



經濟觀察家



世經明察

到了2019年年底，投資者開始思考2020年的大類資產配置。在黃金價格已經顯著上漲的背景下，自然而然地，投資者將會思考2020年黃金價格走勢是會延續2019年的價格走勢呢，還是會掉頭向下？

平安證券首席經濟學家 張明



►分析預計，明年黃金價格難以延續2019年的上漲態勢

中新社

# 明年黃金走勢探究 大升大跌均不實際

在2019年年初，筆者曾經旗幟鮮明地提出2019年美元指數不會走弱、但黃金價格有望顯著上漲的判斷。2018年年底至2019年12月2日，美元指數由96.07微升至97.86，倫敦金屬交易所黃金現貨價格由每盎司1282美元上漲至1461美元，上漲了14.2%。如果仔細觀察黃金價格在2019年的走勢，不難看出可以分為三個階段：從2019年年初至2019年5月底，黃金價格基本上處於橫盤整理階段；從2019年6月初至2019年9月初，黃金價格快速上漲，在這一階段漲幅超過了20%；從2019年9月初至今，黃金價格震盪回落，跌幅超過5%。

2020年黃金價格走勢會怎麼樣？要回答這一問題，我們首先需要建立一個黃金價格走勢的分析框架，然後運用這個框架來解釋為何2019年黃金價格能夠顯著上漲，最後再分析導致黃金價格上漲的舊因素能否持續、新因素是否會產生，這樣才能夠對2020年的黃金價格走勢做一個大致客觀的預測。

## 通脹因素影響有限

筆者在2013年發表的一篇相關學術論文中，曾經提出過一個解釋黃金價格運動的分析框架。簡言之，這個分析框架認為，特定變量與黃金價格存在顯著相關性，且這個變量自身運動趨勢的可預測性較強的主要變量包括：美國通貨膨脹率、美國實際利率、美元匯率，以及金價與美國CPI的比率。

在最近幾年，儘管美國失業率已經降至過去幾十年歷史最低水平，但無論美國名義通脹率還是核心通脹率，都處於非常穩定的水平。因此，通脹率變化不是最近幾年黃金價格變動的重要驅動因素。

如配圖一所示，2019年全球黃金價格走勢與美國10年期國債收益率走勢呈現出驚人的負相關。2019年美國10年期國債收益率走勢也可以分為弱勢盤整（2019年年初至2019年5月初）、急速下行（2019年5月初至2019年9月初）、震盪中溫和回升（2019年9月初至今）這三個階段。不難看出，10年期國債收益率走勢的三階段恰好與黃金價格走勢的三階段一一對應。因此我們可以說，2019年黃金價格大漲的最重要原因是美國長期利率下行。

如配圖二所示，2019年全球黃金價格走勢與美元指數走勢的相關程度並不高。雖然按照邏輯而言，當美元指數上升時，以美元計價的黃金價格走勢會下降，反之亦然，但從現實來看，在2019年6月底至9月初，發生了黃金價格與美元指數雙雙強勁上漲的局面。這說明，在2019年，美元指數不是導致黃金價格上漲的主要驅動因素。

黃金作為一種避險資產，具有在不確定性加劇的環境中保值增值的特點。因此，當全球不確定性顯著上升時，黃金價格也可能因此上漲。這也是為何我們在2019年年初看多黃金的原因之一，斯時，中美經貿摩擦愈演愈烈、中東地緣政治衝突顯著上升、英國脫歐進程撲朔迷離。事實上，在2019年5月至8月，全球經濟政策不確定性指數顯著上升，這引領了黃金價格在這一階段的大幅上漲。因此，在2019年，不確定性加劇也是導致黃金價格上漲的重要驅動因素。

## 後年行情重拾漲勢

綜上所述，在2019年導致黃金價格大幅上漲的主要因素有二：一是美國10年期國債收益率的顯著下滑；二是全球經濟政策不確定性的明顯加劇。那麼，黃金價格在2020年的走勢，也取決

於我們對美國長期利率、全球經濟政策不確定性與美元匯率走勢的基本判斷。

筆者對2020年上述關鍵變量走勢的基本判斷如下：

首先，在2020年，美國10年期國債收益率的下行空間明顯不如2019年。在2019年年初，美國10年期國債收益率高達2.8%，而目前僅為1.8%左右。2020年美國經濟增速有望溫和回落，但可能仍在2.0%上下，因此10年期國債收益率較難突破1.5%左右的歷史最低水平。這意味着2020年10年期美債收益率下行區間難以超過30個基點；

其次，在2020年，全球經濟政策不確定性有望適度緩解。在美國大選年份臨近，筆者認為特朗普與中國達成第一階段經貿協議，暫時緩和中美衝突，集中力量處理國內問題的概率更高；

