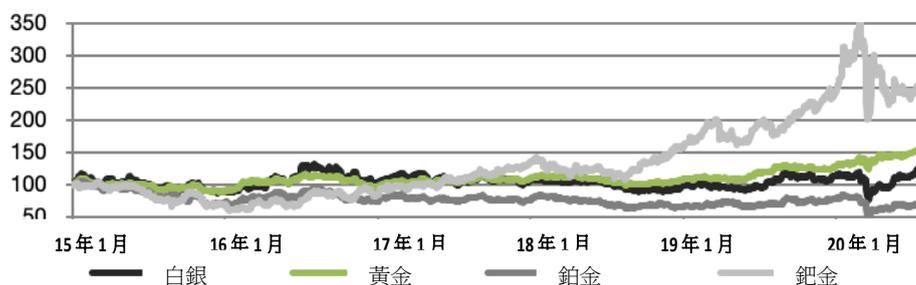


亮點

- 黃金環比大幅增長 5.8%，但白銀成爲 7 月份的真正贏家，環比上漲達 29%（第 1 頁）
- 鑄幣率（黃金與白銀比率）降至 82.9:1，預計未來幾個月白銀有進一步上漲的空間（第 2 頁）
- 隨著全球 M2 貨幣的增長，全球貨幣供應量正在迅速擴大；其中美國（同比增長 24.2%），歐元區（同比增長 8.8%），中國（同比增長 11.1%），日本（同比增長 7.2%）（第 3 頁）
- 外國私營部門對爲美國赤字融資的興趣減弱，美元走弱，對黃金構成了高度支撐（第 3 頁）
- 2019 年全球金礦產量同比下降 0.8%，至 3,533.7 噸（第 4 頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2015 年 1 月 1 日=100）

7 月份，黃金價格創下 1,866.5 美元/盎司的多年高點，白銀價格環比飆升 28.8%



資料來源：彭博資訊

7 月份黃金與白銀價格大漲

7 月份黃金價格飆升，創下 1,866.5 美元/盎司的多年新高，僅比 2011 年的歷史最高水準 1,921.00 美元/盎司低了 2.9%。3 月 16 日恐慌性拋售導致 1451.70 美元的低點，此後黃金已經上漲了 28.6%，這主要是受投資者強烈興趣的推動，目前 ETF 持有量已連續 17 周增長。

雖然黃金在 7 月份強勁反彈，但白銀的表現更好。本月迄今，銀價漲幅已達 26%。自 3 月 18 日鑄幣率創下歷史新高以來，銀價已顯著上漲 88%。

白銀的未來價格表現將部分受到工業需求的驅動，但黃金仍是一種貨幣工具。在全球範圍內，貨幣融資的財政赤字正導致基礎貨幣和 M2 貨幣供應量的增長，我們認爲以美元計價的全球貨幣供應量有快速增長的空間。從歷史上看，這與金價走強的時期密切相關。

此外，儘管我們預計美國的赤字將得到融資，但我們認爲它可能會在美元疲軟的情況下發生。

以實際有效匯率計算，美元仍然昂貴，儘管我們不認爲美元會崩潰，也不會看到美國的像前沿國家一樣出現信貸緊縮，我們確實看到美元持續走弱的空間，這爲黃金提供了額外的支撐。

因地緣政治緊張局勢升級，導致避險需求持續升溫，我們還預計，“避險”風險事件將推動金價走強。

圖 2：價格快照（2020 年 7 月 21 日）

價格(美元/盎司)	20年7月	月環比%	同比%
黃金	1,858	5.8%	30.3%
白銀	22.91	28.8%	39.7%
鉑金	894	7.9%	5.3%
鈀金	2,153	10.9%	40.7%

資料來源：彭博資訊

圖 3：定價和指標（2020 年 7 月 21 日）

相關指標	20年7月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(盎司)	20年7月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,257	4.5%	9.1%	黃金/印度盧比	137,666	3.2%	40.1%
美元指數(5國代理)	127.63	-1.3%	2.0%	黃金/人民幣	12,858	3.7%	31.0%
西德州輕質原油(美元/桶)	41.17	1.8%	-26.8%	黃金/澳元	2,587	2.0%	27.8%
銅(美元/公噸)	6,544	11.7%	9.1%	黃金/加元	2,476	4.2%	32.4%
彭博大宗商品指數	67.28	3.8%	-15.0%	黃金/南非蘭特	30,288	-0.2%	53.2%

資料來源：彭博資訊

黃金風頭被白銀搶佔！

黃金在高位收窄...

