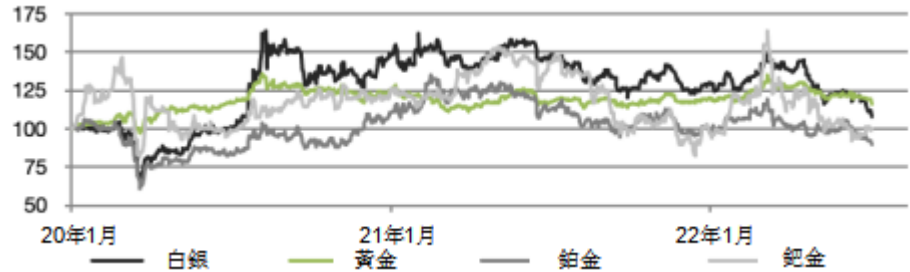


要點

- 儘管美國貨幣條件收緊，但截止目前通膨擔憂始終對黃金構成支撐（第2頁）
- 作為兼具貨幣和工業金屬雙重屬性的白銀表現欠佳，導致金銀比向100:1回歸（第2頁）
- 黃金期貨、ETF以及美國鷹揚金幣和牛年金幣需求似已減弱（第3頁）
- 黃金期權市場變得不太樂觀（第3頁）
- 美聯儲依舊力圖抑制通膨，由此加大了硬著陸和陷入興衰週期的風險（第4頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2020年1月1日=100）

隨著貨幣緊縮使通膨預期弱化，貴金屬面臨下行壓力。



資料來源：Refinitiv

黃金進入熊市？

貴金屬在過去一個月全線走弱；黃金下跌 5.4%，白銀下跌 12.6%，鉑金下跌 15.6%，鈀金下跌 3.9%。

過去一年，黃金之所以受到支撐，是因為投資者認為它是對抗通膨的一個工具，以及對美聯儲未必敢於強力收緊政策以遏制通膨壓力的一種猜測。

人們認為，美聯儲在鮑威爾的領導下的不會為了穩定通膨而冒衰退風險，但美聯儲在 6 月加息 75 個基點的決定打破了這一猜測，而固收市場價格走勢顯示 7 月份再度加息 75 個基點的可能性很大，由此導致金融條件大幅收緊。美聯儲主席鮑威爾隨後指出，美聯儲將不惜以經濟衰退為代價而堅定致力於將「把通膨降下來」。

對於出現「硬著陸」的擔憂不斷加劇，故固收市場降低了加息預期，導致長期債券實際收益率出現溫和調整，但認為美聯儲準

備收緊貨幣條件以壓低通膨的這種看法，正在導致對黃金前景的重估。

投資者則選擇削減黃金期貨多頭敞口和 ETF，我們已經注意到人們對美國鑄幣局實物金幣的需求有所放緩。黃金期權市場目前短期內偏向金價走弱，長期樂觀情緒業已消退。然而，投機性黃金持倉量依舊巨大，表明平倉空間充足，而黃金與長期實際利率的歷史關係亦表明存在很大的下行風險。

圖 2：價格快照（2022 年 7 月 7 日）

價格(美元/盎司)	22 年 7 月	月環比%	同比%
黃金	1,741	-5.4%	-3.1%
白銀	19.27	-12.6%	-26.3%
鉑金	859	-15.6%	-21.3%
鈀金	1,924	-3.9%	-31.1%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2020 年 7 月 21 日）

相關指標	22 年 7 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	22 年 7 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,845	-6.7%	-11.5%	黃金/印度盧比	137,361	-4.1%	2.5%
美元指數（5 國代理）	131.44	3.7%	8.9%	黃金/人民幣	11,659	-4.8%	0.2%
西德州輕質原油（美元/桶）	98.57	-16.8%	34.8%	黃金/澳元	2,566	0.2%	7.1%
銅（COMEX）	3.43	-22.9%	-19.6%	黃金/加元	2,266	-2.1%	1.2%
彭博大宗商品指數	111.23	-18.4%	19.9%	黃金/南非蘭特	29,201	2.8%	13.0%

資料來源：Refinitiv

黃金進入熊市？

黃金承壓。

黃金在過去一個月嚴重承壓，金價跌破 1,800 美元/盎司重要心理關口，降至 1,741 美元/盎司（環比下跌 5.4%），而我們的黃金進口加權一籃子貨幣環比下跌 2.6%。自金價於俄羅斯入侵烏克蘭後在 3 月 8 日見頂以來，黃金的美元計價已下跌 9.3%，按我們的一籃子貨幣計算下跌 10.7%。我們的黃金模型顯示「公允價值」目前為每盎司 1,575 美元左右，我們認為黃金熊市的前景非常真實，至少年底前如此。

