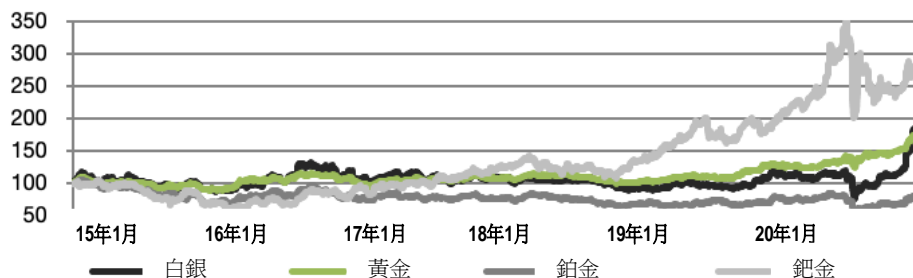


## 亮點

- 8月7日，金價飆升至每盎司2076美元，後於8月12日暴跌至當月低點每盎司1835美元(-11.6%) (第1頁)
- 金價可能將迎來一段盤整期，但推動金價走高的基本面因素仍未改變 (第2頁)
- 鉑金落後於其他貴金屬，但我們也指出，鉑金比黃金更稀缺，供需動態比較令人關注 (第3頁)
- 隨著鉑金新(舊)用例的出現，鉑金交易價比黃金和鈀金都出現了歷史上罕見的折價，分別達到52%和56% (第4頁)

圖1：貴金屬價格指數（2015年1月1日=100）

從高峰到低谷，黃金價格下跌了11.6%，白銀價格下跌了20.7%...兩者月環比均為正值。



資料來源：彭博資訊

## 猶如過山車

8月份，貴金屬價格猶如過山車。月初黃金交易價格為1975美元/盎司，8月7日達到2076美元/盎司的高點(+5.1%)，之後由於拋售壓力的加劇，下跌到當月低點1835美元/盎司(-11.6%)。金價重新歸於平靜，8月18日回升到2013美元/盎司，隨後在撰寫本文時再次跌至1938美元/盎司。

白銀的表現遜於黃金，從8月7日的高點(29.88美元/盎司)下跌了20.7%，鑄幣率(黃金與白銀比率)由之前的72:1短暫升至80:1，而後出現回落。儘管進行了修正，但兩種金屬的環比均保持正值，其中黃金表現令人印象深刻，環比增長6.7%，白銀的表現出色，環比增長35.7%。

我們將黃金和其他貴金屬價格的下跌歸因於實際債券收益率的上升，導致投機性頭寸的平倉觸發了一輪止損拋售。目前，我們認為黃金(和白銀)走低是在技術上明顯超買之後的一次健康調整。

雖然黃金市場一直劇烈波動，但此次調整引發了對黃金隱含波動率(ATMF)的重新評估。ATMF出現下降，其中“一個月ATMF”隱含波動率下降了2%，至18.9%。與此同時，我們看到短期期權風險急劇下降，一個月25 delta下降1.5%，但期權傾斜仍然傾向於支持整個波動區間的黃金看漲期權，其中一個月期上漲1.7%，十二個月期上漲3.7%。

在本月的黃金報告中，我們還將探討鉑金經過多年表現不佳後重新煥發光彩的前景(第3、4頁)。

圖2：價格快照（2020年8月19日）

價格(美元/盎司)	20年8月	月環比%	同比%
黃金	1,938	6.7%	28.8%
白銀	26.80	35.7%	56.3%
鉑金	937	11.1%	10.2%
鈀金	2,163	4.5%	44.6%

資料來源：彭博資訊

圖3：定價和指標（2020年8月19日）

相關指標	20年8月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	20年8月	月環比%	同比%
標普500指數	3,375	3.8%	16.4%	黃金/印度盧比	146,957	8.0%	36.2%
美元指數(5國代理)	125.68	-2.2%	-1.2%	黃金/人民幣	13,593	7.2%	27.9%
西德州輕質原油(美元/桶)	42.79	4.9%	-24.1%	黃金/澳元	2,717	4.8%	22.4%
銅(美元/公噸)	6,581	1.3%	15.8%	黃金/加元	2,589	5.3%	29.1%
彭博大宗商品指數	72.33	9.1%	-5.7%	黃金/南非蘭特	33,748	11.4%	46.0%

