

# 金價高歌猛進 慎防短線回調

時富金融研究部

今年以來，黃金價格節節攀升，自上周美聯儲首次宣布減息後，現貨黃金價格已經突破2,600美元的大關，並創下歷史新高。黃金作為非生息資產而言，全球央行減息的趨勢無疑彰顯了黃金的價值，但除此之外，央行購金、地緣政治對黃金價格也有着重要的影響。

## 減息成金價飆升主因

9月19日，美聯儲宣布將聯邦基金利率區間下調至4.75%至5%，這是四年來美聯儲首次減息，並且幅度達到了超出預期的50個基點(BP)。此消息一出，金價立即飆升，雖然有部分投資者先行獲利，但目前金價依舊處於上升趨勢。

隨著美聯儲委員對未來幾年利率路徑的調整預

測，市場普遍預計今年內還會有兩次各25BP的減息，並可能在明年再進一步減息。此外，更多央行亦將跟隨美聯儲行動，全球愈發寬鬆的貨幣政策環境降低了持有無息資產的機會成本，從而提高了黃金的投資吸引力，推動金價上揚。

## 新興市場央行續增儲備

除了各央行減息的政策外，各國央行購買黃金的舉措也是金價上升的關鍵因素。以美聯儲為例，市場本身已預期美聯儲減息，10年期美債收益率早已降至約3.7%，遠低於聯邦利率，今年上半年，金價和利率走勢的脫節也受到央行購金的影響。特別是印度，在其聯合預算中宣布降低黃金關稅後，8月份的黃金進口量創了歷史新高。新興市場的央行為了分散風險

而增加黃金儲備，這不僅支撐了黃金需求，也在一定程度上抵消了利率變動對金價的影響。

## 地緣衝突推動避險需求

黃金作為傳統的避險資產，地緣衝突對其影響不言而喻。近年來持續的地緣衝突，例如中東局勢和俄烏衝突等地緣緊張局勢，增強了黃金作為避險資產的需求。此外，即將到來的美國大選也可能間接影響金價，尤其大選結果可能導致美元走弱，這也有利金價造好。

雖然當前黃金價格處於高位，但是市場對於黃金未來的走勢仍抱持樂觀態度；儘管短期內可能會出現一些獲利回吐的情況，但從長期來看，考慮到央行的減息預期、地緣政治不確定性和持續的央行購金活動，

黃金價格仍有上升空間，但不可忽視的是金價與利率脫鈎的可能性，市場已開始質疑利率與黃金價格之間的傳統負相關關係是否仍然有效，並擔心黃金市場已經完全反映了未來寬鬆周期的預期。

## 金價存在與利率脫鈎可能性

另一方面，市場上也有意見認為，結構性更高的央行需求改變了利率與金價的關係，但利率變化依然會影響金價；而且黃金ETF持倉量預計會在政策利率下降的過程中逐步增加，繼續支撐金價。因此，對於黃金投資者來說，除了觀察全球央行的政策和地緣政治的後續發展之外，也應該關注黃金ETF的持倉量，以判斷市場資金的走向，從而決定自己的投資方向。

# 美聯儲新作風 市場勢添波動

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

過去一周，投資者的注意力盡在美聯儲9月議息，其一減半厘的決定。從期望管理的角度看，今次的決策頗為震撼，不單是有別於慣常的25點子減幅，更因為一般在議息前已有相當工夫，為大眾與央行之間的溝通做好基礎，開會前幾乎已經是把決定寫在牆上，今次卻明顯不同，直到臨門前，才以所謂美聯儲線人的《華爾街日報》專欄，語焉不詳地說大家低估減50點子的概率云云。

儘管如此，減息就是減息，假設其他因素不變，對於現金流折現計價模式的好處是馬上出現的，是以，投資者對於美聯儲9月議息減半厘的決定非常受落，即使在議息結果公布當即，馬上惹來一定程度的獲利沽盤，但只是三兩小時的事，並未延續至之後的交易日。

