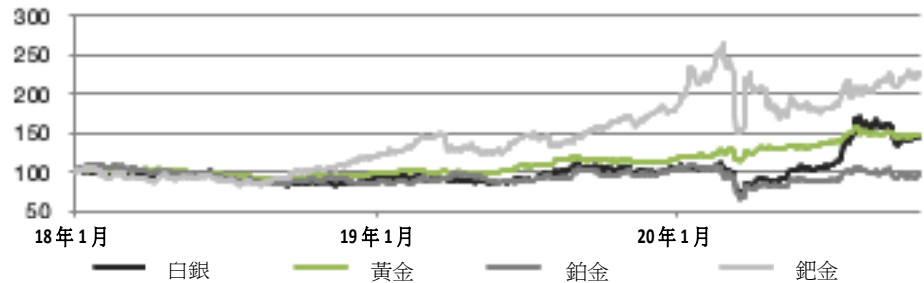


亮點

- 自黃金價格自8月初盤整以來，我們開始看到獲利回吐已滲入到ETF市場。但場外期權仍具備支撐，我們預計，金價朝其200日移動平均線的任何下調都會帶來穩健買盤（第2頁）
- 黃金仍對美國實際債券收益率的變動高度敏感，但最近美元也已成爲一個重要的推動因素（第3頁）
- 儘管各國央行熱衷於增加黃金儲備，但淨買入已停滯，8月份出現小幅拋售（第4頁）
- 11月3日美國總統大選將伴有相當大的不確定性，但我們預計貨幣刺激政策會增加，而黃金將成爲真正的贏家（第5頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2015年1月1日=100）

從高峰到低谷，黃金下跌 11.6%，白銀下跌 20.7%...兩者月環比均爲正值。



資料來源：彭博資訊

黃金繼續盤整。

過去一個月，黃金交易價格在每盎司 1,848-1,933 美元之間窄幅波動 4.6%，上周收盤於 1,902 美元/盎司（月環比上漲 2.2%）。

自 8 月初以來的黃金盤整現已導致散戶投資者在 ETF 上的適度獲利回吐，以及期貨市場非商業空頭頭寸的增加。與此同時，場外黃金期權定價仍具備支撐。我們預計，金價朝其 200 日移動平均線（1,763 美元/盎司）所作的任何回檔，都能帶來穩健買盤。

今年 5 月，世界黃金協會對各國央行官員的調查顯示，黃金購買興趣強烈，但這種情況尚未顯現。俄羅斯和其他獨聯體國家以及土耳其的需求放緩導致 2020 年上半年的官方購買放緩，烏茲別克斯坦 8 月份出售黃金 31.7 噸，導致央行持有量急劇下降。我們預計俄羅斯、獨聯體和土耳其的實物黃金需求將保持低迷，我們也在關注英國法院是否支援委內瑞拉爲應對新冠肺炎大流行提供

資金而大量出售其黃金儲備的做法。

儘管美國總統大選仍存在相當大的不確定性，但我們認爲，大選結果可能關係到美聯儲在購買資產上所採取的寬鬆的財政政策。寬鬆的財政和貨幣政策可能會令美元承受下行壓力，而同時長期債券實際收益率會維持在非常低迷的水準（至少目前如此），爲黃金在未來一年提供了重要支撐。雖然黃金正在經歷盤整，但我們仍就看好黃金前景（尤其是美元疲軟環境下）。

圖 2：價格快照（2020 年 10 月 23 日）

價格 (美元/盎司)	2020 年 10 月 月環比%	%	
黃金	1,902	1.9%	26.7%
白銀	24.61	6.8%	38.5%
鉑金	905	6.4%	-1.8%
鈀金	2,398	6.8%	35.1%

