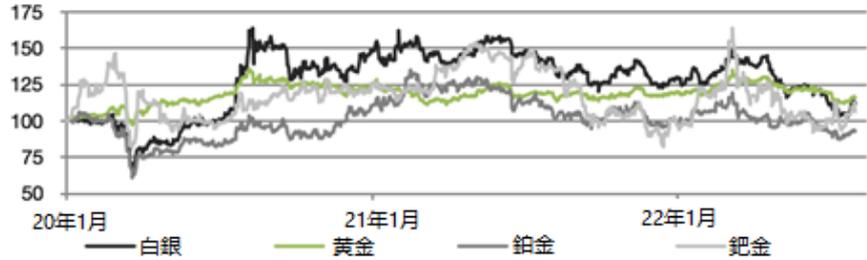


要點

- 黃金經歷釋壓性反彈，但下跌風險依然存在（第 2 頁）
- 黃金供應量回升，但通膨持續高漲推高了成本，增加了產業中斷和政治不穩定的風險（第 3 頁）
- 俄羅斯將黃金持有量視為國家機密（第 4 頁）
- 印度和中國對珠寶、金條和金幣的需求依舊低迷（第 4 頁）
- 7 月份黃金 ETF 經歷大幅外流，而芝商所報告稱淨未平倉非商業期貨持倉量急劇下降（第 4 頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2020 年 1 月 1 日=100）

貴金屬價格已大幅反彈，但是否已到低谷還有待商榷。



資料來源：Refinitiv

釋壓性反彈還是恢復性上漲？

貴金屬在 7 月份經歷了一輪過山車行情。在美聯儲 7 月 27 日的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議之前，投資者變得愈發悲觀，我們注意到貴金屬遭遇大舉拋售。然而，美聯儲承認經濟放緩並表示是否收緊貨幣「取決於資料」，由此引發金價釋壓性反彈。工業貴金屬領漲反彈行情，鈀金環比上漲 8.5%，鉑金環比上漲 8.0%，白銀環比上漲 4.6%，而黃金表現不佳，僅環比上漲 1.3%。

經濟狀況正在惡化，特別是歐洲和亞洲，但通膨走高限制了銀行政策轉向的能力。期貨市場目前預計美聯儲將再度調高基金利率 100 個基點，至 3.5%，而資產縮購步伐亦將加快。預計美國 10 年期國債實際收益率將回升至 0.75-1.0%，從而給貴金屬帶來新的壓力。

與此同時，我們預計黃金總供應量將增至 4,936 噸（同比增加 5.1%）。

世界黃金協會報告稱，第一季度黃金綜合維持成本（AISC）升至 1,232 美元/盎司（季度環比增長 9.0%），通膨走高導致潛在的行業動盪，新興市場和前沿市場的政治不穩定似乎亦在上升。

受印度黃金稅升至 12.5% 以及中國持續抗擊疫情的拖累，黃金珠寶、金條和金幣的需求似將維持低迷。隨著各國央行繼續顯示出增持意願，黃金的工業需求似乎正在減弱。黃金供需仍依賴於穩定的投資者需求，而這種需求似乎不會馬上到來。

圖 2：價格快照（2022 年 8 月 5 日）

價格(美元/盎司)	22 年 8 月	月環比%	同比%
黃金	1,786	1.3%	-1.4%
白銀	20.07	4.6%	-20.9%
鉑金	935	8.0%	-8.9%
鈀金	2,097	8.5%	-20.8%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2022 年 8 月 5 日）

相關指標	22 年 8 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	22 年 8 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	4,152	8.4%	-5.7%	黃金/印度盧比	141,782	1.4%	5.6%
美元指數（5 國代理）	130.62	-0.4%	8.3%	黃金/人民幣	12,087	2.0%	3.2%
西德州輕質原油（美元/桶）	88.91	-10.6%	30.3%	黃金/澳元	2,570	-0.9%	4.7%
銅（COMEX）	3.47	1.3%	-19.9%	黃金/加元	2,304	0.2%	1.5%
彭博大宗商品指數	118.15	5.6%	24.6%	黃金/南非蘭特	29,743	2.0%	14.3%

