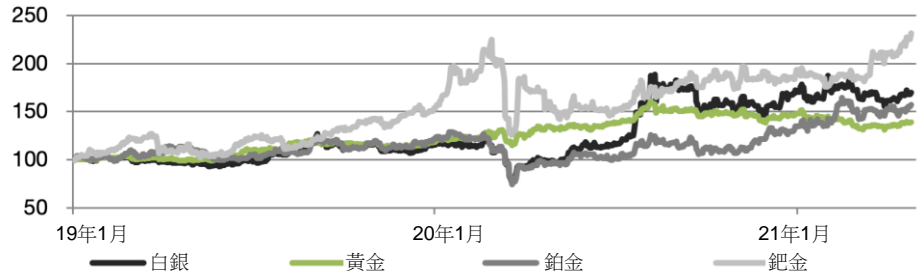


亮點

- 黃金4月份走強，但表現遜於大多數其它金屬，且仍易受到美國收緊貨幣政策和美國實際債券收益率上升的影響（第2頁）
- 4月份，ETF資金流出放緩，加之投資者選擇購買期貨，因此若黃金繼續走弱，則有進一步平倉的可能（第3頁）
- 央行需求低迷之際，匈牙利國家銀行大舉增加黃金儲備（第3頁）
- 印度黃金進口量在2020/21財年第四季度飆升，但由於新冠肺炎危機的影響，珠寶、金條、金幣方面的需求或將大幅下滑（第4頁）
- 隨著人們對倫敦金庫ETP持有量的擔憂加劇，白銀市場或仍將供不應求（第5頁）

圖1：貴金屬價格指數（2019年1月1日=100）

由於全球增長預期增強，4月份黃金表現遜於其他貴金屬。



資料來源：Refinitiv

次大陸問題。

4月份黃金價格上漲，升至1789美元/盎司（環比增長4.8%）。儘管金價環比上漲近5%，但表現仍遜於一系列貴金屬和工業金屬。

我們將金價的上漲主要歸因於美國實際長期債券收益率的暫時下降。我們預計，今年晚些時候美聯儲將示意有必要放慢資產購買的步伐。由於美國實際長期債券收益率仍維持在歷史低點附近，對事件的預期可能引發新一輪債券拋售、美國實際長期債券收益率上升，以及投機性拋售黃金。

目前黃金市場將如何平衡供需關係仍未可知。在4月的黃金報告中，我們曾預計2021年黃金總供應量將增加到4900噸（同比增長5.8%）。儘管工業、珠寶、金條金幣方面的需求出現顯著復蘇，但央行和ETF的需求減弱，因此預計將出現1255噸的淨盈餘（同比增長31%）。此後，央行需求持續低迷，伴隨小幅的ETF拋售。儘管印度第一季度黃金進口量飆升，符合我們對珠寶、

金條和金幣需求反彈的預期，但新冠疫情的擴散預示著印度將採取行動限制人員流動，導致印度需求再度疲軟。

我們認為，白銀價格或有可能受到美國實際債券收益率上升的打壓。但是，白銀ETP、銀條、銀幣的強勁需求表明，供需平衡將繼續吃緊。此外，對ETP的持續需求表明，外界對倫敦境內倫敦金銀市場協會（LBMA）認可的金庫能否交付1000盎司規格金條能力的擔憂，完全有可能出現進一步的恐慌/擠壓。

圖2：價格快照（2021年4月29日）

價格（美元/盎司）	21年4月	月環比%	同比%
黃金	1,789	4.8%	3.5%
白銀	26.44	8.4%	73.5%
鉑金	1228	3.4%	61.6%
鈀金	2,949	12.6%	45.6%

資料來源：Refinitiv

圖3：定價和指標（2021年4月29日）

相關指標	21年4月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格（/盎司）	21年4月	月環比%	同比%
標普500指數	4,183	5.3%	47.5%	黃金/印度盧比	132,689	6.3%	0.7%
美元指數（5國代理）	118.60	-2.4%	-10.4%	黃金/人民幣	11,538	3.2%	-5.7%
西德州輕質原油（美元/桶）	64.26	8.6%	279.3%	黃金/澳元	2,287	1.8%	-15.5%
銅（COMEX）	4.74	18.5%	72.7%	黃金/加元	2,193	2.3%	-10.0%
彭博大宗商品指數	90.62	8.6%	50.4%	黃金/南非蘭特	25,344	0.5%	-22.9%

資料來源：Refinitiv

在基本面不利的情況下出現的緩解性反彈。

緩解性反彈...

