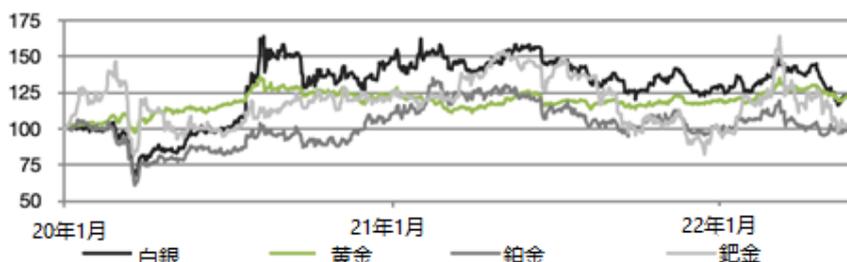


要點

- 由於投資者擔憂全球增長放緩，金價在 5 月下半月出現小幅反彈（第 2 頁）
- 美聯儲或將繼續「緊要任務先行」，這意味著短期內將再次大幅加息，當下可能會給黃金帶來進一步下行壓力（第 2 頁）。
- 隨著期貨持倉下降以及黃金 ETF 持倉增長停滯，對黃金的投機性偏好業已消退（第 3 頁）
- 長期供求因素似利好白銀，但週期性壓力預示近期存在下跌空間（第 3 頁）
- 儘管鉑金表現搶眼，且長期形勢看似有利，但其「醜小鴨」地位依舊（第 4 頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2020 年 1 月 1 日=100）

貴金屬價格 5 月下半月企穩，但年初至今仍大幅下跌。



資料來源：Refinitiv

下行壓力依舊存在。

貴金屬依舊全線承壓，黃金（月環比下跌 0.6%）、白銀（月環比下跌 3.1%）和鉑金（月環比下跌 9.1%）儘管從月中低點反彈，但本月均出現大幅下跌。只有鉑金（環比上漲 7.5%）逆勢上漲，但此乃在經歷一段時間的大幅走弱之後出現，而世界鉑金投資委員會預測 2022 年仍將出現供應過剩。

資產市場 5 月中旬出現大幅下跌，引發投資者從擔憂通膨上升轉向擔憂增長放緩，並引發資產市場止跌回升，對貴金屬形成支撐。美聯儲主席鮑威爾（Powell）表示未考慮加息 75 個基點，聯邦公開市場委員會（FOMC）成員博斯蒂克（Bostic）表示可能在 9 月份「暫停」加息，這些因素導致資產市場出現調整。

我們認為未來一年市場焦點可能從通膨轉向增長，這將緩解貴金屬市場的壓力。然而，當前，美聯儲需要「緊要任務先行」，這意味著還要加息。

迄今為止，在我們的五國美元指數同比上漲 7.5%、美國 10 年期國債實際

收益率上漲超過 100 個基點之背景下，黃金表現依然搶眼。但隨著國債實際收益率持續上升，通膨擔憂有所緩解，或引發金價大幅回檔，使我們的偏差走低，至少目前是如此。

隨著供應可能受限以及需求有望好轉，我們對鉑金的中長期前景保持樂觀。然而，世界鉑金投資委員會（WPIC）預計今年將出現 16.3 噸的盈餘（假如投資者興趣依舊低迷，盈餘會出現增加），現有庫存預計將升至 136.2 噸。

圖 2：價格快照（2022 年 6 月 2 日）

價格(美元/盎司)	22 年 6 月	月環比%	同比%
黃金	1,851	-0.6%	-2.6%
白銀	21,93	-3.1%	-21.4%
鉑金	1,006	7.5%	-15.6%
鈀金	2,016	-9.1%	-29.5%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2022 年 6 月 2 日）

相關指標	2022 年 6 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	2022 年 6 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	4,101	-1.3%	-2.4%	黃金/印度盧比	143,122	0.5%	3.4%
美元指數（5 國代理）	127.04	-1.4%	7.5%	黃金/人民幣	12,339	0.2%	1.8%
西德州輕質原油（美元/桶）	113.10	7.5%	67.0%	黃金/澳元	2,572	-2.7%	5.0%
銅（COMEX）	4.30	0.9%	-7.9%	黃金/加元	2,336	-2.6%	1.8%
彭博大宗商品指數	132.40	2.7%	40.6%	黃金/南非蘭特	28,761	-4.4%	10.1%

資料來源：Refinitiv

黃金依然承壓

多空相當...

