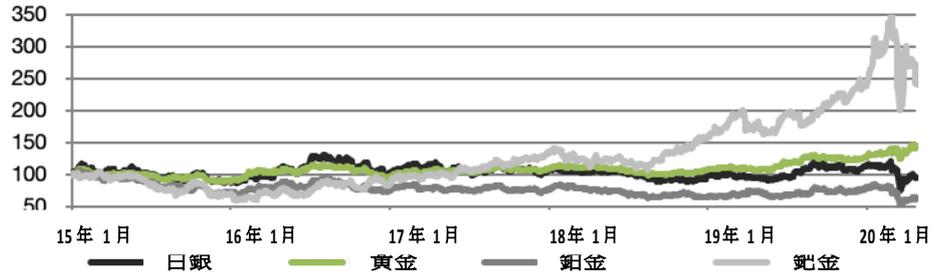


亮點

- 黃金當月累計上漲 8.6%，至 1,716 美元/盎司，西德州中質原油 (WTI) 價格暴跌為金價提供新的支撐 (第 1 頁)
- 我們的黃金“公允價值”估值為 1,602 美元/盎司，表明金價超估 5% 左右 (第 2 頁)
- 黃金似乎正處於技術上升期，我們預計，金價在 200 日均線上的任何回檔都將引發買盤欲望 (第 3 頁)
- 我們認為，黃金 ETF 投資者的主要風險在於交易對手方的償付能力，而不是黃金的實物交割 (第 4 頁)
- 2020 年的前兩個月，中國黃金、白銀和珠寶首飾的銷售額同比下降 41%，經濟復蘇仍然不溫不火 (第 5 頁)
- 俄羅斯央行和中國央行已退出黃金市場 (第 6 頁)

圖 1：貴金屬價格指數 (2015 年 1 月 1 日=100)

3 月份環比大幅下跌：金價 (-6.8%)、銀價 (-31.1%)、鉑價 (-38.8%)、鈀價 (-38.7%)



資料來源：彭博資訊

黃金高光時刻

4 月份迄今為止，金價表現強勁，從月初的每盎司 1,580 美元左右上漲到目前的每盎司 1,716 美元 (當月累計增長 8.6%)。近日，西德州中質 (WTI) 輕質低硫原油價格從 4 月初的 20 美元/桶暴跌至當前的 8.0 美元/桶 (當月累計下跌 60%)，與此同時，布倫特原油價格也大幅下跌，金價視乎從中獲得新的支撐。

此外，股市仍呈樂觀態勢。自 3 月 23 日創下 2,193 點的低點以來，標準普爾 500 指數已經出現顯著的反彈，漲幅達 27.6%。我們將美國股市的反彈歸因於多種因素的綜合影響，包括：1) 對 2019 新冠病毒病的樂觀情緒；2) 在美國財政部和美聯儲採取多種干預措施的情況下，在全球範圍內實施了大規模的財政和貨幣刺激措施；3) 市場動態，金融市場的擔憂達到了歷史最高水準結果又回到了“逢低買進”和“不要與美聯儲作對”的心態。

不過，預計美國財政部和美聯儲最初的支持力度將會減弱，“逢低買進”行為也將減少。我們預計，未來一到兩個月，美國 ISM 指數可能會跌至 30 左右 (或更低)，與標普 500 指數下跌約 30% 相一致，這表明漲勢將逆轉。

這或將導致資產市場新一輪的波動，“安全投資轉移”的趨勢為黃金提供了支撐。儘管目前的黃金價格比我們的模型公允價值高出 5.0%，而且預計黃金會進一步波動 (上下波動)，但我們預計向黃金 200 日均線 (1,531 美元/盎司) 的任何回檔都會觸發買入意願。

圖 2：價格快照 (2020 年 4 月 23 日)

價格 (美元/盎司)	20 年 3 月	月環比%	同比%
黃金	1,714	5.3%	34.3%
白銀	15.07	7.0%	0.8%
鉑金	761	8.5%	-14.0%
鈀金	1,929	1.1%	36.1%

資料來源：彭博資訊

圖 3：定價和指標 (2020 年 4 月 23 日)

