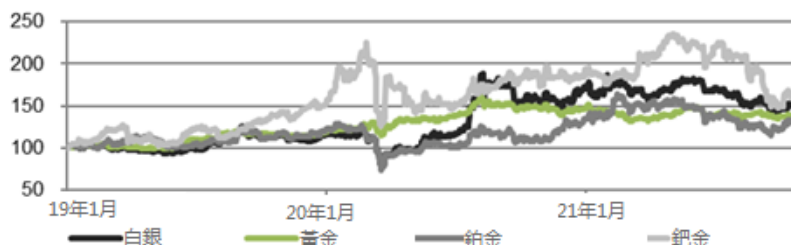


亮點

- 通貨膨脹急劇上升加之經濟活動放緩引發「滯脹」擔憂，但由於通膨僅作為名義錨，我們認為上世紀 70 年代的政策錯誤不太可能重演（第 2 頁）
- 黃金是一種出色的長期通膨對沖工具，但在短期內主要是受貨幣狀況的驅動（第 3 頁）
- 我們預計，美聯儲將於本周開始縮減購債規模，或於 2022 年年中加息（第 4 頁）
- 期貨敞口近期增加，但期權市場和 ETF 仍舊低迷（第 4 頁）
- 黃金供應保持穩定，而需求增長卻不足以防止過剩（第 6 頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2019 年 1 月 1 日=100）

貴金屬 10 月份小幅反彈，但月底勢頭減弱。



資料來源：Refinitiv

美國將縮減資產購買規模。

過去一個月，貴金屬價格反彈。黃金、白銀、鉑金和鈀金價格均走高，雖自月中起回吐了部分漲幅，但仍分別環比上漲 3.3%、10.9%、7.1% 和 7.8%。

貴金屬價格的反彈，原因似乎在於人們擔心，在經濟活動放緩之際，通膨壓力會不斷加大。事實證明，美國短期利率預期的提升不足以支撐美元，美元環比下跌 1.1%。雖然通膨預期上升，但對增長前景的擔憂導致收益率曲線趨平，美國 10 年期國債實際收益率環比下跌 14 個基點，至 -1.02%。鑒於美國寬鬆的貨幣政策，我們已將黃金模型的公允價值估值上調至 1762 美元/盎司（環比上浮 1.7%）。

我們認為，有關「滯脹」的擔有些誇大，上世紀 70 年的歷史幾乎不可能重演。

在 1971 年 8 月的「尼克森衝擊」之後，美國正式放棄了黃金作為名義貨幣錨的地位，與黃金脫鉤，貨幣政策開始享有完全自由裁

量權。如今，貨幣政策以平均通膨預測目標為基礎。此外，美聯儲更為關注有關能力壓力指標的問題以及通貨膨脹預期在推動通膨方面的重要作用。

我們預計美聯儲最早將於本周開始縮減購債規模，在 2022 年中後期開始加息。美國貨幣狀況趨緊有望推動美元走強、美國短期債券實際收益率上升以及黃金和其他貴金屬價格下跌，至少短期內將會如此。

圖 2：價格快照（2021 年 10 月 28 日）

價格 (美元/盎司)	2021 年 10 月	月環比%	同比%
黃金	1,783	3.3%	-4.5%
白銀	23.85	10.9%	2.5%
鉑金	1,018	7.1%	20.1%
鈀金	2,002	7.8%	-8.7%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2021 年 10 月 28 日）

相關指標	2021 年 10 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (盎司)	2021 年 10 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	4,605	5.6%	39.1%	黃金/印度盧比	133,560	4.2%	-3.8%
美元指數 (5 國代理)	120.70	-1.1%	-2.8%	黃金/人民幣	11,419	2.2%	-8.9%
西德州輕質原油 (美元/桶)	83.57	11.7%	131.0%	黃金/澳元	2,370	-1.5%	-10.8%
銅 (COMEX)	4.44	5.7%	45.4%	黃金/加元	2,208	0.3%	-11.2%
彭博大宗商品指數	130.36	3.8%	44.3%	黃金/南非蘭特	27,105	3.5%	-11.4%

資料來源：Refinitiv

佈雷頓森林體系的貨幣史...

