

免責聲明 本文件由富士金業有限公司撰作，內文所提供之資料及內容取材自可信但不保證準確的來源，惟所有資料均未獲本公司獨立核實，故本公司不對該等資料及內容的合時性、準確性及完整性作保證或承擔，而本公司亦有權隨時更改本文件任何內容而無須另行通知。本文件供內部參考，並非及不應被視為買賣報價或誘使任何人作任何投資取向決定的陳述，亦不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、任何種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦，對於任何紕漏或錯誤引致任何人的任何性質損失，本公司概不承擔責任亦概不賠償。富士金業有限公司乃香港金銀貿易場行員，經營黃金現貨買賣。

2016 VOL 2

美息去向主宰全球 資產及金融市場

富士金業
資料研究及分析組

聯儲局主席耶倫八月底在全球央行年會上說，美國經濟數據愈來愈強，支持加息的條件形成，暗示加息短期內可以落實。後來的數據不利，情況有變。無疑，目前主宰着全球金融市場的因素就是利率去向，美國就業市場及通脹狀況基本符合局方的預期，支持加息的一派佔上風。現在的爭議點是，加息時機是遲或早而已。進一步的問題是，今年內會否加息多過一次，及隨後的整個加息周期累加多少。

利率去向主宰市場

目前投資者最想知道的是，預期的加息成事後，全球金融經濟會出現怎樣的變化。根據歷史多會重覆出現的原理，或者可作出推斷來——加息對各類資產市場均帶來不同程度的打擊。首先是房地產。以往的數據顯示，加息一般須超過 1.5 厘，而持續一年以上的時間，地產市道才開始下調。美國對上一次加息周期開始於 2004 年，但房產價仍撐得硬朗，至 2006 年底見乏力，但亦拖延至 2008 年次按爆煲，金融海嘯來臨，大幅調整才出現。

當然，那時地產泡沫已膨脹至待爆的極限，加息只是催化劑。然而，剛過去的近幾年，美國屋地產去槓桿化的情況頗為理想，整體房地產貸款額並無過度現象，即使加息，類似上次次按危機的威脅，預料在此環境下該不會發生。

類似次按危機未見

看深一層，加息將令美元強勢持續，會吸引到更多的海外資金流進美國的資產市場。房地產價格是否因而被推高，導致另類危機則尚待驗證。無論怎樣，美滙指數若升回 100 水平上，美國出口及股市將受到不利打擊，儘管實際影響的出現多會滯後。

出口股市打擊滯後

加息即時的打擊，一般會反映在金融市場上，不在上述房地產、出口等實體經濟，屆時美股持續了八年的長期牛市將告一段落。經濟周期一般維持七至八年為一循環，上述推測基本上符合經濟周期的自然發展規律。即使有誤，新一輪的經濟下跌循環延遲一或兩年，調整總是會來的。明年是美國新一任總統上台及英國脫歐落實，全球政經氣象肯定起變化，目前相對穩定的現狀不大可能不變。

明年政經氣象起變

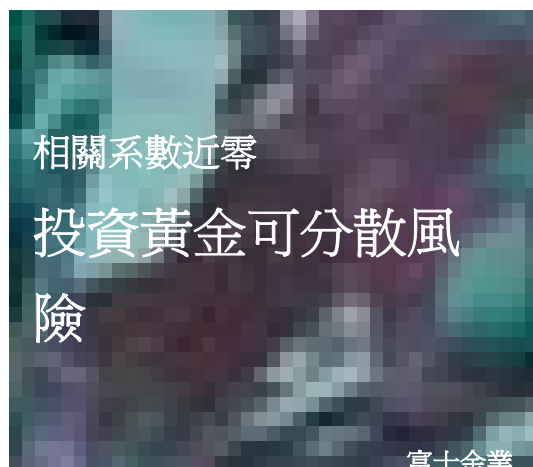
美國加息對全球第二大的經濟體有何影響呢？即時及直接的恐怕不大明顯。中國的經濟發展至現時階段甚難看透，前景微妙：一方面是整體負債高企難減，另一方面是量寬騎虎難下。國內生產能量過剩，消費增長滯後，經濟向供應側轉型可望不可即。美國加息，美元上升，令中國投資和資金淨流出的情況惡化，憂慮是深重的。