資料來源：彭博資訊

圖 3：定價和指標（2020 年 10 月 23 日）

相關指標	2020 年 10 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	2020 年 10 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,465	7.1%	15.1%	黃金/印度盧比	139,993	2.0%	31.3%
美元指數 (5 國代理)	123.29	-2.1%	-2.4%	黃金/人民幣	12,719	0.1%	19.9%
西德州輕質原油 (美元/桶)	39.85	-0.2%	-29.1%	黃金/澳元	2,664	1.4%	22.9%
銅 (美元/公噸)	6,852	3.6%	16.9%	黃金/加元	2,496	0.2%	26.3%
彭博大宗商品指數	73.57	4.0%	-7.3%	黃金/南非蘭特	30,778	-3.0%	44.6%

資料來源：彭博資訊

投資者變得更加謹慎。

盤整仍在持續。

經歷 2020 年上半年穩步上漲（8 月 7 日達到 2,075 美元/盎司的歷史最高點）後，黃金進入盤整期。過去一個月，黃金交易價格在 1,848-1,933 美元/盎司之間窄幅波動 4.6%，上周收盤於 1,902 美元/盎司（月環比上漲 2.2%）。

黃金價格近期雖然企穩，但與此同時，在期貨市場和 ETF 市場，投機者的黃金淨購買速度放緩。不過，技術前景仍然具建設性，場外（OTC）黃金期權市場（尤其是黃金的長期前景）仍然看漲。

投機性買盤停滯。

CFTC 報告稱，上周非商業淨未平倉頭寸為 25.09 萬（占總未平倉量的 59.8%）。儘管期貨市場仍對黃金持強勁看漲態度，但自 3 月中旬以來，由於空頭淨額的上升，我們看到淨未平倉頭寸（尤其是占總未平倉量的比例）在穩步下降。多頭非商業期貨的穩態表明，看多者仍持樂觀態度，而持較為懷疑態度的一方正在逐步建立空頭頭寸。

- 隨著黃金價格自 8 月初開始企穩，我們開始看到出現獲利回吐。

近期金價的穩定也體現在黃金 ETF 的持有量上。過去一個月，持有量月環比增加 18 噸，至 3,451 噸。但在過去兩周，我們觀察到較前周分別有 1.8 噸和 2.7 噸的淨銷售，為黃金 ETF 自 2019 年 11 月以來的首次連續賣出。儘管我們

圖 4：ETF 持有量與黃金價格（美元/盎司）

雖然年初迄今 ETF 的持有量增加了 877 噸，但散戶投資者在近幾周成爲了淨賣家。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

看到黃金 ETF 持有的多頭出現一些獲利回吐，黃金仍有增加了 877 噸，2020 年只有 5 周爲淨賣出。

世界黃金協會（WGC）報告稱，北美 ETF 需求 9 月份繼續放緩（月環比 34.6 噸），而歐洲需求在經歷了 8 月份的溫和下降後出現反彈（月環比 26 噸）。北美和歐洲以外地區的 ETF 購買量略有下降（月環比 7.5 噸）。鑒於近期 ETF 持有量的下降，我們預計 10 月份，北美的 ETF 持有量將會下降，歐洲地區的購買也將放緩。

期權仍具建設性。

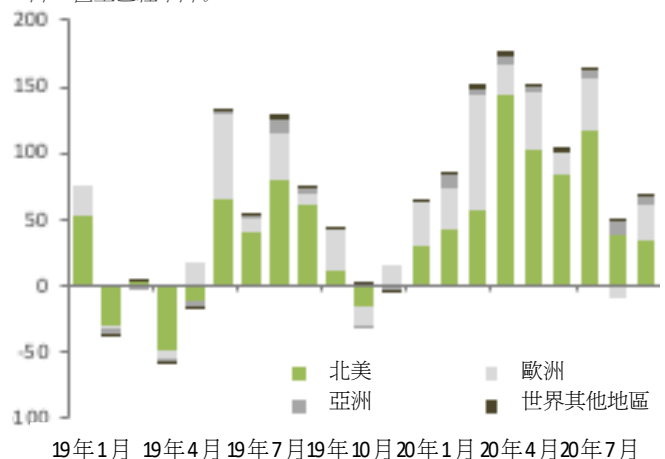
雖然期貨和 ETF 市場受金價盤整影響，但場外期權市場依然較爲穩定。所有 12 個月期合約的波動性仍在上升，風險逆轉仍偏向黃金看漲期權。

