



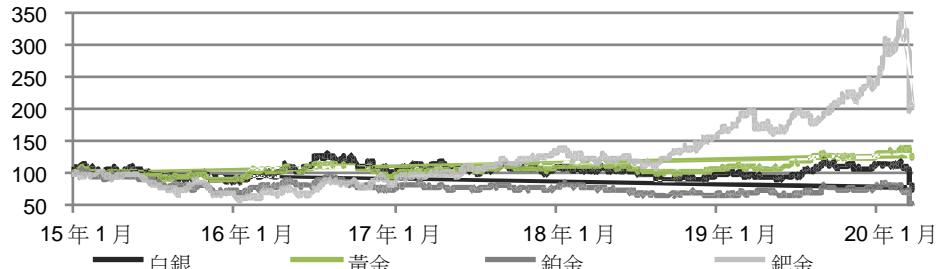
2020年4月1日

亮點

- 金價觸及每盎司 1,703 美元的峰值，隨後在全球資產拋售中跌至 1,456 美元的低點（第 1 頁）
- ETF 投資者似乎已逢低買入，持倉量連續 10 周上漲（第 2 頁）
- 3 月份，銀、鉑和鈀的價格大幅下跌，金銀比達到史上最高水準（第 3 頁）
- 黃金交易量在 2020 年第一季度激增，而中國的零售需求大幅下降（第 4 頁）
- 新冠肺炎中斷了黃金供應鏈，並對資本投資造成壓力（第 5 頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2015 年 1 月 1 日=100）

3 月環比大幅下跌：金價 (-11.0%)、銀價 (-34.5%)、鉑價 (-38.8%)、鈀價 (-38.1%)



資料來源：彭博資訊

經濟“細胞因數風暴”

月內，黃金價格在 3 月 9 日飆升至 1,703.4 美元/盎司的高點，一周後旋即下跌 14.4% 至 1,456 美元/盎司的低點，目前小幅反彈至 1,490 美元/盎司。

隨著決策者採取越來越嚴厲的措施來減緩新冠肺炎的感染率，黃金和其他資產價格出現大幅波動。在撰寫本文時，報告的感染人數為 329,299 人，死亡人數 14,376 人。

決策者的反應類似於人類免疫系統的反應，即“細胞因數風暴”。當人體遇到一種新的病原體時，免疫系統會產生一種非常強烈的反應，這種反應被稱為細胞因數釋放綜合征，或“細胞因數風暴”。然而，在阻止病毒的過程中，免疫系統會造成嚴重的自我傷害，在某些情況下，甚至會壓垮宿主。

決策者似乎正在引發一場經濟“細胞因數風暴”，因為他們關閉了大部分的經濟體，以防止更多人死於新冠肺炎。這些行動似乎

是抑制感染人數長期增長的必要手段，但同時也帶來了嚴重的短期經濟後果。

在這樣的環境下，黃金的走向仍不明朗。美元熱令黃金承壓，而全球經濟增長下滑可能繼續對貴金屬價格構成壓力。我們預計，流入美元的資金最終將減少，並且我們認為超寬鬆的貨幣政策將限制債券收益率，並（最終）支撐貴金屬價格。儘管在這種環境下資產市場的波動性將會減弱，但總體風險平衡可能會利好黃金。

圖 2：價格快照（2020 年 3 月 23 日）

價格(美元/盎司)	20 年 3 月	月環比%	同比%
黃金	1,490	-11.0%	12.7%
白銀	12.37	-34.5%	-20.6%
鉑金	596	-38.8%	-30.7%
鈀金	1,629	-38.1%	3.6%

資料來源：彭博資訊

圖 3：定價和指標（2020 年 3 月 23 日）

相關指標	20 年 3 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(盎司)	20 年 3 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	2,305	-28.5%	-17.6%	黃金/印度盧比	112,068	-7.1%	22.9%
美元指數（5 國代理）	135.85	6.5%	8.9%	黃金/人民幣	10,576	-10.2%	19.2%
西德州輕質原油（美元/桶）	21.43	-58.3%	-63.6%	黃金/澳元	2,603	2.9%	40.0%
銅（美元/公噸）	4,805	-15.2%	-24.2%	黃金/加元	2,159	-2.9%	21.6%
彭博大宗商品指數	61.10	-18.4%	-25.4%	黃金/南非蘭特	26,424	4.4%	39.4%

