

商品分析

年末金價可能更大幅度調整

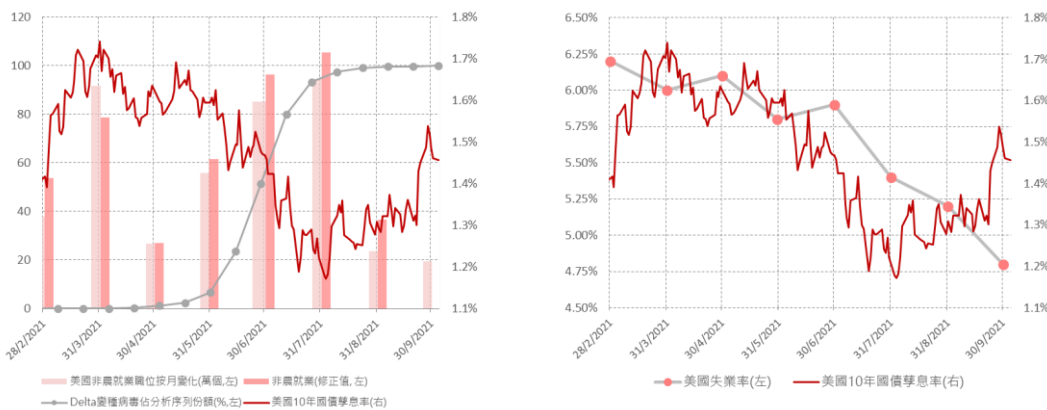
- 第三季美國通脹預期保持平穩，就業先好後惡化，但美聯儲季末暗示收水，金價先升後回。
- 預期第四季就業市場再次改善，聯儲局如期「收水」，通脹緩和。
- 預測美國10年債息繼續上升，10通脹預期回落，年末金價可能更大幅度調整。

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

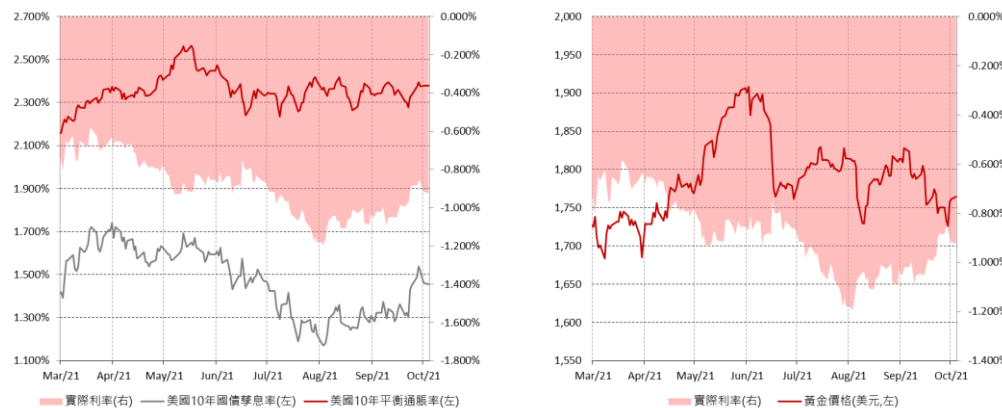
研究部7月曾預期第三季美國就業、通脹情況可能改善，金價仍有較大機會調整。由於美國7、8月通脹確有緩和，第三季10年通脹預期保持平穩，就業市場對債息的影響主導第三季金價走勢。就業數據上，7月非農就業數字亮麗，按月大增105.3萬個，失業率亦由6月5.9%大幅降至5.4%，終止Delta病毒迅速擴散下的債息跌勢，金價一度急跌至1,729美元，但由於民眾卻開始憂慮Delta變種病毒會否突破疫苗保護屏障，而對重投職場卻步，8月非農就業職位按月僅新增36.6萬個，當中休閒及酒店行業僅新增3.8萬，與7月大增41.5萬個職位形成極大對比，債息受制於1.3%附近，金價重回1,800美元之上。直至美聯儲9月21-22日議息會議，暗示11月議息會議可能宣佈「收水」，債息應聲反彈至約1.5%，金價回落，季末報1,757美元，第三季金價輕微調整。