相關指標	20 年 4 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	20 年 4 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	2,799	14.4%	-4.4%	黃金/印度盧比	133,401	6.1%	47.4%
美元指數 (5 國代理)	133.92	-1.2%	6.5%	黃金/人民幣	12,141	5.6%	41.6%
西德州輕質原油 (美元/桶)	14.36	-40.2%	-78.2%	黃金/澳元	2,713	-1.7%	49.1%
銅 (美元/公噸)	5,001	3.9%	-22.4%	黃金/加元	2,428	2.9%	41.1%
彭博大宗商品指數	60.68	-4.8%	-25.5%	黃金/南非蘭特	32,555	13.6%	76.5%

資料來源：彭博資訊

黃金基本觀點回顧。

是什麼在驅動黃金的價值？

黃金是一種長期的價值儲存手段，是被廣泛接受的一種交換手段，鑒於其價格透明度，可以用作記帳單位。換句話說，黃金就是錢；無論它是以金條還是珠寶的形式持有。

從長遠來看，黃金是一種極好的保值手段。自 1971 年 8 月“尼克森衝擊”——美國取消美元直接為兌換黃金以來，黃金價格的年複合增長率沖到了 7.8%，相比之下，美國的消費者價格指數（CPI）通脹率僅為 3.8%，意味著逾 49 年來，黃金的年複合實際收益率達 4%。黃金不僅對一攬子商品和服務走強，對白銀的比價也走強。所謂的黃金/白銀鑄造比率從 1971 年 8 月的 26.9:1 上升到今天的 109.6:1。

儘管黃金顯然是一種負有吸引力的通脹長期對沖工具，但其在短期內對沖通脹風險的能力尚不明顯。在 1992 年開始的低通脹時期，通脹與黃金之間的關係是正向的，但相對較弱。

然而，可以確定的是，黃金價值與美元之間的較長期關係。由於黃金以美元計價，因此美元的走勢轉化為黃金的走勢不足為奇。我們觀察到，自 1992 年以來，黃金的年度波動中有 33% 可以用廣義貿易加權美元指數的波動來解釋，該指數的 β 敏感度為 1.6:1。

圖 4：債券收益率 (%) 與黃金價格 (美元/盎司)

過去 5 年，黃金在很大程度上追隨債券收益率的變化；債券收益率如此之低，黃金能否反彈？



黃金還受到利率較高的資本成本的影響，尤其是與持有黃金的較高機會成本相關的實際利率。

在過去的 12 個月裡，黃金價格的上漲主要是受到利率下降的推動。特別提款權加權 10 年期債券收益率（日相關係數為-0.88）下降了 114 個基點，至 0.42%。我們估計，

- 黃金的價值主要由美元和債券收益率決定。要讓金價進一步上漲，可能需要美元走軟。

債券收益率每變化 10 個基點，金價就會浮動 2.1%，這意味著債券收益率的下滑將促使金價同比上漲 31%。目前，過去一年黃金對債券收益率的簡單二元回歸顯示“公允價值”為 1,679 美元/盎司。

在不確定時期，黃金也可以作為避險工具，投資者通常在資產市場波動期間購買黃金。但是，我們認為不確定性事件本質上只是暫時的，因此“安全投資轉移”通常會帶動黃金購買。如果美元和債券收益率保持不變，那麼黃金價值的上漲或將止步。