指標顯示散戶投資者和專業投資者的情緒都在惡化，而黃金場外交易市場的價格走勢亦呈現疲軟態勢，至少短期內如此。由於疲軟勢頭下金價遠低於 200 日移動平均線（1,846 美元/盎司），我們認為存在進一步下行風險，特別是在 7 月 27 日美聯儲聯邦公開市場委員會會議召開之前。

一種長期保值手段。

過去一年，通膨擔憂似乎推動了黃金需求。從長遠看，黃金是一種極佳的保值手段。1971 年 8 月，美國因放棄黃金可兌換承諾而導致「尼克松衝擊」，此後黃金估值以 7.6% 的年復合增長率保持增長，遠高於 3.9% 的 CPI 通膨率，實際年復合收益率達到 3.7%。

實際利率預示疲軟。

儘管黃金代表了對沖通膨的一種長期性絕佳工具，但就短期而言，黃金通常會對美國貨幣政策的調整作出反應，而美國貨幣條件的收緊又與五國美元指數走強和長期債券實際收益率走高存在關聯。

短期利率的上升直接抬高了持有黃金的機會成本；金價需要在來年上漲到 1,792 美元/盎司（3.1%）才能抵消利率上升的影響。然而，從長期看，債券實際收益率上升是貨幣政策向金價傳導的更有力渠道，美國 10 年期國債實際收益率的當前水平對恰與黃金跌至 1,400 美元/盎司左右相貼合。隨著投資者的注意力從通膨轉向增長以及通膨預期出現回落，實際收益率的上升似乎正在推動對黃金前景的重新評估。

銀價繼續走弱。

在過去一個月裡，白銀承受巨大拋售壓力並跌至 19.27 美元/盎司，自 2020 年 7 月以來首次跌破 20 美元/盎司，使得金銀比升至 92:1，達到兩年高點。我們將白銀表現不佳歸因於其既是貴金屬又是工業金屬這一屬性，使得銀價遭受美國貨幣條件收緊和全球製造業增長放緩帶來的負面影響。這種情況在金銀比與美國股市的反向關係中表現明顯，而美國股市走弱又與黃金表現出色有關。

我們認為至少在短期內，銀價將繼續維持弱勢。白銀當前交易價格大大低於 200 日移動平均線（23.23 美元/盎司），勢頭指標顯示疲軟。銀價表現不佳從投資者頭寸上得到反映，芝加哥商品交易所報告稱非商業類淨未平倉期貨持倉合約從 3 月 11 日的最高 5.4 萬手降至 0.99 萬手。與此同時，白銀支持的 ETF 自 2021 年 2 月的峰值以來已出現 0.35 萬噸的流出。

如果金價在下月跌至 1,675 美元/盎司而且金銀比升至 95:1，那麼白銀或將進一步大幅下跌至 17.63 美元/盎司，跌幅達 8.5%。

圖 4：美債實際收益率與黃金價格（美元/盎司）

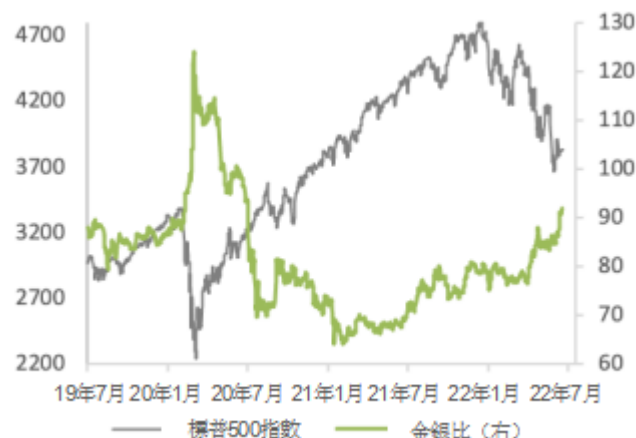
鑑於美國 10 年期債券實際收益率徘徊在 0.5% 左右，黃金有可能進入熊市。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖 5：標普 500 指數與金銀比（%）

期增長放緩和風險厭惡情緒上升導致白銀表現不佳和金銀比走高。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

