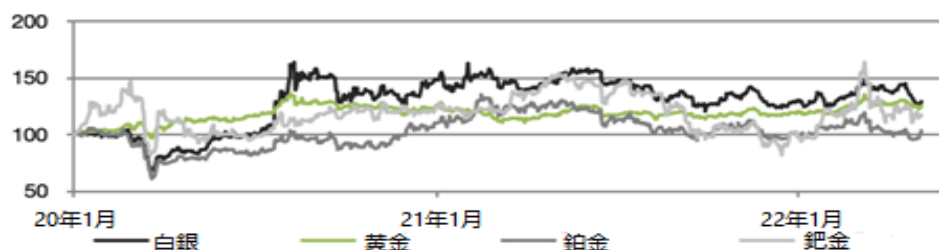


要點

- 美國收緊貨幣政策令黃金承壓（第 2 頁）
- 倉位和情緒指標表明投機者仍做多黃金（第 2 頁）
- 關於俄羅斯銀行的猜測不絕於耳（第 3 頁）
- Kinross 黃金公司退出俄羅斯市場（第 3 頁）
- 價格上漲和政治風險加劇提振 ETF 需求，而各國央行繼續增加敞口（第 4 頁）
- 珠寶、金條和金幣需求疲軟，且可能受到中國對新冠肺炎零容忍政策的負面影響（第 4 頁）
- 黃金供應因礦山產量穩定和再生金回彈而反彈（第 6 頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2020 年 1 月 1 日=100）

美債實際收益率快速攀升且美元環比上漲 2.6%，引金格大幅下跌。



資料來源：Refinitiv

美國貨幣緊縮影響巨大。

過去一個月，貴金屬舉步維艱。5 月 3 日，美聯儲公開市場委員會（FOMC）5 月會議前夕，黃金價格跌至 1,850 美元/盎司的盤中低點。會後，金價雖反彈至 1,876 美元/盎司，但仍環比下跌 2.9%。然而，工業應用的貴金屬表現更差，白銀、鉑金和鈀金分別環比下跌 8.5%、0.6% 和 3.9%。

黃金繼續享有避險需求。黃金 ETF、期貨和場外期權對黃金的投機興趣依然強勁，儘管目前期貨持有量正在下降，黃金看漲期權的短期傾斜度下降，這與雙向風險一致。

黃金是一種優異的長期保值手段，但其短期內保護投資者免受通膨影響的能力似乎存疑。我們仍認為短期內黃金的主要驅動因素是美國的貨幣狀況，尤其是整體美元走強和美國實際長期債收益率水準。隨著美元走強和債券收益率攀升，黃金面臨越來越大的阻力。

工業貴金屬——白銀、鉑金和鈀金——也面臨美國貨幣和信貸條件收緊帶來的不利因素，並未從避險需求中獲益。工業活動放緩跡象亦為明顯，這也解釋了上述貴金屬表現不佳的原因。

若地緣政治風險未進一步加劇，我們認為黃金有可能觸及 200 天移動均線（1,835 美元/盎司），並可能向 2022 年低點 1,779 美元作進一步修正。

圖 2：價格快照（2022 年 5 月 5 日）

價格(美元/盎司)	22 年 5 月	月環比%	同比%
黃金	1,876	-2.9%	5.5%
白銀	22.41	-8.5%	-15.5%
鉑金	981	-0.6%	-20.7%
鈀金	2,178	-3.9%	-26.7%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2022 年 5 月 5 日）

相關指標	22 年 5 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	22 年 5 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	4,481	-6.2%	3.3%	黃金/印度盧比	143,434	-1.6%	9.3%
美元指數（5 國代理）	126.93	3.1%	6.3%	黃金/人民幣	12,429	1.1%	8.0%
西德州輕質原油（美元/桶）	108.51	5.1%	65.2%	黃金/澳元	2,590	1.1%	12.2%
銅（COMEX）	4.27	-10.6%	-5.8%	黃金/加元	2,395	-0.8%	9.4%
彭博大宗商品指數	133.01	5.9%	45.1%	黃金/南非蘭特	29,048	3.1%	13.0%

資料來源：Refinitiv

美國收緊貨幣政策令黃金承壓。

黃金繼續下滑，因...

