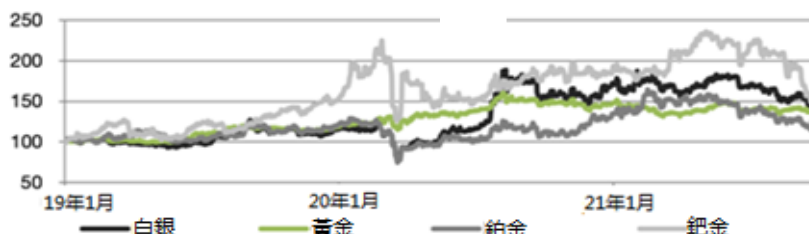


## 亮點

- 美元走強和美債實際債券收益率上升致黃金面臨下行壓力（第2頁）
- 場外黃金期權市場近期恐將疲軟，長期樂觀情緒有所減弱（第2頁）
- 眾央行繼續增加黃金儲備，而印度進口反彈，表明節日期間對珠寶的需求加大（第3頁）
- ETF 持有量繼續下降，期貨則保持穩定（第3頁）
- 美國貨幣政策收緊態勢持續，為美元和美債實際收益率提供支撐（第4頁）
- 美國貨幣政策收緊表明，隨投資者的平倉白銀將繼續走軟（第5頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2019 年 1 月 1 日=100）

鈀金近期優異表現戛然而止，價格月環比下跌 25.4%。



資料來源：Refinitiv

## 價格微降。

9 月份，貴金屬面臨拋售壓力，黃金價格降至 1728 美元/盎司（環比下跌 4.5%），白銀價格下跌 21.31 美元/盎司（環比下跌 10.4%）。鉑族金屬大幅走弱，鉑金和鈀金當月均大幅下跌，跌幅分別為 5.2% 和 25.4%。

隨著美國勞動力市場迅速收緊，核心個人消費支出（PCE）通脹壓力似日益嚴峻，美聯儲公開市場委員會稱準備縮減資產購買規模。

隨之，前端利率開始反映出最早將於明年晚些時候加息的預期，同時利率互換曲線變陡，美長期債券實際收益率已開始上浮。利率上升正在支撐美元，我們認為漲幅有望達到 5%。

我們的黃金模型目前預測金價貼近「公允價值」，但美債實際收益率和美元匯率的上升或將導致黃金受到巨大的下行壓力，情景分析顯示金價有可能降至 1500 美元/盎司

以下。美國貨幣政策趨緊或同樣對銀價構成重大不利，有可能觸及 20 美元/盎司的心理支撐位。

過去一個月，據察黃金 ETF 和黃金期貨持有量略有下降，但迄今為止，投資者仍持樂觀態度。然而，場外黃金期權市場目前指向近期疲軟，且對長期前景的樂觀情緒有所減弱。雖然我們下調了有關今年黃金供應量的預測，但 ETF 持有量的疲軟表明，黃金面臨著市場出清的重大挑戰。

圖 2：價格快照（2021 年 9 月 30 日）

價格(美元/盎司)	21 年 9 月	月環比%	同比%
黃金	1,728	-4.5%	-8.9%
白銀	21.31	-10.4%	-10.8%
鉑金	963	-5.2%	7.9%
鈀金	1,899	-25.4%	-19.4%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（21 年 9 月 30 日）

相關指標	21 年 9 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	21 年 9 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	4,359	-3.7%	30.7%	黃金/印度盧比	128,208	-3.4%	-8.4%
美元指數（5 國代理）	122.06	1.3%	-3.0%	黃金/人民幣	11,168	-4.6%	-13.6%
西德州輕質原油（美元/桶）	74.84	8.1%	90.4%	黃金/澳元	2,406	-3.1%	-9.7%
銅（COMEX）	4.25	-2.7%	42.5%	黃金/加元	2,201	-3.5%	-13.3%
彭博大宗商品指數	99.60	3.6%	41.7%	黃金/南非蘭特	26,195	-1.3%	-18.5%

