

## 把握「上海金」啓動 助奪國際黃金定價權

中銀香港經濟研究員

巴曙

作為全球黃金的生產和消費大國，中國在爭取黃金定價話語權方面取得標誌性進展。19日上海黃金交易所發佈全球首個以人民幣計價的黃金基準價格，首筆「上海金」基準價為256.92元(人民幣，下同)/克，當日「上海金」集中定價合約正式掛牌。

所謂「上海金」集中定價交易，是指市場參與者在交易所平臺上，按照以價詢量、數量撮合的集中交易方式，在達到市場量價相對平衡後，最終形成「上海金」人民幣基準價的交易。

### 港宜借「黃金滬港通」保優勢

人民幣黃金定盤價第一次借鑒了「倫敦金」等國際市場通行的黃金定價機制，為參與中國黃金市場的投資者提供了一個公允的、可交易的人民幣黃金基準價格。

該機制的推出，將大大鞏固中國在國際黃金市場上的定價地位和國際影響力，並為人民幣在國際貨幣體系中扮演更加重要角色預備了市場條件。香港應把握時機，充分利用「黃金滬港通」的交易平台和自身離岸人民幣市場優勢地位，積極參與「上海金」的交易，進一步鞏固香港亞洲黃金中心的核心優勢。

一、「上海金」定價機制將提升人民幣在國際黃金市場定價能力。黃金作為國際金融市場的重要交易產品，在大宗商品及國際定價體系中具有舉足輕重地位。近年來，國際黃金市場「西退東進」趨勢愈發明顯，中國已成為全球黃金市場中的主要消費力量，然而全球主要的黃金定價權依然在倫敦和紐約市場。

其背後原因在於：第一，基於黃金與英鎊之間的歷史原因和交易慣例，倫敦黃金定盤價仍然是目前世界現貨黃金價格的主要參考，也是眾多黃金衍生交易合約的定價基準。第二，倫敦金是24小時不間斷的國際金融交易品種，由倫敦市場作為每天倫敦實金交收的價格，其後，歐洲、東京、悉尼、香港、蘇黎世等依次在此基礎上進行報價，令倫敦金價基本能24小時不停運作。第三，中國黃金市場仍相對封閉，與全球市場聯繫並不密切。所以中國黃金市場價格只是倫敦、紐約市場的「影子價格」，無法將中國黃金市場供求關係真實地傳遞到國際市場，對國際金價產生實質性影響。

## 港股短期整固機會較大

時富資產管理董事總經理

姚浩然

受內地經濟數據利好的刺激上升後，港股過去一周走勢呈現高位整固，上升阻力主要來自A股大幅下挫壓力。雖然如此，港股表現仍算硬淨，不但屹立於所有移動平均線之上，還能企穩於21,000點關口之上。短期而言，港股能否重拾上升勢頭還是繼續下試支持位？以下將會分析幾個因素。

### 降準預期減 A股沽壓增

首先，近期內地債務違約事件頻生，不單增加了市場的不安情緒，還對流動性的預期造成負面影響，因為人行在實施寬鬆貨幣政策時會考慮到刺激經濟增長效益和信貸增長帶來的風險中取得平衡。所以，若債務違約問題持續，央行可能會考慮適度收緊貨幣政策。有見及此，內地股市上周反覆下挫，上證綜合指數全周累跌3.86%，創業板指數全周更跌近

「上海金」定價機制的推出，為參與中國黃金市場的投資者提供了一個更加即時有效的交易價格。通過引導做市，「上海金」定盤價將對中國黃金交易的現貨和期貨市場產生指引作用，有利於中國擺脫在國際黃金市場中的「影子市場」地位，確立中國對黃金市場定價的話語權，從而提升「上海金」對國際黃金市場的影響力。

### 人民幣與黃金掛鉤最為關鍵

二、「上海金」定價機制的推出，對人民幣成為真正SDR貨幣，承擔國際儲備貨幣具有重要意義。就大宗商品使用數量而言，黃金遠遜於石油、鐵礦石，但從國際貨幣儲備功能角度，人民幣與黃金掛鉤卻最為關鍵。目前人民幣還沒有實現可自由兌換，與成為國際儲備貨幣具有一定距離。通過「上海金」定盤價，令人民幣與黃金之間交易更加有效便利，相當於以黃金對人民幣進行一定比例的背書，從而進一步提升了人民幣在離岸市場的可兌換、可自由使用度，對於提升人民幣作為國際儲備貨幣地位具有實際意義。

