

中國金融自由化 勢打擊金市

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal
亞洲區研究部主管

我從來不是一個熱中於南非克魯格金幣投資的人。當然，我對這種黃色金屬的謹慎，意味着在過去幾年裏，我的確錯過了金市的一波大漲。但我之所以如此謹慎，並不是因為我沒有察覺到央行資產負債表中前所未有的擴張（因為這是很難遺漏的），也不是因為被那些好像90年代後期科網投資者一樣，狂熱看好黃金的投資者而嚇退。

事實上，我不喜歡這種貴金屬，是因為黃金好像90年代後期的科網股一樣，不產生任何現金流。因此，黃金價格的上漲，主要依靠其投資者基數的不斷擴大（這大概解釋了為什麼當今的一些「黃金信徒」好像1999年的科技怪人一樣盲目跟風）。所以，我很擔心黃金牛市其實是一個泥足巨人。

中印政策 影響較聯儲局大

事實上，全球最大的兩個黃金購買者是印度（其2011年需求為933噸或全球需求的22%）和中國（2011年需求為770噸或全球需求的19%）。在我看來，這意味着相較聯儲局的決定，與金價更緊密相關的是這兩個國家正發生的事，所以我認為泛亞地區顯

著的財富增長，才是過去10年黃金價格大漲的最主要原因。而像我們這些已經偏重亞洲資產的投資者，就不應再借黃金令資產配置多元化，否則就是往同一個籃子裏重複下注。

既然世界上大約一半的黃金購買力都在亞洲地區，那麼黃金信徒應該十分關注東半球正在發生的事情。我們看到，整個歐洲的黃金購買量僅僅是印度的四分之一，而美國的需求也大約是大中華地區需求的三分之一。

有見及此，最近發生的三大事件，解釋了為什麼在歐洲推出LTRO（長期再融資操作）、日本銀行維持更低息環境，伯南克的態度又顯示有推出QE3（第三輪量化寬鬆措施）的可能性的情況下，金價卻表現疲弱。而這三大事件是：

印度經濟弱 隨時拖累金價

（一）印度經濟增長的道路更具挑戰：如讀者所知，過去幾年由於增長和信貸擴張緩慢、印度盧比受壓、利率上升和政治的不確定性，印度經濟一直萎靡不振。正是在這種背景下，印度2011年下半年的黃金需求實際減少了33%（全年減少7%）。不幸的是，短期內還很難看出印度經濟可以走出目前的疲軟。所以僅從以上原因來看，我們可以推斷在可見的未來，印度對金價的作用最樂觀預計也只是中性，更有可能的則是對金價形成拖累，因為如果信貸增長繼續收縮，當地企業家可能會套現黃金儲備來作為企業日常運營的資金來源。

（二）中國對腐敗的打擊：中國在2009年推出的經濟刺激政策，令大量社會資金流入了貪污者的口袋，並由此再流入包括中國藝術品、法國葡萄酒、澳門賭場以及香港樓市等資產領域，當然其中也包括黃金。可以設想當政府官員收到一個裝滿紙幣的大信封

時，而將其存入當地銀行又顯然是不可能的情況下，他會怎樣處理呢？目前要看到的是直至2010年，這些貪腐行為已達到可能造成社會不安定的一個程度，而其觸發的不滿情緒更是延續至今。

中國資本管制放鬆 黃金邊際買家減少

（三）中國開放資本控制：在我看來，黃金牛市的最大風險一直都是中國對資本管制的放鬆。實際上印度和中國總共佔有全球黃金需求的約40%，而這些國家的投資者可用於多元化資產配置的投資渠道是非常少的。通常來說，當地投資者可以購買的僅是房地產、本地證券（股市卻總是出現令人痛苦的波動）以及黃金，造成當地市場對這種貴金屬的需求非常龐大。但是，如果中國投資者明天就可以購買美國股票，或是德國政府債券，或是合法擁有溫哥華、倫敦或香港的房產，那情況又會怎樣呢？以近期中國提出讓溫州民間資本走出去的建議，以及深圳銀行跨境貸款的試點項目來看，放鬆資本管制已不再只是「科幻小說」。

相反，我們深信目前中國正加快推進的金融自由化，是其拓展高風險資產過程中最為看好、值得期待的一步。不過，這對金市來說就難以樂觀了，因為邊際買家會因此消失，並可能轉變為邊際賣家（中國的富人會出售黃金套現來投資外國房地產或者外國股票。）

當然，對於近期金價的疲軟還可能有很多其他解釋，包括印度傳統婚嫁期、光明節、聖誕、中國農曆新年結束後，貴金屬市場出現的季節性走軟，或是過去10年黃金幾乎跑贏所有其他資產後，目前需要稍微喘息（其實在最近的一個會議上，我們吃驚地發現竟有不少價值投資者認為，雖然沒有什麼資產能在跑贏10年的基礎上繼續跑贏其他資產，但卻仍有人總



全球最大的兩個黃金購買者是印度和中國，共佔2011年需求逾四成。圖為24-karat金幣。（路透社）

結說因為目前是最艱難的時刻，所以仍要重倉投資黃金。）不管怎樣，我認為影響黃金，也是影響很多其他資產的最重要的一個因素，是中國金融自由化的展開。