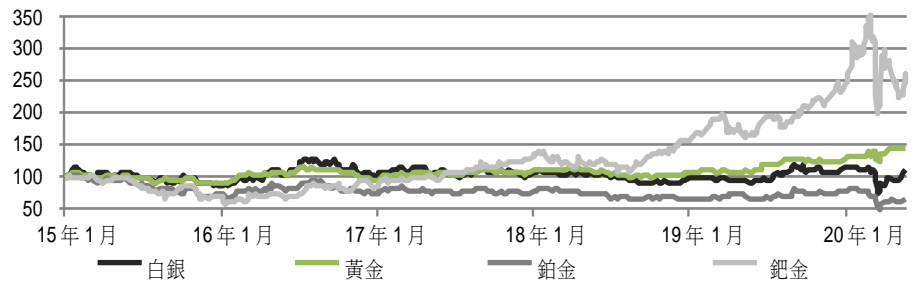


亮點

- 在投資者強烈興趣的推動下，黃金價格於5月18日創下新高（1,765.55 美元/盎司）（第1頁）
- 我們的“公允價值”模型估計，金價目前被“高估”了8.2%，近期調整的空間還在擴大（第2頁）。
- 受需求激增的推動，一季度全球黃金需求上升（同比上升1.2%），但全球供應下降（同比下降3.8%），曠工成本增加（同比上升16.0%）（第3頁）
- 計入交易所交易產品（ETP）流入後，白銀在2019年錄得5040萬盎司的市場缺口——這是自2014年以來的首次（第4頁）
- 在第一季度，非商業性白銀期貨合約的持有量依然不高，而白銀ETP產品的持有量有所增加（第5頁）

圖1：貴金屬價格指數（2015年1月1日=100）

5月份貴金屬價格上漲：黃金(+1.3%)、白銀(+14.6%)、鉑金(+10.8%)、鈀金(+1.1%)



資料來源：彭博資訊

黃金漲勢延續

黃金在5月18日創下新高（1,765.55 美元/盎司），隨後小幅回落至 1736.63 美元/盎司。金價從3月16日的低點反彈了19.7%。

從黃金ETF持有量的增加上可以看出，黃金的強勁復蘇與投資者的熱情齊頭並進。過去九周，黃金ETF均為正流入。今年以來，黃金ETF的投資增加了521噸（年初至今增加20%），在21周中只有2周的流入量為負。與此同時，黃金的基本面在最近幾周一直保持穩定——自3月底以來，我們的黃金模型的驅動因素幾乎沒有變化——我們的模型“公允價值”估值為每盎司1,603.8美元，這意味著金價目前被“高估”了8.2%。黃金的波動性和期權定價的偏斜（有利於黃金看漲期權）似乎都緩解了對黃金看漲期權的看漲需求。

過去一個月，白銀表現強勁（月環比+14.6%），自3月18日雙本位制金銀比（即黃金與白銀比）達到125.7:1的歷史高

點以來已經上漲了45%。儘管實物需求仍容易受到工業用白銀需求走軟的影響，但非商業白銀淨多頭敞口仍較低，暗示市場興趣仍有上升空間。

回到黃金，我們認為做多黃金敞口的理由是有吸引力的，而且鑒於全球貨幣狀況的擴張，黃金處於有利地位。然而，由於投機興趣已持續數月，且資金外流有限，黃金似容易受到短期回檔的影響。儘管如此，我們依然相信不乏逢低買入的意願，1,600-1,650 美元/盎司區間可能出現強勁的長期買盤。

圖2：價格快照（2020年5月22日）

價格（美元/盎司）	20年5月	月環比%	同比%
黃金	1,736	1.3%	35.0%
白銀	17.23	14.6%	17.8%
鉑金	836	10.8%	4.6%
鈀金	1,966	1.1%	49.6%

資料來源：彭博資訊

圖3：定價和指標（2020年5月22日）

相關指標	20年5月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格（/盎司）	20年5月	月環比%	同比%
標普500指數	2,955	5.6%	4.7%	黃金/印度盧比	131,840	0.3%	46.4%
美元指數（5國代理）	132.20	-1.4%	4.7%	黃金/人民幣	12,375	1.9%	39.3%
西德州輕質原油（美元/桶）	33.57	143.6%	-42.0%	黃金/澳元	2,656	-2.2%	42.5%
銅（美元/公噸）	5,364	5.0%	-9.1%	黃金/加元	2,430	0.1%	40.3%
彭博大宗商品指數	62.74	3.4%	-19.5%	黃金/南非蘭特	30,566	-6.3%	64.5%

資料來源：彭博資訊

對貨幣政策的擔憂推動了黃金需求。

黃金升至新高...

