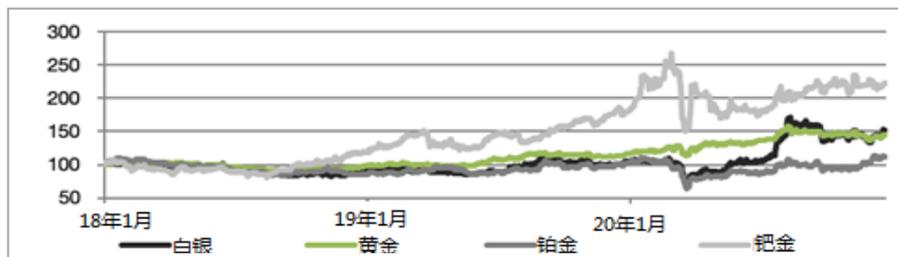


亮點

- 過去的一箇月中，黃金價格始終保持穩定，與美元、實際債券收益率和波動性的穩定表現相一致（第2頁）
- 預計美元疲軟將為黃金帶來巨大支撐（第2頁）
- 在通脹預期上升的同時，實際債券收益率依然穩定在負值，黃金價格小幅上漲（第3頁）
- ETF 資金流出似乎有所緩和，但由於土耳其的原因，央行需求依然低迷。不過，印度的需求似乎正在復蘇（第4頁）
- 過去5年，鉑金的表現一直遜於其他貴金屬，但供需狀態似乎正在好轉（第5頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2015年1月1日=100）

由於美元和實際債券收益率保持穩定，黃金在過去一個月內窄幅波動。



資料來源：Refinitiv

鉑金看漲。

過去一個月中，黃金和其他貴金屬交易區間較寬，走勢不明，與美國實際債券收益率和資產市場波動性的穩定相一致。

但是，鑒於美國經常帳赤字擴大到GDP的3.5%以上，且美聯儲推出了超寬鬆的貨幣條件，我們預計美元的實際有效匯率將繼續大面積走軟。根據我們的粗略計算，黃金價格需要同比上漲7%才能抵消美元預期的貶值幅度。

儘管美元通脹預期近期急劇上升，但美聯儲副主席克拉裡達（Clarida）在最近的一次講話中明確表示，美聯儲今年將維持高度寬鬆的政策立場。鑒於黃金已無法從實際債券收益率的大幅下跌中獲益，而10年期實際債券收益率徘徊在年-1%附近且可能會保持穩定，我們預計在10年期實際債券收益率過去5年保持收益不變的情況下，黃金擁有繼續升值的空間，預計收益率將達到5-10%左右。

去年11月，土耳其仍是黃金賣出國，但印度的需求似乎正在復蘇。

直到最近，鉑金一直處於艱難時期，在1年、2年、5年區間內的表現均不及其他貴金屬。然而，汽車行業、珠寶業和工業需求有望繼續擴大，儘管供應量已經從新冠肺炎引發的中斷中反彈，但預計未來幾年仍將有限，導致供應短缺。預計黃金與鉑金價格比將會下降，2021/22年鉑金價格或升至2000美元/盎司。

圖 2：價格快照（2021年1月22日）

價格 (美元/盎司)	21年1月	月環比%	同比%
黃金	1,853	-1.0%	18.5%
白銀	25.40	-0.5%	42.8%
鉑金	1099	8.3%	9.6%
鈀金	2,353	1.3%	-4.4%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2021年1月22日）

相關指標	21年1月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (盎司)	21年1月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,841	4.1%	15.5%	黃金/印度盧比	135,199	-2.1%	21.2%
美元指數 (5國代理)	119.00	-0.2%	-4.1%	黃金/人民幣	12,006	-1.9%	10.7%
西德州輕質原油 (美元/桶)	52.27	8.6%	-6.0%	黃金/澳元	2,401	-2.9%	5.2%
銅 (COMEX)	3.66	2.9%	34.1%	黃金/加元	2,359	-1.9%	15.0%
彭博大宗商品指數	79.11	2.7%	1.1%	黃金/南非蘭特	27,991	2.5%	24.5%

資料來源：Refinitiv

黃金仍窄幅波動。

金價穩定...

