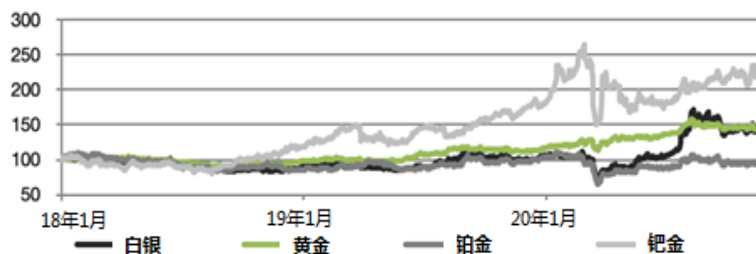


## 亮點

- 過去一個月，黃金價格大幅下跌，我們已經注意到投資者平倉 ETF 多頭敞口（第 2 頁）
- 資產市場波動性下降，似乎導致避險需求減少但因美元走弱，加上全球債券收益率處於低位且表現穩定，基本面支撐依然存在（第 3 頁）。
- 第三季度黃金需求下滑，投資者需求被珠寶需求的持續疲軟所抵消，而各國央行成為黃金的淨賣家（第 4 頁）
- 印度的進口量 10 月份有所回升，但預計 20/21 財年進口總量將在 400 噸左右（第 5 頁）
- 礦山產量第三季度出現反彈，但預計 2020 年總產量將下降近 4%，至 3400 噸左右（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%...兩者月環比均為正值。



資料來源：彭博資訊

## 投資者減少了風險敞口。

過去一個月，黃金一直處於拋售壓力之下，導致其 200 日均線（1796 美元/盎司）支撐位受到考驗。

在過去的一年中，我們觀察到投資者通過期貨、期權、實物金條和金幣以及黃金支持的 ETF 展現出對黃金的強勁需求。最近資產市場波動性的下降，似乎正在引發投資者修正頭寸，令價格承壓。

儘管近期資產市場波動性的下降似乎正導致投資者調整頭寸，但推動黃金價格長期上漲的因素仍具支撐作用。我們的五國美元指數按月環比下跌 1.7%，而利率保持穩定，特別提款權加權的 10 年期債券收益率環比上升 2 個基點，至 0.57%，而美國 10 年期債券實際收益率環比下跌 1 個基點，至 -0.84%。儘管仍預期美元走弱、債券收益率處於低位且保持穩定，但我們相信，隨著投機興趣減弱，黃金將獲得支撐。

世界黃金協會在關於全球供需狀況的季

度報告中指出，第三季度黃金礦產量和回收量均出現復蘇。與此同時，很大程度上受央行和 ETF 買盤減少的推動，需求狀況大幅減弱。這大大抵消了珠寶需求以及金條和金幣需求的部分回升。我們預計，隨著社交距離限制的放鬆，金價小幅走低以及市場情緒改善，珠寶需求將在第四季度繼續復蘇。

2020 年，央行對黃金的需求大幅下降，第三季度央行淨賣出 12.1 噸黃金。據指標顯示，隨著土耳其央行平倉部分黃金投資組合，10 月份黃金需求將進一步大幅下跌。

圖 2：價格快照（2020 年 11 月 25 日）

價格 (美元/盎司)	20 年 11 月	月環比%	同比%
黃金	1,811	-4.8%	24.4%
白銀	23.36	-3.9%	37.9%
鉑金	965	10.4%	7.6%
鈀金	2,348	-0.6%	30.4%

資料來源：彭博資訊

圖 3：定價和指標（2020 年 11 月 25 日）

相關指標	20 年 11 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	20 年 11 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,635	6.9%	16.0%	黃金/印度盧比	138,510	-1.5%	33.3%
美元指數 (5 國代理)	121.69	-1.7%	-4.5%	黃金/人民幣	12,314	-3.8%	20.3%
西德州輕質原油 (美元/桶)	45.14	17.1%	-22.2%	黃金/澳元	2,542	-5.7%	18.3%
銅 (美元/公噸)	7,279	7.7%	24.4%	黃金/加元	2,432	-3.9%	25.7%
彭博大宗商品指數	74.73	2.1%	-4.9%	黃金/南非蘭特	28,434	-8.8%	32.2%

資料來源：彭博資訊

# 投資者減少黃金敞口。

## 盤整仍在持續。

在 8 月 7 日達到 2075 美元/盎司的峰值之後，黃金進入了一個盤整期。11 月大部分時間，黃金交投在 1850-1900 美元/盎司的狹窄區間內，但似乎正在走低，預計將有機會觸及 200 日均線（1796 美元/盎司），屆時有可能出現強勁買盤。突破 200 日均線或將引發進一步的回檔和平倉週期。

