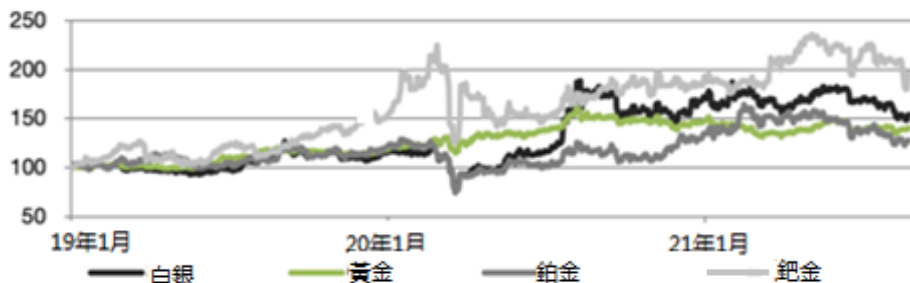


## 亮點

- 黃金一直受益於美國的貨幣擴張（第2頁）
- 美聯儲7月會議紀要提出其正在尋求著手縮減其大規模資產購買計劃（第2頁）
- 黃金前景取決於債券實際收益率和美元的反應（第3頁）
- 黃金期權市場顯示出近期黃金走勢的不確定性，而其長期看漲觀點已經趨冷（第4頁）
- 期貨和ETF倉位出現下滑（第4頁）
- 相對於短期驅動因素，銀價似乎遭到低估，而投資者信心似乎較弱（第5頁）

圖1：貴金屬價格指數（2019年1月1日=100）

在其他貴金屬面臨下行壓力之際，金價依舊保持穩定。



資料來源：Refinitiv

## 面臨收窄困擾？

貴金屬經歷了充滿挑戰的一個月。金價在8月9日遭遇「閃崩」，後出現反彈，最終環比下跌0.5%。與此同時，白銀（環比下跌5.5%）、鉑金（環比下跌6.9%）和鈀金（環比下跌9.1%）悉遭重挫。

美聯儲在7月召開的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議紀要中明確表示，美聯儲認為現在不再需要非常規貨幣刺激。然而，目前還不清楚美聯儲何時會著手縮減資產購買，以及資產購買削減量將會達到多少。近期，我們注意到在新冠病毒德爾塔變體激增的情況下美國經濟數據走弱，但我們認為，這仍不足以從根本上改變美聯儲對失業率和核心PEC通脹率的看法。

我們預計，資產購買步伐的放緩將與前端利率和美元匯率的走高相關。短期利率走高加上資產購買減少有可能推高長期債券收益率，還可能降低通脹預期，並讓美債實際

收益率走高，讓金價走低。

投資者對黃金的情緒依舊喜憂參半。黃金期權市場顯示近期缺乏明確方向，而長期看漲的預期正在消退。非商業期貨持倉最近持續下滑，但依舊略高於過去10年的平均水準，而黃金ETF持倉量今年迄今已下降126.2噸。由於投資者需求低迷，以及珠寶、金條和金幣的需求因與新冠肺炎有關的扭曲而遭到抑制，黃金面臨嚴重的供需失衡。

圖2：價格快照（2021年8月26日）

價格(美元/盎司)	21年8月	月環比%	同比%
黃金	1,788	-0.5%	-7.2%
白銀	23.78	-5.5%	-10.2%
鉑金	990	-6.9%	6.8%
鈀金	2,414	-9.1%	11.5%

資料來源：Refinitiv

圖3：定價和指標（2021年8月26日）

相關指標	21年8月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	21年8月	月環比%	同比%
標普500指數	4,496	1.7%	30.6%	黃金/印度盧比	132,707	-0.7%	-7.2%
美元指數(5國代理)	120.90	0.4%	-3.4%	黃金/人民幣	11,596	-0.5%	-13.0%
西德州輕質原油(美元/桶)	67.80	-5.7%	56.4%	黃金/澳元	2,468	1.1%	-8.1%
銅(COMEX)	4.26	-7.3%	45.2%	黃金/加元	2,254	0.0%	-11.2%
彭博大宗商品指數	94.55	-2.2%	31.3%	黃金/南非蘭特	26,770	0.6%	-17.6%