目前，黃金價格正迅速回落至 2011 年 9 月創下的每盎司 1,921 美元的歷史高點。儘管黃金同比上漲 30.3%，但黃金兌美元仍未突破這一水準，但按 GDP 加權（國際貨幣基金組織購買力平價計算的 GDP）計算，今年 7 月金價連續創下新高，比 2011 年 9 月高出 21%。

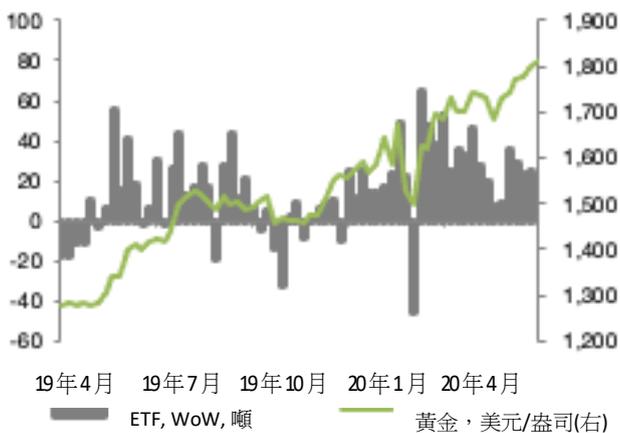
技術指標顯示需求強勁，目前黃金價格接近自 2018 年 8 月以來的上行通道頂峰，而動能指標顯示出黃金再次超買的跡象。

...在投資者的樂觀情緒中...

投資者的樂觀情緒明顯體現在對黃金 ETF 和期貨的需求上。年初至今，我們觀察到黃金 ETF 的平均每週淨買入量為 23.9 噸，僅有兩周是淨賣出，最近一次是 17 周前。過去一個月，投資者購買了 97.9 噸黃金，使今年迄今的購買量達到 692 噸，ETF 總持有量升至 3,266 噸。從這個角度來看，目前 ETF 的黃金持有量僅略低於德國政府 3,364 噸的黃金儲備——德國的黃金儲備僅次於美國。專業投資者還增持了非商業期貨淨持倉 4.64 萬份，至 28.89 萬份淨多頭合約，占未平倉總頭寸的 67.6%。

圖 4：黃金 ETF 和黃金價格（美元/盎司）

黃金 ETF 的需求仍然強勁，連續 17 周增長，今年迄今持有量達到 692 噸。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

...期權仍為買入價。

在過去的一個月裡，場外交易期權市場的波動率有所下降，隱含波動率在一個月期限內下降了約 3%，在 12 個月期限內下降了 2%。但是，期權波動性仍然略有上升，特別是在較長的期限內。與此同時，期權傾斜仍青睞黃金看漲期權，尤其是在較長的期限中。然而，自 3 月 18 日觸及最高價以來，價外黃金看漲期權雖已大幅下跌。

- 增長預期的改善，加上擴張性貨幣政策和美元走軟，都對白銀構成支撐。

但 12 個月 25-delta 黃金看漲期權的隱含波動率約為 20%，而 5 年平均值為 16.4%，因此黃金價格仍然昂貴。

...黃金風頭被白銀搶佔！

雖然金價繼續上漲，但相比白銀的表現卻黯然失色。自 3 月 18 日創下歷史新高以來，鑄幣率（金銀比）已從 125.6:1 降至 82.9:1，一個月前鑄幣率更是從 98.7:1 的水準暴跌。自 3 月 18 日以來，黃金上漲了 23.8%，而白銀則大幅上漲了 88%。

