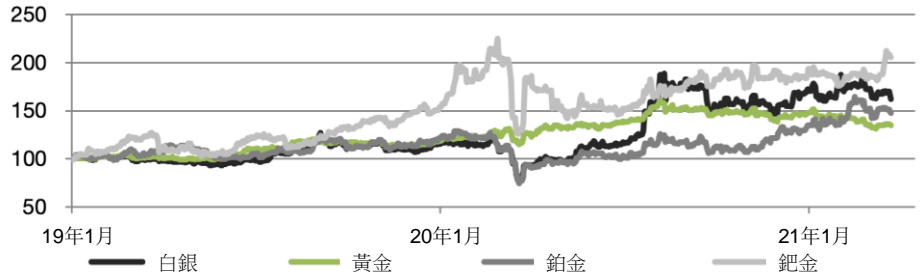


亮點

- 美國和全球債券收益率上升繼續對金價構成下行壓力（第2頁）
- 年初至今，各大央行仍基本缺席黃金買賣，而ETF持有量則大幅下滑（第3頁）
- 珠寶、金條金幣以及商業方面的需求正在反彈，但尚不足以抵消央行和ETF持有量的下降（第3頁）
- 過去10年中，在金條金幣和珠寶需求的推動下，現有黃金存量增加了19.6%（第4頁）
- 儘管在供需平衡相對緊張的情況下，對白銀的情緒仍然樂觀，但我們的模型仍建議保持謹慎（第5頁）

圖1：貴金屬價格指數（2019年1月1日=100）

過去一個月，隨著美國實際利率和美元走強，貴金屬走勢艱難。



資料來源：Refinitiv

實際利率致黃金承壓。

3月初，由於美國提高利率和美元走強對黃金構成壓力，導致投資者情緒惡化和黃金ETF多頭平倉，金價跌至1676美元/盎司的月內低點。

隨著社交距離和其他新冠肺炎相關幹預措施逐步解除，我們注意到黃金珠寶、商業黃金以及金條金幣等的需求出現復蘇跡象。2月份，瑞士對印度出口量飆升至56.5噸，有傳聞稱，中國和印度的消費者都對購買黃金均抱有濃厚興趣。

然而，各國央行對黃金的需求以及外界對黃金ETF的投機性需求已經大幅下降。過去10年，央行平均每年購買523.2噸黃金，但隨著央行逐漸適度賣出黃金，這一數值已悄然走低。與此同時，金價走軟推動了黃金ETF的拋售，今年迄今淨賣出155.2噸。隨著全球金礦和再生黃金產量的反彈，以及央行和ETF需求的缺失，黃金將面臨嚴重的供需矛盾。儘管這種錯位有望借助珠寶和金條

金幣需求的增長得到回檔，但可能會以金價下跌為代價。

過去兩年，推動金價上漲的主要因素為美國長期債券的實際收益率。目前，美國10年期債券的實際收益率為-0.6%，遠低於其接近於零的平均水準，也遠低於美聯儲預計的0.5%左右的中性實際利率，所以債券收益率的上升仍有可能給黃金帶來巨大的下行壓力。預計，金價近期將觸及每盎司1676美元的低點，為進一步下跌至1585美元/盎司做鋪墊。

圖2：價格快照（2021年3月24日）

價格（美元/盎司）	21年3月	月環比%	同比%
黃金	1,732	-2.8%	11.5%
白銀	25.15	-7.6%	89.8%
鉑金	1170	-8.2%	82.1%
鈀金	2,602	9.4%	51.3%

資料來源：Refinitiv

圖3：定價和指標（2021年3月24日）

相關指標	21年3月			用關鍵貨幣表示的價格（盎司）	21年3月		
	月環比%	同比%	21年3月		月環比%	同比%	
標普500指數	3,911	0.1%	74.8%	黃金/印度盧比	125,302	-3.1%	-3.1%
美元指數（5國代理）	121.20	1.3%	-10.4%	黃金/人民幣	11,254	-2.2%	-2.2%
西德州輕質原油（美元/桶）	57.73	-2.5%	147.1%	黃金/澳元	2,266	0.0%	-15.0%
銅（COMEX）	4.15	1.4%	95.8%	黃金/加元	2,174	-3.3%	-3.5%
彭博大宗商品指數	83.06	-2.6%	34.0%	黃金/南非蘭特	25,738	-1.4%	-7.0%