資料來源：彭博資訊

# 黃金動盪的月份

## 黃金波動性飆升……

在過去的一箇月中，黃金的交易價格從一個月前的1816美元/盎司上漲到8月7日的峰值2076美元/盎司，漲幅達14.3%，目前為1,938美元/盎司，月環比上漲6.7%。

近期金價的波動與看漲情緒的減弱有關，似乎是由於ETF和期貨的投機性多頭敞口減少所致。

## …適度的平倉…

在截至8月14日的一周內，ETF的持有量出現了21周以來首次減少，但下降幅度相對較小，為17噸，目前總持倉量為3368噸，今年迄今增加了794噸。

期貨市場上空頭黃金頭寸的平倉也很明顯，據CFTC報告，非商業期貨淨持倉量下降2.5萬份合約（占未平倉總持倉量的63.5%）至25.97萬份，我們預計該等持倉量還會進一步下降。

儘管我們認為短期內會有進一步的再平衡空間，但我們預計零售ETF的買盤將恢復，因機構和專業人士對做多黃金期貨的興趣仍得到良好支撐。

## …交易價高於“公允價值”…

我們的黃金模型捕捉到了黃金的劇烈波動。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。

圖4：黃金價格（美元/盎司）

黃金價格繼續高於我們模型的“公允價值”



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

- 投資者通過抑制大型投機行為來應對債券收益率的上升。

我們的“公允價值”估值目前為1727美元/盎司，意味著黃金“被高估”了約10%。然而，儘管我們的模型經證明在方向上是正確的，“公允價值”始終與現貨黃金趨同，但在我們看來，今年黃金對債券收益率和美元的彈性有所增加，尤其是在美元走弱的情況下。

## …隨著美元的貶值…

在過去幾年裡，我們觀察到，全球債券收益率的下降成為影響黃金價格走勢的主要驅動因素，而資產市場的波動也在短期內為金價帶來一定影響。直到最近，美元一直保持強勢，令黃金承壓。

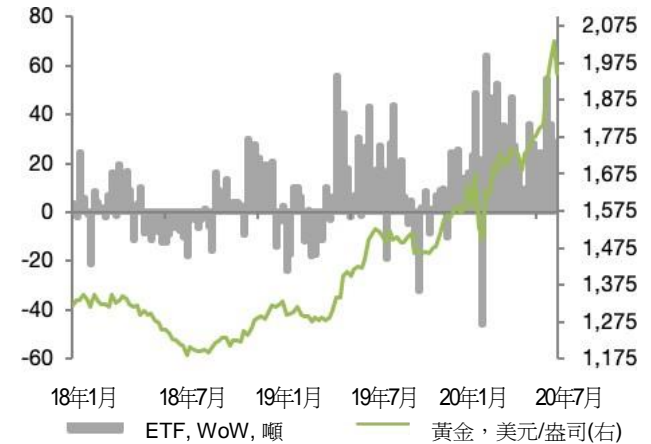
不過，我們認為美元對黃金的錨定作用可能會減弱。值得注意的是，我們的5國美元指數（包括美元兌人民幣、歐元、日元、加元和墨西哥比索的一籃子加權貨幣）在3月份見頂後，已下跌7.0%，為黃金的走強提供了強勁動力。

## …基本面保持不變。

儘管近期金價已從高位回落，但在動能指標的支撐下，似乎處於技術上漲中。我們之前曾指出，金價的波動性已經顯著增加，這與波動性的上升相一致，表明黃金價格還有進一步大幅波動的空間。黃金可能會經歷一段時間的盤整，但我們認為，推動金價走高所需的基本面因素仍然存在。