近期黃金價格的穩定導致了短期歷史波動率的急劇下降（目前一個月期波動率爲 13.4%），而隱含波動率（19.2%）仍然較高，表明其會有下降的空間。一個月以上的歷史和隱含波動率處於類似水準，暗示較長期波動率可能仍將保持高位，12 個月波動率將保持在 19.3%。近期黃金價格的穩定導致期權市場向短期黃金看漲期權的傾斜下降，一個月期 25-delta 風險逆轉下降至大約 1%，有利於黃金看漲期權。然而，長期風險逆轉仍大大傾向於黃金看漲期權，12 個月期 25-delta 風險逆轉爲 3.4%。

雖然黃金正經歷盤整，導致投機買盤暫停，但我們預計，金價會朝向 200 日移動平均線（1,763 美元/盎司）下調並對黃金長期前景保持建設性態度。

圖 5：按地區分類的 ETF 持有量（月環比噸數）

北美投資者對黃金的需求一直很旺盛，但我們預計 10 月份需求會下降，甚至已經下降。



資料來源：世界黃金協會

黃金的貨幣政策支持。

黃金的長期驅動因素。

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。由於黃金以美元計價，以貿易加權指數為基礎的美元上漲應會降低黃金的美元價值。債券收益率上升增加了持有黃金的機會成本，也可能影響黃金的存儲成本。資產市場波動性的上升通常會導致投資者對避險資產的“安全投資轉移”需求，而黃金則是主要受益者。

美元疲軟提供支撐.....

在過去的一年裡，黃金與我們五國美元指數的日相關性非常低，僅為-0.17，beta 係數也很低，為-0.71（即我們的五國美元指數每上升 1%，黃金的價值就會下降 0.71%）。我們認為，這是因為在新冠肺炎疫情爆發前，美元走勢不明確，而金價在當時更多地受到債券收益率的推動。然而，在過去的 6 個月裡，我們的五國美元指數和黃金之間的相關性已經上升到-0.85，beta 係數已經上升到 1.85（即美元指數每上升 1%，黃金價格就會下降 1.85%）。

我們預計在未來一年，美元將貶值 7.5% 左右。我們對此的預測乃基於以下假設：如果美國財政部進一步實施財政擴張，美國經常帳赤字將小幅擴大至 GDP 的 3% 左右，甚至可能更高。與此同時，美聯儲可能會保持高度寬鬆的貨幣政策立場，將聯邦基金利率維持在零，前瞻指引顯示未來幾年不會發生變化，同時美聯儲也會開展大規模資產購買。這降低了持有美元計價資產的吸引力，我們預計，由於美國很大一部分對外赤字依靠外國政府部門的資產購買提供資金，私人部門的需求可能仍然疲弱。假設相對我們的五國美元指

數，黃金的 beta 值保持在 1.85，在其他條件不變的情況下，我們的美元指數如果下跌 7.5%，黃金價格將被推動上漲至 2,170 美元/盎司（同比上漲 14%）。

.....加上債券收益率低.....

我們對黃金和債券收益率之間的關係相對於我們的特別提款權（SDR）加權的 10 年期（名義）債券指數和美國 10 年期實際債券收益率進行了研究。從 2018 年底到 2020 年 3 月 9 日的低點，我們的 SDR 加權的債券收益率下跌了 143 個基點，至 0.23%，而美國 10 年期債券的實際收益率同期下跌 145 個基點，推動了黃金價值的大幅重新定價。

我們的 SDR 加權的 10 年期債券收益率與黃金的日相關性已由過去一年的-0.77 暴跌至過去 6 個月的 0.1。換句話說，SDR 加權的債券收益率的升高現在已經與金價的上漲關聯在一起，我們認為這是不合邏輯的，並且很可能反映了名義收益率現在基本穩定的事實。然而，儘管黃金與長期名義收益率之間的關係似乎已被打破，但與美國長期實際債券收益率的關係仍然未變，日相關性為-0.95。我們估計，美國 10 年期債券實際收益率變動±10 個基點會令黃金價值變動 2%。儘管美國 10 年期債券收益率已累計上漲 17 個基點（月環比），但實際收益率一直保持穩定。我們預計，美聯儲將繼續引導貨幣政策，以確保債券實際債券收益率在較長一段時間內保持在低位。