黃金價格雖有上漲，但發生在美元走軟的背景之下，這意味著黃金對一籃子貨幣的跌幅更大。我們的黃金籃子覆蓋了全球最大的 11 個經濟體，按 GDP 加權（國際貨幣基金組織購買力平價）計算，黃金價格儘管仍同比上漲了 24.1%，但較峰值下跌了 11.1%。

- 較峰值而言，黃金價格兌美元下跌幅度達到 12.7%，按 GDP 加權籃子價格計算則下跌了 11.1%。

黃金價格的盤整導致黃金期貨和 ETF 投資者的適度獲利回吐，同時我們也看到場外交易市場短期期權市場的動態變化。但是，儘管短期前景有所減弱，但我們仍對長期前景持建設性態度。我們預計，在貨幣總量快速增長和美元走軟的情況下，債券收益率將長期維持低位，這將為黃金提供支撐。

## 投機性買盤停滯。

美國商品期貨交易委員會（CFTC）報告稱，11 月 17 日淨未平倉非商業期貨頭寸為 24.08 萬個（占未平倉總頭寸的 60.6%）。過去一個月，幾乎沒有變化，但自 3 月中旬以

圖 4：GDP 加權黃金價格指數

按照 GDP 加權一籃子貨幣計算，金價已較 8 月 6 日的峰值下跌了 11.1%。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

來公開黃金期貨敞口逐漸減少的趨勢依然存在。

世界黃金協會報告稱，10 月份黃金支撐的 ETF 增加了 20.3 噸，至 3898.6 噸，其中歐洲（20.2 噸）和北美（1.8 噸）的漲幅最大。ETF 持倉仍主要集中在美國投資者手中（2011.8 噸），英國投資者持有量（784.9 噸）同樣可觀。德國（392.4 噸）、瑞士（372 噸）和加拿大（79.6 噸）也名列前五名。在特定的 ETF 中，美國上市的 SPDR 黃金股（1233.7 噸）和 iShares 黃金信託（530.3 噸）仍占主導地位，而在英國，則為 iShares 實物黃金 ETC（243.4 噸）和景順實物黃金 ETC（236.5 噸）占主導地位。我們關注的 ETF 持倉範圍更窄——截至 11 月 20 日，持倉量為 3401 噸——我們注意到，這些持倉量在過去兩周大幅下降，下降了 53.3 噸。

## 期權市場顯示黃金近期走軟。

我們觀察到短期的 1 月期平價遠期隱含波動率下降到 16% 左右，月環比下降 3.3%，與近期金價穩定相一致。但是，由於環境不確定性增加，長期的 12 月期平價遠期隱含波動率更為穩定，為 18.3%，月環比下降 1%。

雖然期權波動率有所下降，但投資者似乎對黃金的短期前景更為悲觀，一個月期的期權波動率偏度基本持平，而投資者對較長期前景的樂觀程度則略有下降。Delta 值為 25 的一月期風險逆轉指標——delta 值為 25 的看跌和看漲期權的價差——在一個月內跌至零附近，12 個月內對黃金看漲期權的偏好已降至 2.8% 左右。我們認為這與短期內雙向風險的前景一致，同時在較長期內保持看漲黃金的立場。

圖 5：ETF 持倉及黃金價格（美元/盎司）

隨著金價見頂，ETF 的持有量陷入停滯，隨後出現下跌，過去兩周累計減持 53.3 噸。



資料來源：彭博資訊

# 黃金的長期驅動因素穩定。

## 黃金承壓...

過去的一箇月中，黃金受到進一步的拋售壓力，11月25日觸及1801美元/盎司的盤中低點，後穩定在每盎司1811美元附近（環比下跌4.8%）。我們預計黃金將在其200日均線（1796美元/盎司）上遇到一些買盤興趣，但在疲弱的購買勢頭下突破該水準，則有可能觸及1700-1750美元/盎司區間的更強支持位。

## ...但其基本面驅動因素仍具支撐力...

隨著資產市場波動性大幅下降，黃金價格也隨之走軟，標準普爾500指數從10月底的38%跌至目前的22.7%。資產市場波動性的下降，美國銀行移動（MOVE）指數從62%跌至43%。儘管黃金的長期推動因素總體利好，但資產市場波動性的下降，似乎正在降低對黃金的投機性避險需求。