佈雷頓森林體系...

在 1971 年 8 月發生「尼克森衝擊」之前，非社會主義國家的貨幣體系以佈雷頓森林體系為基礎。佈雷頓森林體系是以 1944 年在新罕布爾州舉行的同名會議而命名。

在佈雷頓森林體系下，美國同意以 35 美元一盎司的黃金平價將美元與黃金掛鉤，其他國家的央行則同意將自身貨幣與美元掛鉤，實行固定匯率制度。國內黃金可兌換承諾有美國龐大的官方黃金儲備和提高利率的能力作為支持。外部體系的穩定是透過對資本管制的嚴格管理，特別是「熱錢」投資組合流動、直接外匯干預和提高利率的能力。國際貨幣基金組織作為最後貸款人也為該國際體系提供了支援。由於對上世紀二三十年代競爭性貶值歷史重演的恐懼基本消除，西方國家可以自由地開始長期的貿易自由化進程。

...不是金本位制。

根據英國在 1914 年前實施的金本位制，以及兩次世界大戰之間的短暫間隙，英格蘭銀行必須在位於針線街的銀行總部黃金視窗將其發行的英鎊紙幣悉數兌換成黃金。因此，該行不得不在金庫中持有足夠數量的黃金以滿足需求，而在黃金需求強勁的情況下，銀行有能力提高利率，降低紙幣轉換黃金的吸引力。如果黃金需求足夠強勁，則金價就會上漲到足以保證離岸（通常是從巴黎或紐約市）裝運實物黃金。

在佈雷頓森林體系下，美國沒有向公眾開放這樣的黃金視窗，而是向外國央行提供黃金可兌換承諾。由於美國是戰

圖 4：美國通膨與黃金價格，美元/盎司

美國不放棄通膨目標制提供的名義錨，就不會重演上世紀 70 年代的歷史。



資料來源：Refinitiv、Redward

後時期最重要的經濟和政治力量——有效地承擔了西歐和日本的防禦——所以要求（兌換）黃金在政治上存在爭議。因此，黃金可兌換性承諾不再是一種具有約束力的約束，使得美國能夠奉行以穩定通貨膨脹和大力降低失業率為重點的基本獨立的貨幣政策。隨著時間的推移，隨著國際收支持續赤字給黃金可兌換性帶來壓力，該體系內在的矛盾日益明顯。最終，矛盾過於嚴重，美國面臨著在 1972 年總統大選前收緊貨幣政策以及可能出現長期衰退的選擇，或者放棄黃金可兌換性。尼克森政府選擇了後者。美元兌黃金立即貶值。1973 年，美國廢除了固定匯率制，使美元對主要貨幣實行浮動匯率制。

滯脹的年代...

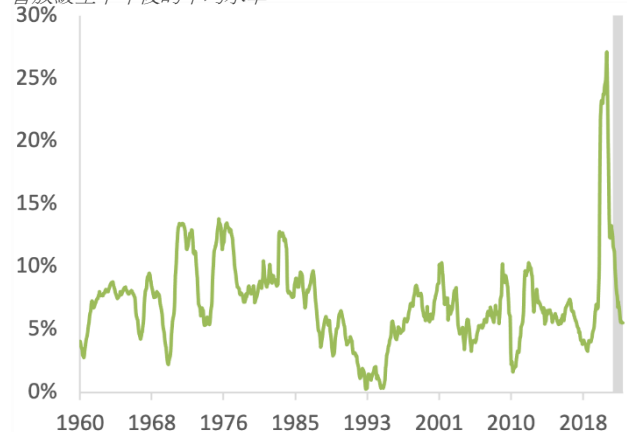
由於擺脫了黃金可兌換性的束縛，美國的貨幣政策沒有了明確的貨幣錨。從 1971 年到 1979 年，美國經濟遭受了兩次強大的石油衝擊，導致通貨膨脹和失業率同時上升。面對進退兩難的境地，加之要求將失業率降至最低的巨大政治壓力，美聯儲默許了通膨的不斷加劇，而工資和物價的通膨指數化及利率控制措施的增加，又限制了貨幣緊縮的有效性，進一步加劇了通膨。

...得到控制。

從 1979 年開始，在沃爾克（Volker）主席的領導下，美聯儲以貨幣總量目標為幌子制定了緊縮的貨幣政策，以 1980-1982 年的深度衰退為代價遏制了通貨膨脹。

圖 5：美國 M2 貨幣指數（同比%）

貨幣增長在疫情期間出現大幅增長，我們預計，2021-2022 年期間將會放緩至千年後的平均水準。



資料來源：Refinitiv、Redward

...到通膨目標制...