過去一個月，黃金再度面臨拋售壓力，金價跌至 1,876 美元/盎司（環比下跌 2.9%）。由於黃金價格下跌與美元走強同時出現，對我們黃金貨幣一攬子的影響較為溫和，顯示金價環比下跌 0.4%。自 2022 年 3 月 8 日達到 2,070 美元/盎司峯值以來，黃金已下跌 9.4%。

...美國貨幣政策收緊。

鑒於美國貨幣狀況快速收緊，市場技術面脆弱，我們認為黃金有繼續走軟的空間。預計有可能衝擊 200 日移動均線（1,835 美元/盎司），一旦跌破，或將進一步修正至 2022 年的低點（1,779 美元/盎司）。長期來看，倘若貨幣緊縮如預期般持續，而 10 年期美債實際收益率升值 0.5-1.0% 附近且美元指數走強，我們認為有進一步大幅修正的空間。

地緣政治風險依舊。

雖然黃金繼續走軟是我們的基本觀點，但仍存在多條潛在支撐因素。目前來看，全球經濟正在放慢。此時，若通膨放緩，則美國貨幣政策或將重新評估，進而抑制長期實際債券收益率和美元的上漲。俄烏衝突擴大，亦或出現另一個地緣政治爆發點，這種可能切實存在，這將導致新一輪的「安全投資轉移」，利好黃金。

黃金面臨困境。

短期內，場外（OTC）期權市場對黃金的樂觀

情緒減弱，期權偏斜下降，但隱含波動率仍在上升，長期期權偏斜仍嚴重偏向黃金看漲期權，表明場外市場仍在做多黃金。期貨市場如出一轍，據 CFTC 報告截至 4 月 29 日非商業淨多頭期貨頭寸為 735 噸。雖較 3 月 11 日的峯值減少了 264 噸，但投機頭寸仍遠高於 2021 年 657 噸的平均水準。場外黃金期權和芝加哥商品交易所期貨市場均顯示，市場情緒和倉位仍偏向黃金走強，表明鑑於基本面惡化和勢頭疲弱，仍有平倉空間。

鑄幣率承壓。

鑄幣率（黃金與白銀比率）一度穩定在 78:1 附近，但現已升至 82.4:1，白銀月環比下跌 5.5%。短期內，白銀技術面和基本面前景黯淡。

白銀面臨美國貨幣環境收緊的不利因素，作為價值儲存手段的吸引力降低。此外，白銀易受全球工業活動放緩的影響，與工業對白銀需求放緩一致。倘若俄烏衝突擴大亦或爆發其他地緣政治風險，新一輪的「安全投資轉移」將利好白銀，這也是較長期期權波動率偏斜仍利好白銀看漲期權的原因，但我們預計鑄幣率也將隨之走高。

疲軟勢頭下，白銀交投價格低於 200 日移動均線（23.75 美元/盎司），技術指標似乎不足為據。白銀 ETF 持有量近期持續增加。截至 4 月 29 日，安碩白銀信託基金（iShares Silver Trust）持倉 17889 噸，而 CME 非商業期貨持有量（已開始下降）為 3.45 萬份淨多頭合約。倘若銀價跌破 21.25 美元/盎司左右的技術支撐位，銀價或將回落至疫情爆發前 15-18 美元/盎司的交易區間。

圖 4：黃金交易加權指數

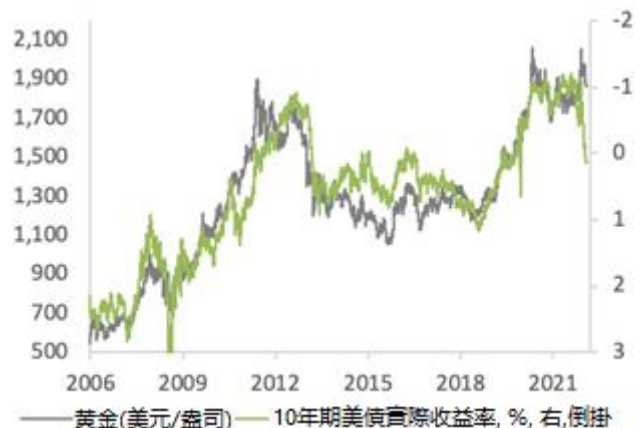
黃金兌我們的一攬子貨幣僅下跌 0.4%，但預計繼續修正的空間很大。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖 5：美債收益率與黃金價格（美元/盎司）

金價走勢似乎滯後於美國長期債券實際收益率，但仍有修正的空間。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

對金本位的猜測依然存在。

對金本位的猜測...