5月份的黃金市場多空相當，金價16日下跌至1,786美元/盎司的日間低點，隨後小幅回升，24日升至1,870美元/盎司，月底前回落至1,851美元/盎司(月環比下跌0.6%)。

黃金目前正在逼近其200日移動平均線(1,840美元/盎司)附近的支撐位，但隨著全球貨幣條件繼續收緊，投資者的黃金偏好正在消退，勢頭正在減弱，我們認為金價有可能重回5月低點並可能破位下行。

...因擔憂轉向增長。

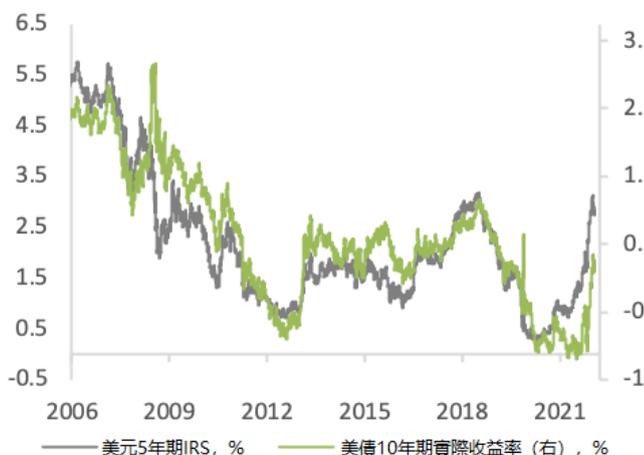
5月中旬金價反彈時恰逢投資者注意力從短期通膨風險轉向中期衰退風險。反映投資者關注點轉向的是，美國短期利率上升出現停滯，1年期互換利率穩定在2.5%左右，由此導致遠期開始掉期收益率大幅回檔。對短期利率預期的重新評估導致我們的五國美元指數下跌約2.5%，為黃金構成直接支撐，而美國10年期債券實際收益率下跌近20個基點。

考慮到與財政轉移和庫存相關的扭曲，美國經濟未來數月出現軟著陸完全合乎情理。然而，亞特蘭大聯儲的GDPNow指標顯示，本季度經季節性因素調整後的年度增長率約為2%，而3年期國債利率與10年期國債收益率(目前為1.78%)利差表明來年發生衰退的可能性極小。

儘管收益率曲線目前預示出現短期衰退的可能性極小，但美聯儲快速加息之預期表明，3年期國債與10年期國債收益率利差預計將在未來一年出現反轉，使得2023年下半年出現衰退的概率大幅上升。

圖4：美國5年期利率掉期與10年期債券實際收益率，%

美國收緊貨幣和信貸政策或與債券實際收益率進一步走高有關。



資料來源：Refinitiv、Redward

...但阻止不了美聯儲...

5月31日，美國總統拜登會見了財政部長耶倫和美聯儲主席鮑威爾。在向媒體發表講話時，拜登重申美聯儲在制定貨幣政策方面的獨立性，同時明確表達了他的關切，稱「應對通膨」是其「首要任務」。

儘管美聯儲無疑擔心增長下行風險，但他們需要「緊要任務先行」，即需要應對通膨。預計美聯儲將在6月15日和7月27日的FOMC會議上連續兩次加息50個基點，使得基金利率在9月份有可能再提高25個基點，從而把基金利率提高到2.25%，接近美聯儲估計的2.4%的中性水準。美聯儲是否會繼續將利率推向限制性區間仍不得而知，但當前的5年期掉期利率表明國債實際收益率有望進一步走高，有望達到1-1.25%。

...將導致黃金承壓。

美國（以及全球）增長前景的下行風險表明，黃金可能在多月基礎上找到一些支撐，以支持長時期權波動中觀察到的上行偏斜。然而，當下貨幣和信貸條件繼續收緊，表明全球債券實際收益率的上行風險正在給金價帶來下行壓力。在過去的15年裡，黃金與美國長期債券實際收益率高度相關（每日金價與10年期實際收益率的相關度為0.89），雙變數簡單回歸分析表明當前的「公允價值」為1,400美元/盎司。考慮到中期增長風險（以及地緣政治風險），預計黃金支撐依舊堅實，但當下實際收益率走高確表明疲軟。

圖5：美債收益率與黃金價格（美元/盎司）

債券實際收益率仍舊暗示金價存在潛在大幅回檔空間。



資料來源：Refinitiv、Redward

投資者興趣減弱。

5月拋售...