資料來源：Refinitiv

# 黃金承壓...

## 黃金承壓。

過去一個月，黃金承受巨大的下行壓力，環比下跌4.5%。我們的黃金 TWI 指數（基於黃金首飾、金條、金幣前 20 大進口國資料）已環比下跌 3.5%，同比下跌 9.5%。

我們認為黃金的前景依然堪憂。據我們的供需分析顯示，黃金潛在需求不足，或將導致整條供應鏈出現庫存積壓。儘管許多主要進口國放寬了社交距離限制，表明第四季度對珠寶、金條和金幣的需求可能出現反彈，但隨著美國開始縮減資產購買規模以及貨幣增長繼續放緩，投資者需求或將保持低迷。

預計黃金價格將接近 1685 美元/盎司的支撐位，一旦跌破此點，將導致出現更深入的回檔。我們的模型表明，未來幾個月金價可能回落到 2019 年的水準。

## 基本脆弱性。

一些投資者認為，隨著全球通脹壓力的增加，黃金價值正在下跌，似乎與直覺相反。我們將此主要歸因於通貨膨脹和貨幣政策相關的領先-滯後作用。長期來看，黃金此前已證明自身是一種出色的通脹對沖工具，我們預計此後也依然如此。但在短期內，隨著美國經濟復蘇和通脹壓力再度顯現，美國收緊貨幣政策或將對包括黃金在內的所有貴金屬產生負面影響。

過去 2 年，黃金價格 96% 的波動可以從 3 個方面解釋：1) 我們的五國美元指數，2) 10 年期美債實際收益率，3) CRB 大宗商品價格指數。目前，我們短期模型預測的「公允價值」為 1722 美元/盎司，接近當前的價格。不過，根據我

### 圖 4：黃金 TWI 指數

我們的黃金 TWI 指數環比下跌 3.5%，但仍較 2019 年底爆發新冠疫情前上漲了 14.8%。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

們的指數預測，預計美國貨幣環境將收緊，美元指數將升至 127（同比增長 4.5%）。由於短期利率上升以及美聯儲準備縮減資產購買計劃，預計 M2 貨幣增長將同比放緩 5-7%，流動性狀況收緊或將推高長期債券的實際收益率。我們認為，未來一年實際 10 年期債券收益率有望攀升至 10 年平均水準（-0.1%）。

將這些預測納入我們的模型後，預計黃金價格將一路回吐至每盎司 1440 美元（下跌 16.7%）。但是否會發生仍有待觀察，因為圍繞這一觀點存在相當大的風險，包括中國經濟進一步放緩的風險和/或資產配置從加密貨幣向貴金屬轉移的風險。然而，這種情景分析凸顯了黃金在美國貨幣環境走強時的根本脆弱性。

## 期權市場顯示黃金近期走軟。

場外交易市場（OTC）黃金期權市場對 2021 年期間的黃金前景越來越不樂觀，期權市場目前指向近期疲軟。

儘管貨幣遠期波動率從 2020 年的水準下降了 14-15%，但仍遠高於 2017-2019 年低於 10% 的水準，表明期權市場存在一定程度的不確定性。一年期以內各種期限的期權其偏差目前均處於一年低點，一月期的 25-delta 風險逆轉偏斜 1.5%，有利於黃金看跌期權，而一年期的風險逆轉其偏斜則保持不變，利於黃金，但漲幅僅達到 1.5%，遠低於 2019 年 10 月 5.5% 的峰值。我們的結論是場外期權市場對前景持悲觀態度。

### 圖 5：黃金價格（美元/盎司）

美元走強和美債實際收益率上升，有可能對金價構成巨大壓力。

		10年期美債實際收益率，%						
		-1.10	-0.85	-0.60	-0.35	-0.10	0.15	
美元指數	112.9	-7.5%	1,857	1,782	1,707	1,633	1,558	1,483
	115.9	-5.0%	1,833	1,758	1,683	1,609	1,534	1,459
	119.0	-2.5%	1,809	1,734	1,659	1,585	1,510	1,435
	122.0	0.0%	1,785	1,710	1,635	1,561	1,486	1,411
	125.1	2.5%	1,761	1,686	1,611	1,537	1,462	1,387
	127.5	4.5%	1,742	1,667	1,592	1,517	1,443	1,368
	131.2	7.5%	1,713	1,638	1,563	1,489	1,414	1,339

