

亮點

- 黃金投機性拋售似將消退。金銀比雖有進一步小幅走低的空間但白銀的出色表現似乎已近尾聲（第 2 頁）

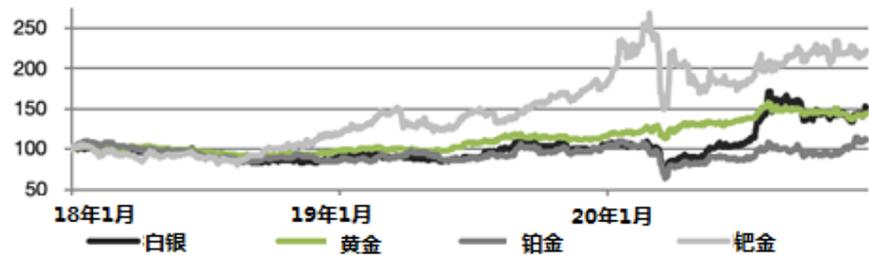
- 據美國財政部匯率報告顯示，美國財政部認為美元估值過高，基本面表明美元將走軟。我們認同此觀點，預計 2021 年美元疲軟將支撐黃金走勢（第 3 頁）

- 2020 年大部分時間內黃金需求均現疲軟，但我們認為中國對珠寶的需求有望再度增長，央行買入有望恢復（第 4 頁）

- 隨著礦企盈利能力上升和回收價格上漲，2021 年金礦和回收黃金供應將會激增（第 5 頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2015 年 1 月 1 日=100）

繼 8 月份穩步走軟後，金價本月迄今反彈 5.8%。



資料來源：Refinitiv

2021 年黃金將會走強

儘管美元走軟繼續為黃金提供支撐，但資產市場波動性下降以及全球債券收益率逐步提升已導致針對黃金的避險需求發生逆轉，黃金 ETF 第四季度持續遭到拋售。

今年，來自採礦作業的黃金供應面臨巨大壓力，預計總供應量降至 3400 噸左右，為 2015-16 年以來的最低水準。但是，展望未來，礦山產量已現反彈，隨著新冠肺炎（COVID-19）疫苗的推出，社交距離限制將有所放鬆，預計回收量將會增加。我們預計來年全球礦山產量將反彈至 3575 噸左右。

投資者對黃金的強勁需求支撐了黃金需求，今年前三季度，投資者購買了 1630.2 噸黃金，較去年同期增長 62.9%。然而，事實證明，這不足以抵消珠寶和央行需求下滑的影響。投資者需求

8 月份減弱，供求關係轉為負值，使黃金價格承壓。隨著中國對珠寶需求的正常化，黃金需求似乎正在復蘇，

儘管印度的需求依然低迷，但預計 2021 年各國央行將恢復黃金需求。我們預計金條和金幣的需求仍將保持堅挺，隨著對黃金 ETF 的投機性需求復蘇，供求關係將證明更具支撐性。

由於美元勢將進一步走軟，在貨幣寬鬆政策的推動下，債券收益率將保持在低位，資產市場波動性企穩，我們認為黃金有繼續上漲的空間。

圖 2：價格快照（2020 年 12 月 18 日）

價格(美元盎司)	2019年12月	按月%	按年%
黃金	1,881	0.5%	27.2%
白銀	25,77	6.0%	51.1%
鉑金	1036	9.9%	11.0%
鈀金	2,361	1.4%	21.9%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2020 年 12 月 18 日）

相關指標	2020年12月	按月%	按年%	用關鍵貨幣表示的價格(盎司)	2020年12月	按月%	按年%
標普 500 指數	3,709	4.0%	15.7%	黃金/印度盧比	138,360	-0.2%	31.4%
美元指數 (DXY)	90.02	-2.5%	-7.6%	黃金/人民幣	12,290	0.1%	18.5%
西德州輕質原油 (美元/桶)	49.10	17.4%	-19.8%	黃金/澳元	2,467	-3.7%	14.8%
銅 (COMEX)	3.60	12.5%	27.0%	黃金/加元	2,404	-1.8%	23.8%
彭博大宗商品指數	77.32	4.2%	-3.8%	黃金/南非蘭特	27,318	-5.5%	29.9%

資料來源：Refinitiv

隨著基本面改善，金價趨於穩定。

金價趨於穩定...