資料來源：Refinitiv

雖有釋壓性反彈但下跌風險猶存。

7月份過山車行情。

黃金價格過去一個月經歷過山車，從6月底的1,806美元/盎司跌至7月21日的盤中低點1,680美元/盎司（下跌7%），隨後反彈至1,786美元/盎司（環比下跌1.3%）。

出現釋壓性反彈...

我們認為此輪金價反彈屬於回調。在美聯儲7月27日公開市場委員會會議之前，金融市場參與者已消化了加息75個基點的影響，並對增長前景變得愈發悲觀，由此導致包括黃金在內的資產遭到大幅清算。芝商所報告稱，未平倉非商業期貨持倉量在7月29日降至284噸，自6月底以來下降了258噸。在本月前三周，黃金ETF持倉量下降77.9噸。

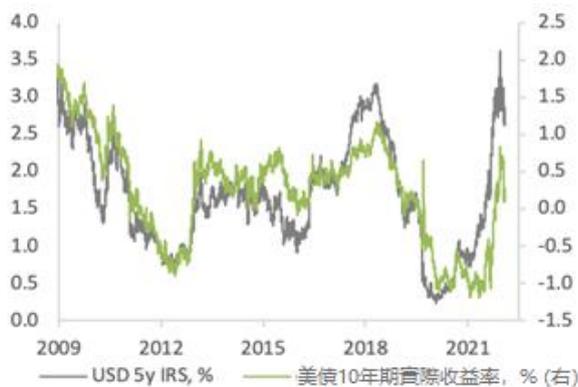
儘管美聯儲如期加息，將基金利率上調75個基點至2.50%，但美聯儲主席鮑威爾「承認」下行風險並稱「近期的支出和生產指標已經走弱」。鮑威爾進一步指出，儘管有可能出現進一步的快速加息，但「加息步伐將仍取決於將來的資料」，意味著快速加息並非不可避免。承認下行風險引發短期利率溫和反彈，終端基金利率回落約20個基點，但由此導致10年期國債實際收益率大幅下降，從6月底的水準下降近70個基點，接近於零，引發了包括黃金在內的資產購買潮。

...但下行風險繼續存在。

儘管美國加息預期已經減弱，但金融市場參與者仍然預計9月21日將加息50個基點，並另有兩次各25個基點的加息，進而使基金利率年底達到3.5%。

圖4：美國5年期利率互換和10年期債券實際收益率，%

10年期債券實際收益率7月份大幅下跌，但貨幣條件收緊應會使其回升至0.75-1.0%。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

此外，從9月1日起，美聯儲將加快量化緊縮步伐，資產負債表收縮速度將從目前的每月475億美元加速至每月950億美元。隨著其他地方（比如歐元區、英國、加拿大、澳大利亞）貨幣條件的收緊，我們預計債券實際收益率將回升至0.70-1.0%區間，由此給貴金屬價格帶來下行壓力。