黃金在5月份前兩周遭遇大量平倉。芝加哥商品交易所（CME）報告稱，非商業期貨淨持倉下降117.9噸，而黃金ETF持倉下降65.7噸。場外期權市場亦出現疲軟，短期期權偏斜暴跌至負值區間。

...保持觀望。

儘管金價較月中略有回升，但投資者似乎持謹慎立場。芝加哥商品交易所報告稱，黃金持倉至月底進一步減少7.8噸，黃金ETF持倉僅增加13.9噸。截至5月27日，芝加哥商品交易所報告顯示，非商業期貨淨未平倉合約為19.59萬份，609.4噸，低於3月11日999.1噸的峰值。儘管期貨持倉已降至接近過去兩年區間的底部，但仍高於過去10年519.5噸的平均水準，表明職業投資者仍有充足的進一步平倉空間。

與投機性需求的近期走弱一致，場外期權市場仍對短期前景感到不安，因黃金期權僅略偏向黃金看漲期權。從長期看，場外交易市場仍然對黃金持積極態度，12個月、25個delta的期權偏差為4.2%，有利於黃金看漲期權，儘管遠低於3月中旬觀察到的6%的峰值。世界黃金協會報告稱，黃金ETF持倉在截至5月20日的當月減少了57.6噸，使得總持倉維持在3,810.9噸。5月份減持的主要是北美（-40噸）和歐洲（-15.1噸）的賣家。

中國拋售黃金ETF。

儘管黃金ETF持倉今年以來大幅增加250.7噸，但中國

投資者依舊平倉了18.4噸（-24.5%）。

黃金人民幣價格走高，加上中國經濟疲軟以及與中國「零容忍」疫情防控策略相關的封鎖，可能已經嚴重削弱了中國投資者對黃金的偏好，這對珠寶、金條和金幣需求來說並非好兆頭，尤其是在第二季度。

白銀表現欠佳。

白銀在過去一個月繼續承壓，跌至21.93美元/盎司（月環比下跌3.1%），表現不及黃金，並推動金銀比（黃金與白銀之比）升至85:1。與鉑族金屬一樣，白銀往往兼具貴金屬和工業金屬的雙重屬性，在貨幣條件收緊、工業活動放緩和避險情緒升溫期間，其表現不及黃金；這正是我們當下面臨的環境。

倘金價在接下來的一個月跌至1,800美元/盎司，並且金銀比升至88:1，那麼銀價將跌至20美元/盎司（月環比下跌8.5%）。投資者削減敞口也就不足為奇了。芝加哥商業交易所報告稱，白銀非商業期貨頭寸淨未平倉合約從3月11日5.4萬份的峰值降至5月27日的1.15萬份。散戶投資者似乎更相信白銀的投資觀點，因為白銀支持的ETF同期表現穩定。

我們對白銀的中期投資邏輯表示認可，尤其是在綠色能源需求不斷增加的情況下，白銀供應受到限制。我們還注意到白銀協會預測白銀供應淨短缺高達9,650萬盎司。不過白銀協會的預測是基於2.792億盎司的金條和金幣需求沒有變化並且ETF持倉增加2,500萬盎司，這一點讓我們感到樂觀。中期前景可能尚未顯現，但短期內週期性力量可能會佔據主導地位。

圖6：ETF持倉量（噸）及黃金價格（美元/盎司）

中期前景可能尚未顯現，但短期內週期性力量可能會佔據主導地位。



資料來源：Refinitiv、Redward

圖7：金銀比

黃金ETF持倉在4月底遭受巨大的拋售壓力，但目前看來已經企穩。



資料來源：Refinitiv、Redward

鉑金的「醜小鴨」地位沒有變化。

在經歷了 2021 年初的一輪走強之後，黃金與鉑金之比升至 1.39，鉑金下跌了 25%，推動黃金與鉑金之比升至 1.94。在短期內，受全球貨幣緊縮背景下工業和投資需求低迷的拖累，鉑金似將繼續走弱。從長期看，隨著工業和汽車需求在供應受限情況下實現增長，有理由對鉑金保持樂觀。