編輯：富士金業有限公司 研究部編委會 www.fujibullion.com 電話：(852) 2559 1041

地址：香港 銅鑼灣 謝斐道 482 號 信諾環球保險中心 1503-1504 室

免責聲明 本文件由富士金業有限公司撰作，內文所提供之資料及內容取材自可信但不保證準確的來源，惟所有資料均未獲本公司獨立核實，故本公司不對該等資料及內容的合時性、準確性及完整性作保證或承擔，而本公司亦有權隨時更改本文件任何內容而無須另行通知。本文件供內部參考，並非及不應被視為買賣報價或誘使任何人作任何投資取向決定的陳述，亦不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、任何種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦，對於任何紕漏或錯誤引致任何人的任何性質損失，本公司概不承擔責任亦概不賠償。富士金業有限公司乃香港金銀貿易場行員，經營黃金現貨買賣。

2016 VOL 2



作為一種投資，黃金的價格表現與股市或宏觀經濟的表現不大扯上關係，即在統計學範疇上的說法，是它們的相關系數幾近零。因此，購持黃金並不是對沖經濟或金融動盪的一種百分百穩確的做法。哈佛的學者在其研究中亦有大致相同的結論。

相關系數幾乎近零

這個論說其實並非是甚麼天大的秘密，早已為人所知，而且好像亦沒有人提出過有權威性、嚴肅的否定及反駁。經濟師及分析師早已指出，長期金價與經濟增長股市的回報率，或與工業用商品價格缺乏任何關連；同向或背馳兩者皆然。除非你認為分散投資風險是一個零和遊戲，否則不應對這論點感到意外。

沒有理由供作解釋

追溯從上世紀七十年代至今的數據，金價與美國國民生產值增長的相關系數是接近統計學上不具意義的負 0.04，即是兩者扯不相甚麼關連。這是無法解釋的，因為根本沒有甚麼理由可供作解釋。事實是，當有危機出現時，金價不一定上升，而當經濟好景時，金價不一定下跌，那是有目共睹，眾所周知的。短期而言，

間中有例外，但長期看，數據是具說服力的。黃金因而是可以利用來分散其他投資風險的工具。

分散其他投資風險

至於與股市的關係方面；過去四十年金價與標準普爾 500 四周平均表現的相關系數是負 0.02。在統計學上而論，亦是不具意義的。值得一提的是，在上述期內，這相關系數是經過多次由強轉弱，再由弱轉強的波動所得出來的平均數字。所以說，這相關系數純是數學上的表達，並不代表某個時間金價與股市變動的真實關係。事實上，兩者相關系數真正錄得零或接近零的情況少於百分三，其餘的時間金價隨着股市或上或落，或同步或背馳。然而，對於只看長線表現的投資者而言，黃金正好就是因為它不像是股市的一面鏡子，才能成為理想的風險對沖工具。另外亦值得一提的是，該相關系數往往是在股市上升時趨於零的數值，而在股市下跌時往往偏離零，而趨於負值。（看下表：自 1971 年 7 月至今，金價與美股表現比較）換句話說，當股市投資者看好時，金價傾向上升，這與世界黃金協會 2011 年的研究結論指，金價與其他資產，包括商品在內的相關系數值不僅極低，而在經濟動盪時出現的變動方向是對投資者有利，基本上是一致的。

標普 500 變動 %	出現頻率	與四周平均金價的相關系數
+10 或以上	1.4%	-0.02
-10 或以下	1.8%	-0.26
+5 或以上	12.0%	0.00
-5 或以下	8.5%	-0.11
+2 或以上	37.7%	0.00
-2 或以下	22.8%	-0.12