最近幾週，對於俄聯邦是否會回歸金本位製，各種聲音不斷。

3月25日，俄羅斯央行宣佈將從3月28日起至6月30日期間，以每克5,000盧布的固定價格從信貸機構購買黃金，並指出「黃金價格可根據國內市場顯現的供需平衡狀況作出調整」。儘管消息發佈後引發了諸多關於俄羅斯正在轉向正式金本位制的猜測，但俄羅斯央行表示，其主要目標是保證「今年黃金開採業的平穩運行」。隨著俄烏戰爭初期對俄羅斯金融體系的衝擊逐漸消退，俄羅斯央行於4月7日宣佈「市場狀況發生了重大變化」，將不再以改價格支撐黃金，但是會「以協商價格」買入。

...仍在持續。

4月底，俄羅斯央行行長埃爾維拉·納比烏利娜（Elvira Nabiullina）發言稱「未以任何方式就此【金本位製】作出討論」。然而，這與普京總統的新聞秘書德米特裡·佩斯科夫（Dmitry Peskov）的說法相矛盾，他表示「正在討論這個問題」，而安全會議秘書尼古拉·派特魯舍夫（Nikolai Patrushev）則表示正在研究將盧布與黃金正式掛鉤。

措施可行...

我們最近曾指出（見2022年4月7日《黃金月刊》）俄羅斯可能採用傳統的金本位制。截至1月底，俄羅斯央行的黃金儲備為2,301.6噸。

圖6：黃金儲備及M1覆蓋率，%

俄羅斯央行的覆蓋率約為M1的1/3，擁有充足的黃金儲備來實施經典金本位制。



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

俄羅斯可能會加大儲備量。估計這足以覆蓋俄羅斯M1貨幣供應量、流通貨幣及活期存款的1/3。由於俄羅斯國內黃金產量有望保持在年產300噸左右，我們相信該國可以將盧布與黃金可靠地掛鉤。為此，俄羅斯需要放棄正式通膨目標、重新調整其隔夜活期借款市場利率（關鍵利率）以穩定盧布兌黃金的價格，並且打開一個「黃金窗口」，發佈雙向價格並允許按需將盧布自由兌換成實物金幣和/或存款。理想情況下，該體系亦應允許在國際市場上自由兌換，但這種可能性不大。

...但或許並無必要。

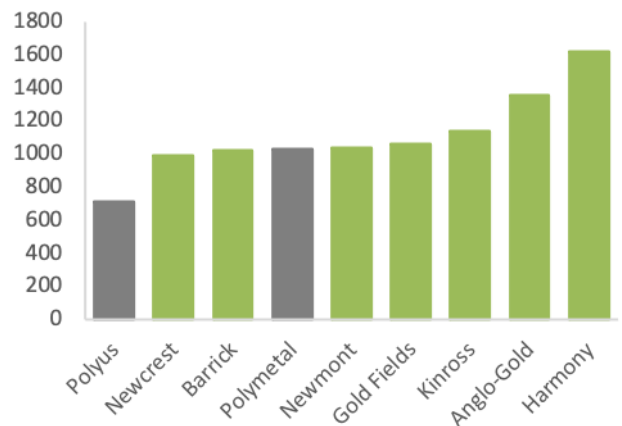
盧布的寬鬆壓力，加之俄央行預計今年經濟將下行8-10%，衝擊俄羅斯經濟的通膨刺激或將消散。該行預計今年通膨率將達到18-23%，2023年將降至5-7%，2024年降至4%。與此同時，關鍵利率已下調6%至14%。俄央行認為2022年仍有下調空間。我們認為隨著壓力的緩解，實行金本位製的推動力亦將消散，儘管宏觀經濟不穩定性捲土重來之際，金本位仍不失為一種選擇。

金羅斯退出俄羅斯。

加拿大金羅斯黃金公司（Kinross Gold Corporation）是俄羅斯唯一的大型外國金礦商，曾在俄羅斯遠東地區運營Kupol礦，退出前正在開發貝加爾湖附近一座礦山。Kupol金礦2021年黃金產量達到48.1萬盎司，但在俄羅斯入侵烏克蘭後暫停運營。4月6日，金羅斯宣佈經監管部門批准，退出俄羅斯業務，以6.8億美元現金將其俄羅斯資產出售給高地黃金礦業集團公司（Highland Gold mining Group）。