資料來源：Refinitiv

# 貨幣寬鬆抑或遭到削弱.....

## 寬鬆貨幣利好黃金。

為應對 2020 年 2 月下旬開始的新冠肺炎大流行導致的經濟危機，美聯儲將基金利率削減至 0.25% 的低位。美聯儲還實施大規模資產購買 (LSAP) 計劃，每月購入 800 億美元美債，每月另購入 400 億美元的機構抵押貸款支持證券。

這種量化寬鬆政策對資產價格產生了有力影響。自 2020 年 2 月底以來，我們注意到五國美元指數下跌 3.9%，而 10 年期美債實際收益率下跌 75 個基點至 -1% 左右。大宗商品價格走強，CRB 大宗商品價格指數上漲大約 35%。這些因素讓我們的「公允價值」估值提升 10%，與同期觀察到的 11.8% 的金價漲幅吻合。

## 刺激措施有望減弱。

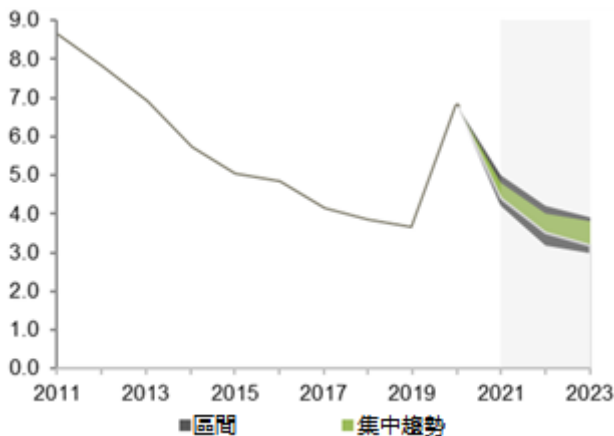
最近幾周，越來越明顯的是，美聯儲認為異常刺激性的貨幣環境已時過境遷，他們意欲縮小刺激範圍。

根據設想，美聯儲最初將壓減 (縮減) 其資產購買計劃，一旦完成，他們將尋求提高基金利率。

美聯儲的政策制定受到國會的雙重授權指導，旨在實現「最大限度的可持續就業與價格穩定」。美聯儲當下將這一授權解釋為與 4% 左右的失業率和 2% 的核心 PCE 通脹率保持一致。在 6 月份的「經濟展望」裡，聯邦公開市場委員會 (FOMC) 成員預測，失業率到 2022 年底有望降至 3.8%，

圖 4：失業缺口

FOMC 委員會成員預計，2022 年失業率將降至與「就業最大化」相一致的水準。



資料來源：美聯儲、Redward Associates

這與其就業任務相一致。與此同時，受新冠肺炎大流行造成的基礎效應和一次性扭曲 (如醫療和二手車價格) 推動，6 月份核心 PCE 通脹率近期同比上漲 3.5%。隨著與疫情有關的這種扭曲走向好轉，核心 PCE 通脹率也會走向好轉，但這可能至少會被業主租金費用的等價上漲而部分抵消，核心 PCE 通脹率預計到 2022 年底將同比降至 2.1%。

## 壓減即將開始。

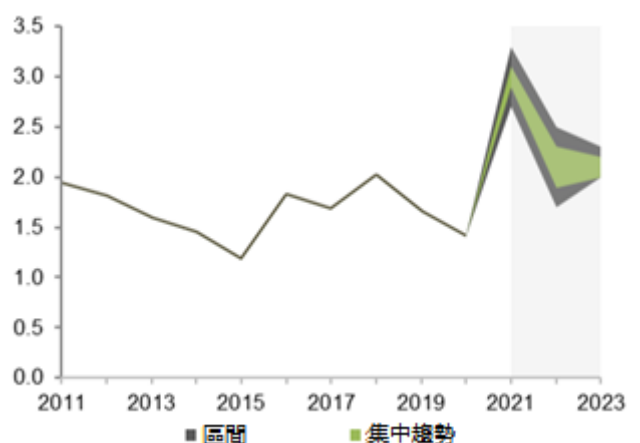
在 7 月 27 日至 28 日召開的聯邦公開市場委員會的會議紀要中，大多數與會者指出，假如經濟能像他們預期的那樣普遍發展，他們認為今年開始放慢資產購買步伐可能是適當的，因為他們認為該委員會的『實質性促進』標準滿足了價格穩定目標，而且也接近於滿足就業最大化目標。」

