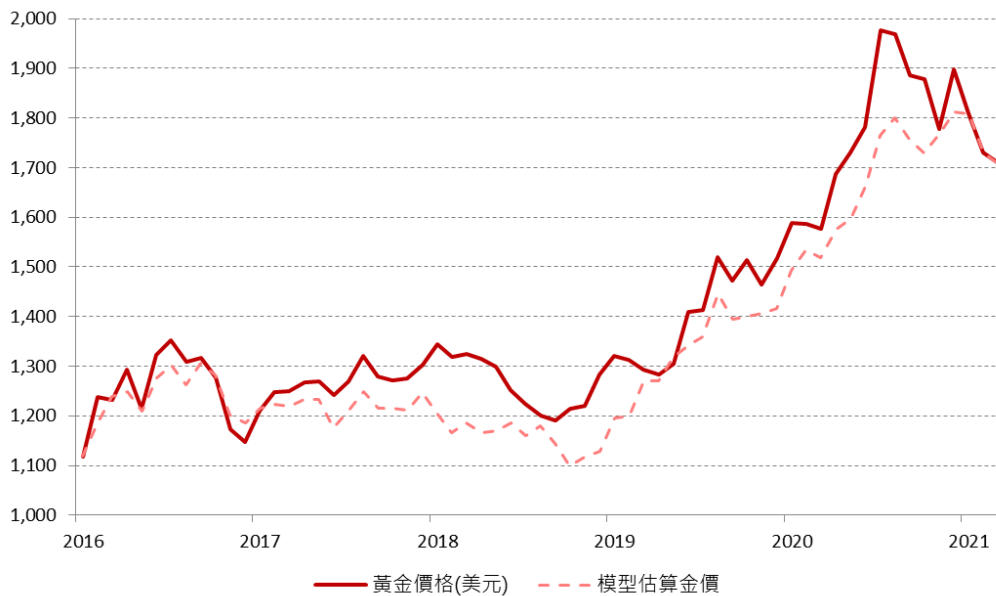


資料來源：彭博

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，加入今年第一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

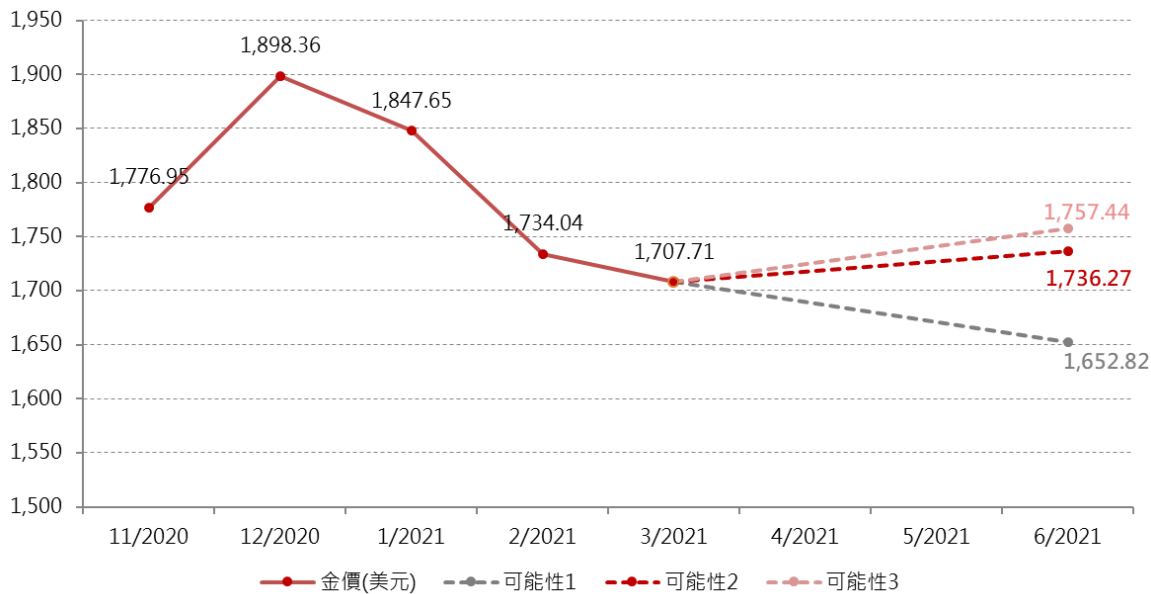
2021年第二季末金價預測

疫苗接種開始後，美國經濟前景已漸趨明朗，當前債息約1.6%，與疫情前水平仍然有一段距離，假如經濟持續好轉，相信債息仍有上升空間，反之如復甦進度出現阻滯，例如疫苗出現安全問題要暫停接種，或就業情況未如預期好轉，債息則可能停滯，而不論發生以上何種情況，因當前10年通脹預期約2.3%水平已超出聯儲局2%的長期通脹目標一段距離，相信未來升幅將相當有限。雖然經濟復甦的確定性愈來愈高，但要回歸全民就業，無疑仍需一段長時間，通脹則可能在短期內維持高位，但主要由能源價格波動和低基數效應帶動，相信僅為暫時性，故聯儲局在第二季調整貨幣政策的機會仍低。而假如疫情出現重大危機，例如出現新變種病毒並大幅降低現有疫苗保護性，則債息與通脹預期雙雙回落。總括上述情況，三種可能性如下：