資產市場波動性的下降與賤金屬價格的上漲有關，而賤金屬價格通常與黃金呈正相關。11月，彭博賤金屬價格指數上漲7.9%。

近幾周，儘管美元走弱，但金價依然出現下跌，致使包括中國、印度、歐元區和日本等在內的許多國家/地區金價出現大幅下跌，跌幅分別達到3.8%、1.5%、6%和4.1%。我們預計，以外幣計算的價格下跌——尤其是相對於印度盧比和人民幣——將導致對珠寶、金條和金幣的需求增加。

儘管固定收益環境相對穩定，但金價還是出現了下跌。我們的SDR（特別提款權）加權10年期債券收益率僅上升了2個基點，至0.57%，而美國10年期債券實際收益率下

降了1個基點，至-0.85%，表明黃金幾乎沒有受到壓力。

我們的黃金模型是由4個因素驅動：1) 標普500 VIX指數，2) 我們的5國美元指數，3) 彭博基礎金屬指數，以及4) SDR加權10年期債券收益率。過去的一年中，我們的模型一直低估了黃金的強勢程度，這種情況一直延續到今天，我們的“公允價值”估值目前為1749美元/盎司，本月迄今上漲0.5%。黃金價格的大幅下跌似乎正在使其回到“公允價值”的水準。

隨著美元貶值、利率穩定以及各國央行可能在較長時期內維持高度寬鬆的貨幣條件，我們認為當前金價疲軟的主要驅動力是資產市場波動性下降，導致重新評估風險和避險需求的降低。

## 金銀比已經企穩。

在過去的一年中，我們發現金銀比出現大幅波動。3月18日飆升至125.6:1的歷史高點，隨後穩定在77:1附近。

金銀比的波動在很大程度上反映了與新冠肺炎相關的經濟衝擊。3月，我們觀察到金價暫時下跌，原因是投資者減少了對所有資產市場的敞口，但由於其避險地位，黃金很快恢復了鎮定。與此同時，白銀由於其貨幣和工業用途而被拉向不同的方向。這導致金銀比與全球股市同時出現急劇週期，標普500指數與金銀比之間的周相關性今年迄今已達到顯著的-0.91。鑒於目前的金銀比與較長期（1990-2020年）68:1的平均水準大致一致，且經濟活動有望在2021年繼續加強，我們預計金銀比將進一步小幅下降，意味著白銀的表現略有不足。

圖6：美元指數和黃金價格（美元/盎司）

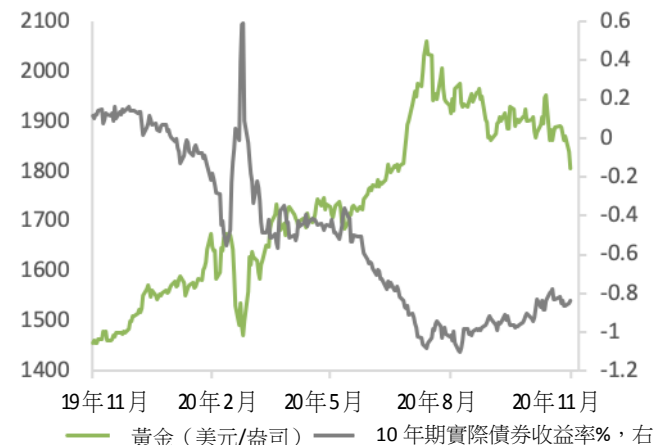
過去一個月，儘管美元下跌，但黃金依然走軟。



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)

過去一個月，儘管債券收益率穩定，但黃金依然走軟。



資料來源：彭博資訊、Redward Associates

# 第三季度黃金需求下滑。

## 第三季度需求下滑。

10月底，世界黃金協會發佈了2020年第三季度的季度供求統計資料。據統計資料顯示，黃金需求在第三季度下降到892.3噸，較二季度下降124.3噸，較去年同期下降了207.9噸（同比下降18.9%）。

從季度來看，我們觀察到中央銀行對黃金的需求下降，而ETF需求也有所減少，同時我們觀察到對黃金首飾、技術金條和金幣的需求出現溫和反彈。我們看到，與去年同期相比，各國央行的需求急劇萎縮，從淨買入141.9噸到賣出12.1噸。珠寶需求最近雖出現反彈，但依舊低迷，從2019年第三季度的468.1噸下降到今年第三季度的333噸。與此同時，投資需求依然強勁，從2019年第三季度的404.9噸增長到今年的494.6噸。

