

## 亮點

- 美國實際債券收益率下滑和美元走軟支撐黃金走強，但金價上漲似乎也有投機因素的作用（第2頁）
- 截至2020年底，總維持成本略低於1000美元/盎司，約99%的礦企在當前價格下盈利（第3頁）
- 5月份投資者對黃金ETF的需求復蘇，但預計全年需求仍將保持低迷（第4頁）
- 匈牙利和日本的一次性買入推動了央行的黃金買盤，但中國和俄羅斯等主要買家仍然缺席（第4頁）
- 一季度珠寶、金條和金幣需求反彈，但二季度將會受到印度新冠肺炎疫情的不利影響（第4頁）

圖1：貴金屬價格指數（2019年1月1日=100）

黃金反彈，鉑金和鈀金表現不佳。



資料來源：Refinitiv

## 黃金拔得頭籌。

黃金在過去一個月強勁反彈，5月26日升至1912美元/盎司的盤中高點，後回落至1895美元/盎司。由此，金價兌美元環比上漲11%，按GDP加權計算上漲5.4%。銀價與金價走勢一致，環比上漲13%，鉑族金屬表現欠佳，鉑價環比上漲4.5%，鉑價環比下跌0.1%。

過去一個月，貴金屬的反彈得益于美元的走軟（我們的美元指數環比下跌0.9%）以及美國實際債券收益率的下降，但似乎也受到新的投機需求的推動，表現優於我們的黃金模型。

我們將黃金總供應量估值下調了89噸，至4811噸（同比增長4.1%），以反映黃金回收的疲軟。儘管回收黃金的供應情況令人失望，但印度儲備銀行報告稱，抵押貸款的黃金數量激增。三四月份的形勢或加劇了這一趨勢，預計回收黃金供應仍有超出預期的上行空間。

同時，我們將黃金需求預測上調了172

噸，至3817噸（同比增長2.5%），反映出對金條和金幣的強勁需求、央行的一次性大規模買入以及對黃金ETF的又一輪需求。

雖然我們將黃金淨盈餘的預測縮減了262噸，但仍有993噸的淨盈餘，遠高於截至2019年的十年間120噸的平均水準。沒有央行的再度大規模買入（我們預計不會出現這種情況），也沒有強勁的ETF買盤，黃金供需平衡狀況依然難以預測，因此我們對黃金前景持謹慎態度，尤其是在美國債券收益率上升的情況下。

圖2：價格快照（2021年5月27日）

價格（美元/盎司）	21年5月	月環比%	同比%
黃金	1,895	11.0%	9.7%
白銀	27.56	13.0%	80.8%
鉑金	1186	-0.1%	56.1%
鈀金	2,737	4.5%	35.1%

資料來源：Refinitiv

圖3：定價和指標（2021年5月27日）

相關指標	21年5月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格（/盎司）	21年5月	月環比%	同比%
標普500指數	4,196	5.6%	47.9%	黃金/印度盧比	137,909	10.5%	4.7%
美元指數（5國代理）	117.80	-0.9%	-9.7%	黃金/人民幣	12,119	8.4%	-0.9%
西德州輕質原油（美元/桶）	65.86	11.3%	288.8%	黃金/澳元	2,450	9.0%	-9.4%
銅（COMEX）	4.52	13.0%	64.6%	黃金/加元	2,298	7.2%	-5.7%
彭博大宗商品指數	91.42	9.6%	51.8%	黃金/南非蘭特	26,106	3.6%	-20.6%

資料來源：Refinitiv

# 緩解性反彈延續。

## 黃金反彈...

事實證明，過去一個月，美元貶值和美國實際債券收益率下跌對黃金構成強力支撐，將金價推高至1895美元/盎司（環比上漲11%）。以GDP加權（國際貨幣基金組織購買力平價權重）計算，黃金價格上漲了5.4%，較3月8日的低點上漲了11.4%，同比上漲3.6%。