圖4：ETF持倉量（MT）和黃金價格（美元/盎司）

投資者對ETF進行了適度的平倉



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

# 被遺忘的金屬：鉑金

## 姍姍來遲的“小白銀”

鉑是一種密度高、延展性好、可鍛造的非活性貴金屬。它的名字來源於西班牙語“platina”，意為“小白銀”。作為一種投資方式，鉑金一直落後於其他貴金屬。已從3月16日的低點（552美元/盎司）反彈69.7%，但並未向其他金屬價格一樣出現上漲，今年迄今鉑金價格下跌3.9%。相比之下，黃金、白銀和鈀金年初至今分別上漲了27.2%、49.4%和11.4%。鉑金則仍較2008年3月的峰值低59%。

鉑金最重要的應用領域是催化轉化器，有助於減少汽車尾氣排放。不過，這種金屬也廣泛用於珠寶、化工、電子和醫療設備。隨著鉑金交易所交易工具的出現，投資需求已大幅增加。

- 鉑金比黃金更稀缺，其中約70%的供應量來自同一個國家（南非）

鉑金的稀缺性（鉑金的稀缺性是黃金的15-20倍）及其供應的集中度（約70%的供應量來自南非）導致在供應受限時，鉑金價格會發生重大變動。近期，由於新冠疫情導致礦山關閉、南非冶煉中斷以及對新礦山的投資有限，供應已經趨緊。鉑金供應量在2006年見頂，未來10年將呈下降趨勢。

與鈀金相比，鉑金的投資者情緒低迷。鈀因在較高溫度下的效果卓著，故而一直受到汽車行業的青睞。但是，鈀與鉑之間的價格差異或將在未來幾年導致其被替代。

加之機構投資者對鉑金的興趣日益高漲，以及鉑的新應用領域（見第4頁），鉑金的投資前景或已出現轉機。

## 需求急劇下降

根據世界鉑金投資委員會（WPIC）的資料，2020年第一季度鉑金需求總量下降到164.9萬盎司（同比下滑38%）。之所以出現如此大幅度的下跌是因為基數效應疲弱加之2019年第一季度出現了大量的ETF投資（79.4萬盎司），而2020年第一季度僅為7.9萬盎司。2020年第一季度的投資需求包括31.2萬盎司的鉑金條和鉑金幣需求（同比增長182%），部分被ETF持有量急劇下降21.3萬盎司（同比下降131%）所抵消。

在其他應用方面，第一季度需求普遍疲軟，其中汽車行業為63.4萬盎司（同比下降17%）、珠寶業：40.1萬盎司（同比下降26%）、石油行業：3.4萬盎司（同比下降37%）、電氣行業：3.2萬盎司（同比下降8.8%）、醫療行業：5.9萬盎司（同比下降5.0%）。在化學製品和玻璃製品中，鉑金需求分別達到16.2萬盎司和13.2萬盎司，分別同比增長17%和16%。

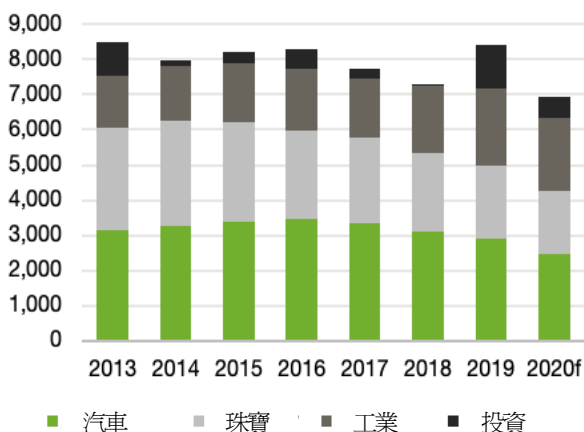
## 南非供應受到衝擊

WPIC報告稱，2020年第一季度總供應量為177.3萬盎司（同比下滑5.8%），其中礦山供應量為128.3萬盎司（同比下滑4.0%），回收供應量為49萬盎司（同比下滑11%）。在第一季度，南非占了礦業總產量的68%，遠遠領先於俄羅斯（12%），辛巴威（9%）和北美（7%）。