自 7 月聯邦公開市場委員會會議以來，美國一直受到新冠肺炎德爾塔變體衝擊，每日新增病例高達 10 倍左右。然而，由於此前感染和疫苗接種所產生的新冠肺炎抗體水準較高，由此緩解了這種衝擊，減輕了對住院率和死亡率的影響，政客們紛紛反對重新實施社交距離限制。

近期資料顯示經濟前景已經向好，花旗經濟意外指數跌至 -47.7，表明經濟學家目前普遍過於樂觀。但亞特蘭大聯邦儲備銀行的當下 GDP 預測顯示，經濟在三季度將實現季度環比增長 6.1%。隨著聯邦公開市場委員會預測到 2022 年底經濟活動將同比下降至 3.3%，明年的增長似乎有可能進一步放緩。

圖 5：核心 PCE 通脹率 (%)

核心 PCE 通脹率近期受到臨時性因素出現上漲，但預計在 2022 年仍將保持在 2% 左右的通脹目標。



資料來源：美聯儲、Redward Associates

# .....為金價帶來不確定性。

最新就業崗位與勞動力流動報告顯示，就業崗位要多於失業人數，表明可能存在著由於技能、失業支助金或其他因素（比如由於大流行而無法獲得幼兒醫療）所驅動的理想就業不匹配問題。無論如何，這表明勞動力需求依舊強勁，我們可能會觀察到失業率在未來幾個月出現大幅下降。與此同時，跳槽率居高不下表明就業流動性正在增強，說明時薪出現了增長。

6 月份，不包括食品和能源的核心個人消費支出（Core PCE）通脹率同比升至 3.5%，遠高於美聯儲 2%的同比通脹目標。核心 PCE 通脹率因 2020 年（二季度）價格疲軟而受到基數效應的提振，這將使來年的核心 PCE 通脹率同比減少大約 0.5%。與新冠肺炎相關的扭曲特別是醫療保健和二手車成本也推高了核心 PCE 通脹率。三藩市聯邦儲備銀行估計，在過去一年裡，醫療成本的增加使核心 PCE 通脹率增加了 0.6 個百分點，二手汽車和二手卡車又貢獻了 0.5 個百分點。隨著這些因素不復存在，聯邦公開市場委員會成員預計核心 PCE 通脹率將回落至同比增長 2%的通脹率目標。

儘管基礎效應和暫時性價格上漲表明，核心 PCE 通脹率將有所放緩，但有充分理由相信，通脹將持續下去。因新冠肺炎而導致的運輸與物流扭曲仍在繼續，而勞動力市場趨緊意味著工資面臨上漲壓力，這將轉嫁到服務業上。房利美最近發表了一篇文章，提出了房價上漲及其對業主等價租金（OER）的流動效應。房利美的 OER 模型解釋了 37 年間 85%的 OER 波動情況，並指出 OER 通脹將加速上揚，未來一年將同比上漲大約 5.5 個百分點，並到 2022 年底將核心 PCE 通脹率推高 1 個百分點。通脹持續上升的情況在通脹掉

圖 6：圖 6：美元指數與 10 年期美債（%）

美國貨幣環境依舊寬鬆，但可能會隨著美聯儲著手縮減資產購買規模而開始收緊。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

期數據中也很明顯，10 年期通脹掉期達到 2.5%。

我們的結論是，美聯儲極有可能在 9 月 22 日的聯邦公開市場委員會會議上宣佈縮減資產購買。我們預計美聯儲將同時削減美國國債和機構抵押貸款支持證券的購買量，每月幅度相同，可能在每月 50 億美元左右。