黃金是一種主要的礦產，也是一種主要的貨幣工具，與之不同的是，白銀的波動性更大。白銀既在專門的銀礦中開採，也可作為副產品開採，通常作為金礦或銅礦的伴生物。白銀作為貨幣工具有著悠久的歷史，但它也有重要的工業用途。因此，前景不太清晰，並且往往同時表現出貨幣和工業特徵。我們認為這些特徵在最近幾周使白銀價格高漲，白銀受益於貨幣擴張和美元疲軟（即貨幣特徵），同時也受益於全球增長情緒的改善，且隨著美國股票價格的上升，鑄幣率有所下降。

我們認為銀價在未來幾個月有進一步走強的空間。假設鑄幣率下降到 65:1——接近其千年後的平均水準（65.5:1），而黃金上漲到 2,500 美元/盎司，那麼白銀將上漲到 38.5 美元/盎司（漲幅達 71%）。雖然我們看到了巨大的上漲潛力，但由於其特殊的供需特徵，我們注意到這種金屬的兩極性質。

圖 5：鑄幣率與標普 500 指數

在風險偏好改善的環境下，白銀表現優異。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

輕鬆賺錢的誘惑。

黃金是一種“硬通貨”...

在我們的《黃金月刊》（2020年5月刊）中，回顧了我們認為的黃金的主要驅動因素。我們注意到，黃金是一種長期的價值儲存手段，可作為一種交換手段，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；無論它是以金幣、金條還是珠寶的形式持有。我們注意到：

“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%，意味著黃金的年複合實際收益率達4%。”

...有明確的長期驅動力。

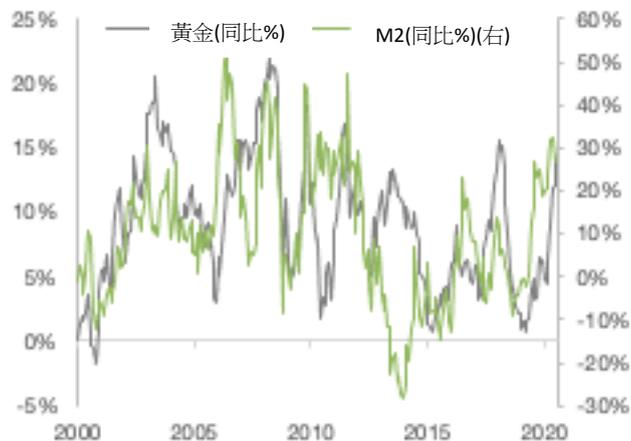
我們認為，黃金的價值主要受到三個因素的驅動：1) 美元的價值，2) 長期債券收益率，以及3) 資產市場的波動性。在我們的黃金模型中，我們使用5個國家/地區的美元籃子來代表美元的整體價值，而債券收益率則由SDR加權的10年期債券收益率來代表，資產市場波動性則由標準普爾500指數來代表。

輕鬆賺錢的誘惑...

在過去的一年中，美元溫和升值（1.4%），而特別提款權加權的10年期債券收益率下降了0.68%，僅為0.45%，VIX指數從12.6%飆升至今天的29%。儘管美元走強抑制了黃金價值，但債券收益率下降和資產市場波動性上升的影響佔據了主導地位。事實上，我們注意到，過去一年，特別提款權加權的10年期債券收益率和黃金之間的日相關性為-0.85，債券收益率的波動為±0.10%，黃金的波動為±2%。

圖6：M2貨幣和黃金（同比增長%）

以美元計算的G-3貨幣（美國、中國和歐元區）的快速擴張通常與黃金價值的飆升有關。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

在美元溫和走強和利率大幅下降的作用下，我們黃金模型的“公平價值”估值年比上升14.8%，但這卻被黃金價格同比增長30.8%的增長所掩蓋，這表明黃金被“高估了”然而，我們認為，我們的黃金模型未能反映出當前貨幣寬鬆的真實程度。

一切仿佛都是應對之舉...