資料來源：彭博資訊

黃金波動率飆升至類似 GFC 的水準

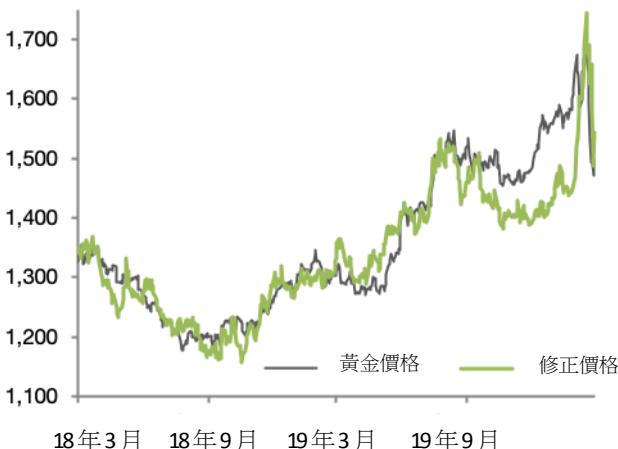
ETF 投資者逢低買入。

在當前疫情恐慌之初，黃金表現良好，3月9日飆升至1,703美元/盎司的盤中高點，但一周後暴跌14.4%至1,456美元/盎司的低點。我們認為黃金價格大幅波動原因在於宏觀經濟不確定性和波動性的激增，進而導致投降式拋售。

我們的黃金模型很好地捕捉了黃金價格的劇烈波動。回顧一下，該模型是由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500VIX指數。該模型的公允價值估計值在3月9日飆升至1,744美元/盎司的峰值，然後在3月19日下跌14.7%至1,488美元/盎司，目前穩定在1,544美元/盎司。通過分解模型逐項分析，我們觀察到自3月9日以來金價暴跌的主要驅動力是債券收益率飆升36個基點，導致公允價值下跌110美元/盎司。我們的5國美元指數上漲6.5%，使我們的“公允價值”估值減少了71美元/盎司，而賤金屬價格下跌9.1%，使我們的“公允價值”估值進一步降低了36美元/盎司。標普500VIX指數上漲12個百分點，部分抵消了上述頹勢，金價上漲16美元/盎司。

圖4：黃金價格（美元/盎司）

受美元走強以及較長期債券收益率飆升影響，黃金價格今日下跌。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

黃金市場的波動很好地反映了金價的劇烈波動。一個月ATMF隱含波動率在3月18日飆升至44%，雖然隨後回落至34%，但仍維持在2008年10月全球金融市場見頂時的水準。

債券收益率飆升、美元升值以及伴隨而來的黃金市場波動，對專業投資者造成了嚴重破壞。在危機爆發前，專業投資者持有大量黃金多頭頭寸。波動性的躍升和最初相關性的飆升，觸發了投資者對風險價值(VaR)估值的激增，促使其平倉投機頭寸。由於市場做多，這意味著大量拋售黃金。

據CFTC報導，3月3日非商業投資者持有的黃金期貨淨多頭合約為36.83萬手合約。共計1,146噸。兩周後，隨著投資者解除9.67萬手黃金多頭合約和4600手黃金空頭合約，黃金多頭合約淨額跌至27.6萬手合約(859噸)。

- ETF投資者似乎在專業投資者被迫平倉的情況下買入了下跌的股票。

雖然我們觀察到，“公允價值”估值出現了大幅波動，專業投資者結清了投機性黃金多頭敞口，但規模較小的投資者仍在繼續積累黃金多頭敞口。已知的ETF持倉量已連續10周增加，月環比增長113噸，年初迄今增加197噸，淨多頭敞口現為2,727噸。