免責聲明 本文件由富士金業有限公司撰作，內文所提供之資料及內容取材自可信但不保證準確的來源，惟所有資料均未獲本公司獨立核實，故本公司不對該等資料及內容的合時性、準確性及完整性作保證或承擔，而本公司亦有權隨時更改本文件任何內容而無須另行通知。本文件供內部參考，並非及不應被視為買賣報價或誘使任何人作任何投資取向決定的陳述，亦不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、任何種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦，對於任何紕漏或錯誤引致任何人的任何性質損失，本公司概不承擔責任亦概不賠償。富士金業有限公司乃香港金銀貿易場行員，經營黃金現貨買賣。

2016 VOL 2

供求條件有利 今年白金價格

富士金業
資料研究及分析組

今年上半年，除金價表現出色外，白金價格亦甚為矚目。與黃金不同，白金受投資因素的影響不及黃金大，基本供求條件才是決定價格高低的關鍵。

基本供求條件有利

白金最大單一的工業需求來自汽車製造用的速化劑。清潔柴油機的排放物依賴速化劑的程度甚大；根據業內的專家金屬焦點顧問公司的研究報告估計，今年這方面的需求比去年增長2%。整體供應則預測減少3%。

需求來自汽車製造

按該報告統計，去年全球白金供應總量稍微多於8百萬盎司，總需求量為8.2百萬盎司。前者比2014年高出17%，而後者則高出9%。全球需求持續強勁，在一定程度上受惠於日本方面投資需求的增升。汽車製造業的用量增加更明顯：今年全年預計可增5%至3.4百萬盎司。柴油機的化油器不能缺少白金，而全球各地的環保條例不斷收緊，淨化排放物的法定要求已擴展至施用於非在路上行駛的汽車，燃油機，包括發電機等。此趨勢無疑對白金需求的增加提供有力的支撐。

受惠於環保要求緊

對汽車製造業白金的用量增加最大的供獻來自西歐地區。2015年，該地區汽車銷售量因新的Euro 6法例生效而增加9%。印度汽車銷路同樣亦增9%。至於供應方面，專家的估計是今年全年減3%，理由是礦場產出減少5%的同時，從廢棄汽車回收的白金數量料升6%。前者與2014年長達五個多月的礦工罷工潮帶來後遺症有關。

柴油汽車銷售保持

事實上，全球最大白金產地南非的礦企業績欠佳，產品市價偏低，今後面對礦工就工資的談判料將仍然十分艱巨。南非的礦工及建造聯會正計劃為最低收入的工人爭取提高約50%的工資，其他員工則加15%，再加房屋津貼與福利該等，要求明顯高出6.1%的通脹率。後者則直接是由於汽車回收數量增加所致，而那亦與是汽車用的其他基本金屬漲價有關。

南非工潮減低供應

回看去年大眾汽車排放數據造醜聞發生時，投資者以為汽車銷路受到打擊，柴油引擎需求料亦下降，白金價格一度急瀉。然而，那情景並無出現，因為柴油燃料成本仍然遠低於汽油。另一方面，在歐洲對廢氣排放的新規定出台，而業界又想擺脫大眾汽車醜聞的陰霾，應用於柴油機頭改善排放微粒的白金量大增。明年新Euro 6d條例生效後，要求更嚴，意味化油器所含白金量亦會增加。

工業需求強勁持續

無論怎樣，2016年是白金工業用需求強勁的一年，由環球化工業帶動，特別是中國。日本及南韓的玻璃製造業當然亦十分關鍵。此外，白金幣的銷情隨着金條、金幣今年的好市料亦暢旺，尤以日本方面較為顯著。