## 減息好處至 衰退未堪憂

事實上，美股主要股指都呈現大幅度反彈，包括中小市值傳統股，以至大型市場科技股，無一遺漏。如此一來，說明投資者並不太擔心衰退之說。

誠然，美股上周四大幅高收，充分甚至超前反映美聯儲減息半厘對於企業資金壓力的潛在好處，上周五美股主要指數有道指向上，標普和納指都向下，亦意味着投資者並非一面倒樂觀。事實上，很多人都在重新評估美聯儲今次一反常態的減幅，因為當局掌握更壞的形勢，衰退隨時殺到，亦未可知，對於經濟消費市道以至企業估值，影響可能蓋過減息對於資產價格的刺激。

整體而言，外界普遍對於局方的減息歡迎，傾向同情地了解，大抵今次一減50點子是追回7月末減的。正如美聯儲主席鮑威爾所言，當



●美聯儲以後的決策章法將更多路數變化，令市場可能增加波動性，這一點將有別於以往的降低波動性。圖為美聯儲大樓。 資料圖片

歐洲及其他央行相繼減息時，美聯儲官員仍保持耐性，而這份耐性終於有回報，就是如今他們對於通脹漸次回落至2%這個中長期利率目標水平，有信心云云，但當當日在7月議息時早已得知今時的失業情況，7月便已減息云云。言下之意，明顯之至，就是追回之前未減的部分，也正因此如此，才有不能把今次減幅看成之後的步伐一說。

## 11月避大選 12月才追減

無論如何，外界將持續評估，究竟今次的作風會否繼續，抑或只屬例外。儘管美聯儲主席鮑威爾表示，不能以此為今後的參考云云。但假如今次的事例可以作為參考，則往後推演不難想像，美聯儲若要保持政治中立，在美國大選最激烈

時，避免在11月的會期有任何動作，但又要說得通，大可以等到12月一次過再減50點子，如今看來，便不無先例可援。

事實上，這不單符合當局說的以數據為本，沒有既定時間表，外界根本不能假定之後每次會期都減，更不能假定每次都減25點子或50點子，果如是，便給予美聯儲很大的決策空間，可以有足夠的轉圜餘地。如此看來，這個先例一開，以後美聯儲的決策章法將更多路數變化，對於市場反應，可能增加波動性，這一點將有別於以往的降低波動性。是禍？是福？留待日後分曉！

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

# 減息「起步」 美聯儲取態續成焦點

姜靜 華僑銀行香港經濟師

美聯儲大幅減息後，未有重要的經濟數據公布，市場大致維持區間波動。上周五，美股個別發展，標普、納指收跌；美債收益率小幅度反彈，長端升幅更明顯。

## 候經濟數據 市場續區間波動

匯市方面，美元兌換英鎊以外的G7貨幣溫和走強；日本央行行長打壓加息預期，日圓兌美元盤中跌超1%至逾兩周新低；人民幣方面，人民幣維持LPR利率不變，離岸人民幣盤中突破7.04、三日連創逾一年新高。

美聯儲理事沃勒(Waller)表示，通脹放緩速度快於預期，導致他加入支持減息50個基點的陣營；另一美聯儲理事鮑曼(Bowman)則稱，減息50點子或被視為過早宣布戰勝通脹。

## 加息預期降溫 日圓見逾兩周新低

日本央行行長植田和男在上周五議息會議後表示，通脹上行風險正在消退，然而如果發展符合經濟預測，有繼續加息的空間。然而，由於他未就未來幾個月是否加息給出明確暗示，引發日圓多頭獲利離場。

經濟數據方面，英國8月零售銷售按年和按月分別上升2.5%和1.0%，優於預期的1.3%和0.4%；英國9月GfK消費者信心指數跌至六個月低位-20，顯示早前首相加稅的警告打擊消費信心；加拿大7月零售銷售按月上漲0.9%，超過預期的上漲0.6%；歐元區9月消費者信心改善，從前月的-13.4上漲至-12.9。