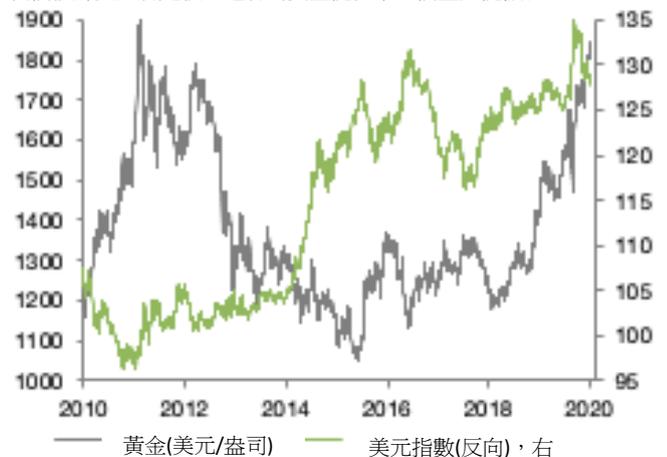
為應對新型冠狀病毒危機，各國政府採取了大規模貨幣融資赤字支出的應對措施。以美國為例，預計聯邦政府的預算赤字將占2020財政年度收入的100%，占GDP的17%；如果國會在未來幾天通過另一輪刺激方案，則占比將會更大，債務占GDP的比率預計將達到98.5%。美聯儲已將利率大幅下調至有效下限，儘管其債券購買是通過二級市場進行的，但美聯儲實際上是出於各種意圖和目的將赤字貨幣化。此外，美聯儲正在為信貸市場提供支持，並通過掉期額度貸款工具支援外匯掉期交易。

貨幣融資的財政赤字正在迅速擴大基礎貨幣。隨著M2貨幣在全球範圍內不斷擴張，這一趨勢正在擴大到更廣泛的貨幣總量；美國（同比增長24.2%），歐元區（同比增長8.8%），中國（同比增長11.1%），日本（同比增長7.2%）。加上美元疲軟，我們認為全球美元貨幣供應量有快速增長的空間。從歷史上看，這與金價走強的時期密切相關。

要讓美元繼續受到支撐，美國必須為其2-2.5%的適度經常帳戶赤字融資，並滾轉大量外債。鑒於美國的財政和貨幣政策，我們認為，外國私營部門為這一赤字融資的興趣正在減弱。雖然我們預計赤字將得到融資，但它將發生在美元疲軟的背景下，這將為黃金提供進一步的支撐。

圖7：美元和黃金價格（美元/盎司）

我們預計美元將走軟，這將為黃金提供下一個重大提振。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

2019/20 年度金礦產量受限

黃金產量的新趨勢？

2019年，全球金礦產量同比下降了0.8%，至3,533.7噸，打破了2010年代全年礦山產量增加的趨勢。由於新型冠狀病毒的影響，從供應鏈問題到礦山關閉和勞工限制等一系列因素影響礦山產量，預計礦山產量下降將持續到2020年。

俄羅斯位居第二

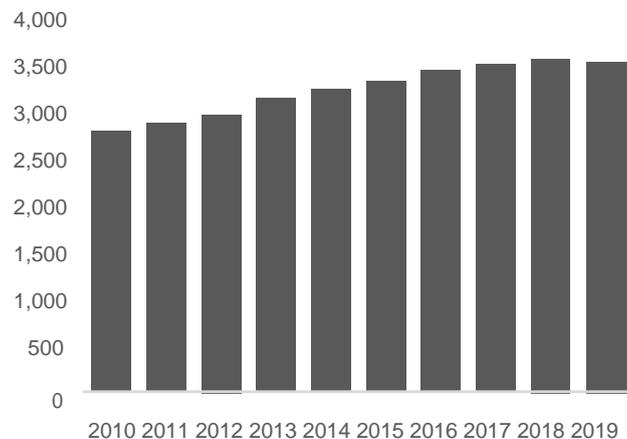
從國家產量來看，土耳其和玻利維亞增幅最大，黃金產量分別為37.0噸和44.2噸，增幅分別為61.9%和41.2%。俄羅斯超過澳大利亞，成為世界第二大黃金生產國，年產量大幅增長11.5%，達到329.5噸。

