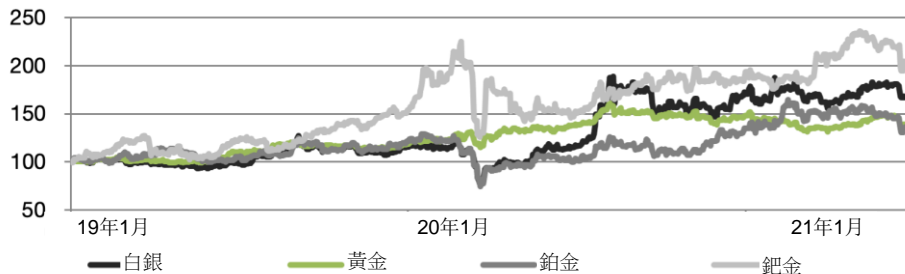


亮點

- 隨著美元走強和實際債券收益率上升，黃金價格回檔（第2頁）
- 美聯儲示意政策即將收緊，出乎金融市場參與者意料（第3頁）
- 我們重新檢視了自身的黃金貨幣籃子，根據珠寶、金條和金幣的銷售情況調整其權重（第3頁）
- 中央銀行表示將黃金作為一種保值手段具有一定的吸引力，且違約或政治風險有限，各國央行的黃金購買量有所增加（第4頁）
- 由於珠寶商對近期前景持悲觀態度，印度5月份黃金進口量降至12噸（第5頁）
- 黃金供應的長期增長似乎將受到抑制（第5頁）

圖1：貴金屬價格指數（2019年1月1日=100）

美聯儲“打噴嚏”，貴金屬“感冒”。



資料來源：Refinitiv

緩解性反彈停滯。

貴金屬本月走勢艱難，黃金跌至每盎司1,778美元（環比下跌5.5%）、白銀跌至每盎司25.90美元（環比下跌6.8%），鉑族金屬同樣大跌，鉑金跌至每盎司1,088美元（環比下跌7.3%），鈀金收於每盎司2,614美元（環比下跌4.2%）。

儘管市場人氣高漲，且對黃金ETF的投機性需求再度升溫，但黃金的上行勢頭在5月底基本停滯。在美聯儲表示他們正在“考慮、考慮”減少資產購買之後，黃金和其他貴金屬面臨著巨大的拋售壓力。近期來看，黃金拋售壓力似乎有所減弱，交投價格略低於我們的短期模型估值，但由於黃金對美元走勢更加敏感，長期逆風似乎正在出現。

2021年央行的黃金需求似有復蘇，儘管背後原因在於大規模的一次性投資組合再平衡流動而非穩定的黃金購買計畫。世界黃金協會發佈的《2021年央行黃金儲備調查》顯示，新興市場的央行對黃金的需求進一步

增加，將黃金視為低風險、安全的避險資產，多數央行傾向於在英格蘭銀行或紐聯儲持有標準交割金條。

2020年，中國仍是世界上最大的金礦生產國，產量為368.3噸，其次是俄羅斯（331.1噸）和澳大利亞（327.8噸）。但與俄羅斯和澳大利亞不同的是，中國正在迅速耗盡其地下儲量，如果沒有新儲量的發現，產量將繼續放緩。雖然預計今年的供應量將增加至3,606噸（同比增長3.7%），但各國對黃金供應的預測表明，到2022年至2025年，黃金供應量平均同比增長僅有1%左右。

圖2：價格快照（2021年6月24日）

價格(美元/盎司)	2021年6月	月環比%	同比%
黃金	1,778	-5.5%	0.7%
白銀	25.90	-6.8%	44.3%
鉑金	1,778	-7.3%	31.2%
鈀金	2,614	-4.2%	35.9%

資料來源：Refinitiv

圖3：定價和指標（2021年6月24日）

相關指標	2021年6月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	2021年6月	月環比%	同比%
標普500指數	4,242	1.1%	35.5%	黃金/印度盧比	131,875	-3.7%	-1.1%
美元指數(5國代理)	119.86	1.9%	-6.8%	黃金/人民幣	11,513	-4.6%	-7.7%
西德州輕質原油(美元/桶)	73.17	10.8%	81.2%	黃金/澳元	2,348	-3.2%	-7.9%
銅(COMEX)	4.23	-6.8%	59.2%	黃金/加元	2,189	-3.4%	-8.5%
彭博大宗商品指數	92.25	0.7%	42.6%	黃金/南非蘭特	25,271	-3.5%	-17.0%

資料來源：Refinitiv

緩解性反彈停滯。

金價步履蹣跚...

