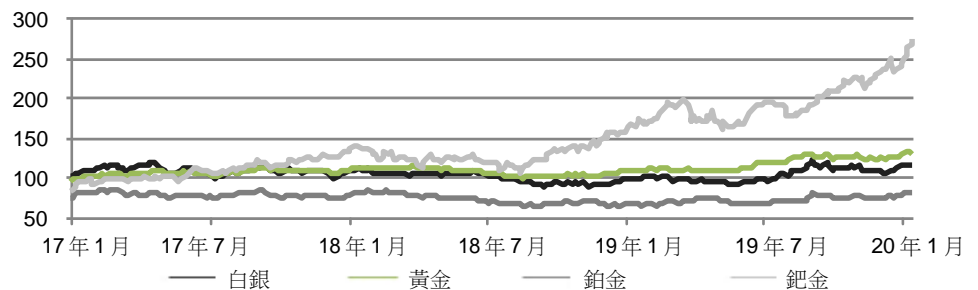


亮點

- 黃金似乎再被“高估”和“超買”，預計短期內仍有走軟的空間，但由於預期會有逢低買入意願，因此大幅下跌的可能性不大。（第2頁）
- 中東的緊張局勢導致黃金價格短暫飆升，突顯了黃金支撐期權波動傾斜的上行風險，並加強了黃金在平衡投資組合中的價值。（第3頁）
- 在各國央行繼續購買黃金的同時，中國似乎已退出市場。（第4頁）
- 俄羅斯似乎將取代澳大利亞，成為全球第二大黃金生產國，而中國仍位居第一。（第5頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2015 年 1 月 1 日=100）

本月金價走低，鈀價下跌 18.0%，隨後出現部分反彈



資料來源：彭博資訊

黃金的不確定性優勢

1 月 8 日，金價飆升至 1611 美元/盎司的盤中高點，隨後在 1550 美元/盎司附近企穩。

雖然 1 月初金價暴漲的直接原因是美國對伊朗軍事指揮官凱西姆·蘇萊曼尼少將發動空襲，但大背景依然是對全球經濟實力和美元穩定性產生的不安。1 月初金價的飆升再次導致金價相對於我們的模型估值出現了“高估”，而技術指標和倉位元指標顯示，金價也出現了“超買”，顯示出了盤整的空間。

但是，我們預計盤整力度很小，而伊朗與美國之間的緊張繼續或將持續。隨著債券收益率接近於（或低於）零，債券對投資者的保護被削弱，我們認為黃金（和其他貴金屬）正在成為平衡投資組合的重要組成部分。

作為黃金需求的一大來源，各國央行一直在放緩購買速度，中國等一些購買者暫停增加黃金儲備。儘管如此，央行仍是黃金需求的主要來源。另一方面，以黃金為基礎資產的 ETF，淨流入量在 2019 年達到了空前的高位。

儘管生產黃金的總維持成本（AISC）進一步攀升，已達到 2014 年以來的最高水準，但隨著黃金需求的增長，俄羅斯、美國和澳大利亞仍將提高其生產能力。在大量近況不斷擴展的同時，許多新礦也正在開發之中。

圖 2：價格快照（2020 年 1 月 15 日）

價格（美元/盎司）	20 年 1 月	月環比%	同比%
黃金	1,548	4.9%	19.8%
白銀	17.79	4.4%	13.7%
鉑金	989	6.6%	23.5%
鈀金	2,193	10.3%	66.1%

資料來源：彭博資訊

圖 3：定價和指標（2020 年 1 月 15 日）

相關指標	20 年 1 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格（盎司）	20 年 1 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,283	2.9%	27.1%	黃金/印度盧比	109,808	4.8%	19.8%
美元指數（5 國代理）	125.30	-0.6%	1.0%	黃金/人民幣	10,684	3.6%	22.2%
西德州輕質原油（美元/桶）	58.10	-3.5%	15.0%	黃金/澳元	2,242	4.7%	25.0%
銅（美元/公噸）	6,270	1.2%	6.9%	黃金/加元	2,022	4.3%	18.0%
彭博大宗商品指數	80.35	0.2%	0.6%	黃金/南非蘭特	22,345	5.4%	25.7%

資料來源：彭博資訊

我們對黃金價格的看法

黃金再次出現“高估”和“超買”...