4月份黃金價格上漲，達到1789美元/盎司（環比增長4.8%），同時我們也觀察到，黃金對我們的GDP加權貨幣籃子（國際貨幣基金組織購買力平價權重）上漲了3.3%。黃金兌美元同比上漲4.5%，但以GDP加權貨幣籃子計算，卻同比下跌1.5%。

...黃金表現遜色。

黃金表現明顯遜於其他貴金屬，如鉑金（環比增長3.4%）、白銀（環比增長8.4%）、鈀金（環比增長12.6%），均得益於綠色能源需求的預期增長。

黃金的表現強於鋅（環比增長3.6%），但弱於鎳（環比增長5.7%）、鋁（環比增長9.2%）、銅（環比增長12.2%）和鐵礦石（環比增長17.2%）等主要工業金屬。與商品籃子相比黃金的表現也不佳，包括CRB指數（環比增長8.3%）和彭博大宗商品價格指數（環比增長8.6%）。

暫時性支撐...

目前，我們認為4月份的反彈是修正性的，受美國貨幣環境放鬆的推動，我們的5國美元指數環比下降2.4%，而美國10年期實際債券收益率環比下降16個基點，至-0.79%。將這些變數和CRB商品價格指數結合到一個簡單的黃金模型中，我們估計“公允價值”為1790美元/盎司，與當前價格一致。

圖4：黃金價格（美元/盎司）

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

...但不利因素依然存在。

儘管過去一個月金價已企穩，但由於各國央行和投資者的需求明顯不足，黃金的基本供需動態仍不平衡。這種需求不足的跡象表明，

市場預期美國貨幣環境收緊，這對金價構成壓力。

- 儘管金價在4月份出現反彈，但其表現遜於其它金屬，且仍易受到美國實際債券收益率上升的影響。

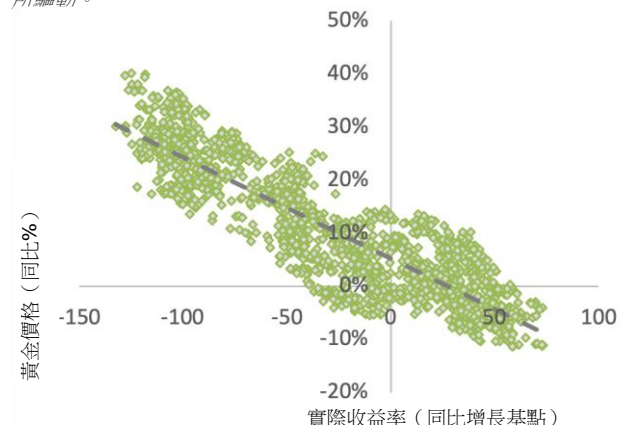
我們的黃金短期模型顯示，過去兩年來98%的黃金價格可以用我們的5國美元指數、美國10年期債券實際收益率和CRB指數（大部分為美元）變動來解釋，大部分是實際債券收益率的作用。

我們估計，美國10年期債券實際收益率波動幅度為±10個基點，而黃金價格的波動幅度為±2%。儘管美國10年期債券實際收益率目前遠高於新冠危機時期的低點（-1.10%），但仍遠低於美聯儲對中性實際利率（ r^* ）0.5%的估計以及疫情爆發前5年的平均利率（0.47%）。隨著美國經濟復蘇步伐加快，美國實際債券收益率或再次面臨攀升壓力。我們預計未來一年實際債券收益率將升至零附近，未來幾年將回落至0-0.5%的區間。可能引發這種情況的一個誘因在於美聯儲可能宣佈縮減資產購買計畫。許多美國經濟學家預計，這種政策將在今年晚些時候出現，可能在8月份的傑克遜·霍爾俄明州央行行長會議或者9月份的聯邦公開市場委員會會議上宣佈。