投機性黃金減持。

央行增持。

7月5日，據世界黃金協會（WGC）報告，各國央行5月份黃金持有量淨增35噸。買入黃金的主要國家有土耳其（13噸）、烏茲別克斯坦（9噸）、哈薩克斯坦（6噸）、卡塔爾（5噸）和印度（4噸）。唯一賣出黃金的是德國（-2噸），世界黃金協會表示這反映了「該國一以貫之的鑄幣計劃」。

美國鑄幣局銷量放緩。

美國鑄幣局報告稱今年前5個月美國鷹洋幣和水牛幣銷售活躍，總銷量達92.75萬盎司（同比增長45.6%）。但6月份銷量急跌，僅為5.9萬盎司，較去年同期的強勁銷量下滑了71.8%。

期貨減持.....

過去一個月，芝加哥商品交易所（CME）報告稱，截至7月1日，黃金非商業類淨未平倉多頭持倉合約減少了1.61萬手（-50.1噸），淨未平倉頭寸合約減少了16.51萬手（513.5噸）。自3月11日見頂以來，淨未平倉期貨頭寸已下降485.6噸。儘管這代表著大幅下降，但黃金持倉僅略低於過去十年裡521噸的均值，儘管我們預料過去一周黃金持倉量已進一步下降。

芝加哥商品交易所報告稱截至7月1日，黃金非商業類多頭持倉合約共計27.88萬手（867.3噸），空頭敞口合約11.38萬手（353.8噸）。我們認為，受到黃金長期多頭頭寸獲利了結的推動，淨期權頭寸存在下跌空間，甚至可能像2018年變為負值。

.....ETF持倉同樣減少.....

世界黃金協會報告稱，截至6月24日，黃金支持的ETF持倉降至3,799.4噸，本月迄今累計下降23.8噸。

圖6：CME淨未平倉合約（噸）

芝加哥商品交易所非商業類淨未平倉期貨頭寸自3月初以來已減少485.6噸，但仍有很大拋售空間。



資料來源：CME、Redward Associates

導致這一下降的原因是北美ETF持倉下降14.5噸，歐洲亦淨賣出9.8噸。Refinitiv報告稱黃金支持的ETF上週進一步下降10.7噸，意味著雖年初至今持倉仍保持在218.5噸，但自4月底以來已淨賣出79.8噸。

.....期貨看跌。

自本週早些時候擊穿1,800美元/盎司關口以來，黃金的大幅下跌引發場外黃金短期隱含波動率走高，1個月期遠期平值期權隱含波動率升至18.1%，導致隱含波動率曲線變緩。金價突然下跌亦與黃金認沽期權需求的興起有關，1個月期25 delta風險參考值現已向黃金認沽期權偏斜了1.5%。從長期看，投資者對黃金前景仍然比較樂觀，但隨著12個月期25 delta風險逆轉偏度從3月份的峰值6%降至當前的3.2%，這方面的情緒亦在惡化。

利率上升意味著黃金需要在未來一年每盎司升值約60美元方能實現盈虧平衡。黃金遠期平值期權隱含波動率曲線走高加上黃金偏向看漲期權，表明做多黃金的投資者透過買入虛值黃金看跌期權來對沖金價下行風險，而對沖成本可透過買入12個月期黃金下跌風險逆轉期權來進一步降低（對沖上行風險）。這些情況提示我們，黃金場外交易市場有可能是黃金淨供應商的切入市場。

印度金價折扣力度大。

世界黃金協會報告稱，印度金價的折扣幅度從6月底的接近零擴大至7月1日的40.7美元/盎司，為3月底以來的最大折扣。

圖7：25德爾塔風險逆轉期權偏度

對黃金的信心正在受挫，最明顯的是黃金看漲期權需求下降和風險逆轉偏度回落。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

立即遏制通膨。

上世紀 70 年代的長長陰影。

6月10日，美國總統拜登在加州長灘的美國海軍愛荷華號戰列艦甲板上發表題為「通膨以及為平抑價格和應對供應鏈挑戰而採取的行動」的演講。演講中，拜登總統指出解決通膨是「我的最優先經濟要務」。在總體 CPI 同比攀升 8.5% 的情況下，總統的擔憂並不令人意外。核心 CPI 通膨指標也有所上升，美聯儲克里夫蘭銀行報告的 CPI 通膨中值同比增長 5.5%，修正後的均值同比增長 6.5%。美聯儲首選的通膨指標 PCE（個人消費支出）核心通膨率同比上漲 4.7%，而 PCE 核心通膨率的修正均值同比上漲 5.3%。

