

亮點

- 經濟復蘇預期的上升，加之有關通脹上升的擔憂，正推動債券收益率走高、金價走低（第2頁）
- 2月，投資者的注意力轉向白銀，導致白銀現貨短缺（第3頁）
- 儘管2月份投資者注意力鎖定白銀，但鉑金價格同月飆升，且供需動態顯示有進一步上漲的空間（第3頁）
- 黃金首飾的需求正在復蘇，但被ETF持有量下降所抵消（第4頁）
- 世界黃金協會報告稱，2020年第四季度礦山產量為896.3噸，較2019年第四季度減少2.9%，而2020年礦山總產量為3,400.8噸，同比下降3.7%（第5頁）

圖1：貴金屬價格指數（2019年1月1日=100）

在對工業敏感的金屬（銀和鉑）價格飆升之際，黃金正艱難地尋找支撐。



資料來源：Refinitiv

隨著利率上升，黃金走勢艱難。

過去一個月，黃金依舊走勢艱難，跌至1,797美元/盎司（環比下跌3.1%）。儘管金價仍然承壓，但工業應用中的貴金屬卻表現優異，其中鉑環比上漲14.9%，銀環比上漲10.6%。

由於享受不到工業需求增長帶來的好處，加上美國實際債券收益率迅速上升，黃金仍然承壓。自8月初觸及峰值以來，黃金兌美元已下跌13.3%，兌GDP加權貨幣籃子下跌15.9%。

隨著黃金面臨下行壓力，投資者的注意力已轉向工業金屬，白銀近期成為投資者關注的焦點。自1月28日起，銀條、銀幣和白銀ETF（尤其是iShares白銀信託（SLV））的散戶需求激增，推動價格在3天內上漲14%，達到30.03美元/盎司的盤中高點。

需求的激增促使倫敦倉儲設施中符合條件的銀條SLV持有量達到其總持有量的85%左右，引發了人們對SLV繼續收購銀條能力

的質疑。全球對實物銀條和銀幣的需求導致了現貨的短缺，並推動實物白銀的價格相對於紙幣溢價約35%。雖然近期的恐慌有所緩解，但我們認為市場仍面臨壓力。

儘管投資者的注意力集中在白銀上，但鉑金也承受著巨大的買盤壓力，2月16日，鉑金價格上漲至1,336美元/盎司的高位（月初至今上漲24.6%）。鉑金仍供應短缺，因工業需求上升，且可用庫存有限，表明即使黃金面臨小幅重新配置，鉑金走勢依然脆弱。

圖2：價格快照（2021年2月25日）

價格（美元/盎司）	2月21日	月環比%	同比%
黃金	1,797	-3.1%	9.9%
白銀	27.99	10.6%	55.6%
鉑金	1259	14.6%	36.0%
鈀金	2,421	3.7%	-10.3%

資料來源：Refinitiv

圖3：定價和指標（2021年2月25日）

相關指標	2月21日	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格（盎司）	2月21日	月環比%	同比%
標普500指數	3,925	1.8%	25.5%	黃金/印度盧比	130,600	-3.5%	11.2%
美元指數（5國代理）	119.30	0.4%	-5.4%	黃金/人民幣	11,648	-3.1%	1.6%
西德州輕質原油（美元/桶）	63.49	20.3%	27.2%	黃金/澳元	2,265	-5.9%	-8.6%
銅（COMEX）	4.19	15.0%	61.3%	黃金/加元	2,257	-4.5%	4.0%
彭博大宗商品指數	87.58	9.5%	18.0%	黃金/南非蘭特	26,143	-7.5%	5.1%

資料來源：Refinitiv

實際收益率走高，黃金走勢艱難。

黃金繼續修正...