儘管我們對過分強調任何短期模型的可靠性持謹慎態度，但我們注意到，在其他條件相同的情況下，10年期債券實際收益率升至零，與黃金價格跌至1515美元/盎司（-15.5%）的表現相符合，而實際債券收益率上漲至0.5%導致黃金跌至1338美元/盎司（-25.3%），表明黃金的風險平衡仍然偏向意外下行。

圖5：美國10年期債券實際收益率（%）

過去五年中，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

進一步平倉的空間。

進一步平倉的空間。

黃金價格自2020年8月上旬觸及每盎司2072美元的峰值以來持續下跌，與此同時，投資者對ETF、期貨和場外交易（OTC）衍生品的倉位也在穩步調整。然而，在4月份，這種修正似乎已經停滯，倉位調整和情緒指標仍偏向黃金走強。

自2020年7月底以來，ETF持倉量下降了252.8噸，而COMEX期貨淨未平倉多頭頭寸總量下降了290.6噸。黃金期權的波動性下降，期權的傾斜性消散，特別是三個月以內的短期期權。但是，4月份ETF的資金流出速度有所放緩，而期貨持有量卻有所增加，這兩種情況都仍然相當可觀。黃金期權隱含波動率已企穩，儘管短期期權偏斜仍接近於零，但長期期權偏斜仍明顯有利於黃金看漲期權。

儘管ETF、期貨和場外交易產品中的投機性黃金多頭頭寸大幅減少，但我們認為，如果當美國實際債券收益率恢復上行趨勢，可能還有進一步平倉的空間。

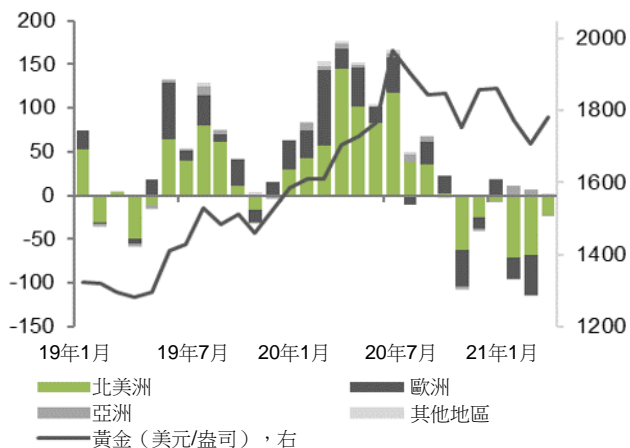
ETF資金流出已經消散...

世界黃金協會（WGC）報告稱，截至4月23日當周，全球ETF持有量為3551.2噸。較月初下降22.4噸，較年初下降200.8噸。4月份，清盤幾乎全部源自於北美（-22.4噸），歐洲小幅淨買盤1.3噸、亞洲賣出1.5噸。這種模式也反映在年初至今的清盤中，北美的淨賣出量為168.4噸。歐洲也是也是淨賣家（-50.5噸），而亞洲則成為黃金買家（+16.3噸）。

在基金層面，年初至今，平倉集中在SPDR Gold Shares ETF (-148.9噸)，iShares Gold Trust小幅拋售

圖6：全球ETF持有量（噸）

金價企穩導致黃金ETF的平倉步伐放緩，但資金外流仍在持續。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

（-28.1噸）、景順實物黃金ETC（-15.4噸）、Gold Bullion Securities（-10.8噸）、WisdomTree實物黃金ETF（-10.0噸）。

...期貨淨未平倉頭寸增加...

