

# 黃金上漲成謎 業界各說各話

【一點靈犀】面對黃金價格的節節攀升，全球分析師都顯得力不從心。美聯儲降息預期升溫時，就說黃金的「抗通脹」邏輯；但美息遲遲沒有下調，又講黃金的「防風險」功能。惟金價任爾東西南北風，一路上漲未做停留。誰又能給出一個合理的解釋呢？

李靈修

2020年7月，金價站上1900美元一線，彼時筆者撰文《黃金的黃金時代》看好後市，主要邏輯是「過剩資金追逐有限資產」。但其後美國暴力收水，美元持續走強，金價仍舊狂飆不止。昨日現貨黃金盤中突破2400美元，續創歷史新高。

## 傳統理由難以解釋

眼下市場給出的看漲理由，大多似是而非、解釋力欠奉：

一說，全球去美元化。若美元走弱，確有助於提升黃金市價，但現在美元哪有被「拋棄」的跡象？反而是在聯儲降息一再推遲的背景下，非美貨幣潰不成軍。短期來看，美元作為全球儲備貨

幣的地位不可動搖，美元資產從安全性、流動性、收益性等多個層面考察，依然是全球最穩健的投資標的。

二說，地緣政治風險。回顧歷史，黑天鵝事件屬實會刺激國際金價的上升，反映出全球資本的避險需求。不過，近期地緣政治沒有新增風險點：俄烏衝突、哈以衝突雖未結束，但早已陷入「沉寂」；美國總統大選民調焦灼，惟最終誰上台都不能算是「意外」。而VIX恐慌指數，現時維持在近4年來低位水平。

三說，央行購金風潮。2022年，歐美對俄羅斯實施金融制裁後，全球黃金購買量開始顯著上升。但從金價表現上看，該年黃金價格整體下跌，說明各國



央行購金未對價格起到支撐作用。而從統計數據來看（見配圖），今年央行購金規模也沒有出現大幅增長。

說到底，美國如今的「高利率+高通脹」組合實在是太奇特了，使得過去通行的金價上漲理由都失效了。實際利率堅守高位，美匯指數維持強勢，美債和黃金ETF規模都在下跌，只有現貨金價漲勢難止。

這一切背後的重要原因，很可能是

美國中性利率的上移。所謂中性利率，是指既不刺激也不抑制經濟增長的利率。這是一個理論上的利率，現實中很難測出準確值，但又是貨幣政策制定的重要考量。如果央行設定的政策利率低於中性利率，貨幣政策就是寬鬆的；反之，則是過緊的。

近來學界有一種觀點認為，隨着人工智能革命及經濟動能提高，美國的中性利率出現了抬升。這也意味着，雖然



▲金價維持強勢，連創新高。

聯儲基金利率高達5.5厘，但實際利率與自然利率的差值是在縮小的，即宏觀政策環境仍然偏鬆，美聯儲存在加息不足的問題。

## 二輪加息風險升溫

上述理論在大宗商品領域也得到了印證。今年以來，幾乎所有美元計價的大類資產都在漲價，其中既然包括黃金、石油，也涵蓋白銀等有色金屬。如果這種趨勢延續下去，美國甚至要面臨二輪加息的風險。

## 心水股

小米集團 (01810) 中海油 (00883) 中國銀行 (03988)

# 淡友發難 恒指支持位16500點

## 頭牌手記

沈金 港股昨日出現震盪下行的走勢，恒指低開低走，17000點關再告失守，還直線向下，挫逾300點之後仍無反彈，以最低位收市，報16721點，跌373點或2.18%，成交額因拋售轉趨而增至1062億元，較上日多75億元。

淡友空前活躍，沽空率亦上升，似乎是向好友叫板，要作「背水一戰」了。好友的取態平靜，未有與淡友作激烈爭持，而是任由淡友「表演」。因參差走勢之故，個別股份已出現近期低位，表現弱於指數。

重災區是內房、保險、汽車、金融等板塊。萬科(02202)跌7%、龍湖(00960)跌8.6%、富力地產(02777)跌5.7%、越秀地產(00123)跌6.1%、世茂(00813)跌5.9%等等，都令人神

傷。碧桂園(02007)於一周前停牌，至今未復牌，可能影響對內房重整的信心，昨日終於「爆雷」。

保險股是另一災區。友邦保險(01299)的50元關失守，直插至48.6元的52周新低，跌5.8%。友邦有隻牛證，收回價為47元，淡友似乎劍指此牛證，持有者要小心了。內險股中，中國平安(02318)表現失色，收30.65元，跌5.7%。

## 小米新車熱銷 股價逆市升

科技股大多隨市跟跌。阿里巴巴(09988)跌3.4%、百度(09888)跌3.2%算是較差的了。而逆流而上的是小米(01810)，創出5日新高，收16.5元，升2.6%。小米董事長雷軍大談其生產的新電單車，據稱新車頗受女士歡迎，買家很可能有一半是女性。另