從9月初到11月底，金價一路走低，12月份又大幅走高，環比上漲了4%。1月8日，金價飆升5.4%，達到1611美元/盎司的盤中高點，目前在1550美元/盎司附近企穩。

我們將12月份金價上漲的初步原因歸結為季節性需求，而1月初的飆升則歸因於伊朗和美國緊張局勢加劇後的“安全投資轉移”需求。我們注意到，相對於我們的“公允價值”估值，黃金再次被“高估”，幅度約為10%左右。黃金在技術上似乎也處於“超買”狀態，交易價遠高於200日MA（1435美元/盎司），期權市場對黃金看漲期權的需求旺盛，而期貨和ETF的黃金多頭敞口巨大。

不過，我們認為黃金已經進入牛市。儘管隨著中東緊張局勢的消散，黃金價格有可能回落到1500美元/盎司附近，但我們認為任何回檔的力度可能都會非常微弱。如果美元繼續下跌，債券收益率上升和/或資產市場波動加劇，則預計黃金將很快重回1600美元/盎司的水準。

我們的黃金模型預測的“公允價值”為1412美元/盎司，這意味著黃金價值被高估了10%左右。回顧一下，我們的黃金模型是由4個因素驅動：1) 我們的5國美元指數，2) SDR加權10年期債券收益率，3) 彭博基礎金屬指數，以及4) 標普500 VIX指數。

由於黃金價格是以美元計價，因此它對美元價值的變動會非常敏感。自去年11月底以來，我們的5國美元指數下跌了1.7%，這為金價提供了一定的上行空間。與此同時，去年金價上漲的主要推動因素債券收益率一直非常穩定，

- 我們認為短期內有向1500美元/盎司區域盤整的空間，但任何美元疲軟的跡象，對全球經濟增長或中東緊張局勢的新的擔憂，都將使金價迅速重返1600美元/盎司區間。

同期上漲了7個幾點至1.10%，或多或少抵消了美元走軟的影響。這種抵消作用在貴金屬價格和股市波動中也很明顯，貴金屬價格上漲了3.1%，標普500波動率（S&P500 VIX）指數下跌了0.4%。

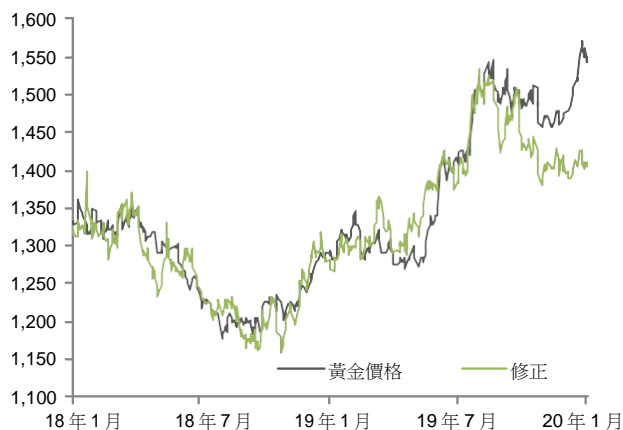
我們認為，隨著模型的更新（我們會定期重新估算），債券收益率係數可能會下降，而美元和波動率指數可能會上升。此外，我們認為，標普500波動率指數可能無法準確反映（美國股票以外的）金融市場中的風險，這兩者都可能縮小“高估”的程度。也就是說，我們的模型傾向於很好地跟蹤黃金走勢，這表明目前黃金的漲勢可能受到限制。

...但是任何重大回檔都將被踴躍買入...

投資者和投機者仍處於黃金多頭狀態。目前已知的ETF持有量為2526噸，較去年增加291噸（同比增長13%）。美國商品期貨交易委員會（CFTC）報告稱，目前未平倉的非商業期貨淨頭寸為37.65萬份多頭合約，達到1031噸，占未平倉合約總額的74.6%。同時，黃金市場期權波動性和偏斜的加劇表明，在場外市場配置多頭黃金同樣重要。我們認為，這種定位代表著巨大的阻力。儘管如此，在美元走勢艱難、全球經濟增長可能令人失望、中東局勢緊張的情況下，我們認為投資者對黃金的信心非常堅定，黃金的任何回檔都可能被心甘情願地買入。