資料來源：Refinitiv

黃金價格穩定，但還能維持多久？

金價暫時穩定。

3月8日，黃金價格陡降至1676美元/盎司的盤中低點，後重回到當前的1732美元/盎司附近。與我們上月預測的“未來幾周金價將繼續下滑，或將觸及1700美元/盎司附近的支撐位”（見2021年3月1日《黃金月刊》）。

我們認為，金價近期企穩原因主要在於3月初的技術性“超賣”，交投價格遠低於其200日均線（1860美元/盎司）。技術指標顯示在市場情緒疲軟和ETF大量平倉的情況下出現了超賣。

我們預計，由於對美國經濟前景的樂觀情緒不斷上升，導致美債收益率進一步上升，金價近期的穩定將在未來幾周再度走向疲軟。我們認為，金價有可能再次觸及上月低點，倘若跌破這一低點，則有可能更進一步回檔至1585美元/盎司附近。

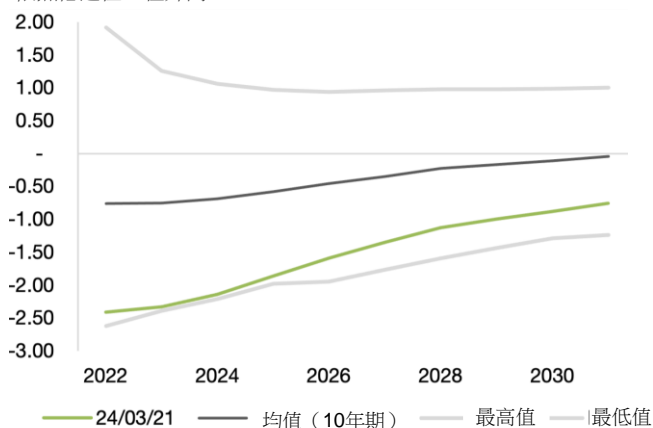
金價幾時觸底？

今年以來，黃金兌美元已貶值8.7%，對我們的GDP加權貨幣籃子（國際貨幣基金組織購買力平價權重）貶值7.6%。自2020年8月6日的峰值以來，黃金兌美元下跌了16.1%，對貨幣籃子下跌了17.7%。這是一次重大盤整，不過我們認為仍有繼續走低的空間。

黃金前景如何的關鍵在於美國長期債券的實際收益率以及美元匯率的走勢，這兩者都會在未來幾個月致使黃金承壓。

圖4：美國國債實際債券收益率曲線（%）

短期債券的實際收益率仍嚴重低迷，但長期債券的實際收益率雖然依然低迷但正在升高。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

據我們觀察，從2020年中期開始，美國的通脹預期有所上升。美聯儲將基金利率固定在僅0.1%的水準上。通脹預期的上升與短期債券實際收益率下降

和長期債券名義收益率上升（收益率曲線變陡）。雖然債券收益率因通脹預期的加大而上升，但黃金仍相對未受收益率上升的影響。

然而，隨著新冠肺炎病例的減少，以及美國政府實施了兩輪大規模財政刺激措施，經濟樂觀情緒有所反彈。美聯儲目前預測，美國實際GDP今年將增長6.5%，明年增長3.3%，失業率預計到2022年底會降至3.9%。10年期通脹預期為2.3%，高於美聯儲2%的通脹目標，實際收益率的上升推動了名義收益率的走高。今年以來10年期債券實際收益率儘管攀升了46個基點，但仍處於0.73%的低位，遠低於10年平均水準（見圖4）。

