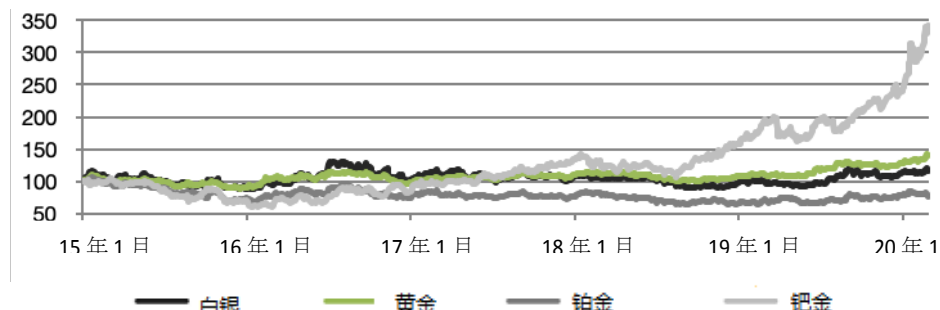


亮點

- 新型冠狀病毒肺炎 (COVID-19) 全球性傳播擔憂引發市場恐慌，黃金價格環比上漲 4.4 % (P1)
- 我們的指標模型顯示黃金仍“估值過高”，黃金 ETF 頭寸大幅增加 (P2)
- 新冠肺炎開始在全球範圍內傳播，黃金行情並不明朗，實物需求勢將下滑 (P3)
- 全球黃金需求第四季度大幅下滑 (同比下降 19.0%) 導致 2019 年總體需求偏低 (同比下降 1.0%) (P4)
- 2019 年全球黃金礦產量降至 3,463.7 噸 (同比下滑 1.3%)，為 2008 年以來的首次年度下滑 (P5)
- 受回收黃金增長驅動，2019 年全球供應量增長 2.2% (P6)

圖 1：貴金屬價格指數 (2015 年 1 月 1 日=100)

金價創七年新高 (1689.3 美元/盎司)，鉑價亦飆至新高



資料來源：彭博資訊

因擔心疫情蔓延，投資者競相購買黃金

金價 2 月 24 日飆至 1,689.31 美元/盎司的 7 年新高，後出現小幅回落，至 1,649.42 美元/盎司，環比上漲 4.4%。

起初，全球市場對中國武漢突發的新型冠狀病毒肺炎 (COVID-19，簡稱“新冠肺炎”) 疫情並未理會，且其最初確實僅局限在湖北省境內。但據最新中國境外病毒傳播報告顯示，韓國、義大利和日本也出現大量感染人群，由此引發市場恐慌；2 月 24 日，標準普爾 500 指數 (S&P500) 下跌 3.4%、波動率指數 (VIX) 飆升至 26、美國 10 年期政府債券收益率下降 10 個基點至 1.37%。

隨著新冠肺炎疫情蔓延擔憂的加劇，黃金會從中受益。病毒感染的消息從中國傳出後，黃金投資者已穩步建立起投機性多頭頭寸。過去一個月，黃金 ETF 全球持有量增加 63 噸，僅過去一周就增加了 15 噸。

我們對新冠肺炎的蔓延繼續持謹慎態度 (不過該病毒呈現很強的傳染性，死亡率在

3-5%之間)，任何利好消息都可能導致金價大幅回檔。目前，我們的指標模型顯示的“公允價值”為 1,518 美元/盎司，遠低於黃金現貨價格。

不過，我們預計隔離措施將嚴重拖累全球經濟增長，該影響可能會持續幾個季度。據我們估算，中國和亞太其他區域的產出損失可能高達 1 萬億美元。如果這種情況成為全球寫照，將對全球的社會和經濟生活造成巨大影響。在黃金被視為“安全避風港”的情況下，疫情蔓延的實際和可感知風險都會推動金價升至新高。

圖 2：價格快照 (2020 年 2 月 25 日)

價格 (美元/盎司)	2020 年	月環比%	同比%
黃金	1,649	4.4%	24.4%
白銀	18.25	0.9%	14.9%
鉑金	932	-5.7%	9.5%
鈀金	2,723	19.8%	77.7%

資料來源：彭博資訊

圖 3：定價和指標 (2020 年 2 月 25 日)