5 月份，黃金價格先是於 5 月 18 日達到 1,765.55 美元/盎司的高點，隨後小幅回落至 1,736.63 美元/盎司。3 月份，由流動性驅動的拋售導致金價跌至每盎司 1451.71 美元。自 3 月份金價觸底以來，金價已累計上漲了 19.7%。

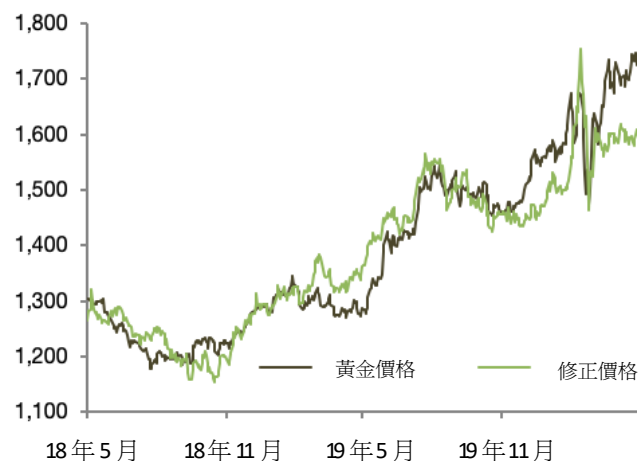
目前金價僅比 2011 年 9 月創下的每盎司 1,896.50 美元的歷史高點低 9.3%。然而，美元的彈性掩蓋了黃金的強勢；按 GDP 加權（國際貨幣基金組織以購買力平價計算的 GDP）計算，金價已在 4 月 14 日突破了 2011 年的峰值。

我們的黃金模型很好地捕捉了黃金的“公允價值”。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 500 VIX 指數。我們的“公允價值”模型與 3 月下旬和 4 月初的黃金價格一致，但之後脫鉤。目前的公允價值為 1603.8 美元/盎司，這表明黃金目前被“高估”了 8.2%。

3 月 9 日，我們的模型公允價值達到了 1752.94 美元/盎司的峰值，而特別提款權加權的 10 年期債券收益率為 24 個基點。特別提款權加權的 10 年期債券收益率此後已恢復至 42 個基點，但如果再次下降到 3 月份 24 個基點這一低點，同時其波動率指數從目前的 28 上升至 50，則假設其他條件不變，我們的黃金模型公允價值將升至 1,679.8 美元/盎司，現貨金價仍被高估 3.3%。同樣的情況，但美元指數從今天

圖 4：黃金價格（美元/盎司）

目前金價比我們的“公允價值”模型估值高出 8.2%



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

的水準下跌 5%，黃金的公允價值將升至 1,750.2 美元/盎司。美元指數下跌 10%，公允價值將上升到 1824.3 美元/盎司。

雖然黃金對未來債券收益率下降的敏感性仍有待觀察，但情景分析顯示，在美元指數沒有大幅下跌的情況下，黃金達到重大新高的障礙很大。

• “人們購買黃金並不奇怪。但當局可能會在某個時候試圖將黃金去貨幣化”- Crispin Odey。

...隨著 ETF 興趣的強勁...