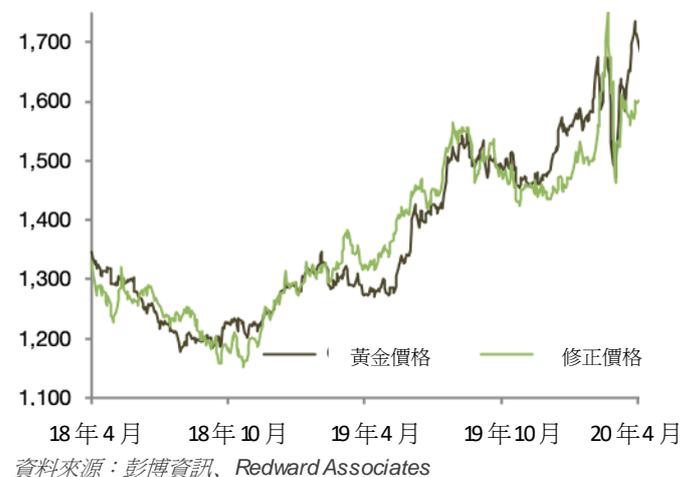
黃金再次領先於我們的模型公允價值。

這四個因素：1) 黃金與其他金屬的關係，2) 美元的廣泛價值，3) 債券收益率，4) 資產市場的波動性，為我們對黃金價值的思考提供了支撐。我們的模型使用彭博賤金屬指數、自訂 5 國美元指數、SDR 加權 10 年期名義國債收益率和 VIX 指數指代這些變數。

我們的“公允價值”估值為 1,602 美元/盎司，表明金價超估 5 個百分點左右。在過去的 12 個月裡，我們對這種現象持謹慎態度，我們的模型領先於黃金，結果發現黃金對債券收益率的彈性增加了，實際上讓我們在追趕自己的尾巴。也就是說，SDR 加權的 10 年期債券收益率僅為 0.42%，我們並不認為黃金可以從收益率下降中受益更多。若要金價走強，或許需要美元走弱。

圖 5：黃金價格 (美元/盎司)

黃金再次領先於我們的基礎模型。



黃金倉位日益看漲。

金價飆升...

在過去的 12 個月中，金價已從 1,274.39 美元/盎司飆升至 1,691.95 美元/盎司（同比增長 32.8%）。但以 GDP 加權為基礎，根據國際貨幣基金組織對 10 個最大經濟體按購買力平價計算的 GDP 估值，金價已飆升 38.8%，4 月 14 日創歷史新高。黃金價格飆升的同時，ETF 黃金持有量、黃金生產商以及期貨和期權市場所面對的強勁需求，也證明了這一點。

...零售需求強勁...

在過去的四周中，黃金 ETF 持有量增加 201.8 噸，ETF 的總持有量達到 2,928 噸，較去年增長 702 噸（同比增長 31.5%）。德國是全球第二大黃金儲備國。目前黃金 ETF 持有量正穩步接近于德國的黃金儲備量（3,366.8 噸）。

...投資者需求強勁...

由於需要管理投資組合風險，投資者面臨著更具挑戰性的環境。資產市場波動性的陡然飆升（伴隨著相關性的上升），導致風險價值（VaR）急劇上升，迫使非商業投資者出清自身持有的部分黃金期貨多頭頭寸。美國商品期貨交易委員會（CFTC）報告稱，總多頭敞口在 2 月 18 日達到 44.34 萬的峰值，但在 3 月 31 日跌至 30.01 萬的低點。這意味著有 445 噸平倉，但黃金投資者還變現了共計 71 噸的 2.29 萬份空頭黃金合約。自 3 月 31 日以來，非商業投資者一直在重建其黃金淨敞口，但幅度很小，從 268.4 萬份合約增至 290.1 萬份合約（374 噸）。這與 2 月 18 日所持期貨中 1,209 噸投機性淨多頭頭寸相比，仍相去甚遠。

過去兩個月，黃金期權市場猶如過山車。2 月 18 日，1 月期遠期平價期權（ATMF）隱含波動率僅為 11%，但一個月後達到 43.5% 的峰值。同期，12 月期 ATMF 隱含波動率升至 29%。起初，黃金看漲期權的需求激增，但由於波動性迫使投資者將長期敞口平倉，我們看到黃金看漲期權的需求在尚未穩定之前即出現暴跌——實際上，市場短暫轉向強勁的黃金看跌期權需求，可能會對沖持有黃金多頭頭寸的投資者。期權偏斜仍然強烈偏向于黃金看漲期權。