### 圖4：GDP加權黃金價格指數

我們的GDP加權（一籃子貨幣）黃金價格已從3月份的低點反彈，但仍遠低於2020年8月的峰值。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

## ...隨著實際債券收益率的下降...

亞特蘭大聯邦儲備銀行廣受關注的GDPNow指數顯示，二季度季節性調整年率（SAAR）實際GDP環比增長10%。然而，近期經濟活動的回升令經濟學家大失所望，花旗經濟意外指數跌至零附近，且由於就業市場運行仍遠低於潛在水準，或將進入負值區域。

與此同時，通脹壓力也有所增加，4月份CPI同比上漲4.2%，儘管核心通脹指標如中位數（同比上漲2.1%）和切尾均值（同比上漲2.4%）仍得到較好控制。此外，美聯儲首選的通脹指標核心PCE在3月份僅同比增長1.8%。由於經濟運行低於潛在水準，核心通脹率略低於美聯儲2%的通脹目標，委員會成員一直在竭力主張，聯邦公開市場委員會保持高度寬鬆的政策立場，而談論縮減資產購買規模還為時過早。

美國經濟資料弱於預期，加上通脹預期不斷上升，美聯儲發表鴿派言論，導致債券名義收益率和實際收益率出現修正。自3月18日達到峰值以來，美國實際債券收益率下降了33個基點，至-0.92%，同期10年期名義債券收益率下降了16個基點。我們的黃金模型顯示，美國實際債券收益率的下降使“公允價值”提高了約6%。

## ...美元走軟...

美國經濟復蘇正導致商品貿易和經常帳戶赤字不斷擴大。3月份商品赤字擴大至-916億美元，洛杉磯港執行董事近期表示，“前四個月的貿易量非常亮眼，四月份的進出口比率接近4.3:1，不幸的是，這是我們所見過的差距最大的數值。”

隨著美國外部帳戶不斷惡化，美聯儲將短期利率維持在較低水準，與實際短期債券收益率為高負值的情況一致，導致國外為這種失衡提供資金的意願受到抑制，對美元構成巨大下行壓力。

- 擴張性政策正在擴大美國經常帳戶赤字，同時降低了在美註冊資產的吸引力。

## ...但不利因素依然存在。

美國實際債券收益率和美元匯率下跌表明黃金價格面臨上行壓力，我們的“公允價值”估值已從3月中旬的低谷上升了5.5%。然而，我們的公允價值估算僅環比增長1.5%，至1816美元/盎司，表明黃金可能略微超前。

或許是黃金投資者正確預期了美國實際債券收益率和美元的進一步下行壓力。在這種情況下，我們的模型將朝當前價格進行修正。又或者，近日黃金價格的上漲部分原因可歸結為投機投資者新的訴求。在截至5月21日的三週內，黃金ETF持有量增加了47.8噸，而CFTC持有量和黃金期權偏置表明投資者需求恢復。