外大行報告說小米的一款新車4月出貨量首周已達1100輛，還有已簽訂5萬多張「不可退訂」的訂單，所得的結論是：市場反應比預期佳，相信這就是小米逆市上升的原因。

比較之下，高息的内銀股仍較穩定。中國銀行(03988)是近期被「北水」吸納較多的股份，昨日收市後發公告，指中央匯金投資公司不時增持中行A股，截至4月10日止，增持3.3億股，佔總股數0.11%，中行H股昨收3.27元，跌1.5%，跌幅較恒指小。

現時恒指又回到上周五的指數水平，即本周的「突破」全部泡湯，表現講不上好。下周料仍要受淡友衝擊的考驗。第一個支持是16500點，而16200至16300點是關鍵水位，一定要守住。若淡友仍要硬攻，則好友必然應戰。4月股市去向，下周當有分曉。

# 油價持續高企 中海油值吸

## 經紀愛股

鄧聲興

近期國際油價持續上漲，倫敦布蘭特期油站穩每桶90美元樓上，比今年3月份均價高出10美元。油價上升主要受多方因素影響，包括地緣政治衝突、OPEC+為追求平衡財政預算持續減產，供給端持續收縮等，相信原油供需平衡格局或持續。

中國海洋石油(00883)作為全球領先的海上石油開發商，推進產能建設再提速，推廣應用「新優快」鑽完井和工程建設標準化，推動老油田精細挖潛，保障在產油氣田穩產增產。2023年，公司油氣產量創5年新高，實現油氣淨產量約6.78億桶當量，超額完成年初設定的6.5億至6.6億桶當量的產量目標，按年增長8.7%。

中海油連續多年快速增長，推動油氣產量上新台階，據規劃，2024至2026年集團油氣淨產量目標將進一步達7億至7.2億桶、7.8億至8億桶、8.1億至8.3億桶油當量，按中樞計增速分別為4.72%、11.27%、3.80%。在油價維持高位下，產量穩中有升，保障集團長期成長。

## 派息比率不低於40%

集團油氣資源規模大，產量增長能力行業領先。截至2023年末，淨證實儲量約67.8億桶油當量；儲量替代率達180%，近7年儲量壽命維持在10年以上，儲量基礎進一步夯實。年內，集團

多個新項目成功投產，全年在建項目超過40個，重點項目開發建設進展順利。

展望2024年，全球經濟有望保持弱增長，中國經濟長期向好的基本趨勢不變。中海油將堅持油氣增儲上產，預計資本支出1250億至1350億元（人民幣，下同），助推增儲上產再上新台階。目前集團已有多個新項目將在2024年投產，高成长性值得期待。

與此同時，集團持續維持高股息，股東投資回報率高。2023年公司現金分紅總額為539.34億元，公司股利支付率為44%。集團早前通過股東回報計劃，明確指出2022至2024年全年股息支付率預計將不低於40%；全年股息絕對值預計不低於0.7港元。在經濟進入低增長低通脹新態勢的當下，投資者不妨關注。

（作者為意博資本亞洲有限公司管理合夥人，證監會持牌人士，並無持有上述股份）



# 地緣風險升溫 金價上望2500美元

## 金日點評

彭博

本周黃金強勢續創歷史新高，昨日曾升穿2400美元大關。隨着巴以的休戰談判不理想，中東帶來的避險情緒再次升溫，有助金價繼續破紀錄。

先回望上周五，由於超預期的非農數據打壓了市場對美聯儲的減息預期，美國3月非農就業人數增加30.3萬人，遠超預期；失業率降至3.8%，低於預期。數據公布後，美國利率期貨顯示美聯儲2024年將減息兩次，6月減息機會率降至近50%，首次減息日期從7月推遲至9月，但仍無法阻止市場對黃金的追捧和強勁勢頭。

美國3月消費者物價指數(CPI)升3.5%創半年新高，高於預期的3.4%；核心CPI連續3個月高於預期，3月錄得3.8%。曾令市場押注美聯儲6月減息的

機會率為18%，全年減息幅度僅剩0.41厘，少於兩次。

其後生產物價指數(PPI)重振市場減息押注，美國3月PPI年率錄得2.1%，為2023年4月以來新高。數據公布後，7月減息的可能性稍微增加，且地緣政治關切也增添避險需求，現貨金突破2395美元。