在我們之前的報告中（見 2020 年 12 月期《黃金月刊》），我們指出黃金價格“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。”結果，ETF 持倉大量拋售，金價觸及並且果斷突破了 200 日均線，11 月 30 日跌至 1765 美元/盎司的低點後開始盤整。隨後反彈至每盎司 1881 美元，本月迄今上漲 5.8%，在 ETF 資金流出減少的情況下，我們的 GDP 加權（IMF 購買力平價加權）籃子中黃金上漲 4.4%。

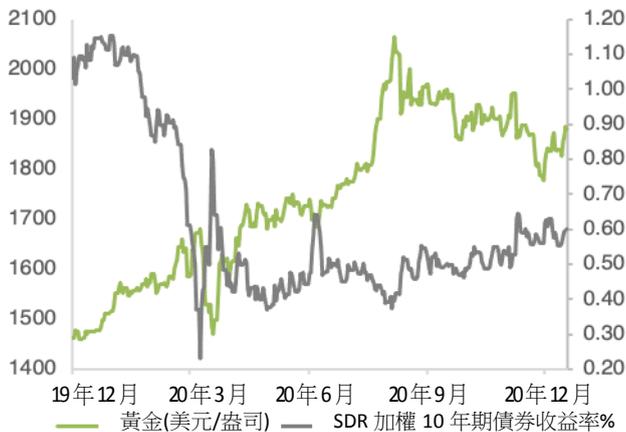
...基本面改善

歷經新冠肺炎引發的低迷之後，預計金礦產量將達到 3400 噸（同比下跌 3.7%），為 2015-16 年以來的最低水準。與此同時，回收黃金預計將達到 1345 噸（同比增長 5%），意味著黃金供應將適度收緊。

此外，黃金需求一直承受巨大壓力。2020 年上半年，黃金珠寶和工業黃金需求的下滑，在很大程度上被金條和金幣的購買、黃金 ETF 和央行的買入所抵消。但是，在第三季度，我們發現黃金 ETF 購買量下降，第四季度出現資金流出，而各國央行在第三季度成為淨賣家，儘管賣出規模只有 12.1 噸。

圖 4：10 年期債券收益率和黃金價格（美元/盎司）

近幾個月來，SDR 加權 10 年期債券收益率逐步走高，對金價構成阻力。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

展望未來，預計珠寶和工業需求的逐步復蘇將延續到 2021 年。預計金條和金幣需求將保持穩定，而黃金 ETF 資金外流似乎正在消退。10 月份，各國央行恢復購買，淨購買量達到 22.8 噸，代表者為烏茲別克斯坦（8 噸）、土耳其（7 噸）、阿聯酋（6 噸）、卡達（2 噸）和印度（2 噸）。隨著能源價格上漲，美元面臨下行壓力，我們認為俄羅斯和哈薩克有重新開始買入黃金的空間，而中國和印度需要回收儲備積累，有望看到中國再度出現投機性購買，印度穩步

- 預計 2021 年礦山供應量將增長 3-5%，但由於珠寶和投資者需求的推動，需求將出現反彈。

積累黃金。這表明，2020 年下半年主導的實物供需不匹配現象正在逆轉。

...宏觀經濟利好黃金。

自 8 月份以來金價疲軟，恰逢有關新冠肺炎疫苗開發和部署的積極消息傳出。這種樂觀情緒與股市上漲、債券收益率逐漸上升、資產市場波動性下降以及對黃金的避險需求下降相關聯。展望未來，我們預計美元將繼續貶值（見下文），而債券收益率或將走高，但我們認為資產市場波動性進一步下降的空間有限，我們認為避險資產的清算已經開始，至少目前而言是利好黃金的。