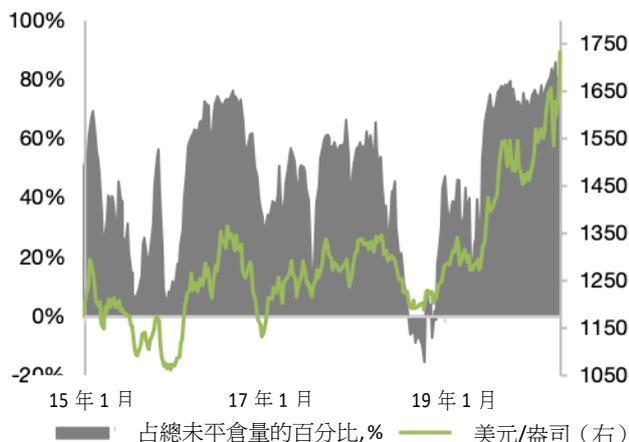
期權市場上黃金需求最明顯的信號是購買價外（25-delta）黃金看漲期權的成本。這些期權的成本（從期權的波動性來看）1 月期和 12 月期指標僅一個月即分別從 2 月 18 日的 12.5% 和 16.2% 飆升至 45.4% 和 32.8%，而黃金期權的需求量似乎有所緩和，分別為 22.4 和 27.3%，但仍保持較高水準。

...任何回檔都有可能引發逢低買進的興趣

儘管金價近期已從高位回落，但在動能指標的支撐下，似乎正處於技術上行趨勢。話雖如此，我們注意到，黃金的波動性已明顯加大——與波動性的上升相符——這表明上下浮動的空間可能加大。回檔至其 200 日均線（1,531 美元/盎司）也完全有可能。但是，我們認為，大多數黃金市場參與者的頭寸都非常賺錢，因此，需要對黃金進行大幅調整，才能引發平倉。事實上，我們預計，金價在 200 日均線方面的任何重大回檔都將引發買盤欲望，特別是那些零售投資者。

圖 6：非商業期貨和黃金（美元/盎司）

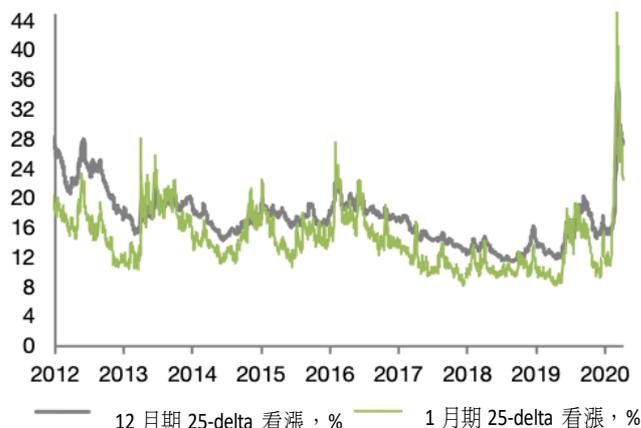
對美國貨幣政策預期的大規模重新評估。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

圖 7：黃金看漲期權波動率（%）

黃金看漲期權需求飆升，並保持高位。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

投資者質疑黃金實物交割。

交易所交易工具會否增加風險？

交易所交易工具的作用已成為人們關注的焦點，因為市場混亂和平倉導致報價工具的價格與其基礎實物資產之間存在巨大差異。特別是當流動性口袋出現在那些擁有需要實物交割合約的工具中，但這些工具的設計不允許實物交割之時。

最近發生這種情況的原因是，美國石油基金（USO）在耗盡所有預先登記的股票後，停止了交易。USO 是一種交易所交易證券，用以追蹤西德州中質輕質低硫原油的價格走勢。在 6 月份交割的 WTI 原油期貨中，USO 的持有量占比達四分之一以上。由於 USO 的設計初衷不是為了確保原油的實物交割，因此，當該基金對未來幾個月的風險敞口進行滾動操作時，資產淨值出現了大幅下降。由於奧克拉荷馬州庫欣（Cushing）的倉儲空間不斷縮小，買家不願接受實物交割，加之可能擔心 USO 會強行拋售，因此退出市場，導致 5 月期貨合約的定價為負。一天後，6 月交割的 WTI 期貨合約下跌超過 60%，至 6.50 美元/桶，隨後出現部分反彈。