圖4：黃金價格（美元/盎司）

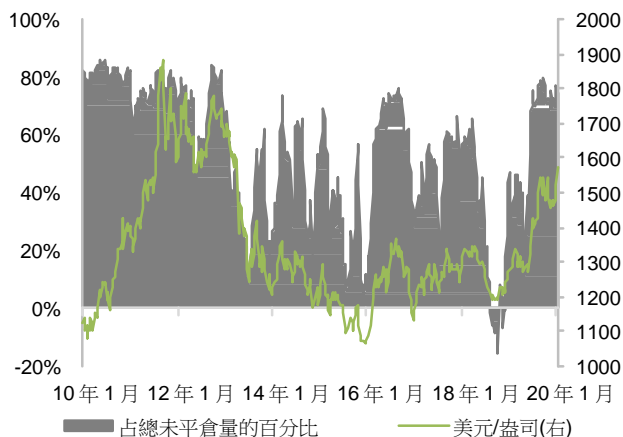
黃金交易價格比我們的模型“公允價值”高出9.6%



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

圖5：期貨頭寸與黃金價格，美元/盎司

非商業期貨頭寸同比增加670噸



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

中東緊張局勢凸顯了黃金價值。

目前，中東緊張局勢有所緩解。

2020年1月3日，伊朗的西姆·蘇萊曼尼少將在巴格達國際機場的美軍空襲中喪生。此次襲擊引發了一系列事件，目前局勢仍在發酵，包括伊朗對美國駐伊拉克空軍基地的報復性火箭襲擊，以及伊朗意外擊落烏克蘭航空公司 PS 752 航班，導致機上 176 人全部遇難。

這些事件觸發了黃金需求的激增，使黃金價格上漲約 3.8%，達到每盎司 1611 美元的多年高點。圍繞伊朗和美國即將爆發軍事對抗的擔憂似乎已經消散，緩解了黃金的上行壓力。然而，我們認為伊朗將削弱美國的影響力、削弱美國的重要盟友以及保護地區霸權作為長期目標，在伊拉克、敘利亞、黎巴嫩、葉門等中東地區越來越獨斷，這與美國的較長期利益以及歐洲、中國、日本及亞洲新興市場等主要石油進口國的利益相左。因此，我們預計緊張局勢將繼續升級，並夾雜著零星衝突，最終很可能出現美伊軍事對抗。

此外，伊朗資助哈馬斯和真主黨，並不斷威脅要消滅以色列。我們認為，伊朗加速其核武器計畫的舉動對地區安全構成了巨大的威脅。如果以色列情報部門得出結論，認為伊朗已實現核武能力，我們認為以色列將會使用中程導彈和導彈彈頭，率先發起打擊行動，以確保摧毀伊朗的核設施，無論美國施加何種壓力抑制行動。簡單來說，我們認為以色列將盡一切努力確保自身的生存，而伊朗製造核武器的企圖對區域安全構成了威脅。

不過，近日來緊張局勢似乎有所緩解——導致金價跌至每盎司 1550 美元下方。過去兩周發生的事件突顯了在多元化投資組合中持有黃金的價值，也突顯了與持有黃金相關的潛在上行風險。

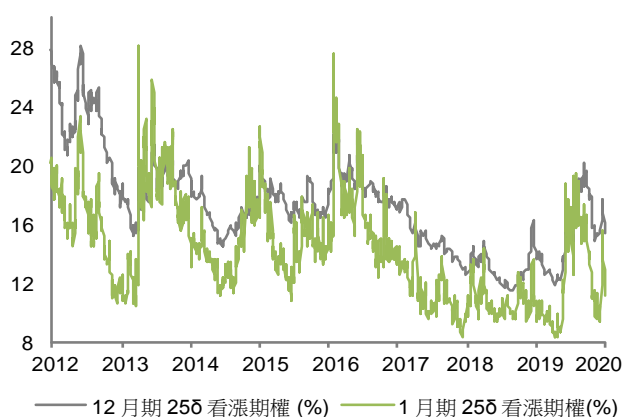
- 中東緊張局勢或將依然嚴峻，為黃金看漲期權提供了支撐。

在 1 月 3 日的事件之後，我們觀察到短期黃金隱含波動率急劇上升，一個月期貨幣隱含收益率上升至 12.8%，而 Delta 值為 25% 的風險逆轉向飆升至 4.1%，表明短期黃金看漲期權的需求相當可觀。此後，我們注意到黃金隱含波動率下降了不到 10%，但黃金看漲期權的波動率溢價仍為 2%，表明短期黃金看漲期權的需求依然強勁。與此同時，購買 12 個月期黃金看漲期權的成本仍處於高位，這意味著黃金市場參與者在未來一年將繼續看到金價上漲（見圖 6）。

