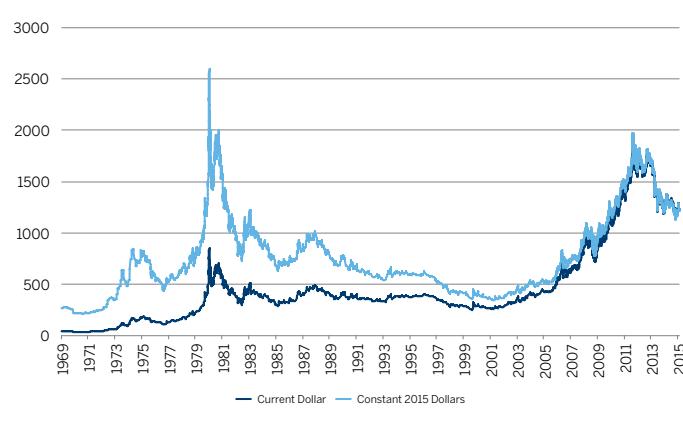


左右金銀價格漲跌的五個因素！

此報告中所有示例均為對各種情況的虛擬解釋，僅作說明之用。此報告中的觀點僅反映作者的看法，未必是芝商所或其關聯機構的看法。此報告及其中所載資訊不應視為投資建議或實際市場經驗的結果。

金銀價格自2011年高位大幅回落。銀價最高曾達近每盎司50美元，目前交易價格低於20美元。金價最高衝至大約每盎司1,900美元，目前價格接近1,200美元。兩種金屬的交易價格不僅遠低於峰值，亦低於1980年的風險調整高位（圖1和圖2）。其漲跌幅度由此可見一斑。

圖 1. 按目前美元和2015年定值美元計值的金價



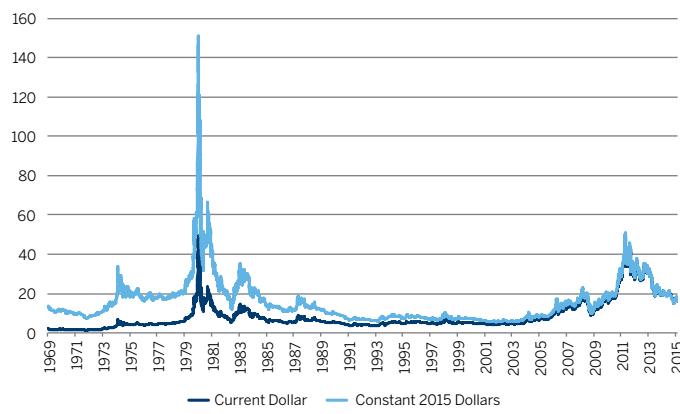
Source: Bloomberg Professional (WBCV, ED1 and ER1)

金銀價格下跌至少有五個因素：

- 1) 美國經濟穩定復甦，有助於聯儲局終止量化寬鬆，開始考慮提高利率，最快可能在6月份施行。
- 2) 歐洲央行(ECB)承諾在萬不得已時買入意大利、西班牙及其他面臨財政困難的歐元區國家的債務，成功遏制歐債危機（但至少希臘除外），使歐洲內部的價差顯著縮小。
- 3) 作為全球商品（包括金銀）交易的首選貨幣，美元(USD)對其他貨幣大幅升值。
- 4) 許多其他商品的美元價格均已下跌，包括工業金屬、原油、天然氣和農產品。
- 5) 中東危機目前暫未蔓延至波斯灣地區最大的產油國。

下文根據這些可能左右市場回報率的因素，分析金銀價格走勢。

圖 2 按目前美元和2015年定值美元計值的銀價



Source: Bloomberg Professional (XAG and CPI INDX)

美國貨幣政策

自2009年以來，聯儲局的政策利率（聯邦基金利率）一直低於核心通脹率，這種情況異乎尋常。這在以往並不多見（圖3）。

- 1) 1969-1970年：下調利率以遏制輕度衰退。尼克森政府此後試圖控制工資和物價，以遏制通脹。
- 2) 1974-1977年：聯儲局誤判形勢，以為第一次石油危機引起的通脹只是暫時現象。這導致通脹率在1977-1980年飈升，後以大幅上調利率和深度衰退為代價而得到抑制。
- 3) 在1992-1993年和2001-2004年經濟從衰退中恢復期間，利率略呈負數，不過時間較短。