名義貨幣錨的重新引入...

到上世紀 90 年代初，學者和央行銀行家們已經意識到名義錨的重要性。在那個年代我們看到了通膨目標制的迅速普及。中央銀行家和學者們深入研究了上世紀 70 年代的經驗，注意到通膨預期的重要性、依賴短期通膨壓力之第二輪效應的必要性，以及在工資和物價指數及利率觸頂的情況下錯誤衡量潛在產出和通膨過程固有慣性的危險性。

...以及吸取的教訓...

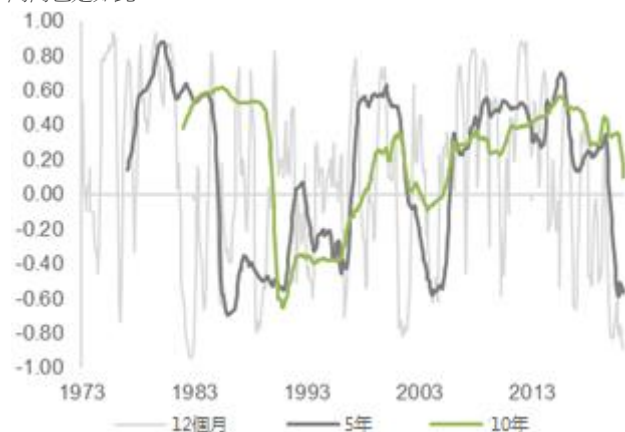
面對新冠肺炎疫情，出行限制在 2020 年 3 月至 4 月引發了經濟史上最嚴重的收縮。世界各國均為此推出了前所未有的財政和貨幣刺激措施。隨著疫情相關經濟活動限制的解除，我們觀察到需求的激增以及特定行業的供給衝擊。由於供給方面的失調限制了產出（如汽車、木材、航運等），以及需求刺激的減弱，我們正在經歷經濟增長放緩和通膨上升，有些人認為這是上世紀 70 年代經歷的重演。

...表明如今不太可能出現持續的滯脹。

我們認為，上世紀 70 年代的經歷不太可能重演，因為貨幣政策以通膨目標為基礎，政策制定者意識到潛在產出可能被錯誤衡量，並敏銳地察覺到通膨對通膨預期之第二輪效應的危險性。此外，儘管勞資糾紛正在加劇，但我們預計不會出現工資-物價螺旋式上升的混亂局面，因為指數化水準較低，而靈活的資本市場使得利率能夠反映信貸緊縮。

圖 6：黃金-通膨相關係數

黃金價格往往與美國通膨的相關性較低，即使在 5 至 10 年的區間內也是如此。



資料來源：Refinitiv、Redward

黃金是一種出色的通膨對沖工具...

黃金可以說是最好的長期保值手段，因此也是一種有吸引力的通膨對沖工具。自 1971 年 8 月以來，黃金價值的複合年增長率為 7.7%，實際年回報率為 3.9%。

...但短期內則不然。

雖然黃金是一種很好的長期通膨對沖工具，但其與通貨膨脹的短期關係卻是好壞參半，即使是在動盪的 70 年代。我們以 12 個月、5 年和 10 年為期限計算了過去 50 年裡美國總體 CPI 通膨率與黃金之間的滾動相關性，發現數值很少高於 0.8，通常都是負值。我們發現自 2000 年的通膨目標制以來，黃金與美國總體 CPI 通膨率（0.22）的相關性很低，與核心 CPI 通膨率（0.02）的相關性為零。我們得出的結論是，黃金不能很好地對沖短期通膨。