在過去一個月，黃金走勢承壓，跌至1797美元/盎司（月環比下跌3.1%），相對於GDP加權貨幣籃子（國際貨幣基金組織購買力平價權重），黃金貶值幅度相同。

對經濟活動反彈的預期加上日漸擔憂通貨膨脹，導致美國和全球債券收益率上升。美債實際收益不斷走高，金價面臨下行壓力。當前黃金交投價格遠低於其200日移動平均線（1860美元/盎司），走勢指標表明金價有進一步疲軟空間，這將打擊投資者的樂觀情緒，並引發對ETF和期貨的投機性長期持有黃金的平倉。

我們認為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。

...復蘇的樂觀情緒

美國10年期國債收益率於8月4日達到大流行後的低點0.51%，兩天後，黃金達到了2075美元/盎司的歷史高點。

圖4：黃金價格（美元/盎司）

我們的短期黃金模型顯示，美國10年期實際債券收益率每上升10個基點，黃金價格就會下跌2%。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

自此，美國10年期國債收益率上升了89個基點。債券收益率最初的走高是由於通脹預期的上升，截至1月底，通脹保值債券的盈虧平衡通脹率上升0.56%，達到2.12%。在此期間，10年期債券的實際收益率保持在-1.05%左右。

然而，自1月底以來，受政治風險下降、拜登政府將推出大規模財政刺激計畫的預期增加、美國（和其他國家）疫苗接種率提高、2019冠狀病毒病病例減少等因素的支持，對經濟復蘇的預期有所上升。

這導致債券收益率上升背後的推動力從通脹轉向實際利率。雖然通脹預期上升推動名義債券收益率上升，但我們仍對黃金的前景持溫和樂觀態度；過去5年，穩定的實際收益率漲幅與金價每年5-10%的增長區間保持一致。

然而，我們的回歸分析表明，黃金目前對美國10年期債券實際收益率的變動高度敏感，收益率每上升10個基點，黃金價格即下跌2%。由於本月以來實際收益率已經上升26個基點，金價本應下跌4.5%左右。目前，基於過去兩年的每日資料建立的黃金模型顯示，黃金在“公允價值”（1786美元/盎司）附近徘徊，實際收益率幾乎完全推動了我們的公允價值估計。

- “親愛的布魯特斯，錯誤並不在於我們的命運，而是在於我們自身。”——莎士比亞（《裘力斯·凱撒》）

“真正”的黃金問題。

雖然實際債券收益率已從2020年的低點回升，但仍遠低於過去10年的平均水準（0.20%）和2000年後的平均水準（1.28%），以及美聯儲對中性實際利率的估計（0.50%），這表明金價有足夠的下行空間。然而，這在很大程度上不僅取決於“中性”的實際債券收益率，還取決於向這一水準趨同的路徑以及其他因素，尤其是美元的走勢。

如果實際收益率像2013年那樣迅速走高，將支撐美元匯率打壓黃金。但若實際收益率上升速度更加平緩，其與黃金的關聯度和貝塔係數可能會下降，這意味著即使債券收益率飆升，金價也不一定會出現大幅回檔。

圖5：黃金價格（美元/盎司）

雖然黃金目前對實際債券收益率的走勢高度敏感，但對美元走勢的敏感性較低。

		美國實際10年期債券收益率 %							
		-0.96	-0.86	-0.76	-0.66	-0.56	-0.46	-0.36	
美元指數	110.3	-7.5%	1,859	1,824	1,788	1,753	1,718	1,683	1,647
	113.3	-5.0%	1,857	1,822	1,787	1,752	1,716	1,681	1,646
	116.3	-2.5%	1,856	1,821	1,785	1,750	1,715	1,680	1,644
	119.3	0.0%	1,854	1,819	1,784	1,749	1,713	1,678	1,643
	122.2	2.5%	1,853	1,817	1,782	1,747	1,712	1,677	1,641
	125.2	5.0%	1,851	1,816	1,781	1,745	1,710	1,675	1,640
	128.2	7.5%	1,850	1,814	1,779	1,744	1,709	1,674	1,638

資料來源：Refinitiv、Redward Associates

投資者的注意力不再局限于黃金。

白銀成為焦點.....

