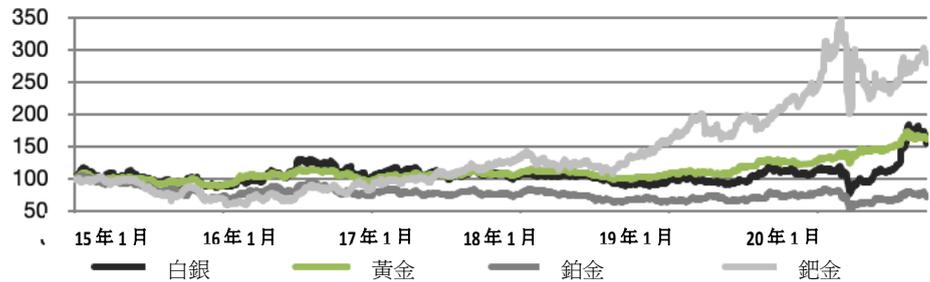


亮點

- 金價一直在 2,050 美元/盎司附近盤整，後隨美元反彈大幅下跌（第 1 頁）
- 資產市場極易受盤整影響，黃金態勢不明朗（第 2 頁）
- Covid-19 疫情再起將令黃金受益，美國利率保持在較低水準以及地緣政治動盪再次爆發也為金價帶來支撐（第 3 頁）
- 黃金礦商公佈第二季度業績，蓄勢待發以抓住金價上漲和生產成本下降的大好機遇（第 4 頁）。

圖 1：貴金屬價格指數（2015 年 1 月 1 日=100）

黃金（-1.5%MoM）、銀（-7.7%MoM）和鉑金（-5.2%MoM）9 月份均下跌



資料來源：彭博資訊

黃金將受考驗

黃金 9 月初始價為 1,992.88 美元/盎司，之後一直保持和穩定在 1,950 美元/盎司的水準。9 月 21 日，黃金開始急劇下跌。在撰寫此文時，已跌至每盎司 1,877.39 美元（環比下跌 2.8%）。

黃金的近期疲軟似與美元反彈（周環比上升 1.5%）的推動有關。我們還注意到，如果這一情況持續（可能在股票市場清算事件的情況下），可能會對金價在近期內達到高點帶來阻力。但就目前而言，我們依然認為，美元疲軟很可能會捲土重來。

9 月份，黃金投機情緒依然看漲。截至 9 月 18 日的一個月裡，投資者仍在繼續購買黃金，ETF 持有量增加了 38 噸。然而，我們的黃金模型（目前顯示金價被高估 7.2%）凸顯出，投資者倉位反轉可能導致金價大幅回落至“公允價值”。

在本月的黃金報告中，我們還注意到，黃金價格的上漲和生產成本下降（主要是由於能源價格疲軟）為黃金礦商帶來極大利好，使其利潤率迅速擴大。新開採項目的交付週期都比較長，而黃金礦商似乎已具備了在幾年時間裡為股東帶來回報的優越條件。

貴金屬市場其他方面，銀價（-7.7%MoM）和鉑價（-5.2%MoM）本月均下跌，鈀價逆市上揚（+3.0%MoM）。

圖 2：價格快照（2020 年 9 月 22 日）

價格 (美元/盎司)	9 月 20 日	月環比%	同比%
黃金	1,902	-1.5%	24.9%
白銀	24.45	-7.7%	31.6%
鉑金	870	-5.2%	-8.9%
鈀金	2,232	3.0%	35.2%

資料來源：彭博資訊

圖 3：定價和指標（20 年 9 月 22 日）

相關指標	20 年 9 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	20 年 9 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,316	-3.4%	10.8%	黃金/印度盧比	139,767	-2.6%	29.4%
美元指數 (5 國代理)	125.25	-0.4%	-1.8%	黃金/人民幣	12,878	-3.7%	18.8%
西德州輕質原油 (美元/桶)	39.60	-7.1%	-32.5%	黃金/澳元	2,654	-1.5%	18.0%
銅 (美元/公噸)	6,719	2.8%	16.8%	黃金/加元	2,532	-0.9%	25.2%
彭博大宗商品指數	71.00	-0.9%	-11.1%	黃金/南非蘭特	31,964	-2.2%	41.1%

資料來源：彭博資訊

資產市場是否面臨拐點？

美元走強...

黃金經歷了走勢艱難的一個月，未能收於 2,000 美元/盎司的重要心理關口之上。黃金在 9 月份的大部分時間一直在區間內波動，隨著美元應股市下跌而走強，金價大幅下跌。

儘管股市恢復了一些平靜，但我們對股市十月份前景仍然看跌，意味著美元可能會進一步走強，進而對黃金構成壓力。

- 資產市場極有可能會回檔，黃金態勢不明朗

... 黃金 ETF 購買速度放緩...