免責聲明 本文件由富士金業有限公司撰作，內文所提供之資料及內容取材自可信但不保證準確的來源，惟所有資料均未獲本公司獨立核實，故本公司不對該等資料及內容的合時性、準確性及完整性作保證或承擔，而本公司亦有權隨時更改本文件任何內容而無須另行通知。本文件供內部參考，並非及不應被視為買賣報價或誘使任何人作任何投資取向決定的陳述，亦不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、任何種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦，對於任何紕漏或錯誤引致任何人的任何性質損失，本公司概不承擔責任亦概不賠償。富士金業有限公司乃香港金銀貿易場行員，經營黃金現貨買賣。

2016 VOL 2

穀物收成與婚嫁旺季 對印度金市的影響大

富士金業
資料研究及分析組

印度作為傳統的黃金消費大國，任何影響需求的變化均避不過金市投資者如雷達般的監視。季候風雨季來臨，對國內黃金市道的影響堪值注意。

印度人偏愛金有增無減

有歷史記錄以來，印度人民對黃金的興趣有增無減；珍而重之或因其天然外觀完美，或因其代表宗教信仰的意義，但更多是由於黃金的獨特保值能力。印度人愛金的傳統得以承傳，至今尤烈---2015 年全印度對黃金的總需求已超過 668 公噸，是全球的三分之一，僅次於中國。有人戲言，在印度，金價的上落是由所謂愛的貿易所推動的。影響金價的因素固然很多，但每年第四季的婚嫁旺季，及夏天雨季帶來穀物的收成最具意義。婚嫁旺季距今仍有幾個月，但六月至九月的雨季已過了大半，對於印度的農業來說，這個時節是十分重要的。平均計，在印度次大陸這段時間的雨量是全年總雨量的八成，今年降雨情況理想，七月份全國計據報錄得 12 吋雨量，是 90 年代以來五大最好的月份，意味廣大的農民可以鬆口氣，因為預期穀物收成經過兩年乾旱的打擊後得以回增。農民收入好，習慣買金給家人收藏。收入上升，

對於黃金銷情自然大有幫助。根據顧問公司 GFMS 的估計，今年雨季期，印度黃金消費比上年同期增加約 11%，有助扭轉因珠寶商罷市六星期而導致第二季需求下跌的頹勢。當時，珠寶商是為抗議新徵稅 1% 而聯合起來行動的。當然，金價不斷升高亦是窒礙了市道的重要原因。印度的黃金需求估計有三分一來自農民；自古以來，他們習慣將收入的一部份來購買黃金作保險，儲存起來，以應付不時之需。的確，GFMS 去年的一份涵蓋 1985-2014 年期的研究印證了印度穀物的收益與用於黃金的開支存在頗為緊密的相關系數。隨着穀物收花期後是婚嫁及宗教節慶旺度，而後者令人最待的是排燈節，那是印度教最神聖的節日，慶祝者數以百萬計。像西方的聖誕，即是人們互相饋贈禮物購物的旺季，印度人對金飾毫不吝嗇，全年銷售最重要就是這個時候。過去的情況顯示，金價在八月及九月因印度珠寶商增購存貨應付秋天的旺季而表現強勁。

雨量好收成豐有利消費

擁有黃金最多的印度人是女性；她們在出嫁前獲親人送贈黃金作嫁粧是被視為吉祥的事。由於印度缺乏正式社會保障制度，所以婦女擁有黃金防身，在婚姻出事時十分重要；一個家庭的一定部份財產規定由做妻子單獨控制是約俗習成的事，即使夫婦分開，只有妻子有權享用。在印度被稱之為 **Stridhan**，所以亦有戲言說，在印度沒有黃金的婚姻並不是真正的婚姻。根據官方的統計，由現在至 2021 年，印度適齡結婚 25-29 歲的年青人估計有三億，約一半即億半新人會結婚。每次婚禮的總開支的 35% 至 49% 估計會用在購買與黃金有關禮品上，即是每宗典型的印度婚嫁所涉及的黃金交易量平均稍高於 70 盎司，實在不可小窺。