美國商品期貨交易委員會（CFTC）的交易員承諾報告顯示，截至4月20日當周，黃金多頭淨未平倉量為572.8噸，較上月增加82.8噸。雖然淨未平倉期貨頭寸目前遠低於2020年2月18日1209.3噸的峰值，但仍遠高於過去10年的平均水準。上海期貨交易所（SFE）也呈現相同走勢，淨未平倉頭寸雖遠低於其疫情爆發前的水準，但保持穩定。

在我們看來，黃金期貨淨未平倉多頭頭寸已經縮減，表明2019年末和2020年初的大部分繁榮已得到修正。然而，倉位仍高於其長期趨勢，表明黃金價格的疲軟很可能會通過進一步的清盤來解決。

...長期黃金認購期權仍然有需求。

從2019年5月開始，我們觀察到期權波動率穩步上升，而波動率的“微笑”偏向看漲期權，特別是長期期權，期權購買在2020年3月恐慌最嚴重時達到頂峰。此後，我們觀察到波動率穩步下降——這意味著市場對黃金未來可能結果範圍的預期正在收窄——而對看漲期權的需求已經下降，特別是短期期權。我們繼續認為，在期限為12個月以內的所有期權中，波動率將下降3-5%，儘管短期期權波動率已趨於正常，但長期黃金看漲買盤仍有進一步減少的空間。

圖7：期權偏斜，25-delta風險逆轉（%）長期期權定價仍嚴重偏向黃金看漲期權，暗示有進一步調整倉位的空間。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

次大陸問題。

央行買盤減弱。

4月7日，匈牙利國家銀行宣佈購買63噸黃金，使持有量增至94.5噸，黃金儲備量增加三倍。在宣佈此項購買時，國家銀行強調了黃金作為國家儲備資產的傳統作用。

“黃金不存在信用風險或交易對手風險，在任何經濟環境下，黃金都有助於加強對一個國家的信任。”

- 匈牙利國家銀行

然而匈牙利的買入引人注目，因為它發生在央行需求低迷的背景之下。今年2月份，各大央行僅增持了8.8噸黃金，其中印度買入11.2噸、烏茲別克斯坦買入7.2噸，哈薩克斯坦買入1.6噸，成為主要買家，但土耳其賣出11.7噸，成為主要賣家。今年的前兩個月，估計各國央行共出售16.4噸黃金。根據我們的粗略計算，即使加上匈牙利的購買，2021年第一季度黃金持有量可能增加了50噸，遠低於2020年第一季度的120.1噸。

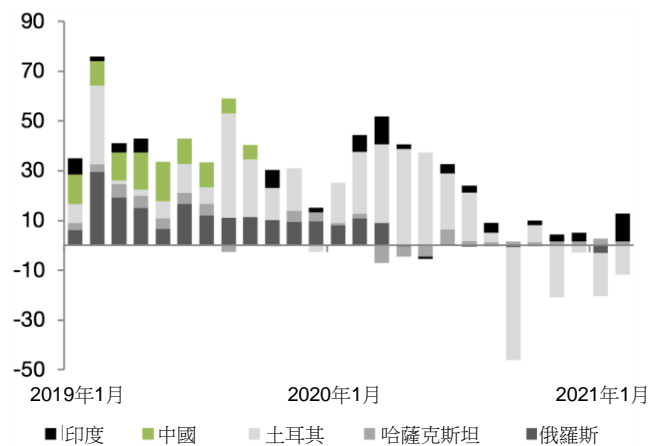
印度進口量激增...

在4月份的黃金報告中，我們指出印度2月份的黃金進口量同比增長128%，這種強勁勢頭似乎也將延續到3月份。路透社報導稱，印度的黃金進口量達到創紀錄的160噸（同比增長568%）。

由於印度商工部公佈的黃金進口量存在滯後，我們粗略估

圖8：央行黃金購買量（噸）

央行和ETF需求崩潰，令總需求承壓。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

計2020/21財年的黃金進口量約為627噸，同比下降12.9%。這表示由於新冠疫情過後的經濟復蘇，

導致終端使用者的黃金珠寶需求增加，加上珠寶供應鏈積累庫存，在此預期推動下，本財年下半年的進口量將大幅反彈。3月份進口量似乎也受到了2月份聯邦預算有關減稅和緩解黑市流入等措施的支撐。