圖7：總維持成本（美元/盎司）

得益於總維持成本較低，俄羅斯金礦商似乎能夠應對制裁造成的衝擊，至少目前如此。



資料來源：Polyus、Redward Associates

投資者增持黃金。

央行增加儲備量。

各國央行在 2021 年買入 455.7 噸黃金，同比增長 78.7%，今年一季度又增加 83.8 噸。儲備量的增加主要來自大規模的一次性投資組合配置，而不是系統性的黃金購買計劃，這似乎已成為近期的一種趨勢。一些央行在積極交易其黃金投資組合，儘管規模不大。

第一季度，埃及和土耳其分別大批量買進 44 噸和 37 噸，印度和愛爾蘭分別分批買進 6 噸和 3 噸。相比之下，烏茲別克斯坦和哈薩克斯坦則分別大幅賣出 25 噸和 34 噸，反映出兩者在俄羅斯入侵烏克蘭之初國際收支平衡的疲軟。其他一些中央銀行少量出售黃金；卡塔爾、菲律賓、蒙古和德國分別賣出 5 噸、3 噸、2 噸和 1 噸，鑑於價格上漲，可能反映出機會主義賣出。

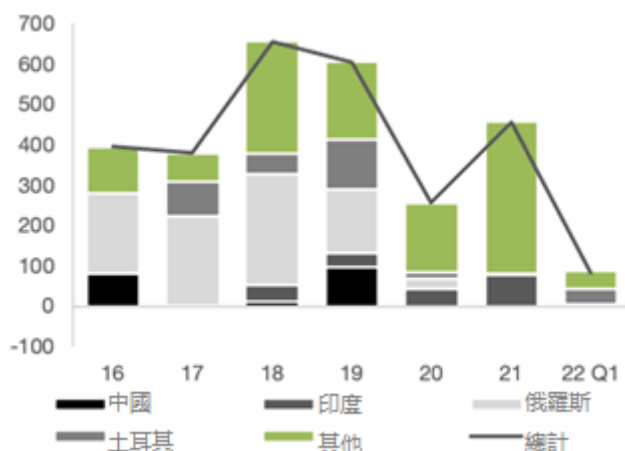
我們依然認為中國有可能增加黃金儲備，作為向俄羅斯出售商品和服務的部分付款。但目前中國人民銀行的黃金儲備保持穩定，中國自 2019 年 9 月以來沒有購買黃金。印度在第一季度繼續購買黃金，但該國國際收支狀況惡化，意味著積累包括黃金在內的外國資產的需求減少。最後一點，俄羅斯自 1 月份以來尚未報告其黃金持有量。

ETF 目前表現強勁。

第一季度 ETF 持有量增加了 268.8 噸，填補了整個 2021 年度減少的 173 噸。在 4 月的前三週，資金繼續流入黃金 ETF，黃金持有量進一步增加 17.4 噸，至 3,881.2 噸。北美和歐洲的黃金 ETF 持有量均大幅增加，增幅分別達到 191.3 噸和 1402 噸；但令人意外的是，亞洲卻賣出了 13.6 噸，

圖 8：央行購買量（噸）

我們預計各國央行今年將淨買入 375 噸黃金，但這在很大程度上取決於中國和俄羅斯的行動。



資料來源：Refinitiv、Redward

其中中國賣出了 13 噸。黃金 ETF 的流入主要來自於 SPDR®金 ETF（128.5 噸），不過英國上市公司 iShares Physical Gold ETC（65.4 噸）和 Invesco Physical Gold ETC（38.1 噸）同樣有大規模流入。

世界黃金協會稱，黃金被譽為「公認的通膨對沖工具」，這是投資者需求的主要原因，並指出黃金因俄烏戰爭引發焦慮所產生的避險資金流動而受到支撐。我們認為 ETF 的資金流入變化無常，很大程度上取決於黃金的歷史價格走勢，價格上漲時，投資者會被吸引去買入 ETF。同樣，儘管黃金是一種優異的長期價值儲存手段，從幾十年的時間跨度上看大幅跑贏通膨，但它卻是一種相當糟糕的通脹對沖手段，即使放在相當長的時間範圍內依然如此。過去一年，黃金與美國總體 CPI 通膨的 12 個月滾動相關係數僅為 0.17，而在 10 年範圍內，這一數值基本為零。