從歷史上看，擁有全球多樣化債券和股票投資組合的投資者能夠通過持有債券，從這些類型的衝擊中獲得一定程度的風險緩解。但是，由於許多債券現在的收益率為零乃至為負，甚至長期債券收益率也接近於零，我們認為，債券可能越來越類似於投資組合中的現金，從而降低了風險規避作用。雖然這可能會降低投資組合內債券的吸引力，但卻提高了黃金（和其他貴金屬）的價值，仍將從任何與資產市場波動上升相關的“避險”出價中獲益，同時也為股票市場因全球經濟增長放緩和通貨膨脹下滑以及過去導致債券收益率下降的其他因素而進入熊市提供一定的保護。

圖 6：黃金隱含波動率（%）

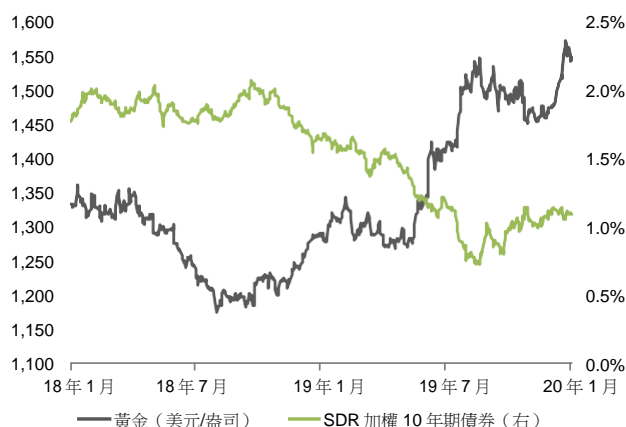
貨幣買入黃金看漲期權的需求依然強勁。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

圖 7：債券收益率及黃金價格（美元/盎司）

1 月份金價的大幅上漲並未反映在債券收益率上



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

央行減緩黃金積累

黃金儲備增長放緩

央行的黃金儲備一直保持健康狀態，10月份央行又增加了41.8噸黃金儲備。然而，這標誌著較前幾個月出現明顯放緩，比9月（49.6噸）下降了16%，而9月較8月（59噸）下降了16%。

儘管增速放緩，但只有極少數國家在積極減少其黃金儲備。10月份，唯一的減少來自德國和哈薩克，分別微弱減少了0.3噸和0.1噸。同樣，11月份，大部分的縮減也不超過一噸，分別來自於馬爾他、墨西哥和烏茲別克斯坦。哥倫比亞拋售5.1噸黃金，是唯一顯著的減持行為。因此，雖然黃金儲備增加的速度有所放緩，但購買水準是健康的，央行的需求仍是全球黃金需求的關鍵組成部分。

中國暫停購買

中國央行黃金儲備的一個更大意外是中國購買模式的改變。自2018年12月以來，中國累計購買了105.8噸黃金，經過10個月的強勁買盤之後，中國的黃金儲備保持不變，10月或11月沒有買入或賣出黃金。這表明，中國目前對其儲備水準感到滿意，表明了他們對中美貿易形勢的把握——這可能是個好消息。

ETF 流入保持強勁

儘管央行的買入可能有所放緩，但黃金ETF的需求仍然強勁。

2019年，黃金ETF淨流入約330噸，表明需求量巨大，遠高於2018年的90噸淨流入量。相比之下，從2019年1月至11月，從各國央行淨買入量為648噸黃金。

- 2019年，約330噸黃金流入黃金ETF

依賴于央行和黃金ETF

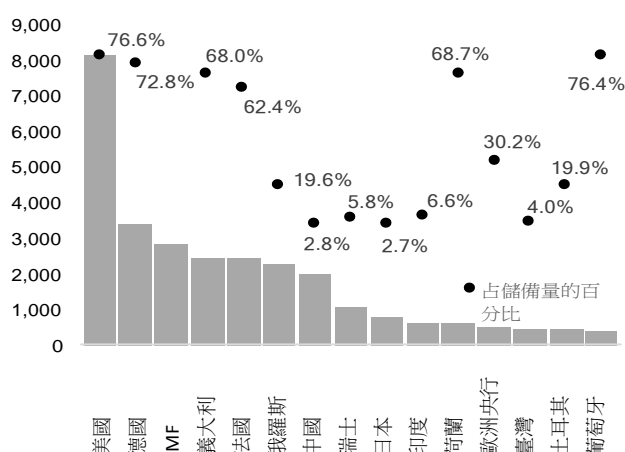
雖然其他地區出現需求下降，但強勁的ETF資金流，加上各國央行持續（但正在放緩）的黃金積累，維持了黃金的供求基本盤。在中國，上海黃金交易所（SGE）的黃金圖企業量為2013年以來最低。根據2019年1月至11月的資料和2019年12月的預測，總提取量約為1630噸，比2018年減少了近21%。

