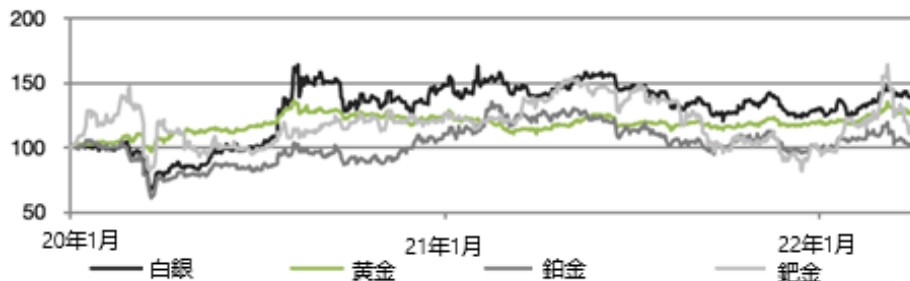


## 要點

- 俄烏戰爭引發的避險情緒刺激了投機性買盤 (第 2 頁)
- 我們的黃金模型顯示公允價值約為 1,607 美元/盎司，意味著金價已融入很高的風險溢價 (第 2 頁)
- 印度 3 月份零售需求暴跌，預計本財年進口將隨著季節模式恢復正常而降至 775 噸 (第 3 頁)
- 美聯儲派色彩日漸濃厚，預示著黃金存在重大風險 (第 4 頁)
- 俄羅斯銀行設定俄羅斯黃金價格下限，然而，雖可推行經典金本位，但這個下限似乎意在支撐金礦行業 (第 5 頁)

圖 1：貴金屬價格指數 (2020 年 1 月 1 日=100)

貴金屬因俄烏戰爭得到強勁提振，但似乎不過是曇花一現。



資料來源：Refinitiv

## 黃金處於十字路口

3 月 8 日黃金達到 2,070 美元/盎司的峰值，隨後跌至 1,923 美元/盎司 (環比下跌 3.8%)。過去一個月，黃金小幅跑贏白銀 (環比下跌 4.9%)，大幅跑贏鉑族金屬，其中鉑金環比下跌 15%，鈀金環比下跌 26.9%。

黃金受到強勁投機性買盤的支撐。今年以來，黃金 ETF 持倉量增加 268.8 噸，而美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 報告的非商業性黃金期貨持倉量增加了 155.7 噸。我們還觀察到隱含波動率大幅上升，期權偏斜度偏向價外看漲期權，表明場外投資者買入大量黃金。然而，黃金似乎處於十字路口。

現時的俄烏戰爭和不斷加劇的全球衰退風險，以及可能與之相伴的資產價格大幅調整，或將為避險資產尤其是黃金提供支撐。與此同時，美國和全球貨幣條件的收緊正導致長期債券實際收益率上升，而反映倉位和情緒的技術指標似乎堪憂。

短期看，我們認為不斷收緊的貨幣和信貸環境、技術情緒和倉位情況將佔據主導地位，我們還認為金價有可能在 200 日移動均線 (1,823 美元/盎司) 位置衝擊支撐位。

3 月 25 日，俄羅斯銀行宣佈將以 5,000 盧布/克的價格買入黃金，由此引發了可能轉向金本位的討論。我們認為俄羅斯能夠選擇轉向金本位，不過我們認為這並非俄羅斯銀行的意圖。

圖 2：價格快照 (2022 年 4 月 7 日)

價格(美元/盎司)	22 年 4 月	月環比%	同比%
黃金	1,923	-3.8%	10.3%
白銀	24,40	-4.9%	-3.1%
鉑金	955	-15.0%	-22.5%
鈀金	2,190	-26.9%	-18.4%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標 (2022 年 4 月 7 日)

相關指標	22 年 4 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	22 年 4 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	4,481	6.7%	10.0%	黃金/印度盧比	146,199	-4.9%	14.1%
美元指數 (5 國代理)	124.04	-0.8%	2.9%	黃金/人民幣	12,244	-3.0%	7.4%
西德州輕質原油 (美元/桶)	97.35	-18.5%	64.1%	黃金/澳元	2,563	-6.2%	12.6%
銅 (COMEX)	4.79	1.5%	16.1%	黃金/加元	2,415	-5.7%	10.2%
彭博大宗商品指數	124.51	-4.9%	48.9%	黃金/南非蘭特	28,233	-7.9%	11.5%

