

投資全方位

一點靈犀

今年金價漲幅一度超過60%，但在突破4300美元關口後又遭遇連續回調。大起大落的走勢似乎都缺乏預兆，黃金展示出不少風險資產的特徵。也因此，我們需要重新為金價設立坐標系。

李靈修

作為投資標的來說，不產生利息是黃金的最大屬性。也因此，沃倫·巴菲特（Warren Buffett）長期反對將黃金納入資產配置選擇，並認為其本質是一種非生產性的投機品。

對於普通投資者來講，持有黃金的機會成本就是失去利息收入，所以金價價格與美債利率存在明顯的對應關係，即美債利率下降或市場風險上升時，金價往往走勢向好，這是由黃金的金融屬性與避險屬性所決定的。

### 估值邏輯發生轉變

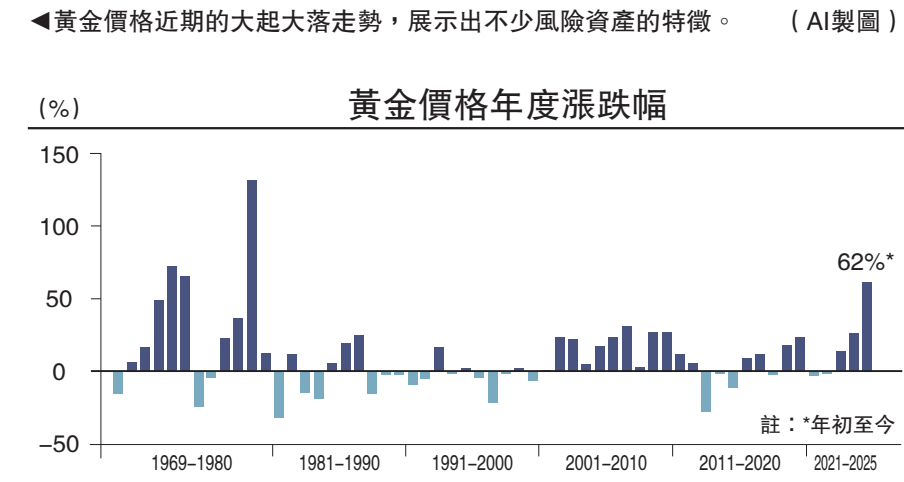
但上述定價邏輯在2022年被打破，該年2月美國凍結了俄羅斯約3000億美元的海外資產，部分用於向烏克蘭提供戰

# 投資者重新「校準」金價坐標



爭貸款。此舉被看作是美元信用的變相違約，各國政府意識到貨幣武器化的風險攀升，急需推進外儲多元化，「雞蛋不能放在同一個籃子裏」。

自此開始，全球央行大幅增加黃金淨買入量。2021年央行購金規模僅為463.1噸，2022年（1078噸）、2023年（1037噸）、2024年（1045噸）連續3年的淨買入量則超過千噸水平。這亦為美國地緣影響力下降、聯邦財赤失控、貨幣



流失的現實寫照。

在此背景下，避險屬性超越了金融屬性，成為黃金定價的主要因素。2022年3月，美聯儲開啟激進加息周期，但在美債下跌，美元走強的同時，金價漲勢並沒有停止。黃金與美元出現了二次脫鉤。事實上，當「去美元化」在國際社會中形成共識後，不止是黃金，一切具有供給稀缺性的貴金屬都在漲價。

短期來看，美國幣策轉向也為金價

上漲提供了助力。8、9月份歐美黃金現貨ETF的資金流入大幅走高，反映資金正在加注聯儲降息超預期的可能。10月14日，美聯儲主席鮑威爾在全美商業經濟協會（NABE）年會上還表達出對就業下行風險的擔憂，並計劃在準備金水平略高於「充足」標準時停止縮表，引發市場無限聯想。

看多黃金的理由明確，但如何把握行情節奏至關重要，筆者提兩點思考：

心水股	紫金礦業（02899）	金沙中國（01928）	中芯國際（00981）
-----	-------------	-------------	-------------

## 銅價持續上升 紫金礦業勢受惠

近期銅價走勢備受市場關注，預計升勢未止，主因全球礦產供應持續受限，自由港印尼礦山事故導致減產規模超預期；美元貶值風險與美國套利行為共同構成支撐；以及明年周期性需求預計將顯著增強。技術面顯示，銅價若出現回調將吸引長期投資者逢低布局，形成有力支撐。