黃金 ETF 受到密切關注。

包括富道集團公司 SPDR 黃金信託（GLD）和 iShares 黃金信託（IAU）在內的以黃金擔保的交易所交易基金（ETF）的需求激增，導致一些投資者質疑獲得這些 ETF 工具黃金實物交割的難度。

值得注意的是，DoubleLine Capital 的首席資訊官 Jeffrey Gundlach 在 4 月初評論稱，“可能成為黃金交付體系

- 黃金 ETF 投資者面臨的真正風險在於交易對手方的償付能力

中的一個巨大失敗”，並補充說：“如果如果實物黃金供應短缺，而所有人都想要交割紙黃金，會發生怎樣的情況？...他們不可能從石頭裡擠出血來。”

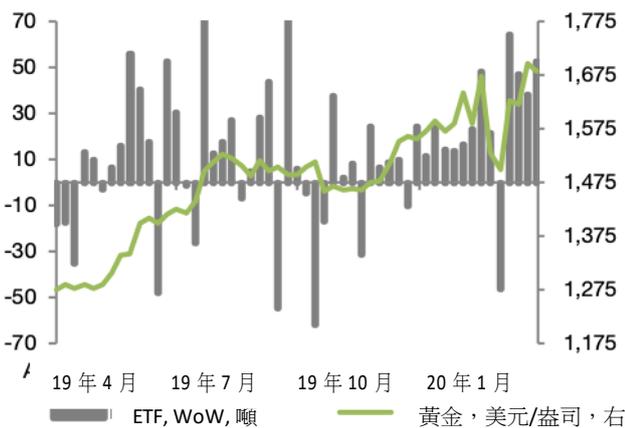
我們認為，GLD 和其他主要黃金 ETF 的投資者不太可能集體尋求獲得標的黃金的實物交割。但是，對於大多數黃金 ETF 產品投資者而言，要獲取實物黃金即使不是不可能，也是困難重重。GLD 的受託人——紐約銀行梅隆公司表示，其並不直接對公眾。此外，希望將 GLD 股票換成實物黃金的個人投資者必須與其經紀人和代表 GLD 的“授權參與者”達成協議。因此，ETF 的所有權益更可能以現金結算，而不是以黃金結算。

與 USO 不同，主要的黃金 ETF 不會被迫延期需要實物交割的合約。此外，ETF 的價值表面上完全由黃金儲備支撐，與資產淨值（NAV）相比有較小的折讓或溢價。例如，截至 4 月 21 日，GLD 的實物黃金資產淨值為 557 億美元，大致相當於 GLD 的市值。

ETF 的風險可能與 USO 的情況相反——ETF 可能希望獲取由於供應方面的實際限制而對手方無法立即交付的黃金。ETF 投資者還依賴於負責維護和運營 ETF 的託管人和受託人的持續償付能力。任何償付能力風險都可能迅速反映在 GLD 和其它黃金 ETF 的市場價格上，並較資產淨值有更大的折讓。

圖 8：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

圖 9：ETF 持有量（噸）

截至 2020 年 4 月 17 日，已知的 ETF 持有量已飆升至 2,928 噸。



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

央行黃金需求下降

俄羅斯和中國退出黃金市場。

各國央行 2 月份新增黃金儲備 36.3 噸，較 1 月份增加 61%，但較上年同期減少 44%。土耳其（+24.8 噸）、俄羅斯（+10.9 噸）、哈薩克（+1.8 噸）、卡達（+1.6 噸）成爲購買黃金最多的國家。中國繼續延續今年第一季度不增加黃金儲備的近期趨勢。烏茲別克斯坦央行帶頭拋售黃金（作爲 2 月份唯一的重要賣方），將黃金儲備減少 3.1 噸。

過去 5 年，俄羅斯花費了 400 多億美元建立黃金儲備。3 月底，俄羅斯央行宣佈將從 4 月 1 日起停止購買黃金。因此，截至 2 月底，其黃金儲備爲 2,290 噸，占黃金總儲備的比例爲 20.8%。

