

黃金再度展現避險保值功能



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「不有百煉火，孰知寸金精。」黃金一直被視為避險資產，特別是在經濟動盪時期，俗話說「亂世黃金」。然而，這種看似不變的「常識」實際上並非在所有時期都適用。本文通過分析過去三十多年的資產價格與經濟資料，採用時變系數模型，重新審視了黃金與經濟表現、通脹預期及風險環境之間的關係。

我們先來看，黃金作為資產配置的價值性。黃金一直是全球資產配置中的重要元素，特別是其與真實利率、美元之間較為穩定的負相關關係在2008年金融危機後變得尤為明顯，凸顯了黃金對經濟變數的高度敏感性。

其一，黃金與美元之間的負相關性是理解其投資價值的關鍵。根據時變系數模型對1990至2024年間的價格資料進行分析，發現黃金與美元指數在大多數時間記憶體在顯著的負相關性。特別是在美元指數波動顯著的階段，如2008年全球金融危機及其後幾年，這種負相關性更加明顯。在此期間，全球經濟不確定性的增加促使國際投資者和中央銀行增持黃金，以對沖美元的波動並保持資產價值。

其二，黃金與真實利率也存在一定程度的負相關性。但實證資料顯示，在2008年金融危機之前，黃金與真實利率的關係並不顯著，甚至在2006至2007年間表現出顯著的正相關。然而，2008年金融危機成為一個轉捩點，全球中央銀行採取了貨幣寬鬆政策以刺激經濟，導致真實利率進入負值區間。從那時起，黃金與真實利率之間的負相關性變得更為穩定、顯著。這種關係隨著美聯儲開始逐步加息並將真實利率調整至正值後又出現了變化。隨著真實利率的提高，持有黃金的機會成本增加，這反映在黃金價格的波動性增加以及與真實利率的負相關性減弱上。此外，隨著股市等其他投資管道的回暖，投資者的資金流向也開始發生變化，這進一步削弱了黃金與真實利率之間的理論上的負相關關係。

再看黃金作為對沖工具的局限性。時變系數模型的分析結果揭示了，黃金與多個經濟變數之間的關係，它們並沒有顯示出一個固定的普

遍模式。從對沖政策不確定性的角度來看，黃金的表現在不同時期表現出顯著差異。例如，在2008年金融危機、2011年歐債危機期間，黃金的回歸係數為正且絕對值較大，表明在政策不確定性上升的時期，黃金價格呈現出顯著的上升趨勢，符合其作為避險資產的屬性。但在其他時段，如2001年、2014年，回歸係數接近零或為負，表明黃金價格對政策不確定性的反應不強或甚至出現反向關係。

從對沖通脹預期的角度來看，黃金與通脹的關係也顯得較為複雜。在2008年全球金融危機及其後的經濟復甦階段，黃金的回歸係數與通脹預期之間似乎存在較強的正相關性，這表明在通脹預期上升時，黃金通常作為對沖工具而價格上漲。在其他時段，黃金對通脹預期的敏感度可能由於通脹預期變化較平緩或受到其他因素的影響而有所減弱。

從對沖市場波動的角度來看，黃金與股市波動之間的關係並非總是負相關。事實上，回歸係數有時為負或接近零，這表明在某些時期黃金對市場恐慌的敏感性較低。只有在市場波動性較高的時候，例如在2008年金融危機期間，黃金的對沖關係才會顯著體現出來。

金價波動日趨複雜

近些年，黃金的配置屬性與對沖效用有所減弱。根據時變系數模型的結果，自2022年以來，黃金價格與相關變數——無論是與之關係相對穩定的美元指數和真實利率，還是關係較為波動的政策不確定性、通脹預期及市場波動——之間的回歸係數的絕對值均較歷史平均水準有所下降。短期來看，理論上的資產關係將更難以解釋黃金價格的走勢，金價的波動或將進一步複雜化。