.....支援金價上漲。

我們預計，長期寬鬆的貨幣政策將令美元承壓。但是，美聯儲對長期債券收益率的影響尚不明確。短期內，收益率可能會保持在低位且穩定，這對黃金構成了支撐，但如果債券市場開始消化復蘇的影響，不斷上升的實際收益率會對黃金構成重大阻力。

圖 6：美元指數和黃金價格（美元/盎司）

金價仍受到美元下跌的支撐。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

圖 7：美國 10 年期實際債券收益率和黃金價格（美元/盎司）

實際債券收益率的逐步上升對黃金形成了阻力。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

央行購買停滯。

央行熱衷購買.....

今年 5 月，世界黃金協會公佈了 2020 年央行黃金儲備的調查結果。調查顯示，20%（2019 年僅為 8%）的央行計畫今年增加黃金購買。央行將“歷史敞口”、“長期存儲價值”和“危機時維持表現”列為持有黃金的主要原因，但受訪央行同時也指出，持有黃金也提供了在“流動性”、“違約風險”和“投資組合多樣化”上的優勢，這也是支撐黃金的幾大因素。

調查顯示，新興經濟體更傾向於持有黃金，其中大多數央行更喜歡在場外市場購買優質交割金條，其中有 43% 在英格蘭銀行持有金條，但國內持有的份額有所增加（雖然比例較小）。

- 雖然各國央行都急於增持，但最近卻成了賣家。

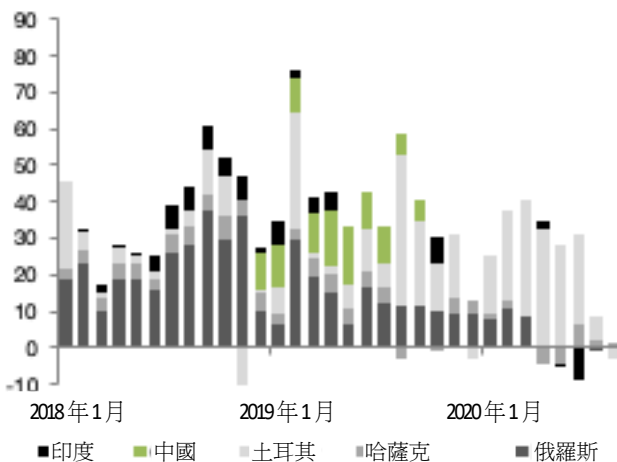
.....購買出現停滯。

2019 年，各國央行的黃金購買量為 667.7 噸，雖然有表現出增加黃金購買的意願，黃金買速在 2020 年上半年放緩到了 233.4 噸，並在 7 月和 8 月停滯，而 8 月份的黃金預測淨賣出量為 19.1 噸。原因是烏茲別克斯坦在 7 月賣出黃金 11.6 噸，8 月又賣出 31.7 噸。

近年來，我們觀察到，哈薩克、俄羅斯和土耳其在穩步購入黃金。哈薩克在 4 月和 5 月成為淨賣方，但此後恢復了購買，但規模很小，8 月僅增加 1.3 噸。與此同時，俄羅斯的淨購買量在 4 月份也是停滯不前，7 月份（-0.5 噸）

圖 8：央行黃金持有量（公噸，環比）

央行在 7 月和 8 月份成為黃金賣家。



資料來源：世界黃金協會

和 8 月份（-0.1 噸）的淨購買量都不大。土耳其 8 月份的購買量驟降至 3.9 噸。

在其他地區，我們看到，卡達和阿聯酋對黃金的購買雖然比較溫和但很穩定，年初迄今分別增加了 7.8 噸和 16.4 噸。值得注意的是，中國在黃金市場上缺席已有一段時間，自 2019 年 9 月以來沒有增加任何淨購買。印度在 5 月和 6 月拋售黃金後，便退出了黃金市場。然而，隨著兩國外匯儲備再度攀升（印度攀升迅速），我們認為，這兩個國家都有機會重新成為邊際和零星買家。