短期內，黃金的走向尚不明朗。美元似乎復蘇，對財政赤字(和貨幣化)的擔憂可能會使較長時期債券收益率波動，而全球經濟下滑可能將繼續拖累賤金屬價格。

不過，流入美元的避險資金最終將減少，並且我們認為超寬鬆的貨幣政策將限制債券收益率，並(最終)支撐賤金屬價格。儘管在這種環境下，資產市場的波動性會減弱，從而令金價承壓，但總體風險平衡可能會利好黃金。如果美元下跌10%，特別提款權加權的10年期債券收益率跌至25個基點，而VIX指數跌至15%，我們對黃金的“公允價值”估計將溫和反彈，至每盎司1,650美元左右。

圖5：ETF持有量，WoW公噸

儘管波動劇烈，但黃金ETF淨買盤依然強勁。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

隨著需求下降，貴金屬價格下跌

白銀與黃金脫鉤…

3月19日，白銀價格環比下跌37%，至11.64美元/盎司，與2009年的價格持平，達到10年低點，逼近2008年危機時期的低點8.46美元/盎司。由於黃金價格下跌幅度較小，金銀比(GSR)在3月18日飆升至125.7:1的歷史新高。

銀價下跌或是由於人們預期工業應用領域對銀的需求將會減弱。儘管人們通常認為黃金是避風港，但白銀的實物需求中有近60%來自工業來源，當工業需求減弱時，白銀很容易出現回檔。根據白銀協會的《世界白銀調查報告》，2018年白銀總需求為10.34億盎司，其中工業需求占到5.79億盎司。電氣和電子產品需求是白銀的主要工業應用領域，在2018年占2.49億盎司。

儘管銀價下跌，但由於消費者希望籌集現金，加之消費者也不願消費，白銀的其他主要實物需求來源——珠寶(2.13億盎司)、銀幣和銀條(1.812億盎司)——也應會減弱，因此，白銀的回收可能會增加。

由於現貨需求尚沒有明顯復蘇跡象，白銀似乎極易受到投機投資需求變化的影響。此外，儘管銀價在3月份大幅下跌，但以往的危機，包括2008年從峰值到低谷的58%跌幅，都表明銀價可能還會進一步下跌。

…鈀金崩盤…

鈀金驚人的牛市行情似乎已經結束。在2月28日達到歷史最高價2,883.9美元/盎司(自2016年低谷以來上漲了538%)之後，價格急劇下跌，目前為1,628.8美元/盎司

- 銀價環比下跌37%，金銀比達到歷史最高值
- 鈀金價格自2月份見頂以來已下跌43%

(從峰值下跌了44%)。

儘管供應依然緊張，但我們早些時候就潛在需求疲弱發出了警告。回想一下，鈀金主要用於汽車催化轉化器，在新冠肺炎爆發前汽車需求低迷，該金屬似乎較易受到全球經濟疲弱復蘇的影響。

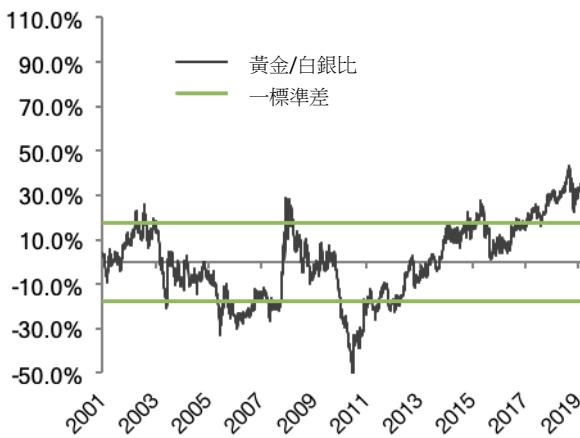
自1月份以來，鈀金潛在需求大幅下降。在中國，2月份新車銷量環比下跌80%，與此同時，有關部門放鬆了對汽車尾氣排放的新要求。隨著全球範圍內推出人口限制和隔離措施，美國、歐洲和其它地區的主要汽車市場或將出現類似的汽車需求下降。儘管鈀金供應依然緊張，而且——CFTC期貨和期權資料顯示——看漲頭寸已大幅減少，但價格僅回落至2019年9月的價格水準。鈀金在較低入場點和塵埃落定時或許具有吸引力，但現在還不是時候。

