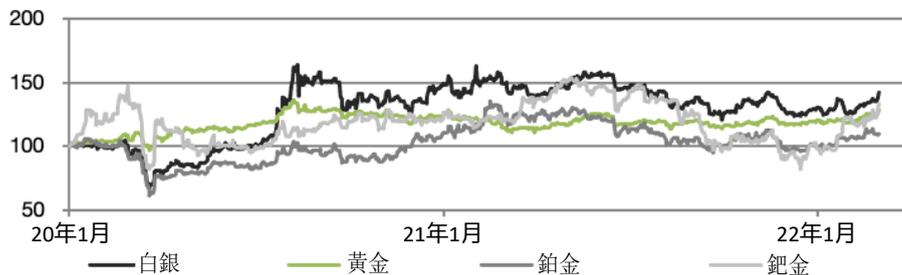


要點

- 儘管黃金在期貨需求強勁的背景下走強，但黃金支援的ETF需求依舊較為低迷（第2頁）
- 場外黃金期權市場已經反映出更大的不確定性，黃金看漲期權偏好增大，但沒有恐慌跡象（第2頁）
- 各種制裁正在限制俄羅斯向全球市場供應黃金的能力，促使俄羅斯銀行恢復黃金買入（第3頁）
- 不過央行或將成為重要的黃金供應商（第3頁）
- 金價走高鼓勵澳大利亞加大勘探力度並增加資本投資，政府預計金礦產量到2023年將增至395噸（第4頁）

圖1：貴金屬價格指數（2020年1月1日=100）

俄羅斯入侵烏克蘭引發貴金屬價格全面上漲。



資料來源：Refinitiv

地緣政治風暴來襲

俄羅斯入侵烏克蘭引發貴金屬價格在過去一個月大幅反彈，黃金（月環比上漲7.2%）、白銀（月環比上漲12.9%）、鉑金（月環比上漲6.6%）和鈀金（月環比上漲15.8%）均大幅上漲。

黃金一直因其避險功能而備受青睞。專業投資者一向是期金的強勁買家，儘管他們對場外交易期權的需求向來較為謹慎，對非現金類的黃金看漲期權尤其是短期期金的需求不斷增加。黃金亦受益於實際債券收益率的下降，從而將我們估算的「公允價值」推高至約1,775美元/盎司。這意味著風險溢價約為200美元/盎司。

黃金亦可能受益於俄羅斯黃金供應的潛在中斷。我們估計俄羅斯在2022年計劃生產約340噸黃金，占全球總產量的9.6%。隨著俄羅斯外貿銀行受到制裁，倫敦金銀市場協會（LBMA）或對來自俄羅斯黃金精煉商的優質交割金條實施限制，導致黃金進入市場可能面臨挑戰。

然而，影響並非都是單向的。隨著對俄羅斯銀行的制裁，俄央行可能會考慮出售其持有的2298.5噸黃金中的一部分，以平衡國際收支並穩定正在崩潰的盧布，交易最有可能透過中國人民銀行或上海交易所進行。

金價走高促使澳大利亞的投資支出激增。澳大利亞政府報告稱當前有19個項目處於承諾階段，資本投資額為51億澳元。另有17個項目處於可行性階段，投資額為56億澳元。首席經濟學家辦公室預計澳大利亞金礦產量到2023年將增加到395噸。

圖2：價格快照（2022年3月3日）

價格(美元/盎司)	22年3月	月環比%	同比%
黃金	1,925	7.2%	10.8%
白銀	25.33	12.9%	-5.3%
鉑金	1,085	6.6%	-9.9%
鈀金	2,721	15.8%	15.2%

資料來源：Refinitiv

圖3：定價和指標（2022年3月3日）

相關指標	2022年3月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	2022年3月	月環比%	同比%
標普500指數	4,387	-2.9%	13.3%	黃金/印度盧比	145,635	8.8%	14.4%
美元指數（5國代理）	123.56	0.4%	3.0%	黃金/人民幣	12,175	6.6%	8.3%
西德州輕質原油（美元/桶）	114.64	30.1%	91.9%	黃金/澳元	2,640	3.8%	18.7%
銅（COMEX）	4.59	6.2%	8.4%	黃金/加元	2,432	6.6%	10.8%
彭博大宗商品指數	125.64	16.5%	47.4%	黃金/南非蘭特	29,483	6.7%	13.6%

資料來源：Refinitiv

地緣政治風險是首要因素。

金價由於全球性風險而反彈…

2月24日，金價攀升至1,947美元/盎司的盤中高點，後穩定在1,925美元/盎司（月環比上漲7.1%），年初至今漲幅達5.3%。金價反彈具有廣泛基礎，相對於我們的黃金與進口加權貨幣指數，金價月環比上漲8.2%，使其在一籃子貨幣基礎上的漲幅自年初以來達到6.6%。