- 美國債券實際收益率的持續上升正在拖累金價，情景分析顯示，金價還有很大的疲軟空間。

我們認為，美國10年期債券實際收益率未來幾個月有望上升至零附近。並且，根據復蘇的步伐快慢，完全有可能回升到新冠疫情爆發前0.46%的5年平均水準。

在過去的兩年裡，黃金價格主要取決於美國長期債券實際收益率，我們的5國美元指數、資產市場波動率和其他大宗商品價格發揮的作用微乎其微。按照我們的黃金模型顯示，假如美國10年期債券的實際收益率升至零，則黃金價格將下跌至1520美元/盎司。如果美國10年期債券的實際收益率與美聯儲中性實際利率的估計一致，上升至0.5%左右，則我們的模型指向黃金價格跌至1360美元/盎司。儘管前景仍然存在相當大的不確定性，但顯而易見的是，收益率上升構成了一個巨大的阻力。

圖5：黃金價格（美元/盎司）

過去兩年中，我們的黃金模型主要是受美國長期債券實際收益率所驅動。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

央行和ETF需求缺位...

2020年下半年需求停滯...

過去10年，央行是黃金需求的主要來源。據世界黃金協會（WGC）估計，包括國際貨幣基金組織（IMF）和國際清算銀行（BIS）在內的央行的持有量增加了14.2%，至35244噸，自2010年第4季度以來增加了4496噸。

儘管在此期間發達國家的黃金持有量一直保持穩定，但仍占到央行持有量中的大部分。截止2020年底，歐盟國家持有10805噸，美國8133噸，日本765.2噸，國際貨幣基金組織（IMF）和國際清算銀行（BIS）又持有2916噸。這相當於央行總儲備的64%，其中歐盟占自身總儲備的60.6%，美國占自身總儲備的78.7%。

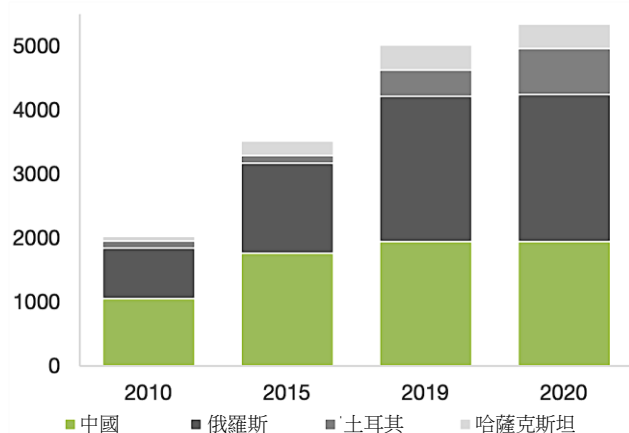
過去十年間的黃金儲備積累主要在於四個國家：俄羅斯（1506.8噸）、中國（894.2噸）、土耳其（600.2噸）以及哈薩克斯坦（323.4噸）。然而，自2019年9月以來，中國一直沒有買入黃金，而哈薩克斯坦和俄羅斯僅分別買入2.4噸和27.4噸，2020年基本缺席黃金市場，只有土耳其買入303.8噸黃金，成為重要買家。黃金購買量從2019年的668.5噸降至去年的272.9噸。去年下半年更減至零星購買。

...疲軟正在持續。

央行對黃金購買欲望低下的態勢似乎已蔓延至2021年。1月份央行成為淨賣家，賣出9.4噸黃金。烏茲別克斯坦和哈薩克斯坦分別增加了8.1噸和2.8噸的黃金儲備，土耳其和俄羅斯分別減少了17.2噸和3.1噸的黃金儲備。儘管各國央行可重新調整資產組合，轉向黃金，但增加黃金儲備阻力最小的途徑是保持國際收支盈餘，使央行能夠在保持穩定資產組合的同時增加黃金儲備。由於中國人民銀行不進行外匯市場幹

圖6：黃金持有量（噸）

由於俄羅斯和中國缺席黃金市場，各國央行的黃金購買在2020年陷入停滯，減少了一項關鍵的需求來源。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

預，即通過法規和國家銀行購買外國資產兩者相結合來管理人民幣，所以中國不太可能重新成為黃金的持續購買者。與此同時，哈薩克斯坦、俄羅斯和土耳其的外匯儲備自2020年年中以來基本保持穩定，表明儲備資產積累的規模很小。印度外匯儲備一直在迅速增長，印度儲備銀行去年增加了41.7噸黃金儲備。但預計，印度的國際收支壓力將會緩解，從而減緩黃金的買入。土耳其中央銀行新任行長是否會拋售黃金以穩定里拉，仍有待觀察。