免責聲明 本文件由富士金業有限公司撰作，內文所提供之資料及內容取材自可信但不保證準確的來源，惟所有資料均未獲本公司獨立核實，故本公司不對該等資料及內容的合時性、準確性及完整性作保證或承擔，而本公司亦有權隨時更改本文件任何內容而無須另行通知。本文件供內部參考，並非及不應被視為買賣報價或誘使任何人作任何投資取向決定的陳述，亦不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、任何種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦，對於任何紕漏或錯誤引致任何人的任何性質損失，本公司概不承擔責任亦概不賠償。富士金業有限公司乃香港金銀貿易場行員，經營黃金現貨買賣。

2016 VOL 2

基金取代亞洲個人投資者買家地位

富士金業
資料研究及分析組

根據權威的研究報告顯示，今年全球黃金的需求源頭有改變的跡象——亞洲消費者被西方的基金取代。自 2002 年後，中國逐步開放金市，成為全球第一大黃金需求國。人民銀行亦大手購持黃金儲備，金價不斷創高並不是意外。不過 2013 年，金價升至高峯後，中國個人消費者買金的興趣下降，料是高價追捧者大量套牢，失去了購買力所致。人民銀行同時又開始不時公布黃金儲備數量，提高了透明度，令人失去憧憬，投機炒賣的機會減降，金價亦掉頭。

中國投資者高追遭套牢

今年金價回升，顯示中期調整見底，但人民銀行的購金量見減，民間的購買力量無復往日勇。據彭博的一份報導，俄羅斯央行對買金亦意興闌珊。推動金價重拾升軌的主力來自西方國家的投資基金，這些機構投資者有跟風的傳統，愈升愈買。消費者則多只會貪平，伺候低吸機會；印度市場方面的需求亦相當低迷，同樣主要是消費者忍手致之。2012-2015 年的金市雖處熊市，仍一直得到中、印、俄幾大需求來源的支撐。今年金價升了 25%，需求出現上

述不利的逆變，反而令人憂慮金價難以在高位守穩，今年的寄望得放在西方社會的基金上。基金持續增加在黃金的投資注碼，亞洲地區的個人投資者便得以在獲利的價格水平套現並不困難。這情況好像是 2013 年情景以倒影的方式重現：當時金價下跌，西方基金爭相沽售，接貨者是亞洲的散戶及珠寶商，正是此一時彼一時也。

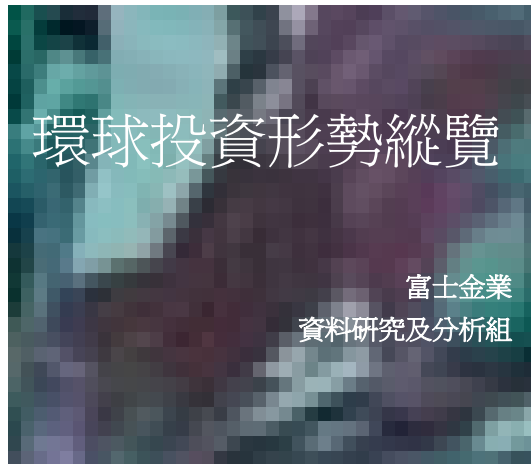
像三年前的倒影般重現

擁有恒久不損物理特性的黃金，在不同時期對於不同的人來說是具有不同意義的。對於活躍的炒家而言，掌握到黃金在環球市場何時會扮演怎麼樣的角色，就是獲利的關鍵。對於一般的投資者，黃金可以提供的，就是在動盪不穩、風險處處的世道中難尋的穩定及安全感。有統計指，初次買金者有約 13% 當作購買保險，約有三成人表示為求安全，作風險對沖。換句話說，可防範變動帶來的風險是貴金屬最重要的吸引力，無論風險源自地緣政局或貨幣政策均是。