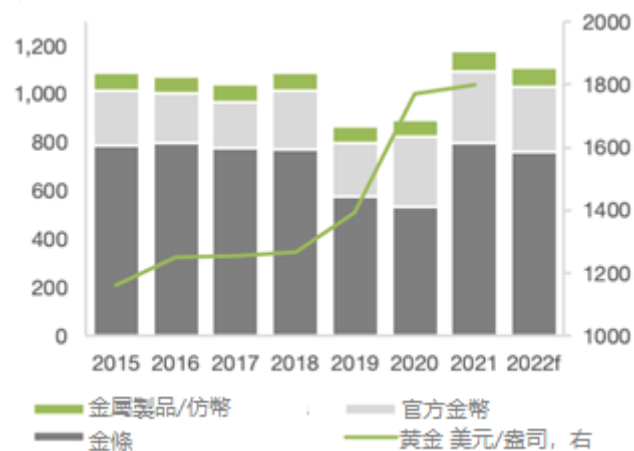
金條和金幣需求減少。

第一季度，金條和金幣需求下滑至 281.9 噸（同比下跌 19.9%），主要原因是較中國、土耳其和日本去年第一季度的需求相對疲軟，分別減少了 37.1 噸、34.1 噸和 14.5 噸。這足以抵消俄羅斯聯邦（+5.2 噸）和德國（+3.2 噸）的需求增長。美國對金條和金幣的需求保持穩定，金條需求走軟，而美國鑄幣局報告稱，美國鷹揚金幣和水牛金幣銷售勁爆，今年前 4 個月已售出 21.6 噸。

金條和金幣的零售需求繼續面臨黃金 ETF 的激烈競爭，並且隨著近期價格上漲（特別是以當地貨幣計算），在家庭預算緊縮的情況下，金條和金幣的需求可能會保持低迷。事實上，世界黃金協會報告稱，一些國家（尤其是土耳其和日本）的黃金零售價格走強引發了拋售。

圖 9：金條和金幣需求（噸）

以本幣計算金價上漲，以及預算緊縮，表明金條和金幣的需求或許會不盡如人意。



資料來源：Refinitiv、Redward

珠寶、金條和金幣需求走軟。

對金條和金幣的需求可能會保持低迷，世界黃金協會報告稱，「中國各地實施的封鎖措施很快導致需求幾乎停滯」而中國和印度推出的價格折扣則表明金條金幣和首飾的需求均出現下滑。我們已將金條和金幣全年需求預期下調 49 噸，至 1,110 噸（同比下降 5.9%），風險偏向下行。

珠寶需求脆弱。

2021 年珠寶需求強勢收官，吸收了 719.2 噸黃金，成為 2013 年第二季度以來表現最強勁的一個季度，推動首飾年度需求達到 2134.1 噸（同比增長 52.4%）。需求的旺盛很大程度上得益於印度被壓抑的婚禮消費，印度黃金首飾購買量達到了 265 噸（同比增長 93%）。

然而，印度珠寶需求似乎正在迴歸正常的季節性模式，第一季度需求回落至 94.2 噸（同比下降 25.5%）。隨著印度節日季節性需求正常化、黃金盧比價格上漲以及家庭收入承壓，我們看到了需求疲軟的空間，這在最近的黃金折扣和進口數據中得到了印證。關於中國，我們擔心中國對新冠肺炎的零容忍政策將導致需求疲軟持續到年中，且可能無法完全恢復。

工業需求低迷。

第一季度對黃金的工業需求總量為 81.7 噸，其中電子產品方面的需求同比增長 1.2%，其他工業應用的需求同比增長 0.8%，而牙科需求大幅下降（同比減少 6.5%）。由於全球經濟仍受到供應鏈中斷的影響，全球工業需求可能在今年