資料來源：Refinitiv、Redward Associates

# 投資者興致依然不堅挺。

## 央行仍為購買者。

據世界黃金協會（WGC）報導，7月份各大央行的官方黃金儲備量共增加30.1噸。中國仍缺席市場活動，俄羅斯再度買入3.1噸黃金，其次分別為巴西、烏茲別克斯坦和印度，分別買入8.5噸、8.4噸和7.5噸。我們仍維持513噸的年購買量預測不變。

## ETF 持續流出。

繼2020年增加874噸後，黃金ETF持有量年初以來減少146噸，至3603.1噸。在截至9月24日的一箇月中，流出量共達8.2噸，但鑒於近期金價走軟，預計在9月最後一周至10月，拋售壓力將明顯加大。結合近期資料，我們現在預計全年將流出200噸。

黃金拋售仍主要集中於美國投資者，持有量減少173.8噸，至1751.8噸。平倉產品集中在SPDR Gold Shares ETF（減少177.1噸）和iShares Gold Trust（減少23.9噸）。英國投資者同為黃金ETF的顯著賣家，年初以來已平倉26.4噸，主要是涉及WisdomTree Physical Gold（減少15.3噸）。今年截止目前主要的黃金ETF購買國為德國（買入22.5噸）和法國（買入11.5噸）。

## 期貨保持穩定。

9月29日，世界黃金協會發佈了一份關於黃金日交易量的報告。8月，全球期貨交易所的黃金日均交易量為544億美元，其中80%的期貨交易透過COMEX平臺完成。只有上海期貨交易所（10.1%）和上海黃金交易所（6.6%）成為主要競爭對手。

據美國商品期貨交易委員會（CFTC）的報告顯示，截至9月24日，非商業期貨淨未平倉量逾19.5萬份。自3月份以來，期貨持倉一直穩定在20萬大關附近，在2020年2月達到了逾38.7萬的峰值。截至日前，儘管金價自2020年8月的峰值下跌了16.3%，但商業投資者對黃金的信心並未動搖。

## 印度黃金進口復蘇。

在經歷了5、6月份的嚴重疲軟之後，印度商務部報告稱，7月份黃金進口量反彈至77.7噸，而路透社報告稱，8月份進口量飆升至121噸。如此，2021/22財年的黃金進口量將達到347.6噸，遠高於2020年4-9月期間109.6噸的水準，但仍較2019/20財年下降11.6%，較2018/19財年下降22%。

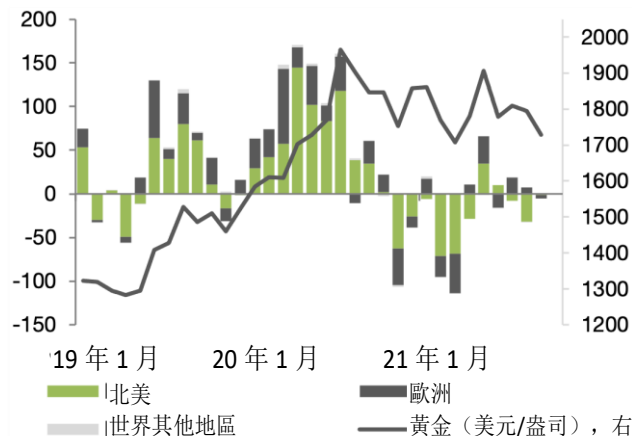
隨著新冠肺炎感染人數持續減少，即將到來的節日季似乎重新點燃樂觀情緒，這表明第四季度珠寶、金條和金幣的銷售量將出現大幅增長。