資料來源：Refinitiv

# 黃金處於十字路口

## 金價自高位回撤...

金價在今年3月一度突破2020年8月的高點，8日觸及2,070美元/盎司的最高點，隨後回落至1,923美元/盎司（環比下跌3.8%）。我們的黃金珠寶、金條和金幣前20大進口國的數據亦於3月8日見頂，隨後回落6.5%。儘管金價眼下已遠低於3月份的高點，但自年初至今金價相對於美元仍上漲5.2%，相對於我們的一攬子貨幣上漲7.2%。

## ...還有進一步下跌空間。

黃金繼續維持在200天移動均線(1,823美元/盎司)上方，但技術勢頭指標、倉位指標和我們的模型都顯示存在進一步的回撤空間。

我們認為黃金正處在十字路口。隨著金價因投機性買盤活躍而大幅偏離200天移動均線，美國和全球貨幣條件的收緊以及全球貨幣擴張放緩都表明金價將出現修正。然而，對經濟衰退風險的擔憂日漸加大、收益率曲線的倒掛和/或資產價格的潛在回檔，以及圍繞現時的俄烏戰爭的不確定性，意味著避險需求仍將持續。短期而言，我們認為貨幣收緊和技術指標可能佔據主導地位，預計金價將衝擊200天移動均線的支撐位。

## 投機性買盤擴大。

俄羅斯入侵烏克蘭引發人們對實物黃金和金融黃金的強烈購買興趣，尤其是歐洲和北美的投資者。

美國造幣廠報告稱3月份金鷹金幣和金牛金幣

的銷量總計22萬盎司，同比增長121%。至4月初，銷量已達61.4萬盎司（19.1噸）。今年3月，散戶湧入黃金ETF，買入187.3噸黃金，全年買入已達268.8噸。專業投資者同樣是重要買家，美國商品期貨交易委員會報告稱，非商業淨多頭期貨持倉在3月份前兩周增加123.3噸，最高時達999.1噸，到4月1日回落至864.5噸。

由於合約的私人性質，場外黃金產品的需求規模很難確定。然而，一個月遠期平價隱含波動率在4月8日暴漲26.6%並達到峰值，以及利好黃金看漲期權的期權偏度上升，表明黃金尤其是對場外看漲期權的需求強勁。儘管隱含波動率隨後出現下降，但一個月隱含波動率已降到15.5%，期權偏度尤其是長期期權偏度依舊處於高位，表明期權市場仍然認為尾部風險意外傾向於金價走強。

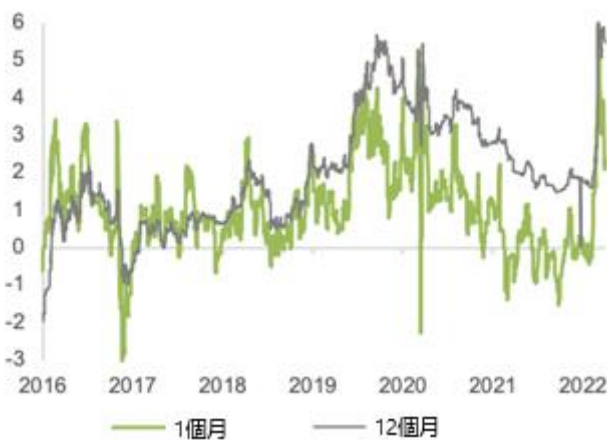
## 實際收益率讓金價承壓。

鑒於與烏克蘭事件相關的不確定性增加，我們基於2012年以來的長期每日資料重新估算黃金模型，以期提供更穩定的係數估值。我們估計90%左右的金價波動可以由我們的5國美元指數、美國10年期債券實際收益率和CRB商品價格指數的變動來解釋。

目前，我們的「公允價值」估值為1,607美元/盎司，表明目前黃金價格存在很高的風險溢價。我們認為，美國貨幣條件的收緊將在未來數月將美國長期債券實際收益率推高1%左右，意味著收益率升至這一水準時，黃金存在進一步回檔空間，在其他因素不變情況下黃金將回落至1,160美元/盎司。黃金受益於避險情緒的升溫，這可能仍會支撐金價，但美國和全球貨幣條件收緊將使金價承壓。