…但這不是恐慌。

金價已反彈至200天移動平均線（每盎司1,809美元）上方，帶動動能指標進入「超買」區間。此輪漲勢與12月期之內的所有期金隱含波動率上升有關，與黃金短期和長期價值的不確定性增大一致。然而，隱含波動率的上升在短期內更為顯著，反映出當下的不確定性更大，1月期期金的隱含波動率上升18.75%，至5.5%。與此同時，12月期期金的隱含波動率僅上升1.5%，至17.2%。

儘管投資者對黃金前景變得更不確定，但他們的偏好已經倒向黃金，短期看漲期權需求的增加帶動1個月期25-delta風險逆轉率從1月底的0.25%拉升至利好期金的2.75%。然而，與絕對波動水準一樣，需求嚴重偏向短期強勁。

投資者買入黃金…

進入2022年以來，投資者大量持有投機性黃金淨頭寸。美國商品期貨交易委員會（CFTC）報告稱，非商業性淨未平倉期金合約為227.9萬份，價值708.9噸。美債和全球債券收益率的上升促使投資者在2月4日減持期金合約至18.98萬份，合590.2

噸。但隨著歐洲局勢惡化，持倉量增加。截至2月25日，非商業性期金持倉合約為281.6萬份，價值875.8噸。考慮到烏克蘭戰事以及西方國家的反應，我們預計非商業性期金持倉會大幅增加。

…但ETF需求低迷。

截至2月25日，世界黃金協會報告黃金ETF持倉達3,645.4噸，自年初至今增長了76.5噸。自1月底以來，黃金ETF持倉增加29.8噸，其中北美投資者的黃金持倉增加最多，年初至今增加了68.5噸。歐洲投資者的需求一向較為低迷，增加了25噸，而亞洲投資者清倉了17.2噸。鑒於烏克蘭戰事發展迅速以及近期金價上漲，對黃金ETF的需求一直低迷，儘管我們預計報告的購買量到月底和3月初將會增加。

金銀比已經下跌。

通常來說，在避險情緒升高時期，黃金表現好於白銀，金銀比（黃金與白銀價格之比）上升。在股市走弱期間，黃金表現通常亦好於白銀，從而推高金銀比。然而，自1月底以來，我們觀察到了相反的情況；白銀價格上漲12%，金銀比從80:1降至76:1。

避險情緒升溫。

儘管金價近期走強帶動技術指標進入超買區間，但黃金市場參與者似乎保持謹慎。隱含波動率隨著期權波動率利好黃金看漲期權而上升，但波動率和風險偏好相對於2020年仍較溫和，短期壓力最為顯著。與此同時，黃金的表現實際上遜於白銀，表明黃金的前景並不明朗。

圖4：黃金貨幣一攬子

隨著市場開始對俄烏衝突風險的不斷上升做出反應，黃金從1月底開始走強。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖5：黃金與白銀比率

儘管俄羅斯與西方國家之間的衝突不斷加劇，但金銀比近日實際上一直在下跌。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

俄羅斯拋售黃金是一個主要風險。

黃金市場保持謹慎。

從表面看，俄羅斯入侵烏克蘭應該印證了黃金在不確定時期的保值作用。

然而，儘管金價已經反彈，但場外期權市場依舊保持謹慎，金價表現遜於白銀和鉑族金屬。這種謹慎似乎是由於對俄羅斯如何進入國際黃金交易所以及俄央行是否會被迫清算持有黃金的不確定性。

黃金市場的挑戰…

我們估計俄羅斯今年有望成為全球最大的黃金生產國，產量約達340噸。制裁是否會妨礙生產仍有待觀察，但制裁似乎會中斷黃金向國際市場的流動。

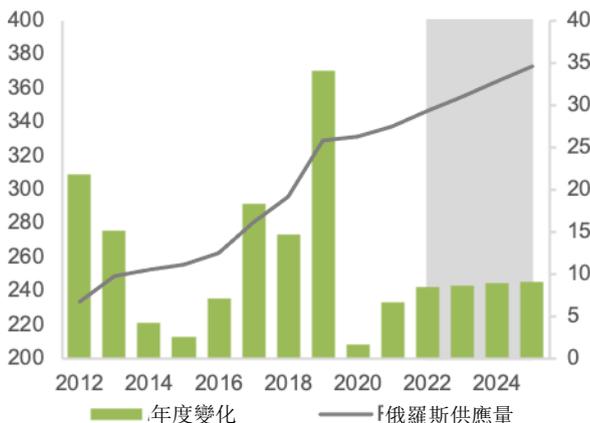
俄羅斯黃金進入國際市場的主要管道是透過倫敦金屬交易所，因為俄羅斯外貿銀行是該交易所的正式會員，而Otkritie銀行是它的一個支行。這兩家銀行都已被暫停業務，俄羅斯的黃金精煉商似乎亦無法再供應優質交割金條。俄羅斯黃金精煉商或許仍可透過上海黃金交易所和迪拜黃金商品交易所等其他交易所進入國際市場，但支付困難和對制裁的擔憂亦可能讓這些市場採取限制性措施。