寶貴在於可防範變風險

英國公投脫歐的震撼引發貴金屬一輪升勢固然可以理解，但過去幾年，各國央行的貨幣政策的影響力漸已蓋過了基本供求的力。無疑，看來無止境的量寬政策已成為現時全球股市、房地產、政府企業以至個人借貸所賴以維持下去的養份金市怎會是例外。現時市場的共識是，美國不及早加息的話，今年年底前金價預期可升 10%，這或與散戶投資者所憧憬的升幅有一點距離，但如上所指，亞洲地區的強勁需求不再，金價年首至今升幅累積兩成多，不宜再存有太大奢望。

免責聲明 本文件由富士金業有限公司撰作，內文所提供之資料及內容取材自可信但不保證準確的來源，惟所有資料均未獲本公司獨立核實，故本公司不對該等資料及內容的合時性、準確性及完整性作保證或承擔，而本公司亦有權隨時更改本文件任何內容而無須另行通知。本文件供內部參考，並非及不應被視為買賣報價或誘使任何人作任何投資取向決定的陳述，亦不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、任何種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦，對於任何紕漏或錯誤引致任何人的任何性質損失，本公司概不承擔責任亦概不賠償。富士金業有限公司乃香港金銀貿易場行員，經營黃金現貨買賣。



英國公投仍堪關注

近幾個月令人關注的世界大事，非英國公投脫歐莫屬。令人更感意外的，卻是環球金融市場並未像普遍的預期般受到衝擊，一沉不起，反之回升有力。大概是因為各國央行不約而同地承諾，推出足以撐起大局的刺激性貨幣寬措施，環球股市造好，杜瓊斯指數屢創新高，而債券孳息率續跌。

日本央行有意撒錢

最有誠意進一步推出真實的刺激性措施者，只有是在所謂安倍經濟學指導下的日本央行。早前，美國聯儲局前主席訪問日本，即有傳言說日本央行短期內宣布推出直升機式撒錢計劃，但後來證實規模遠低於預期。有理由相信，安倍首相對經濟前景還未絕望至要向全民放水的境地。直升機式撒錢可讓所國民都有能力消費，儘管會是細眉細眼。但潛藏的問題是，撒錢行動一旦開始了，何時停止呢？若國民寧蓄儲，而不消費又如何呢？還有的考慮是政治性；安培的政敵會否提出更大規模的計劃

作挑戰呢？

無法達通脹升目標

安倍翻出的底牌，有可能最終只會像以往般的差不多，譬如大量增加基建開支，不過一般不予看好。結果料亦如其他大宏偉的大工程般一樣，刺激不起國民的消費，無法達到通脹上升的目的。日本正處於經濟通縮下旋的狀況；負債比超大（公私總負債與國內生產值比），人口結構惡化（國民老化出生率低）。這兩大難題是任何巨額的刺激性措施也無法解決的。日本像是反映着所有發展國須面對的景況之一面鏡子，即低利率、負債增、人口下降及老化。西方世界負債疊疊眾所周知，負債增長率每年亦以萬億美元的幅度計，屢創歷史紀錄。這些雖然都是嬰兒爆生潮時代的遺產，但被通縮籠罩着的未來怎麼辦呢？

全球負債增人老化

首先看看經合組織國，加上中、俄、巴西 15-64 歲人口增長。這年齡層人口被視為最具經濟生產力者，產出及收入足以支持社會的消費及投資；上世紀中至今出現過兩個高峰：1981 年增 2900 萬；2003 年增 2600 萬。2003 年後逐年減降，今年只增 100 萬，趨勢持續。推算至 2037 年減 1000 萬。全球負債額只是在 2003 年之前是得到勞動力上升的相應支撐，現在負債已累升共 210 兆美元，勞動力肯定應付不了。