圖4：25 德爾塔風險逆轉期權偏度，%

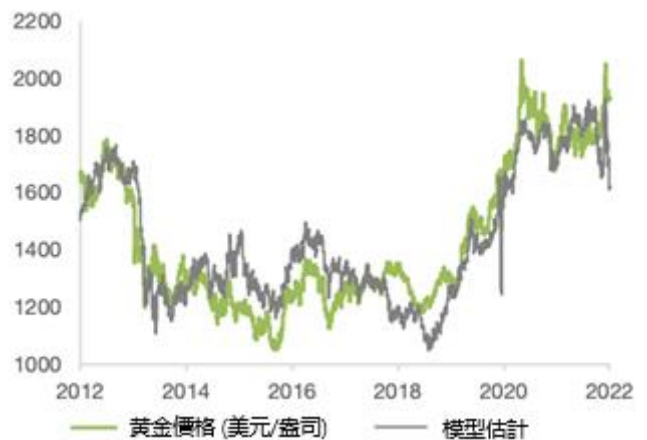
俄羅斯入侵烏克蘭促使場外黃金看漲期權需求激增，但需求現在正在放緩。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖5：黃金價格（美元/盎司）

我們的公允價值估值已跌至1,609美元/盎司，主要推動因素是不斷上升的美國長期債券實際收益率。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

# ETF 需求隨著央行拋售而上升。

## ETF 需求激增...

黃金 ETF 持倉量 3 月份增加 187.3 噸，使得年初至今的總持倉量達到 3835.9 噸。增幅主要來自北美，其持倉量增加 170.9 噸；歐洲增加 110.8 噸；亞洲減少 14.8 噸。美國（176.2 噸）和英國（77.6 噸）是主要買家。買盤集中於 SPDR Gold Shares ETF（115.7 噸），買入較多的還有 iShares Physical Gold ETF（54.8 噸）、Invesco Physical Gold ETF（33.3 噸）。

我們認為黃金 ETF 需求激增反映了投機性「避險」買盤受烏克蘭事件驅動並因價格走勢有利而得到強化。由於歐洲缺乏進一步的推動力，我們預計對 ETF 產品的需求將在二季度消散。

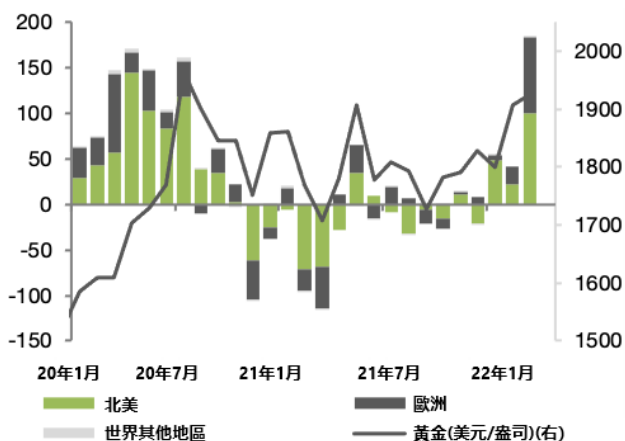
## 央行需求疲軟。

世界黃金協會報告稱，央行的黃金儲備在 2 月份減少 6 噸，年初兩個月減少 10.2 噸。烏茲別克斯坦的賣出占據大頭（減持 22 噸），哈薩克賣出 5 噸，使得 2022 年的賣出量達 22 噸。卡達（5 噸）、德國（1 噸）、蒙古（1 噸）亦在賣出，而土耳其增加 25 噸，印度增加 2.6 噸。

3 月份，前蘇聯國家的國際收支承受巨大壓力，導致其貨幣大幅下跌，俄羅斯盧布下跌近一半（反彈之前），而哈薩克堅戈和烏茲別克斯坦索姆也大幅走弱。我們預計未來幾周這種壓力將在哈薩克和烏茲別克斯坦的央行賣出活動中表現明顯。