俄羅斯央行買入黃金…

2月28日，俄羅斯銀行宣佈其在中斷兩年後恢復在國內貴金屬市場上購買黃金。我們認為這一決定意在為黃金生產商提供一個市場並為黃金開闢一個流動管道。

圖6：俄羅斯黃金產量（噸）

俄羅斯有可能在2022年成為世界上最大的黃金生產國，產量約達340噸，占全球供應量9.6%左右。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

…但有可能成為重要買主

國際貨幣基金組織報告稱，截至1月底俄羅斯的黃金持有量為2,298.5噸。俄羅斯是世界第六大黃金儲備國，黃金占其官方總儲備的21.4%。按1,925美元/盎司計算，這些持有量價值1,560億美元。

…因為國際收支面臨壓力。

自俄羅斯佔領克里米亞以來，俄羅斯央行一直尋求外匯儲備脫離美元以實現多元化，以美元計價資產已降至外匯儲備總額的16.4%。這些儲備中僅有6.6%是在美國境內持有的，這意味著剩餘的大部分是以流動存款形式持有。外匯儲備多元化的主要受益者是歐元、人民幣和黃金。

以歐元持有的外匯儲備份額已升至32.3%，其中大部分儲備在法國（12.2%）、德國（9.5%）和奧地利（4.5%）。持有的人民幣儲備占13.1%，約合825億美元，13.8%的儲備在中國。俄羅斯持有的黃金據信主要在俄羅斯境內。

隨著俄羅斯銀行遭到制裁，該國在防止盧布崩潰以及隨之而來的通脹和利率壓力方面能力有限。該行可清算其部分人民幣資產以換取中國商品和服務但無法獲得歐元計價資產，它可能被迫清算其黃金資產以平衡國際收支。在當前階段，中國似乎不願公開支持俄羅斯金融體系，但中國人民銀行可能會採取行動恢復從俄羅斯囤積黃金以換取俄羅斯的持續付款，這讓黃金出售成為黃金面臨的一個主要風險。

圖7：俄羅斯外匯儲備（按資產分類和所在國）

俄羅斯為防止可能的制裁而使其外匯儲備多元化的努力似乎已經失敗。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

澳大利亞擴大黃金開採業務。

澳大利亞的黃金優勢

澳大利亞在2021年上半年一度成為世界上最大的黃金生產國。然而，由於勞動力和技能短缺、礦山關閉大修以及低品位礦石開採增加等多種因素，到年底時產量下降，2021年總產量計約311噸（同比下降5.1%）。

澳大利亞擁有約1萬噸的全球最大的地下經濟探明儲量，高於2000年探明的4,959噸，約占全球估計儲量的20%。隨著澳大利亞加大金礦勘探和開發力度，該國很有可能在今年或明年成為全球最大的黃金生產國。澳大利亞政府的預測顯示金礦產量到2023年將增至395噸左右。這是對全球供應的一個有力補充。

澳大利亞的金礦遍及全國，但約有70%的黃金產自西澳大利亞州，新南威爾士州占約10%，維多利亞州占7%。澳大利亞約70%的黃金產量來自礦脈礦床，約25%來自銅金礦床（尤其是南澳大利亞的Olympic Dam金礦），其餘的來自多金屬礦床和其他礦床。

投資支出在增加…

澳大利亞政府首席經濟學家辦公室報告稱，以澳元計價的金價上漲促使金礦復工，並在專案的承諾開發階段和可行性開發階段進行新的投資。截至2021年9月的12個月內，金礦勘探支出達16.03億澳元（同比增長29.6%），幾乎占澳大利亞金礦勘探支出的一半。