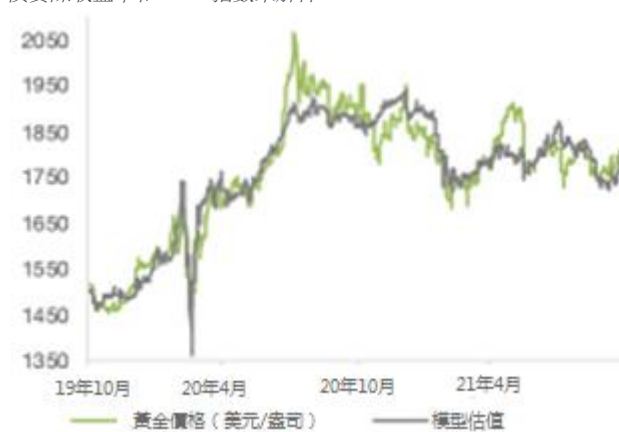
貨幣緊縮關係重大。

我們的黃金短期模型基於每日觀察的兩年滾動視窗。模型顯示，96%的黃金價格變動可以透過我們的 5 國美元指數、美國 10 年期國債實際收益率和 CRB 大宗商品價格指數來解釋。換句話說，黃金對美國貨幣環境高度敏感。

2020 年，美聯儲轉向平均通膨目標制。這是一個微妙但重要的轉變，美聯儲試圖將預期牢牢穩定在 2%；通膨下沖和上沖應該是對稱的。自去年年底以來，我們看到通膨預期穩步上升...

圖 7：黃金價格（美元/盎司）

過去兩年內 96%的黃金價格變動可以透過美元指數、美國 10 年期國債實際收益率和 CRB 指數來解釋。



資料來源：Refinitiv、Redward

...表明不太可能重演 70 年代的歷史。

...目前，平衡通貨膨脹率表明美聯儲將會實現其指令。我們注意到，美國 5 年期（五年期預期通膨率）平衡通貨膨脹率現已升至全球金融危機前的水準。

貨幣政策收緊。

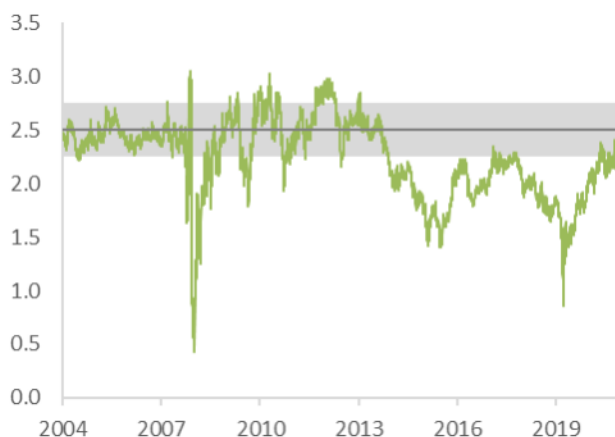
2020 年，美聯儲表示將維持其高度刺激性的貨幣政策設置，聯邦基金利率為 0.25%，每月購買總計 800 億美元的美國國債和 400 億美元的抵押貸款支持證券，直至在實現 2% 的通膨目標和「最大就業」方面取得「實質性進展」。

最近幾周，包括美聯儲主席鮑威爾在內的多位聯邦公開市場委員會成員表示通膨已經達到了實質性進展的標準。勞動力市場距離實現美聯儲的最大就業目標仍有一段距離，但已取得重大進展。隨著新冠病毒德爾塔變種的消退和流動性恢復，預計將取得進一步進展。因此，美聯儲或最早將於本周的會議上宣佈逐步縮減購債的計劃，直至 2022 年年中，為最早可能於年中加息的計劃做鋪墊。

2021 財年，美聯儲購買了 9600 億美元的美國國債。本財年，我們預計債券購買量將減少至 4400 億美元，2022 年年中以後不再購買任何債券。隨著美國財政赤字收縮，美國國債發行數量的減少將緩解相應需求的減少，但我們預計，短期利率上升和供需動態將導致長期債券的實際收益率上升，而支撐美元，使黃金承壓。假設我們的短期黃金模型包含彈性，10 年期美債實際收益率上升到零，黃金價格將相應下跌至 1464 美元/盎司，表明金價仍有充足的走軟空間。

圖 8：美國五年期平衡通貨膨脹率

美聯儲轉向「平均通膨目標」的同時，通膨預期也上升到了全球金融危機前的水準。



資料來源：Refinitiv、Redward

只是暫時的恢復，但...

