◀如果美元貶值策略成為現實，這預示黃金的漲勢將成為確定事件

黃金年內震盪上揚

突發疫情、美元恐慌、經濟下降、情緒極端、投機角逐等一系列事件本應刺激黃金飆升，但金價漲勢並未順風順水，短短一個月時間的振幅跨度達到250美元，這相當於90年代黃金均價。面對這種少有甚至超乎尋常的行情，後市預測挑戰極其嚴峻，其中關聯因素疊加非常事態的複雜令人捉摸不定，前景審慎和深入論證對全局關聯意義重大。

領軍智庫
李 鋼

中國外匯投資研究院
金融分析師

一、黃金供需波動異常

透過觀察黃金供求關係不難發現，黃金超越需求與供給的投資保值與投機套利已經是現實。畢竟全球經濟規模產生的財富效應凸顯在新興市場國家增持黃金的動向。據世界黃金協會數據顯示，目前全球供需較為平衡，但潛在供需異常風險較大。眾所周知，全球黃金資源較少且分散的特點或使得黃金開採和生產彈性較低，不易在短時間大規模增加。而需求層面過去以生產要素為主，如今生產之外的投資保值需求並非是需要，更多為投機行為。雖然黃金價格的高漲會導致金飾商品需求下降，但投資類黃金商品需求卻上升，黃金保值基礎依舊，如金幣、金條，黃金ETF期貨合約。

2019年數據顯示，全球黃金供給與需求均處於緩慢增長態勢，黃金價格處於上漲區間，而2020年全球衛生安全事件擾亂市場預期。雖然中國、澳洲、俄羅斯等國黃金產量並未有所減少，但作為傳統黃金開採國——南非，由於國內政策紊亂與外國直接投資下滑嚴重，加之國內工業電力供應緊缺等問題，致使黃金產量持續下降。由此可見，黃金供給存在縮減跡象。受疫情影響，全球經濟預期下滑使得工業生產停止、需求下降，黃金消費大國中國與印度受制影響較大，金飾商品需求有所降低；但主要經濟體尋求避險，黃金產品交易量已有顯著提升跡象。

從美元黃金定價基礎因素看，避險貨幣與避險商品的此消彼長在當前環境下顯得更為突出，如此劇烈的外匯市場波動勢必攪擾投資邏輯。作為全球主導貨幣，美元是控制全球資產的重要工具，更直接牽動黃金價格走向。美聯儲作為獨立的中央銀行與貨幣政策調節機構，其寬鬆政策最終將與美國政府同步，在全球經濟衰退的隱憂中，「矮子中挑選將軍」的選擇結果非常明顯。我們可以看到的是：2018年至今，美元中期保持相對強勢狀態，與之關聯的非美主要貨幣貶值，主動與被動之間美元貶值宗旨難以生效。從本質上講，美元的升值是與美國政府意願相悖，未來美聯儲操控匯率的意圖清晰可見。因此，美元指數從不到半個月的94–102點的跨越超乎尋常，背後的手法錯亂了黃金與美元之間的邏輯。

黃金關聯因素的另一個動向在於，由於美國通過頁岩油的供給一定程度上控制原油的價格波動，而深受原油價格影響的俄羅斯經濟勢必會受到牽連，為了爭奪全球原油市場的定價權，俄羅斯央行4月起停止增持黃金。故年內美元不確定性是金銀波動不確定性的直接導火索，金銀的供需將有短期大幅波動跡象，未來也將進一步影響金價的波動空間。

二、美國就業風險惡化

受疫情影響，美國將面臨前所未有的就業穩定性挑戰。4月3日非農新增就業人數環比減少70.1萬人，這是2009年3月以來最低水平。美國3月失業率為4.4%，並創2017年8月以來高位。美國勞工部就業數據只是冰山一角，國內疫情持續惡化與特朗普政府「居家隔離」政策發布之後，美國勞動力市場動盪或將是前所未有的。就業數據惡化也預示美國經濟短期內或陷入困境，但就業中期前景尚無定論，這源於美國的失業率統計口徑並非所有整體人口，這或在一定程度上優化了就業數據，前景慘淡擔憂難以消除。目前即使就業數據被美化，但我們仍然看到失業率的大幅增加，且當前美國第一產業與第三產業的就業情況尚不明確，如果未來美國失業率再度大幅上升，則預示美國經濟即將轉入暗淡的經濟周期。美國國會預算辦公室（CBO）4月2日發布的預測顯示，美國二季度失業率或達10%以上，二季度GDP將萎縮7%。