…鈀金出現反轉

鉑金價格從1月份1,041.7美元/盎司的年度高點下跌43%，目前為595.6美元/盎司。鉑金同鈀金一樣大量應用於汽車行業，但與鈀金不同的是，鉑金供需處於過剩狀態，表明疲軟或將持續。

圖6：黃金/白銀比

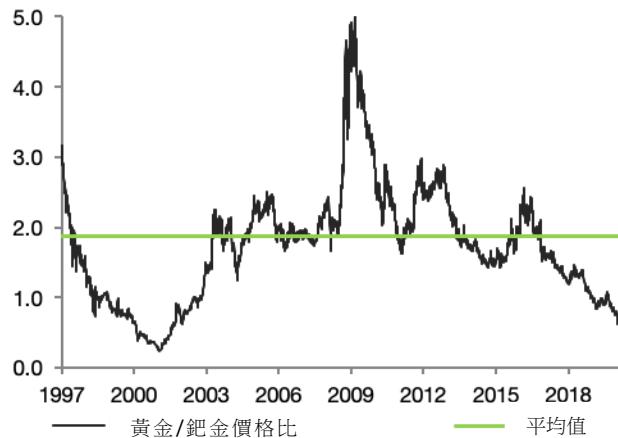
3月18日金銀比達到125.7:1的歷史最高點



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

圖7：黃金/鈀金比

黃金/鈀金比仍大幅低於歷史平均值



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

投機需求對黃金構成衝擊

交易量開始上升

3月份黃金日均交易量增至2,600億美元，而2月份和1月份分別為1,950億美元和1,800億美元。值得注意的是，2020年前三個月的交易量高於2019年的日均交易量（1,460億美元）。

交易量增加或為交易員試圖利用波動性以及杠杆投資者被迫出售黃金以滿足保證金要求的結果。上周，黃金波動率指數平均為38.7，1月份為12.2，2月份為13.0。

在期貨市場，COMEX的淨多頭倉位在2月中旬創下1,209.30噸的歷史新高，反映出投機投資者的強勁看漲情緒。然而，到3月中旬淨多頭倉位已降至859.4噸，這主要是由理財經理的淨多頭減少所致，從2月中旬的884.0噸降至3月中旬的552.0噸。

ETF資金流2月份上升

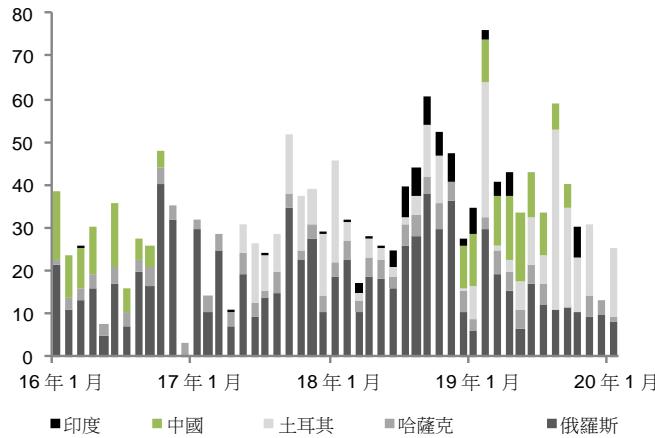
2月份ETF（交易所交易基金）資金流增強，黃金ETF的持有量增加84.5萬噸，而1月份為61.6萬噸。

按地區劃分，ETF漲幅最大的是北美，ETF持有量增至1,512噸，環比增長2.9%。歐洲黃金ETF持倉量增至1,387.9噸（環比增長2.4%），亞洲ETF持倉量增加86.8噸（環比增長11.1%）。

就ETF產品而言，漲幅最大的兩支分別來自SPDR Gold Shares和Xtrackers Physical Gold ETC EUR，前者是一支美國ETF（環比增長31.0噸），後者是一隻德國ETF