### 圖5：黃金價格（美元/盎司）

過去一個月金價的反彈已遠遠超出了我們短期模型估計所預示的水準。



# 黃金供應仍在復蘇的軌道上。

## 2021年黃金供應關係重大...

世界黃金協會估計，截至2020年底，現有黃金存量達到201296噸。鑒於預計今年新的礦產總量將達到3581噸，表明現有黃金存量增幅僅占總持有量的1.8%。

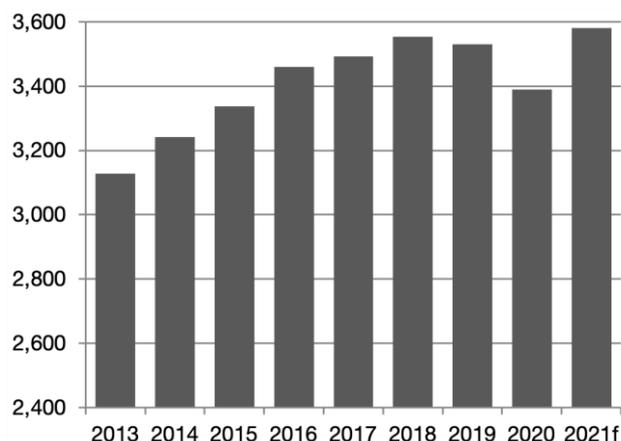
鑒於新增礦山供應量占總持有量的比例如此之低，可以說供應變動不太可能對黃金價格產生太大影響，從供需角度來看，重要的是投資組合的重新平衡及其對需求的影響。雖然我們認為情況確實如此——礦山生產和回收的所有黃金都將被吸收——但供應的增量變化，尤其是在發生諸如2020年礦山產量受到的衝擊之後，可能會產生重大影響。隨著礦山生產從2020年上半年因新冠肺炎導致的中斷中恢復，預計礦山總供應量將增加192噸，同比增長5.7%。

## ...但影響力今年過後將會減弱。

3月17日，世界黃金協會公佈了對金礦開採企業總維持成本（AISC）的最新評估及總維持成本曲線圖。截至2020年底，總維持成本金額略低於1000美元/盎司，以目前1895美元/盎司的價格計算，約99%的金礦開採業務是盈利的。從表面上看，這表明礦業相關資本支出有大幅增長空間。但是，由於歷史上價格波動很大，投資的資本密集度很高，礦業公司往往十分謹慎。例如，最大的礦企紐蒙特礦業（Newmont Mining）目前的總維持成本為970美元/盎司，但其預測是基於1200美元/盎司的黃金價格，與礦業相關的資本支出預計到2040年，意外收益用於增強公司的資產負債表和回報股東。展望未來，我們認為礦山產量增長將放緩至過去十年年均2.1%的水準，這意味著每年增長約75噸。

圖6：礦產量（噸）

一季度礦山供應量增加851噸，較2020年一季度增長4.2%，預計今年礦山總供應量為3581噸。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

## 供需具有重要意義。

雖然現有存量規模可觀，但通常流通性不強，以珠寶和央行持有等形式存在，許多大的黃金買家之所以購買黃金（如央行和珠寶）與短期價格變化無關。所以說，雖然黃金價格可能由投資組合再平衡決定，但價格變化可能只是在於持有量的邊際變化。因此，金融市場參與者會關注ETF、場外交易和非商業期貨的持有量。

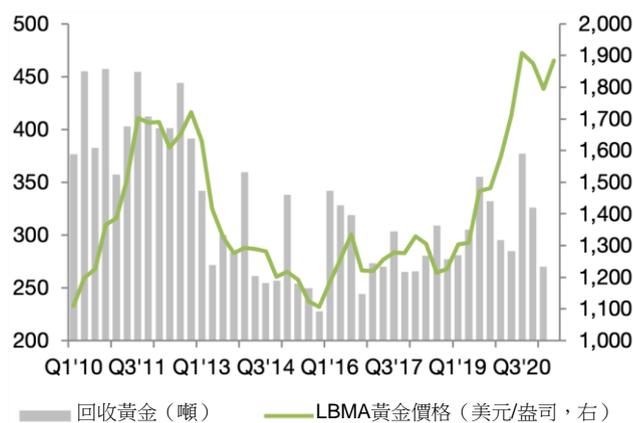
我們認為供需分析是對純粹基於價格的方法的補充。例如，儘管黃金市場將會出清，但它的出清可能是因為央行或珠寶需求等長期持有者的買入——或者是因為投機性買盤增加——這或許預示著金價將會走軟。同樣，如果供求關係無法簡單累加，則將導致我們對淨頭寸的估計增加，這並不意味著市場不會出清，而是意味著定價可能需要更具吸引力，才能吸引買家出現。我們認為，自2020年8月見頂以來，黃金一直是這種情況。