9 月底，金價盤中一度跌至 1721 美元/盎司的低點，10 月 22 日反彈至 1814 美元/盎司的高位。我們認為金價的反彈源自於對美國滯脹的擔憂，導致美債收益率曲線趨平，與美元指數溫和走軟（環比下跌 1.1%）和 10 年期美債實際收益率下跌至 -1.02%（環比下跌 14 個基點）。因此，我們的黃金模型「公允價值」估值上升至每盎司 1762 美元（環比增長 1.7%），相對於我們的模型，黃金目前略顯「高估」。

...投資者的興趣減弱。

對通膨的擔憂似乎激發了專業投資者對黃金的興趣，COMEX 期貨淨多頭倉位從 9 月 28 日的 537.2 噸增加到 10 月 26 日的 701.2 噸。雖然期貨市場參與者變得更加樂觀，場外期權市場卻不以為然。

10 月份，票期不足 12 個月的平價遠期隱含波動率幾乎沒有變化。與此同時，我們注意到 1 個月期期權波動率偏度小幅上升至零，但儘管較長期期權的偏度仍偏向黃金強勢，但整個月都保持穩定，我們偏向較長期期權的偏度有所緩解。

世界黃金協會報告稱，在截至 10 月 22 日的三周內，黃金 ETF 持有量減少了 26.5 噸，使今年迄今黃金 ETF 總持有量減少了 185.1 噸，至 3,565.4 噸，與期權市場的擔憂一致。北美和歐洲的黃金 ETF 總持有量分別減少了 18 噸和 10.7 噸，而亞洲則增加了 2.3 噸。

圖 9：10 年期美債實際收益率與美聯儲資產負債表

隨著美聯儲縮減購債規模，我們預計長期實際收益率將會上升，使黃金價格承壓。



資料來源：Refinitiv、Redward

黃金需求繼續復蘇。

央行買盤減弱。

第三季度，各國央行仍活躍於黃金市場，購買了 69.3 噸黃金，使今年迄今的黃金購買量達到 393.4 噸。我們預計央行將在第四季度繼續購買黃金，預計黃金購買量為 90 噸，全年購買量將達到 483 噸（同比增長 89.6%）。

儘管各國央行一直是黃金的活躍買家，但更多地是受到大規模一次性投資組合配置的驅動，泰國、日本、匈牙利、巴西和烏茲別克斯坦分別大舉買入 90.2 噸、80.8 噸、63 噸、62.3 噸和 51 噸，印度則保持穩定，買入 68.2 噸。我們注意到，菲律賓大肆拋售 31.8 噸黃金，部分抵消了上述流入量。近年來一直活躍的中央銀行——特別是中國、哈薩克斯坦、俄羅斯和土耳其——基本上缺席，中國上次買入黃金還是在 2019 年 9 月。

工業需求復蘇。

第三季度，工業用黃金消費量達到 83.8 噸，較去年同期增長 8.6%。我們已將 2021 年最後一個季度的工業用量上調至 85 噸，進而全年需求達到 330 噸（同比增長 9.2%）。這較我們之前的預測上調了 8 噸。

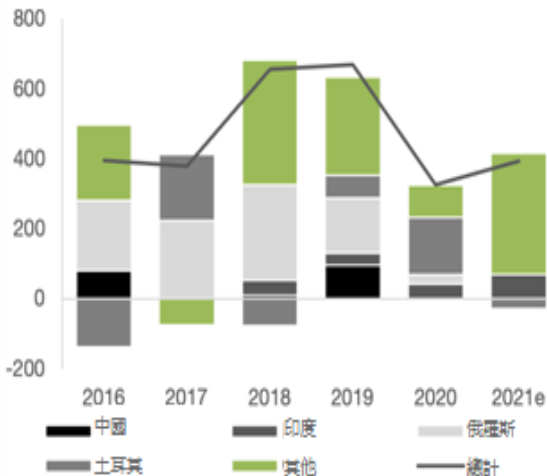
印度進口反彈。

印度商務部報告稱，8 月份進口激增至 121 噸，而坊間報告顯示，9 月份進口量又增加 91 噸。所以，過去三個月的進口量已達到 289.5 噸，2022 財年前六個月的進口量達到 438.3 噸。