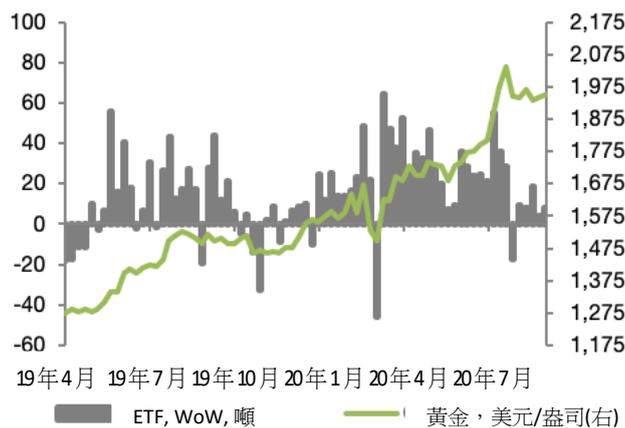
ETF 持有量過去一個月的增長 38 噸，數量相當可觀，但與 4~7 月份相比，積累速度已大幅放緩。目前總持倉量為 3,416 噸，年初至今增加 842 噸。

期貨市場方面，黃金多頭倉位的積累也呈適度增長，據 CFTC 報告，非商業期貨淨持倉合約上月增加 8,300 份，至 27.34 萬份（占未平倉總持倉量的 66.1%）。

如果將黃金帶入新高的強大 ETF 投資者興趣開始出現長期反轉，預計黃金將大幅承壓，並盤整至較低水準。

圖 4：ETF 持倉及黃金價格（美元/盎司）

投資者繼續積累 ETF，但速度已經放緩



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

...交易價高於“公允價值”...

我們的黃金模型凸顯了黃金的下行風險。該模型是由四大因素驅動：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”估值為 1,756 美元/盎司，表明金價被高估 7.2 個百分點左右。如果美元進一步走強，我們的公允價值就會下降，黃金價格的合理性將越來越難以判斷。

圖 5：黃金價格（美元/盎司）

黃金回落至我們的“公允價值”還有相當大的距離



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

...謹慎為上。

我們觀察到，在過去幾年裡，推動金價表現的主要因素為債券收益率的下降，並且認為，黃金要達到新高，必須以美元下跌作為支撐。雖然近幾個月美元大幅貶值，黃金市場呈現利好反應，但我們擔心，資產市場情緒風向的改變可能導致美元在“避險”情緒的推動中走強。

然而，儘管我們認為在短期內應保持謹慎，但同時也認為，一個或多個“避險”事件的發生可能會使黃金受益。此外，我們還預計，美元會在較長一段時期內保持下跌趨勢，為黃金多頭頭寸帶來支撐。

正如我們在 8 月份的報告中所提到的“黃金可能會在一段時期內接受盤整，但我們認為，推動金價走高所需的基本面因素仍然存在。”

不確定性占主導

地緣政治動盪不安

威權政策日益占主導，加上全球失業率上升，似乎正在導致社會凝聚力的瓦解，而中國與西方某些國家日益加劇的政治緊張局勢也同樣無助於動盪不安的局勢。儘管緊張局勢日益加劇，但投資者的樂觀情緒已將資產估值推到了歷史最高水準。

美國方面，頗具爭議和令人迷惑的大選結果將於 11 月出爐，如果政治領導人缺乏英明領導力，資產配置將出現無法預料的重大變化。與此同時，由於美國國會在最高法院大法官露絲·巴德·金斯伯格（Ruth Bader Ginsberg）繼任者問題上爭執不休，在新財政救助方案上達成妥協的可能性似乎也越來越小。

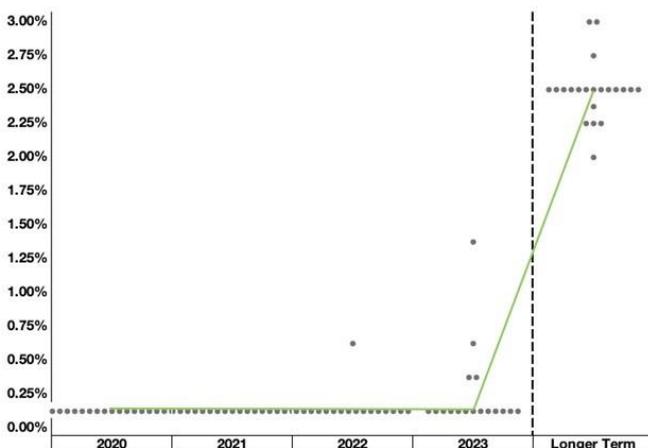
美聯儲按兵不動

8 月下旬，美聯儲主席傑羅姆·鮑威爾宣佈對貨幣政策進行重大調整。美聯儲關於長期目標和貨幣政策策略的最新聲明中，提到的變化包括：1）從之前聲明的“偏離其最大水準的情況”改為“對就業缺口的評估” 2）美國聯邦公開市場委員會（FOMC）將尋求實現平均通脹率在 2% 的目標。美國聯邦公開市場委員會（FOMC）指出，貨幣政策利率比以往更可能受到有效利率下限的限制。