## 我們的黃金模型凸顯了...

我們的黃金模型能夠解釋過去兩年金價日波動大約 96% 的原因。我們的模型由三因素驅動：i) 我們的五國美元指數，ii) 10 年期美債實際收益率，iii) CRB 大宗商品價格指數。我們推算 10 年期國債收益率±10 個基點的波動與金價±1.7% 的波動相關。我們五國美元指數的±1%波動與金價±0.5%的波動相關，CRB 指數的±1%變動與金價±0.2%的波動相關。當 CRB 指數下跌時，金價上揚。因此，這在很大程度上將取決於美元和 10 年期美債實際收益率對縮減資產購買計劃的反應。

## ...黃金脆弱的一面。

我們預計貨幣政策收緊將讓債券收益率承受上行壓力——2 年期美債收益率僅為 0.24%——這一點利好美元。前端利率走高疊加資產購買減少，應該會推高較長期債券收益率，並可能打壓較長期通脹預期，推高債券實際收益率。

情景分析表明，如果貨幣環境收緊至兩年前的水準，即美元上漲 5%至 125.50，債券實際收益率達到 0.2%，那麼金價將下滑至 1,400 美元/盎司左右。

圖 7：黃金價格（美元/盎司）

情景分析表明，金價依舊容易受到美元走強和/或美債實際收益率走高的影響。

		10年期美債實際收益率						
		-1.52	-1.27	-1.02	-0.77	-0.52	-0.27	
數 指 元 美	111.8	-7.5%	2,015	1,940	1,866	1,791	1,716	1,641
	114.8	-5.0%	1,991	1,917	1,842	1,767	1,692	1,617
	117.8	-2.5%	1,968	1,893	1,818	1,743	1,668	1,594
	120.8	0.0%	1,944	1,869	1,794	1,719	1,645	1,570
	123.8	2.5%	1,920	1,845	1,771	1,696	1,621	1,546
	126.9	5.0%	1,896	1,822	1,747	1,672	1,597	1,522
	129.9	7.5%	1,873	1,798	1,723	1,648	1,573	1,499

資料來源：LBMA、Redward Associates

# 市場情緒和持倉情況依舊喜憂參半。

## 金價走勢不明.....

金市情緒和持倉指標依舊喜憂參半，金價略低於其 200 日移動均線（1,809 美元/盎司），趨勢指標散亂無方向。場外交易（OTC）期權市場反映了這種情況，短期隱含波動率遭到抑制，期權波動率偏斜度指向價格持平或下跌。與這一前景相一致的還包括投資者的倉位。芝加哥商品交易所（CME）的非商業黃金期貨持倉量已降至 10 年來的平均水準，而世界黃金協會報告稱，ETF 遭遇溫和平衡。

## 期權市場依舊喜憂參半。

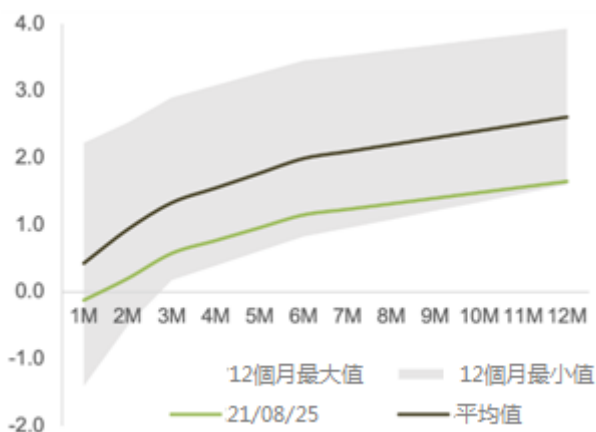
儘管場外黃金期權市場依舊樂觀，認為金價將在來年走高，但其信念已然動搖。

儘管場外黃金期權市場依舊樂觀，認為金價將在來年走高，但其信念已然動搖。投資者購買場外黃金期權的意願下降，隱含波動率回落至疫情前的水準。自 2 月底以來，1 個月平價遠期（ATMF）隱含波動率穩定在 13.5% 左右，而 12 個月平價遠期隱含波動率已跌至 16%。12 個月隱含波動率的期限溢價約為 2.5%，與歷史均值一致。金價隱含波動率下跌意味著來年的交易區間將收窄。