相關指標	2020 年 2 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (盎司)	2020 年 2 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,175	-2.1%	13.6%	黃金/印度盧比	118,525	5.0%	25.9%
美元指數 (5 國代理)	127.48	1.2%	2.6%	黃金/人民幣	11,565	5.9%	30.3%
西德州輕質原油 (美元/桶)	50.50	-5.0%	-9.0%	黃金/澳元	2,497	6.8%	35.0%
銅 (美元/公噸)	5,666	-0.9%	-13.2%	黃金/加元	2,190	5.2%	25.3%
彭博大宗商品指數	74.41	-2.4%	-8.5%	黃金/南非蘭特	25,115	8.8%	36.9%

資料來源：彭博資訊

風險厭惡情緒上升，黃金延續漲勢

現貨金價仍遠高於“公允價值”...

金價 2 月 24 日創下 1,689.31 美元/盎司的七年高點，隨後略有下跌。短期內，我們預計會有獲利回吐的空間，黃金可能會在近期回檔，落至 1,620 美元/盎司。

我們的黃金指標模型支援了存在回檔空間的觀點，模型的“公允價值”目前為 1,518 美元/盎司，顯示黃金被“高估”出 9.3%。現在來回顧一下我們模型。該模型結合了最新市場價格及以下相關驅動因素：i) SDR 加權的 10 年期債券收益率；ii) 五國美元指數；iii) 標普 500 VIX 指數；以及 iv) 彭博基礎金屬指數。

然而，如果有關當局在遏制新冠肺炎的協調行動造成全球幾個主要經濟體經濟活動的明顯停滯（向中國出現的情況），資產市場的波動仍將持續，金價可能會繼續走高，有可能突破 1,700 美元/盎司。

圖 4：黃金價格（美元/盎司）

自 5 月中旬牛市真正開始以來，黃金價格一直高於我們模型的“公允價值”預測。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

自 2019 年 5 月最新一輪黃金牛市開市以來，不斷下滑的全球債券收益率為金價的強勁上漲提供了有力支撐，而美元走強則抑制了金價的繼續攀升。

雖然我們目前幾乎看不到美元走軟的合理因素，但如果 VIX 指數升至 40，加之 SDR 加權 10 年期債券收益率下降 10 個基點，其他因素保持不變的情況下，黃金的“公允價值”將升至 1,587 美元/盎司。這將使金價被高估的程度不至太過極端（約為 4.5%）。

資產市場沒有進一步惡化的情況下，黃金的基本面驅動因素可能會將金價錨定在接近當前的水準。

- 隨著 ETF 持有量達到 2,163 噸，投機性頭寸一直在增加

... 頭寸在增加...

近期金價的上漲與看漲情緒的上升有關，彭博社 (Bloomberg) 每週市場情緒調查顯示，58% 的黃金市場參與者傾向看漲，期權市場動態方面，ETF、期貨和價格指標的投機性多頭頭寸均有增加。

商品期貨貿易委員會 (CFTC) 報告稱，上周末平倉非商業黃金多頭頭寸合約淨量為 38.88 萬份，占未平倉合約總量的 78.1%。非商業期貨持有量目前為 1,209 噸，自 5 月中旬以來增加了 943 噸。過去一個月，已知 ETF 持倉增加 63 噸，至 2,613 噸，意味著自 5 月中旬以來，已知 ETF 持倉增加了 416 噸。

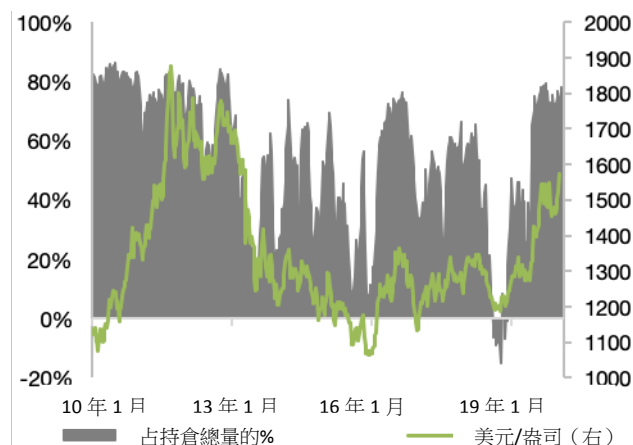
... 金價是否會繼續上漲？

如果有關新冠肺炎的負面消息在未來幾個月開始消退，我們預計投資者對黃金的興趣也會隨之減退，可能會出現投機性頭寸平倉，給金價帶來下行壓力，且會更接近我們的“公允價值”。