需求前景喜憂參半。

鉑金需求今年預計將大致穩定在 258.2 噸（同比下降 0.7%），但需求的各個方面都存在相當大的不確定性，風險可能會偏向下行，至少從投資者看是這樣。

持續的半導體短缺讓汽車行業遭受了嚴重擾亂。然而，隨著這些制約因素的緩解，滿足末端需求加上重建庫存的需要，應會在全球增長放緩情況下支撐汽車銷售，至少今年如此。除了產量擴大，鉑金亦有望從取代鈀金中受益，世界鉑金投資委員會稱「汽油車催化劑中高達 75% 的鈀可以被鉑替代，而不會失去熱穩定性」。長期看，鉑金可能受益於燃料電池電動汽車的發展，世界鉑金投資委員會預測表明“燃料電池電動汽車的鉑金需求有望最快在 2033 年與當前的汽車鉑金需求相當”。

隨著石化和生物醫藥的需求穩定而化學、電氣和玻璃行業的需求放緩，鉑金工業需求可能出現減弱。與此同時，作為貴金屬核心珠寶市場的中國，繼續遭受與該國「零容忍」防疫政策相關的干擾。世界鉑金投資委員會估計，投資者對鉑金條與鉑金幣、鉑金 ETF 以及期貨交易所對持有股票的需求，今年可能會大體穩定在 39 噸。

圖 8：CME 淨未平倉合約（噸）

芝商所非商業淨未平倉期貨頭寸已降至基本持平，與投機意願減弱一致。



資料來源：CME、Redward Associates

鑒於不斷收緊的全球貨幣條件，我們感到樂觀，芝加哥商品交易所報告的非商業期貨淨持倉接近於零，為十年低點。

2022 年鉑金供應量將下降。

世界鉑金投資委員會預測 2022 年鉑金總供應量將下降 11.7 噸，至 242 噸。來自採礦業務的鉑金供應量預計將下降 10.3 噸，至 182.6 噸，而回收的鉑金供應量預計將下降 1.4 噸，至 9.4 噸。

導致礦山產量下降的主要因素是南非英美資源集團的半成品庫存耗盡，南非和俄羅斯的計劃性工廠檢修，南非即將舉行的三年一次的工資談判可能導致勞動力中斷，以及俄羅斯產量的可能下降。因應這些因素，南非礦業公司 Amplats、Implats 和 Northern 均下調了指導價。俄羅斯鉑金生產商 Nor Nickel 尚未作為西方對俄烏戰爭反應的一部分而遭受制裁，但其採礦業務依賴西方技術，該公司可能在工廠和設備的服務與升級方面遭遇困難。儘管如此，制裁風險將對俄羅斯的鉑金產量產生消極影響。今年的回收利用預計會減弱，主要是因為新車銷售減少延緩了車用鉑金的大規模回收，以及中國「零容忍」防疫策略導致的珠寶回收減少。

現有黃金存量（公噸）

長期供需態勢可能利好鉑金。然而，世界鉑金投資委員會估計接下來的一年鉑金將保持盈餘，現有庫存將升至 136.2 噸。

圖 9：鉑金供求關係（噸）

儘管供應狀況疲軟，但預計供應過剩將繼續，將地上庫存推高至 136.2 噸。

噸	2017	2018	2019	2020	2021	2022f
礦山產量	191.6	190.8	189.0	152.6	193.0	182.6
回收產量	59.6	60.8	66.4	60.0	60.7	59.4
總供應量	251.2	251.6	255.5	212.6	253.7	242.0
汽車需求	102.6	96.4	89.2	74.7	82.2	95.0
工業需求	56.8	62.7	66.2	61.5	78.0	65.6
珠寶需求	76.5	69.8	65.3	56.6	59.8	58.7
投資需求	8.6	0.5	38.5	48.0	40.0	39.0
總需求量	244.5	229.4	259.2	240.9	260.0	258.3
淨頭寸	6.7	22.2	-3.7	-28.2	-6.3	-16.3
庫存*	64.1	86.3	109.8	81.6	116.7	136.2

資料來源：世界鉑金投資委員會、Redward Associates

資

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、經驗水準及對這類風險的偏好。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：+971 56 847 1123
電子郵件：peter@redwardassociates.com
IFZA 大樓 | 迪拜數字產業園 | 阿聯酋迪拜



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