白銀的表現將會走跌。

2020 年貴金屬價格中表現最突出的是白銀。3 月 18 日，銀價跌至 11.98 美元/盎司的低點，但此後反彈了 115%，年初至今上漲了 51%。

白銀的反彈恰逢全球股市和工業生產的復蘇，使得金銀比（黃金與白銀的比率）從歷史峰值 124:1 降至目前的 73:1。假設 2021 年全球經濟活動如大部分經濟學家的預測繼續復蘇，預計白銀未來的表現只會略微超出預期，金銀比將回落至千年後的平均水準 65.8:1。

圖 5：金銀比

近期白銀價格的飆升將金銀比帶回到千年後的平均水準。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

美國財政部的報告令美元承壓。

美國財政部點名。

美國財政部于 12 月向國會提交了一份關於美國主要交易夥伴宏觀經濟和外匯政策的報告。報告根據《1988 年綜合貿易與競爭法》和《2015 年貿易便利及貿易執法法案》的要求編寫，為我們提供了美國財政部對美元的看法以及對主要交易夥伴的貨幣政策的看法。

此報告的主要目的是著重分析美國主要交易夥伴的匯率政策。美國財政部擔憂，各國不應出於以鄰為壑的目的使用本國貨幣，這一觀點得到了國際貨幣基金組織的支援，以及近期 20 國集團協定的支援。這並不代表國家不可以干預外匯市場，只是干預措施應僅限於市場功能紊亂的時期，不應是持續的、片面的，從而抑制貨幣反映經濟基本面。

報告中被點名的國家分為兩類，一類被稱為“匯率操縱國”，一類被列入觀察名單（Monitoring List）。如果一個國家被列為匯率操縱國，美國財政部會與該國啟動談判，並可能被視為徵收反補貼稅的第一步；而被列入觀察名單的國家則將受到美國財政部更多的監控和監督。

12 月份，美國財政部將瑞士和越南列為匯率操縱國，同時擴大了觀察名單的範圍，增加了：中國、日本、韓國、德國、義大利、新加坡、馬來西亞、泰國和印度。

美元承壓。

美國財政部在報告中指出，“鑒於國際貨幣基金組織繼續認定美元的實際有效匯率估值過高[2019 年年中約高估

10%]，美元的持續走強令人擔憂。”我們認為美元“高估”的程度已經縮小。我們注意到，五國美元指數自 3 月 23 日觸及峰值以來已下跌 12.7%，相對於 1973 年退出佈雷頓森林體系貨幣框架以來觀察到的長期實際有效匯率下降趨勢，美元被高估了 5.5% 左右。

我們認為，美國內部和外部平衡的考量表明美元需要貶值。國內方面，儘管聯邦基金利率設定為零，而美聯儲實施大規模量化寬鬆，但經濟增長仍遠低於潛在水準，核心 PCE 通脹仍遠低於美聯儲 2% 的通脹目標。美國財政部的財政支持出現巨額赤字。外部方面，美國經常帳戶赤字在 2020 年第二季度升至 GDP 的 3.5%，而美國的淨國際負債達到 13 萬億美元（占 GDP 的 66.9%）。

儘管美國財政部列出的所有國家同樣面臨國內需求不足和低通脹的境況，但這些國家均未出現巨額經常帳戶赤字和巨額國際淨負債，表明這些國家的貨幣至少需要兌美元升值。

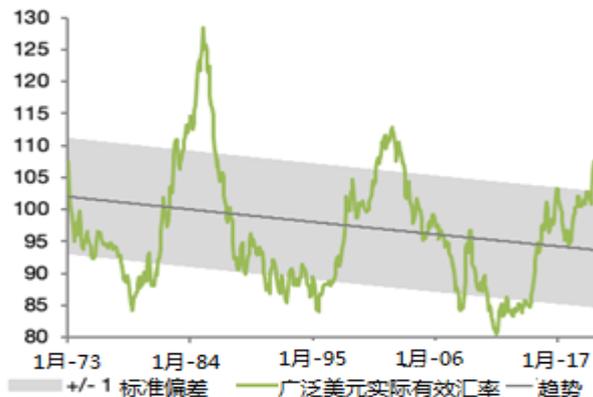
美元走軟支撐黃金。

我們預計，美國財政部將繼續對其它國家施壓，使之允許本國貨幣匯率進行調整，以反映當選總統拜登當政後的經濟基本面。與此觀點一致的是，我們預計今後一年五國美元指數將下跌 5.7%。