ETF 的大量黃金多頭倉位繼續增加，而期貨和期權的淨多頭倉位仍處於高位，近幾周興趣略有減弱。

已知 ETF 持有量在過去四周內增加 369 噸，總持有量達 3,095 噸。這意味著今年以來已知的 ETF 頭寸增加了 521 噸，過去一年增加了 901 噸。商品期貨貿易委員會（CFTC）報告稱，上周末未倉非商業黃金多頭頭寸合約淨量為 28.35 萬份，占未平倉合約總量的 75.9%，低於 3 月 24 日 85.6% 的總量。目前非商業期貨持有量為 882 噸，較 2 月 18 日 1,209 噸的高點低 27%，表明交易員仍對建倉持謹慎態度。

在黃金期權市場，Delta 值為 25 的一月期風險逆轉仍溫和並偏向於一個月期 ATM 隱含波動率為 17.5%（5 月 22 日）的黃金看漲期權，表明對黃金看漲期權的需求強勁。

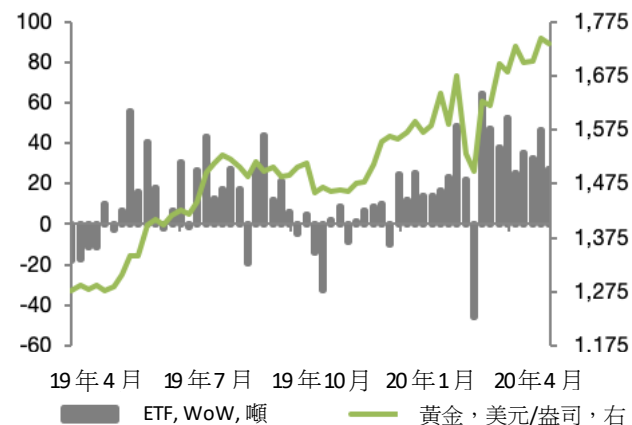
...謹慎是有道理的。

由於黃金交易價格遠高於其“公允價值”預期，投機多頭倉位和包括期權定價在內的技術動能指標趨於寬鬆，我們預計金價近期有回檔空間，可能回檔至其 200 日均線（1,575 美元/盎司）。

較長期而言，黃金應會從較低的全球債券收益率和強勁的投資者興趣中獲得支撐。投資者會逢低買入。然而，下一波金價上漲可能需要美元走軟。

圖 5：期貨持倉及黃金價格（美元/盎司）

ETF 的需求一直強勁，一年內增加了 901 噸



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

黃金 ETF 在第一季度的“避險”中受益

全球需求上升

世界黃金協會（WGC）第一季度的供需統計顯示，第一季度全球黃金需求增至 1,083.8 噸（同比增長 1.2%）。這其中包括黃金 ETF 的需求（298.0 噸）、金條金幣投資（241.6 噸）、珠寶需求（325.8 噸）、技術需求（73.4 噸）和央行需求（145.0 噸）。

在黃金的主要需求來源中，只有 ETF 的需求在第一季度出現增長。金條和金幣需求同比下降 6.2%，黃金首飾需求顯著下降 38.9%，技術需求同樣下降了 8.2%，央行在購買新黃金時持謹慎態度，購買量同比下降了 7.7%。印度和中國的消費需求下降，4 月份這一趨勢有所加劇；印度的進口量僅有 0.05 噸。

投機性需求激增

根據世界黃金協會(WGC)的報告，黃金 ETF 持有量在第一季度創下 3,185 噸的歷史新高，當季流入總量為 298.0 噸，為 2016 年第一季度以來的最高水準。歐洲上市 ETF 基金在第一季度吸引了最多的資金流入，該地區的持倉量增加了 150.1 噸。北美上市 ETF 基金流入量為 128.5 噸。

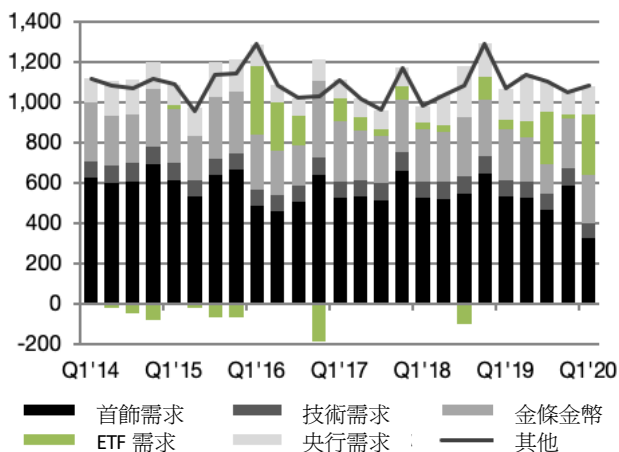
雖然隨著資產市場的暴跌，3 月中旬出現了黃金變現，但美聯儲的一致行動推動了復蘇，黃金 ETF 在 3 月底和 4 月迅速積累。