在過去的一箇月中，黃金交易價格上下浮動 8%，在 1809-1959 美元/盎司至 1853 美元/盎司之間，與上月基本持平。

...漲勢微弱。

短期內，我們認為黃金的價格主要受到三個因素的驅動：1) 美元的價值，2) 實際債券收益率，以及 3) 資產市場的波動性。我們注意到，過去三個月這三個變數均保持穩定。

我們的五國美元指數僅下跌了 0.2%，美國 10 年期債券實際收益率穩定在 -1% 左右，SDR 加權 10 年期名義債券收益率指數僅上升了 7 個基點至 0.67%，而標普 500VIX 指數下跌了 1.4% 至 22.9%。所以，金價一直窄幅波動也不足為奇。

遠低於 8 月份的高點...

我們的五國美元指數月內變化不大，表明從 GDP 加權（國際貨幣基金組織購買力平價）來看，黃金價格相對穩定，月環比下跌 1.5%。按 GDP 加權計算，預計目前黃金同比上漲 13.6%，但仍低於 2020 年 8 月 7 日 13% 的峰值。

圖 4：黃金（GDP 一籃子貨幣）

若 GDP 加權一籃子貨幣的黃金價格保持不變，則美元疲軟將推高金價至 1985 美元/盎司（同比增長 7.1%）。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

...但受到美元支撐。

雖然美元兌我們的五國一籃子貨幣同比下挫 4.1%，但我們認為美元仍有大幅下行空間，對黃金構成支撐。

從廣泛的實際有效匯率角度看，美元仍較佈雷頓森林體系後（1973-2021）的下行趨勢高出約 6%。美元貶值的壓力依然巨大，近幾個月美國商品和服務貿易逆差大幅擴大，經

常帳戶餘額占到 GDP 的 3.5% 左右，意味著美國需要進口約價值 7500 億美元的商品和服務才能平衡國際收支。

由於美聯儲施行超寬鬆的貨幣政策，M2 貨幣同比擴大 20% 以上、基金利率為 0.1%，而 10 年期美國國債實際收益率徘徊在 -1%/年 左右，私營部門似乎無意於出資填補赤字。據觀察，由於各國央行試圖限制貨幣升值，外匯儲備的積累在不斷增加，亞太地區尤為明顯。

鑒於美元走軟，假如我們的黃金籃子維持當前的水準不變，則預計黃金價格未來一年將升至 1985 美元/盎司左右（同比上漲 7.1%）。假設在籃子基礎上，黃金價格重回 2020 年 8 月的高位，則預計其價格 12 個月內將升至 2250 美元/盎司（同比上漲 21.4%）這表明美元疲軟是黃金的堅實支撐。

- 若黃金在 GDP 加權籃子基礎上保持不變，則美元走軟意味著金價將飆至 1985 美元/盎司。

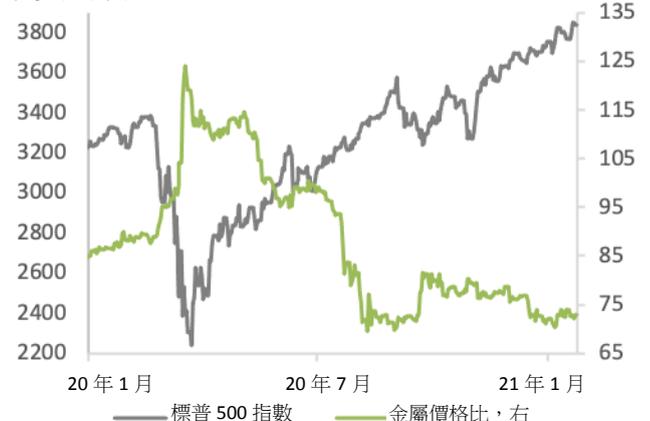
白銀劇烈震動。

儘管白銀僅月環比下跌 0.5%，至 25.40 美元/盎司，但交易區間為 24.17-27.91 美元/盎司，浮動幅度達 15.4%。由於黃金和白銀在過去一個月內均在區間內波動，黃金與白銀價格比始終穩定在 70-74:1 的區間內。