- 可能性1：美國經濟持續好轉；國債孳息率繼續上升、通脹預期微升；
- 可能性2：復甦進度出現阻滯、國債孳息率、通脹預期停滯；
- 可能性3：疫情出現重大危機；國債孳息率、通脹預期雙雙大幅回落。

雖然3月下旬起美國新增病例有回升跡象，日前強生疫苗亦出現血栓問題而暫停接種，但單計莫德納和輝瑞，預計7月底前將累計供應超過6億劑疫苗，足夠3億美國人接種，白宮日前確認這個目標不受影響。只要不影響目前疫苗接種步伐，相信難阻債息上升，故研究部認為可能性1最有機會發生，對應次季末預測為1,652.82美元(圖五)，對金價最不利，可能性3對金價最有利，對應預測1,757.44美元，但發生的可能性最低。

圖五：按三種可能性預測第二季末金價水平



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二季末金價水平

美國 10 年期國債孳息率

	1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3
3	2126	2098	2069	2040	2012	1983	1954	1926	1897	1868	1840	1811	1782	1754	1725	1696	1668	1639	1610	1582	1553
2.9	2095	2066	2038	2009	1980	1952	1923	1894	1866	1837	1809	1780	1751	1723	1694	1665	1637	1608	1579	1551	1522
2.8	2064	2035	2007	1978	1949	1921	1892	1863	1835	1806	1777	1749	1720	1691	1663	1634	1606	1577	1548	1520	1491
2.7	2033	2004	1975	1947	1918	1889	1861	1832	1804	1775	1746	1718	1689	1660	1632	1603	1574	1546	1517	1488	1460
2.6	2002	1973	1944	1916	1887	1858	1830	1801	1772	1744	1715	1686	1658	1629	1601	1572	1543	1515	1486	1457	1429
2.5	1970	1942	1913	1885	1856	1827	1799	1770	1741	1713	1684	1655	1627	1598	1569	1541	1512	1483	1455	1426	1397
2.4	1939	1911	1882	1853	1825	1796	1767	1739	1710	1681	1653	1624	1596	1567	1538	1510	1481	1452	1424	1395	1366
2.3	1908	1880	1851	1822	1794	1765	1736	1708	1679	1650	1622	1593	1564	1536	1507	1478	1450	1421	1392	1364	1335
2.2	1877	1848	1820	1791	1762	1734	1705	1676	1648	1619	1591	1562	1533	1505	1476	1447	1419	1390	1361	1333	1304
2.1	1846	1817	1789	1760	1731	1703	1674	1645	1617	1588	1559	1531	1502	1473	1445	1416	1387	1359	1330	1302	1273
2	1815	1786	1757	1729	1700	1671	1643	1614	1586	1557	1528	1500	1471	1442	1414	1385	1356	1328	1299	1270	1242
1.9	1784	1755	1726	1698	1669	1640	1612	1583	1554	1526	1497	1468	1440	1411	1383	1354	1325	1297	1268	1239	1211
1.8	1752	1724	1695	1666	1638	1609	1581	1552	1523	1495	1466	1437	1409	1380	1351	1323	1294	1265	1237	1208	1179
1.7	1721	1693	1664	1635	1607	1578	1549	1521	1492	1463	1435	1406	1378	1349	1320	1292	1263	1234	1206	1177	1148
1.6	1690	1662	1633	1604	1576	1547	1518	1490	1461	1432	1404	1375	1346	1318	1289	1260	1232	1203	1174	1146	1117
1.5	1659	1630	1602	1573	1544	1516	1487	1458	1430	1401	1373	1344	1315	1287	1258	1229	1201	1172	1143	1115	1086
1.4	1628	1599	1571	1542	1513	1485	1456	1427	1399	1370	1341	1313	1284	1255	1227	1198	1169	1141	1112	1084	1055
1.3	1597	1568	1539	1511	1482	1453	1425	1396	1368	1339	1310	1282	1253	1224	1196	1167	1138	1110	1081	1052	1024
1.2	1566	1537	1508	1480	1451	1422	1394	1365	1336	1308	1279	1250	1222	1193	1165	1136	1107	1079	1050	1021	993
1.1	1534	1506	1477	1448	1420	1391	1363	1334	1305	1277	1248	1219	1191	1162	1133	1105	1076	1047	1019	990	961
1	1503	1475	1446	1417	1389	1360	1331	1303	1274	1245	1217	1188	1160	1131	1102	1074	1045	1016	988	959	930

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。