生產力與負債不符

國內生產值的增長同樣亦是不符比例。事實

免責聲明 本文件由富士金業有限公司撰作，內文所提供之資料及內容取材自可信但不保證準確的來源，惟所有資料均未獲本公司獨立核實，故本公司不對該等資料及內容的合時性、準確性及完整性作保證或承擔，而本公司亦有權隨時更改本文件任何內容而無須另行通知。本文件供內部參考，並非及不應被視為買賣報價或誘使任何人作任何投資取向決定的陳述，亦不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、任何種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦，對於任何紕漏或錯誤引致任何人的任何性質損失，本公司概不承擔責任亦概不賠償。富士金業有限公司乃香港金銀貿易場行員，經營黃金現貨買賣。

2012 VOL 1

上，在 80 年代開始，全球負債與國內生產值的差距不斷擴大。至於利率，美國聯邦基金利率在 80 年代初期最高見過 18% 之後，反覆減降，至今近零，即是借貸的成本一直在減低。那是今年負債大幅增升至歷史高水的元兇，現在的大問題是今後如何，利率能否再低。

今後利率能否再低

新的一段未來歷史。在全球負債空前高企，生產人口下降，利息減無可減之下展開了。年青一代希望在那裡呢？好日子已離遠，如何在現時的制度下應對通縮壓力，費煞思量。當權者收緊政策肯定帶來不利打擊。即使收入穩定的英國警察，都感受到財政壓力，據報不少人須為應付生活找尋兼職，那是十分悲哀的事。為甚麼連警察的加薪幅度落後於生活上所需呢，因為政府稅收下降，被逼要稍減開支，出現的惡性循環，周而復始。財政收入不足，即使是民生的重要服務，如醫療保健等亦可能須妥協。

當政者不敢收緊政策

另一直威脅政府收入，亦即間接影響公共開支的一個發展趨勢是，企業商業活動愈來愈自動化，使用機械人的程度愈來愈廣。機械人無須繳交收入稅，但下崗工人卻可申領失業救濟。有見及此，據報備受通縮威脅的歐盟有意定義機械人為可賺工資的電子化員工，向其徵收稅款，以增加庫房收入。那會是不久將來的事，是生產人口下降的自然發展，不足為奇。

利率再降意義不大

利率水平已低再降的意義不大，將來最有可能是銀行對客戶的付款收費。英國銀行早已就此提出預告，但對存款收費只會令通貨收縮的循環惡化，客戶豈會愚蠢至不懂取回付款放進保險箱。

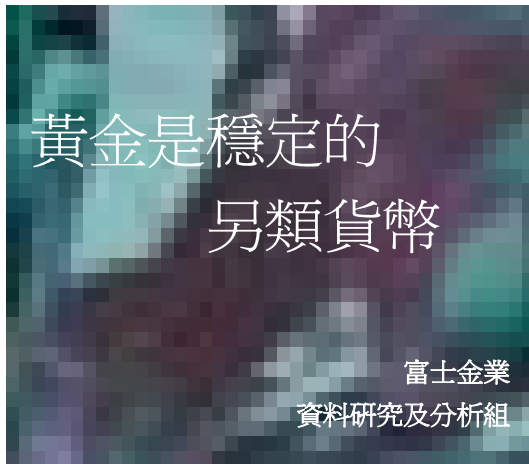
收入不足尋高回報

為退休金尋求安穩回報的保守的退休者，對從傳統穩健投資選項的收入已感不足多時，開始被迫追尋高回報的投資道徑，亦即是須冒上愈來愈大的風險。若風險實際變成損失，他們依賴為生的資源就減少，也許他們只能放棄，儘量去適應銀行存款收入不斷減少的生活質素。無論如何，退休人仕將來的消費預料只會繼續減降。呈現在面前未來的畫圖是十分清晰——全球負債高築，生產力隨人口下降，通縮陷進了重覆的循環，資產如何保值確是一大難題。黃金也許是最後的保壘。(看下圖，近期金價走勢)