亞洲金價上漲提振印度需求

隨著亞洲黃金價格飆升，許多地區的黃金交易價格出現溢價，印度則轉向折價交易，從而刺激了當地對貴金屬的需求。中國的交易價格溢價為每盎司7-7.50美元，新加坡的溢價為每盎司0.50-0.60美元，印度的黃金交易價格較國內價格約存在7美元/盎司的折扣。與2019年早些時候相比，這是一個巨大的變化。當時，儘管有十勝節和排燈節慶祝活動，但印度的黃金需求仍然疲軟，而黃金購買活動本來通常會在這個時候增加。

圖8：官方黃金儲備量（1月）

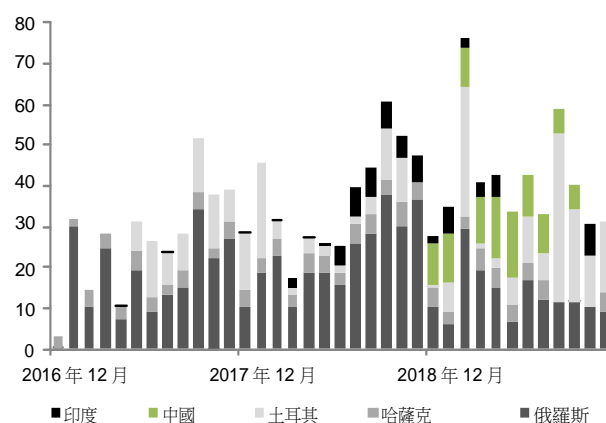
最大的15個黃金持有者持有世界黃金儲備量的81.5%



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

圖9：央行購買量（噸）

中國在2019年10月和11月沒有增加黃金儲備



資料來源：國際貨幣基金組織、世界黃金協會、Redward Associates

生產動態繼續變化

俄羅斯將成為第二大生產國

世界第三大黃金生產國俄羅斯將在 2020 年超過澳大利亞，躍居第二位。俄羅斯的黃金產量預計將在 2019 年至 2023 年之間以 4.5% 的複合年增長率增長，使黃金產量增加 340 萬盎司。與此相比，澳大利亞預計同期產量將增加 140 萬盎司，複合年增長率為 2.8%。

- 2020 年，俄羅斯有望取代澳大利亞，成為全球第二大黃金生產國

俄羅斯並不是唯一一個考慮增產的國家。目前在全球範圍內擴展的約 90 個專案中，只有 23 個位於俄羅斯、澳大利亞和美國。雖然這三個國家的黃金產量正在增加，但中國、智利和墨西哥等國的情況卻恰恰相反，這些國家的黃金產量由於各種原因正在下降。以中國為例，由於實施了環保稅，導致採礦加工成本增加，2018 年黃金產量下降了 5.9%。總的來說，這使得最活躍產區發生改變，同時保持了黃金生產的全球性。

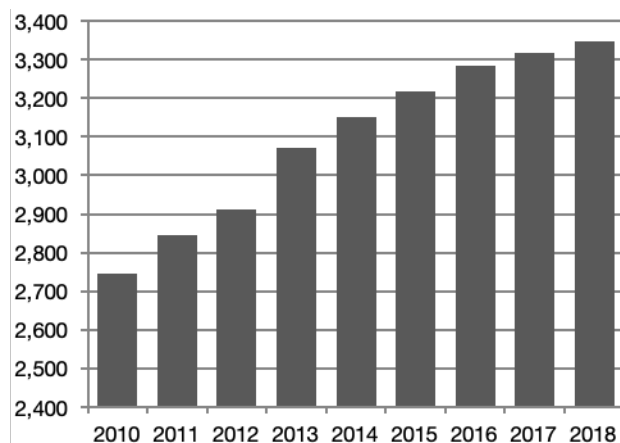
許多大型新礦也將在未來幾年投入生產。Pascua-Lama 專案（智利/阿根廷）、Donlin 黃金專案（美國）和 Kerr-Sulphurets-Mitchell 專案（加拿大）是其中最大的幾個專案之一，預計到 2023 年投產，年黃金生產能力合計超過 320 萬盎司。