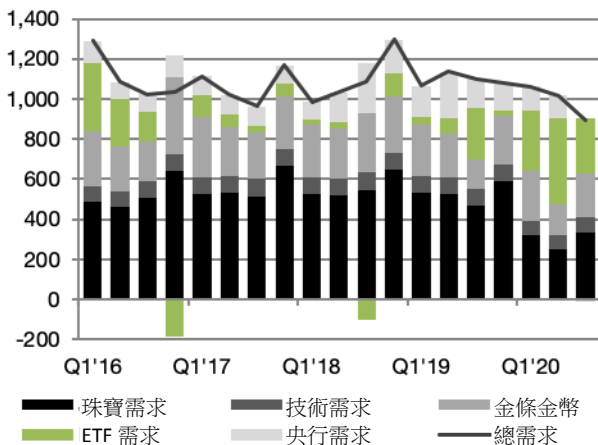
## 珠寶市場黃金需求低迷。

儘管第三季度黃金首飾需求較第二季度增長81.6噸，但仍比去年同期的333噸減少135.1噸。珠寶需求主要來自中國、印度和美國。第三季度，中國珠寶需求增長至119.1噸，達到431.4噸（同比下降34%），印度需求為319.6噸（同比下降44%），美國需求為120.2噸（同比下降8%）。

我們認為，珠寶需求受到一系列因素的抑制，其中包括封城措施令消費者無法購買實物珠寶（線上購買量的增加僅可部分抵消這一影響），以及由於近期價格上漲和經濟不確定性增加，消費者行為更為保守。我們預計，到年底和2021年初，消費者對珠寶的需求將繼續復蘇，為黃金提供重要支撐。

圖8：全球黃金需求（噸）

儘管基礎消費有所下降，但投機興趣在一定程度上支撐了黃金需求。



資料來源：世界黃金協會

## 央行購買停滯。

在過去的十年中，中央銀行一直是黃金的堅定購買者，但是在第三季度，我們觀察到自2010年第4季度以來，黃金持有量首次出現季度性平倉，現在看來，央行2020年的黃金需求可能遠低於前幾年。

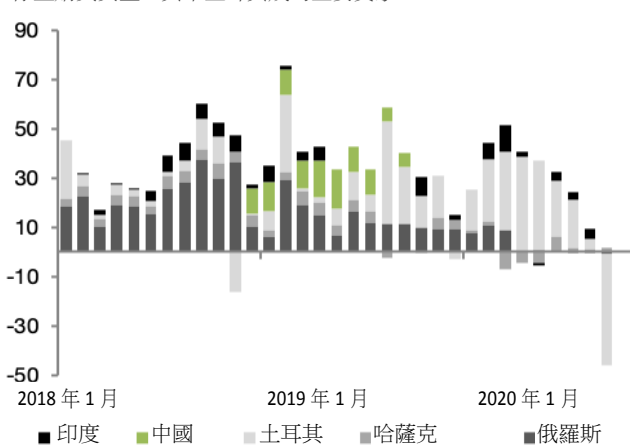
2019年，各國央行購買了668.5噸黃金，以俄羅斯、哈薩克和土耳其為最，印度、中國、卡達和烏茲別克斯坦也有零星購買。然而，截至第三季度末，今年迄今的黃金購買量已降至220.6噸，第四季度開局疲弱，由於里拉疲軟，土耳其央行10月份淨賣出45.5噸黃金。超過了此前分別從烏茲別克斯坦、內蒙古和哈薩克購買的8.4噸、2.4噸、1.7噸之和。俄羅斯10月份仍少量賣出0.7噸黃金，但隨著盧布企穩，我們認為俄羅斯和獨聯體其他國家有機會重新成為黃金淨買家。

中國和印度尚未公佈10月份的黃金儲備，但我們預計印度儲備銀行將進一步適度購買黃金（約3-4噸），反映出近期印度國際收支的增長以及印度盧比的升值壓力。自2019年9月以來，中國始終沒有購買黃金，但其購買更多傾向於

- 雖然各國央行都急於增持，但最近卻成了賣家。

機會主義。在人民幣升值壓力下，隨著金價走弱以及中國國際收支走強，我們看到了中國再次增加黃金儲備的空間。

圖9：央行黃金持有量（噸，環比）所有主要央行買家已停止購買黃金，其中土耳其成為主要賣家。



資料來源：世界黃金協會

# 全球供應開始復蘇。

## 印度的黃金進口出現復蘇。

10 月份，印度進口了 373 噸黃金，較去年同期增長 6.8%。我們樂觀地認為，最糟糕的情況已經過去。最近國際黃金價格下跌，加上盧比走強，導致黃金的盧比價格下跌。印度經濟狀況的改善或將提高消費者購買珠寶的意願。我們認為，對黃金運輸的限制正在放寬。話雖如此，但到目前為止，似乎沒有需求被壓抑的跡象，這表明銷售下降可能是永久性的，這意味著補貨和進口的需求減少。