市場本周關注的一些重要經濟數據則包括：9月S&P全球製造業指數、8月美國個人消費支出(PCE)物價指數，以及澳儲行的議息決議，同時市場亦持續留意多名美聯儲官員的發言。

## 科技行業利潤率趨升

我們認為當前的市場與上述兩個時期不同。對科技股上升動力的質疑很大程度上基於過去的銷售及盈利估計。然而，按經修訂後的預測市盈率計算，現時許多科技股的估值較2023年升勢開始前便宜。截至7月，科技行業的2024年平均盈利增長預測為20%，較年初的估計顯著增加，而該行業的利潤率亦有所提升。

總括而言，由於人工智能迅速發展及其廣泛影響，我們認為在投資此領域時更需要積極參與。儘管近期的波動令人不安，但非意料之外，反而能夠在這個具潛力並將持續發展的主題中帶來入市機會。

# 振興香港經濟 刺激消費是關鍵

黃偉棠 香港都會大學商學院會計及財務系客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

特區政府新發行債券趨勢近年來快速上升。從2018年的196億港元到2023年1,063億港元，其間增長超過400%。這個趨勢是由於幾個因素：首先，特區政府一直在利用債券發行作為推動本地債券市場進一步發展的工具，為投資者提供更多元化投資選擇。第二，全球低利率環境使得借貸成本相對低，令特區政府發行債券時機成熟。最後，增加基建和公共服務支出，加上前幾年香港經濟面臨的困境，導致財政赤字增加，需要發行更多政府債券來資助這些支出。

財政乘數(fiscal multiplier)和消費乘數(consumption multiplier)都是凱恩斯經濟學(Modern Keynesian theory)中重要概念，推斷政府支出或消費變化如何影響整體經濟。在分析特定經濟地區，如香港的經濟政策和狀況時，理解這些乘數是至關重要。

## 港服務業對GDP貢獻良多

香港是全球最重要金融中心和商業港口之

一，擁有低稅收、近乎自由港貿易和成熟國際金融市場等特點的經濟體，其經濟政策常被視為自由資本主義典範，傾向於服務業，使得消費乘數成為經濟分析非常看重的工具。消費乘數衡量消費變化對經濟活動水平影響。計算方式是實際生產總值(GDP)變化除以消費變化。在香港的背景，由於城市擁有高度發達和多元化經濟以及龐大服務業部門，消費乘數會產生在GDP計算中最大影響(GDP=公眾消費+政府開支+資本投資+淨出口總額)。消費變化能夠大舉影響整體經濟活動，因為服務業，包括金融、保險、房地產、旅遊、零售以及飲食等，對香港GDP貢獻超過90%。

## 公眾消費對港經濟影響大

鑑於這些數字，公眾消費變化對香港經濟影響遠大於政府支出變化。如果消費增加1%，這將代表GDP增加0.66%（假設其他所有條件保持不變），而政府支出增加1%則只

會導致GDP增加0.1%。

另一方面，雖然財政政策可刺激經濟，但在香港，其影響會較為間接且較慢。基礎設施項目可創造就業並刺激需求，但這些效果需要長時間才能顯現。此外，考慮到政府支出在GDP中比例已很低，相對於以消費為主的政策，財政政策刺激經濟空間會較小。

因此，在香港背景下，以消費為主的政策對提振經濟有更大影響。當然，實際影響將取決於多種因素，包括實施政策具體性質，消費者和企業反應，以及整體經濟環境。這種分析強調在應用財政和消費乘數等經濟理論時，理解一個地區獨特的經濟結構和政策的重要性。作為香港的一分子，繼續增加發行債券之前，我們需要考慮這些因素。雖然它們可提供穩定回報和增加政府開支撥備總額，但對整體經濟潛在負面影響可能超過整體利益。考慮到消費在香港經濟中重要角色，我們可能更應該關注刺激消費政策。

(節錄)



●香港的服務業對GDP作出巨大貢獻，以消費為主的政策對提振經濟有重要影響。圖為旺角登打士街一帶遊人如鯽。 資料圖片

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。