最近油價的上漲支撐了中東的黃金需求，其中卡塔爾買入14.5噸、阿聯酋買入35.1噸，可能還會導致俄羅斯（2020年4月停止購買）和哈薩克斯坦的淨購買再度出現。

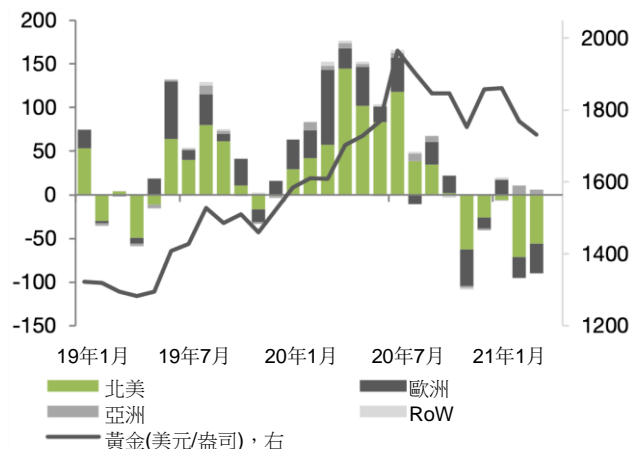
ETF持有量繼續下降。

投資者對黃金的興趣繼續減弱，據世界黃金協會報告，2月份ETF的持倉量下降了84.7噸，3月的三兩周內又下跌了84.2噸，使年初至今的淨賣出量達到155.2噸。平倉主要是受美國和英國主導，兩者分別減持132.1噸和31.1噸，而中國ETF持有量增加了11.7噸，至72.6噸。目前，ETF持有量為3596.3噸，較2020年10月的峰值減少了306.7噸。

根據當前趨勢，我們預計第一季度黃金ETF持有量將減少175噸左右。在全球增長樂觀情緒和實際利率上升的情況下，黃金仍處於掙紮狀態，預計拋售將持續到第二季度。我們的背景資料表明，即使黃金ETF持有量在下半年恢復，2021年總持有量也可能下降200噸左右，意味著ETF可能會成為供應來源。目前，我們預計2021年ETF持有量變化為零。

圖7：全球ETF持有量（噸）

黃金價格下跌伴隨著黃金ETF持有量的平倉，自2020年10月的峰值以來減少了296.7噸。



資料來源：Refinitiv、世界黃金協會、Redward Associates

...引發了有關市場平衡的問題。

商業用途正在增加...

去年上半年，黃金在電子、牙科和其他工業領域的商業用途有所減弱，到年底出現復蘇。預計今年的商業使用量將在325噸左右（同比增長7.6%）。

...還有珠寶...

2020年，珠寶需求暴跌至1411.6噸（同比下降33.5%），但今年有望回升，預計需求為2100噸（同比增長48.8%）。

黃金需求的反彈，或受到以下因素的支撐：社交距離和商業限制的放寬；鑒於近期金價下跌（尤其是以人民幣和印度盧比計價），消費者重拾對黃金的興趣；以及珠寶商需要補充庫存。包括近期印度黃金進口資料和瑞士黃金出口資料在內的一系列指標表明，這一趨勢已然開始。據印度工商部報告稱，2月份黃金進口額同比增長128%，而瑞士報告對亞洲的出貨量激增，其中印度（56.5噸）和泰國（11.2噸）是重要的出口目的地。

印度政府在其2021-22年度的工會預算中將出臺一系列措施，這些措施將支持黃金珠寶需求，減少非法進口並改善市場交易基礎設施。其中值得注意的是，包括進口稅和消費稅在內的黃金總稅從16.26%減少到14.07%。

