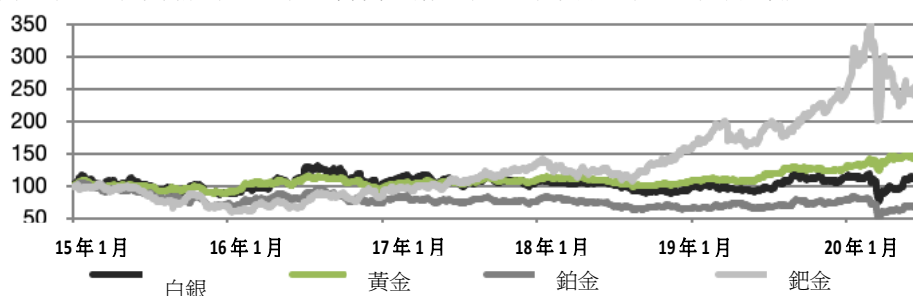


亮點

- 黃金價格 6 月跌至 1671.5 美元/盎司的低點，後回升至 1744 美元/盎司 (第 1 頁)
- 基本面指標、動量指標和倉位指標期權市場定價顯示出對黃金的強勁支撐 (第 2 頁)
- 黃金似將受益於美元的疲軟和“避險”資金流動的再現 (第 2 頁)
- 黃金的實物需求仍未明顯回升，而各國央行已放慢黃金收購步伐 (第 3 頁)
- 礦業公司以新型冠狀病毒為由，下調了全年產量預期，並上調了成本預期 (第 4 頁)

圖 1：貴金屬價格指數 (2015 年 1 月 1 日=100)

黃金 (-0.2%) 和白銀 (+0.7%) 基本持平，鉑金 (-4.0%) 和鈀金 (-8.7%) 環比下跌



資料來源：彭博資訊

黃金不會曇花一現

6 月 5 日，黃金價格跌至月內低點 1671.5 美元/盎司，較 5 月高點 1765.6 美元/盎司下跌 5.3%。在投機性需求的推動下，黃金價格已回升至每盎司 1744 美元。

6 月初，黃金似乎已失去動力。期權偏斜率下降、隱含波動率和風險逆轉指標放寬，暗示黃金需求減弱。專業投資者減少了在黃金期貨市場的淨敞口，而依據已知的 ETF 頭寸，散戶投資者的需求正以 3 月中旬以來最慢的速度增長。然而，漲勢的喪失只是短暫的，黃金受到投資者興趣強勁復蘇的支撐。我們的黃金模型捕捉到這種興趣，顯示黃金價格目前比“公允價值”高出 7.2%。

與此同時，黃金的實物需求尚未趕上投機需求。印度和中國這兩個主要市場的珠寶首飾、金條和金幣投資仍大幅下降，而年初至今各國央行的黃金需求有所放緩。

針對新型疫情採取的限制措施也給黃金供應帶來壓力，大型礦商下調了第一季度和全年的產量。由於最大的白銀出產國，特別是墨西哥、秘魯和俄羅斯，新型冠狀病毒病確診人數增長速度最為迅猛，白銀產量同樣面臨風險。

黃金的強勁漲勢及其基本面的“高估”表明，金價很容易出現短期回落，與 6 月初的情形類似。不過，我們預計經濟疲軟會出現反復，加之美元可能出現疲軟，將為黃金在中長期範圍內走高提供支撐。

圖 2：價格快照 (2020 年 6 月 19 日)

價格 (美元/盎司)	20 年 3 月	月環比%	同比%
黃金	1,744	-0.2%	25.6%
白銀	17.62	0.7%	13.9%
鉑金	815	-4.0%	1.0%
鈀金	1,914	-8.7%	28.5%

資料來源：彭博資訊

圖 3：定價和指標 (2020 年 6 月 19 日)

相關指標	20 年 6 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	20 年 6 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,098	4.2%	4.9%	黃金/印度盧比	132,868	0.3%	37.9%
美元指數 (5 國代理)	129.93	-1.5%	4.1%	黃金/人民幣	12,331	-0.5%	29.7%
西德州輕質原油 (美元/桶)	39.75	18.7%	-29.8%	黃金/澳元	2,551	-3.8%	27.2%
銅 (美元/公噸)	5,829	7.6%	-2.2%	黃金/加元	2,373	-2.3%	29.5%
彭博大宗商品指數	64.57	1.5%	-18.4%	黃金/南非蘭特	30,224	-3.8%	52.2%

資料來源：彭博資訊

隨著美元走軟，黃金進入新階段

黃金在高點附近交易...