6月29日，鮑威爾主席在歐洲央行論壇上發言，他指出一年多來通膨始終居高不下，增加了通膨可能紮根於通膨預期的風險，而「我們的工作實際上是防止發生這種情況」。鮑威爾主席接著指出，「我們堅定致力於運用我們的工具把通膨降下來。達此目的途徑是放緩增長，最好是保持正增長。是否存在極端性風險？當然，風險是有的。我不認為這是經濟面臨的最大風險。未能恢復價格穩定將是更大的錯誤。」

增長前景暗淡。

美聯儲已開始透過價格工具和量化工具大幅收緊貨幣條件。美國聯邦基金利率年初至今已上調 125 個基點。芝加哥商業交易所的 FedWatch 工具預測，在 7 月 27 日的下次公開市場委員會（FOMC）會議上加息 75 個基點的可能性為 90%，屆時基金利率將上調至 2.25%。FOMC 所謂的「點陣圖」預測，明年聯邦基金利率將升至 3.8%，未來最終利率預計到 2023 年初將略高於 3.25%。今年 6 月，美聯儲開始削減資產負債表，前 3 個月每月減持美國國債和抵押貸款支

持證券 475 億美元，其後加速至每月減持最多 950 億美元。

貨幣條件收緊使得 3 個月期國債和 10 年期國債之間的息差縮小 73 個基點，同時使得標普 500 指數自年初至今下跌 20%。自 2021 年底以來，不斷擴大的信貸利差已將 iBoxx 高收益 ETF 推低至 73.9（-12.3 個基點），而 10 年期債券實際收益率已上升 160 個基點，我們的五國美元指數自年初至今上漲 6.8%。

美聯儲在其《經濟預測》裡對今明兩年 GDP 實際增長的中位數估計為 1.7%，而 FOMC 最悲觀的成員則預計今年 GDP 實際增長將放緩至 1%，2023 年放緩至 0.8%。我們基於 FRBNY 模型的衰退概率計算工具顯示，未來一年發生衰退的概率仍然很低，僅為 15%，但收益率曲線快速變平提高了衰退概率，加之區域 PMI 等一系列指標也均顯示衰退一觸即發。

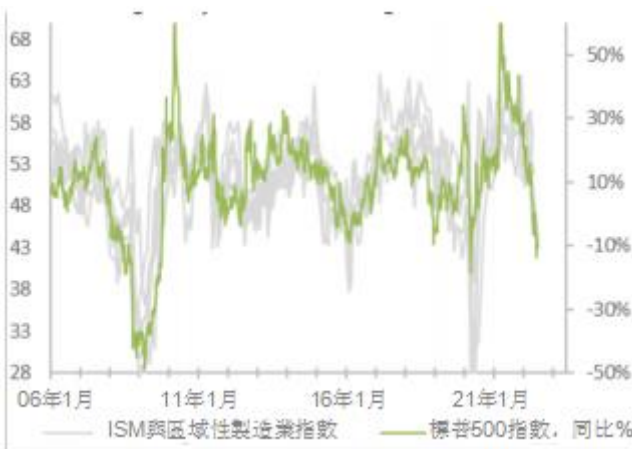
通膨預期回落。

美聯儲顯然是在走鋼絲。貨幣條件的快速收緊增加了「硬著陸」的可能性，而短期通膨預期仍居高不下。令人擔憂的是，長期通膨預期近期有所回落，5y5y 通膨互換利率跌至 2.08%。

為讓美國經濟能夠可持續地擺脫零利率政策（ZIRP）的束縛，至關重要的是讓長期通膨預期牢牢穩定在全球金融危機前 2.5% 的水平。「立馬遏制通膨」的這種做法可能導致美國無法穩定長期通膨預期，只會讓美國經濟陷入上世紀 70 年代那樣的興衰週期和 2020 年政策利率復零時的亂象。

圖 8：標普 500 指數和區域 ISM 指標

股價下跌與地區製造業調查數據下滑和增速放緩領域擴大相一致。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖 9：美國 5 年/5 年盈虧平衡通膨率

長期通膨預期的近期回落有可能在未來數月成為美聯儲的下行風險。



資料來源：Refinitiv、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。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，請勿投入您無法承受損失的資金。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
電子郵箱: 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

電子郵箱: frontdesk@oanda.com
網址: oanda.com