## 供需失衡。

根據坊間報導，我們已將全球供應量估計值下調至4816噸（同比增長4.3%）。鑒於ETF資金流動的疲軟，我們已將需求預測下調至3527噸（同比下降3.6%）。我們的預測繼續表明工業和珠寶需求強勁增長，分別同比增長6.6%和41.1%。我們預計金條和金幣的需求將同比增長13.3%，但鑒於投資者對ETF的需求疲軟、新冠肺炎相關的供應鏈中斷以及中國需求可能出現的疲軟，具體漲幅仍不確定。我們仍預計黃金供應會過剩，最終可能會隨著世界黃金協會收到更多最新資料而修正為1289噸。

圖6：ETF 持倉量（噸）及黃金價格（美元/盎司）

9月份，ETF 流出量放緩至微量流出，但可能會因價格疲軟而回升，今年迄今流出總量為146噸。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

圖7：黃金供求關係（噸）

缺乏強勁的ETF淨流入，黃金需求仍不足以吸收供應量，淨頭寸增加1289噸。

公噸	2016	2017	2018	2019	2020	2021f
礦產量	3,512	3,576	3,650	3,597	3,487	3,638
回收量*	1,270	1,086	1,120	1,278	1,226	1,178
總供應量	4,783	4,662	4,770	4,875	4,712	4,816
工業	323	333	335	326	302	322
珠寶	2,019	2,257	2,285	2,138	1,327	1,872
金條金幣	1,073	1,044	1,090	867	900	1,019
ETF	555	266	83	408	874	-200
中央銀行	395	379	656	605	255	513
總需求量	4,365	4,278	4,449	4,344	3,657	3,527
淨頭寸	418	384	321	531	1,055	1,289

資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

# 美國將收緊貨幣政策。

## 向目標邁進。

美聯儲根據國會的授權實施貨幣政策，目標在於實現「最大水準就業」和穩定物價。美聯儲具有操作獨立性，目標是實現 4% 的失業率和平均 2% 的核心個人消費支出平減指數（核心 PCE）通脹率同比增長。

今年上半年，美國經濟增長強勁。然而，新冠肺炎 Delta 變體毒株的出現導致第三季度增速有所放緩。據亞特蘭大聯儲的 GDPNow 估計，經濟增速將放緩至環比增長 3.7%（季節調整年率）。隨著 Delta 毒株傳播速度的減緩，亞特蘭大聯儲的最新預測表明增速或將出現反彈，預計今年 GDP 漲幅將達到 5.9%，2022 年達到 3.8%。

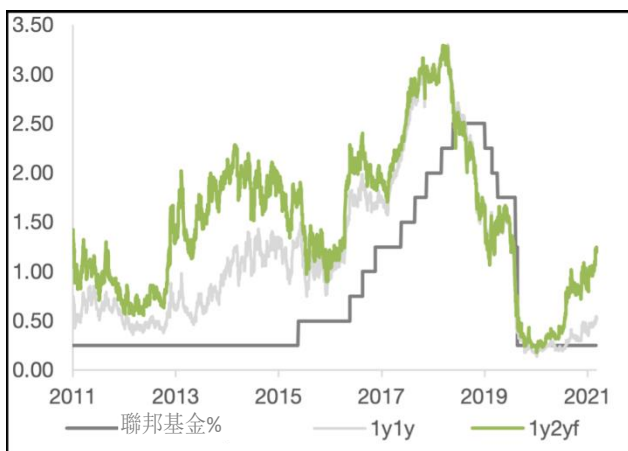
經濟復蘇將帶來就業人數的迅速增加，過去三個月每月平均增加 75 萬個就業崗位。強勁的就業增長使失業率降低至 5.2%，儘管這可能誇大了勞動力市場的實力，因為許多勞動者已退出勞動力市場。儘管如此，《職位空缺與勞力離職調查》報告顯示，目前有 1090 萬個職位空缺。這向我們表明，隨著對 Delta 病毒的擔憂消退，非農就業人數或將保持強勁增長。儘管美國經濟距離美聯儲的「最大就業水準」目標仍有一定距離，但失業率預計將在明年降至 3.8%，在 2023 年降至 3.5%。