過去一個月中，白銀成為投機關注的焦點，投資者買入實物銀條、銀幣銀幣以及白銀ETF，尤其是iShares白銀信託（SLV）。需求激增促使白銀價格短暫高於30美元/盎司，黃金白銀價格比跌至64:1，為2014年年中以來的最低值，且低於千年後的平均水平。

2020年，全球銀礦產量下降至7.978億盎司（同比下降5%），原因是產量下降趨勢（2015年達到8.929億盎司的峰值），以及新冠肺炎導致的生產中斷。儘管2021年可能會出現供應回升，但供應狀況可能依然低迷。與此同時，投資者最近對需求變得更加樂觀，尤其是光伏電池方面的需求。除ETF外，市場今年可能會出現小幅逆差。與黃金或鉑金不同的是，白銀本身價格較低，使得白銀的運輸和存儲面臨著物流上的挑戰。我們認為，對ETF獲取、運輸和存儲足夠白銀以履行其義務的能力的擔憂是當前牛市的基石。雖然白銀的壓力有所緩解，但我們認為這種壓力還將再度出現。

...但鉑金價格飛漲

鉑金成為貴金屬領域的佼佼者，年初至今已上漲18.1%。世界鉑金投資委員會（WPIC）預測，隨著鉑產量從新冠肺炎相關的中斷中恢復，今年鉑產量將反彈至179.5噸（同比增長20.3%）然而，復蘇之路面臨著重重障礙，例如南非新冠肺炎變異病毒可能再次擾亂生產、電力供應中斷以及英美鉑金公司臨時關閉一個轉爐的消息，導致今年的冶煉產能從310萬至330萬盎司下降到250萬盎司左右。

得益於電氣玻璃和醫療設備行業需求的趨勢增長，

以及化工、石化和汽車行業需求的週期性上升，鉑金需求前景繼續改善。考慮到汽車銷量的提升、相對於鈱的價格競爭力以及中國收緊柴油車排放標準的消息，汽車行業的表現可能會令人意外。而從長期來看，鉑金也可能受益於對氫的日益關注。

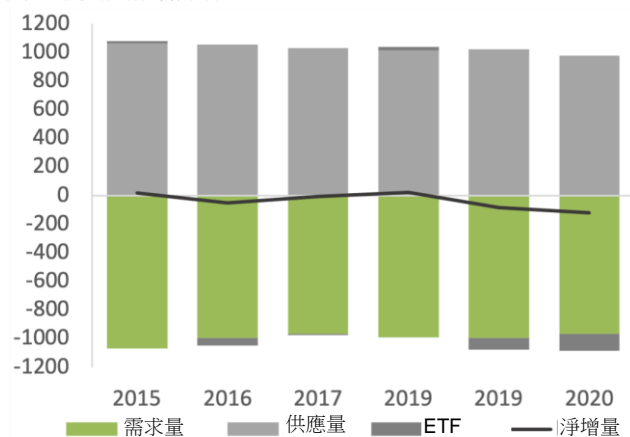
世界鉑金投資委員會今年的供應量將僅超過非投資需求16.2噸，而且只能逐批供應。與此同時，截至2020年底，地面庫存（不包括ETF持有量，交易所持有的金屬和工作庫存）僅有73.4噸。只需適度的投資組合再平衡，即可從黃金支持的ETF調整為鉑支持的ETF，以吸收生產和非投資需求以及所有地上庫存之間的盈餘。截至1月底，世界黃金協會（WGC）報告的黃金ETF總量為3765.3噸，價值2258億美元，而世界鉑金投資委員會報告的鉑金ETF僅為111噸，價值44億美元；按交易量計算僅為黃金的2.9%，按市值計算僅為黃金的1.9%。

- 鉑金或將成為一種吉芬商品，價格上漲推高了對鉑金珠寶、鉑金條、鉑金幣和鉑金交易所買賣基金(ETF)的需求。

我們認為，鉑金價格的上漲可能會在珠寶和投資界產生反射性的反應，因為鉑金的走勢屬於吉芬商品（Giffen）——價格上升產生更高的需求（需求曲線暫時向上傾斜，而供給曲線卻是高度無彈性的）。這表明，可能出現重新定價的空間更大。