然而，情況是否如此遠不明朗。新冠肺炎的影響可能會引發全球經濟增長的新一輪恐慌，加上鴿派情緒的復蘇，近幾周所觀察到的債券收益率的下降可能仍將持續。新冠肺炎可能會令經濟體內部暗藏的風險浮出水面，如果全球經濟疲軟再次顯現，可能會成為金價下一番上漲的驅動力。

圖 5：期貨持倉及黃金價格（美元/盎司）

非商業期貨合約接近多年高位。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

疫情全球蔓延恐慌驅動金價上漲

新冠肺炎疫情蔓延風險上升

在武漢首次出現的新型冠狀病毒株已正式命名為“COVID-19”，隨著其對社會和經濟所帶來影響的加深，引發了人們對病毒全球蔓延的擔憂。該病毒現已在全球傳播，如果感染率加快，世界衛生組織（WHO）可能會宣佈新冠肺炎為全球性流行病。

根據最新官方資料，新冠肺炎感染人數已達 80,148 人，死亡人數達 2,699 人。儘管報告的感染人數增長率 2 月初似已放緩，但公共衛生部門還在力控病毒，新冠肺炎感染和死亡人數的真實資料幾乎可以肯定會高於官方公佈的資料。武漢所在的湖北省面臨檢測設備嚴重短缺的問題，報告顯示新冠肺炎檢測出現多次失敗。在湖北省以外的中國其他省份，病毒引起的死亡率卻低了很多，這表明死亡人數可能還會上升，因為許多感染者從早期症狀到發展為嚴重呼吸困難都會經歷一段時間的潛伏期。此外，中國的“復工”潮可能會在未來幾周內引發新一輪感染，這也加劇了人們的擔憂。

疫情已開始在中國境外蔓延。截至本文撰稿時，韓國已報告 893 例新冠肺炎感染病例，日本 160 例，新加坡 90 例。義大利（229 例）、香港（81 例）、美國（53 例）等其他十幾個國家和地區也出現了感染病例。

對於有關當局能否遏制住該病毒，情況遠不明朗。但很明顯，其對中國 GDP 帶來了巨大衝擊。中國經濟運行潛能可能會低至 25% 至 30%，而且已在該基本水準上持續了四周，且還將持續。據我們粗略估計，中國和亞太其他區域的

產出損失可能高達 1 萬億美元。此外，這些損失的產出大部分為服務相關產出，為永久性損失。我們幾乎可以斷定會形成一個相當大的存貨週期，但具體什麼時間到來，規模有多大，尚未可知。儘管中國已表示會採取其他經濟刺激措施，但我們認為，貨幣政策不太適合應對供應衝擊（正如中國目前所發生的情況（勞動力的撤出）），我們預計決策者將會對此持謹慎態度。