第三，在2020年，美元指數表現不及2019年，將會轉為溫和回落，但跌破90的概率不大，在91至96範圍內波動的可能性更高。

因此，筆者認為，2020年黃金價格難以延續2019年的上漲態勢。但是考慮到上述關鍵變量走勢，黃金價格大幅下跌的概率也不高，更可能呈現出水平大幅震盪的態勢。而到2021年，隨着美國經濟增速與美元指數出現更大幅度的回落，黃金價格可能重拾漲勢。

圖1:2019年黃金價格與美國10年期國債收益率走勢

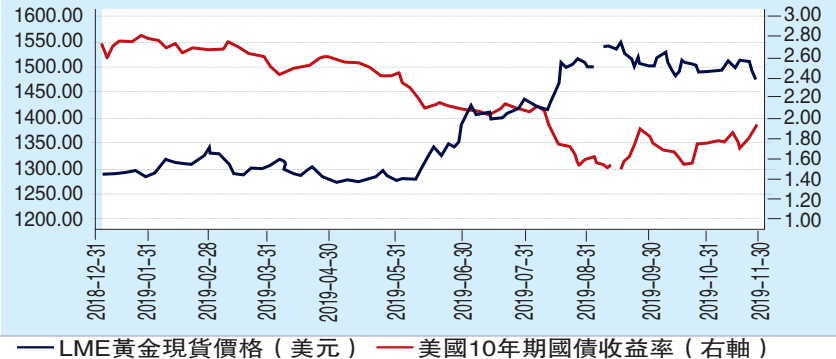
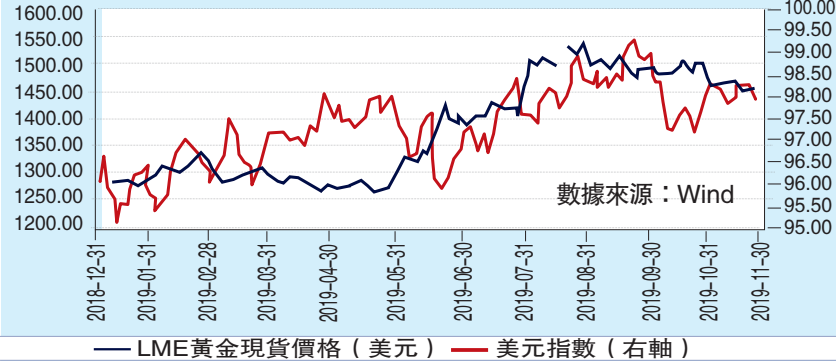


圖2:2019年黃金價格與美元指數走勢



## 經濟增速下行無懸念

西南證券首席策略分析師 朱斌



斌眼觀市

當前市場的調整，更多地是由博弈因素導致。一個因素是年末基金考核，一個是經濟的脈衝式反彈，這兩個因素對市場造成了干擾，但市場的長期邏輯仍然處在核心資產這邊。對於投資者而言，堅定主線，是更好的選擇。

當前核心資產的調整有很強的博弈因素。

其一是機構年末業績考核的因素。上證報報道，「今年北上深三地均有基金公司將2019年的業績考核提前到11月」，這是11月份核心資產出現顯著震盪的重要原因。一些機構為了提前鎖定業績，選擇了降低倉位，淨賣出一些核心資產。而其他機構雖然考核期較晚，但陷於「囚徒困境」也選擇拋售，這對核心資產價格形成一定衝擊。從最近兩周各個指數的走勢可以看得非常清楚。

其二是投資者對於經濟復甦的博弈。當前經濟部分前瞻指標顯示出經濟短期有企穩跡象，比如11月份PMI（製造業採購經理指數）走勢出現反彈，達到50.2，是七個月以來首次重回榮枯線以上，11月份PPI同比降幅也會較10月份收窄。同時，原先在經濟相關板塊上，機構很少布局，因為9月份以來，市場逐步形成了「經濟長期下行，抱團核心資產」的一致預期。在鋼鐵、煤炭、房地產等行業上，機構資金極少布局，這就給了市場游資形成預期差，並介入的機會。從過去兩周各個板塊的漲跌幅也可以看到，原先核心資產集中的上證50、滬深300等，跌幅顯著高於代表性更廣泛的中證500指數。

