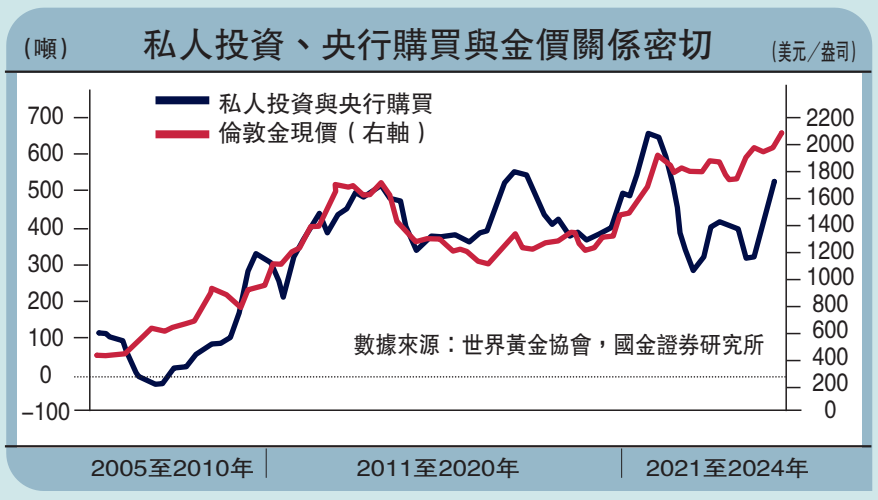
▶近期金價大漲，各國央行購金與亞洲個人投資者的需求或是重要推動因素。

近期，現貨黃金價格大漲，不斷刷新歷史新高，全球央行購金與亞洲個人投資者的需求或是重要推動因素。如何跟蹤「真實的」央行購金數據、進而輔助研判金價走勢？本文試圖給出解答。

央行購金潮推動金價

金融熱話 趙偉
國金證券首席經濟學家



考慮進存量可交易黃金後，黃金供給近乎剛性，需求對價格形成有決定性作用。異於其他消耗性大宗商品，金幣金條、ETF等存量黃金均可在市場上直接流通。這使得黃金定價更類似權益類產品，新增供給可類比作「IPO」的規模。

黃金定價框架的改變

2010年以來，黃金增量供給的佔比由12.2%進一步下滑至9.4%；「IPO規模」平穩且有限，使得黃金價格更多由需求端驅動。其黃金需求來自四個方面：首飾需求、工業需求、投資和央行需求。**截至2023年底，黃金相對剛性的工業需求、首飾需求佔比為7%、49%；私人投資和央行儲備需求佔比高達45%，私人投資與央行購買的行為與金價存在着較為緊密的聯動關係。**

高佔比、高波動的需求源是黃金的「邊際定價者」，這一定價者在20世紀90年代是現貨珠寶商，21世紀前二十年是機構等投資者，近兩年隨着央行購金規模的顯著提升，央行與私人部門這兩類「高波動」的需求，共同成為黃金的「邊際定價因素」。

2010–2022年間，央行購金年均473噸、相對穩定，關注風險、通脹、機會成本等的投資需求主導金價的形成，它們基本符合實際利率的框架。**而2022年以來，央行購金規模年均大增587噸，帶來了需求曲線的外移，進而導致金價與實際利率中樞缺口的走闊。**

去美元化增加黃金需求

過去兩年，從世界黃金協會跟蹤的數據來看，央行購金年均規模由此前十年的473噸升至1059噸；但月頻央行的申報數據，卻似乎「相對滯後」。根據世界黃金協會，季頻的央行購金數據通過央行向國際貨幣基金組織（IMF）申報值、機密的未記錄買賣數據與進出口貿易流交叉印證計算，或是相對準確的「實際購金量」。

歷史回溯來看，實際購金量與報告購金量在2008年一季度、2009年二季度和四季度、2015年二季度出現過大幅背離，分別對應沙特、印度、中國的幾次單月大幅申報。2022–2023年，央行實際購金量分別為1082噸、1037噸，但央行向IMF申報的購金總規模卻僅為395噸、325噸，實際購金與報告購金再度大幅背離。