6月初，金價跌至每盎司 1,671.5 美元的低點時，投資者欣然買入，金價迅速回升。過去一周，黃金交易價格介於 1704-1744 美元/盎司區間，收盤價接近於 1744 美元/盎司的高點（按周環比增長 0.8%）。按 GDP 加權（國際貨幣基金組織購買力平價）計算，黃金價格今年迄今仍上漲 17%，雖然仍比 5 月 15 日的高點低了 1.5 個百分點。

黃金繼續受益於強勁的購買興趣，特別是散戶投資者通過 ETF 買入黃金。基本面指標、動量指標和倉位指標以及期權市場定價均顯示出對黃金的強勁支撐，而美元的基本面似乎正在減弱，為黃金的看漲前景增添了一根支柱。

...投資者方面的支撐...

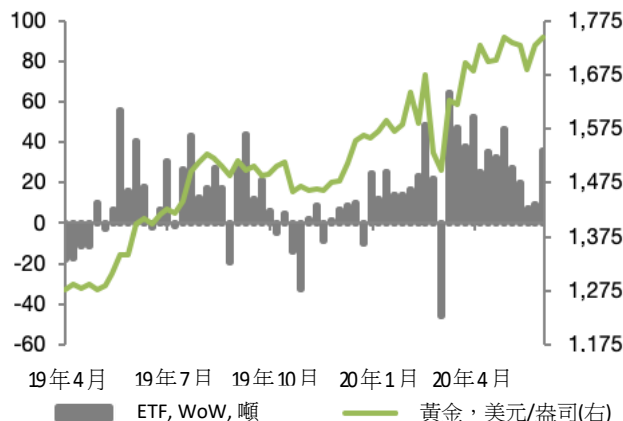
專業投資者和散戶投資者的頭寸仍賦予強勁支撐。美國商品期貨交易委員會（CFTC）報告稱，上周由專業投資者持有的非商業淨未平倉期貨頭寸增加了 1.71 萬份，至 242.5 萬份（占未平倉總頭寸的 68%）。與此同時，散戶投資者連續第 13 周增持 ETF，持有量增加了 35.7 噸。由此，今年迄今為止的收益達到 594 噸，目前總持倉量為 3168 噸。

...技術方面的支撐...

從技術上講，黃金仍堅守在上升趨勢中，較 2018 年 8 月的低點上漲了 50%。黃金交易價格繼續大幅高於其 200 日均線（1579 美元/盎司）。期權波動性仍在上升，與不確定性上升和對未來收益的預期相一致。1 個月期遠期平價期權（ATMF）隱含波動率為 16%，而風險逆轉偏斜仍然強烈支持黃金看漲期權，尤其是期限較長的黃金看漲期權。隱含波動率和風險逆轉偏斜的升高意味著 12 個月 25-delta 黃金看漲期權的波動率成本目前為 22%。

圖 4：ETF 持倉及黃金價格（美元/盎司）

6月初，ETF 的積累有所放緩，之後又開始回升



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

- 黃金似乎將受益于美元的疲軟和“避險”資金流動的重現

...模型提示風險...

