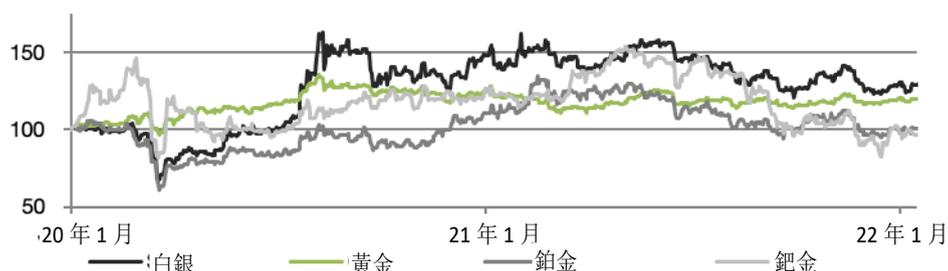


## 亮點

- 出於對烏克蘭事件的擔憂，期貨和 ETF 投資者最近重返黃金市場，或是反映了其他資產的版塊輪動（第 2 頁）
- 美債實際債券收益率上升對黃金是一個重大挑戰，歷史關係表明存在重大修正的空間（第 2 頁）
- 珠寶、金條和金幣需求在 2021 年出現反彈（第 3 頁）
- 受 SPDR 黃金信託基金（SPDR Gold Trust）增持 32.2 噸的推動，ETF 需求 1 月份出現反彈，同時加密貨幣走軟（第 4 頁）
- 現有黃金存量增至 205,238 噸，而珠寶所佔份額下滑至 46%（第 4 頁）
- 我們預計 2022 年黃金供應量將小幅上漲至 4,718 噸（同比增長 1.1%）（第 5 頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2020 年 1 月 1 日=100）

1 月份貴金屬盤整，鉑族金屬表現突出。



資料來源：Refinitiv

## 逆風繼續加劇。

對貴金屬而言，過去一個月可謂喜憂參半，黃金價格一度突破 1,850 美元/盎司，後回落至 1,806 美元/盎司（環比上漲 0.3%），白銀價格環比下跌 1.2%。然而，鉑族金屬表現強勁，其中鉑、銻、鈀分別環比上漲 8.0%、19.5% 和 29.5%。

事實證明，我們上個月關於 1 月 25 日至 26 日聯邦公開市場委員會（FOMC）會議召開前黃金將會疲軟的預期是有先見之明的，金價在三天內下跌 3.6%，於 1 月 28 日跌至 1,787 美元/盎司的盤中低點。此後，金價恢復平靜。但我們認為，貨幣環境收緊和債券實際收益率上升對金價構成了重大不利因素。

由於電力短缺以及施行更嚴格的環境和安全法規，中國的黃金產量在 2021 年減少了 36.8 噸，似乎已經摘下了全球最大黃金生產國的桂冠。

2021 年全球礦山供應量擴大至 3,560.7 噸（同比增長 2.0%），預計今年將進一步增加至 3,617.6 噸（同比增長 1.6%）。

不過，再生金數量的下降將使黃金總供應量限制在 4,718 噸（同比增長 1.1%）。

2021 年，珠寶、金條和金幣的需求急劇反彈，除場外交易和其他剩餘流量以外的需求提升至 4,021 噸（同比增長 9.9%）。我們預計今年珠寶、金條和金幣的需求將會企穩，整體供需平衡取決於央行和投資者流入黃金 ETF 的規模。鑑於我們對黃金價格的觀點，我們預計需求增長放緩將抵消供應增長放緩的影響，而各國央行和包括珠寶商在內的其他長期投資者可能會趁此機會買入黃金，作為對價格疲軟的應對之策。

圖 2：價格快照（2022 年 2 月 3 日）

價格(美元/盎司)	2月22日	月環比%	同比%
黃金	1,806	0.3%	-1.7%
白銀	22.58	-1.2%	-15.2%
鉑金	1,032	8.0%	-5.7%
鈀金	2,365	29.5%	5.5%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2022 年 2 月 3 日）