這意味着，不能簡單地跟蹤各國「報告購金量」；「進出口」與「美債出售」數據提供了輔助驗證的視角。

首先，央行購金通常買入黃金現貨，而黃金現貨交易集中在倫敦與蘇黎世市場，可以跟蹤英國和瑞士的出口情況。1995年以來，英國與瑞士持續從金礦商處進口黃金，繼而向大型金銀銀行、央行等出售黃金；2023年，英國、瑞士的黃金出口分別佔全球黃金出口的18%、30%。相較2018–2021年，過去兩年土耳其、中國、沙特從瑞士和英國年均進口量分別增加167噸、442噸、72噸，但央行申報量與消費的增量卻僅為62噸、150噸、8噸，缺口或為金幣、金條等投資需求與沙特、土耳其滯後申報的央行購金。

其次，從美債持有規模或可「管窺」各國「去美元化」節奏，進而估算黃金持有規模。根據世界黃金協會的調查，「擔憂制裁」、「對沖地緣風險」等已成為部分央行購金的重要理由。2010年以來，俄羅斯、中國、土耳其、埃及等分別減持1418億、971億、250億、183億美元的美債。歷史回溯來看，土耳其、俄羅斯的「去美元化」過程均伴隨着黃金佔外匯儲備比重的快速提升。其中，土耳其由2017年底的28%升至2024年1月的57%，俄羅斯也從2012年底的10%一度升至2020年8月的24%。

美息不明朗左右金市

近期金價大漲，央行購金與亞洲個人投資者的需求或是重要推動因素。一方面，對金價分時數據拆解可見，2月14日以來，金價多在歐洲獨立交易時段大漲；而瑞士、英國一月的黃金總出口規模也高達234億美元，創歷史新高。這意味着，央行等投資者或在蘇黎世等現貨市場大幅購入黃金，支撐了金價。另一方面，從黃金ETF流量來看，雖然歐美投資者熱情已減，但亞洲投資者仍在加速購入。亞洲黃金ETF規模較小，個人投資者購入黃金或多從本地現貨市場等進行，這體現為中、印等市場的黃金溢價。截至4月5日，中國、印度本地市場的黃金溢價分別較3月8日每盎司上升34.1、29.6美元。

短期來看，近期投資者情緒已趨極端，疊加美債收益率反彈的風險，金價或面臨「階段性波折」。相較筆者的五因子模型，當下金價與中樞偏離已達每盎司288美元，創歷史新高。這其中固然有前文中所述滯後發布的「央行購金」、無法被準確觀測的亞洲投資者「現貨購金」等影響。但一方面，期貨市場黃金的非商業多頭、淨多頭歷史分位數已達89%、87%，3個月平價期權隱含波動也持續走高至15.3%，均顯示市場情緒或相對「亢奮」。另一方面，美國通脹黏性已逐步顯現，或將導致短期美聯儲降息預期的進一步後修，或將在一定程度上加劇金價的「波動」。

中期分析回歸框架之中，**後續金價走勢，一看央行購金帶來的「定價缺口」會擴大還是收窄，二看傳統框架下投資需求的演繹；兩因素對金價或均有一定支撐。**一方面，從環球銀行金融電訊協會（SWIFT）使用率來看，「去美元化」並不是易於反覆的全球行為，或是部分國家的「脫鈎」，考慮到這類國家當前較低的黃金儲備佔比，隨着美債價格回升，央行購金節奏易升難降。另一方面，雖然短期或有波折，但2024年適時降息仍是美聯儲的基準假設。歷史回溯來看，加息周期向降息周期的切換中，首次降息時點的美債收益率均低於最後一次加息的，且降息前最後一個季度美債收益率的回落有很強確定性，或支撐投資需求的走強。

亞洲投資者加速入場

經過研究，筆者發**現以下四點趨勢：**

（1）黃金供給近乎剛性，高佔比、高波動的私人投資與央行需求是黃金的「邊際定價者」。2010–2022年間，央行購金年均473噸、相對穩定，關注通脹、機會成本等的投資需求主導金價形成，基本符合實際利率的框架。2022年以來，央行購金年均大增587噸，導致金價與實際利率中樞缺口走闊。

（2）過去兩年，央行購金年均規模由此前十年的473噸升至1059噸；但月頻央行的申報數據，卻「相對滯後」。這意味着，我們不能簡單地跟蹤各國「報告購金量」；「進出口」與「美債出售」數據提供了輔助驗證的視角。