圖 6：金價和 ETF 持倉（噸）

黃金 ETF 持倉量 3 月激增 187.3 噸，年初至今 ETF 購買量達到 268.8 噸



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

2021 年，印度儲備銀行買入黃金 77.5 噸，是僅次於泰國（90.2 噸）和日本（80.8 噸）的第三大儲備增加國。印度買入黃金受到該國國際收支強勁因素的驅動，其外匯儲備增加 483 億美元。然而，隨著大宗商品價格上漲對印度國際收支的侵蝕，買入黃金的步伐近期放緩，印度外匯儲備 3 月份減少 143 億美元，表明黃金儲備積累的趨勢即將結束。

## 印度零售需求暴跌...

黃金終端需求在 3 月似乎遭遇暴跌，國內金價在 3 月初跌至高達 90 美元/盎司的貼水，隨後回落到當前的大約 30 美元/盎司，但仍遠高於 2 月底觀察到的 14-15 美元/盎司。世界黃金協會將貼水歸因於零售需求崩潰以及當下流入批發商和製造商的回收增加。

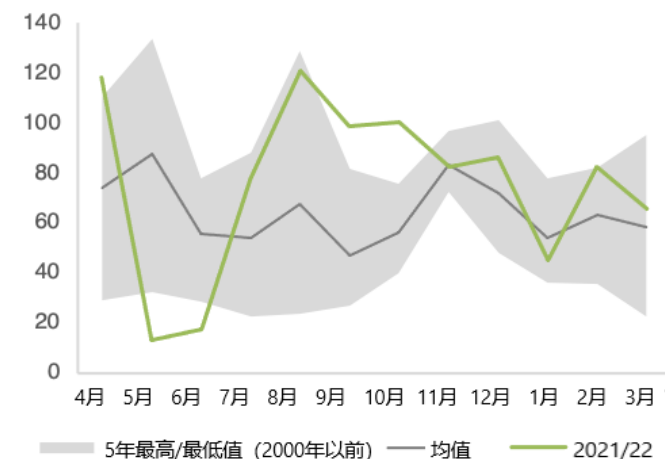
## ...與進口恢復常態保持一致。

印度黃金進口過去兩年經歷了過山車，這種起起落落取決於 COVID-19 病例人數、社交距離規定和整個供應鏈庫存的超前/滯後情況。

3 月份終端需求的疲軟可能導致 4 月份和 5 月份進口低迷。然而，3 月份印度黃金進口價值 44.8 億美元，與大約 65.5 噸的進口量一致。我們估計 2021/22 財年全年的黃金進口量為 908 噸，較上一財年增加 256.5 噸。隨著 COVID-19 奧密克戎變體的退潮，預計印度黃金進口將開始恢復正常。我們預計 2022/23 財年的總進口量可能達到 775 噸左右。事實上，自去年 11 月以來印度平均每月進口黃金 72.3 噸，似乎已經恢復正常，疫情之前的 5 年裡月均進口量為 66.2 噸。

圖 7：印度黃金進口量（噸）

印度的黃金進口量在 2022/23 財年將回落到 775 噸左右，進口量將回歸到更為正常的季節性模式。



資料來源：印度商務部、Redward Associates

# 美國貨幣條件收緊。

「現在通膨過高了。我們擁有必要的工具用以恢復價格的穩定性。」

美聯儲主席鮑威爾，2022年3月21日

## 勞動力市場處於「最大就業」狀態...

自2020年4月爆發疫情以來，美國勞動力市場經歷了一次重大復蘇，推動因素是勞動力需求強勁而供求疲軟。在3月21日「恢復物價穩定」的演講中，美聯儲主席鮑威爾指出「勞動力市場從各方面看都十分緊張。」儘管勞動力供應尚未恢復，但「以就業總人數加上空缺職位來衡量的勞動力總需求已經大幅恢復，並遠遠超過勞動力規模。」失業率已降至僅3.6%，在更多的邊際勞動力中，用以衡量失業率和就業不足的更廣泛指標接近歷史低點，而工資通膨也正在加速，表明美聯儲既定的「最大就業」目標已經實現。