圖8：央行黃金儲備量變化（噸）

今年1月，央行的儲備量增加了22.6噸



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

- 年初至今，黃金ETF流入量為225.3噸（+7.8%）

（環比增長9.7噸）。截至2月底，全球黃金ETF持有量為3,033噸，使其持有量和ETF總資產均達到歷史最高水準。

央行購買黃金

今年1月，各國央行的黃金儲備淨增22.6噸，較去年12月僅1.7噸的增幅有了顯著增長。

1月份，土耳其和俄羅斯分別購買了16.2噸和8.1噸黃金，居全球之首。哈薩克和蒙古也分別新增1.0噸，烏茲別克斯坦和卡達分別減少了2.2噸和1.6噸的儲量。

俄羅斯似乎沒有放緩黃金購買的計畫——今年2月，俄羅斯增加了12.4噸黃金儲備，使俄羅斯央行的黃金儲備總量達到2,292噸。

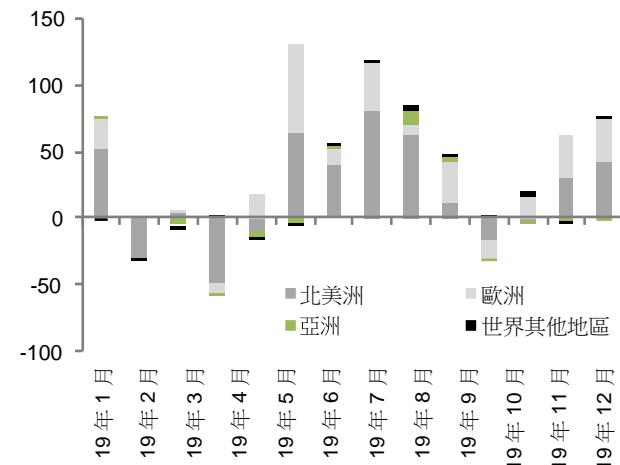
中國零售需求暴跌

過去一年的大部分時間裡，中國的零售價格都高於國際黃金價格。但是，中國和印度最大的零售黃金市場內金價均較國際黃金價格有大幅折讓。

根據上海黃金交易所黃金提取量資料顯示，2月份提取量為28.99噸，而2019年2月份為99.77噸，似乎也出現暴跌。

圖9：ETF持有量的變化（噸）

2020年，北美和歐洲將成為最大的流入市場



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

新冠肺炎影響黃金供應

新冠肺炎對黃金供給的影響

新型冠狀病毒肺炎（“新冠肺炎”）導致礦業公司難以維持金礦運轉和黃金產量。

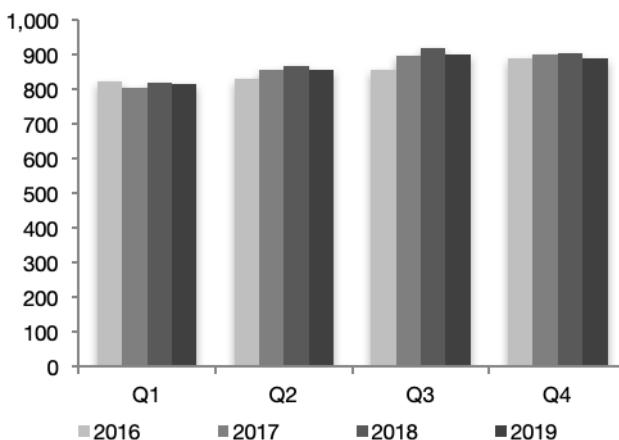
值得注意的是，由於針對冠狀病毒的預防措施以及流動性要求，礦業勞動力已經中斷。例如，由於旅行禁令的實施，非國內航班線路運行愈發艱難，一些煤礦正在重新考慮選擇方案。Newcrest 已經取消了一條通往巴布亞紐幾內亞利希爾島（Lihir Island）的 FIFO 航線，選擇讓礦工多留在礦山一段時間。TMAC 已將 58 名努納武特（Nunavut）礦山工人按待命工資的條件遣散回家，以減少感染新冠肺炎的風險。