圖6：白銀 供需圖表（100萬盎司）

銀價在2019年和2020年出現逆差，部分原因是ETF的需求，投機性買盤的激增可能會加劇逆差。



資料來源：世界白銀協會、Redward Associates

圖7：鉑金供求關係（噸）

世界鉑金投資委員會估計，地面鉑金庫存有限（且受到嚴格控制），今年鉑金將繼續處於短缺狀態。

噸	2016	2017	2018	2019	2020e	2021f
礦山產量	188.5	191.4	190.8	189.6	149.2	179.5
回收量	57.2	58.9	60.2	67.3	60.4	65.1
總供應量	245.7	250.4	251.0	257.0	209.6	244.6
汽車需求	106.7	102.8	95.6	89.7	75.3	93.2
工業需求	56.1	52.9	60.3	65.7	63.2	70.8
珠寶需求	77.9	76.5	69.8	65.3	56.8	64.4
投資需求	16.6	8.6	0.5	39.0	51.6	40.0
總需求量	257.4	240.7	226.3	259.7	247.0	268.4
淨頭寸	-11.7	9.6	24.7	-2.8	-37.4	-23.8
庫存*	64.1	73.7	98.4	110.8	73.4	66.4

資料來源：世界鉑金投資委員會、Redward Associates

需求似乎逐步堅挺。

ETF持續流出。

世界黃金協會報告稱，2020年第四季度，黃金ETF持有量減少130噸，至3,751.5噸，全年流入量為877噸。隨著金價在1月份企穩，由於13.8噸的淨流入，平倉趨勢暫時逆轉。但隨著金價再度面臨下行壓力，ETF再度出現流動，截至2月19日，投資者賣出了38.7噸的黃金。目前，ETF總持有量已降至3726.6噸。

由於金價面臨下行壓力，我們預計在本季度剩餘時間內，黃金ETF將進一步平倉，使需求減少。

央行買盤減弱。

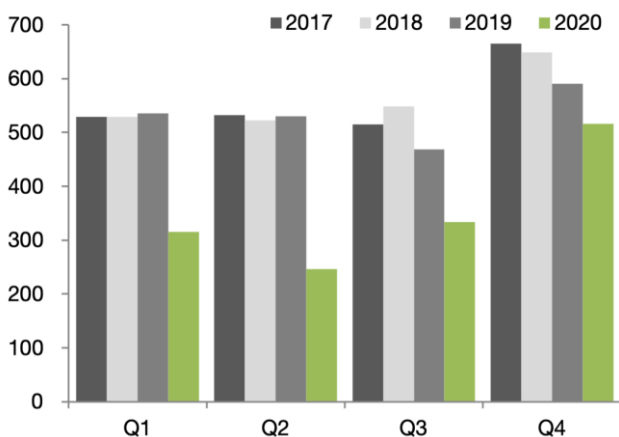
2020年，各國央行購買了272.9噸黃金，比前一年下降了59%，是2010年以來的最低水準。上半年黃金買盤強勁，達到234.6噸。雖在第四季度買入44.8噸黃金，但各國央行整個下半年卻淨賣出6.5噸。

2020年，央行購買量主要來自於土耳其（131.6噸）、印度（41.6噸）和阿拉伯聯合酋長國（28.9噸），俄羅斯則購買了27.4噸，遠低於2019年的158噸。俄羅斯銀行自2020年3月以來小幅賣出（0.6噸）。我們發現，來自哈薩克斯坦的淨購買量也出現了類似的大幅下降，從2019年的35噸下降到2.4噸。在購買了95.8噸黃金後，中國在2020年退出了黃金市場。一些新興市場和前沿市場的貨幣壓力導致2019年黃金儲備出現平倉，例如蒙古（-14.8噸）、斯裡蘭卡（-12.9噸）、塔吉克斯坦（-11.4噸）、菲律賓（-10噸）。