相關指標	2月22日	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	2月22日	月環比%	同比%
標普 500 指數	4,589	-4.3%	19.9%	黃金/印度盧比	135,119	0.9%	0.9%
美元指數（5 國代理）	123.56	0.7%	3.3%	黃金/人民幣	11,490	0.4%	-3.1%
西德州輕質原油（美元/桶）	87.76	15.4%	60.3%	黃金/澳元	2,532	1.1%	4.8%
銅（COMEX）	4.43	0.3%	25.1%	黃金/加元	2,288	-0.3%	-2.5%
彭博大宗商品指數	110.27	10.9%	35.7%	黃金/南非蘭特	27,701	-3.1%	0.8%

資料來源：Refinitiv

# 實際收益率持續上升，投資者藉機入場。

## 黃金仍窄幅波動。

過去一個月，金價在每盎司 1,779-1,853 美元區間內波動，目前為每盎司 1,806 美元（環比上漲 0.3%）。我們的進口加權指數（基於珠寶、金條和金幣的進口權重）顯示，金價環比下跌 1.3%，但同比保持不變。

## 投資者逢低買入 ...

上週美聯儲公開市場委員會（FOMC）會議負責人稱，黃金價格下跌 4%，從 1 月 25 日的盤中高點 1,853 美元/盎司跌至 28 日的盤中低點 1,787 美元/盎司。

散戶和商業投資者均利用黃金價格走軟的機會「逢低買入」。世界黃金協會報告稱，上週黃金 ETF 持有量增加了 6.9 噸，至 3610.5 噸。與此同時，芝加哥商品交易所報告稱，非商業淨持倉量增加 34.8 噸合約，相當於 108.4 噸，使非商業未平倉量達到 764 噸。

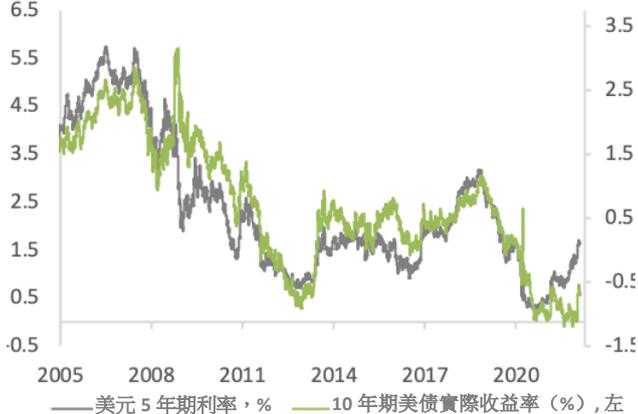
## ...源於「安全投資轉移」憂懼...

我們認為，投資者在過去一週增持黃金，是因為預期在通膨壓力不斷上升之際，黃金將發揮保值作用。黃金亦可能從加密貨幣和股票等競爭資產的投資組合再平衡中受益。由於美俄在烏克蘭問題上的緊張局勢升級，最近幾天黃金亦可能獲得某種支撐。

## ...和三角旗形主要參數。

自 2020 年 8 月達到峯值並於 2021 年初修正以來，黃金

圖 4：美國 5 年期掉期和 10 年期債券實際收益率，%  
債券實際收益率未能跟上短期名義收益率上升的步伐，表明上行壓力可能會持續。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

始終呈低高點和高低點的三角旗形態交易，金價朝著 200 日均線（1,805 美元/盎司）靠攏，動量指標走向不明。2019 年以來的潛在趨勢表明，黃金可能會突破高點，一些投資者可能已經為此做好了準備。然而，若技術面跌破 1,770 美元/盎司左右，有可能觸發投機性黃金多頭倉位的平倉。

## 美國貨幣政策是關鍵。

儘管黃金是一種出色的長期價值儲存手段，但它在短期內對衝投資者通膨風險的能力很差，因為黃金的週期性走勢在很大程度上受到美國貨幣環境波動的驅使，尤其是美國長期債券實際收益率的波動。