與強勁的技術前景一致的是，黃金價格繼續高於我們的“公允價值”估值，目前為每盎司 1625 美元。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。雖然我們相信在短期內這些因素仍是黃金的主要基本驅動因素，但我們注意到，過去一年中，黃金始終領先於我們的模型估值。通過重新估算，隨著收益率趨於零，特別提款權加權的 10 年期債券收益率的彈性上升，差距進一步縮小。

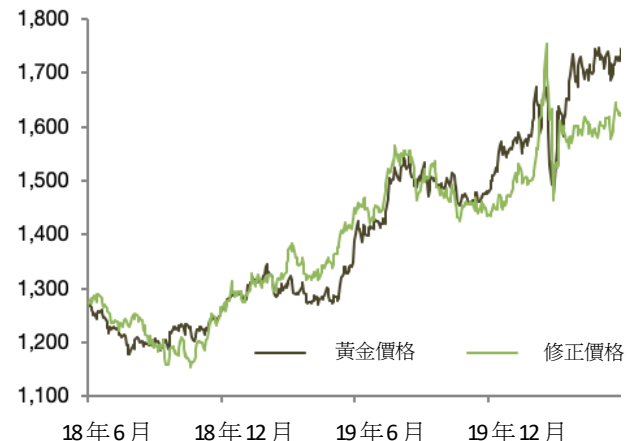
...但黃金上行未受影響。

我們認為，黃金有可能從再次出現的投資者資金“避險”流動中受益，尤其是在美元預計將會走軟的情況下。我們認為，持有美元的理由已經消失。從實際有效匯率方面講，美元的交易價格仍遠高於其長期平均水準，儘管美國經常帳戶赤字可能仍將保持適度，但外國人為該等赤字融資的意願可能會減弱。

我們注意到，鑄比（金銀比）已從 3 月 18 日的峰值 126 降至 99，與近期美國股市的上漲相一致。如果特別提款權加權的 10 年期債券收益率回落至低點，而 VIX 指數升至 50%——符合避險狀況，則我們對黃金的“公允價值”估計將飆升 4.6%。在美元主導地位可能減弱的背景下，依然有充分的理由看漲黃金。

圖 5：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 7.2%



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

實物需求未現 V 型復蘇

黃金的“新常態”

在過去的一個月裡，隨著各國試圖恢復“新常態”，新冠疫情相關封鎖限制已在全球範圍內放鬆。

零售中心、商店和購物中心的重新開業，燃起了人們對黃金零售需求增長的希望，尤其是對黃金首飾的需求，但到目前為止，該等需求卻令人失望。在印度，由於限制公共交通出行，人們不願外出，導致人流量小，珠寶店基本空無一人。6月初，相比國內官方黃金價格，印度交易商最高給出了 32 美元/盎司的折扣，是自 4 月中旬以來差值最大的，但這並不足以大幅性地提振需求。

與此同時，中國首都北京再度爆發新冠疫情，導致政府再次採取封鎖措施。中國黃金消費指標——上海黃金交易所出庫量，在 5 月份環比下降 28%（同比下降 44%），降至 69.2 噸。

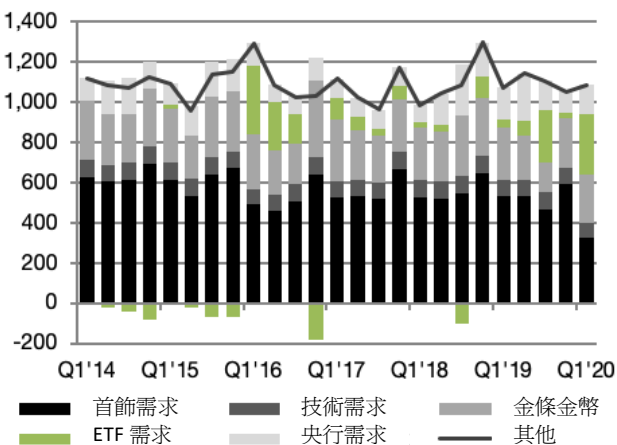
- 5 月份，上海黃金交易所出庫量環比下降 28%

俄羅斯再度缺席

4 月份，央行持倉量增加 31.6 噸（環比下降 24%）。土耳其為最大買家，增持了 38.8 噸。俄羅斯央行在 4 月份放棄購買黃金，實際減持 0.4 噸。同樣，哈薩克和烏茲別克斯坦也出售了黃金，分別減少了 4.1 噸和 2.2 噸的儲備。儘管 4 月份央行黃金需求低迷，但有證據表明央行可能會增加黃金購買量。

