

金價漲勢能否維持？



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。

金價自2015年12月中旬之最低位至今年2月中旬已上漲近20%，此後小幅回落。本次上漲包括2月11日急升每盎司59美元至1年以來的最高收盤價。金價大漲之下，需要思考此次上漲的推動力是什麼，能否維持漲勢？

金價在12月17日觸底並非隨機事件，當日為聯儲局自2006年以來首次加息之後。加息於黃金投資者而言不利，因為黃金乃為不支付利息的保值產品。

圖1：影響價格的加息預期不再（2016年2月12日）。



於聯儲局加息時，聯邦公開市場委員會（FOMC）表示未來12個月將考慮加息4次。市場從未相信聯儲局有能力按照如此緊湊步伐收緊，其中聯邦基金期貨於12月17日的價格中僅反映2016年或有兩次加息，而2017年亦為兩次。此後，預期出現重大變化：由於油價大跌、股市走低、以及信用市場波動，聯邦基金期貨於2月11日的價

格反映聯儲局甚至不排除降息可能。市場預期在2018年之前不會存在第二輪政策緊縮（圖1）。同時，在回應歐洲央行、瑞典央行、瑞士央行及日本央行的行動時，聯儲局主席耶倫（Janet Yellen）表示，聯儲局不排除可能效仿其它國家央行正實施之負利率政策。

從每日基準來看，從2015年1月1日至2015年12月16日，黃金與聯邦基金期貨利率每日變化的相關性為-0.30（100減去價格），如圖2所示。自聯儲局12月16日加息以來，相關性甚至更強，達-0.57（圖3）。當聯邦利率加息預期上升時，金價一般會下跌；而當聯邦利率加息預期減少，金價趨向於上漲。我們認為聯儲局不會對聯邦基金採納負利率目標，因為此舉將損害銀行盈利，但即使美國對負利率略加考慮，亦將大舉推升金價。

圖2：2015年1月1日至2015年12月16日。

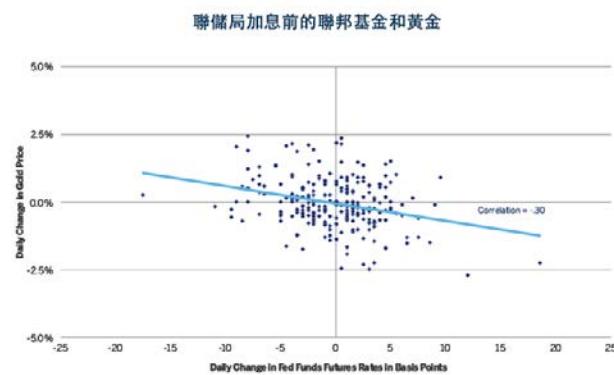
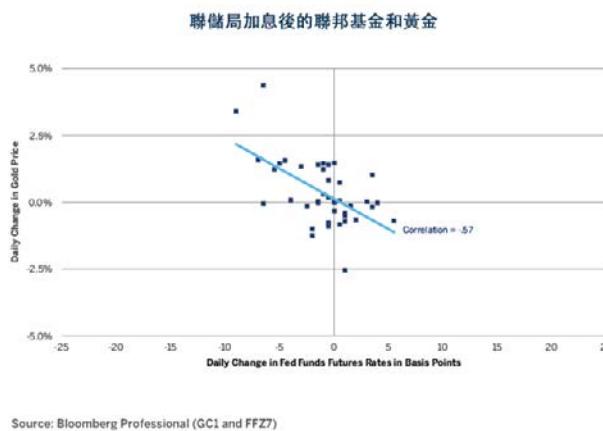


圖3:2015年12月17日至2016年2月12日。



因此，金價上漲的主要推動力似乎為美國進一步加息的預期減弱，以及美國可能對負利率的考量，即使採取負利率的概率極低。而雖然未來聯儲局或極為緩慢收緊於黃金投資者有利，但另一方面，預期變化推動之漲勢已大致完成。基本上，影響價格的加息預期所剩無幾，除非市場的確認為聯儲局將扭轉方向並撤回最近之加息舉措，但可能性極微，故金價上漲或失去一個主要的支撐來源。

我們認為，聯儲局不會奢望撤銷最近加息舉措，除非美國就業市場出現重大及持續惡化，而該情況並未發生。就業增長仍保持在每年2%左右，同時平均時薪按年上漲2.5%。扣除平均工時數小幅下降的影響，今年截至1月份的總勞動收入已增長4.1%（圖4）。此外，通脹依然較低，勞動收入實際增長超過3%，應為消費支出及持續的經濟增長提供支撐。

圖4：



金價上漲在某種程度上於黃金投資者不利，至少對於計劃長期持有黃金的投資者如此，因將刺激更多金礦開採產量。除對短期美國加息預期變化高度敏感外，金價亦顯示出對採礦產量之長期強烈敏感性（圖5）。於2014年，黃金開採的總成本低於1000美元/盎司，而現金流成本低於700美元（圖6）。