展望未來，預計真實利率或將繼續呈現下行趨勢，這將為黃金價格提供支撐。真實利率的下降減少了持有非生息資產的機會成本，增加了黃金作為保值工具的吸引力。從對沖的角度看，黃金作為傳統的避險資產，在市場波動加劇的時期尤為重要。此外，包括中國、俄羅斯、印度等國家的中央銀行持續增加黃金儲備的趨勢進一步強化了黃金作為儲備資產的地位。因此，儘管市場環境和經濟動向不斷變化，黃金仍然被視為一個重要的投資和儲備選項，能夠在不確定的經濟時期提供穩定性和安全性。



真實利率的下降減少了持有非生息資產的機會成本，增加了黃金作為保值工具的吸引力。

美減息在即 股樓值得看好



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

聯儲局早前表示，美國經濟及通脹仍然強勁，令減息依然懸而未決。近日聯儲局主席鮑威爾強調，最近幾個月在抗通脹上有少許進展，局方需要更多良好數據以加強減息信心，太遲減息亦會帶來經濟風險。筆者相信美國減息近在眉睫。

鮑威爾出席參議院聽證會發表半年度貨幣政策報告時指出，近月通脹情況一直改善，通脹數據正在持續向着2%回落，將增強聯儲局的信心，放寬貨幣政策。

鮑威爾不諱言，聯儲局正面臨着兩方面風險，不能再只關注通脹，因為勞動力市場似乎已經完全恢復平衡。過早或過度減息可能阻礙甚至逆轉通脹下降，行動太遲或太少可能過度削弱經濟與就業。

外界普遍預期，聯儲局本月底的貨幣政策會議將再度維持利率不變。期貨市場數據顯示，交易商認為聯儲局有逾90%的機會在9月開始減息。

美國財長耶倫在眾議院金融服務委

員會上指出，租金及住房成本導致美國通脹仍高於理想的水平，但隨著時間推移，消費物價壓力將繼續下降。

白宮國家經濟委員會主任布魯納德稱，為拜登政府對在降低通脹方面取得持續進展感到鼓舞，指出民眾仍承受生活成本壓力。當局將繼續推動提供更多經濟適用房，放慢租金上升速度，並推出稅收減免政策來幫助首次置業人士。

應付美國經濟及通脹強勁的問題，正在有不少辦法推出。正如鮑威爾所言，太遲減息亦會帶來經濟風險，筆者預計聯儲局的減息快將到來，9月似乎是一個極有可能減息的月份。

近期美股三大指數輪流走好，反映投資者已經逐漸步入市，將股市推高。其中以科技股為主的納指表現最好，標指次之，道指溫和上升。至於美國樓市，最新數據去到今年4月，仍有1%以上進賬，未懼美國息口高企打擊。

假如美國未來減息，股市樓市繼續值得看好，更上一層樓是意料中事。世界其他市場亦會亦步亦趨，表現不俗。美國今年是大選年，在任政府會營造理想經濟環境爭取選票，今年餘下時間投資市場不會太差。

如金融環境的持續優化、與國際金融市場的深度互聯等。



日前《中共中央關於進一步全面深化改革、推進中國式現代化的決定》（以下簡稱《決定》）發布。面對國家發展的宏偉藍圖，香港應積極響應並發揮獨特優勢，明確自身在「中國式現代化」主題下的「香港責任」、「香港貢獻」，以此配合國家整體發展戰略，同時結合自身實際情況，通過進一步全面深化改革，推動香港由治及興，邁向新的發展階段。

深化改革 鞏固港競爭力



明觀四海 梁海明

絲路智谷研究院院長

根據《決定》對香港的定位與要求，在配合國家進一步全面深化改革的過程中，香港需進一步深化其傳統優勢領域的發展，如金融環境的持續優化、國際資本的吸引、與國際金融市場的深度互聯等。同時，香港還應積極擁抱數字化轉型，利用科技力量推動航運和貿易領域的智能化升級，提升服務效率與質量，為國家經濟注入新的活力。