## .....通膨太高。

通膨已成為美聯儲的主要關注點。2月，核心PCE通膨同比上升5.4%，而達拉斯聯儲估算的修正後核心PCE通膨均值升至3.6%。

在美聯儲看來，價格上漲變得更加普遍，通膨預期亦在上升，10年期盈虧平衡通膨率目前徘徊於3%左右。這就是說，我們對通膨預期的傾向性估計是，未來5年的5年期利率仍基本穩定在2.5%左右，與全球金融危機之前的水準一致。為反映通膨的上升，聯邦公開市場委員會將3月份對2022年核心PCE通膨的「經濟預測」上調至4.1%（+1.4個百分點），預期通膨在2023年將放緩到2.6%（+0.3個百分點）。

圖8：美國短期利率（%）

期貨市場目前預計5月份加息50個基點的概率為80%，基金利率預期升至3%左右。



資料來源：Refinitiv、Redward

2022年通膨將達4.1%（+1.4個基點），預計2023年通膨將放緩至2.6%（+0.3個百分點）。

## 強硬的美聯儲。

今年3月，美聯儲加息25個基點，同時調整遠期指導並將2023年的預測中值大幅調高125個基點至2.8%，表明美聯儲可能開始縮表。

針對這些信號，芝加哥商品交易所的美聯儲觀察（FedWatch）目前預計5月4日加息50個基點的概率接近80%，基金利率明年升至3.25%或更高的概率為53%。在3月份會議紀要中，美聯儲指出「鑒於通膨率遠超委員會的目標，通膨風險上行，聯邦基金利率遠低於市場參與者對其長期水準的估計，他們更傾向於加息50個基點」，同時擔心烏克蘭問題會延緩這一措施。此外，委員會指出縮表已迫在眉睫，縮減幅度可能是「國債約600億美元，機構MBS約350億美元」，這意味著資產負債表將快速縮水。

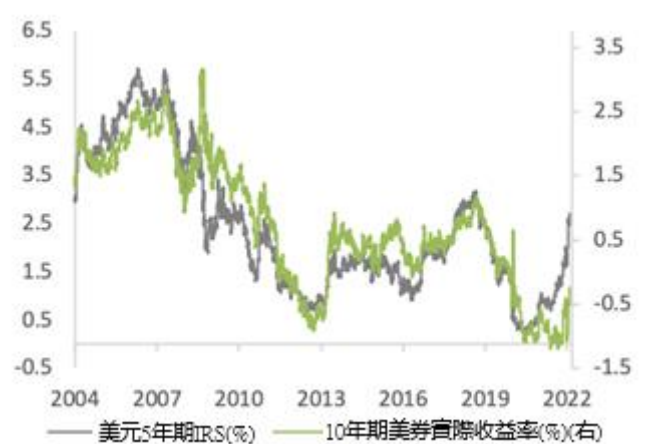
## 黃金面臨的不利因素。

世界黃金協會在3月份的「金市評論」中指出，美國國債收益率曲線變平對黃金形成支撐。我們認為這種情況主要出現在長期收益率下降時，而不是在短期和長期收益率均上升的時候。我們認為事關緊要的是長期債券實際收益率，我們注意到自2005年以來金價日波動的85%左右可以用美國10年期債券實際收益率走勢來解釋。

預計美國10年期債券實際收益率年底將升至1%左右。我們的黃金模型表明，在其他條件不變情況下，它與金價跌至1,150美元/盎司左右是一致的。

圖9：美國5年期IRS和10年期債券實際收益率（%）

美債實際收益率因通膨走高而一直落後于名義收益率，但我們預計收益率將逼近1%。



資料來源：Refinitiv、Redward

# 俄羅斯和金本位

## 俄羅斯為黃金定價。

3月25日，俄羅斯銀行宣佈，自3月28日起至6月30日，將按每克5,000盧布的固定價格從信貸機構買入黃金。央行在宣佈該消息時指出，其目標是確保「金礦業今年平穩運行。」他們指出6月30日之後，「金價可根據國內市場供需平衡變化而進行調整。」該消息導致部分人士認為俄羅斯可能轉向實際上的金本位製。