總維持成本上升

2019 年第三季度，黃金開採的總維持成本（AISC）連續第三個季度上升，接近 970 美元/盎司，達到 2014 年第三

圖 10：礦產量（公噸）

近年來，全球礦產量供應增長放緩



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

季度以來的最高水準。鑒於金價高企，以及投資者、央行和黃金 ETF 等多種管道的需求，我們預計成本上升不會阻礙黃金生產。相反，在俄羅斯，美國和澳大利亞的大力支持下，全球黃金產量預計將在 2019 年至 2023 年期間以 2.5% 的複合年增長率增長。

白銀

在工業應用需求預期增長以及新技術預期助提生產效率的推動下，白銀開始回歸。自 2016 年以來一直在下降的全球白銀產量，最終預計將在 2023 年前實現增長，從 2019 年的 9.135 億盎司（同比下降 0.7%）增至 2023 年的 10.29 億盎司。

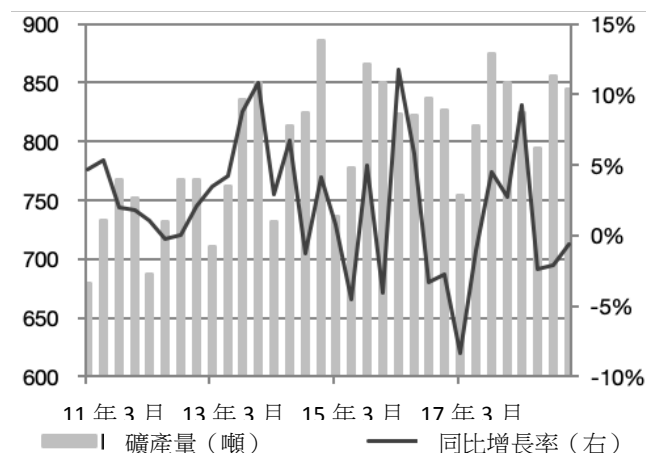
- 預計白銀產量將逐年遞增，到 2023 年達到 10.29 億盎司

產量增加的一個重要因素是近 50 個項目的投產（目前正在建設中），其中白銀是生產的主要商品或次要商品。這些專案包括墨西哥的 El Cajon、智利的 Candelaria 2030、厄瓜多爾的 Fruta del Norte 和 Mirador 以及俄羅斯的 Ozernoe 和 Udokan 項目。

這也將造成白銀黃金比率反彈，從 2019 年 9 月略低於 80 的年度低點，到 2020 年 1 月中旬更健康的 86-87。這仍低於 7 月初略高於 93 的高點。

圖 11：採礦材料（季度）

2018 年第二季度礦山生產增速為負



資料來源：公司報告、Redward Associates

免責聲明本研究由 **Redward Associates Ltd** 進行，僅用於提供一般資訊。它並未考慮您的個人環境，也不是投資建議或引誘您交易杠杆產品。示例僅供參考，不反映來自 OANDA 的當前價格或要約。示例僅供參考，不反映來自 OANDA 的當前價格或要約。本報告中體現的觀點並不是 Redward Associates Ltd 的觀點，且不能被解讀為 OANDA Asia Pacific Pte Ltd 或 OANDA 公司集團任何成員的觀點。可能隨時在無預先通知的情況下更改或撤銷此處的資訊。您要完全自己負責確定杠杆交易或特定交易是否適合您，並自己負責尋求獨立專業建議。在做出任何投資決策前，您首先應考慮您自己的狀況。杠杆交易擁有很高風險。由於您可能會損失您存入的部分或全部資金，所以在進入這個市場前，您應當考慮您的財務目標、經驗水準及對此類風險的偏好。最重要的是，請勿投入您不能夠損失的資金。另請注意，過往業績並不代表將來表現。

本報告與 Redward Associates Limited 聯合備制。



Peter Redward
www.redwardassociates.com
電話：+64 9 379 8831
電子郵件：peter@redwardassociates.com
PO Box 5091, Wellesley Street, Auckland 1141, New Zealand



如需更多資訊，請隨時與我們聯繫。

OANDA 亞太公司
50 Collyer Quay
#04-03 OUE Bayfront
Singapore 049321
電話：+61 2 8046 6258

電子郵件：frontdesk@oanda.com
網址：oanda.com

OANDA 澳大利亞私人有限公司
Suite 4303, Level 43
225 George Street
Sydney NSW 2000
電話：+61 2 6579 8289