下半年放緩，預計技術需求僅為 333 噸（同比增長 0.9%）。

黃金需求與供給。

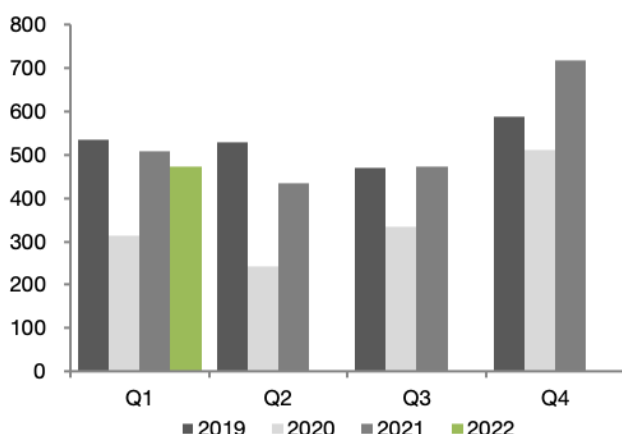
與三個月前相比，我們對黃金供應更加樂觀，將預期上調 4.8%，至 4,943 噸（同比增加 5.1%）。預測上調主要反映了對黃金回收活動的重新評估，礦山產量預期僅上調 1.2%。

需求前景似乎更加微妙。我們對黃金工業需求的估計略有下調（-1.2%），僅比預測值減少了 5 噸。我們維持對中央銀行將購買 400 噸黃金的預期，儘管很大程度上取決於俄羅斯銀行的行為 - 包括其持有量報告的透明度 - 以及中國人民銀行購買俄羅斯黃金的可能性。考慮到中國對新冠肺炎零容忍政策可能帶來的負面衝擊，我們下調了金條、金幣和珠寶的預期。我們還觀察到印度珠寶需求疲軟的跡象，似乎是受到了黃金盧比價格高昂的影響。我們現在預計金條和金幣需求將下降 3.4%（50 噸），至 1,110 噸，而我們更大幅度地下調了珠寶需求估計，下調 14.9%（225 噸），至 1,850 噸。

推動向好的一個因素在於黃金 ETF，大幅超過了今年前四個月的預期。我們已將預測從淨流出 300 噸上調至淨流入 150 噸，不過我們認為這一數字還有進一步上調的空間。世界黃金協會目前認為場外交易和其他需求是一組平衡項。我們將這一平衡項的估計上調了 15%（143 噸）至 1,100 噸（同比增長 70.6%），這意味著要讓需求滿足供應量，必須有投資者的強烈意願，但事實目前尚不明朗。

圖 10：珠寶需求（噸）

珠寶需求從第四季度的旺盛水準下滑，受中國清零政策的影響，第二季度的需求或將更弱。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

圖 11：黃金供需關係（噸）

「場外交易和其他」之間的差距仍然巨大，表明市場需要投資者的強勁買盤才能出清。

公噸	2017	2018	2019	2020	2021	2022f
礦山產量	3,568	3,654	3,596	3,477	3,581	3,662
回收量	1,085	1,118	1,280	1,252	1,123	1,282
總供應量	4,653	4,772	4,876	4,729	4,704	4,943
工業需求	333	335	326	303	330	333
珠寶需求	2,257	2,290	2,153	1,330	2,229	1,850
金條金幣需求	1,044	1,090	867	896	1,180	1,110
ETF	266	83	408	874	-174	150
中央銀行	379	656	605	255	456	400
OTC及其他	374	317	517	1,072	682	1,100
總需求	4,653	4,772	4,876	4,729	4,704	4,943

資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

回收黃金提升供應量。

黃金供應量增大。

世界黃金協會報告第一季度黃金總產量，包括開採量、回收量和生產商對沖，為 1,156.6 噸（同比增長 4.3%）。礦山產量增加至 856.3 噸（同比增長 2.6%），回收黃金供應量增至 310.5 噸（同比增長 15.3%），生產商對沖減少 10.3 噸。

由於第一季度礦山供應增加，我們將全年供應預期上調 23.3 噸，至 3,661.5 噸（同比增長 2.3%）。我們還將回收黃金的預期上調了 175 噸，至 1300 噸（同比增長 13.7%）。包括生產商對沖在內，我們現在預計黃金供應量將增至 4,943.3 噸，同比增長 5.1%。