• 俄羅斯央行從 4 月 1 日起停止購買黃金

在央行暫停購買黃金之後，俄羅斯的金礦商將處於有利地位，能夠應對不斷增長的黃金投資需求。俄羅斯政府通過了一項法令，允許向貴金屬生產商頒發一般性金銀出口許可證。俄羅斯是世界第三大黃金出口國。2019 年，俄羅斯生產的 314.1 噸精煉金中，有 115.1 噸出口國外，158.6 萬噸被俄羅斯央行購買。通過暫停央行買入黃金，俄羅斯可以出口的黃金數量將增加近一倍。儘管海外黃金運輸和物流方面最近出現技術難題，但俄羅斯央行行長 Elvira Nabiullina 表示，

“我們現在正與銀行合作……包括利用金庫的機會”。

世界黃金協會（WGC）預測，到 2020 年各國央行將淨買入黃金。然而，由於俄羅斯和中國缺席買入，2020 年不太可能達到過去兩年的購買量。央行拋售活動的任何增加，也將導致淨購買量的下降。債務水準較高的新興經濟體可能會出售黃金來換取美元，以緩解市場混亂和主權信用利差擴大帶來的美元融資壓力。

• 隨著經濟壓力的增大，亞洲的黃金回收得到提升

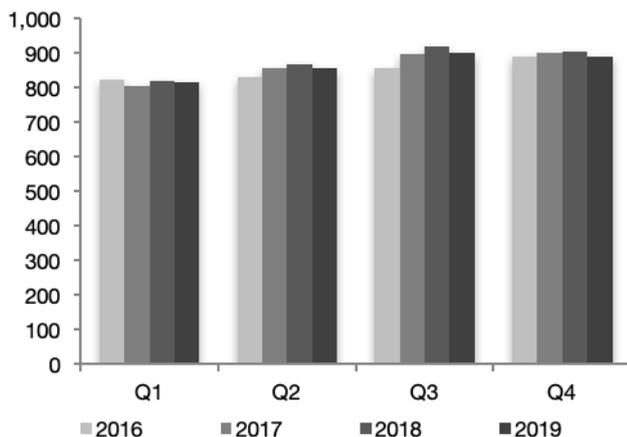
黃金回收在亞洲各地興起。

在亞洲各地，消費者紛紛減持黃金，以應對開支或緩解經濟困難。在泰國，以泰銖計價的黃金價格達到了歷史最高水準（年累計增長 24%），泰國人的反應是出售黃金，主要是黃金首飾。據報導，在商店開業前幾個小時就排起了長隊。泰國黃金交易商協會主席 Jitti Tangsithpakdi 表示，“在 60 多年的商業生涯中，這是我第一次看到人們大量出售黃金。”

我們預計，隨著家庭和企業儲蓄的持續減少，來自消費者的黃金回收將會增加。與此同時，隨著經濟壓力的減輕，工業回收可能會增加，但不太可能以同樣的速度增長。

圖 12：全球金礦產量（公噸）

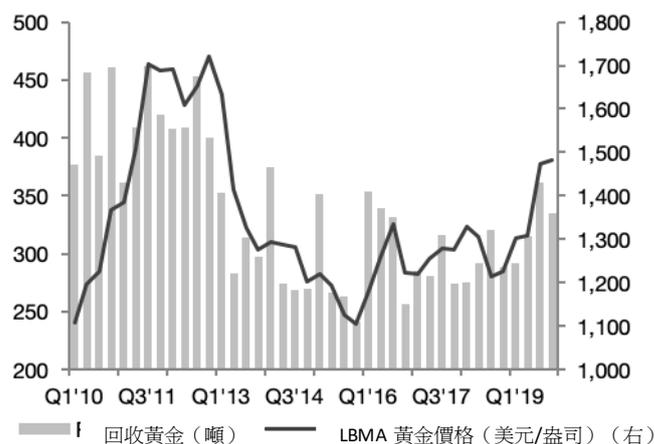
2019 礦產量下滑，爲 2008 年以來的首次下滑



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

圖 13：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
電子郵箱：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 Australia Pty Ltd
Suite 4303, Level 43
225 George Street
Sydney NSW 2000
電話：+61 2 8046 6258

電子郵箱：frontdesk@oanda.com
網址：oanda.com