更為重要的是，香港應成為國際高端人才的聚集地，通過制定具有吸引力的政策，吸引全球頂尖人才匯聚於此，構建多元化、國際化的高端人才生態系統。這不僅為香港自身的發展提供了強大的智力支持，更為國家的發展貢獻了寶貴的人才資源。

打造國際人才高地

在發揮「國家所需，香港所長」的同時，香港自身也應把握機遇，銳意改革，主動作為，加快推進香港由治及興。在銳意改革中，香港經濟、社會到底是需要顛覆性改革、還是改良型改革？

顛覆性改革往往能夠帶來革命性的變化。例如，蒸汽機的發明和互聯網的出現，都在歷史上引發了生產力的巨大飛躍。但這類改革通常需較高投入和冒險精神，且具有相當風險。改良型改革則是在現有基礎上進行優化和提升。歷史經驗表明，許多顛覆性科技在被廣泛應用和優化後，才真正發揮出其巨大價值。例如，蒸汽機在織布、火車和輪船上的應用，以及互聯網技術在疫情期間推動的視像會議普及，都是通過改良帶來的深遠影響。

香港銳意改革的路徑選擇，應考慮以改良型改革為主，兼顧顛覆性探索，即在現有基礎上進行優化、調整和創新，以適應新的發展需求，這些改革應以解決實際問題為導向，注重改革措施的實際效果和長遠影響。同時，對於具有前瞻性和戰略意義的顛覆性技術或模式，如區塊鏈、人工智能等，也應保持敏感性和開放態度，適時進行探索和試點。

筆者做出這一建議，是基於以下幾點原因：

其一，現有的「一國兩制」制度框架為香港提供了獨特的國際競爭力，改革應聚焦於如何在這一框架下進一步優化政策環境、提升治理效能、加強與國際市場的對接。

其二，香港應借鑒歷史上科技革命後改良型改革的成功經驗，將新技術、新模式與本地優勢產業深度融合，如金融科技、生物科技、智慧物流等領域，通過改良型改革提升產業競爭力，促進經濟多元化發展。

其三，支持香港打造國際高端人才聚集高地，不僅需要吸引國際頂尖人才，更需培育「中熟人才」，通過改革教育體系、科研資助機制、創新創業環境等，激發本土創新活力，形成人才與創新的良性循環。

其四，深化粵港澳大灣區合作，強化規則銜接、機制對接，是香港改

香港經濟發展最新概況

- 今年首季GDP增長**2.7%**，特區政府對全年預測維持**2.5%至3.5%**
- 服務業佔本地生產總值**93.4%**（2022年）；是**全球第四大金融中心**
- **亞洲第二大和全球第四大外匯市場**，**全球最大離岸人民幣結算中心**
- 吸納外來直接投資達**1177億美元**（2022年），**全球排第四**
- 外來直接投資存量計，2022年香港作為投資接收地的金額居**全球第五位**（20906億美元）

革的重要方向。通過改良型改革，促進區域間資源共享、優勢互補，共同構建開放型經濟新體制，推動區域經濟一體化發展。

其五，改革還應關注社會民生領域，通過改良型改革提升公共服務水平、改善居民生活質量，增強民眾對改革的獲得感和滿意度，為香港的長期繁榮穩定奠定堅實基礎。

鞏固金融中心地位

香港未來若要採取改良型改革策略，在進一步全面深化改革和推進中國式現代化過程中，需要充分發揮獨特優勢，並推進香港由治及興邁上新征程，有關建議如下：

其一，**優化國際金融中心地位，支持金融科技创新**。支持金融科技企業的發展，搭建開放的金融科技平台，促進跨境金融科技合作。推動區塊鏈、大數據和人工智能在金融領域的應用，提高金融服務效率和安全性。進一步推動綠色金融政策的落實，吸引綠色投資和項目。建立綠色金融產品和服務市場，支持可持續發展項目的融資需求。加強與內地金融市場的互聯互通，推動滬港通、深港通等機制的優化和擴展。吸引更多國際金融機構設立區域總部或分支機構，提升香港的全球金融輻射力。