3月6日，全球最大的鉑礦商英美鉑金公司（Anglo American Platinum）宣佈將關閉其ACP（Anglo Converter Plant）工廠80天，進行維修，以避免發生爆炸。該公司2020年的精煉產量從200萬-220萬盎司下調了50萬盎司至150萬-170萬盎司，約占全球年度礦山產量的30%。

圖6：鉑金需求（1000盎司）

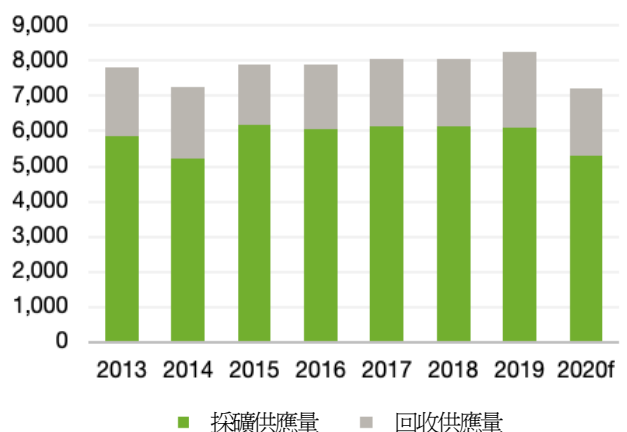
WPIC預測2020年的需求將跌至695萬盎司（同比下降18%）



資料來源：世界鉑金投資委員會

圖7：鉑金供應量（1000盎司）

2020年供應量預計將跌至719.7萬盎司（同比下降13%）



資料來源：世界鉑金投資委員會

# 鉑金能否再次閃耀舞臺？

## 預期出現微量盈餘

WPIC預計2020年全年市場盈餘僅為24.7萬盎司。WPIC預測總供應量將下降到719.7萬盎司（同比下降13.0%），原因是南非礦產量將從2019年的440.2萬盎司下降至2020年的364.9萬盎司（同比下降17%）。總需求預計將從2019年的843萬盎司下降到2020年的695萬盎司（同比下降18%）。預計投資需求和汽車行業需求會分別出現64.7萬盎司和41.3萬盎司的大幅下滑。

然而，WPIC指出，催化轉化器中鉑的適度替代以及投資者興趣的增加可能會導致市場出現短缺。如果投資者需求與2019年水準持平，則2020年市場將出現約40萬盎司的缺口。

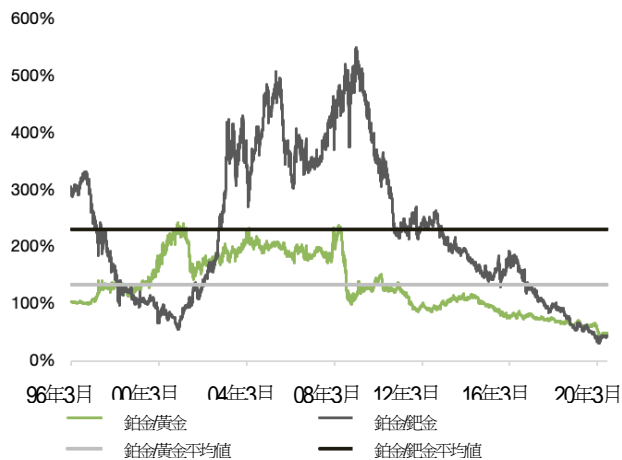
- 投資需求上升可能導致今年鉑金市場陷入短缺

## 萌芽出現

WPIC的最新資料為新興需求描繪了一幅積極的圖景。WPIC指出：i) 四月份鉑金租賃費用飆升，達到6.7%的年增長率，正常範圍是-0.2%-0%；ii) 2020年前五個月中國的鉑金進口量躍升至130萬盎司（同比增長30%）；iii) 鉑金ETF快速重新積累，從5月12日至7月底增加了40.9萬盎司。此外，隨著大多數國家報告汽車需求從4月份開始復蘇，汽車行業需求的下滑可能正在減弱。今年1 - 5月，中國重型汽車產量同比增長8%。與此同時，在歐洲，在經歷了幾年的下滑後，柴油混合動力汽車的市場份額似乎已經穩定在30%左右。