在大宗商品價格（尤其是能源價格）上漲的情況下，美元保持穩定，我們認為俄羅斯和哈薩克斯坦的國際收支盈餘

圖8：珠寶需求（公噸）

在經歷第一季度的意外停滯後，全球珠寶需求緩慢但穩步復蘇。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

將重新出現，而海灣國家的盈餘則在增加，

這表明央行有可能增加黃金購買量，目前看來，購買仍將是暫時的。

金條和金飾的需求開始回升。

2020年黃金市場的一個主要特徵是黃金首飾需求大幅下滑。金條和金幣可以輕鬆從網上購買，但珠寶首飾不同，購買黃金珠寶通常會涉及很大的人為因素，因此極易受到封鎖和社交距離限制的影響。2020年，黃金首飾需求暴跌至1411.6噸（同比下降33.5%），其中中國跌至415.6噸（同比下降34.9%），印度跌至（同比下降42%）。

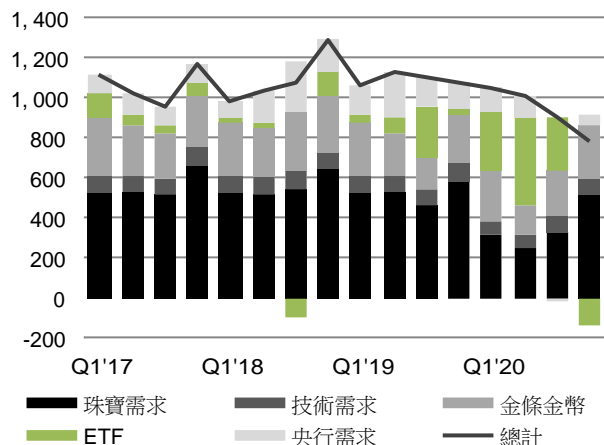
隨著印度1月份黃金進口量激增至62噸左右，較去年同期增加70%，我們認為珠寶需求正在反彈，預計到年中全球需求將基本恢復。

- 印度1月份黃金進口量激增至62噸左右，較2020年1月增加70%，表明珠寶需求正在反彈。

2020年，全球金條和金幣需求增至896.1噸，同比增長2.9%。金條和金幣需求在第二季度經歷了短暫的下降，最有可能是因為無法運輸黃金完成交付，但市場在第三季度迅速復蘇，到第四季度又回到了前幾年的水準。隨著投資者對實物白銀和鉑金的興趣增加，黃金在第一季度面臨下行壓力，我們認為金條和金幣的需求可能會保持低迷，在230噸-250噸區間浮動。儘管珠寶和技術需求的反彈起到了支撐作用，但在央行和ETF購買沒有復蘇的情況下，黃金供需動態或仍將保持低迷。

圖9：黃金需求（噸）

雖然珠寶、金條和金幣的需求在第四季度有所回升，但總體需求仍面臨來自ETF和央行的壓力。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

黃金供應正在復蘇。

礦山供應受限...

世界黃金協會報告稱，2020年第四季度礦山產量為896.3噸，較2019年第四季度減少2.9%，總產量為3400.8噸，同比下降3.7%。

鑒於因新冠肺炎導致的持續中斷，我們將2021年的礦山產量預測下調了25噸，至3550噸，同比增長4.4%。今年礦山產量的回升在很大程度上反映了產量在2020年第二季度嚴重錯位基礎上所出現的恢復，礦山產量大致恢復了前三年的平均水準。