在6月的《黃金報告》中，我們曾指出“過去一個月黃金價格的反彈遠遠超過了我們的短期模型估值所示的水準”，並且我們仍“對黃金前景持謹慎態度，特別是在美債收益率上升的情況下。”事實證明，這種謹慎是有道理的。美聯儲6月份的美國聯邦公開市場委員會（FOMC）會議之後，黃金暴跌至1,760美元/盎司的盤中低點，後穩定在1,778美元/盎司（環比下跌5.5%）。

黃金下跌與美國貨幣緊縮相匹配，實際10年期債券收益率環比上漲5個基點，而我們的五國美元指數則環比上漲1.9%。繼上周的美國聯邦公開市場委員會會議之後，我們的黃金模型“公允價值”估值降至1,773美元/盎司的月內低點，隨後反彈至1,816美元/盎司，這意味著黃金現在相對於我們的短期模型被過度“低估”。

...但不利因素依然存在。

雖然黃金交易相對於我們的短期模型略顯疲軟，但我們認為逆風仍然存在。我們的主要擔憂是美國貨幣政策的調整或將導致實際債券收益率上升以及美元走強。

圖4：黃金價格（美元/盎司）

黃金價格修正後已略低於我們的短期“公允價值”估值。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

很明顯，聯邦公開市場委員會的許多成員希望看到貨幣政策的緊急情況發生逆轉，這很可能通過減少並最終停止購買美國國債和抵押貸款支持證券來實現。目前，該等購置的規模分別為每月800億美元和400億美元。

由於美聯儲已成為美國債券市場的主要參與者，對UST需求的減少有可能令其價格降低（提高其收益率），而美國10年期債券的實際收益率目前徘徊在

-0.90%（遠低於-0.08%的十年平均水準），我們預測，實際債券收益率會有很大的上升空間，從而令金價承壓。美國實際10年期債券收益率如果波動±10個基點，將令黃金價格上漲約35美元/盎司，因此，如果實際債券收益率回升至10年平均水準，我們的短期模型顯示，黃金價格可能下跌約280美元/盎司，回落至1,520美元/盎司左右；且假定為實際收益率上升不會同時推高美元價值，但其很有可能推高美元價值。出乎意料的是，我們看到，投機者對最近的拋售幾乎沒有什麼反應，ETF持倉和淨未平倉非商業期貨僅有小幅下跌。

美元重占支配地位。

由於黃金以美元計價，美元指數的變動應該是推動黃金的一個重要因素。然而，整個2019-2020年間，黃金價格與我們的5國美元指數之間的關係大幅跌破，每日相關係數下降至僅-0.14，與美國10年期實際債券收益率的每日相關係數飆至-0.98，黃金模型幾乎完全受實際債券收益率的波動驅動。

然而，隨著2020年底以來美國實際債券收益率陷入窄幅波動，美元再次成為金價的重要推動因素。年初至今，每日相關係數上升至-0.90，貝塔係數上升至3.4:1（即我們美元指數變動1%，黃金價格變動3.4%）。

銀價緊跟金價走勢。

雖然銀價在過去一個月大幅下跌，但波動與黃金價格的走勢一致，金銀比（即黃金與白銀價格比）穩定在68:1左右，接近千年後的平均水準(66.1:1)。金銀比近期的穩定與資產市場的穩定一致，並緊跟標準普爾500指數的走勢。

圖5：美元指數與黃金價格（美元/盎司） 在其與金價走勢幾乎無關聯後，美元再次成為金價的關鍵驅動因素。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