白銀的表現有些出人意料，因為鑒於標普 500 指數 4.1% 的漲幅，採用簡單的二元回歸分析，黃金與白銀價格比理應降至 65:1，白銀價格應上漲至 28.30 美元/盎司左右。

圖 5：標普 500 指數與白銀價格（美元/盎司）

我們認為白銀近期相對於其他風險資產而言表現不佳原因在於投機性多頭的平倉。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

再通脹目前利好黃金。

時間線拉長。

為應對新冠肺炎大流行，世界各國財政和貨幣主管部門均採取了高度擴張性的財政和貨幣政策。

在美國，國會預算辦公室去年 9 月份曾預測美國聯邦政府 2019/20 年度的財政赤字將達到 3.3 萬億美元（占 GDP 的 16.3%），2020/21 年度初步預測財政赤字為 1.8 萬億美元（占 GDP 的 8.6%）。此後，國會進一步頒佈了 0.9 萬億美元的財政刺激計畫。美國總統拜登提出的刺激方案如果獲得通過，則將再增加 1.9 萬億美元，儘管其中一些支出將延續數年完成。美聯儲將基金利率下調，低至 0.1%，同時採取了一系列臨時性的流動性支持措施，並重啟了無限期的量化寬鬆政策，每月購買不少於 800 億美元的美國國債和 400 億美元的抵押貸款支持債券。

這一政策立場與全球金融危機之後所採取的政策立場截然不同。然後，量化寬鬆政策充當了銀行與美聯儲之間的現金債券轉移媒介，但是由於缺乏信貸風險偏好，儘管基礎貨幣在擴張，但對廣義貨幣總量的貨幣乘數效應卻微乎其微。如今，大規模財政轉移直接將資金注入家庭和企業帳戶，導致 M2 貨幣激增——2021 年 1 月第二周 M2 貨幣同比增長 27%——而量化寬鬆手段則表明美聯儲正在為這一赤字提供資金。

政策制定者似乎正在做出一些可能正確，也可能不正確的假設。在其行動中隱含著這樣的觀點，即供應過剩情況已經成為現實，經濟運行低於正常潛力，相應地，貨幣流通速度已經出現下降。此外，政策制定者似乎還認為通脹預期較

低並且較為穩固。我們認為這些假設可能站不住腳。

通脹預期上升。

2020 年第二季度經濟活動大幅下滑，主要是政府強制限制經濟活動所致。因此，大部分產出損失屬於永久性損失，意味著經濟的蕭條程度可能沒有表面上那麼悲觀。貨幣流通速度也受到這些限制的制約。雖然全球金融危機後，投資者今天需要“爬上憂慮之牆”，但我們觀察到，資產市場的繁榮表明，隨著限制措施的放鬆，資金流動速度可能會迅速反彈。

近期，通貨膨脹保值債券（TIPS）市場的盈虧平衡通脹率急劇上漲，隨著大宗商品價格的回升，10 年期盈虧平衡通脹率攀升至同比增加 2.0%。

貨幣政策依然是關鍵。

1 月 13 日，美聯儲副主席理查·克拉裡達（Richard Clarida）發表了題為《美聯儲的新框架：背景和後果》的演講。克拉裡達指出，在實際短期均衡利率較低的情況下，對稱地實施 2% 的年通脹目標，意味著基金利率將持續觸及零的有效下限。因此，美聯儲需要實施不對稱政策，在“美聯儲反應緩慢”的情況下有效地推動經濟“繁榮”發展。

我們認為黃金是一種很好的通脹對沖工具，因此不斷上升的通脹預期應該會起到支撐作用，特別是如果實際利率仍為負，而過去 5 年的實際利率與黃金的高個位數回報率保持一致的話。如果美聯儲決定收緊貨幣或者實施收緊貨幣，黃金投資者的風險就會降臨。