短期內，場外黃金期權市場對黃金走勢的樂觀度下降，1 個月期的 25 delta 風險反轉目前徘徊於零附近，導致近期黃金看跌期權交易出現溢價。雖然短期看漲期權偏斜度依舊徘徊於零附近，而且遠低於去年的平均水準，但長期依舊看好場外黃金看漲期權的需求，1 年期 25 delta 風險反轉徘徊於 1.7% 附近利好黃金走高。儘管對黃金走勢的預期呈現積極信號，但黃金期權市場的信念已然動搖，風險反轉交易處於 12 個月低點。

圖 8：圖 8：期權風險反轉錐（%）

期權偏斜度在短期內由零轉為負值，儘管在 12 個月內仍是正值，但信心已跌至 12 個月最低點。



資料來源：Refinitiv、Redward

## 對黃金的興趣不再。

專業投資者對黃金的興趣似乎減弱，而對黃金 ETF 的需求持續下滑。

商品期貨交易委員會報告稱，在截至 2021 年 8 月 20 日的一周內，芝加哥商品交易所的非商業期貨持倉為 199.4 萬份淨多頭合約。這代表著 565.2 噸的持倉量，或 51.6% 的總未平倉權益。黃金持倉量年初至今已下跌 178.4 噸，遠低於 2020 年 2 月末 1,095 噸的峰值水準，僅高於 460 噸的 10 年平均水準。

世界黃金協會報告顯示，在截至 8 月 20 日的 1 個月裡，ETF 持有量降至 3,623.8 噸（-11.7 噸）。今年以來，ETF 持倉量已下降了 126.2 噸，平倉集中於美國（-163.6t）和英國（-21.7t），黃金流出主要管道是 SPDR 黃金安碩 ETF（-159 噸）與安碩黃金信託（-28.5 噸）。

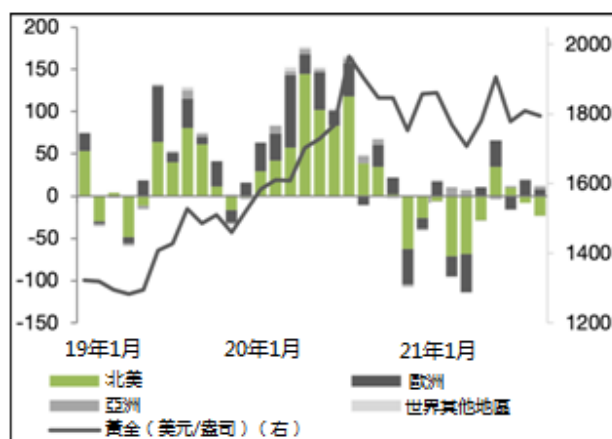
## 供需失衡

我們最近將黃金產量預期上調至 4,862 噸（同比增長 3.2%）。礦山供應量預計將升至 3,683 噸（同比增長 5.6%），而再生黃金和黃金生產商淨套期保值預計將降至 1,178 噸（同比下降 3.9%）。

儘管我們預計工業黃金應用、珠寶、金條和金幣以及央行購買將出現復蘇，但低迷的 ETF 需求預計將把總需求抑制在 3,727 噸（同比增長 1.9%）的水準，從而導致連續第二年出現大量淨頭寸（1,134 噸）。雖然黃金市場趨勢明朗，但投資者興趣寡淡加之顯而易見的供需失衡，仍是黃金難以克服的重要障礙。

圖 9：ETF 持倉及黃金價格（美元/盎司）

ETF 持倉量自 2020 年 10 月底以來已下跌 288.7 噸，整個夏季呈持續流出態勢。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

# 白銀命懸一線。

## 白銀依然承壓。

白銀在過去一個月裡舉步維艱，在 8 月 9 日跌至日內低點 22.50 美元/盎司，隨後在 8 月 26 日企穩至 23.78 美元/盎司（環比下跌 5.5%）。

銀價依舊處於過去 12 個月 22.05-30.03 美元/盎司的底部區域，遠低於 200 天移動平均線（25.85 美元/盎司）。我們注意到，投資者對買入白銀興趣寡淡，趨勢指標表明銀價有可能重新測試 8 月 9 日的低點。