隨著新冠肺炎病例的減少，以及有關婚禮和節慶相關購買量將會攀升的預期，零售情緒貌似積極。

圖 10：央行購買量（噸）

在大規模一次性採購的推動下，購買量有所回升，但俄羅斯和土耳其等重要買家仍然缺席。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

然而，黃金仍繼續以折價交易。印度儲備銀行估計，截至 9 月份，黃金抵押貸款（以黃金作為抵押品）總額達到 6290 億印度盧比（133.3 噸），表明貸款償還可能會會緩衝對黃金的部分需求。

珠寶需求旺盛...

第三季度，與新冠肺炎相關的出行限制繼續放寬，黃金首飾需求穩步回升，銷售量達到 442.6 噸，較 2020 年同期增長 33%。

在截至 9 月底的 12 個月裡，首飾銷售量達到 1833.6 噸（同比增長 23.9%）。雖然該數值表明已較截至 2020 年底的 12 個月（疫情期間）1404.1 噸的低點出現大幅復蘇，但仍遠低於截至 2019 年底的 5 年期間平均實現的 2268.7 噸的年銷量。過去一年，中國的珠寶首飾類銷售量為 156.8 噸，印度為 258.9 噸，美國為 95.9 噸，分別占珠寶總銷售量的 41.7%、21.7% 和 8%。

...以及金條和金幣。

世界黃金協會報告稱，第三季度金條和金幣需求增至 261.7 噸，較去年同期增長 18.4%。在過去 12 個月中，金條和金幣需求增至 1125.9 噸（同比增長 29.2%），較截至 2020 年第三季度的四個季度增加了 254.5 噸。

今年金條和金幣需求的反彈受到泰國需求反彈（經歷 2020 年中期大幅拋售之後）和美國強勁需求（尤其是第一季度）的影響。但是，土耳其對金條和金幣的需求停滯不前，從去年的 142.1 噸降至過去兩個季度的 13.7 噸，因而部分抵消了上述增長。我們預計 2021 年金條和金幣需求將增至 1132 噸（同比增長 25.8%）。

圖 11：珠寶、金條與金幣（噸）

珠寶銷售出現反彈，但仍遠低於疫情前的水準，金條和金幣的銷售已恢復正常。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

...但黃金仍處於過剩狀態。

黃金供應仍然疲軟。

世界黃金協會報告稱，第三季度黃金供應總量為 1238.9 噸，較去年同期下降 3.1%。礦山供應量增至 959.5 噸（同比增長 4.4%），但回收黃金減至 298 噸（同比減少 21.9%），抵消了前者的增長，淨生產商對沖總計-18.6 噸。由於回收黃金供應疲軟，整體黃金供應量略低於我們的預測——我們預計礦山和回收黃金供應量將達到 1275 噸，而實際結果為 1257.5 噸。第三季度，由於新冠肺炎相關流動性限制和物流方面的困難，回收黃金供應似乎仍然受到限制，我們現在預計，2022 年其復蘇的步伐將更為趨緩。