免責聲明 本文件由富士金業有限公司撰作，內文所提供之資料及內容取材自可信但不保證準確的來源，惟所有資料均未獲本公司獨立核實，故本公司不對該等資料及內容的合時性、準確性及完整性作保證或承擔，而本公司亦有權隨時更改本文件任何內容而無須另行通知。本文件供內部參考，並非及不應被視為買賣報價或誘使任何人作任何投資取向決定的陳述，亦不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、任何種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦，對於任何紕漏或錯誤引致任何人的任何性質損失，本公司概不承擔責任亦概不賠償。富士金業有限公司乃香港金銀貿易場行員，經營黃金現貨買賣。

2016 VOL 2



常言道鑽石的價值永恆，其實黃金的價值才是不會隨着時間的過去而改變。所以說，黃金是安穩的貨幣，大致是對的，特別是在 1971 年之前的 500 年，世上從未見過不是以黃金為本位的，即價值不變的貨幣制度。歷史上不時出現過一些離經叛道，由政府操控的不同形式的貨幣政度。其中一例是在公元前 360 年，哲學家柏拉圖提倡以鐵鑄錢幣取代黃金，由希臘政決定兌換率，再宣令此後私藏黃金屬非法行為。但貨幣制度見混亂，貨幣的價值亦變得不穩定。

黃金本位幣值不變

過去的一個世紀，採用各種不同貨幣制度的政府均極力維護其制度的可行性，嘗試說服市場在其制度下，貨幣價值可確保可靠及穩定；儘管所說還是經常受到質疑。另一例子是 1913 年，艾榮費殊倡議的所謂補償性美元的制度，即是將美元的價格按黃金價格的變動隨時調整，以保持美元的價值穩定不變。但現實的效果只會是令到貨幣本身貶值，因為無論金價怎樣，根本無人會想貨幣升值的。1933 年時，美元由 20.67 美元(兌每盎司黃金) 貶值至 35 美元，市場就此爭論的不休，而當金價在 40

及 50 年代不斷上升時，並沒有人提出要將美元由 35 美元(兌每盎司黃金) 升值，上調回 20.67 美元的水平。原因是，商品價格包括黃金趨向與經濟正面掛鉤，所以在衰退時，貨幣貶值有理。即使沒有衰退，在商品價格普遍低迷時，由於當年商品生產商政治勢力大，貶值被視為政治正確。事實上，自 30 年代以還，在凱恩斯經濟學派之間，民生穩定成爲一個流行的常用語，意指以操控貨幣滙價利率作爲一種管理宏觀經濟的手段，是不能爲了保持黃金本位制，而犧牲民生穩定。就此論點的爭論不斷，持續至 1971 年全球貨幣金本位制解體方休。

貨幣紙化保物價穩

在此之後，以米頓費曼爲主的貨幣穩定派學說興起。此派倡議，透過逐步增加某些特定的貨幣因子(基礎貨幣供應或信貸供應 M2 之類)的方式來維穩，意味着貨幣滙價自由浮動。費曼認爲，控制貨幣供應量可有一些準則：其一是像黃金作本位的自動機制，決定經濟內貨幣的流量端視客觀的外在因素，例如外貿收支賬，無須加入人爲判斷。但大部份人是不願意爲外貿收支平衡而放棄民生穩定，故此唯有將貨幣紙化來成就保持物價穩定(CPI/通脹)的做法；供應量隨維穩需要隨時調整，滙價因而亦自由浮動。現時各國央行的貨幣政策大致承傳了箇中智慧。目前流行的準則是費曼貨幣學說第三代信徒常常掛在口邊的宏觀經濟平穩論，即是貨幣供應須瞄準國內生產值穩定增長爲目標，但那只有透過變更貨幣的價值也可達致。所有這些謀求穩定的倡議的共通點，全是爲紙貨幣制度或爲其貨幣不時貶值找藉口，反證了黃金本位制的穩定作用----安穩的貨幣即是黃金也。