...但或許會走向低迷。

但最近幾周，隨著新冠疫情的加劇，這種前景似乎迅速蒙上了陰影。

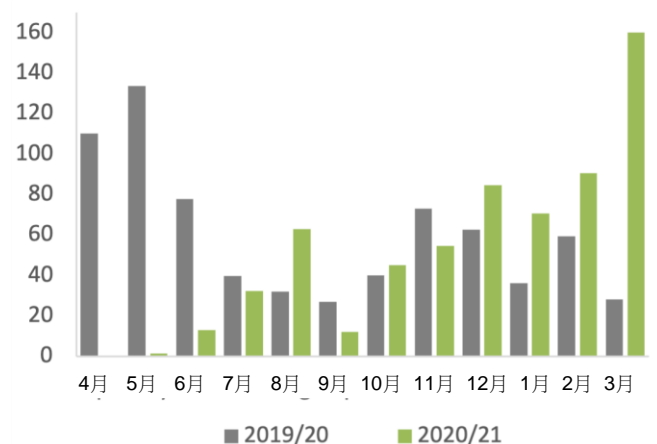
截至4月28日，印度官方報告的新冠肺炎病例新增總人數為36.1萬例，感染總人數攀升至1760萬人。然而，據印度報告稱，德里的陽性檢出率已飆升至40%以上，全國平均檢出率為20%，全國約150個地區報告的陽性檢出率超過了15%，這表明實際病例數可能被嚴重低估。此外，由於再生係數達到1.2-1.3x，預計病例在大約10天內會翻一番。

儘管印度一直在迅速推出疫苗，但事實將證明，這將不足以遏制新冠肺炎感染人數的幾何級增長。要遏制疫情蔓延，有必要減少社會交往和人員流動，以降低一段時間內的再生率。印度是否具有承受另一次持續封鎖的政治意願和經濟靈活性還有待觀察。持續的封鎖可能會導致對珠寶、金條和金幣的需求驟然停止，而混亂的結果將導致需求大幅減少。

儘管匈牙利一舉大量買入黃金，但央行需求仍接近於零，而ETF持有量今年迄今已減少200.8噸。隨著印度需求的下降，我們看到了供需進一步失衡的跡象，給黃金價格帶來下行壓力。

圖9：印度黃金進口量（噸）

隨著珠寶商重建庫存，黃金進口量激增，但由於新冠肺炎感染人數飆升，預計4月和5月黃金進口量將出現下滑。



資料來源：印度商工部、Redward Associates

有關白銀擠壓的思考。

ETP已迅速吸收了倫敦金銀市場協會（LBMA）的銀庫空間。

最近，倫敦金銀市場協會發佈了一份關於白銀投資市場近期事件的報告，《2021年白銀投資：報告》。

該協會指出，地上的白銀存量規模巨大，但難以精確計量，各處之間存在鴻溝，而實物銀庫存可以快速配置到交易所交易產品（ETP）上。有一個關鍵問題在於，銀條需要符合合格交割（Good Delivery）的模式，且需要位於符合標準的保管庫，或者能夠被運送到一個符合標準的保管庫，考慮到它的體量，這是一個不小的挑戰。

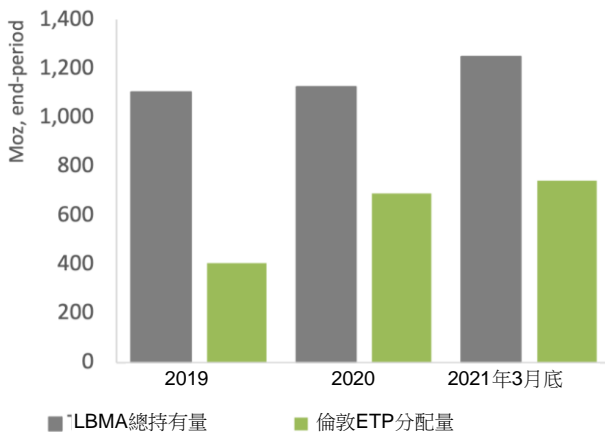
除去這三大市場(LBMA、COMEX、SFE)外，其他市場存在的可交付形式(合格交割)的銀棒似乎非常有限——LBMA