圖 6：10 年期盈虧平衡通脹率（%）

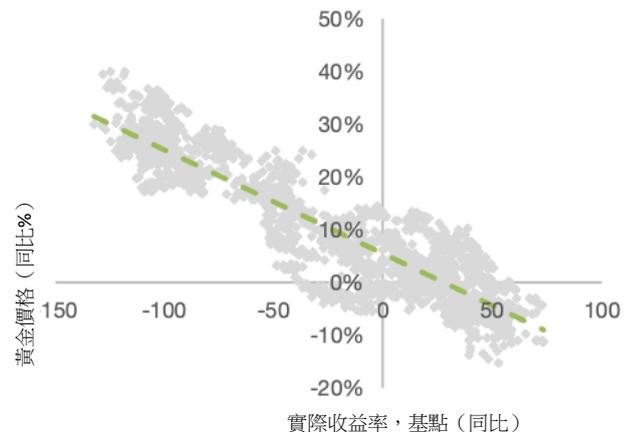
自 11 月底以來，10 年期通貨膨脹保值債券已上升約 30 個基點。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖 7：實際債券收益率與黃金價格（同比%）

在過去的五年中，穩定的實際債券收益率一直與黃金價值每年 7% 至 8% 的漲幅保持一致。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

需求似乎逐步堅挺。

ETF 資金外流正在緩解。

上個月，我們提出“隨著價格企穩，1 月份 ETF 購買量有望逐步恢復”，這一預測似乎正在化為現實。根據世界黃金協會的資料，截至 1 月 15 日，黃金 ETF 持倉量增加了 33.4 噸，其中歐洲投資者占主導，增加了 19.2 噸，美國投資者同樣買入了 13 噸，亞洲持倉量減少 1.1 噸。截至 1 月 15 日，ETF 的總持倉量估計為 3784.9 噸。

去年 12 月出現小幅流出（40.1 噸）後，ETF 持倉量在 1 月份出現反彈。資金外流在美國（-22.4 萬億美元）和英國（-7.4 萬億美元）占主導地位的基金和地區都很明顯。我們認為，2020 年下半年的 ETF 淨流出，在很大程度上反映了持續反彈抵消了 ETF 持倉中部分投機性因素之後，投資組合的再平衡。

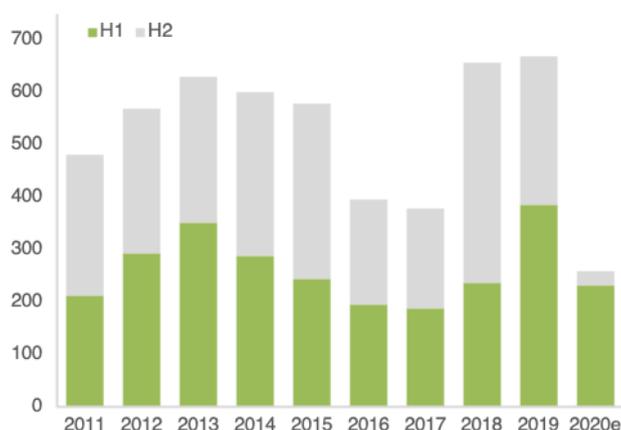
央行買盤減弱。

去年 11 月，各國央行再度成為黃金賣家，世界黃金協會報告淨賣出 6.4 噸黃金。但是，這完全是由於土耳其（減持 20.9 噸）和蒙古（減持 2.4 噸）以及許多其他國家增加自身黃金儲備所致，其中印度增加了 2.8 噸，哈薩克增加 1.7 噸，卡達增加 3.1 噸，烏茲別克斯坦增加 8.4 噸。儘管阿聯酋近期一直是重要的淨買家，但迄今為止他們的持有量並未報告增加，俄羅斯和中國依然沒有任何動作。

過去十年中，中央銀行一直是需求的主要來源，2019 年買入 668.5 噸黃金，到 2020 年的十年中平均每年買入 521.9 噸。2020 年上半年，各國央行買入 232.6 噸黃金。較 2019 年上半年的 385.9 噸有所下降，但與 2015-18 年度持平。然而，去年下半年由於俄羅斯需求不足，加上土耳其從買方轉向賣方，預計 2020 年下半年的購買量降至 27.9 噸，遠低於