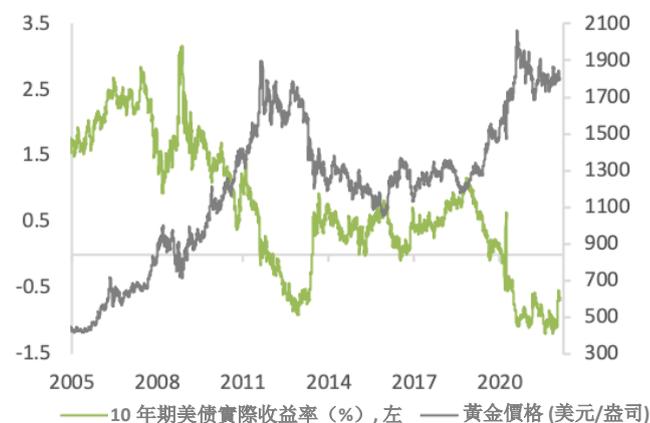
自 2005 年以來，黃金價格與美國 10 年期債券實際收益率的相關係數一直是 -0.91。一個簡單的雙變量回歸分析表明，債券實際收益率每上下波動 10 個基點，黃金價格將會上下波動 2.1%；當前債券實際收益率為 -0.65%，「公允價值」估計為 1,707 美元/盎司。

我們認為美國抗通膨債券（TIPS）的實際收益率代表了接近全球的無風險收益率。因此，美國債券長期實際收益率的上升意味著，包括黃金在內的資產估值必須採用更高的長期貼現率。

11 月，美國財政部指出，TIPS 占美國未償國債總額的比例已降至 7.5%，但美國財政部計劃增加發行量，使其佔比回升至疫情前的 8-9%。與此同時，目前持有 3815 億美元 TIPS 的美聯儲將很快停止購買，有可能逐步減少持有量，由此可見，供需動態表明債券實際收益率可能會回升至 0.5-1.0% 的區間，這將對黃金構成重大壓力。

圖 5：債券實際收益率與黃金價格（美元/盎司）

我們認為美國 10 年期國債實際收益率有回升至 0.5-1.0% 的空間，這意味著金價將面臨相當大的阻力。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

# 珠寶需求從新冠肺炎疫情中復甦。

## 印度進口量飆漲

2021年，印度以557億美元的總成本進口了約1,059.5噸黃金。黃金進口量較上年同期增加629.3噸，同比增長146.3%。進口金條和金幣（185.5噸）同比增長43%，珠寶（610.9噸）同比增長93.4%。印度外匯儲備也增加了73.8噸，同比增長77.1%。

強勁的需求似乎是源自於珠寶需求（反映出因大流行病推遲婚禮而被壓抑的需求）、補充庫存以及投資者需求。2021年11月和12月的進口或多或少與往年持平，我們預計2022年進口需求將減至750噸左右。

## ...驅動因素來自於珠寶...

世界黃金協會報告稱，2021年珠寶需求擴大至2220.9噸，增加893.5噸（+67.3%）。珠寶需求則受益於珠寶商重新開業並補充庫存所引發的消費反彈（2,123.6噸）和珠寶庫存增加（97.3噸）。

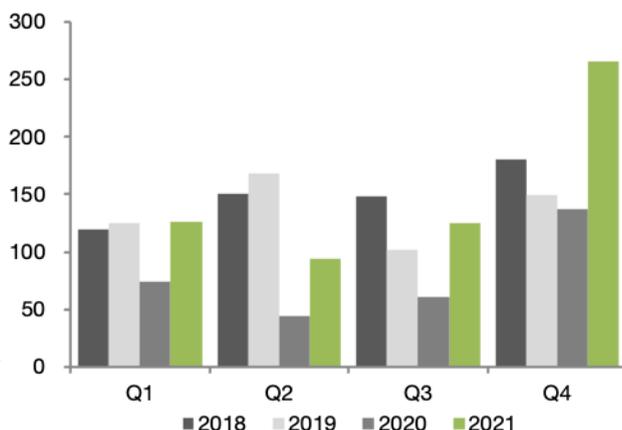
新冠疫情導致珠寶商的庫存週期出現重大變化。為應對2020年貿易指令的限制，珠寶商將庫存減少了73.7噸，但隨著去年業務恢復，珠寶商又增加了97.3噸的庫存。在過去十年中，庫存持有量每年僅增加3噸，我們預計2020-21年的庫存週期將有所緩解，預計今年庫存累積為零。