圖 8：黃金需求（噸）

隨著 ETF 的飆升，第一季度黃金首飾需求大幅下降



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

- 4 月份，央行需求溫和（31.6 噸），但購買意願有所增長。

世界黃金協會開展的“2020 年央行黃金儲備調查”顯示，20% 的央行計畫在今年增加黃金儲備，高於去年的 8%。據悉，購買意願之所以增加原因在於：危機時期黃金的表現、黃金的流動性、黃金不具有違約風險，以及出現負利率環境的可能性。

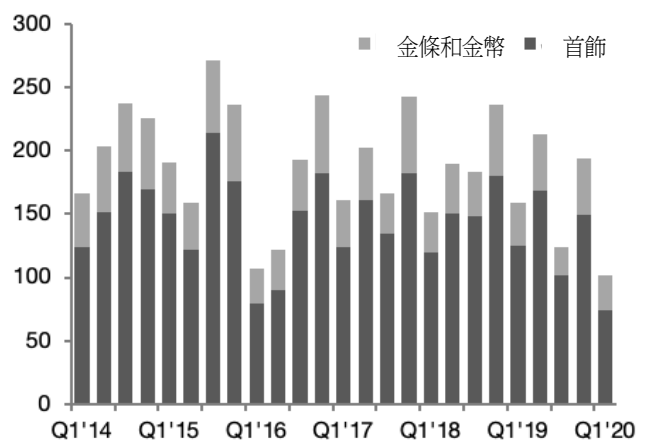
潘朵拉僅適用回收黃金和白銀

全球最大的珠寶商潘朵拉（Pandora）承諾從 2025 年開始在珠寶中只使用回收的黃金和白銀，從而徹底擺脫對新開採的黃金和白銀的依賴。潘朵拉已經在自己製造的產品中主要使用回收的金銀，但現在希望到 2025 年，所有供應商都能 100% 使用回收金銀。該公司還表示，希望銀可以從電子垃圾中提取，目前只有 35% 的銀被提取和再利用。金銀約占潘朵拉所用金屬的 75% 左右，還有其他金屬——銅、鈦、鋼-不在回收目標涵蓋範圍內。

黃金和白銀在回收後品質均保持不變，使之成為可持續產品的理想選擇。此外，碳排放的減少也非常顯著——使用回收銀可以減少三分之二的碳排放，而回收黃金可以減少 600 倍的排放。隨著消費者對企業可持續發展的壓力不斷加大，預計潘朵拉的許多競爭對手也會效仿。

圖 9：印度首飾、金條、金幣需求（噸）

第一季度，印度珠寶、金條和金幣的需求觸及多年來低點



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

黃金礦業公司下調產量預期

礦山重新開工，成本飆升

5月份，巴里克黃金公司（Barrick Gold）公佈第一季度黃金產量為 1250 萬盎司，同比下降 8.6%。與此同時，與去年同期相比，成本有所上升。巴里克的現金成本從 2019 年第一季度的每盎司 631 美元/盎司上升到 2020 年第一季度的 692 美元/盎司，同比上漲 9.7%，而總維持成本從 825 美元/盎司上漲至 954 美元/盎司，同比增長 15.6%。巴里克將全年產量預期降低到 460 萬- 500 萬盎司之間，預計總維持成本為 920-970 美元/盎司，現金成本為 650-700 美元/盎司。

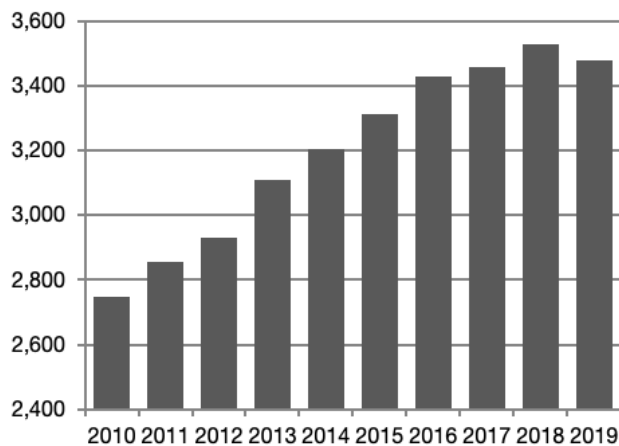
紐蒙特礦業（Newmont Mining）將 2020 年的預期產量從此前的 640 萬盎司下調至 600 萬盎司，處於預測產量區間的低端。紐蒙特預測，2020 年總維持成本將達到 1015 美元/盎司，而之前的預測為 975 美元/盎司。該公司表示，修正後的前景展望中包含了“運營臨時轉入平均 45 天的維護和保養期”所帶來的影響，並且預計第二季度將是“2020 年產量最低、成本最高的季度，因為……維護和保養的工地數量將會增加”。