美聯儲正在考慮緊縮政策。

美聯儲舉動出人意料。

6月16日，美聯儲提高了對GDP增長和核心PCE通脹的近期預測，同時提高了“點陣圖”中值，表明十八位成員中，有七名成員認為明年將加息，這讓金融市場參與者頗感意外。

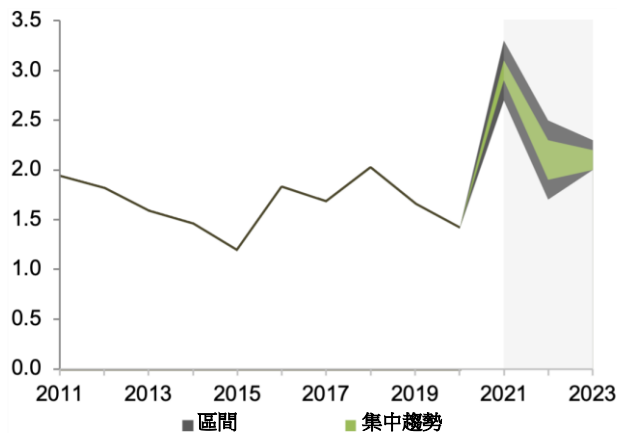
《聲明》發佈後，引起了金融市場的一波緊張，但隨著市場參與者預期決策委員會成員將改變立場，這一輪緊張情緒很快消退。不過，這種情況是否會發生目前尚不明朗，委員會領頭人聖路易斯聯邦儲備委員會主席詹姆斯布拉德(James Bullard)暗示，有必要調整美聯儲高度寬鬆的立場。達拉斯聯邦儲備銀行(Federal Reserve Bank of Dallas)行長羅伯特·卡普蘭(Robert Kaplan)重申了這一點，他在6月21日評論道，“我更希望看到我們在資產購買方面儘早採取行動，然後在2022年以及以後的時間裡做出決定。”

- 「我認為我們傾向於更加鷹派一點是很自然的，是為了控制通貨膨脹的壓力。」-- 聖路易斯聯邦儲備銀行行長詹姆斯·布拉德 (James Bullard)，2021年6月18日

由於美聯儲預計商品和勞動力市場的過剩產能將在明年某個時候被消化，核心PCE通脹率可能仍高於目標，貨幣政策環境看起來過於寬鬆，美聯儲(Fed)可能會在今年晚些時候開始放慢資產購買步伐，首次加息可能會在2022年中後期。目前，芝加哥商品交易所(CME)的美聯儲觀察工具預計，到2022年7月，聯邦公開市場委員會(FOMC)加息的可能性只有37.6%，而加息預期仍較為溫和，市場也已消化了加息25個基點的預期。

圖6：美聯儲對核心PCE的預測

儘管美聯儲預計今年通脹的上升在很大程度上是暫時的，但預計仍將高於目標水準。



資料來源：美聯儲、Redward Associates

2020年加上2023年的一到兩次加息，聯邦基金利率僅會上升到0.75%左右。

縮減資產購買（尤其是美國國債）的做法有可能改變債券市場的供需動態，從而推動實際長期債券收益率上升。與此同時，前期利率的上升將起到支撐美元的作用，並可能影響實際債券收益率的期限結構。鑒於美國10年期債券實際收益率仍接近危機低點，我們認為其還有充足的上升空間，如果再加上美元走強，將對黃金市場構成挑戰。

重新審視我們的黃金貨幣籃子。

過去，我們以貨幣籃子為基礎，以購買力平價為基點，使用國際貨幣基金組織(IMF)的權重對前10個國家的GDP進行加權，以審視黃金的價格。然而，這種方法過於看重了歐元的重要性，而犧牲掉了新興市場的權重（尤其是印度）。鑒於黃金的消費主要集中在新興市場，對於過去5年黃金首飾、金條和金幣市場排名前20的消費者，我們把對其所使用的黃金貨幣籃子進行了重新加權。