圖 8：央行黃金儲備量變化（噸）

2020 年，土耳其央行的淨出售主導著資金流動。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

2019 年下半年的 282.6 噸。

隨著美元走軟和油價反彈，我們預計俄羅斯和哈薩克的央行將重新開始購買黃金。預計印度、中東和烏茲別克斯坦的需求將持續增長，而中國可能會恢復購買黃金。這有望將需求恢復到 2016-17 年的水準，但要上升到 2018 年和 2019 年的水準，則需要土耳其央行恢復購買才能實現。鑒於其目前持有大量黃金（547 噸），並且面臨嚴重的經濟不穩定，這種可能微乎其微。

- 2020 年下半年，隨著土耳其央行從買入轉向賣出，央行對黃金的需求大幅下降。

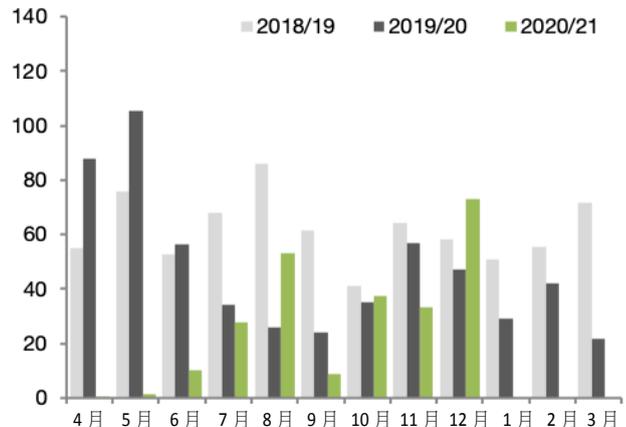
印度黃金需求復蘇。

世界黃金協會的報告顯示，印度 12 月進口了 73.2 噸黃金，銀行進口了 54.8 噸金條，煉油廠進口了 18.4 噸金礦石。

黃金進口的反彈預示著印度珠寶需求的復蘇。印度珠寶需求在 2020 年前三個季度暴跌至 170.6 噸，比去年同期下降了 56.9%。隨著印度放鬆對流動性的限制，資產市場反彈，以及黃金本幣價格（盧比）較 8 月初的高點下跌了 12.6%，我們認為投資者和珠寶需求可能會繼續復蘇，印度的復蘇可能會支撐總體黃金供需平衡。

圖 9：印度黃金進口量（噸）

12 月進口量激增 73.2 噸，遠高於 2019 年 12 月。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

鉑金繼續跑贏大盤。

光明就在眼前？

1月16日，Sibanye Stillwater 首席執行官尼爾·弗龍曼 (Neal Froneman) 在接受採訪時表示“鉑金才剛剛開始重新定價，而且會將繼續”，他還補充道“沒有理由質疑鉑金將最終實現 2000 美元/盎司乃至更高的價格”。我們同意這一觀點。

鉑金一直處於艱難時期，在 1 年、2 年、5 年區間內的表現遠不及其他貴金屬。這種情況始於 2014 年底，此後鉑金價格下跌了 8.5%，而黃金上漲了 56.5%，白銀上漲了 62.2%，鈀金上漲了 196.8%，表現尤為突出。在截至 2014 年底的 30 年裡，黃金與鉑金價格比為 0.78（即黃金交易價格平均折讓 22%）。基於 1852 美元/盎司的黃金價格，要想恢復之前的比率，鉑金價格需要上升至 2375 美元/盎司（+216%）。在整個 1985 年至 2021 年期間，黃金與鉑金價格比為 0.91，意味著鉑金價格需要上升至 2018 美元/盎司（+84%），才能達到其長期平均水準。

需求正在恢復...