…隨著金礦復工…

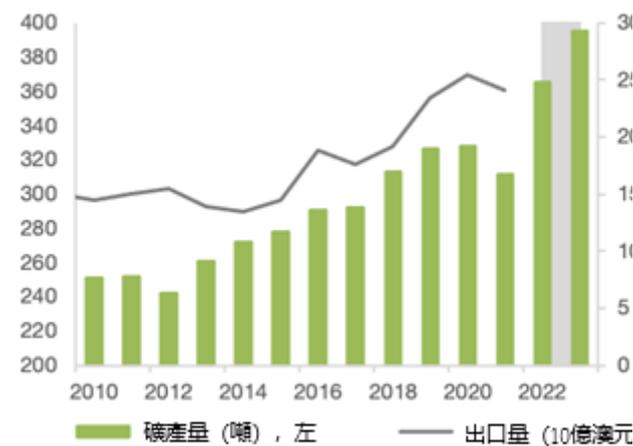
在2021年年中，澳大利亞北領地授權批准Vista Gold公司重啟Mount Todd金礦，該礦於2000年被封存並於2006年實施管護。據估計該專案投產需要兩年時間，概算和探明儲量為5.85 百萬盎司，實測和指示儲量為7.87 百萬盎司。Vista Gold公司估計年產量為49.5萬盎司（14噸），總維持成本為688美元/盎司。與此同時，Heritage Minerals公司計劃在2023年重啟昆士蘭州的Mount Morgan金礦。該礦曾是全球最大的金礦，1882-1981年間生產了262噸黃金。由於酸性水污染和金價走低，在1990年被廢棄。Heritage Minerals公司計劃每年提取1.6噸尾礦進行再加工。

…還有大批專案正在開發。

目前有19個專案處於承諾開發階段，資金投資達51億澳元。一個即將啟動的大型項目是西澳大利亞州的King of the Hills金礦。該礦將於2022年年中開始投產，年產量估計為176千盎司（5噸），儲量估計為2.5百萬盎司，總維持成本為950美元/盎司。最大的承諾項目是Newmont Mining礦業公司的Tanami 二期擴建項目，預計到2023年將增產150~200千盎司（4.25-5.6噸）。Newcrest Mining礦業公司還在新南威爾士州的Cadia金礦參與了一個重要投資項目。除承諾項目外，澳大利亞政府報告稱目前有17個項目處於可行性階段，總資本支出為56億澳元，潛在產能大約84噸。我們相信若金價維持高位，仍有進一步開發的巨大空間。

圖8：出口和金礦供應（噸）

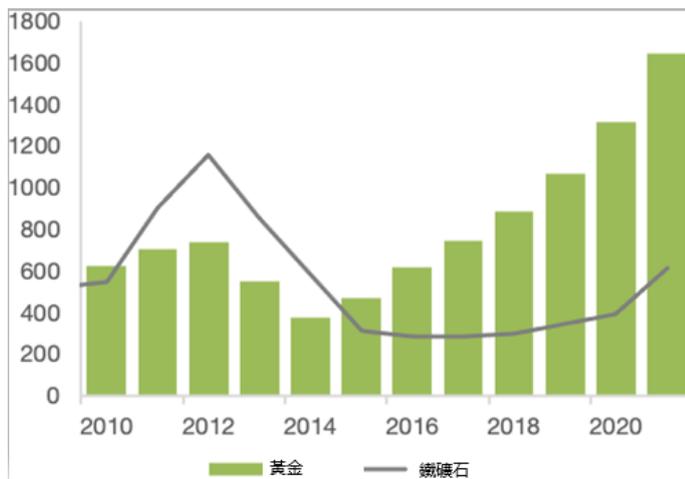
澳大利亞金礦產量今年有望增產50噸左右，至365噸（同比增長17.3%），2023年有望進一步增長。



資料來源：Commonwealth of Australia, Redward Associates

圖9：金礦勘探成本（澳元）

隨著舊礦山重啟、現有礦山擴建以及新礦山開發，與黃金開採相關的資本支出激增。



資料來源：澳大利亞統計局、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，亦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。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。本文中的資訊可隨時更改或撤回，恕不另行通知。您應自行負責確定杠杆交易或特定交易是否適合您，尋求獨立的專業意見。在做出任何投資決定之前，您應首先考慮自己的個人情況。杠杆交易具有很高的風險。由於您可能會損失部分或全部本金，所以在進入這個市場前，您應仔細考慮您的財務目標、經驗水準及對此類風險的偏好。最重要的是，請勿投入您不能夠出現損失的資金。請注意，過去的表现並不代表未來的表现。

本報告與Redward Associates Limited聯合備制。



Peter Redward
www.redwardassociates.com
電話：+65 8601 6649
電子郵件：peter@redwardassociates.com
20 Collyer Quay | #09-01 | Singapore 049319



如需更多資訊，請隨時與我們聯繫。

OANDA亞太公司
50 Collyer Quay
#04-03 OUE Bayfront
Singapore 049321
p+65 6579 8289

OANDA Australia Pty Ltd
Suite 4303, Level 43
225 George Street
Sydney NSW 2000
電話：+61280466258

電子郵件：frontdesk@oanda.com
網址：oanda.com