● 黃金 ETF 需求大幅上升，但實物需求勢將大幅下滑

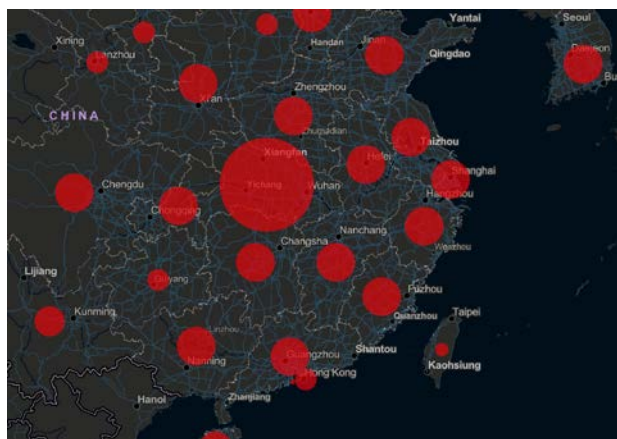
金價上行空間不明朗

迄今為止，出現全球性流行病的威脅無疑給金價帶來了正向影響。自新冠肺炎首登新聞頭條以來，金價已上漲 9.0%，黃金 ETF 的持有量飆升至 2,613 噸（環比上漲 63 噸）。然而，金價是否會進一步上漲並不明朗。新冠肺炎將給本已疲弱的黃金首飾需求以及亞洲各地的金條和金幣需求帶來影響。隨著有關當局旅行限制及隔離措施的實施，任一市場疲弱都有可能持續幾個季度。中國是目前全球最大的黃金市場，2019 年，中國黃金消費需求占比為 30%。相比之下，2003 年 3 月至 7 月 SARS 爆發時，中國黃金需求僅占比為 8%。黃金首飾需求遭受 SARS 重創，較平時收縮 10-15%。

儘管市場迄今仍將焦點放在了黃金的“避險”性上，但黃金實際需求將面臨嚴重威脅，如果病毒在印度蔓延，黃金消費需求會嚴重首創，將沖抵黃金的避險特性。

圖 6：中國新冠肺炎感染患者分佈圖

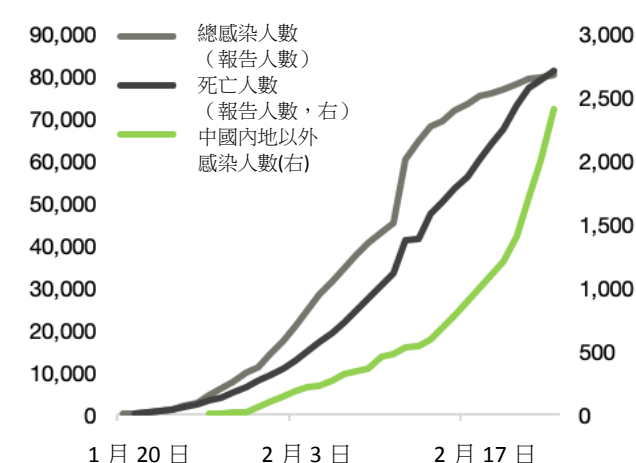
病毒感染在中國各地激增



資料來源：Johns Hopkins CSSE

圖 7：新冠肺炎感染及死亡人數

中國大陸境外的感染人數增長加快



資料來源：Johns Hopkins CSSE, Redward Associates

黃金需求第四季度停滯不前

第四季度需求疲軟致全年黃金需求下滑

世界黃金協會(WGC)報告顯示，第四季度黃金需求下降至 1,045.2 噸（同比下降 19.0%），受其影響，2019 全年黃金需求降至 4,355.7 噸（同比下降 1.0%）。

全年黃金需求的具體構成為 ETF（2,885.5 噸）、黃金首飾（2,107 噸）、金條和金幣投資（870.6 噸）、央行需求（650.3 噸）和科技產業需求（326.6 噸）。

- 第四季度，黃金的所有需求來源普遍疲軟

ETF 年度表現強勁

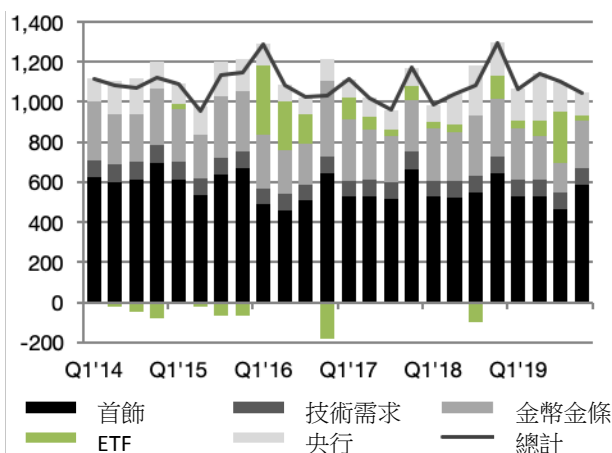
去年，黃金 ETF 持倉增加了 401.1 噸，年底錄得 2,885.5 噸。儘管 2019 年 ETF 需求強勁，但該年度晚些期間增長勢頭放緩，第四季度相對較弱，流入量僅為 26.8 噸（同比減少 76%）。