圖一：美國Delta變種病毒佔分析序列、非農就業職位按月變化及10年國債孳息率 圖二：10年國債孳息率及失業率



資料來源：彭博、Our World in Data

圖三：美國10年國債孳息率、通脹預期與實際利率 圖四：黃金價格與實際利率

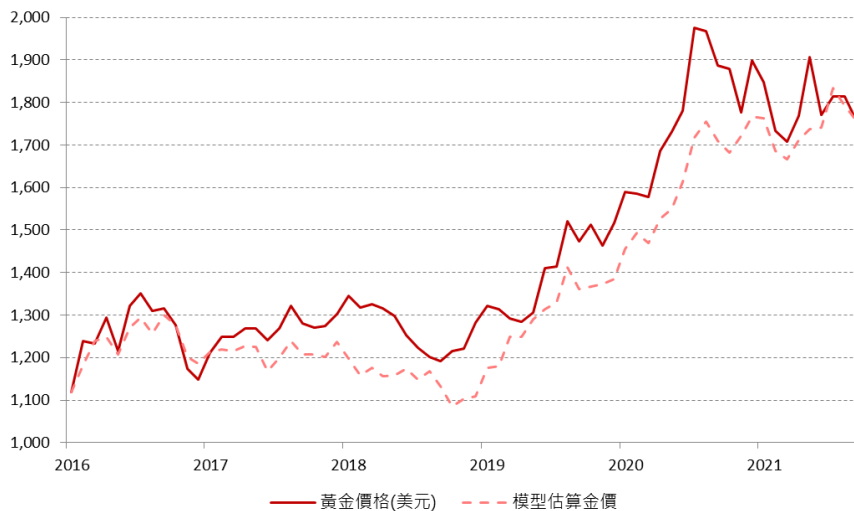


資料來源：彭博

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，加入第三季月度數據更新模型參數。更新後估算數據期內月底金價(圖五)。

圖五：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年年末金價預測

踏入10月，美國9月的就業和通脹數字先後公布，9月新增非農就業進一步跌至19.4萬，大幅差於預期，而按月通脹卻回升至0.4%。市場憂慮美國勞工短缺、供應鏈問題會否惡化，甚至令美國陷入滯脹，帶動10年通脹預期高見2.56%，突破5月高位，金價高見1,800美元。第四季餘下約兩個月，金價主要取決於兩個因素：(1)美國就業市場會否再次改善，確保聯儲局如期在11月縮減買債規模、(2)高通脹情況會否改善。

就業市場方面，雖然9月非農就業整體數字強差人意，但主要歸咎於教育行業。公私營合計，教育就業由8月新增約6.5萬，轉為9月大幅減少16.3萬，相信是新學年全國學校重新開始面授，令不少擔憂疫情的教育工作者卻步，而引起離職潮。但相信這個狀況僅限於新開學月份，而9月有不少行業，例如建築、批發、零售、酒店及休閒等，新增就業都有回升，相信第四季就業數字應比8、9月明顯好轉，能為聯儲局「收水」提供充分理據，帶動債息繼續向上。

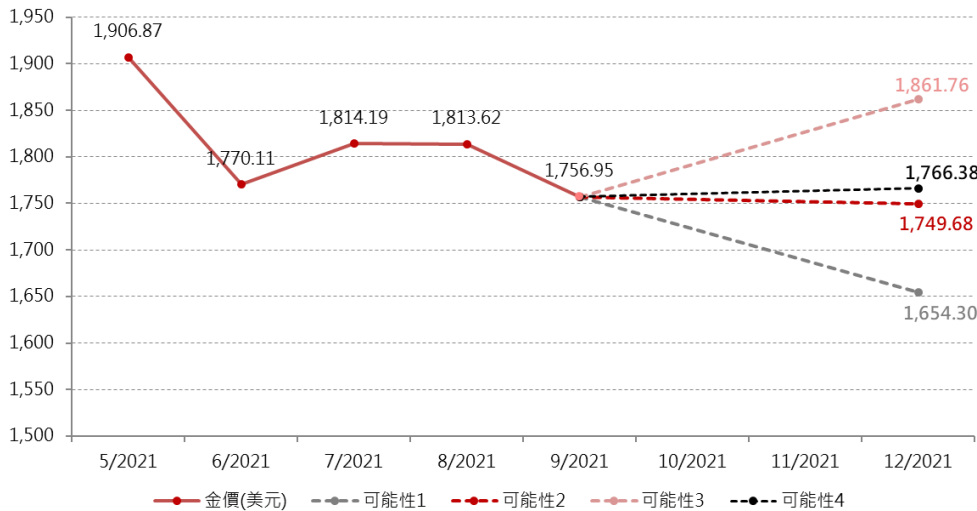
通脹方面，雖然9月能源通脹仍然高企，但相對8月已經稍為回落，反而真正令9月通脹回升的主要原因是食品和住所通脹加劇。雖然食品和住所通脹部份是源於全球原材料的供應鏈問題，在環球疫情未完全消失前，恐怕難以完全解決，但另一方面亦與勞動力短缺，例如建築、運輸等有莫大關係。因此，如果美國就業市場在第四季能夠改善，通脹相信亦會有所緩和，同時，聯儲局的「收水」行動亦有助壓抑通脹，相信10年通脹預期第四季將有較大機會回落。