與此同時，「十五五」規劃的推進顯著提振大宗商品市場情緒。全會公報中明確強調加快高水平科技自立自強，引領發展新質生產力，這一政策導向為基礎原材料領域帶來實質性



利好。在宏觀層面，聯儲局已開啟降息周期，市場預期年內還將有兩次降息，配合美國「大而美」法案帶來的財政發力，全球流動性環境趨向寬鬆。業內分析指出，2026年全球銅供需格局將轉向緊平衡，這為銅價中長期上行奠定堅實基礎。

紫金礦業（02899）在此市場環境下展現卓越經營能力。2025年第三季度財報顯示，公司單季營收達864.89億元（人民幣，下同），同比增長8.14%，歸母淨利潤145.72億元，大幅增長57.14%。前三季度累計營收2542億元，增長10.33%，淨利潤378.64億元，增幅達55.45%。更值得關注的是盈利能力持續提升，加權平均淨資產收益率升至25.45%，經營活動現金流淨額521.07億元，同比增長44.31%，現金創造能力突出。

### 金礦產能提升 有利穩業績

產能方面，公司前三季度礦產銅產量83萬噸，同比增長5.1%，雖然

受到剛果金卡莫阿—卡庫拉銅礦淹井事件影響，但巨龍銅礦二期工程進展順利，預計2025年底具備大規模生產條件，投產後將新增15萬至20萬噸銅產能。黃金業務同樣表現亮眼，前三季度礦產金產量65噸，同比增長20%，金精礦與金錠毛利率分別達55.8%和72.8%，成為業績重要穩定器。公司通過全球化戰略布局，業務覆蓋銅、金、鋰等多種礦產，有效分散單一金屬價格波動風險。近期對RG Gold Mine、Raygorodok金礦等項目的收購進一步強化資源儲備。在新能源轉型背景下，公司戰略性切入鋰資源領域，為未來增長預留空間。

紫金礦業憑藉其資源優勢、運營效率與戰略眼光，在行業景氣周期中處於有利位置。投資者應重點關注銅價走勢、項目投產進度與成本控制成效。建議可逢回調時分批布局，把握資源類資產的長期投資機會。

（作者為香港股票分析師協會主席，證監會持牌人士，並無持有上述股份）

## 收入指引超預期 金沙中國上望24.2元

高盛發表研究報告指，金沙中國（01928）第三季業績穩健，反映今年初EBITDA（除息、稅、折舊及攤銷前利潤）及市場份額下滑的趨勢已逆轉。期內EBITDA錄6.01億美元，符合該行市場預期；總收入按季升7%。即使第三季的推廣支出按季增加11%，佔博彩總收入的比例提高至22.2%，但經調整EBITDA利潤率仍較次季略升至31.5%。而市場份額亦按季提升1.1個百分點至23.8%。

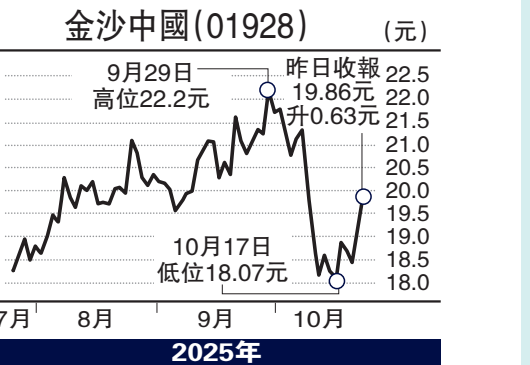
該行又提到，相比起前一兩季，管理層的態度變得更有信心，並透露自今年中起，連續幾個月的博彩總收入佔比均有提升。管理層期望澳門門

年博彩總收入可達330億至340億美元，略高於該行預期。雖然未有提供確實時間表，但管理層重申目標將物業EBITDA推至接近27至28億美元水平；該行假設明年集團市場份額為24.5%，即物業EBITDA及集團整體EBITDA可分別達26.5億美元及24.8億美元。

高盛把金沙中國目標價由23.6元上調至24.2元，維持「買入」評級。該行認為，近期股價回調是買入的好時機，而且估值具吸引力，預期潛在末期息增長可推動股份重新評級。

### 市佔率提升至23.7%

此外，中金亦發表報告，維持金



## 金價9周連升斷纜 短線料震盪整固

本周黃金在多重地緣與政策消息影響下劇烈波動，繼上周創下歷史高位4379美元後，本周出現明顯回調，最低一度跌破4010美元，周四（23日）於避險需求回升帶動下重回4100美元上方，周五（24日）亞洲盤報4117美元，整體由急漲轉為高位整理格局。