（3）近期金價大漲，央行購金與亞洲個人投資者的需求或是重要推動因素。一方面，對金價時分數據拆解可見，2月14日以來，金價多在歐洲獨立交易時段大漲。另一方面，從黃金ETF流量來看，歐美投資者熱情已減，但亞洲投資者仍在加速購入，這也體現為中、印市場的黃金溢價。

（4）中期而言，央行購金等或仍將支撐金價續創新高。一方面，「去美元化」並不是易於反覆的全球行為，或是部分國家的「脫鈎」，考慮到這類國家當前較低的黃金儲備佔比，隨着美債價格回升，央行購金節奏易升難降。另一方面，2024年適時降息仍是基準假設。歷史回溯來看，降息前最後一個季度美債利率的回落有較強確定性，或支撐投資需求走強。

特斯拉揭開全自駕競爭序幕

創科宇宙 梁穎宇
創業投資者聯盟召集人

美國電動車一哥馬斯克（Elon Musk）最近露口風，特斯拉（Tesla）將於8月8日推出自動駕駛的士（Robotaxi），一洗近期公司連番減價、銷量下滑等壞消息的頹風，成功把市場目光聚焦在這項全球期待已久的服務上。

一直有關注Robotaxi發展的人可能會問，自動駕駛的士不是早已面世了嗎？以中國為例，近年崛起的自動駕駛科技公司文遠知行（WeRide），早已於2018年11月聯合廣州白雲計程車推出中國第一台Robotaxi，其後更在廣州落地全國首個對外開放的自動駕駛的士收費運營服務。答案是背後技術大不同，特斯拉Robotaxi讓人期待的是FSD（Full Self Driving，又稱Full Self Driving Capability，為全自動駕駛功能），即全自動駕駛技術的提升。

馬斯克早在2016年首次公布特斯拉FSD技術時，就揚言會應用到Robotaxi上，實現沒有司機的全自動駕駛載客服務。但一直以來，因為在處理複雜道路環境、應對突發情況、提升行車安全等方面技術難度高，加上監管法規的掣肘，FSD的進展緩慢。直至2022年3月，美國國家公路交通安全局修改法例，取消了自駕車必須具備「手動控制裝置」的要求，始打開一個缺口。

在特斯拉的一場電話會議中，馬斯克曾預告2024年將實現無方向盤和煞車踏板的新型Robotaxi的量產，宣告無人駕駛時代的來臨。無人駕駛的士其重點不是「計程車」，而是「自動駕駛」。目前特斯拉共有三款輔助駕駛產品，分別是AP（Autopilot，為自動輔助駕駛，基本功能為主動巡航／跟車，以及車道置中）、EAP（Enhanced Autopilot，為增強版自動輔助駕駛，除了AP功能外，再加入自動輔助導航駕駛、自動變換車道、自動停車與智慧召喚功能。）和FSD（其功能是在EAP基礎之上，添增了交通號誌辨識和市區自動輔助轉向的功能）。其中，FSD是最高級的完全自動駕駛方案，但只在北美地區提供服務。

雖然目前國內主要新能源車品牌都標榜具備智能駕駛能力，並已上路使用；但大都非FSD同級的自動駕駛體驗。按照美國汽車工程師學會的定義，自動駕駛從L1到L5等分為五級，從低到高分別對應着駕駛支持、部分自動化、有條件自動化、高度自動化和完全自動化。其中，L3被視為智能駕駛能力的分水嶺，從L3開始就是車輛自動駕駛系統，駕駛員只需要在緊急情況下做好接管處理即可。

馬斯克構想中的FSD達到L4、L5級別，國內主打智能駕駛概念的新能源車中，目前的「智駕功能」大多屬於L2級別範疇，原因之一是未有相關法規可依循。直至去年11月，工信部、公安部、住房和城鄉建設部、交通運輸部四部委才宣布，開啟L3/L4級別智能網聯汽車准入和上路通行試點工作，將遴選具備量產條件、搭載自動駕駛功能的智能網聯汽車產品，開展准入試點；而且對取得准入的智能網聯汽車產品，在限定區域內開展上路通行試點。