消費者需求崩潰

一季度，全球珠寶需求下降到 325.8 噸，同比下降 38.9%，躋身有記錄以來最大的降幅。中國受到的打擊尤其嚴重，珠寶需求僅有 64.0 噸，同比下降 65.0%。印度第一季度珠寶需求下降幅度略小於中國，總量為 73.9 噸，同比下降 41.0%。

圖 6：全球黃金需求（公噸）

受 ETF 上漲推動，第三季度黃金需求上升



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

- 一季度 ETF 流入量達到 298 噸，是 2016 年第一季度以來的最高水準

不過印度在第一季度末，也就是 3 月 24 日，在全國範圍內實施封鎖措施。世界黃金協會報告稱，印度 3 月份珠寶需求同比下降了 60-80%。

全球金條和金幣需求下降至 241.6 噸（同比下降 6.2%），其中金條需求為 150.4 噸（同比下降 19.0%），金幣需求激增至 76.9 噸（同比增長 36.0%）。在中國，金條和金幣的需求下降到 39.3 噸（同比下降 48%），而印度的需求下降到 28.0 噸（同比下降 17%）。印度和中國的總消費需求（包括所有珠寶、金條和金幣的需求）同比分別下降了 35.9% 和 60.3%。

央行謹慎購買

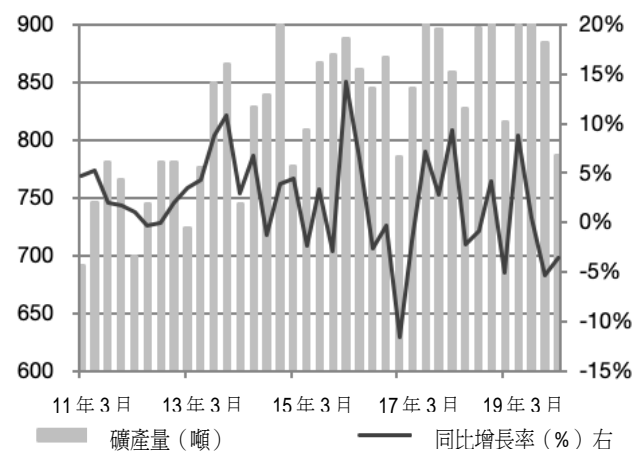
各大央行在第一季度購買了 145.0 噸黃金，同比下降 7.7%。購買量超過 1 噸的央行有 6 家，而去年同期為 10 家。土耳其一季新增 72.7 噸，黃金儲備達到 485.2 噸。到目前為止，土耳其是最大的買家，占第一季度總購買量的 50%。俄羅斯央行增加了 28.0 噸黃金儲備，達到 2299.2 噸，同時宣佈從 4 月起暫停購買黃金。

供應中斷

2019 冠狀病毒病 (Covid-19) 導致一季全球黃金供應中斷。礦山產量降至 795.8 噸的 5 年低點，同比下降 3.6%。回收黃金量下降到 280.2 噸（同比下降 4.4%），由此全球供應量下降到 1066.2 噸（同比下降 3.8%）。儘管第三季度採礦和回收數量可能會反彈，但全球封城後的重啓成本可能會限制礦山產量，使全球年供應量較 2019 年減少 2-4%。

圖 7：礦產量（噸）

礦井關閉對第一季度的礦產量產生影響，同比減少 3.6%



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

工業需求令白銀承壓

2019年白銀出現過剩

世界白銀協會發佈的《2020年世界白銀調查報告》顯示，2019年白銀總供應為10.231億盎司（同比增長0.6%），總需求為9.918億盎司（同比增長0.4%）。由於供應大於需求，今年白銀的實際剩餘總量達到3130萬盎司（同比增長9.8%）。由此，過去十年中積累在白銀庫存達到了2.543億盎司。