基本面方面，市場焦點轉向美國貿易與地緣風險交錯的複雜局勢。特朗普簽署行政令，對中重型卡車加徵25%關稅，但同時軟化對中國與烏克蘭政策立場，並取消與普京的會晤，令貿易與地緣局勢再度反覆。

中東局勢方面，以哈停火協議多次遭破壞，胡塞武裝與哈瑪斯相繼發出警告，令市場避險情緒維持高位。俄烏方面，美歐推出第19輪制裁措施，普京回應制裁影響有限，整體地緣緊張未見緩和。

此外，美國信貸市場風險與政府停擺僵局仍未解決，進一步削弱市場信心。聯儲官員近期多次釋出鴿派信號，市場預期年底前仍可能降息兩次，政策環境整體偏向寬鬆。

數據面上，美國剛公布9月CPI（消費物價指數），核心通脹率為3%，略低於市場預期。此前製造業與就業數據顯示放緩跡象，美參議院第12次否決撥款法案使政府停擺進入新階段，進一步加深市場對經濟放緩的憂

慮。美元指數本周一度回升至104上方，但隨着市場重新押注降息，最終回落至103.3附近，美債收益率同步下滑，支撐黃金跌勢暫緩。

### 4000美元為重要支持位

技術面上，黃金自4379美元高位急挫後跌勢放緩，目前企穩於4100美元上方。日線圖顯示，MACD紅柱轉綠後縮短，RSI自超買區回落至55附近，顯示短線修正後動能逐步穩定。下方支撐關注4080與4030美元，若跌破恐再測試4000整數關口；上方阻力位於4170與4220美元，若能突破，將有望重新挑戰4300美元。4小時圖顯示，平均線開始收斂，短期或維持區間震盪整理。

綜合分析，黃金在經歷連續9周上漲後出現技術性修正，整體多頭結構未被破壞。避險需求與降息預期仍構成核心支撐，但短線漲勢過快令高位波動加劇。

預計短線金價將於4030至4220美元區間震盪整固，若美國CPI數據不及預期或地緣緊張再度升溫，金價有望重新走強挑戰4300美元；反之，若美元反彈或聯儲言論轉向保守，金價或回測4000美元支撐。操作上建議高拋低吸為主，關注4100美元關口得失及美國通脹數據的指導方向。

（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk）

## 國策逐步發力 A股挑戰4000點關

昨日上證指數在市場一片樂觀的情緒推動下又創出這輪的新高3950點，距離本欄目的目標4000點也就一步之遙。

本人預計在本周末到下周初，國內外市場全面對最新的四中全會政策導向有進一步正面的演繹之後，買進的量能會在下周進一步的放大，向上推升指數的動能進一步加強，完成既定的目標也就很輕鬆了。

本人在上周低位買進的貨，基本上都能全部獲利，但現階段也不用着急拋出套利，因為相信下周對政策較深度的分析之後，個別題材的股票會有機會再升一波，而且我選擇的基本上都是相對優質又有潛力的股票，相信能迎合最新的國家政策和資金的偏好，所以很有機會在下周相關題材爆發的時候能做出一個成功的潛伏。

至於港股，還是一如我強調的弱於A股，現在恒生指數勉強站於26000點之上，指數雖有進展，但下邊似乎沒有足夠的量能往上托舉，而昨日的行情也充分地表現了現在的升勢

不是普漲，只是莊家們托住某些熱門及大價的股票，以維持秩序而已。因此，我對港股就投入相對較輕的注碼，快出快入，湊湊熱鬧，也算是輕微增倉一點點吧。

其實外圍的政經氣氛還蠻緊張的，未來10天，中國、歐洲、美國將進行多個不同的談判，無論貿易、軍事或地緣都充滿未知的變化。

### 美匯或呈明顯波動

現時美匯指數已經重回99之上，美元兌日圓馬上就見到153，而英鎊兌美元則會跌穿1.33。縱然說美元霸權已經出現了鬆動，但是在西方世界來看，在西方國家橫向的比爛之後，他們無奈的最終選擇還只有美元，所以我看美元不會一下子就崩塌的，反而可以作為一個對西方金融的另類風險指標。

總之，我會預計美匯指數很有機會衝破100，那麼相對應各大資本價格，就會出現很明顯的波動，故此，大家就要注重相關的風控了。

（微博：有容載道）