自 2014 年以來鉑金的低迷表現似乎是由於汽車行業使用量減少和珠寶需求減少所致。據世界鉑金投資協會 (WPIC) 估計，扣除回收利用量後，2020 年汽車和珠寶行業的需求分別降至了 29.1 噸和 44.4 噸。自 2014 年以來，這兩個數字分別下降了 53% 和 36%。

汽車行業鉑金需求的前景似乎正在好轉。汽車銷售已從新冠肺炎引發的低谷中強勁復蘇，汽車企業似乎正在將催化轉換器中成本高昂的鈀替換為鉑。在歐洲，柴油混合動力發動機對鉑的需求將會增加，長期來看，氫燃料電池也將有相

當大的應用空間。

黃金與鉑金之間巨大的價格差異似乎也在促使珠寶行業重新轉向鉑金，中國的需求顯著增加。在工業應用中，特別是在化學、玻璃和醫療設備中，對鉑的需求持續增長。世界鉑金投資協會估計，到 2021 年，鉑金的非投資需求將增加 33.1 噸，至 228.4 噸。

- 供需動態表明，鉑金價格將出現上漲，上漲幅度主要取決於投資者的需求。

...但供應量受限。

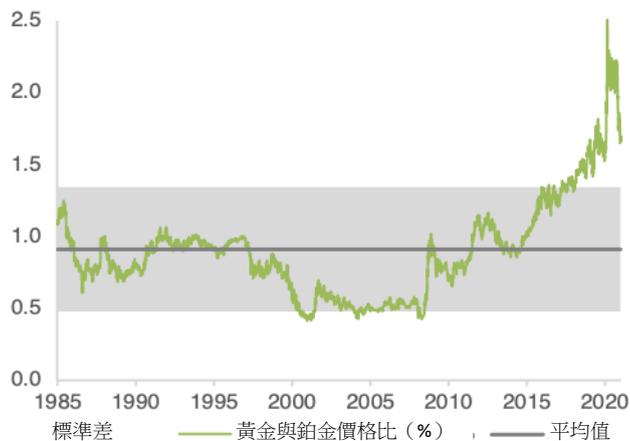
鉑金供應主要來自於礦山生產（尤其是南非），以及珠寶和汽車行業的回收利用。世界鉑金投資協會估計，受新冠肺炎影響，鉑金 2020 年礦山產量下降了 149.1 噸（同比下降 21.3%），但預計今年會反彈至 179.5 噸（同比增長 20.3%）。同時，今年回收鉑金預計將增至 65.1 噸，因此總供應量可以達到 244.6 噸（同比增長 16.7%）。

投資者需求仍是關鍵。

鑒於供應量預計為 244.6 噸左右，投資前需求為 228.4 噸，鉑金的前景很大程度上取決於投資者的需求。世界鉑金投資協會估計，投資者對鉑金條、鉑金幣、鉑金 ETF 和證券交易所方面的需求為 51.6 噸，淨缺口達到 37.4 噸。在美元疲軟且實際收益率為負的情況下，隨著供需平衡的改善，預計投資者需求將保持強勁。

圖 10：黃金與鉑金價格比

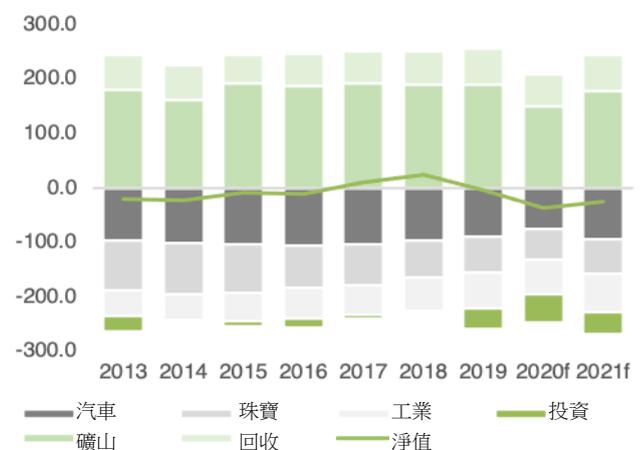
自 2020 年 3 月觸底以來，鉑金一直表現出色。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖 11：鉑金供求關係（千盎司）

鉑金於 2019 年進入短缺狀態，預計這種狀態將會持續。



資料來源：世界鉑金投資委員會、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