結合我們對珠寶消費（2,175噸）和庫存（0噸）的預測，我們預計到2022年珠寶製造總量將達到2,175噸（同比下降2.1%）。

## ...以及金條和金幣。

圖6：印度珠寶市場黃金需求（公噸）

隨著經濟反彈和珠寶商補充庫存，印度珠寶需求在2021年第四季度激增265噸。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

2021年，金條和金幣需求反彈280.7噸，至1180.4噸（同比增長31.2%），是需求恢復到2014-18年的水準。金條和金幣需求在2021年最後一個季度激增至303.5噸，較2020年同期增加51.3噸。金條和金幣需求的復甦主要來自印度（78.9噸），2020年第四季度進口量增加30噸；中國和德國的需求同樣強勁，分別增加了76.9噸和39.1噸。然而，土耳其的金條和金幣需求暴跌，最後一個季度購買量降至3.8噸，較2020年同期減少25噸，年進口量僅61.4噸（同比下降49.3%），抵消了金條和金幣需求的強勢反彈。

世界黃金協會將金條和金幣需求分為三類：i) 金條，ii) 官方金幣，以及 iii) 獎牌和仿幣。金條和金幣需求去年出現反彈，原因是金條需求上漲（266.6噸），官方金幣需求雖下降（減少1.6噸），但獎牌和仿幣需求大漲（增加15.7噸），同比增長22.7%。據美國鑄幣廠報告，鷹揚金幣和水牛金幣去年的銷量總計49.6噸（同比增長46.8%），但今年1月的銷量僅有24.3萬盎司，較2021年1月下降13.8%，表明需求可能正在走軟。

我們預計，今年金條需求將大致維持在當前水準，但金幣、仿幣和獎牌的需求仍有走軟的空間，因此我們預測金條和金幣的總需求將放緩至1,149噸，較去年下降31.4噸（同比下降2.7%）。

## 技術需求上漲..

在電子和其他工業用途復甦的推動下，2021年技術需求強勁反彈，增長27.4噸，至330.2噸（同比增長9.1%），而牙科需求保持穩定在11.4噸。隨著全球工業生產放緩，預計技術需求增長將會放緩，需求將擴大至337噸（同比增長2.1%）。

圖7：金條和金幣（噸）

繼2020年同比增長15.6%、2021年同比增長9.3%之後，我們預計2022年全球M2貨幣供應量的年增長率將放緩至7.2%。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

# 投資者賣出、央行買入。

## ETF 或會出現資金外流...

據世界黃金協會報告，去年黃金 ETF 持有量減少 173.3 噸，較 2020 年減少 1,047.3 噸。從表面上看，黃金的零售需求或許會在 2022 年重現。截至 1 月 28 日，黃金 ETF 持有量增加了 40.3 噸。但是，這一增長主要是源於 SPDR Gold Trust ETF 在 1 月 21 日當週大舉買入 32.2 噸黃金，與此同時加密貨幣嚴重疲軟，這表明，這種流動很可能是投資組合向黃金的一次性再平衡。

過去十年，黃金 ETF 的年度需求與黃金價格的變動（同比%）之間關係係數達到 0.9 左右，高度相關。鑒於我們預期債券實際收益率上升和美元走強將推低黃金價值，預計黃金 ETF 資金外流將再次出現，預計今年的淨流出總量將達到 300 噸。

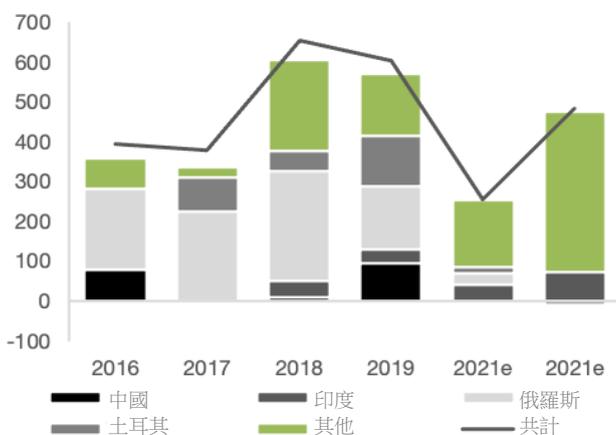
## ...央行在買入。

2021 年（第四季度）央行增加了 47.7 噸的黃金儲備，總購買量達到 463.1 噸（同比增長 81.6%）。前幾年，幾個主要的新興市場買家（尤其是印度、哈薩克斯坦、俄羅斯和土耳其）每年穩步大幅購買黃金。但去年不同，新興市場和發達市場的央行都進行了大量的一次性大額交易。最大的購買國是泰國，買入 90.2 噸，其次是印度、匈牙利和巴西，分別買入 77.4 噸、63 噸和 62.3 噸。值得注意的是，中國和俄羅斯兩國均未增持黃金。