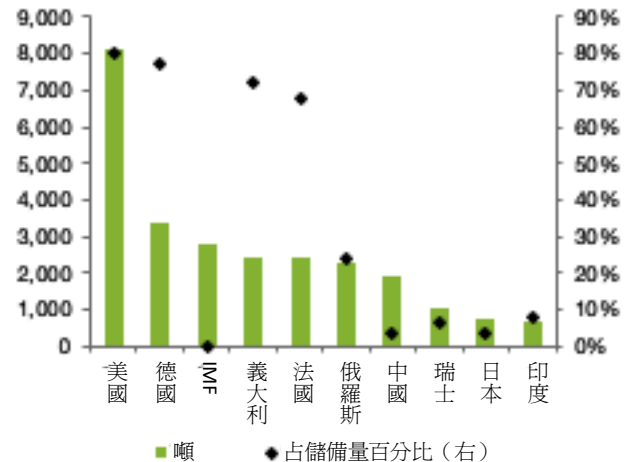
籠罩黃金市場的其中一個不確定因素是委內瑞拉黃金的命運。據報導，委內瑞拉儲備了 161.2 噸黃金，並正試圖清算其存放在英格蘭銀行的約 10 億美元（約 15 噸）黃金，這些資金將轉給聯合國開發計畫署，用以資助委內瑞拉開展 2019 新冠肺炎救援。由於英國不承認馬杜羅政府，此事仍有待法庭審理。

增加黃金購買的空間很大。

截至 2020 年 10 月，美國（8,133.5 噸）、德國（3,362.4 噸）和義大利（2,814 噸）仍然是前三大黃金持有主權國家。不過，俄羅斯、中國、印度、土耳其、哈薩克和烏茲別克斯坦的官方黃金持有量也在穩步攀升。考慮到其儲備規模，增加儲備的可能性以及較低的黃金儲備，我們認為，未來十年，中國和印度會大量並持續增加黃金的淨購買。如果中國將其黃金份額從目前的 4% 提高到 10%，將需要購入 2,800 噸黃金。

圖 9：官方黃金儲備量（9 月）

黃金持有量仍以發達經濟體為主導



資料來源：世界貨幣基金組織、世界黃金協會

對於美國大選的觀點

- 2020年美國總統大選伴隨著相當大的不確定性，而新冠肺炎和郵寄選票更是令大選雪上加霜。
- 我們預計大選當晚的勝局不會很明顯，但民調顯示民主黨將贏得總統和眾議院，甚至可能贏得參議院。
- 民主黨大獲全勝可能會關乎美聯儲間接資助的財政支出的增加。
- 不斷擴大的貨幣供應，加上超低利率和美元走軟，都在表明黃金可能會成為真正的大選贏家。

充滿不確定性的投票程式

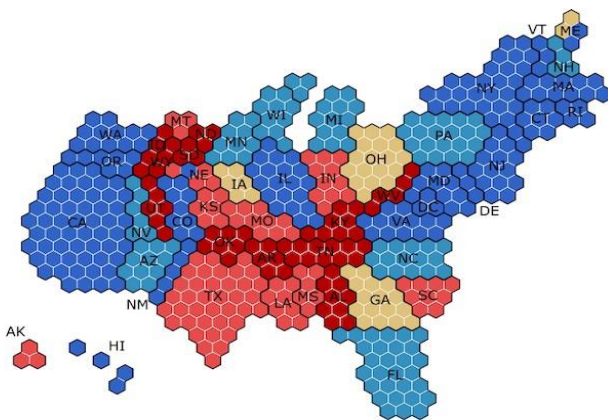
由於對新冠肺炎的擔憂，估計有 8000 萬乃至更多的美國民眾會通過郵寄選票的方式參與投票。不同的州在如何以及何時統計郵寄選票上設有不同的規則，這意味著我們很可能要在幾天（或幾周）之後才能獲曉 11 月 3 日的大選結果。由於越來越多的人採用郵寄選票的方式，作為關鍵戰場的幾個州的選舉結果很可能要由法庭來判定。我們預計，這場有爭議的選舉將伴隨著社會動盪的加劇和經濟不確定性的增加，而這可能會給資產市場帶來壓力，由此支撐了對黃金的需求。