「大蕭條」的形容是否妥當需要論證，作為衡量美國經濟發展潛力的美元及美元資產或將面臨下行風險。更值得注意的是，在全球經濟一體化的形勢下，歐元區的經濟前景更加不容樂觀，美國可以通過「壓迫式」的寬鬆貨幣政策提升經濟增速，但歐元區長期負利率與難寬鬆影響下，市場信心難有改變。黃金作為抵禦經濟下行風險的選擇工具之一，未來不得已拋售黃金或值得關注，畢竟歐洲主要國家的黃金儲備佔比較高。換一個角度來看，美國政府啟動無限量派錢政策，理論上來講，寬鬆的貨幣政策將導致美元貶值加劇，但美元已連續四個月無奈上行，這說明國際市場對美元仍存在巨大需求，如果未來一段時間內美元需求仍不能得到有效補足，黃金存在被拋售置換成美元的風險。

三、金價預期還看美元

自3月初黃金由1700美元關口快速暴跌，3月9日美股暴跌引領全球股市下行，道指收跌20000點下方；避險貨幣——瑞郎快速上行、日圓也隨之短暫拉升。因投資者在股市和能源市場暴跌之際拋售黃金以應付追繳保證金，這刺激了黃金避險需求。3月10日金融市場恐慌情緒有所減弱，國際石油價格大幅回升，同時全球股市也快速反彈，市場風險偏好情緒有所回暖。可以肯定的是，其他投資市場吸收了黃金市場的流動資金，而美股對黃金價格的影響尤為關鍵。由此發人深思——美股大幅下探中的受益者是誰？主動調整還是被動下跌？美國經濟霸主地位能否被撼動？

答案顯而易見，無論是資產價格的調控，還是指引全球利率水平的變化，美國與美聯儲的手段高超，涉及廣泛且影響深遠，反映出美國經濟的抗風險能力較強。美國如何「使用」黃金，如何「擺布」美元均是當前市場的疑問。但黃金高漲的持續是節制美元繼續走高的手段，畢竟全球經濟下滑預期愈發強烈，誰能最終「貶值」以刺激經濟快速復甦值得思考，匯市風險不僅來自主要貨幣匯率的異動，更來自商品市場，尤其是避險商品的價格異變。

綜上所述，在疫情特殊時期，疊加黃金關聯影響最大的美元因素，美元升貶時刻左右着金價的波動節奏。至於年內我們能否看到黃金突破2011年創下的1920美元長期強阻力關口，一方面市場需要關注美聯儲能否有效調節美元匯率，如果美元貶值策略成為現實，這預示黃金的漲勢將成為確定事件。另一方面市場更需要繼續關注下方1450美元中短期強支撐的韌性，如果美國及市場投資認可1450為年內能接受的下限極值，預計未來的三個季度，黃金或將呈現震盪上漲的走勢。以上兩方面的考量均顯示黃金高漲的趨勢明朗，但階段震盪因事態、事件或突發、極端或難以預料。

現貨金價走勢

警惕疫情引致風險共振

實話世經
程 實

工銀國際首席經濟學家、董事總經理

「單絲不成線，獨木不成林。」面對疫情的直接衝擊和次生風險，2月中旬至今，各主要經濟體加速出台政策應對，全球新一輪降息潮和財政擴張潮已同步啟動。在3月26日的G20峰會上，主要經濟體領導人對於集體戰疫做出了積極承諾，包括啟動超過5萬億美元的財政刺激，加強合作提供保障醫療，努力化解供應鏈中斷風險等。筆者認為，全球性的政策協同是應對公共衛生危機和經濟衰退風險組合的關鍵，主要經濟體政策制定者應通過有效的防控舉措避免疫情二次爆發，同時警惕「實體—金融—實體」形成自我強化的危機傳導閉環。

集體戰疫成為必然之選。從過去兩個多月的疫情演化可以明顯看出，在空間上，全球並不存在疫情孤島，在時間上，一旦沒有及時干預不同經濟體也只有感染時差之別。一方面，隨着中國經濟規模的擴大（相對體量增長了超過三倍），僅在中國出現疫情時對於全球經濟的拖累與2003年的SARS就不可同日而語。另一方面，當前海外疫情發展，也超出了特定區域孤立公共衛生危機的範疇，在不可避免的全球衰退面前，覆巢之下沒有完卵。

3月26日，在G20峰會上，主要經濟體領導人對於集體戰疫做出了積極承諾，其中關鍵的舉措之一就是啟動超過5萬億美元的財政刺激。自2014年歐債危機度過尖峰以來，歐元區、美國、中國、日本（G4）歷年的整體經濟增速均高於其他經濟體，是全球經濟名副其實的主動輪，其消費、投資、政策走向在過去十年也是驅動全球經濟周期的關鍵因素。從3月以來G4經濟體的主要政策舉措看，美、日和歐洲主要國家的財政刺激力度均超過GDP的10%，而中國也在政治局會議之後，明確了財政發力的重要信號。