圖 3: 聯邦基金利率、核心通脹率與實際聯邦基金利率

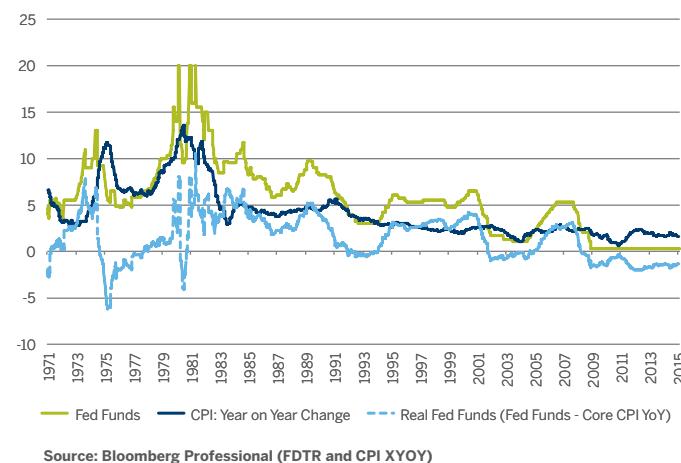
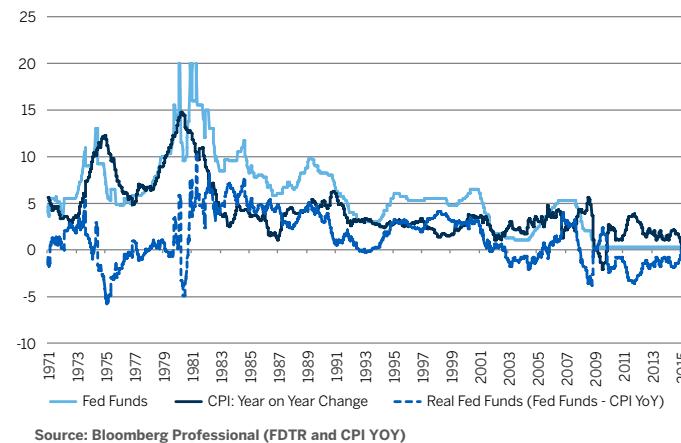


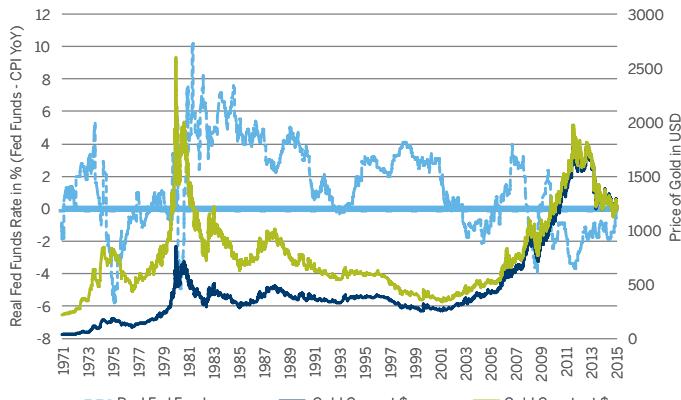
圖 4: 聯邦基金利率、通脹率與實際聯邦基金利率



Source: Bloomberg Professional (FDTR and CPI YOY)

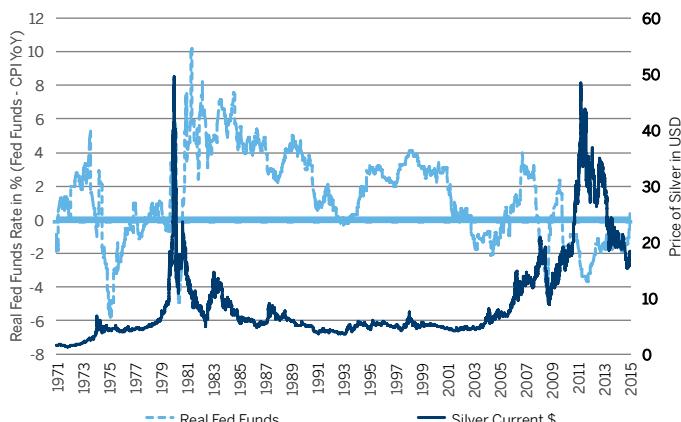
當聯儲局聯邦基金利率低於整體通脹率時，金銀價格往往暴漲（圖5和圖6）：

Figure 5: 實際聯邦基金利率和金價



Source: Bloomberg Professional (FDTR and CPI YOY, XAU and CPI INDX)