## 美減息時點或推遲

筆者認為，通脹趨向2%的道路預計將出現進一步波動，通脹明顯尚未達到美聯儲目標。無疑今年減息是合適，但時機取決於即將到來的數據，今年或需要推遲或減少減息頻率。

技術分析方面，黃金強勢衝高，其中一指標MACD雙線仍在金叉運行當中，暗示仍有進一步走高的機會，甚至直指2500美元，需要繼續留意上

升趨勢2354美元水平附近支撐力道。

相反賣家應留意金價再度一輪衝高後，如以失敗告終，目前整體有頭肩頂形態雛形出現，暗示後市或將保持疲態於2360美元防守，下方支撐位重點觀察較遠的2318美元附近。

（作者為彭博環球創富學院創辦人@ppgpahk）



# 友邦四原因下跌 未宜撈底

## 毛語倫比

毛君豪

友邦保險(01299)有四大原因導致股價持續下跌，但目前未宜撈底。先分析友邦去年的業績，大致符合市場預期。投資者將重點放在新業務價值利潤率、新業務價值增長及股份回購計劃上。受疫後更高的醫療索賠影響，集團稅後營運溢利62.13億美元，按年增33%至40.34億美元，符合預期；整體新業務價值利潤率較2022年減4.4個百分點至52.6%，由超過60%一直下滑至近5年低位，主要是由於友邦的產品組合轉向了長期儲蓄及內地銀行保險貢獻增加所致。此外，友邦曾於2022年推行為期3年的100億美元股份回購計劃，但投資者對今次友邦未有宣布新一批股份回購計劃感到失望。

環球高利率環境相信將在今年大部分時間持續，因此儲蓄產品帶動的業務增長將成為友邦今年新業務價值的主要驅動力。香港、泰國和內地市場成為主力，但香港及內地新業務價值利潤率在

下跌。在2023年固定匯率下，友邦實現年化新保費收入按年增加45%至76.5億美元，創歷史新高。

內地客戶群需求旺盛，香港市場貢獻最大，其新業務價值約一半來自於內地客戶，去年香港新業務價值按年急升82%至14.3億美元，但新業務價值利潤率較2022年同期下滑12個百分點至57.5%。內地市場為第二大市場，去年新業務價值按年升20%至10.37億美元，但新業務價值利潤率較2022年同期下滑18.2個百分點至51.3%。

## 新業務價值利潤率恐受壓

雖然友邦已在內地10個省市取得牌照並加速內地業務增長，但近年內地經濟復甦遜預期、市場擔心新業務價值利潤率一直下跌會影響友邦稅後經營利潤表現、持續高息環境會影響友邦長期債券價格表現，以及集團沒有公布新一輪回購計劃這四大原因，導致股價形成一浪低於一浪的走勢，由2023年1月初92元，反覆下跌至失守50元，加上現時友邦市賬率仍高達1.87倍，相比同行平均約0.4倍仍高出一大截，故此筆者不建議買入撈底。

（作者為富途證券高級策略師，證監會持牌人士，並無持有上述股份）

# 美股如期殺跌 有序買人民幣

## 政經才情

容道

上期本欄及時向大家拉了警報，說美股馬上要迎來一次急速殺跌。果不其然，本周中段美股連挫3天，周四低見38197點，如果從4月初高位計，道指已累跌近1800點，我之買入的沽空盤已可以開始收割。

考慮到美股基本上只靠幾隻大藍籌支撐，其他中小型個股基本上普跌。美國的資本市場最近不佳，風向由是否馬上減息變成可能加息，到全球地區衝突或會升級至全面戰爭等風險，各路投資者對後市漸趨悲觀，而且最近有不少西方媒體開始有意無意地渲染三戰似是迫在眉睫，使市場上

的風險指數溢價大升。股票市場是最討厭不確定性的，所以大家開始避險，最簡單是沽出股票，同時買入黃金和美元也是部分大資金的手段。

筆者過往1個月不停地說千萬不要沽空黃金，按本人的技術分析系統所示，2400或2500美元都是觸手可達的。周五早市，黃金又再一次狂飆，瞬間攻破2400美元關再創歷史新高，這氣勢使一眾看空黃金的淡友都在懷疑人生。我現在機械式地繼續減持套利離場，希望順利在2525美元清倉。

另外，美匯指數在升穿105各類技術分析所共同指出的阻力位後，正發瘋似的在周四五再狂飆100點子，見105.94近半年高位。那邊廂日圓兌美

元已跌至153.3水平，日央行的口術此時顯得蒼白無力，同時日股也暫在40000點前止步。

## A股港股趁回調吸納

雖然本人不太認同美元的強勢本質，但交易員最基本的素質是尊重眼前事實，也更要懂得審時度勢，更高手者，或可反手趁高位沽貨。簡言之，我有序地沽美元買人民幣。同理，港股及A股的調整正是撿便宜貨的好時機，周五出台的「新國九條」是保障新一輪牛市的定海神針，若能以多餘的美元轉入H股及A股，則更是趁機增持人民幣資產的絕妙策略。

（微博：有容載道）