...以及金條和金幣。

我們預計，金條和金幣的需求將從2020年的896.1噸反彈至今年的1070噸（同比增長19.4%），以反映社交距離限制的減少、近期價格的下降以及對通脹的擔憂。

圖8：黃金供求關係（噸）

央行和ETF需求崩潰，令總需求承壓。

Metric Tonnes	2016	2017	2018	2019	2020	2021f
Mine	3,459	3,492	3,554	3,532	3,401	3,550
Recycle*	1,287	1,103	1,135	1,288	1,232	1,350
Total Supply	4,746	4,594	4,689	4,820	4,633	4,900
Industrial	323	333	335	326	302	325
Jewellery	2,019	2,257	2,285	2,137	1,327	2,100
Bar & Coin	1,073	1,044	1,090	871	896	1,070
ETF	541	272	70	398	877	0
Central Bank	395	379	657	668	273	150
Total Demand	4,351	4,284	4,436	4,400	3,675	3,645
Net Position	395	310	252	420	958	1,255

資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

僅此而已？

我們預計2021年黃金供應將增加到約4900噸（同比增長5.8%），礦山產量將增加到3550噸，回收黃金增加到1350噸。

雖然預計黃金珠寶、金條金幣以及商業用途方面的需求將會增長，但央行以及黃金ETF需求的暴跌意味著，假如沒有出現金價進一步大幅下跌導致珠寶需求和金條金幣投資需求上升的情況，那麼黃金市場走向如何仍不明朗。

- 儘管珠寶、金條和金幣需求正在反彈，但央行和ETF需求的疲弱令黃金需求承壓。

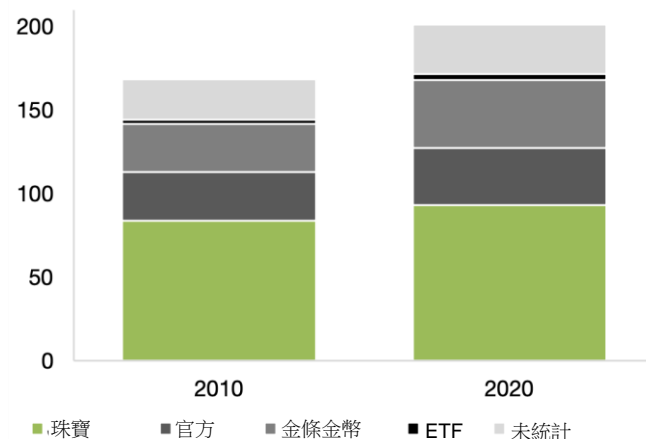
現有黃金存量在增加。

鑒於2020年黃金礦產量達到3400.8噸，據世界黃金協會估計，現有黃金存量已增至201296.1噸。世界黃金協會估計，地下黃金總儲量為5萬噸，按照過去十年間的開採速度，大概可供應15.2年。

大部分黃金以珠寶的形式持有，占93251.1噸（46.3%），私人持有的金條和金幣40620.5噸（20.2%）。雖然ETF持有的黃金越來越成為推動黃金需求（和價格）的重要因素，但截至2020年底，ETF持有的黃金僅為3763.8噸（1.9%）。官方部門持有的黃金總量為34210.6噸（17%），世界黃金協會估計有29448噸（14.6%）仍未統計。在過去的十年中，黃金持有量的主要變化體現在金條和金幣（11686.9噸）和珠寶（9182.7噸），前者在黃金總持有量中的占比分別上升了3個百分點，後者則降低了3.6個百分點。

圖9：現有黃金存量（1000噸）

過去十年裡現有黃金存量增長了19.6%。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

銀價似乎易受市場調整的影響。

近期表現出眾...

2020年3月18日新冠疫情恐慌最盛之際，銀價觸及11.61美元/盎司的盤中低點。當時鑄造比率（金幣和銀幣的交換比率）升至127:1的高位。此後，白銀出現了顯著回升，2月2日將漲幅擴大至30.03美元/盎司的高位，由於投資者的需求恐慌，白銀現貨價格較之有很大的溢價。

自此以後，白銀市場歸於平靜，自2月2日以來，白銀價格下跌了15%。然而，儘管如此，銀價仍較2020年3月的低點上漲117%，同比上漲89.8%，大幅跑贏黃金，導致鑄造比率回落至69:1，接近千年後的平均水準66:1（見圖10）。