藍色浪潮？

雖然選舉很可能會頗有爭議，但我們也可能會看到“藍色浪潮”的出現。儘管民調和博彩市場並不能代表全部，但當前都明顯傾向於副總統拜登獲勝。民調和博彩市場同時傾向於支持民主黨保住眾議院和

圖 10：美國的選舉人團

民調顯示，拜登將輕鬆獲勝。



資料來源：FiveThirtyEight.com、Redward Associates

.....可能同時贏得參議院席位。民調顯示，拜登的選情在全國範圍內遙遙領先於總統特朗普。而主戰場（佛羅里達、密西根州、北卡羅來納州、賓夕法尼亞州和威斯康辛州）的民調則更為緊張激烈，他們傾向於偏向民主黨，喬治亞州、愛荷華州和俄亥俄州可能也會列入其中。與此同時，博彩市場顯示拜登勝選的幾率在 60-70% 之間波動。

擴張性財政政策...

拜登政府的財政和監管政策立場能否發揮影響將取決於民主黨能否贏得參議院席位。在大獲全勝的情況下，我們預計新政府將出臺 2 萬億美元的大規模財政支持方案，以及數萬億美元的緩解氣候變化和更新美國基礎設施方案。雖然財政支出的增加可能會部分由提高稅收來彌補，但這很可能會出現財政赤字，導致 2020/21 年的預算赤字遠遠高於本已很高的 9.8% 的 GDP 預期，從而使聯邦債務占 GDP 的比例遠高於預期的 105%。

...受寬鬆貨幣政策推動...

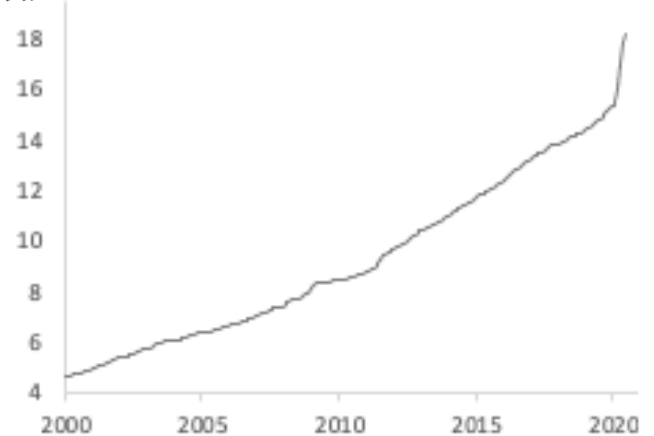
儘管擴張性財政政策可能有助於失業率更快下降，但我們認為，其對通貨膨脹的最初影響會很有限。因此，我們預計美聯儲將通過維持接近於零的聯邦基金利率來調節支出的增加，同時會加大量化寬鬆（QE）策略的力度。

...黃金將成為真正的贏家

美國貨幣供應的增加，加上超低的美國債券收益率（至少就目前而言）和美元走軟，都會對黃金起到強勁的提振作用。

圖 11：美國廣義貨幣（M2）供應量（萬億美元）

2020 年，我們觀察到，M2 貨幣正以自第二次世界大戰以來最快的速度增長。



資料來源：美聯儲點陣圖

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 Asia Pacific(亞太地區)
50 Collyer Quay
#04-03 OUE Bayfront
Singapore 049321
電話：+65 6579 8289

OANDA Australia Pty Ltd (澳洲)
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