這種重新加權的主要影響是，增加了人民幣(34.6%)和印度盧比(26.5%)的權重，而大幅縮減了美元(6.8%)權重——即使加入諸如沙特裡亞爾(1.9%)、阿聯酋迪拉姆(1.7%)和港元(1.6%)等與美元掛鈎的國家，美元的權重也大致相同。人民幣和盧比的權重增加主要是減少了歐元(6.3%)的權重，而澳元、日元和南非蘭特不再起作用。

隨著時間的推移，我們計畫通過將權重動態化（5年滾動視窗）來擴展這一分析，並通過增加通脹來考察實際價值。過去一個月，黃金相對我們的一籃子貨幣貶值4.3%，今年迄今累計下跌5.2%，較2020年8月初的峰值下跌15.9%。

圖7：黃金貨幣籃子，2010年1月1日=100 過去一個月，一籃子黃金承受了巨大的拋售壓力，環比下跌4.3%。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

官方需求復蘇...

央行購入黃金...

央行對黃金的需求仍有賴於與外匯儲備組合再平衡相關的大規模一次性購買。三月份，匈牙利央行（63 噸）和日本央行（80.8 噸）成為主要買家，四月份，泰國央行（43 噸）轉而成為最大買家。這是泰國央行自2011年以來的首次大規模購買，外匯儲備達到154噸。

其他地方，我們觀察到，土耳其（13.4 噸）、烏茲別克斯坦（8.4 噸）、哈薩克斯坦（4.6 噸）和吉爾吉斯斯坦（3.8 噸）均購入了黃金，而印度儲備銀行（去年購買量為36.7 噸）則未見購買（原因可能是受4月新冠肺炎疫情的影響），俄羅斯則售出3.1噸。

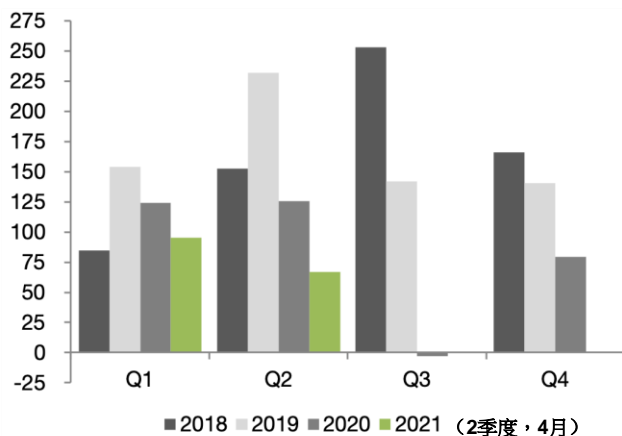
...預期會有更多購買...

6月8日，世界黃金協會公佈了2020年央行黃金儲備的調查結果。世界黃金協會（WGC）指出，各國央行（尤其是新興市場央行）重新燃起了對增持黃金的興趣。購買黃金的意願與一段時期以來的美元疲軟和一些國家（尤其是大宗商品出口國）國際收支重新走強保持了一致。世界黃金協會的調查也與最近的資料呈現一致，年初至4月，央行購入黃金203.4噸，我們也因此將全年預測上調到了400噸（同比增長 22.7%）。

據世界黃金協會的報告，80%的央行持有黃金儲備。不出所料，鑒於通脹上升和負利率，黃金的長期儲存價值（81%）、危機時期的表現能力（91%）、低違約性（78%）以及政治避險性（66%）仍然是持有黃金的主要驅動因素。黃金還受益於人們將其作為一種流動資產（53%）的觀念，而其作為抵押品的性能（53%）也被認為是持有黃金的一個重要原因。

圖8：央行購買量（噸）

經歷2020年第四季度的疲軟之後，央行購買似乎在大量投資組合配置黃金的推動下復蘇



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

大多數受訪者在場外交易市場(43%)或從國內生產(26%)購買黃金，將黃金持為標準交割金條（70%）或公斤金條（11%）。英格蘭銀行仍然是最受歡迎的金庫(63%)，國內儲存(39%)以及紐約聯邦儲備銀行(15%)變得更受歡迎，而國際清算銀行(11%)則落於其後。