近期，通脹壓力加大，居民消費價格指數同比上漲 5.2%。消費價格的飆升主要是由於石油價格反彈導致能源成本增高。但是，核心 PCE 通脹同樣強勁，7 月份 3 個月環比增長 5.7%（AR）（同比增長 3.7%）。核心通脹指標的上升在很大程度上反映了供應方面的扭曲

以及舊車和醫療成本的堅挺。不過，與供應相關的

圖 8：美國短期利率，%

短期利率已開始反映出加息，這將支撐美元和較長期實際債券收益率。



資料來源：Refinitiv、Redward

扭曲似乎正在加劇，恐將延長供應側的衝擊，導致出現這種情況蔓延到工資-價格增長等更大範圍的更高風險。

由於 30 年期固定利率抵押貸款利率僅有 2.88%，加上美聯儲每月購買至少 400 億美元的不動產抵押貸款證券，凱斯-席勒（Case-Shiller）房價指數同比飆升 19.7%。該數值尚未在核心 PCE 通脹中計入推算住房租金成本，但計量經濟學模型顯示，未來幾個月推算租金成本將上漲超過 5%，會支撐核心通脹。美聯儲似乎將此納入了預測參考資料，預測 2021 年的核心 PCE 通脹將同比增長 3.7%，2023-24 年期間核心通脹仍將高於目標值。

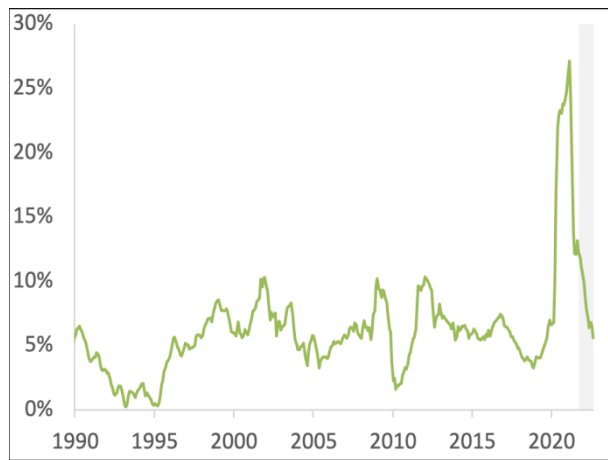
## 路線調整迫在眉睫。

美聯儲公開市場委員會（FOMC）在 9 月 22 日召開的上次會議後指出，「經濟正在朝著這些目標邁進」並且「如果進展都如預期的話，委員會判斷，資產購買步伐可能很快就會放緩。」美聯儲有可能會在 11 月 3 日的下次公開市場委員會會議上開始縮減資產購買量。我們預計資產購買量將按照每月 150 億美元左右的規模遞減，意味著該計劃將於 2022 年夏季完成。

金融市場參與者現已開始反映加息舉措，CME FedWatch 工具反映出到 2022 年 12 月份加息 25 個基點的可能性以及前期掉期利率上升的可能性超過了 50%。這應會引發期限溢價和長期債券實際收益率上升，以及美元走強。美國國會預算辦公室預測，在 2021/22 財年，財政赤字將收縮 1.88 萬億美元，至 1.153 萬億美元（占 GDP 的 4.7%），貨幣增長似乎將放緩。

圖 9：美國 M2 貨幣指數（同比%）

黃金受益於美國的快速貨幣擴張，但在未來一年，這一趨勢似乎將放緩。



資料來源：Refinitiv、Redward



# 承受壓力...

## 白銀依然承壓。

過去一個月，白銀依然承受了巨大的拋售壓力，價格跌至 22.46 美元/盎司（環比下跌 6.4%），自 Reddit 在 2021 年 2 月 2 日引發的實物白銀零售買盤激增期間達到的 30.03 美元/盎司峰值下跌了 25.2%。我們認為基本面和技術面的動態指向進一步的疲軟。預計突破 22 美元/盎司關鍵支撐位將導致價格進一步回檔至疫情前 16-18 美元/盎司的交易區間。