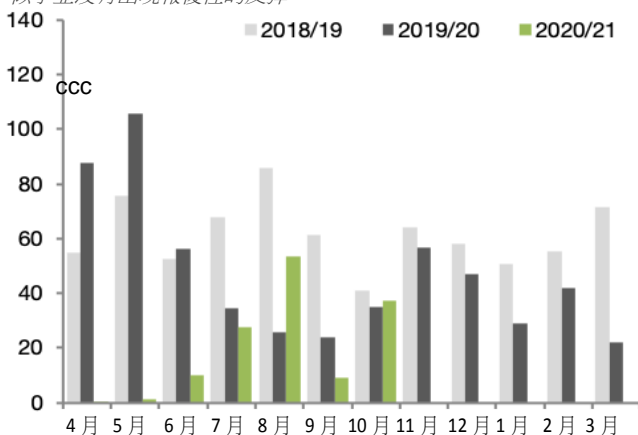
- 預計印度黃金進口量在 20/21 財年將達到 400 噸左右，遠低於前幾年。

儘管 10 月份黃金進口有所增加，但仍嚴重低迷。世界黃金協會估計，即使假設節日期間恢復到更正常的需求水準，年度黃金進口量也可能至少處於 1995 年以來的最低水準。

綜上所述，在 20/21 財年（涵蓋今年 4 月至 6 月）進口總量僅為 11.25 噸，較去年同期下降了 95%。從財政角度講，年初至今進口總量僅為 138.1 噸，同比下降 62.5%。假設黃金進口量在本財年剩餘時間內恢復到前三年的平均水準，預計年進口量約為 400 噸左右，較上一財年的 564.9 噸有所下降，也遠低於前一財年的 739.3 噸。

圖 10：印度黃金進口量（噸，月環比）

2020/21 財年第一季度，黃金進口量暴跌，儘管近期有所回升，但似乎並沒有出現報復性的反彈。



資料來源：彭博資訊

## 礦山產量反彈...

2020 年上半年，新冠肺炎嚴重影響了礦山生產和黃金回收。上半年礦山產量同比下滑 5.8%，黃金回收量同比下降 3.9%。世界黃金協會報告稱，第三季度黃金開採量反彈至 883.8 噸（環比增長 13.9%），回收黃金反彈至 376.1 噸（環比增長 31.5%）。預計第四季度礦山產量將進一步提高到 920 噸左右，但我們認為礦山將難以彌補減產的產量。

預計，在整個 2020 年度，礦山總產量約為 3400 噸（同比下降 3.7%），回收黃金量將達到 1285 噸（同比增長 0%）。這將導致礦山產量降至 2015 年以來的水平。

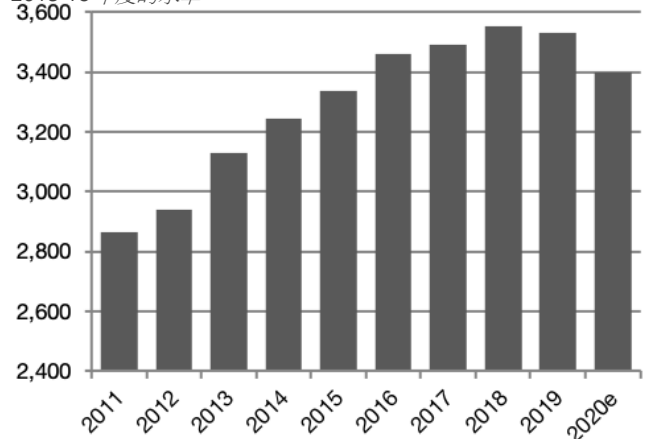
## ...價格仍利好礦商。

截至 2020 年第二季度，礦山生產的總維持成本（AISC）略低於 1000 美元/盎司。據世界黃金協會報告稱，按照目前的價格，約有 96% 的礦山是盈利的。

鑒於總維持成本曲線的走勢，近期的金價下跌將對金礦的盈利能力產生重大影響。但世界黃金協會估計，按目前的價格計算，全球約 96% 的金礦仍處於盈利狀態。價格下跌對產量的影響可能微乎其微，但如果未來幾個月價格繼續走軟，供應方面或將開始做出反應。

圖 11：黃金礦產量（噸）

2020 年上半年礦山產量的下滑將影響全年產量，礦山產量或降至 2015-16 年度的水準。



資料來源：世界黃金協會

**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](http://www.redwardassociates.com)

電話：+66 8601 6649

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  
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](mailto:frontdesk@oanda.com)

網址：[oanda.com](http://oanda.com)