綜合以上分析，第四季債息和通脹預期發展有以下可能性：

- 可能性1：第四季就業市場再次改善，聯儲局如期「收水」，通脹緩和，令債息繼續上升，通脹預期回落；
- 可能性2：就業市場改善，聯儲局「收水」，但供應鏈問題太嚴重，未能壓抑通脹，令債息繼續上升，但通脹預期高企；
- 可能性3：就業市場繼續惡化，聯儲局取消「收水」決定，債息回落，通脹預期高企；
- 可能性4：就業市場繼續惡化，聯儲局取消「收水」決定，債息回落，但消費需求減弱、原油供應增加等其他原因紓緩高通脹情況，令通脹預期回落。

研究部認為可能性1最有機會發生，對應年末金價1,654.3美元，亦對金價最不利，可能性3對金價最有利，對應1,861.76美元(圖六)。

圖六：按四種可能性預測年末金價水平



資料來源：彭博、中原金融研究部預測

圖七：模型預測平衡通脹率、國債孳息率各種組合下年末金價水平

美國 10 年期國債孳息率

		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	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
美國 10 年期平衡通脹率	3	2241	2213	2185	2157	2129	2101	2073	2045	2017	1989	1961	1933	1905	1877	1849	1821	1793	1765	1737	1709	1681
	2.9	2209	2181	2153	2125	2097	2069	2041	2013	1985	1957	1929	1901	1873	1845	1817	1789	1761	1733	1705	1677	1649
	2.8	2178	2150	2121	2093	2065	2037	2009	1981	1953	1925	1897	1869	1841	1813	1785	1757	1729	1701	1673	1645	1617
	2.7	2146	2118	2090	2062	2034	2006	1978	1950	1922	1894	1866	1838	1809	1781	1753	1725	1697	1669	1641	1613	1585
	2.6	2114	2086	2058	2030	2002	1974	1946	1918	1890	1862	1834	1806	1778	1750	1722	1694	1666	1638	1610	1582	1554
	2.5	2082	2054	2026	1998	1970	1942	1914	1886	1858	1830	1802	1774	1746	1718	1690	1662	1634	1606	1578	1550	1522
	2.4	2050	2022	1994	1966	1938	1910	1882	1854	1826	1798	1770	1742	1714	1686	1658	1630	1602	1574	1546	1518	1490
	2.3	2019	1991	1963	1935	1906	1878	1850	1822	1794	1766	1738	1710	1682	1654	1626	1598	1570	1542	1514	1486	1458
	2.2	1987	1959	1931	1903	1875	1847	1819	1791	1763	1735	1707	1679	1651	1623	1594	1566	1538	1510	1482	1454	1426
	2.1	1955	1927	1899	1871	1843	1815	1787	1759	1731	1703	1675	1647	1619	1591	1563	1535	1507	1479	1451	1423	1395
	2	1923	1895	1867	1839	1811	1783	1755	1727	1699	1671	1643	1615	1587	1559	1531	1503	1475	1447	1419	1391	1363
	1.9	1891	1863	1835	1807	1779	1751	1723	1695	1667	1639	1611	1583	1555	1527	1499	1471	1443	1415	1387	1359	1331
	1.8	1860	1832	1804	1776	1748	1720	1691	1663	1635	1607	1579	1551	1523	1495	1467	1439	1411	1383	1355	1327	1299
	1.7	1828	1800	1772	1744	1716	1688	1660	1632	1604	1576	1548	1520	1492	1464	1436	1408	1379	1351	1323	1295	1267
	1.6	1796	1768	1740	1712	1684	1656	1628	1600	1572	1544	1516	1488	1460	1432	1404	1376	1348	1320	1292	1264	1236
	1.5	1764	1736	1708	1680	1652	1624	1596	1568	1540	1512	1484	1456	1428	1400	1372	1344	1316	1288	1260	1232	1204
	1.4	1732	1704	1676	1648	1620	1592	1564	1536	1508	1480	1452	1424	1396	1368	1340	1312	1284	1256	1228	1200	1172
	1.3	1701	1673	1645	1617	1589	1561	1533	1505	1477	1449	1421	1393	1365	1337	1309	1281	1253	1225	1197	1169	1141
1.2	1669	1641	1613	1585	1557	1529	1501	1473	1445	1417	1389	1361	1333	1305	1277	1249	1221	1193	1165	1137	1109	
1.1	1637	1609	1581	1553	1525	1497	1469	1441	1413	1385	1357	1329	1301	1273	1245	1217	1189	1161	1133	1105	1077	
1	1605	1577	1549	1521	1493	1465	1437	1409	1381	1353	1325	1297	1269	1241	1213	1185	1157	1129	1101	1073	1045	

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。過去的表现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。