對白銀投機興趣的增加使得2019年白銀交易所交易產品（ETP）的投資達到8170萬盎司，與2018年下降2230萬盎司相比出現了顯著逆轉。計入白銀ETP投資後，白銀市場今年出現5040萬盎司的缺口。相比之下，2018年有5080萬盎司的盈餘，而追溯到2014年則每年都有盈餘。

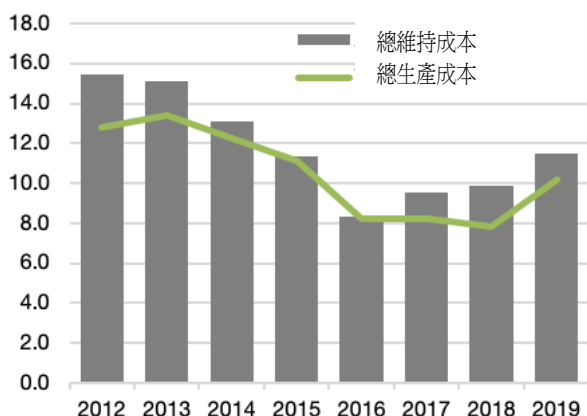
因成本上升，礦產量下降

2019年礦產量為8.365億盎司，較2018年下降1.3%。世界白銀協會將此歸因於幾個大型銀礦的品位下降，尤其是那些以白銀為主要收入來源的礦山。初級銀礦產量同比下降3.8%至2.4億盎司。在白銀為銅和金的副產品的礦山，初級銅礦的白銀產量下降至1.906億盎司（同比下降3.1%），而初級金礦中的白銀產量保持不變，為1.321億盎司。2019年，由於較高品位的銀礦枯竭導致成本上漲，礦山的全球總維持成本（AISC）升至11.47美元/盎司（同比增長16.0%）。從國家層面看，白銀產量下降的國家有秘魯（-1100萬盎司）、墨西哥（-420萬盎司）和印尼（-290萬盎司）；白銀產量增加的國家有阿根廷（+390萬盎司）、澳大利亞（+260萬盎司）和美國（+180萬盎司）。

與此同時，全球回收量增加至1.699億盎司，同比增長1.3%。這是由於工業回收量增加（同比增長2.0%）、白銀珠寶和銀器的回收量略有上升，但攝影回收量的進一步下降

圖8：總維持成本（美元/盎司）

2019年，礦山總維持成本上升至11.47美元/盎司（同比增加16.0%）



資料來源：世界白銀協會 Metals Focus

部分抵消了增長幅度。

2019年，生產商的淨對沖供應增至1570萬盎司。遠期合約跌至僅370萬盎司，而未償付期權合約則在年底升至2760萬盎司。

- 2019年，礦山總維持成本上升至11.47美元/盎司（同比增加16.0%）

白銀需求在2019年企穩

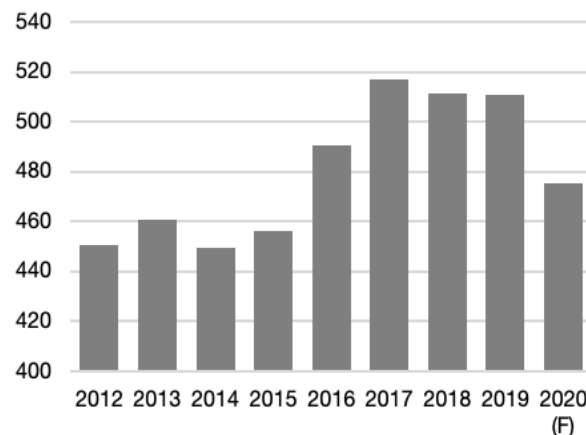
2019年全球白銀需求增至9.918億盎司（同比增長0.4%）。作為實物白銀需求的主要來源，工業用途僅占到總需求量的50%多一點，略降至5.109億盎司（同比下降0.1%），而珠寶需求也較低，為2.013億盎司（同比降低0.9%）。隨著外界重新燃起投資白銀的興趣，實物投資回升至1.861億盎司（同比增長12.3%），但投資需求仍遠低於2015年3.1億盎司的峰值。攝影對白銀的需求下降至3370萬盎司（同比下降1.5%），而銀器的需求跌幅更大，僅為5980萬盎司（同比下降8.6%）。