Figure 6: 實際聯邦基金利率和銀價



Source: Bloomberg Professional (FDTR and CPI YOY, XAG)

這種趨勢似乎會一直持續下去，直至市場開始預期聯儲局會大幅上調利率或收緊政策為止（例如終止量化寬鬆）。

我們認為聯儲局或出於各種原因在2015年開始收緊政策：

- 1) 1) 勞動市場強勁復甦，平均小時工資年比增長2.0%，平均工作小時數增長0.6%。這導致平均盈餘增長2.6%，在通脹率居低的情況下，2015年2月的成就與2014年2月相比實屬難得。
- 2) 從2014年2月到2015年2月，勞動人數增長2.4%。這使總勞動收入增至5.0%（勞動人數增長2.4%，平均工資增長2.6%）。這應當會帶動消費支出強勁增長。
- 3) 聯儲局認為近日能源引起的通脹率下降是暫時現象。
- 4) 其他經濟領域似乎表現強勁，其中公司盈利接近歷史高位，住宅市場繼續緩慢復甦。

因此，如果聯儲局在今年6月上調利率，亦是情理中事。從聯邦基金期貨的表現來看，9月份會大幅上調利率，2016年1月會再次上調，並且利率上調有可能提前施行。

如果聯儲局果如預期上調利率，則會對金銀價格造成壓力。因此，我們不排除金價跌破每盎司1,000美元至三位數，銀價跌破每盎司10美元的可能性。

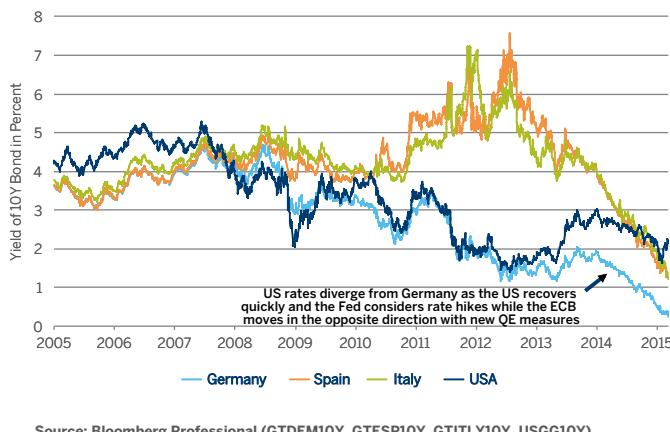
不過，這種預測也有風險。只要公司盈利持續上升，股票市場就會按照合理的估值進行交易。但如果公司盈利在2015年開始下降，股票市場很有可能出現自2011年以來的第一次重大調整。兩任聯儲局前主席葛林斯班(Alan Greenspan)和伯南克(Ben Bernanke)都以在股市低迷時下調利率（或逐步增加量化寬鬆）著稱，稱為葛林斯班賣權和伯南克賣權。現任聯儲局主席葉倫(Janet Yellen)是否會採取同樣的對策？沒人知道答案，但很難想象她和聯邦公開市場委員會(FOMC)會兵行險著，在股市深跌之際大幅上調利率，加劇市場波動。因此，如果股票市場出現調整，迫使聯儲局延遲上調利率，則金銀價格至少暫時還有上升空間。

作為基本預判，我們認為美國貨幣政策在2015年對貴金屬帶來的下行風險高於上行潛力，但如果聯儲局出於任何原因推遲利率上調，則對金銀是利好消息。

歐洲

黃金以美元計價，故對聯儲局貨幣政策變化的反應更為強烈，而對其他國家央行的動作的反應較為遲緩，不過美元並非一家獨大。在大西洋彼岸，歐洲央行棄卒保車，承諾在萬不得已時買入意大利、西班牙及其他面臨財政困難的歐元區國家的債務，似已收到成效。有該承諾墊底，加上歐洲央行宣布採取大規模量化寬鬆計劃，導致德國債券收益率接近為零，而意大利和西班牙收益率跌至美國國庫券收益率以下（圖7）。