近年來，ETP的快速增長，尤其是iShares Silver Trust（SLV），使得倫敦作為ETP保險庫所在地的主導地位日益增強。截至2019年底，倫敦占全球白銀ETP持有量的55%，但到2021年3月底，這一比例已升至63%。這種快速增長引發了人們有關倫敦能否獲得足夠數量的合格交割白銀，或者如果能，那倫敦是否擁有足夠的保險庫用以存放白銀的切實擔憂。

2019年底，倫敦銀庫持有11.62億盎司的白銀，其中僅35%配置於ETP。然而，到2021年3月底，儘管持有量增至12.48億盎司（增加7.5%），但ETP所占份額卻增至58%。自3月底以來，倫敦金銀市場協會銀庫的壓力可能略有緩解，

圖10：LBMA銀庫持有量與ETP

自2019年底以來，LBMA批准的銀庫中ETP配置大幅增加，引發了有關供應量的擔憂。



資料來源：LBMA、Redward Associates

SLV持有量從3月底的5.75億盎司減少到4月28日的5.675億盎司，但如果對白銀ETP的趨勢需求持續，則這種擔憂可能重現。

情況會否再次出現？

從1月底開始，白銀的需求急劇上升，一度將白銀價格推高至30.10美元/盎司，且由於白銀的普遍短缺和對銀價擠壓的擔憂，導致銀條和銀幣價格出現暫時性的溢價。

多數猜測都圍繞著“金銀銀行”持有結構性短期敞口而導致容易被擠壓的觀點。我們不認同這種觀點，但倫敦出現合格交割銀條短缺的威脅確實存在。在截至2月2日的3天內，全球ETP持有量飆升至12.07億盎司（+1.19億盎司），主要是受到SLV需求的推動。在擠壓的高峰期，倫敦僅剩下3.6億盎司符合ETP資格的白銀可供交付。此外，銀條和銀幣需求激增，導致全球庫存枯竭，白銀交易商出現短缺。短缺的威脅是非常現實的，這主要是由於將非合格交割的材料轉換成LBMA批准為合格交割的1000盎司棒材，然後再將其批量運送到倫敦而造成的滯後。

倫敦金銀市場協會指出，“至少在可預見的未來，可用的金屬儲備應該是充足的”，我們預計，美國收緊貨幣環境將緩解白銀的上行壓力。不過，由於白銀供需狀況可能繼續吃緊，對以白銀為支撐的ETP的持續需求可能會繼續令可用庫存保持緊張，表明人們對倫敦銀庫合格交割白銀供應量的擔憂。如果美國經濟復蘇步履蹣跚，而收緊貨幣條件的需求最終未能實現，那麼情況再次出現是完全有可能的。

圖11：白銀供需圖表（100萬盎司）

供需分析顯示，受實物投資和ETP的推動，白銀市場可能繼續吃緊。

100萬盎司	2017	2018	2019	2020	2021f
矿产產量	863.4	847.8	836.5	797.8	830
其他	168.8	169	186.6	180.3	170
總供應量	1032.2	1016.8	1023.1	978.1	1000
工業	517.2	511.5	510.9	475.4	512
攝影	35.1	34.2	33.7	30.5	31.5
珠寶	196.3	203.1	201.3	187.5	205
銀器	57.7	65.4	59.8	54.3	58
實物投資	156.2	165.7	186.1	215.8	245
總需求	962.5	979.9	991.8	963.5	1051.5
市場平衡	69.7	36.9	31.3	14.6	-51.5
淨ETP	6.8	-22.3	81.7	120	250
平衡減ETP	62.9	59.2	-50.4	-105.4	-301.5

資料來源：世界白銀協會、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
電子郵箱：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 Australia Pty Ltd
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