黃金繼續與其他儲備分開管理(72%)，主要是因為它作為一種遺留資產(39%)很難納入整體投資組合(39%)，不過其也被認為是一種戰略資產(12%)。儘管衍生品正在取得進展，但只有35%的央行在積極管理其黃金持有量，大多數還是將存款(59%)作為主要的交易工具。

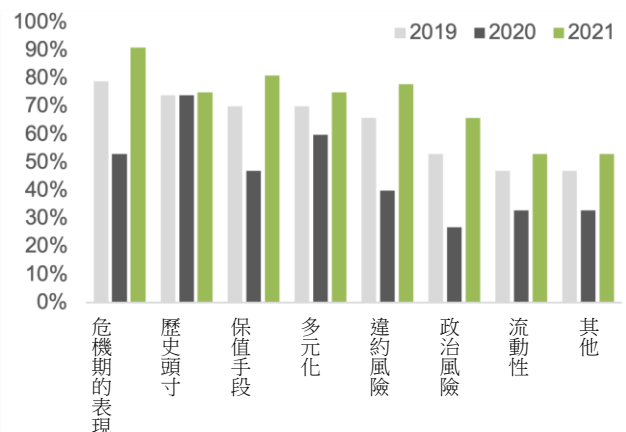
...俄羅斯國家財富基金亦是如此。

5月21日，俄羅斯聯邦宣佈其國家財富基金(NWF)將重新配置資產組合，減持美元和英鎊，增持歐元、人民幣和黃金。該基金現在將被允許將高達20%的資產投資于黃金，財政部也示意黃金是“一種防禦性資產”。

初步看上去，其意味著俄羅斯將有機會重新成為黃金的主要買家；NWF目前的資產價值約為1,860億美元，這意味著，該基金最多可購入650噸的黃金。然而，情況尚不明朗。俄羅斯央行(BoR)將作為NWF的代理和託管人，該央行行長已表示，央行已將NWF資產納入其儲備配置。目前，俄羅斯央行持有2,298.5噸黃金，約占其儲備的23%。我們認為，俄羅斯央行可能會將部分黃金儲備轉讓給NWF，即使NWF選擇增持黃金，購買也不會很快發生，且財政部表示購買會視機會而定。

圖9：調查物件依存性（%）

各國央行青睞黃金的長期價值前景、流動性和在危機期間的表現能力。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

...黃金的私人需求依然變化無常。

投機者拋售ETF。

儘管金價環比下跌5.5%，但ETF的持有量僅小幅減少，6月初至18日，持有量減少了2.2噸。北美投資者繼續購入黃金(+13.7噸)，而歐洲(-13.6噸)和其他投資者(-2.3噸)則在出售黃金。

今年迄今，ETF持有量已減少135.9噸，至3,626噸。根據我們的供需分析，我們預計今年的ETF黃金淨購買為75噸，遠低於2020年(877.1噸)和2019年(398.3噸)的購買量。要實現這一預測，投資者將需要在2021年剩餘的28周內購買210.9噸黃金，這意味著每週的購買速度為7.5噸。

印度5月進口大幅下滑。

正如預期，隨著印度3月和4月新冠肺炎病例激增以及相應社交距離限制措施的實施，5月黃金進口量大幅下降，僅為12噸。雖然這比2020年5月同期增長了9倍，但仍遠低於2019年5月(-91%)和2018年5月(-88.4%)的進口量。

全國大部分地區的珠寶店已重新開張，但據珠寶商報告，客流量低，銷售活動低迷，價格為12-16美元/盎司的折扣價，珠寶商憂心這種低迷的銷售情況可能會持續到8月的節日季。中國黃金價格約在5美元/盎司的折扣價，全球最大的兩個市場對珠寶、金條和金幣的需求似乎仍然低迷。

中國主導供應...