圖 7: 意大利和西班牙債券收益率低於美國！



歐元區緊張局面緩和，對金銀整體不利。歐元區暫無解體之虞，想在通脹上升和充滿變數的時期藉黃金保值的買家恐要失望。

對貴金屬投資者而言，利好消息是平息歐洲利率市場的措施或已臨近尾聲。簡而言之，利率或許不會進一步深跌。德國債券收益率已經是負數，低於曲線上的六年點，而BBB+級意大利債券和BBB級西班牙債券的收益率低於美國AAA（綜合）級債券。一旦歐洲央行開始實施買入計劃，利率可能會小幅回升。這對金銀價格未必有幫助，但幾乎可以肯定的是，過去幾年為了平息歐洲局勢而採取的對策不會再對多頭金銀持有者構成威脅。

希臘是例外情況。其債券收益率仍高於9%，並且希望仍有可能在今年下半年或2016年退出歐元區貨幣聯盟，稱為希臘退歐。即便如此，希臘退歐的影響無關大局，歐洲大部分私營部門均已構築防禦希臘風險的屏障，而希臘在歐元區經濟中所佔比例不足2%。

基本預判：我們認為今後歐元區的動作對金銀沒有影響。

圖 8: 美國債券收益率高於意大利，評級更高

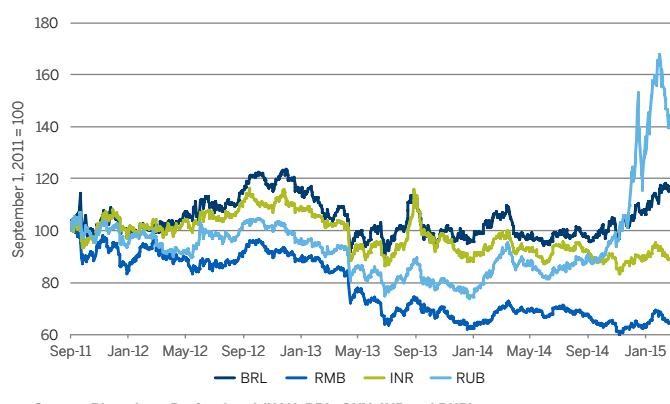


美元

美元去年對大多數其他貨幣大幅升值，原因如下：

- 1) 從各種指標來看，美國經濟正在好轉。
- 2) 經濟好轉使聯儲局可以結束量化寬鬆，促使銀行認真考慮在2015年大幅上調利率。
- 3) 貨幣政策的方向與許多其他國家和地區相反，包括歐元區，歐洲央行開始實施量化寬鬆計劃。這些國家還包括：日本，日本央行繼續實施量寬鬆政策；以及澳洲和加拿大，這兩個國家的央行已經下調利率。
- 4) 商品價格暴跌，帶動眾多新興市場貨幣紛紛貶值。

美元是否會延續目前的升值趨勢難以逆料。但是，如果美元繼續升值，或許會對美元金價造成壓力，但使用其他貨幣計價的買家則未必會有壓力（圖9和圖10）。

圖 9: 以已開發國家貨幣計值的金價**圖 10: 以新興市場貨幣計值的金價**

美元金價自2011年9月的高位暴跌，以英鎊(GDP)和人民幣(RMB)等相對堅挺的貨幣計價的金價也是如此，但以日圓(JPY)或俄羅斯盧布(RUB)等相對疲軟的貨幣計價的金價則別有天地(圖9和圖10)。

這對金銀價格是把雙刃劍。一方面，從印度、日本或俄羅斯買家的立場來看，以其本國貨幣計價的黃金可以保值，值得購買。另一方面也有弊端，因為購買黃金的價格上漲，其將來買入更多黃金的能力和願望可能受到限制。

總體而言，美元或許尚有反彈空間，如果美元繼續升值，對金價並非好消息。不過，如果其他國家經濟出現令人驚喜的增長，或者美國經濟遇挫，則可能導致美元貶值，推高貴金屬的價格。

其他商品

我們的基本判斷認為，原油價格短期內不太可能回升到每桶100美元，最有可能出現的情況是油價在2015年剩餘時間，甚至到2016年和2017年都會維持較大的波動範圍，或許在每桶30美元至70美元之間。無論是負債累累的私營公司，還是代表政府利益的國有公司，都不太可能削減目前的產量，因為這會造成營收損失。

從目前來看，沙烏地阿拉伯似無意削減產量。對沙烏地阿拉伯而言，油價下跌有一石多鳥之效。油價下跌會導致美國和其他國家對水力壓裂技術的投資減少，在今後幾年推動油價上升，而對目前的產量基本沒有影響。油價下跌還會打擊與沙烏地阿拉伯關係緊張的伊朗和俄羅斯，並限制伊斯蘭國軍事集團的收入。