儘管金價在很大程度上受供需關係影響因素的推動，但計價貨幣預計的貶值幅度將為來年的黃金提供重要的潛在支撐。

圖 6：美元指數

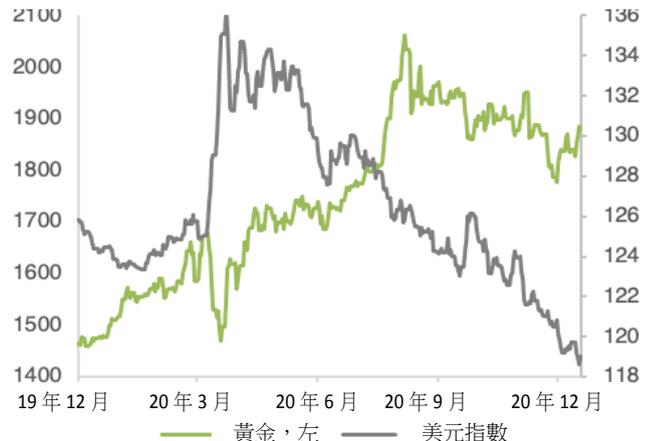
儘管實際有效的美元指數較 3 月份高點下跌了 12.7%，但仍比長期趨勢水準高出 5.5% 左右。



資料來源：美聯儲、Redward Associates

圖 7：美元和黃金價格（美元/盎司）

由於美元是黃金的計價貨幣，所以下跌將為黃金提供與供求關係無關的支撐。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

需求似乎逐步堅挺。

ETF 資金外流正在緩解。

在過去 10 周中，黃金 ETF 持有量有 9 周在下降，世界黃金協會（WGC）報告稱，11 月 ETF 持有量減持 107.1 噸。銷量受美國（-62.5 噸）、英國（-29.3 噸）、法國（-6.4 噸）和德國（-6.1 噸）投資者的推動。在 ETF 總量中，銷售主要集中在美國 SPDR Gold Shares ETF（-62.9 噸）、英國 WisdomTree Physical Gold（-13.8 噸）和 iShares Physical Gold（-13.4 噸）ETF 上。

雖然 ETF 投資者 12 月份繼續拋售持倉黃金，但步伐似乎已大幅放緩。我們追蹤的 ETF 總量（約占世界黃金協會的 90% 左右）顯示，資金流出速度從 11 月的 86.3 噸放緩至 12 月前兩周的 5.5 噸。我們認為，隨著價格企穩，1 月份有望逐步恢復對 ETF 的購買。

央行恢復購買。

近年來，中央銀行一直是黃金的主要購買者，2019 年吸收黃金 668.5 噸。今年，黃金需求下降，央行在第三季度淨賣出黃金 12.1 噸，預計預計全年淨買入總量不會超過 300 噸。今年截至 10 月份，土耳其需求雖有波動但較為堅挺（155.4 噸）、印度（35.2 噸）和俄羅斯聯邦（27.4 噸）需求穩定；而烏茲別克斯坦（-20.2 噸）和塔吉克斯坦（-11.3 噸）則大幅賣出，哈薩克淨賣出 2.1 噸。與此同時，中國自 2019 年 9 月以來沒有任何動作。

展望未來，我們預計一些國家的國際收支動態仍將保持脆弱，尤其是土耳其。但是，原油價格上漲加上美元疲軟或將促使俄羅斯聯邦和哈薩克的國際收支狀況改善，預計將會恢復購買黃金。

原油價格上漲也有望抬升卡達和阿聯酋的黃金購買量，我們預計印度儲備銀行將穩步買入黃金。中國是否會重新進入市場仍有待觀察，但我們認為，2021 年央行有望恢復淨買入，儲備量有可能增加 500 噸乃至更多。