與此同時，澳大利亞的產量同比僅增長2.6%，至325.1噸。作為世界上最大的黃金生產國，中國正面臨產量從2016年峰值持續下降的情況，2019年黃金產量進一步下降5.2%，至383.2噸。如果這一趨勢繼續下去，俄羅斯最早可能在明年超過中國，成為世界上最大的黃金生產國。不過考慮到新型冠狀病毒對採礦的影響，2-3年似乎是一個更合理的時間框架。由於俄羅斯黃金產量上升，且央行沒有購買黃金，俄羅斯黃金出口量應會顯著增加。

除中國外，印尼、美國、秘魯和南非是2019年黃金產量大幅下降的主要黃金生產國。美國在2019年的產量下降了11.0%，降至200.2噸，繼續保持其第4大生產國的位置。印尼、秘魯和南非的產量分別下降了41.6%、9.0%和7.7%，印尼被擠出了前10名。

圖8：全球金礦產量（公噸）

十多年來全球礦山產量首次下降



資料來源：世界黃金協會、Metals Focus、Redward Associates

- 2019年，俄羅斯取代澳大利亞成為全球第二大石油生產國

主要礦業公司仍保持領先

雖然北美黃金產量在2019年有所下降，但全球最大的黃金生產公司——美國紐蒙特礦業公司（Newmont Mining）和加拿大巴里克黃金公司（Barrick gold）的黃金產量卻大幅增長，分別增長了23%和21%，至195.7噸和170.0噸。雖然這兩家公司的總部都設在北美，但它們的採礦業務卻遍及全球。

俄羅斯最大的黃金生產商 Polyus Gold 的產量也大幅增長了16%，至88.4噸。展望2020年，新型冠狀病毒預計將對礦山生產，尤其是第二季度礦山生產，造成嚴重的影響。巴里克黃金公司預計，由於阿根廷一座金礦和巴布亞紐幾內亞的停產，第二季度產量較上年同期將下降15%。紐蒙特礦業還將2020年生產指導下調了11.3噸。

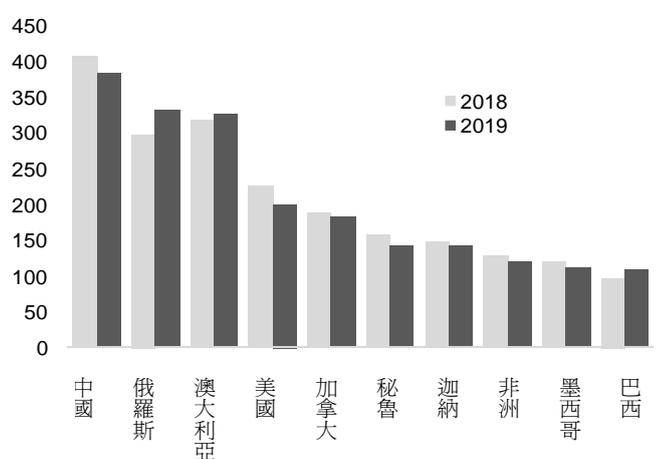
不過，礦山生產正在出現復蘇跡象。此前因為新冠疫情的影響，紐蒙特旗下 Penasquito、Cerro Negro、Eleonore 和 Yanacocha 礦場陷入看護和維護狀態。這四個礦場已于於5月開始加緊作業，產量應能迅速恢復。

黃金價格為黃金供應提供支撐

堅挺的金價可能會改變採礦業的經濟狀況，讓一些礦山礦石品位較低的部分能夠盈利，提高一些礦山的壽命和可開採黃金的數量。這在2020年的影響還有待觀察，但如果黃金繼續強勁的表現，突破每盎司1900美元，則在隨後的幾年中可能會變得舉足輕重。

圖9：十大黃金生產國（公噸）

中國產出持續下滑，較2016年峰值下降17%



資料來源：世界黃金協會、Metals Focus、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