過去一個月，白銀的表現明顯遜於大多數貴金屬和工業金屬，包括黃金（環比下跌 0.5%）、鉑金（環比下跌 6.9%）、鋁（環比上漲 5.0%）和銅（環比下跌 4.3%），但沒有鈾金（環比下跌 9.1%）和鐵礦石（環比下跌 27.3%）跌得厲害。白銀對黃金表現不佳，推動金銀比（即黃金與白銀之比）從 7 月底的 71:1 升至目前的 75:1。

## 投資者的興趣逐步減弱。

散戶與投資者對白銀似乎索然寡味，ETF 持倉未變，期貨持倉下滑，場外期權定價受到抑制。

白銀 ETF 持倉量穩定在 28,800 噸左右，但安碩白銀信託持倉量已從 2 月 5 日 20,364 噸的峰值跌至當前的 17,167 噸，基本平掉了 2 月初的所有投機性買盤。與此同時，CFTC 報告指出，芝加哥商品交易所的淨多頭頭寸白銀合約已跌至 12 個月低點，淨多頭頭寸占總未平倉權益的比例降至僅為 17.8%。

隨著 ATMF 隱含波動率降至 2020 年 2 月新冠肺炎大流行開始以來的最低水準，場外白銀期權市場（從所有期限到

1 年期）近期均趨於平靜。短期期權偏斜度暗示銀價短期走強的期望值極低，儘管 25 delta 風險逆轉指標仍嚴重偏向長期期權，暗示存在上行風險。

與近期的低波動性和偏斜度相一致，購買 1 個月期的 25 delta 白銀看漲期權，其成本幾乎已回到大流行前的水準，但由於 ATMF 隱含波動性的期限較長，再加上以更長期限買入利好白銀看漲期權的風險逆轉偏向度，依舊使得較長期限的價外看漲期權相較大流行之前的價格要高一些。

## 白銀似乎超賣.....

過去 10 年，白銀價格 80% 左右的波動可以用 4 個因素來解釋：i) 我們的五國美元指數，ii) 10 年期美債實際收益率，iii) 標普 500 指數和：iv) CRB 大宗商品價格指數。目前，我們的白銀模型估算出「公允價值」為 26.60 美元/盎司，意味著白銀被低估了約 10%，而我們的「公允價值」估值受到 10 年期美債收益率走低和標普 500 指數持續走強的支持。

## .....但我們依舊持懷疑態度。

短期看，銀價似乎被低估並被超賣，暗示存在回補空間。然而，我們估計任何回補都可能遭遇投資者對多頭敞口的平倉。

全球增長勢頭似乎正在放緩，而美聯儲似乎有意開始削減其大規模資產購買計劃。我們設想，這一系列事件將與美債實際收益率走高、美元走強以及股市和/或大宗商品價格潛在走弱相一致。運用我們的模型進行的情景分析表明，只有在超寬鬆貨幣政策下白銀才能重拾上漲趨勢。

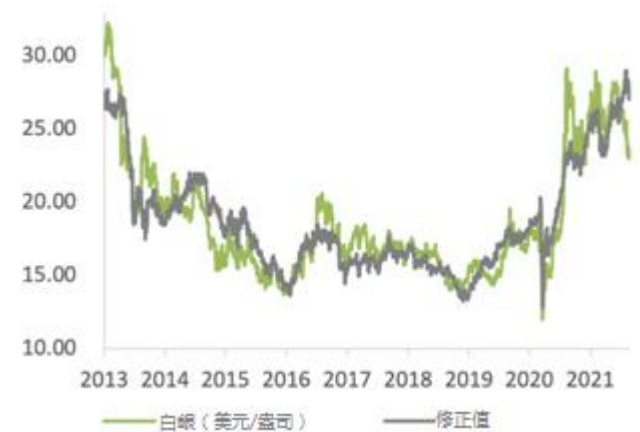
圖 10：圖 10：白銀價格美元/盎司與 ETF（噸）環比  
ETF 持倉量自 2 月初以來略有下降，安碩白銀信託持倉量平倉明顯



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖 11：白銀價格（美元/盎司）

銀價與我們的短期模型相比似乎遭到低估，但情景分析顯示銀價可能走弱。



資料來源：Refinitiv、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不是 Redward Associates Ltd 的觀點，且不能被解讀為 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。您要完全自己負責確定杠杆交易或特定交易是否適合您，並自己負責尋求獨立專業建議。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)