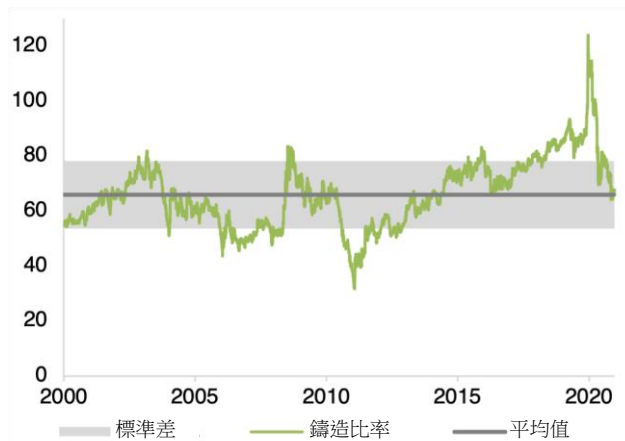
...受經濟復蘇預期和實物需求驅動...

我們認為，到2020年白銀的反彈主要歸因於寬鬆貨幣環境下投資者風險偏好的改善。通過白銀價格與我們的5國美元指數、10年期美債實際收益率和標普500指數以及CRB指數的簡單回歸可以明確看到這一點。我們還觀察到，在過去12個月中，鑄造比率與美國標普500指數之間的日相關性為-0.93，表明標普500指數走強與白銀表現優於黃金有關。

最近，我們觀察到投資者對實物銀的強勁需求導致了交易所實物銀的短缺，這與實物銀相對金融銀的巨大溢價相一致。我們將實物白銀需求的旺盛歸因於以下想法：潛在的供需狀況使得白銀很容易受到擠壓，原因在於人們對白銀潛在供需狀況的擔憂，對白銀ETF能力的擔憂，特別是安碩白銀信託基金（iShares Silver Trust）從經核准的倫敦銀庫購買和儲存白銀的能力。

圖10：鑄造比率（金幣和銀幣的交換比率）

同比上漲89.8%，將鑄造比率（金幣和銀幣的交換比率）帶回到千年後66:1的平均水準。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

白銀協會估計，2020年全球來自採礦、回收、淨套期保值和官方部門賣出的白銀供應量為9.871億盎司，而全球需求量（交易所交易產品(ETP)除外）的為9.634億盎司，致使白銀很容易發生短缺，從而導致現有存量下降。

情景分析提示下行風險。

雖然我們非常同情投資者對潛在供需關係和ETF面臨的潛在挑戰的擔憂，但白銀終究是一種金融資產，如果其驅動因素惡化，白銀可能會面臨拋售壓力。如今，隨著美國債券實際收益率上升與美元指數趨穩並走強、美國股市企穩以及大宗商品價格走軟，這一趨勢似乎正在顯現。

儘管我們對根據白銀模型得出的太多推斷持謹慎態度，但我們認為這些推斷仍可以作為白銀周邊廣泛風險的重要參考。我們構建了三種廣泛的情景：1）貨幣寬鬆；2）中心預測；3）貨幣緊縮。在第一種情景下，美元下跌10%，10年期債券實際收益率穩定，標準普爾500指數上漲12%，CRB指數上漲25%。在第二種情景下，美元指數下跌6.5%，債券收益率上升50個基點，標準普爾500指數小幅下跌，CRB指數上升20%。在第三種情景下，美元指數上漲5%，債券收益率飆升90個基點，標準普爾500指數下跌5%，CRB指數下跌5%。

只有在超寬鬆貨幣政策的情況下，白銀才會繼續上漲。在美國貨幣政策趨緊加之標普500指數和CRB指數疲軟的情況下，白銀價格將回落至16美元/盎司左右，表明白銀易受盤整影響。

圖11：白銀（美元/盎司）

情景分析表明，美國實際債券收益率和/或美元匯率的上升有可能對白銀構成嚴重拖累。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

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：+65 8601 6649

電子郵件：peter@redwardassociates.com

20 Collyer Quay | #09-01 | Singapore 049319



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

電子郵件：frontdesk@oanda.com

網址：oanda.com