圖8：鉑金與黃金和鈀金價格比（%）

鉑金相對黃金和鈀金溢價創新低



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

## 鉑金無溢價

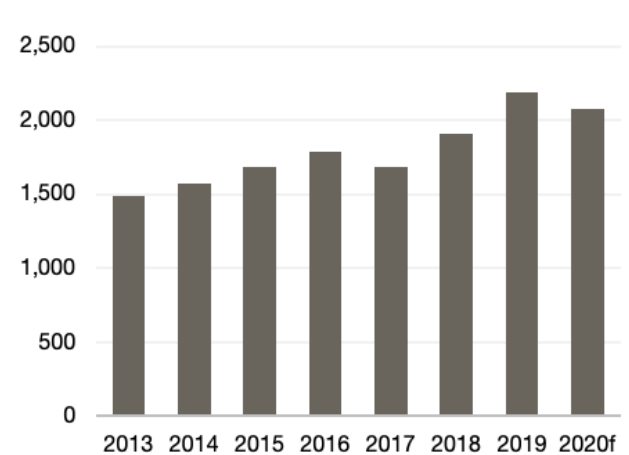
鉑金目前的價格比黃金低52%，比鈀低56%。從歷史的角度來看，這兩種折扣都是不尋常的。自1996年以來，鉑金的平均售價比黃金高出34%。同一時期，鉑對鈀的平均溢價為131%。事實上，只有在1999年12月到2001年9月以及2017年9月到目前這段時間，鉑的價格低於鈀，這意味著自1996年以來，有83%的時期鉑的價格高於鈀。當前鉑價較鈀價低56%，接近1996年以來的最大跌幅，即今年3月創下的69%的跌幅。

## 有希望的新用例

鉑金價格較其他貴金屬低的原因可能在於污染控制方面對鉑的需求不斷增加。在美國，若拜登擔任總統，將頒佈政令承諾“保留並實施現有的《清潔空氣法案》”，同時“制定嚴格的新燃油經濟性標準”。在印度，BS-VI排放標準的實施將增加對鉑的需求。暫時來說，內燃機可能仍將占主導地位，儘管電動汽車不使用鉑，但電動汽車的鋰離子電池沒有使用鈷和鎳，而是使用鉑族金屬（PGM），這可能會降低汽車行業的長期需求風險。燃料電池汽車（FCV）的增長也將支撐需求。預計到2030年，FCV的產量將達到100萬輛，每輛車的鉑用量達到10克，每年將增加35萬盎司的需求量。除了汽車領域的應用外，鉑還有望用於癌症治療藥物，而鉑金碳化矽混合物目前也廣泛應用於個人護理產品。

圖9：鉑金工業需求量（1000盎司）

自2013年以來，工業需求的複合年增長率為4.9%



資料來源：世界鉑金投資委員會

**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。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。本文中的資訊可隨時更改或撤回，恕不另行通知。您應自行負責確定杠杆交易或特定交易是否適合您，尋求獨立的專業意見。在做出任何投資決定之前，您應首先考慮自己的個人情況。杠杆交易具有很高的風險。由於您可能會損失部分或全部本金，所以在進入這個市場前，您應仔細考慮您的財務目標、經驗水準及對此類風險的偏好。最重要的是，請勿投入您不能夠出現損失的資金。請注意，過去的表现並不代表未來的表现。

本報告與Redward Associates Limited聯合備制。



Peter Redward  
[www.redwardassociates.com](http://www.redwardassociates.com)  
電話：+64 9 379 8831  
電子郵件：[peter@redwardassociates.com](mailto: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  
p:+65 6579 8289

電子郵件：[frontdesk@oanda.com](mailto:frontdesk@oanda.com)  
網址：[oanda.com](http://oanda.com)

OANDA Australia Pty Ltd  
Suite 4303, Level 43  
225 George Street  
Sydney NSW 2000  
p:+61 2 8046 6258