我們此前討論過俄羅斯採用金本位的可能性（見2019年6月《黃金月刊》）。我們注意到俄羅斯有可能採用經典金本位或者事實上的「骯髒的」金本位。

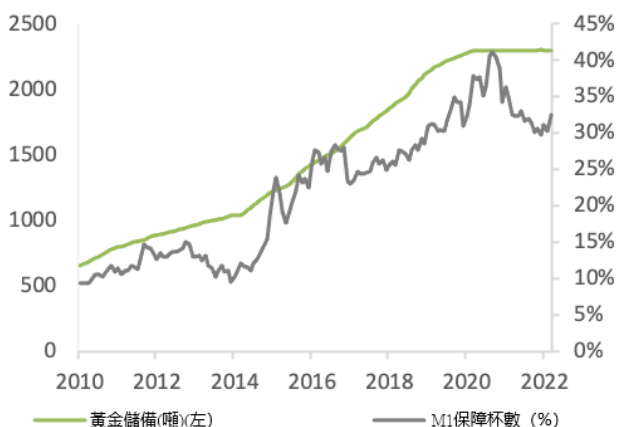
## 俄羅斯可能採用經典金本位。

在經典金本位下，俄羅斯銀行需要打開一扇「黃金視窗」，公佈一個雙向價格並允許根據需求將盧布自由兌換為實物金幣和/或存款。這將需要放棄正式的通脹目標，並透過貨幣市場支持下的公開市場操作來重新設定貨幣市場隔夜利率（關鍵利率），以穩定盧布與黃金的匯率。在理想情況下，為了讓這一體系運轉順暢，俄羅斯黃金還應該能夠在國際市場上自由兌換。

目前，俄羅斯央行的黃金儲備為2,298.5噸，價值1,555億美元，而由貨幣和流動存款組成的M1貨幣價值為4,600億美元。當前盧布兌美元匯率為81盧布/美元，這意味著黃金儲備覆蓋率達到34%。鑒於俄羅斯的黃金是在國內存儲的，且該國可能在以每年340噸的速度開採黃金，我們

圖 10：俄羅斯黃金儲備（噸）

俄羅斯黃金儲量為2,298.5噸，占M1的三分之一，表明經典金本位是可行的。



資料來源：Refinitiv、世界黃金協會、Redward Associates

認為經典金本位對俄羅斯聯邦而言是可行的。

## 「最後付款人」

俄羅斯銀行的聲明以及關鍵利率穩定於20%，表明該行無意放棄其通貨膨脹目標制度。

相反，該行主要目標似乎是為金價設定一個下限並為生產商提供一個最後買家以確保其在西方制裁面前的生存能力。因此，按目前匯率，俄羅斯銀行5,000盧布/克的買入價格相當於1,750美元/盎司的現貨價格，即目前現貨價格貼水大約9%。

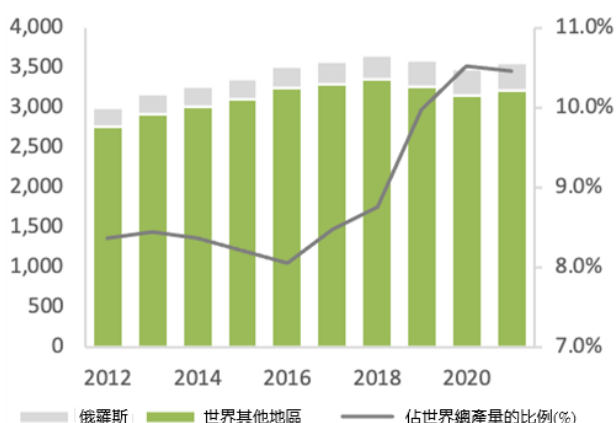
## 制裁可能存在漏洞，但大體上是有效的。

鑒於當前的貼水，我們認為把黃金出售給俄羅斯銀行不太可能是黃金生產商或精煉商的首選，但選擇是有限的。俄羅斯黃金被禁止進入美國和歐洲交易所特別是倫敦黃金市場交易所，制裁還擴大到買賣俄羅斯黃金的協力廠商。

俄羅斯仍可經由上海黃金交易所或迪拜黃金大宗商品交易所等規模較小的交易所來拋售黃金，但這些交易所和交易對手——以及精煉商——可能擔心被美國的制裁網路抓獲。雖然制裁可能有漏洞，但仍可能對俄黃金供應造成破壞。俄羅斯黃金儲備全球排名第六且占今年金礦開採量的10%以上，供應減少可能會起到支撐作用。

圖 11：俄羅斯和全球金礦產量(噸)

俄羅斯的黃金供應哪怕只損失一部分，比如占新增產出的超過10%，都會影響供需平衡。



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)