但實際上，當前經濟數據雖然有一定反彈，但這種反彈並不可持續。市場期待的對於經濟的刺激，很可能已經體現並將要體現在這幾個月的經濟數據中了。未來經濟仍然是具有較

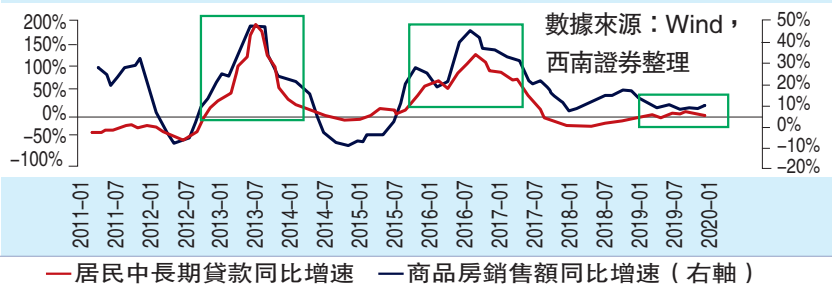
大下行壓力的。一旦刺激推出，下行態勢就會顯露，如8月份以來商品房銷售增速在上升，這使得部分投資者認為房地產市場並不差，但實際上居民的中長期貸款增速卻在6月份創出高點後掉頭回落，這顯示房地產銷售的回暖是不可持續的。而在出口方面，中國出口增速與新興經濟體增速相關度更高，目前兩者都呈現下行態勢。考慮到三季度宏觀槓桿率進一步提升，刺激政策可能已經起了效果。

## 核心資產調整僅為短期

此外筆者之前重申過的壓制經濟增長的諸多中長期因素也依然存在。比較重要的包括槓桿率不斷提升、人口老齡化加速、技術進步放緩等。當前中國整體的槓桿率為250%，自從2008年四萬億大刺激以來就呈現逐年提升的狀況。甚至是在國家去槓桿力度最大的2018年，中國經濟的槓桿率，也僅僅是持平，並沒有出現顯著下行。而到了2019年，隨着信貸放鬆的刺激，槓桿率又進一步提升。從人口來看，中國的勞動年齡人口在2011年達到峰值9.25億後，已經連續七年下降。中國的總人口也很有可能將在2020年首次出現負增長：2020年新生兒數量將低於死亡人口數。此外，考慮到此前移動互聯網如此之大的技術進步紅利，依然沒有擋住經濟增速破8的趨勢，因此儘管未來5G將要大規模推廣應用，其對經濟增長的推動作用也不應被高估。綜合來看，中長期經濟增速下行並無太大懸念。

在這樣的大背景下，我們將當前核心資產的調整看作是一種短期的擾動。那些具有自身成長空間、具備長期增長邏輯的領域，以及那些已經出現業績增速向上拐點的行業，仍然在未來較長時期成為主流資金配置的方向。具體而言，消費品中的醫藥、行業拐點出現的電子、傳媒，以及與房地產竣工邏輯相關的家居、家電等行業，值得投資者堅定持有。

中長期貸款增速與商品房銷售增速出現背離



## 樓市突破有待農曆年

美聯物業住宅部行政總裁布少明



主樓布陣

踏入本年最後一個月，往往是發展商積極推盤的關頭，冀趁年結前「食尾期」。但「人同此心，心同此理」，不少發展商都有類似想法，眼見陸續有發展商已經在聖誕前「搶閘」開盤，又或者開盤在即，相信將出現不少更具吸引力的優惠條件，或者靈活的付款辦法去吸納客源，最終得益的永遠是買家，有實際置業需要又「供得掂」的買家不妨考慮及早上車。

最近樓價由高位回落，租金水平未能獨善其身。事實上，傳統租市淡季來臨；今年來港租樓的內地生減少；新樓紛紛入伙令放租盤供應驟增；加上經濟前景陰霾密布，或有新一波裁員潮或經濟衰退危機，租客難免變得審慎，租金走勢受壓屬預期之內。

據差估署最新資料公布，10月份租金指數報194.5點，按月跌近1.7%，屬於2016年2月以來最大單月跌幅，並連跌兩個月。綜觀今年首十個月，租金指數僅微升，全年更有機會錄得負增長。

向來有市場人士認為，租金升降的走勢往往確切地反映實際住屋需求，租金持續下滑，連帶租金回報也會受拖累而下跌，買樓收租價值亦會降

低，是否意味樓市後市將「愈跌愈有」？當然未必。

## 租金走勢反映滯後

根據經驗而言，通常樓價下跌後，租金走勢在其後會「跟風」，某程度上有着一種「先後關係」。即樓價在數個月之前開始在高位蟄蹇，租金亦在數個月後的今天跟風下滑，所以租金走勢屬相對「滯後」的數據，未必反映樓市最新情況。不能否認，樓價短期或有可能進一步波動，但長遠而言，筆者傾向「讓數據說話」。

據美聯物業房地產數據及研究中心綜合地政總署資料顯示，11月累積待批預售樓花單位錄7475套，按月續跌近7%，連跌兩個月，創自2017年8月後的二十七個月新低。另外，差估署公布資料，今年首十個月私樓落成量約1.2176萬伙，只達原先預測的目標近60%，大有可能不達標。

其實樓市長遠供不應求是人所共知，有海量數據可以佐證，以上只屬信手拈來。故此本人認為，樓市短期走勢雖波動，但長遠穩中向好才是正常情況。鑒於明年1月底已是農曆新年，根據過往傳統，樓市通常會在農曆新年左右出現小陽春，至於今年會否「歷史重演」？一切還看中美貿易戰的進程、本地局勢發展以及經濟前景走向而定。