三、香港在推動人民幣黃金計價及交易方面具有獨特優勢，可積極利用離岸人民幣市場優勢地位參與「上海金」的交易，進一步鞏固香港作為亞洲黃金中心的核心優勢。香港是亞洲主要的黃金集散地，也是國際黃金市場連接中國的門戶，在亞洲實金交易市場中具有重要地位。2015年香港金銀業貿易場又推出了「黃金滬港通」的交易平台，令海外及香港投資者可通過該平台直接參與上海以人民幣計價的黃金國際板交易。

目前香港的離岸人民幣清算網路已經覆蓋了歐洲、美洲等全球多個黃金交易市場，可以為國際投資者提供一個遍佈全球、高效穩定的人民幣黃金交易平台；另外，香港離岸人民幣市場是目前全球流動性最好且具一定規模和深度的外匯交易和平盤市場，利用香港CNH外匯市場，可以為國際黃金交易提供高效的風險對沖和產品。

### 亞洲時段國際黃金交易勢大增

預期「上海金」定盤價推出後，亞洲時段的國際黃金交易將會大增，加之目前中國已取代南非成為全球第一產金大國，以及全球第一大黃金消費市場，香港的人民幣黃金交易平台，有可能成為今後人民幣黃金定價的一個主要國際交易場所。

7.5%，投資者處於一片愁雲慘霧之中。即使人行不斷加碼放水亦無補於事。筆者認為以上的問題確實減低了人行降準預期，對內地股市短期走勢不利，加上A股自3月起已反彈了超過一成，市場上難免會出現獲利回吐情況。

另外，國際油價上周走勢反覆。沙特及俄羅斯等主要產油國組織於4月17日在多哈舉行的會議未能達成協議，油價於翌日(18日)一度急挫超過6%，惟其後科威特石油工人罷工三天，令產量減少近半，支持油價回升。現時市場關注石油輸出國組織(OPEC)與其他產油國下月能否帶來好消息，達成凍產協定。因油價在過去幾周面對各個負面消息時仍能企穩每桶35美元之上，預計油價短期內再向下的空間有限，惟不確定性可能會限制油價處於每桶40美元附近上落，筆者認為油價整體短期內對大市的影響較少。

歐美方面，歐洲央行上周議息會議結束後一如預期般維持利率不變，其後更降低歐元區今明兩年GDP增長及通脹預測，加上歐元區4月綜合採購經理人指數(PMI)初值降至53，創兩個月低並差於市場預期，若歐元區未來的增長有持續放慢跡象，預計歐洲央行的政策可能會更加寬鬆。

### 美首季GDP數據受關注

美國道瓊斯指數上周突破18,000點，是去年七月以來首次，主要受上市公司公佈理想季績帶動。預期本周市場較為關注的消息為美國第一季GDP增長數據。此外，聯儲局本周將會進行議息會議，預計加息機會不大。

展望港股未來仍然會受外圍因素、中資巨企季度業績及中國最新公佈的經濟數據所影響。加上，4月份恒指及國指期貨合約將於本周四(28日)結算，預料港股短期內將在高位維持窄幅上落的走勢。

恒指為自2015年7月以來首次企穩在保壓加周線圖中軸之上兩周，進一步發出向好訊號。技術上而言，只要恒指企穩在前浪頂20,873點之上，後市仍保持反覆向上的形態，預期恒指將在21,000點至21,800點之間上落。

資料圖片



■ 港股未來仍然會受外圍因素、中資巨企季度業績及中國最新公佈的經濟數據所影響。圖為港交所交易大堂門口。

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師

張宏業

中國經濟表現在今年首二個月不太理想，但三月份情況明顯地改善不少。首季度中國GDP同比錄得6.7%增長，雖比去年末季輕微下跌0.1%，但仍遠高於官方的6.5%下限，這說明三月份中國經濟出現了明顯的反彈勢頭。

中國經濟的「三駕馬車」中，首季無疑是投資「獨領風騷」。全國固定資產投資達8.58萬億元，按年增長10.7%；其中尤以國資企業投資和基建投資最為顯著，分別急升22.3%及19.6%，都比去年提升11.4%及2.4%。這說明政府正面發揮經濟提振的積極意義，但也同政府銳意推動經濟市場化改革有一點「背道而馳」。可以理解為政府採行「權宜之計」，以穩定整體經濟大局為先。

固定投資中最突出的是房地產投資增速大幅回升。國家統計局數據顯示，樓市回暖帶動首季全國房地產開發投資按年急升6.2%，其中尤以3月按年增長9.7%，增速較首2月的3%高出達6.7%，更比上年全年1%高出5.2%，基本上暫時扭轉去年房地產投資零增長的不良勢頭。