圖5：採礦產量增加一般會拖累金價。

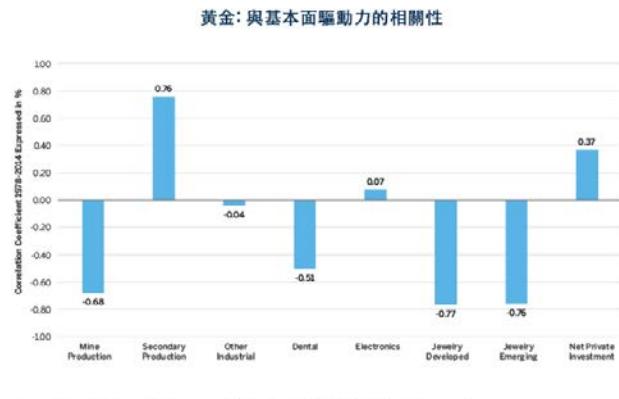
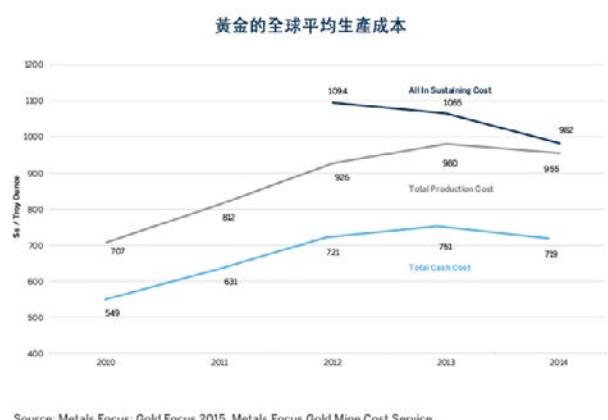


圖6：金價接近1250美元/盎司時維持金礦的運營仍獲利豐厚。



此外，無論以總維持成本亦或現金成本計，黃金生產成本自2014年底以來已顯著減少。推動成本走低的三個因素或為：

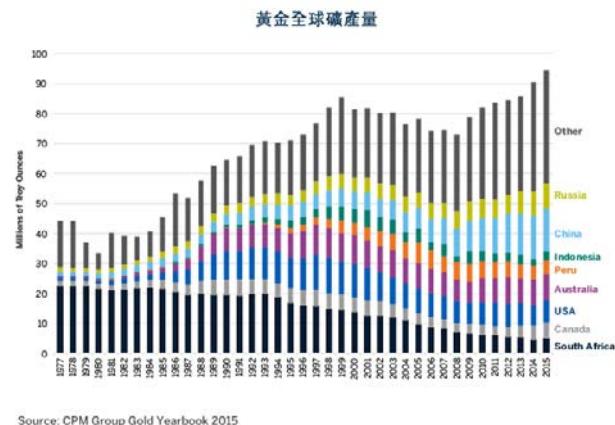
- 1) 能源價格下降：採礦及精煉黃金屬於高度能源密集型作業，石油、天然氣及煤炭價格下跌將降低經營成本（圖7）。
- 2) 效率提升：從2002到2014年，礦業公司主要專注於擴張產量。現時，其注意力轉移至透過削減成本，從現有產量中擠出更多價值。
- 3) 非美元貨幣貶值：多數黃金生產工人並非以美元計薪（圖8），而俄羅斯盧布、南非蘭特、以及加元及澳元紛紛貶值，亦應降低按美元計價之勞動力成本。這將降低採礦成本（約一半按照本地貨幣計價）。如果中國允許人民幣像其它多個貨幣一樣對美元貶值，成本恐進一步下降。

圖7: 黃金對石油



Source: Bloomberg Professional (GOLDS and USCRWTIC)

圖8: 以美元計薪的工人所生產的黃金占比極小



Source: CPM Group Gold Yearbook 2015

總之，利率市場已經消化幾乎全部的聯儲局加息預期，或在短期內抑制金價上漲，另一方面，金價上漲將促使礦業公司增加供應，從而進一步限制長期漲勢。對中國增長放緩之憂慮始終存在，同時商品價格大跌導致的金融不穩定性可能繼續刺激黃金買入。不過我們對此表示懷疑。借鑒歷史，黃金一直主要為成功的通脹對沖產品。但現時全世界主要的擔憂似乎恰恰相反：通脹將持續處於過低水平甚至繼續下滑。至目前為止，聯儲局以及其它一些央行如英國央行、日本央行、歐洲央行、瑞士央行及瑞典央行，儘管採取了一輪接輪量寬舉措以及年復一年的低利率，某些情況下甚至實施負利率，但在提振通脹方面幾乎未有太多成效。不過，雖然市場按照聯儲局實施負利率的強烈預期進行定價概率極小，一旦發生金價將會繼續上漲。

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為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。

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 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。

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。

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和NYMEX均分別在新加坡註冊為註冊的認可Recognized Market Operator(市場運營商)以及在香港特區註冊為認可的Automated Trading Services(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，或日本《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 Europe Limited並未在亞洲任何國家或管轄區內註冊或被受權提供任何形式的金融服務。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。

©2016年CME Group和芝商所版權所有，保留所有權利。