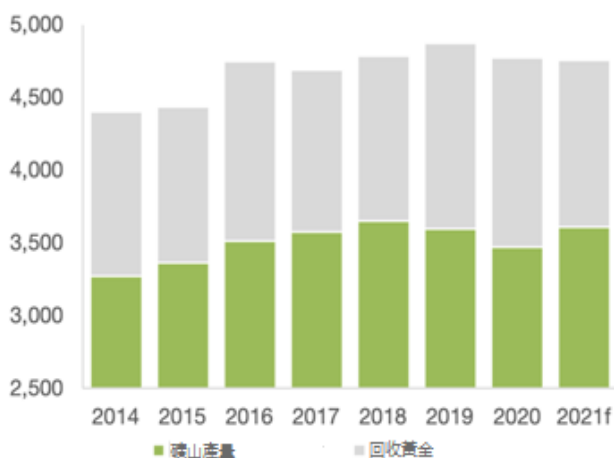
隨著黃金開採量現在基本上回到大流行前的水準，我們預計黃金供應量的增長速度將會放緩。然而，礦業公司仍處於投資的有利地位，這支撐了它們現有的供應量，並可能逐步增加產能。黃金每盎司 1800 美元的價格仍遠高於總維持成本，紐蒙特（1050 美元/盎司）和巴里克黃金（1052 美元/盎司）報告的維持成本遠低於市場價格。礦業公司的業績顯示，有強勁的自由現金流支撐資本支出計劃，同時也為削減債務、支付股息和/或股票回購提供了空間。

由於我們下調了回收黃金供應量的估值，所以 2021 年最後一個季度的黃金供應量估值也隨之下調。我們現在預計礦山產量為 930 噸，回收黃金 295 噸，生產者淨套期保值-15 噸，總供應量為 1210 噸。

我們現在估計礦山供應量為 3609 噸（同比增長 3.9%），回收黃金和生產者套期保值供應量為 1106 噸（同比下降 11.5%），黃金總供應量為 4715 噸（同比下降 0.2%）。

圖 12：黃金供應量（噸）

礦山供應量有所回升，但仍低於 2018 年的峰值水準
總供應量受到回收黃金供應疲軟的制約。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

黃金仍處於過剩狀態。

今年黃金供應量預計基本保持不變，為 4715 噸（同比下降 0.2%），需求量預計溫和反彈至 3712 噸（同比增加 1.5%），黃金市場過剩約 1000 噸。

未來，預計 2022 年礦山產量將小幅增加至 3663 噸左右（同比增長 1.5%）；與此同時，預計阻礙黃金回收的流動性限制和物流挑戰將會消失，回收黃金量將增加至 1260 噸（同比增長 13.9%），總供應量將達到 4923 噸（同比增長 4.4%）。

我們預計，2022 年工業需求只會小幅增長，至 335 噸（同比增長 1.5%），而消費者流動性的進一步改善以及收入的增加將促使珠寶需求進一步反彈，至 2100 噸（同比增長 6.8%）。我們預計，在今年一段時期的強勁需求之後，金條和金幣需求可能會略有放緩，回想一下 1 月底受到投機興趣的短暫提振，金條和金幣需求達到 1050 噸（同比下降 7.2%）。我們預計，央行對黃金的需求將保持不變，但如果沒有中國、俄羅斯和土耳其的大規模買入，黃金需求仍將依賴於大規模的一次性投資組合再平衡交易，我們預計需求將為 450 噸（同比下降 6.9%）。

這種情況下，黃金 ETF 需求將成為一個關鍵的不確定性來源。今年平倉約 200 噸，我們預計黃金 ETF 需求將反彈至 250 噸，但這在很大程度上取決於黃金的價格表現；如果黃金走軟，則有可能出現進一步平倉。綜合以上預測，我們初步預測黃金需求將增加到 4185 噸（同比增加 12.7%），但據此黃金仍將面臨 738 噸的淨盈餘頭寸，這是連續第三年出現大量盈餘，使得黃金容易受到長期債券收益率上升和美元走強的影響。

圖 13：黃金供求關係（噸）

黃金 ETF 需求疲軟導致黃金淨頭寸連續第二年大幅盈餘。

公噸	2017	2018	2019	2020	2021e	2022f
礦山產量	3,579	3,653	3,599	3,473	3,609	3,663
回收黃金	1,086	1,120	1,279	1,250	1,106	1,260
總供應量	4,665	4,773	4,878	4,724	4,715	4,923
工業需求	333	335	326	302	330	335
珠寶首飾	2,257	2,285	2,138	1,327	1,967	2,100
金條金幣	1,044	1,090	867	900	1,132	1,050
ETF	266	83	408	874	-200	250
中央銀行	379	656	605	255	483	450
總需求量	4,278	4,449	4,344	3,658	3,712	4,185
淨頭寸	386	324	534	1,066	1,003	738

資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

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

網址：oanda.com