銅和鋁之類的工業金屬價格也會大幅下跌。這似乎與中國增長放緩有關。我們認為這種情況在2015年不會改觀，事實上我們預期中國增長速度繼續放緩。

食品價格走勢最難預測，因為宏觀經濟狀況對其影響不大，並且受天氣等其他因素約束。

地緣政治

如果商品價格暴跌引起政治動盪，特別是在主要產油國，則可能帶動金銀價格上漲。否則，我們認為其他商品價格在2015年和2016年可能繼續下跌，並且可能對貴金屬價格造成壓力。

(請參閱我們的文章《油價暴跌：幾家歡喜幾家愁》、《油價下跌對地緣政治和經濟的影響》)

總體而言，我們認為2015年金銀價格的下行風險高於上行風險。

即便如此，我們認為下面這些重要的上行風險值得關注：

- 1) 美國股市調整或美國經濟減速，迫使聯儲局推遲大幅上調利率，或者在極端情況下採取進一步寬鬆措施。
- 2) 地緣政治動盪，特別是中東或其他重要產油國的動盪。
- 3) 美元貶值。
- 4) 歐元區存亡問題再起波瀾。

亞洲地區免責聲明

期貨與掉期交易具有虧損的風險，因此並不適於所有投資者。期貨和掉期均為杠桿投資，由於只需要具備某合約市值壹定百分比的資金就可進行交易，所以損失可能會超出最初為某壹期貨和掉期頭寸而存入的金額。因此，交易者只能使用其有能力承受損失風險但又不會影響其生活方式的資金來進行該等投資。由於無法保證這些資金在每筆交易中都能獲利，所以該等資金中僅有壹部分可投入某筆交易。

本資料中所含信息與任何資料不得被視作在任何司法管轄區買入或賣出金融工具、提供金融建議、創建交易平臺、促進或吸收存款、或提供任何其它金融產品或任何類型金融服務的要約或邀請。本資料中所含信息僅供參考，並非為了提供建議，且不應被解釋為建議。本資料並未考慮到您的目標、財務狀況或需要。您根據本資料採取行動前，應當獲得適當的專業建議。

本資料中所含信息均如實提供，不含任何類型的擔保，無論是明示或暗示。芝商所對任何錯誤或遺漏概不承擔責任。額外聲明——資料裏有外部網站的鏈接：【本資料也可能會包含或涉及到未經芝商所或其管理人員、員工或代理設計、驗證或測試的信息。芝商所不對該等信息承擔任何責任，也不認可其信息的準確性或完整性。芝商所對該等信息或向您提供的超級鏈接並不擔保不會侵犯到第三方權利。如果本[資料類型]含有外部網站的鏈接，芝商所並不對任何第三方或其提供的服務及/或產品予以認可、推薦、同意、保證或推介。】

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的註冊商標。地球標誌、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc. (“CME”) 的註冊商標。CBOT是Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (“CBOT”) 的註冊商標。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc. (“NYMEX”) 的註冊商標。此商標未經所有者書面批准不得修改、複製、儲存在可檢索系統里、傳遞、複印、發佈或以其它方式使用。

額外免責事項——資料裏提及到非CME商標：

【Dow Jones是道瓊斯公司的註冊商標。所有其它註冊商標為其各自所有者的產權。】

額外免責事項——資料裏提及到CME規則：

【所有關於規則與細節之事項均遵循正式的CME、CBOT和NYMEX規則，並可被其替代。在所有涉及合約規格的情況裏，均應參考當前的規則。】

CME、CBOT及NYMEX均分別在新加坡註冊為註冊的認可市場運營商以及在香港特區註冊為認可的自動化交易服務提供者。除上述內容之外，本資料所含信息並不構成提供任何境外金融工具市場的直接渠道，或《金融工具與交易法》（1948年第25條法律，修訂案）界定之境外金融工具市場交易的清算服務。CME歐洲交易所股份有限公司註冊及受權的服務並不蓋以任何形式在亞洲任何管轄區內（包括香港、新加坡及日本）提供金融服務。芝商所實體在中華人民共和國或台灣概無註冊，獲得許可或聲稱提供任何種類的金融服務。本資料在韓國及澳大利亞境內根據《金融投資服務與資本市場法》第9條第5款及相關規則、《2001年企業法》（澳洲聯邦）及相關規則的規定，將發佈受眾僅限於“職業投資者”；其發行應受到相應限制。

2015年CME Group©和芝商所版權所有，保留所有權利。