## 回收黃金疲軟。

我們一直預計回收黃金的數量會增加，其中90%來自珠寶首飾，但迄今為止，一季度的回收黃金數量僅為270.2噸（同比下降8.4%）。然而，印度的金融壓力正導致黃金質押作為貸款抵押品的數量增加，3月份黃金質押量增至124.4噸（同比增長81.6%），考慮到新冠肺炎的蔓延，這一數字可能還會上升。目前，我們預計回收和生產商對沖將與去年持平，為1230噸。

圖7：黃金價格和回收黃金（噸）

過去兩年黃金價格的上漲似乎並沒有推動回收黃金數量的增長。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

# ETF和央行需求均走弱

## ETF淨買盤...

世界黃金協會報告稱，截至5月21日的三周內，ETF持有量增加了47.8噸，創下去年9月以來的最大單月漲幅。北美和歐洲分別增加31.1噸和20.7噸，亞洲減少了1.5噸，成為淨賣家。截至5月14日，ETF總持倉量為3614.9噸，今年以來已減少148.9噸。

在ETF領域，大部分資金流繼續由道富財富黃金指數基金（SPDR Gold Shares）ETF等大型參與者主導，本月迄今增加了26噸，但據世界黃金協會報告，“全球範圍內資金大量流入低成本ETF”，如WisdomTree Core Physical Gold ETF和SPDR Gold MiniShares，表明市場對低成本ETF的需求增加，並可能轉向小型散戶購買。

## ...仍然受到限制...

假設ETF淨購買量反彈至2018-2020年5月至12月間的平均水準（我們認為樂觀的階段），預計2021年ETF總持有量會僅增加75噸，遠低於2020年886.8噸和2019年398.3噸的增幅。

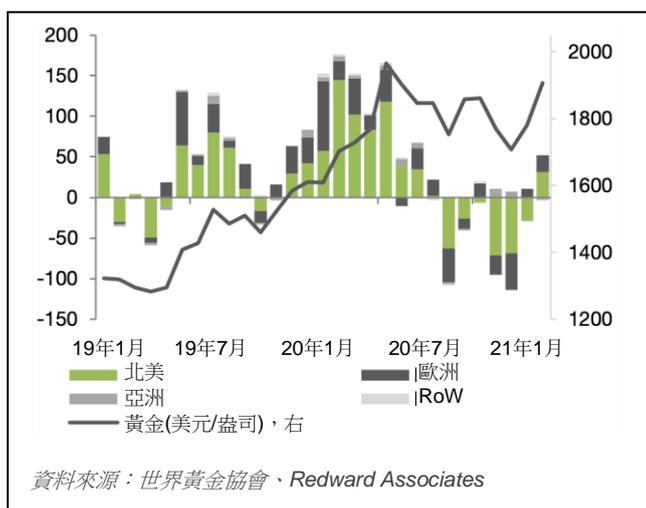
## ...受央行需求低迷影響...

各國央行在2021年一季度買入黃金95.5噸，這表明從表面價值來看，需求出現回升。然而，季度需求的強勁反映了3月份從匈牙利和日本的大規模一次性買入，購買量分別為63噸和81噸。

3月份，印度和烏茲別克斯坦分別買入7.5噸和8.1噸，哈薩克斯坦的需求似乎也在復蘇，買入

圖8：全球ETF持有量（噸）

ETF買盤正在升溫，但由於實際債券收益率或美元沒有大幅下跌，預計需求將保持在2019-2020年水準以下。



3.5噸。然而，俄羅斯和中國仍然缺席市場——中國自2019年9月以來沒有買入黃金——海灣國家土耳其同樣沒有買賣。我們預計印度和中亞國家對黃金的需求不大，海灣國家也有零星的購買，但如果中國、俄羅斯或土耳其的需求沒有恢復，央行的黃金需求或將繼續低迷。雖然我們增加了預測值，以反映匈牙利和日本的買入，但預計增量仍只有250噸，同比下降23%。