• 珠寶需求正在緩慢回升，尤其是在中國；而各國央行正重新買入黃金，這意味著需求將更加堅挺。

珠寶緩慢復蘇。

世界黃金協會估計，去年珠寶需求吸收了 2119.6 噸黃金，占總需求的 48%。2020 年的前三個季度，需求暴跌至 904.1 噸，較去年同期下降 40.9%。目前需求正在復蘇，預計復蘇將逐步持續到 2021 年上半年。

珠寶需求高度集中於三大市場：中國、印度和美國。今年前三季度，中國、印度和美國的需求分別為 271 噸、170.6 噸和 81.9 噸，均出現顯著下降，降幅分別達到 43.3%、57% 和 13.3%。以印度為例，10 月和 11 月的需求似乎依然低迷，兩個月的進口量預計為 91.6 噸（同比下降 23.2%），有新聞報導稱排燈節未能激發人們對黃金的強烈興趣。

儘管印度的需求依然低迷，但中國的需求在持續反彈。我們預計本地區今年總消費量為 400 噸，資料較去年驟降 35%。預計在收入增長、人民幣升值和消費者信心提高等因素的推動下，2021 年將重新建立起更為正常的消費模式。

圖 8：ETF 持倉及黃金價格（美元/盎司）

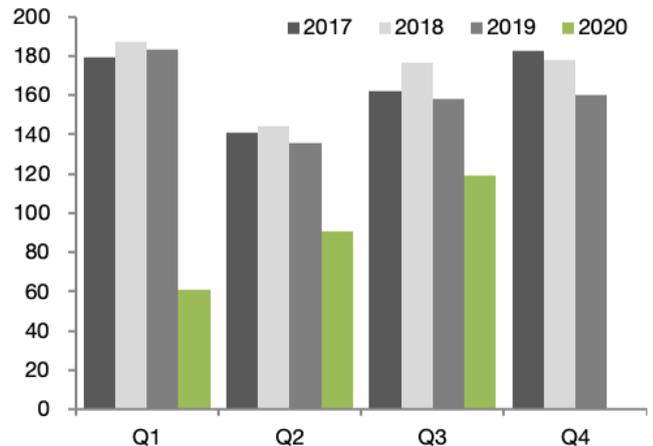
在資金外流之後，投機性黃金持有量似乎正在企穩。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖 9：中國珠寶購買量（噸）

本季度珠寶需求欲將復蘇。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

礦商處於有力地位。

黃金產量正在恢復...

2020年年中，新冠肺炎大流行嚴重擾亂了全球金礦產量。第二季度，礦山產量降至 818.1 噸，較去年同期環比下跌 10.2%。第三季度，出現部分復蘇，但產量仍較去年同期環比下跌 3.4%。預計第四季度產量將接近復蘇，使全年礦山產量達到 3400 噸左右，較 2019 年減少 3.9%。我們預計礦業公司將通過增加供應量來回應強勁的利潤空間。預計 2021 年礦山產量將達到 3575 噸，同比增長 5%。

...回收黃金激增。

回收黃金與礦山生產一樣，受到新冠肺炎的嚴重影響。我們認為這是多種因素共同作用的結果，包括居民由於封鎖原因無法送交黃金、國際運輸路線中斷使得回收黃金無法運輸到冶煉廠，以及冶煉廠的活動中斷等等。