- 新冠肺炎已導致黃金供應鏈中斷，並對資本投資造成壓力

黃金運輸同樣受到影響。儘管黃金生產商仍在繼續開採黃金，但這些黃金最終被囤積起來，等待裝運。俄羅斯 Kupol 礦山的運營方金羅斯黃金（Kinross Gold）已進入一級防範禁閉狀態，此前兩名工人因疑似感染冠狀病毒而入院治療。該礦山雖然仍按計劃運行，但由於航空線路中斷和道路封閉，致使產品無法運出。

在最極端情況下，各礦業公司不得不在一段時間內中斷所有作業。這包括在新加坡上市、在馬來西亞有業務的礦業公司，因為馬來西亞出臺了為期 14 天的“活動控制令”。中色金礦有限公司（CNMC Goldmine Holdings）和 Anchor 資源（Anchor Resources）兩家公司均已遵守馬來西亞政府的指示，將馬來西亞的礦山運營停產兩周，直到 3 月底。

圖 10：全球金礦產量（公噸）
2019 礦產量下滑，為 2008 年以來的首次下滑



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

圍繞礦山運營的不確定性增加也給原本計畫的資本支出帶來了壓力，一些礦業公司已發佈了降低資本支出的指引。圍繞新冠病毒的不確定性及其對礦業生產的影響的時間越長，原計劃資本支出推遲的可能性就越大，從而給全球供應造成壓力。

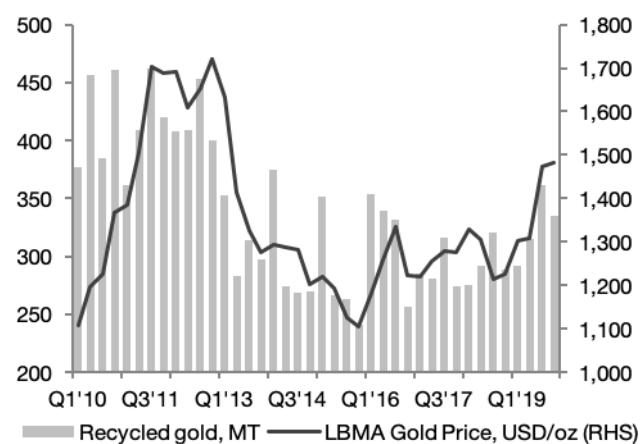
新礦迎來春天

上個月，多個金礦取得了擴產許可證或者可行性得到確認。與此同時，黃金供應和採礦產能也出現了利好消息。

Northern Vertex 公司的 Moss 金礦獲得了擴產許可證，預計可生產 36 萬盎司黃金。此外，Bardoc Gold 證實了在 Kalgoorlie 附近新開一個 8 年期金礦的可行性，年產量為 13.5 萬盎司。西非資源公司（West African Resources）在布吉納法索的 Sanbrado 項目投產第一批黃金，在礦區加工了 7.5 萬噸礦石。該黃金項目是西非資源公司的一項重大成就，希望其成為“西非的下一個一級黃金資產”。在目前的環境下，黃金生產商最關心的是從礦石中生產黃金所需的試劑和消耗品的貨量和供應情況。西非資源公司有 6 個月的供應量，可以很好地維持運營。

資金成功籌措到位，一些小型礦場得以開礦或擴產。Harte Gold（安大略最新的黃金生產商）通過私人配售籌集了 700 萬美元，以繼續開發安大略北部的 Sugar Zone 礦場。在澳大利亞，Horizon Minerals 為位於卡爾古利的布拉拉（Boorara）黃金專案籌集了 60 萬澳元的債務和股本，該專案包括一座露天礦場和加工設施。

圖 11：黃金回收及黃金價格
金價走高支撐了黃金的回收量，提振了供應



資料來源：世界黃金協會、國際貨幣基金組織、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

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 亞太平公司

50 Collyer Quay
#04-03 OUE Bayfront
Singapore 049321
電話 : +65 6579 8289

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 8046 6258

電子郵件 : frontdesk@oanda.com

網址 : oanda.com