政策協同力度有待加強。其一，防疫政策與經濟金融政策的主次配合。回顧歷史，「大蕭條」、「大衰退」等危機源於經濟金融自身矛盾。與之不同，當前經濟金融振盪的根源在於全球性公共衛生危機，是近代經濟史上的首次。經濟金融政策只能暫時「治標」，疫情防控和社會救助政策才能「治本」。因此，雖然當前市場目光聚焦於大類資產波動，但只有將疫情防控放在首位，才能加速推動經濟金融回歸平穩軌道。其二，多國家、多類型政策的協同發力。當前，跨資產、跨市場、跨行業的風險傳導成為常態，疫情、經濟、金融的風險共振正在形成。因此，單一部門（例如，美聯儲）的政策孤進難有成效，亟需美、中、歐、日等主要經濟體行動的配合，貨幣、財政、社會救助等不同工具的配合，以及短期風險紓解和長期治理改革的配合。

全力防範二次爆發

風險共振隱憂猶存，警惕「實體—金融」惡性循環。2月以來，隨着疫情在全球範圍內的蔓延，國際金融市場一系列堪稱「史詩級」的巨震頻繁出現，引發高度恐慌。其中，美、歐、亞太等主要股指年內累計下挫一度接近或超過30%，引發了罕見的全球市場快速回調。尤其是3月以來，疫情影響加劇與地緣政治風險形成共振，恐慌指數（VIX）一度攀升至85以上，接近2008年全球金融危機時期的歷史高位，美國30年期國債收益率一度跌破0.8%，創下歷史新低。在此期間，美元指數劇烈震盪，並在流動性風險的驅動下十天內從約94躥升至103，原油等大宗商品價格接連遭遇重挫，傳統的避險資產黃金也曾出現單日超過3%的跌幅。

應該警惕的是，隨着新冠疫情繼續演化，金融領域伴生風險已經兑現，時空疊加可能造成多市場風險共振。比如，受到疫情蔓延和大宗商品暴跌的衝擊，相關的高收益債市場出現利差急劇攀升的現象，由此開啟的金融風險與實體疲弱自我強化，疊加非金融風險的持續期延展，將增加實體企業部門的違約風險，從而形成「實體—金融—實體」自我強化的危機傳導閉環。

為應對疫情可能引致的風險共振，筆者認為，一方面主要經濟體政策制定者應通過有效的防控舉措避免疫情二次爆發，為金融市場留出修復調整的機會，另一方面如何避免全球性金融風險仍是主要金融當局2020年的重大使命。

▲主要經濟體政策制定者應通過有效的防控舉措避免疫情二次爆發，為金融市場留出修復調整的機會

全球放水 物業保值

樓市智庫
陳永傑

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

新冠肺炎衝擊全球，不僅造成各地鎖國封關閉城此起彼落，地球村亦被迫全部「斬件」變了孤城，各國經濟遭到重創。各國除了減息降準等措施之外，美國、德國及日本均大舉量化寬鬆，美國聯儲局更實施無限量寬措施，利淡美元。經歷2008年金融海嘯之後的量寬，愈來愈多人明白擁有實物資產的重要性，住屋物業及黃金繼續受追捧，以防資金貶值。

疫情肆虐，國際貨幣基金組織（IMF）總裁格奧爾基耶娃表示，疫情將導致今年全球經濟陷入衰退，程度或比2008年金融危險引發的衰退更嚴重。

事實上，近月許多國家均已採取大幅減息降準措施迎戰疫症，但投資市場並不受落，全球股市大幅下挫，導致許多主要股市步入熊市區域。美國股市三大指數持續波動，上落動輒以千點計。

美國總統特朗普3月27日簽署了由參眾兩院通過的2.2萬億美元的刺激經濟法案，是美國史上最大單一救援方案，將會有大量資金流入市場。特朗普指這份救援方案，可向美國家庭、工人及企業提供緊急需要的援助。根據法案，每名單身成年人可獲發放1200美元，夫婦就獲得2400美元，每名小孩可獲500美元。

量寬減息 貨幣貶值

撲滅疫症並非一時三刻能夠成功，很多行業都將近彈盡糧絕難再撐下去，各國政府用量寬紓緩銀根甚至直接提供資金，令中小微企業可以維持運作不致倒閉，實行用金錢換取時間保持經濟動力。

量寬及減息的動作，會造成資金貶值的攤薄效應，經過2008年金融海嘯，大家知道購買資產可達至保本增值，股票、物業及黃金是熱門投資工具。物業及黃金更是限量供應，又有實用功能，是很好投資工具。

各國大舉量寬，黃金又重新振作，迅速衝上1600美元之上。本港一二手樓市大致平穩，加上重見超低息按揭，住屋吸引力再增。