## 隨著美元的貶值...

雖然白銀的價格由全球供需決定，但白銀是以美元計價，受美元走勢影響，對美元走勢高度敏感。過去兩年間，我們五國美元指數和白銀價格之間的每日相關性一直為-0.80，而白銀的高波動性意味著與美元波動的高貝塔係數達到 4.1:1。

## ...以及債券收益率上升...

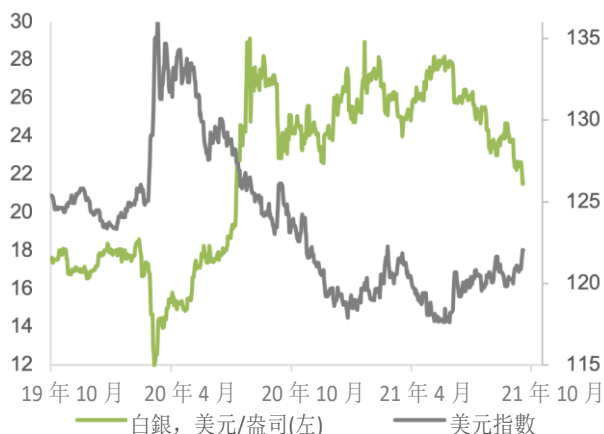
與黃金一樣，白銀是一種價值儲存手段——且作為一種貨幣工具發揮了歷史作用——白銀也是一種長期資產，因此可能對長期債券實際收益率的變動高度敏感。過去兩年間，白銀價格與 10 年期美債實際收益率之間的每日修正低於美元指數 0.47，但其貝塔值較高，實際債券收益率±10bp 的波動幅度與白銀價格±3.5%的波動表現相符。

## ...壓力依然存在。

2013 年以來，90%的每日銀價波動都可以透過基於我們五國美元指數和 10 年期債券實際收益率建立的一款白銀價格模型來解釋，白銀當前的交投價格接近於此模型估計的公

圖 10：白銀價格（美元/盎司）與美元指數

我們預計美元在未來一年將升值 5%，給白銀價格帶來下行壓力。



資料來源：Refinitiv、Redward

允價值（23.45 美元/盎司）。

我們認為美國貨幣政策的收緊有可能會支撐美元，我們預測的是美元將同比上漲 5%。此外，我們還預計，未來一年，美國 10 年期債券的實際收益率將從目前的-0.85%升至零左右；漲幅雖然巨大，但仍遠低於 2015-2019 年 0.47% 的平均水準。結合這些預測，模型顯示銀價有可能跌至每盎司 17.6 美元。

## ...樂觀情緒在消散...

在場外交易期權市場以及期貨和 ETF 持倉方面，投資者的熱情似乎正在消退。期權波動率和偏度已降至疫情爆發前以來的最低水準，一個月 25-delta 風險逆轉指標僅略微偏向白銀看漲期權。雖然較長期期權波動性偏斜仍大大利好白銀看漲期權，但我們認為偏斜有大幅下降的空間。

## ...投資者減少敞口。

過去一個月，商品期貨交易委員會報告稱，非商業投資者持有的淨未平倉期貨頭寸已降至淨多頭 13,080 份，占總未平倉頭寸的 11%。儘管投資者持有的投機性頭寸仍是淨多頭，但到 2020 年底，這些頭寸已大幅下跌；58,462 份合約，占總未平倉合約的 46.4%。

ETF 持有量同樣面臨壓力。截至 9 月 24 日，ETF 總持倉量已從 2 月 2 日 30305 噸的峰值降至 28527 噸。i-Shares Silver Trust 基金的持有量受到平倉的不利影響，自 2 月份的峰值減少了 3397.2 噸。預計還有進一步投機性平倉的空間。

圖 11：白銀 25-delta 期權偏斜（%）

場外期權市場對白銀的長期前景仍持樂觀態度，但我們預計這種樂觀情緒將會消退。



資料來源：Refinitiv、Redward

**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  
電子郵箱：[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

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