我們預計，2022 年俄羅斯依然不會買入，而如果黃金價格出現實質性調整，中國可能會適時再度買入。印度可能仍是黃金的穩定買家，但我們預計其國際收支順差將縮小，會

圖 8：央行購買量（噸）

各國央行在 2021 年購買了 463.1 噸黃金，但我們認為，到 2022 年需求或將消散，並仍保持機會主義。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

導致黃金淨購買量減少。土耳其在國內經濟挑戰中苦苦掙紮，有可能會將 384.1 噸的黃金持有量賣出一部分。由於沒有現成的買家，所以很難預測各國央行在 2022 年可能會採取何種行動，但預計會繼續增持，特別是在時機恰當的時候，我們預計會進一步增持 400 噸。

## 現有黃金存量增加。

據估計，2021 年現有黃金存量達到 205,238 噸，在過去十年中增加了 30,083.5 噸，意味著庫存在以 1.63% 的複合年增長率增長。

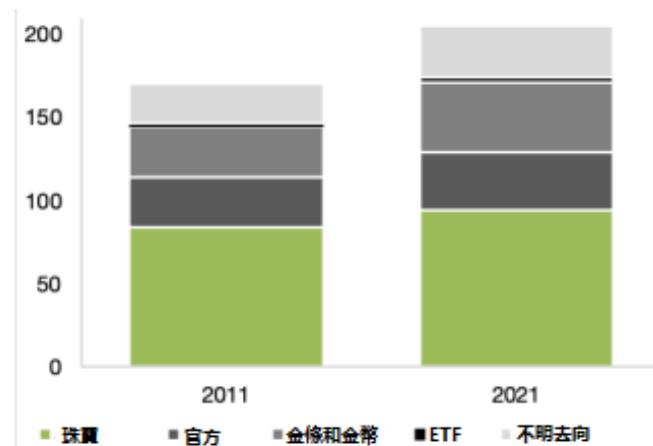
珠寶儘管十年來在黃金持有量中所佔的比重下降了 3.3 個百分點，降至 46%，但仍佔大頭，達到 94,464 噸。

私人投資者是黃金的第二大持有者，共持有 45,456 噸黃金，其中大部分以金條和金幣的形式持有，為 41,885 噸，而黃金 ETF 持有量為 3,570 噸。雖然投資者的大部分注意力都集中在 ETF 的投資者行為，但截至 2021 年底，他們在黃金總持有量中的份額僅為 1.7%，十年來僅增長了 0.3 個百分點。相比之下，過去十年裡金條和金幣的持有量增加了 2.6 個百分點，達到 20.4%，表明大部分投資者繼續傾向於購買實物黃金，並私下將之儲備起來。

到 2021 年底，官方部門的黃金儲備——主要是央行的黃金儲備以及國際貨幣基金組織和國際清算銀行等多邊機構持有的黃金儲備——達到 34,592 噸，佔總黃金儲備的 16.9%，十年來下降了 0.4 個百分點。最後，未分配的黃金持有量（主要是「黑金」）估計為 30,726 噸，佔總持有量的 15%，十年來增加了 0.8 個百分點。

圖 9：現有黃金存量（公噸）

雖然珠寶仍然是黃金持有的主要形式，但在過去十年中，金條和金幣的份額增長最快。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

# 黃金供應增長放緩。

## 礦山供應量增加...

2021 年最後一個季度，全球礦山產量降至 915 噸（同比下降 1%），礦山產量下滑至 2015 年以來的 12 月季度最低值。受此影響，全年礦山產量僅達到 3,560.7 噸（同比增長 2.0%），上半年產量強勁，下半年疲軟。