...回收黃金量同樣減少。

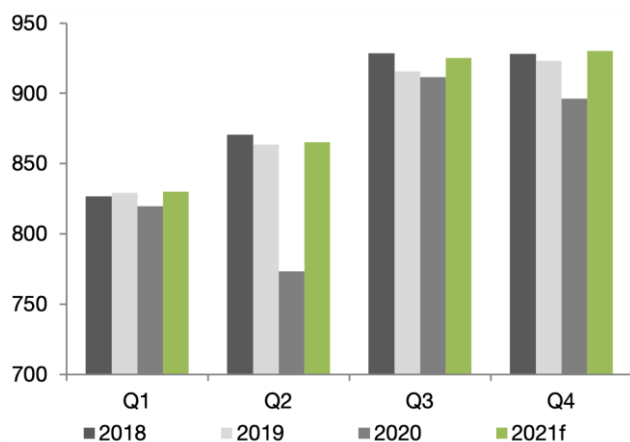
2020年第四季度回收黃金328.6噸，全年回收黃金1297.4噸（同比增長1.2%），占黃金總供應量的28%，高於2019年的26.6%。

回收黃金的主要來源是二手珠寶，占回收黃金的90%，其餘大部分來自電子產品。隨著時間的推移，回收黃金往往會隨著珠寶和工業黃金庫存的增加而增加。但是，黃金的回收並不穩定，而是因經濟困境的程度和/或黃金價格的強弱而起伏不定。

去年，隨著全球經濟經歷前所未有的經濟動盪，黃金價格飆升至平均每盎司1769.6美元/盎司（同比增長27.1%），人們預期可能會出現回收熱潮。事實上，波士頓諮詢集團（The Boston Consulting Group）代表世界黃金協會開展的計量經濟學研究表明，黃金價格每上漲1%，黃金回收量將隨之增加0.6%，這意味著單是因為金價的漲幅，回收黃金量即應增加了209噸，至1506噸（同比增長17.5%），加上經濟危機，供應量會進一步增加。

圖10：金礦產量，000噸

我們預計礦山產量將在2021年基本恢復。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

2020年回收黃金供應低迷，很大程度上反映了家庭處置剩餘珠寶和代理商收購剩餘珠寶的限制。我們認為，運輸和物流困難加劇了黃金回收的困難。瑞士聯邦海關總署最近在評論年度貿易時指出，用於回收的黃金首飾進口量“大幅下降”，特別是從阿拉伯聯合酋長國進口的黃金。

- 由於持續的流動性和運輸限制，我們將2021年的回收黃金預測下調至1500噸。

由於世界上大部分地區仍未擺脫流動限制，且交通仍然中斷，我們預計2021年上半年回收黃金供應仍將受到限制，我們將全年回收黃金的預測從1600噸下調至1500噸（同比增長15.6%）。

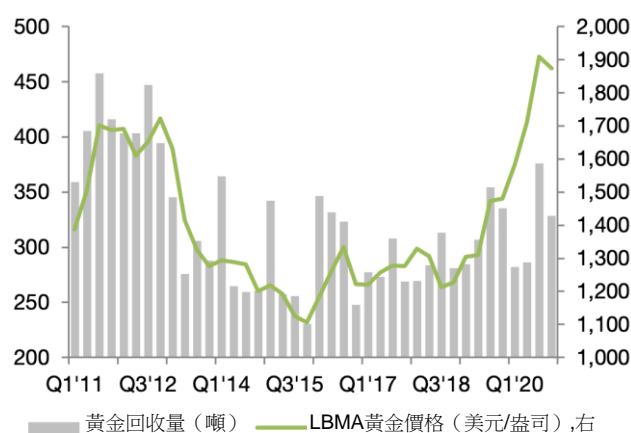
不完全恢復。

由於2020年黃金回收率低於預期，以及今年採礦業和回收行業的前景更加黯淡，我們將全年供應量預期下調了125噸，至5050噸，較上年同期增長9%。雖然這使得總礦山產量和回收供應量較2019年的水準高出4.9%，但這反映了回收量的增加，與2019年相比，礦山產量幾乎沒有變化（同比增長0.5%）。

我們認為這是一種不完全的復蘇，因為金礦產量仍低於趨勢水準，而且考慮到金價的強勢，回收量也遠低於預期水準。

圖11：黃金價格和回收黃金（噸）

2020年，回收黃金總量達1297.4噸。



資料來源：世界黃金協會、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：+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

電子郵件：frontdesk@oanda.com
網址：oanda.com

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