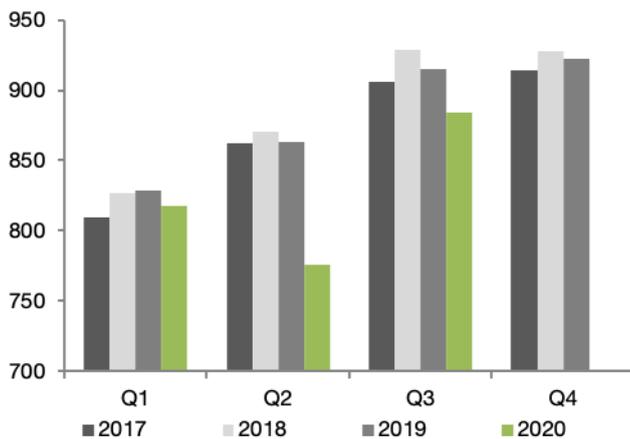
然而，黃金價格目前徘徊在每盎司 1900 美元左右，我們預計 2020 年第四季度黃金回收量將大幅增加，全年回收量將達到 1345 噸左右（同比增長 5%）。假設黃金回收不會重蹈今年的覆轍，我們預計將迎來黃金回收的豐收年，本地區回收黃金量或將達到 1600 噸（同比增長 9%），如果價格進一步上漲，風險似乎偏向較高的一側。

- 我們預計 2021 年，總供應量將升至 5175 噸，較今年增長 9.3%。

我們的預測與採礦作業和回收黃金總供應量的增加相一致，後者在 2021 年將從今年的 4735 噸左右升至 5175 噸，

圖 10：礦山供應量（噸）

礦山供應有望在第四季度恢復，並在 2021 年進一步增加。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

同比增長 9.3%，意味著總供應量會顯著增加。

礦山盈利能力穩健。

黃金開採公司在 2020 年第三季度錄得喜人成果，所有主要生產商，包括南非生產成本較高的生產商，報告的總維持成本（AISC）均遠低於自身的平均價格，使得該行業處於樂觀狀態。

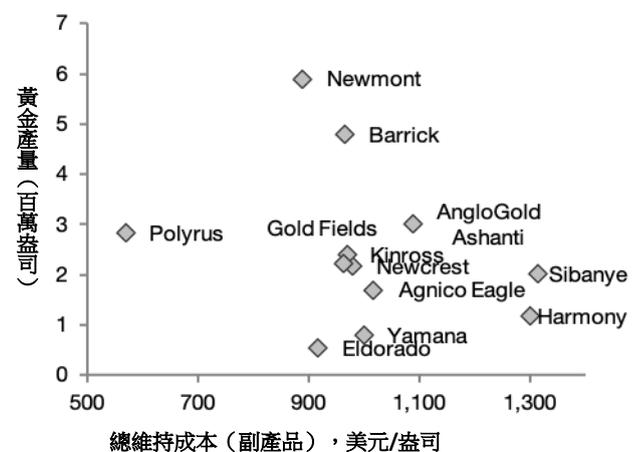
- 黃金價格遠高於礦業公司的總維持成本，為 2021 年及以後勘探和開採的擴張奠定了基礎。

紐蒙特（Newmont）報告的可歸屬黃金產量為 154.1 萬盎司，較 2019 年第三季度環比下降 6.1%。但該公司的平均實際價格為 1913 美元/盎司，與去年第三季度相比，季度營收增長了 17%。紐蒙特（Newmont）報告稱因新冠肺炎相關的護理和維護成本在內的多種因素影響，第三季度公司的總維持成本同比上浮 2%，至 1020 美元/盎司，但公司的營業利潤率仍有大幅提高。

巴里克黃金公司（Barrick Gold Corporation）情況類似，第三季度黃金產量為 115.5 萬盎司，較去年同期環比下跌 11.5%。但由於黃金實際價格為 1926 美元/盎司，且總維持成本為 966 美元/盎司，較 2019 年第三季度下跌 1.8%，公司實現了創紀錄的季度自由現金流水平，股息提高了 12.5%。其他地方的礦業公司也報告了同樣強勁的業績表現，在整個黃金成本曲線上，實際的黃金價格遠高於自身的總維持成本，為 2021 年及以後勘探和開採業務的擴張奠定了基礎。

圖 11：黃金產量與總維持成本

總維持成本（AISC）遠低於黃金現貨價格。



資料來源：公司報告、Redward Associates

{B>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
e: 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 澳大利亞私人有限公司
Suite 4303, Level 43
225 George Street
Sydney NSW 2000
電話：+61 2 8046 6258

電子郵箱：frontdesk@oanda.com

網址：oanda.com