世界黃金協會指出，2021 年最後一個季度新冠肺炎造成的影響微乎其微。印度尼西亞、加拿大、墨西哥和南非的年產量均出現反彈，分別增長 21 噸、19 噸、14 噸和 13 噸。與此同時，中國、澳大利亞、美國和巴布亞新幾內亞的產量明顯疲軟，分別減少 36.8 噸、17 噸、11 噸和 10 噸。據估計，中國礦山產量已降至 331.5 噸（同比下降 10%）。中國的減產是由更嚴格的環境和安全法規以及電力短缺等多種因素共同作用的結果，預計這將導致進一步減產和礦山關閉。

澳大利亞政府將本國金礦產量的疲軟歸因於勞動力和技術短缺。首席經濟學家辦公室發佈的 2021 年四季度《資源和能源季報》（Resources and Energy Quarterly）指出，「預計到 2023 年，一系列切實項目將使本國的金礦產量達到 395 噸」。由於澳大利亞是世界上黃金儲量最大的國家，所以該國成為世界上最大的黃金出產國並不足為奇。

世界黃金協會預計，2022 年礦山產量的增長速度將於 2021 年趨同，與我們預測的產量增長 3,617.6 噸（同比增長 1.6%）一致。

## ...但回收量將減少。

2021 年（第四季度）再生金供應量下降 300.8 噸，較 2020 年同期下降 8.5%。全年再生金供應量為 1,149.9 噸（同比減少 11%）。

圖 10：礦山供應量（噸）

隨著趨勢增速放緩，預計 2022 年礦山供應量將同比增長 1.6%。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

我們曾預計，家庭收入面臨的壓力——尤其是在發展中國家——加上黃金價格從高位回調，將推動 2020-21 年的黃金回收。但在 2020 年和 2021 年初，全球回收供應鏈的中斷似乎限制了黃金的回收，阻礙了供應。最近，家庭收入的回升加上對通膨的擔憂加劇，導致了供應意願下滑。

首席經濟學家辦公室在 12 月發佈的《資源和能源季報》中預測，再生金供應有可能繼續下降，今年會降至 1,143 噸，2023 年降至 1,063 噸。與此同時，世界黃金協會預計降幅會更大，今年會降至 1,050-1,110 區間。我們初步預計 2022 年回收量將達到 1,125 噸（同比下降 2.2%）。

## 供應量小幅增加...

結合我們對金礦產量（3,617.6 噸，同比增長 1.6%）、再生金供應量（1,125 噸，同比減少 2.2%）及生產商淨對沖持平過去 5 年平均水準（減少 24.4 噸）的預測，我們預計黃金供應量將上升至 4,718 噸（同比增長 1.1%）。雖然我們的預測表明黃金供應將從疫情相關的疲軟中恢復，但仍比 2019 年的峯值下降了 3.3%。

## ...因需求疲軟而得到滿足。

世界黃金協會近期將其「淨頭寸」歸類到「場外交易和其他」，以反映場外交易、商品交易所庫存的變化以及未觀察到的庫存變化。此項仍是我們供需平衡中的一個餘量，估計為 957 噸，仍處於高位。我們的預測表明，供需動態可能會受到投資者興趣減弱的負面影響，特別是對黃金 ETF 的興趣。

圖 11：黃金供需關係（噸）

黃金 ETF 需求低迷，可能會使黃金供需動態對下行風險敏感。

噸	2017	2018	2019	2020	2021	2022f
礦山產量	3,578	3,653	3,599	3,475	3,561	3,618
再生金*	1,086	1,120	1,279	1,246	1,105	1,101
總供應量	4,664	4,772	4,878	4,721	4,666	4,718
工業需求	333	335	326	303	330	337
珠寶首飾	2,257	2,285	2,138	1,327	2,221	2,175
金條金幣	1,044	1,090	867	900	1,180	1,149
ETF	266	83	408	874	-173	-300
中央銀行	379	656	605	255	463	400
OTC 及其他	386	323	534	1,062	645	957
總需求	4,664	4,772	4,878	4,721	4,666	4,718

\*包括生產商對沖資料來源：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](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)