中國智駕研發提速

在四部委開綠燈後，各地政策趨暖，國內智能駕駛領域開始飛躍。隨着北京、廣州、武漢等地逐步放開純無人示範應用和商業運營，國內Robotaxi看起來不再那麼遙不可及。百度、小馬智行於2023年先後拿到北京Robotaxi純無人示範應用牌照，文遠知行在年底獲准在北京亦莊開展車內無人自動駕駛出行Robotaxi服務收費。

RoboTaxi無需司機駕駛，能夠減省大量人力成本，是自動駕駛領域最具有想像空間的落地場景；但作為最早一批在中國落地啟動Robotaxi運營的文遠知行，明白其短期內無法實現商業盈利的現狀，正致力拓闊產品矩陣，尋找其他營收突破口。如嘗試以自主研發的WeRide One自動駕駛技術平台為基礎，同時開發乘用出行和貨運商用兩大場景的應用，進一步推出自動駕駛小巴、自動駕駛貨運車、自動駕駛環衛車、高階智能駕駛等不同產品。

今年3月20日，在NVIDIA GTC大會上展示的文遠小巴，是全球首個前裝量產自動駕駛小巴，專為城市開放道路設計，主打微循環公交，在會上引起高度關注。除了智慧出行，智慧環衛也是文遠知行自動駕駛技術的一大落地場景。今年4月，公司發布全新產品無人駕駛掃路機S1，是繼自動駕駛環衛車之後的第二款智慧環衛產品，官方稱這是全球首款面向開放道路可覆蓋全場景的L4級無人駕駛環衛設備。

自動駕駛技術的落地和普及是一場馬拉松，中國在高階全自動駕駛的起步可能比較慢；但去年新能源汽車銷量達949.5萬輛，勢成為自動駕駛相關產品和應用的最大市場。從軟件到硬體，智能駕駛涉及到一個龐大而複雜的產業鏈，包括感知系統、定位系統、計算與決策系統等，特斯拉的Robotaxi面世，有望成為行業中的「鯰魚」，推動國內廠商在智駕領域不斷進步。

▶特斯拉揚言將於八月八日推出自動駕駛的士（Robotaxi），成功把市場目光聚焦在這項全球期待已久的服務上。

新盤熱潮褪去 樓市回復常溫

樓語縱橫 楊永健
世紀21・Q動力總經理

樓市全面撤辣至今已超過一個半月，2月28日（撤辣當天）單日新盤銷售為28伙，而剛過去的4月14日，新盤單日銷售為31伙。換言之，一輪「超高速」的新盤熱潮（全新盤首輪應市）漸漸過去，樓市回復常溫狀態。

銷售成績確實是「超高速」，整體新盤市場共售出約5300伙的新盤單位。這樣的新盤銷量，剛好等同於2022年下半年的整體新盤銷售總數，較去年下半年的新盤銷售還要多出近兩成。

本月銷量料回調至3000伙

近期已有個別發展商將旗下新盤進行加價或減佣，加上過去一段時間，市場已吸納一定的購買力，新盤市場自然會有所減慢，新盤市場回復常溫狀態是可以理解。整體而言，相信本月新盤銷售難免會較上月減慢。按現時的進度，估計今個月的新盤銷售會輕微回落至3000伙的水平。

過去一個半月，無論是上車盤、換樓客、投資者以至豪宅市場全面回升。按代理統計，年內佔去87%的銷售是開放式、一房以至兩房的單位，其中以一、兩房最多，各佔30%及36%。近期黃竹坑站上蓋BLUE COAST的推售，令港島區的新盤銷售大幅增加。過去港島區新盤一般只佔總銷售的一成、甚或更低，但本月新盤銷售，港島區成交佔去五至六成。

上車盤、換樓客全面回升的同時，投資者入市亦明顯增加，在過去十多年因應額外印花稅、買家印花稅的實施，市場上基本已沒有投資者，一約多伙的成交幾乎絕無僅有。

不過，近期「西餅客」重現，令一約多伙的投資者入市個案大幅增加，最後是豪宅市場的起動。新地近日趁勢推出已收租達30年的帝景園轉租為售，加上建灝地產亦趁勢推出已建成的赤柱豪宅ONE STANLEY，目前新盤市場全面起動。

責任編輯：邱家華