以美元計算，世界黃金協會報告的年度資金流入為 192 億美元，截至年底，ETF 的資產管理規模（AUM）增至 1411 億美元。北美 ETF 基金增長最快，新增 206 噸，價值合 101 億美元，歐洲基金新增 188 噸，流入 88 億美元。

中國黃金 ETF 2019 年呈現增長，9 月底的 AUM 達到 22 億美元。中國黃金投資市場的前景呈現樂觀，2019 年最後一個季度，中國證券監督管理委員會新批准三支新的黃金 ETF 產品，中國黃金市場的黃金 ETF 產品已擴容至 7 支。

圖 8：全球黃金需求（公噸）

第四季度需求下降（同比下降 19.0%）導致全年總體需求下滑（同比下降 1.0%）



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

中國告停黃金市場

去年第四季度，各國央行黃金需求降至 109.6 噸（同比下降 34.0%），但 2019 年的儲備銀行黃金購買量仍接近歷史最高水準。這是過去 50 年央行黃金儲備量所達到的第二個高點（2018 年為最高）。2019 年全年購買量為 650.3 噸，僅略低於 2018 年的 656.2 噸。

土耳其成為 2019 年最大買家，新增黃金 159.0 噸，總儲量達到 413 噸（同比增長 63%）。除土耳其外，俄羅斯、波蘭和中國均為較大買家，分別新增儲量 158.1 噸、100.0 噸和 95.8 噸。中國黃金收購行動均出現在前 9 個月，隨後，中國央行似乎暫停了黃金購買。其他淨購買量超過 10 噸的國家包括哈薩克（+35.0 噸）、印度（+32.7 噸）、阿聯酋（+13.5 噸）、卡達（+11.0 噸）、厄瓜多爾（+10.6 噸）和塞爾維亞（+10.0 噸）。

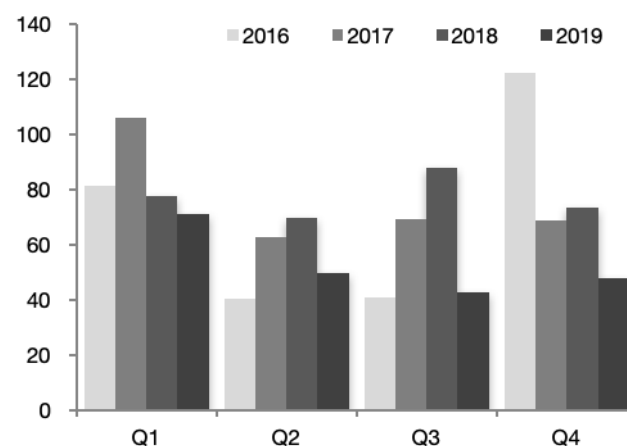
中國和印度經濟復蘇前景依然不明朗

第四季度，黃金首飾需求下滑至 584.5 噸（同比下降 9.5%），印度（149 噸）和中國（170 噸）分別同比下降 17.3% 和 11.7%。全年來看，全球黃金首飾的需求同比下滑 6.0%。

與此同時，金條和金幣的投資需求在 2019 年暴跌至 870.6 噸（同比下降 20.0%）。中國第四季度金條和金幣總需求為 46.7 噸（同比下降 35.0%），全年需求為 211.1 噸，同比下降 37.0%。作為黃金另一大主要需求來源的科技行業，因電子產業（尤其是半導體行業）行情依然低迷，2019 年對黃金需求下降到了 326.6 噸（同比下降 2.0%）。

圖 9：中國金條和金幣需求（公噸）

2019 年中國金條和金幣需求持續疲軟



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

儘管礦產量下降，供應卻仍在上升

2019 年金礦產量下降

根據世界黃金協會(WGC)公佈的資料，全球金礦產量 2019 年下降至 3463.7 噸（同比下降 1.3%），為 2008 年以來出現的首度下滑。產量減縮以中國這一黃金最大生產國為首（同比下降 6.0%），其黃金產量已連續第三年下降。

隨著相關環境嚴管法規（尤其是氰化物尾礦壩）的實施，中國黃金開採將進入為期多年的合理化調整期。儘管復蘇時間和程度尚不明朗，但中國在全球供應中的核心地位意味著，出現的任何回升都將拉動全球產能增長的恢復。