澳大利亞黃金產量下降

據黃金開採諮詢公司瑟比頓聯合公司（Surbiton Associates）的資料表示，與 2019 年第四季度相比，澳大利亞第一季度黃金產量下降了 10 噸。瑟比頓將此歸因於整個行業的品位下降和處理噸數減少，礦業公司利用最新的金價上漲作為機遇通過降低品味來延長礦山壽命。如果在今年餘下的時間裡出現類似的下降，澳大利亞的年黃金產量可能會下降 40 噸，從 2019 年的 315 噸下降到今年的 275 噸左右，降幅超過 12%。澳大利亞或將由此在 2020 年成為第三大黃金生產國，位於中國和俄羅斯之後。

圖 8：黃金礦產量（噸）

黃金產量繼 2019 年下降後，在 2020 年將繼續下滑



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

- 礦業公司以新型冠狀病毒為由，下調了全年產量預期，並上調了成本預期

黃金供應可能觸頂

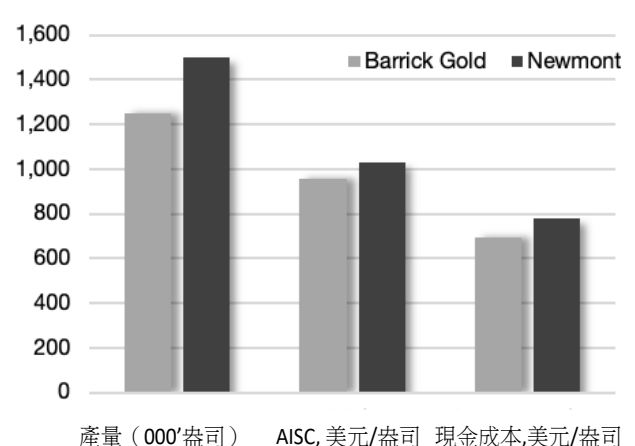
根據諮詢公司伍德麥肯茲（Wood Mackenzie）的資料，為了將黃金供應維持在 2019 年的水準，礦企必須在未來 5 年向新項目投資 370 億美元。黃金行業必須在 2025 年以前開採具有 262 噸產能的項目，才能保持在 2019 年的產出水準。伍德麥肯茲確定了 260 個可能的專案，其中大約有 44 個大型專案需要避免“高峰供應”。但是，在一系列並購和合資之後，礦企承諾進行更有選擇性的投資，而在新型冠狀病毒疫情的推動下，人們更加謹慎，黃金供應方面的新投資似乎還不確定。

白銀供應受到病毒威脅

世界上幾個最大的白銀生產國已成為新冠病毒病確診量快速增長的熱點地區。值得注意的是，世界上最大的白銀生產國墨西哥，2019 年銀礦產量為 19030 萬盎司，現在官方統計有超過 15 萬人感染，約 1.75 萬人死亡。世界第二大生產國秘魯，2019 年的產量為 13540 萬盎司，感染病例持續增加，總數超過 24 萬例。第五大生產國俄羅斯（4240 萬盎司），是新型冠狀病毒病感染人數增長最迅猛的國家之一，感染人數接近 100 萬人。此外，第十大白銀生產國美國（3150 萬盎司），記錄的感染人數最多。如果新型冠狀病毒病感染人數繼續呈非線性增長，各國可能被迫強制限制經濟活動，包括關閉礦山，壓低全球白銀礦產量和 2020 年下半年的全球白銀貿易。

圖 9：巴里克黃金和紐蒙特，2020 年第一季度

巴里克和紐蒙特報告稱第一季度產量下降，成本上升



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：+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