### 投資增速加快恐催生泡沫

為了穩增長，今年以來內地再次全面刺激樓市，第一季全國商品房無論在銷售面積、金額及新開工都錄得理想增幅，分別是33.1%、54.1%和19.2%，尤以金額升幅大大高於面積，說明樓價有平均急升的情況。樓市銷售回暖帶動下，房地產投資增速加快，成為內地經濟可以在3月內企穩的關鍵因素，但是也恐催生樓市泡沫，對未來經濟持續發展不盡是好事。

# 留意何時加息的期望管理

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

踏入4月下旬，第二季金融市場的反應，大概沒有令人意外，尤其是一直跟進年初至今，甚至去年至今，持續變化的形勢，即可理解到，一直都是有其演變的法度的。

是的，儘管新聞裡經常呈現亂象，很急，很趕，很忙，但其實一切都有其變化的軌跡。事實上，資產價格的走勢，往往令人難以捉摸，原因簡單，但運作不簡單。簡單的原因是，不同人有不同的資訊，透過買賣，把它反映出來，而大家的決策不盡是同一尺度或時間點的參考，不同人的長中短線，加上其風險回報的要求，再加上不同的資訊，甚至對看來同樣的資訊的不同反應，以至不同的反應速度，在都在影響金融市場上，每分每秒價格的變動，勉強嘗試以當前最受人注目的新聞事件去解讀，多數是徒勞無功，既無法有效驗證，也無法真正的抽出重點。

當然，不識廬山真面目的，幾乎是絕大多數人，因為大家都只緣身在此山中，明知是捕風捉影，但總得去做，因為有利益的誘因存在。此之所以，人往往看到不存在的規律，因為這是大家想看到的。愈是刻意去找，總可以找到一些看似有理的，但無法真正驗證，也無法重複使用的所謂規律。

不過，相比如此籠統地說，個別而言，正如上文一開始所言，投資市場的變化，不無法度，只是你能否感受到當中的關鍵而已。對於過去十年，始終牽引大家的，是由金融海嘯的起始發生到如今的善後工作，基本上是一直有關係的一連串事件，而不應抽出來，單看其平均數或橫切面的效果。

### 央行續量寬機會很大

本周是央行周，日本央行和美聯儲都有會議，都有潛在重大的事件，雖然大家都深信，多國央行無計可施，還是持續的量寬，甚至負利率，機會最大，即使美聯儲面對當地的經濟復甦不錯，失業率低企，但通脹預期一天未搞上去，一天不可能真的放心大幅度急速加息。

當然，以美聯儲的作風，重點是期望管理，年內未必如外界去年底所料，四次加息也不夠，但同樣地，也未必如近日所說的，一次也嫌太多，最終結果很可能是中間落墨，一至兩次。如此一來，時機會變得很關鍵，上半年會否加息呢？抑或留待下半年？

### 關注美暗示何時加息

一般以為，即使真的推遲到下半年才加息，美聯儲也可能先在今次或下次的議息會議上，先行為大家做心理工夫，打個底，如此一來，未來的一兩次會議，不在於加息與否，而在於具體言詞中，有否明示暗示，稍後的取態如何。這是有興趣的學問。究竟哪個消息才是重要？表面看，當然是會議決定是否加息，但原來，由於大家早已預計不急於加息，加息與否便不重要，反而是下次是否加息，稍後是否加息，這才關鍵。看，這就是難估的地方了。



■ 美聯儲過往的作風重點是期望管理，主席耶倫將如何解讀，料勢費盡心機。資料圖片

## 日央行政策猛藥 回報或越來越小

路透熱點透視專欄撰稿人

Quentin Webb

熱點透視

日本央行推行其歷來最積極大膽的貨幣政策，回報卻可能越來越小。儘管央行已實施大規模購債和負利率，但通脹率和成長率仍低迷，央行準備運用益發大膽的政策工具，購買更多交易所上市基金(ETF)，或許可給市場新刺激。

日本央行總裁黑田東彥明白表示，增加購買ETF或將成為央行本周會議的議題。在利率已如此之低的情況下，央行必須找出為風險行為降低融資成本的直接方法。上周他在國會中說，央行在ETF市場的購買規模「不算太大」，仍有諸多理由以風險溢價為目標。