## ...印度進口量將會下降。

印度黃金進口量在2020/21財年上半年僅為121.8噸，同比下降71%，下半年反彈至512.5噸，使全年進口量達到634.3噸，同比下降11.9%。

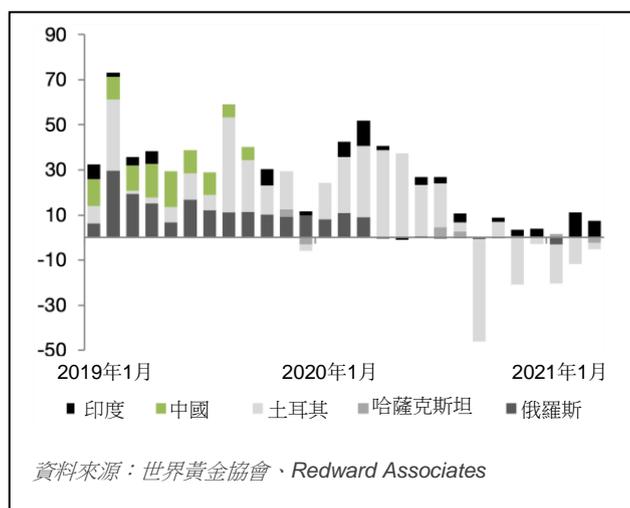
一季度印度對金飾的需求上升至102.5噸（同比增長38.8%），反映出黃金進口的強勁。同時，對金條和金幣的需求也穩定在37.5噸（同比增長33.8%）。然而，黃金零售商報告稱，由於新冠肺炎病例激增，需求在4月份陷入停滯，眾多零售商歇業，零售客流量下降，以盧比計價的黃金價格出現上漲也無濟於事。

世界黃金協會表示，由於封鎖，印度的黃金消費預計將在6月份的季度出現下滑。

印度4月份黃金進口量估計為97噸，反映出零售商在新冠肺炎病例激增前的樂觀情緒。然而，4月份和5月份的大流行嚴重擾亂了市場，預計對珠寶、金條和金幣的需求將有所減弱，我們預計這一形勢將通過5月份和6月份的銷售疲軟和黃金進口急劇收縮表現出來。

圖9：央行黃金購買量（噸）

由於中國、俄羅斯和土耳其缺席市場，央行購買量大幅下滑。



# 長期買家回歸市場。

## 工業需求復蘇...

黃金工業製造需求一季度上升至81.2噸（同比增長11.4%），與過去十年觀察到的趨勢需求水準相一致。我們預計這一趨勢將會持續，預計2021年工業黃金需求將吸收約322噸黃金。

## ...珠寶需求...

一季度珠寶需求強勢反彈，達到477.4噸（同比增長11.4%）。這意味著與2020年一季度相比反彈了164.2噸，需求的反彈基本完全在於中國（+129.8噸）和印度（+28.7噸）以及亞洲（中國和印度除外）的珠寶需求增加，美洲和歐洲基本持平，而中東減少2.2噸，略有下降。

我們此前預計二季度珠寶需求將進一步復蘇，中國可能吸收約150噸，印度可能吸收150-175噸，使二季度金飾總需求達到500噸左右。然而，3月底以來的第二波疫情讓印度受到重創，致使珠寶店關閉，客流量暴跌，國內黃金價格出現下跌。