與這些變化相一致，在聯邦公開市場委員會 9 月 16 日發佈的聲明中，委員會將聯邦基金利率維持在 0-1/4%，認為“維持這個目標區間是合適的，並會一直維持到勞動力市場條件達到委員會評估的最大就業水準，通脹上升至 2% 且在未來一段時間內適度超過 2% 的軌道上。”美聯儲點陣圖顯示，委員們預計短期內目標基金利率不會有變動。

圖 6：美聯儲點陣圖

美國聯邦公開市場委員會官員們預計短期內不會上調目標利率



資料來源：美聯儲

- 新冠肺炎疫情再起將令黃金從中受益，美國利率保持在較低水準及地緣政治動盪再次爆發也為金價帶來支撐

病毒死灰復燃

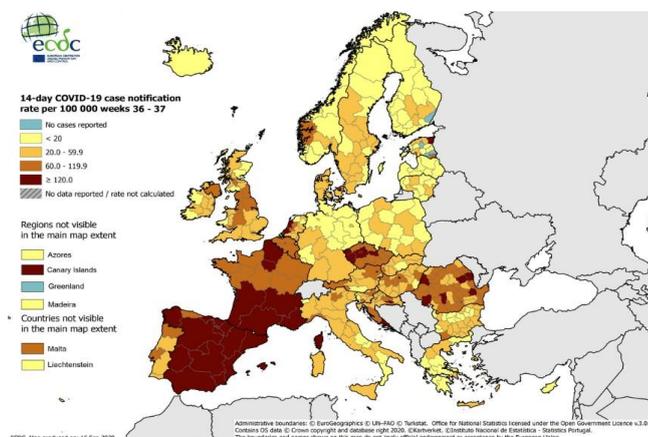
儘管政策方面仍具有高度擴張性，但貨幣和政策的空間正在逐步消失。實施財政和貨幣刺激，以及要恢復至更為正常的運行環境，通常會導致經濟活動出現 V 型復蘇，以使股市和大宗商品估值趨於合理，這與曲線趨陡以及資本流入新興市場和前沿市場相一致。

但我們認為，未來前景會更加暗淡。即使疫苗研製成功，臨床試驗和審批也需要時間，加上可能需要後續疫苗注射，並可能面臨重大供應鏈障礙。與此同時，歐洲病例出現激增，隨著北方冬季的臨近，可能會迎來“第二波”疫情。自 2 月中旬以來，政府、家庭和企業損益表和資產負債表都變得更加脆弱，預計破產數量將繼續增加。政策雖具有高度的擴張性，但政策支持空間正在逐步消失。

雖然美元近期隨股市走弱（意味著美國資產轉向投資組合的再平衡），但我們仍然擔心，如果美國股市大幅下跌（有可能發生），美元可能會繼續反彈。儘管其將對黃金構成阻力，但投資者轉向安全資產以及其他基本面因素仍可能為金價提供支撐。隨著政策支持空間的逐步縮小，在面臨不確定性及大環境日趨薄弱的情況下，我們對黃金持建設性意見。

圖 7：歐洲 Covid-19 病例率

Covid-19 病例激增，法國和西班牙尤其甚



資料來源：歐洲疾病預防和控制中心（ECDC）

黃金礦商迎來大好機遇

各礦商業績興隆

近幾個月來，全球黃金礦商財務業績強勁，受金價飆升和生產成本下降(尤其是能源價格下降)的推動，利潤不斷攀升。公開上市的黃金公司股東大多數都獲得了高額股利回報。

業績領頭羊

世界第二大黃金公司巴里克黃金公司根據其預測產量，公佈的第二季度調整後利潤為 4.15 億美元，收益為 31 億美元（同比增長 48%）。巴里克公司表示，由於冠狀病毒在阿根廷造成的生產中斷，第二季度黃金產量下降至 110 萬盎司（同比下降 15.0%）。但該礦商認為，其全年黃金產量 460 萬至 500 萬盎司的指導目標依然能夠照常實現。巴里克報告的第二季度的總維持成本為 1,031 美元/盎司。