2020年，全球礦山產量下降至3,478.1噸(同比-3.3%)，連續第二年呈現下降，且受新冠肺炎相關破壞性影響，

產量降至2015年的水準。全球供應量下降119.1噸，其中跌幅最大的為秘魯(-45.5噸)、巴布亞新畿內亞(-18噸)、阿根廷(-15.8噸)和中國(-14.9噸)。

2020年，中國(368.3噸)依然是最大黃金生產國，其次是俄羅斯(331.1噸)和澳大利亞(327.8噸)，美國(190.2噸)和加拿大(170.6噸)，構成了全球五大黃金生產國。過去十年間，中國一直主導著全球黃金生產，然而其黃金供應量在2016年已達到463.7噸的峰值，並且一直在迅速下降。澳大利亞和俄羅斯很可能在未來3-4年內趕超中國。

...其儲備也在耗盡...

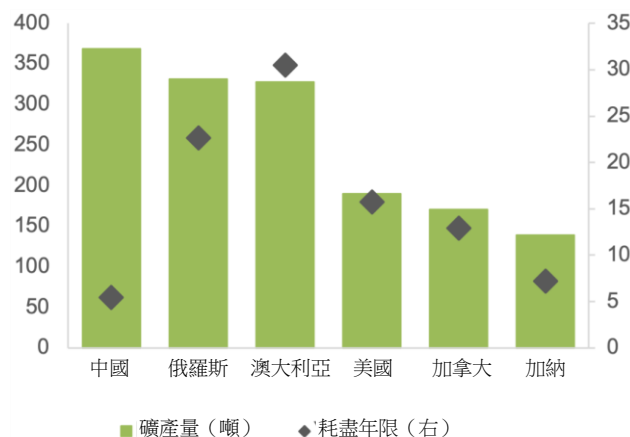
中國正在迅速開發其已探明儲量。根據美國地質調查局(US Geological Survey)的調查顯示，中國地下儲量僅為2,000噸，這意味著，以目前的枯竭速度，中國的儲量將在5年半內耗盡。相比之下，俄羅斯據估測擁有7,500噸地下儲量，占到了美國地質勘探局53,000噸地下總估儲量的14%，而澳大利亞則更高，為10,000噸，占總估儲量的19%。按照目前的枯竭速度，俄羅斯的儲量將在22年半內耗盡，澳大利亞的儲量在30.5年內耗盡。

...全球供應收縮。

我們預計今年總供應量將增加到3,606噸(同比增長3.7%)。然而，根據過去10年各國的趨勢推斷，全球供應增長很可能保持低迷，年增長率僅為1%左右。在截至2025年的四年期間，產量增長最強勁的來源可能是俄羅斯(41噸)、加拿大(35噸)、澳大利亞(23噸)、哈薩克斯坦(21.7噸)和剛果民主共和國(19噸)。中國(-41噸)和南非(-22.8噸)的供應可能會萎縮，許多國家的增長會出現疲軟或停滯。

圖10：礦產量（噸）

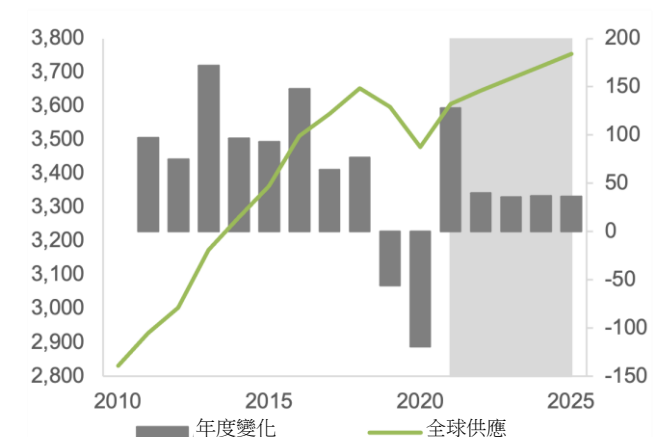
就目前而言，中國仍是世界上最大的黃金生產國，但其地下儲量正在迅速耗盡。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

圖11：礦產量（噸）

經歷今年的強勁復蘇之後，我們預計未來幾年的礦山量增長將較為緩慢。



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

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