黑田講的前半部是對的。日本央行自2010年起開始購買ETFs，在市場已佔有很大份額。但ETF公司仍可輕易編制出更多ETF。匯豐分析

師認為，日本央行可能把購買額從目前的一年3.3萬億日圓增加10萬億日圓。這個數量即使是在517萬億日圓的日股主板，也是相當龐大的手筆。若是出現大漲，將激發動物本能，從而刺激消費。雖然直接持有限制，但日本消費者信心通常會隨着股市起落。

問題是，部分人士擔心，央行增加買股可能有損其獨立性。與購買債券相較，由於股票不需償還，所以令人更難以設想買股的退場策略。購買ETF可讓央行無須像購買股票那樣直接涉及日本企業的治理。但即便是以某種特定企業類型的ETF為目標，也會讓央行在資源配置時陷入決策狹隘。

更大的缺點是，股價上漲雖可降低股權融資成本，舉債成本低廉、且現金也很充裕。日本企業老板或許不會因缺少略便宜一些的股票而推遲重大決策。這麼一來看似激進的舉措，卻只是部分顯示出央行還有彈藥可用。

## 內房首季小陽春會否延續？

如上次樓價全面上升一樣，今次領跑者是一線及供求平衡的二線樓市，尤其是深圳和上海。

國家統計局於4月18日公佈的70個大中城市新建商品房樓價指數顯示，3月份一線城市樓價升幅已經擴大至3.6%，其中，上海和深圳樓價按月和按年都大漲4.3%和3.7%及30.5%和62.5%，埋下樓市泡沫的潛在危機。熱門二線城市如南京、廈門、杭州、合肥都按年上升超過10%，3月份內廈門及合肥樓價按月更分別上漲5.4%和4.6%，漲價超過一線城市。

全國兩會閉幕後，地方領導陸續回去積極處理樓價急升的問題，上海及深圳於3月下旬立即推出調控政策為樓市降溫，該兩個城市的交易量和樓價升幅都大為收窄，進入「買賣兩閒」的膠着局面。發展商資金轉戰「庫存量」正常的二線城市，蘇州、南京和廈門等地最新賣地已錄得極好價錢，這說明資金選擇流入相對地成熟的二線城市。這些城市的共通點是位於一線城市周圍，且本身經濟發達成熟，市民剛需強橫，大多都看好未來樓價會持續上升。不過，不難預測上半年這些上升急促的二線城市政府會加大樓市調控措施，期望可以減低泡沫風險。縱然如此，資金流向一線城市及「存庫量」正常的二線城市的勢頭已基本上確立，地方政府只能用調控政策加以制約。

### 三四線城市庫存仍嚴重

反觀，三四線城市庫存依然嚴重，去存庫效果並不明確，現有存庫仍要賣30月以上，將是中央和所屬地方政府需要「持久地」扶助的。中央及地方政府必將密集式調研，因城施策，陸續推行「去存庫」措施。短期內嚴禁土地入市，減少未來房屋供應數，長期要協助當地經濟發展，利用政策吸引產業進駐，積極創造崗位去扭轉人口淨流出的情形。

一些省市已推行戶籍制度改革，並扶助農民進城居住購物業，但是農民是否可以負擔城市樓價還是未知之數。位於經濟發達的三四線城市則採用改變存庫房用途的方法，例如將部分轉化為養老房或保障房，看來會收到較即時的成效，也為未能置業及老年人口解決部分生活難題。

### 滬深樓價進入全面上升

展望今年，在其他二駕馬車即出口、消費仍未健康回升之前，中央和地方政府只有使用房地產投資去穩定經濟增長，但當樓價升後會以即時調控措施加以抑制，可見「一放一收」房地產政策會在一線和二線城市循環應用。

這些城市會屢見短期「小陽春」，整體上是穩步上升，其中尤其是深圳及上海，已經確立南北二大商業城市位置。深圳市是得力於前海開發及高度集中的新興產業和金融/服務行業，上海六月中旬迪士尼樂園拉動效果持續發力，令到上海真正成為旅遊、休閒、商貿中心城市，可以肯定上海、深圳樓市剛需不變，投資資金持續進駐，樓價進入全面上升勢頭。

資金流向是最優良的投資「老師」，三四線城市仍然是投資「黑洞」，起碼花上五年以上才可促使產業再返回和人口淨流入，那時三四線城市高存庫情況會「迎刃而解」。

短期措施對它們幫助不會太大，「小陽春」局面不會發生，可以回復交易量 and 交易均價回升已是不俗的效果了！未來一年，內資是內房的主要投資者，期望外資持續再流入的可能性不高，經濟增長才是長久樓價平穩的最佳保證因素。

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。