其二，**強化國際航運和貿易中心**，推動智慧港口建設。推動港口數字化和智能化建設，提高港口運營效率和服務水平。以及進一步加強香港與內地自由貿易區的合作，共享政策紅利和資源。推動跨境電商發展，優化跨境物流和通關服務。加快建立國際物流供應鏈管理平台，提升物流管理和協同效率。支持物流企業進行技術改造和升級，提升物流服務質量。

其三，**打造國際高端人才聚集高地，優化人才引進政策**。香港特區政府應進一步優化高端人才引進政策，提供更加便利的簽證和居留許可。推動和鼓勵香港企業提供有競爭力的薪酬和福利，吸引國際頂尖人才。同時，加強與國際知名高校和科研機構的合作，共建高水平教育和科研平台，以及提供多樣化的職業培訓和繼續教育項目，提升本地人才的競爭力。

其四，**深化粵港澳大灣區合作，強化規則銜接和機制對接**。推動粵港澳大灣區內的規則和標準統一，實現區域內的無縫銜接。建立跨區域協調機制，促進政策、資源和信息的共享。支持香港與大灣區內地城市在科技創新、金融服務、文化創意等領域的深度合作。推動區域內產業鏈的共

同發展，形成優勢互補的產業格局。未來還要加強粵港澳大灣區內的交通、能源、信息等基礎設施的互聯互通，並推動智慧城市建設，實現區域內的智能化管理和服務。

制定路線圖時間表

為確保香港在上述領域的改良型改革措施能夠有效實施，香港特區政府需考慮採取以下幾個系統化和綜合性的措施。

其一，**制定明確的政策目標和具體的實施計劃**，確保改革措施有清晰的方向和可操作性。通過立法程序，將重要的改革措施納入法律體系，提供法律保障。建立跨部門協調機制，確保不同部門之間的政策一致性和協同作用。定期召開政策協調會議，及時解決政策實施中的問題和障礙。

其二，**利用大數據、人工智能等技術手段進行智能監管**，提高監管效率和精準度。建立實時監控系統，對關鍵領域和環節進行動態監控，及時發現和處置風險。實行透明施政，定期公開改革進展和實施效果，接受公眾和媒體監督。建立問責機制，明確責任主體，對改革措施落實不力的部門和個人進行問責。

其三，**大力支持科技创新**，推動新技術在金融、航運和貿易領域的應用。建立創新實驗室和試點項目，探索新技術和新模式的可行性和效果。推動各領域的數字化轉型，提高運營效率和服務水平。建立數字化管理平台，實現數據共享和協同管理。

其四，**在改革措施出台前**，香港特區政府應廣泛徵求公眾和利益相關方的意見和建議，凝聚共識，確保改革措施符合公眾利益和需求。加強改革措施的教育和宣傳，提高公眾對改革的理解和支持，並利用多種媒體渠道，宣傳改革成果和成功案例，增強公眾信心。

其五，**根據改革目標和具體措施**，制定詳細的實施路徑和時間表，確保各項任務有序推進。同時，建立關鍵里程碑和階段性目標，定期評估改革進展和效果。根據實際情況和實施效果，及時對改革措施進行調整和優化，確保改革方向和措施的科學性和有效性。香港特區政府還應考慮建立反饋機制，及時收集各方意見和建議，不斷改進和完善改革措施。

展望未來，通過實施一系列改良型改革措施，香港將不僅鞏固並提升其國際金融、航運、貿易中心的地位，更將在新興科技領域和國際人才競爭中脫穎而出，不僅為中華民族的復興貢獻不可替代的力量，也將為香港打造更加美好的明天。