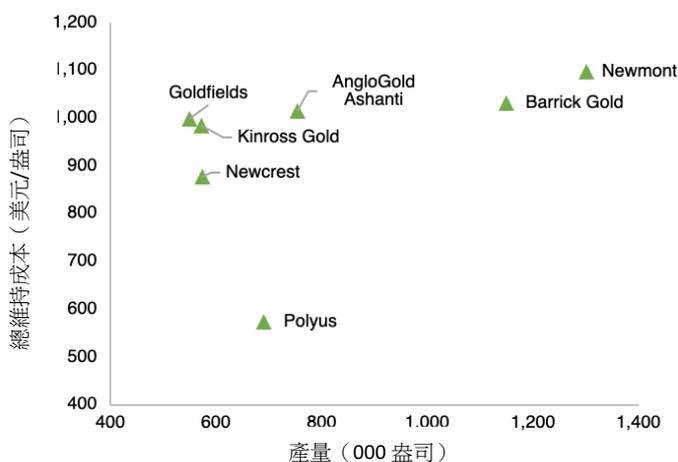
全球預期產量最大的礦業公司 Newmont Mining 報告稱，第二季度黃金產量為 130 萬盎司，整體維持成本為每盎司 1,097 美元。經營現金流為 6.68 億美元，自由現金流為 3.88 億美元。Newmont 預計的全年黃金產量約為 600 萬盎司，總成本為 1,015 美元/盎司。

俄黃金礦商 Polyus 表現出眾

2020 年第二季度，俄羅斯最大黃金開採商 Polyus 的黃金產量達 69 萬盎司（同比增長 0.9%），並公佈了 11.57 億美元的收益（同比增長 29.0%）和 8.6 億美元調整後 EBITDA（同比增長 42.4%）。Polymetal 的 EBITDA 利潤率從 2019 年第二季度的 67% 升至 2020 年第二季度的 74%，基本經營業績改善突出。總維持現金成本降至 574 美元/盎司。

圖 8：總維持成本及產量（第二季度）

巴里克 (Barrick) 和紐蒙特 (Newmont) 產量領先，Polyus 成本領先



資料來源：公司報告、Redward Associates

- 由於金價走高和生產成本下降，礦商們紛紛報出佳績

（同比下降 2.0%），成本遙遙領先。出於對上半年業績的信心，公司董事會建議派息 4.35 億美元，相當於 Polyus 上半年 EBITDA 的 30%。就全年而言，Polyus 的黃金產量有望達到 280 萬盎司，資本支出在 7 億至 7.5 億美元之間。

澳大利亞 Newcrest 礦業公司公佈的第二季度黃金產量為 57.3 萬盎司，總維持成本為 878 美元/盎司。Newcrest 全年基本利潤升至 7.5 億美元（同比增長 34%），自由現金流 6.7 億美元，總維持成本 862 美元/盎司。在該年度，除 4 億美元的有機投資外，Newcrest 還投資 13 億美元用於增加對 Red Chris 和 Fruta Del Norte 礦場的所有權。

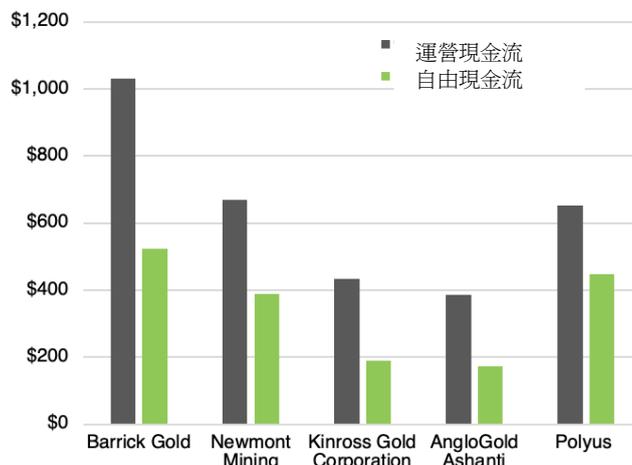
今年 9 月，加拿大 Kinross Gold 公司同樣公佈了利好業績結果，恢復了 2020 年達到 240 萬盎司產量指導目標，並將 2023 年的預測產量提高到 290 萬盎司。該公司預計，2020 年總維持成本 (AISC) 為 970 美元/盎司。

礦商擬在倫敦上市

作為全球最大黃金/白銀皇家礦業之一的加拿大惠頓貴金屬 (Wheaton Precious Metals) 計畫於今年在倫敦證交所上市。該礦業集團總部位於溫哥華，市值約為 230 億美元，已在多倫多和紐約上市。此前，市值 53 億美元的亞馬納黃金 (Yamana Gold) 今年 7 月提交了標準上市申請。兩大礦商均有望年底前在倫敦證券交易所上市交易。

圖 9：礦商運營情況及自由現金流情況（第二季度）

礦商第二季度創造了大量自由現金流



資料來源：公司報告、Redward Associates

免責聲明：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非 Redward Associates Ltd 觀點，且不可被解讀為 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。請閣下自行確定杠杆交易或特定交易是否適合，並自行尋求獨立專業建議。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