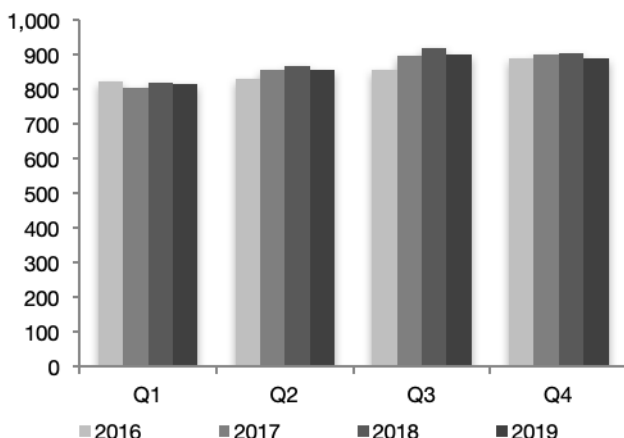
印尼礦產量也在 2019 年經歷了挑戰，尤其是格拉斯伯格(Grasberg)礦山高品位礦石已開採殆盡，正從地下開採轉為露天開採。不過，隨著格拉斯伯格(Grasberg)礦山 2020 年及以後開採量的增加，印尼產量勢必會恢復。

經歷困境的還有南非，該地區的勞工行動成為第三季度末的一大問題，而對於南美，該地雖有大量專案上馬，但獲取許可將是一大挑戰。

礦產量的增長主要來自新產能 (Greenfield) 和老礦擴張產量(Brownfield)。俄羅斯（同比增長 8%）、澳大利亞（同比增長 3%）、土耳其（同比增長 66%）和西非礦產量均出現增長。迦納、布吉納法索和象牙海岸黃金年產量呈現增加。土耳其 2019 年產量大增，原因不僅來自 Copler 項目的擴產，還源於許可程式的變更和更寬泛的監管環境。

圖 8：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

- 受中國和印尼國內挑戰的推動，2019 年礦產量同比下降 1.3%

回收黃金提升供應量

儘管黃金產量下降，但全球黃金供應量仍呈現增長，至 4,776.1 噸（同比增長 2.2%）。2019 年供應的增長主要來自回收黃金的驅動。回收黃金全年增至 1,304.1 噸（同比增長 10.9%），2019 年也成為回收黃金自 2012 年以來表現最好的年份。最後一個季度表現尤為強勁，第四季度回收量上升至 335.0 噸（同比增長 16.2%）。

以本幣計算，年底黃金價格比 2018 年底上漲 24%，印度成為回收黃金的主要貢獻國。中東、土耳其和伊朗也加快了黃金回收的步伐。

- 回收的增長（同比增長 10.9%）支撐了黃金供應的增長

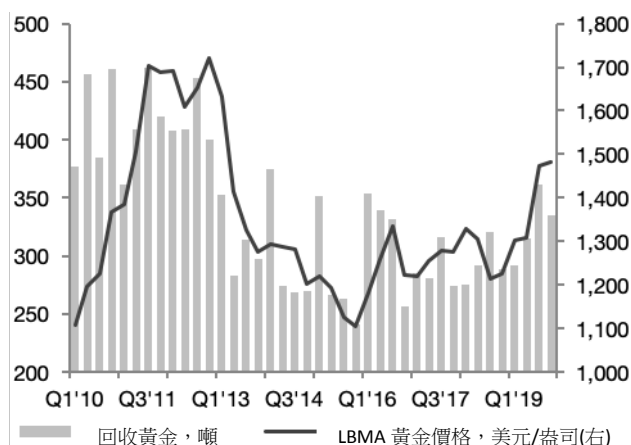
生產商對沖增幅溫和

生產商對沖交易對供應的貢獻不大，該交易 2019 年錄得 8.3 噸的增幅。相比之下，2018 年則下降了 12.5 噸。

儘管有四分之三已解除對沖，但 2019 年的生產商對沖仍出現增加，沖抵第二季度 49 噸生產商對沖後，仍有盈餘。世界黃金協會報告顯示，截至 2019 年第三季度末，全球對沖帳戶的估值為 265 噸。

圖 9：黃金回收及黃金價格

金價上漲推動了回收黃金的增長



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