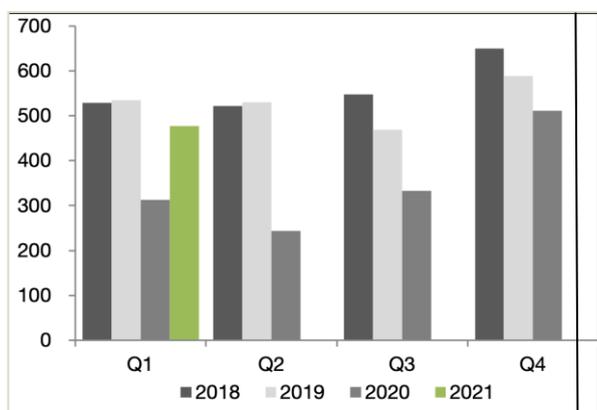
我們預計印度第二季度的頹勢只是暫時的，會導致2021年下半年需求被壓抑，目前我們預計全年需求總量會達到2050噸（同比增長54.9%），略低於大流行前的水準。

## 金條和金幣需求復蘇。

全球金條和金幣需求一季度升至339.5噸（同比增長35.5%）。與2020年第一季度相比，中國出現大幅反彈，較去年同期增長了49.4噸，同時土耳其、日本、美國和印度需求也有所增長，漲幅分別為21噸、12噸、11.4噸和9.5噸。

圖10：珠寶持有量（噸）

中國對珠寶的需求強勁，印度需求次之，推動第一季度珠寶需求反彈。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

預計金條和金幣需求將保持在2018年和2019年的類似水準，使全年需求達到1119噸（同比增長24.8%）。較我們4月份的預測上調了49噸。

## 協調供求關係。

在截至2019年的十年間，世界黃金協會的供需資料產生了平均102.4噸的淨盈餘，這一數位很容易通過測量錯誤和潛在的非法“黑金”轉移進行調整。

2019年淨盈餘上升至412.4噸，去年進一步增加至893.6噸。在4月份開展上一次預測時，我們預計總供應量為4900噸（同比增長5.8%），總需求為3645噸（同比下降1%），這意味著淨頭寸將激增至1255噸（同比增長31%）。

在我們最新的預測中，我們將黃金供應量估計下調89噸，至4811噸（同比增長4.1%），反映出回收黃金供應的疲軟。與此同時，我們將黃金需求預測上調了172噸，至3817噸（同比增長2.5%）。為了反映對印度第二季度需求疲軟的預期，我們將珠寶需求的預估下調了50噸，同時將金條和金幣的預估上調了49噸。由於匈牙利國家銀行和日本銀行一次性大量買入黃金，我們將央行的購買量預期提高了100噸。我們也將ETF購買量預測上調至75噸。雖然這將預計的盈餘縮小了262噸，但仍有993噸的盈餘。

我們認為黃金出現大量淨盈餘是一個重大的不利因素。我們的預測已經考慮到工業、珠寶、金條和金幣需求的反彈。由於中國和俄羅斯缺席黃金市場，土耳其目前也沒有參與市場活動，因此很難看到央行需求的復蘇。故而，黃金依賴於對價格高度敏感的強勁ETF需求。

圖11：黃金供求關係（噸）

儘管我們預計工業、珠寶、金條和金幣需求將出現回升，但總體需求增長仍受到限制。

公噸	2016	2017	2018	2019	2020	2021f
礦山產量	3,459	3,492	3,554	3,530	3,389	3,581
回收量	1,287	1,086	1,120	1,280	1,231	1,230
總供應量	4,746	4,578	4,674	4,809	4,620	4,811
工業需求	323	333	335	326	302	322
珠寶需求	2,019	2,257	2,285	2,138	1,324	2,050
金條金幣	1,073	1,044	1,090	867	897	1,119
ETF	541	272	70	398	877	75
中央銀行	395	379	657	668	326	250
總需求量	4,351	4,284	4,436	4,397	3,726	3,817
淨頭寸	395	294	237	412	894	993

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](http://www.redwardassociates.com)  
電話：+65 8601 6649  
電子郵件： [peter@redwardassociates.com](mailto:peter@redwardassociates.com)  
20 Collyer Quay | #09-01 | Singapore 049319



如需更多資訊，請隨時與我們聯絡。

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](mailto:frontdesk@oanda.com)  
網址：[oanda.com](http://oanda.com)