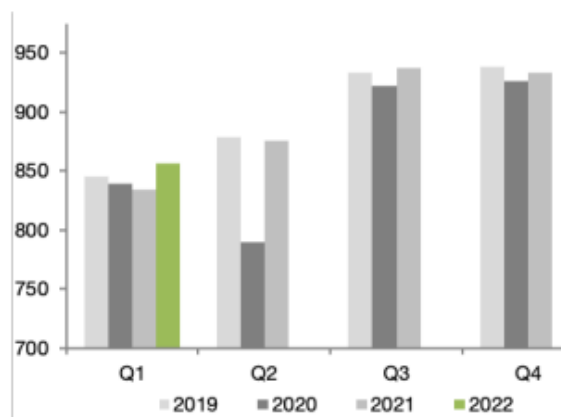
礦山供應量反彈...

世界黃金協會估計，2021 年全球黃金產量為 3,580.5 噸，同比增長 3.0%。我們認為今年礦山產量將進一步穩步提升，至 3,661.5 噸（同比增長 2.3%）。但是由於新冠肺炎造成的擾亂似乎已近在眼前（受中國和澳大利亞近期風險影響），我們預計未來幾年增速將放緩至緩慢增長，因為供應量的增長將更加依賴勘探和資本投資。

雖然在印度尼西亞、北美和南非的推動下，2021 年全球供應強勁反彈，但受到全球最大黃金生產國中國和澳大利亞產量下降的限制。中國礦山產量因山東省主要礦山的臨時關閉而中斷，健康和安全性問題凸顯，儘管礦山也可能是受到了中國能源短缺的影響。澳大利亞礦山生產則是受到加工礦石質量下降以及工廠維護和勞動力短缺的限制。這些因素似乎都是暫時的，中國第一季度產量同比增長 5%，澳大利亞同

圖 12：礦產量（噸）

中國金礦的重新開業，加上澳大利亞和美國產量的提升，推動黃金採礦業在第一季度出現反彈。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

比增長 6%。

隨著中國和澳大利亞產量的反彈，2022 年開局良好，第一季度產量達到 856.5 噸（同比增長 2.6%）。世界礦業協會重點指出了導致礦山產量反彈的一系列因素。除了中國的供應量恢復，礦山礦石質量的提升同樣提振了供應量 - 尤其是內華達州，美國產量同比增長 4% - 以及棕地項目的供應增加。在這種積極的背景下，金羅斯（Kinross）臨時關閉俄羅斯遠東的 Kupol 礦，導致俄羅斯供應量同比下滑 3%。

儘管前景看似樂觀，但我們仍擔心因為新冠肺炎再出現其他供應中斷。我們亦擔心制裁對俄羅斯黃金生產的中長期影響。

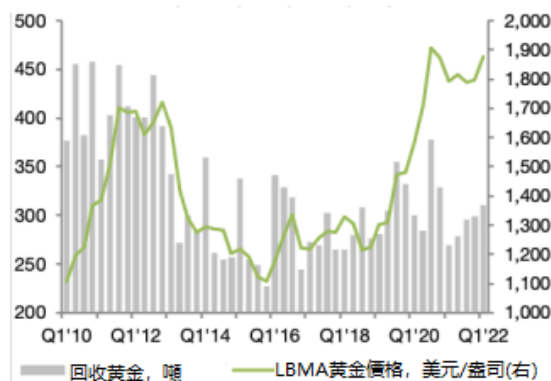
回收量反彈。

黃金回收最近受到多種因素的抑制，包括經濟增長穩健導致供應不足，以及與新冠肺炎相關的限制限制了賣家和商家的經營能力，同時也擾亂了運輸和冶煉作業。在中國以外，與新冠肺炎有關的封鎖再次破壞了黃金回收，這些破壞似乎正在減弱。

在經濟增長放緩、成本壓力上升以及貨幣和信貸條件收緊的跡象下，價格上漲（尤其是以當地貨幣計算的價格）似乎利好黃金供應。世界黃金協會指出，印度的黃金貸款違約和典當商銷售有所增加，黎巴嫩等面臨經濟困境的國家的黃金銷售增加。我們預計這一趨勢將繼續下去。我們預計這一趨勢將會持續。

圖 13：回收黃金和黃金價格（噸）

價格上漲，特別是以前以當地貨幣計算，以及家庭面臨的壓力可能會在 2022 年回收活動升溫。



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
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
網址：oanda.com