前景仍不明朗。

由於礦山維護和重啓的成本不斷攀升，總維持成本可能穩定在一個較高的水準，到2020年邊際供應將減少，回收數量的增加將部分抵消這一影響。但是，由於實物需求可能會出現深度萎縮，白銀的實物盈餘將會增加，導致本已過剩的庫存更進一步增加。白銀ETP產品需求的增加或將為白銀價格提供支撐。但我們預計，隨著工業需求的變化，對銀的投機興趣仍可能發生變化，而黃金仍是金屬投資的首選“避風港”。

圖9：白銀的工業需求（百萬盎司）

世界白銀協會預測同比下降7%至4.75億盎司



資料來源：世界白銀協會 Metals Focus

白銀受益於投機需求

獲取白銀敞口

最近幾周，隨著美國股市恢復平靜，黃金價格陷入停滯，人們重燃投資白銀的興趣，導致雙本位制金銀比（即黃金與白銀比）出現大幅修正，投資者對白銀的興趣增強。

投資者和投機者投資白銀最簡單的方式就是通過交易所交易基金（ETF）。白銀 ETF 單位需求增加，截至 2020 年 5 月 15 日，白銀 ETF 單位持有量增加 1.9%，至 21,328.9 噸。同期，得益於白銀價格環比上漲 9.4% 至 16.61 美元/盎司，這些白銀 ETF 持有量的美元價值增長了 11.5%。隨著投機者繼續交易 ETF，這些 ETF 的波動性增加，最大的白銀 ETF iShares Silver Trust 的溢價/折價對資產淨值（NAV）的價格在過去幾個月中大多處於高溢價或高折扣水準，3 月中旬顯著下降至 -6.9%，然後在一周多的時間內恢復至 5.5% 左右。

另一種投資白銀的簡便方法是購買實物白銀。特別是，小投資者可以購買銀幣或小銀條。但是，由於目前的投資者需求水準和物流困難，少量的實物白銀已經略顯稀缺。投資者紛紛將黃金作為第二安全避風港，導致過去幾個月出現了大幅溢價。因此，小投資者難以按划算的價格買入白銀。大量白銀的實際稀缺程度並沒有那麼高，因而較大的投資者能夠以接近現貨價格的水準買入，而 ETF 則將其對資產淨值的溢價保持在較低水準，使投資者更易獲得白銀敞口。

- 今年以來，白銀 ETF 持有量已增加 13.1%，達到 21,328.9 噸

期權和期貨景象大不同

從衍生品市場來看，白銀期權的波動性仍高於過去幾年，但已從 3 月中旬的高點回落，當時市場未來的不確定性急劇上升。3 月 19 日，1 月期遠期平價期權（ATMF）隱含波動率達到了 89.2% 的峰值，而兩個月後該波動率已降至 33.9%。12 個月期遠期平價期權（ATMF）隱含波動率在 3 月 19 日同樣達到 55.2% 的峰值，兩個月後降至 36.4%。兩種波動率均遠高於各自最近三年的平均水準（分別為 19.0% 和 21.6%）。

白銀期貨頭寸顯示，過去一個月看多情緒下降，5 月淨多頭降至去年 6 月以來的最低水準。非商業性淨多頭數量環比下降 14%，至 24,384 筆合約。與兩個月前相比，下降 44%，從 2 月中旬的峰值（當時達到 80,000 以上）以來，淨多頭下跌了整整 70%。

白銀的看漲，特別是由於需求增加，以及過去幾周的強勁上漲，我們認為白銀被“高估”。根據我們的模型，截至 5 月 20 日，銀價被高估了 5.20%。該模型由四個因素驅動：美元、賤金屬指數、美國政府債券收益率和股票波動率（以波動率指數衡量）。

圖 10：標普 500 和雙本位制金銀比
在股市拋售期間，黃金跑贏白銀。



圖 11：ETF 持倉及白銀價格（美元/盎司）

過去兩周，流入白銀 ETF 的資金大幅增加。



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：+65 6579 8289

OANDA Australia Pty Ltd

Suite 4303, Level 43

225 George Street

Sydney NSW 2000

電話：+61 2 8046 6258

電子郵件：frontdesk@oanda.com

網址：oanda.com