因此，我們預計黃金目前的反彈將被證明是一輪“釋壓性反彈”，而且我們預計黃金將面臨新的壓力，金價將回落至1,700美元/盎司或更低的支撐位置。

白銀出現暫時性超賣。

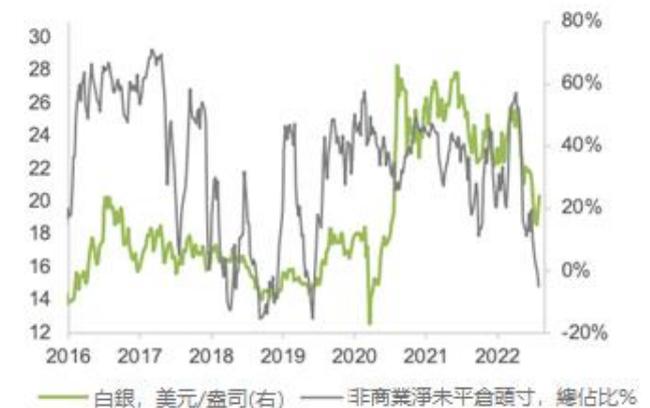
和黃金一樣，白銀在7月份也經歷了過山車走勢，在14日跌至18.11美元/盎司的盤中低點，從6月底以來下跌了10.5%，最終反彈至20.07美元/盎司（環比上漲4.6%）。我們認為目前反彈是修正性反彈，白銀正從超賣狀態中反彈，我們預計銀價將再次測試18美元/盎司的支撐位。

7月份白銀下跌導致投資者投降認輸。芝商所報告淨未平倉非商業期貨持倉的空頭敞口合約降至5800手，空頭頭寸占總未平倉頭寸的比例降至十年低點。散戶投資需求同時出現回落，安碩白銀信託在7月29日降至15,043噸，較4月22日峰值下降了3041噸。

白銀面臨全球貨幣收緊和信貸環境以及工業活動放緩的不利影響。如果黃金重新測試1,680美元/盎司低點，而且金銀比（黃金與白銀價格之比）升至100:1，那麼銀價將跌至16.80美元/盎司（-16%），從而使銀價跌回到過去10年的水準。

圖5：期貨和白銀價格（美元/盎司）

專業投資者已清倉白銀多頭敞口，芝商所淨未平倉頭寸7月份轉為負值。



資料來源：芝加哥商交所、Refinitiv、Redward Associates

全球供應開始復蘇。

中國保持第一...

6月9日，世界黃金協會發佈了2021年各國黃金產量估計。黃金產量總計3,582.2噸，較2020年增長106.3噸（同比增長3.1%）。中國以332噸的產量位居榜首，但這也意味著產量下降了36.4噸（同比下降9.9%）。中國的礦山產量以微弱優勢領先於俄羅斯（330.9噸）、澳大利亞（315.1噸）、加拿大（192.9噸）和美國（186.8噸）這其他五大生產國。

...目前如此。

儘管我們預計中國今年仍將是最大的黃金生產國，但鑒於澳大利亞巨大的儲量和強勁的投資管道，預計該國將在2023年或2024年成為全球最大黃金生產國。美國地質勘探局（USGS）報告澳大利亞地下儲量為11,000噸，足足是全球地下儲量的三分之一。接下來探明的最大儲量幾乎是俄羅斯（6,800噸）、南非（5,000噸）、美國（3,000噸）、加拿大（2,200噸）和中國（2,000噸）的一半。根據目前開採速度，中國將在6年內耗盡其儲量，澳大利亞將在35年內耗盡。

供應量回升。

2022年（第二季度），世界黃金協會預計金礦產量為911.7噸（同比增長4%），今年上半年產量為1,764.2噸，較去年同期增長3.1%。我們預計今年金礦供應量將增至3,665噸（同比增長2.3%），從疫情相關的中斷中復蘇，2023年增長將放緩至3,714噸（同比增長1.3%）。

第二季度黃金回收量達到291.1噸（同比增長4.5%），這在很大程度上得益於印度和土耳其的強勁供應。我們估計

今年的回收黃金供應量將達到1,290噸（同比增長13.5%）。考慮到淨生產商的套期保值因素，我們預計供應量在4,936.5噸（同比增長5.1%）。

2021年，中國的生產在山東金礦事故後出現中斷，導致金礦因安全問題而臨時關閉。今年第一季度黃金產量同比回升5%，但中國的「零容忍」防疫政策是否會導致產量再度疲軟，仍有待觀察。我們保持樂觀並預計今年產量將回升至345噸（同比增長3.9%）。

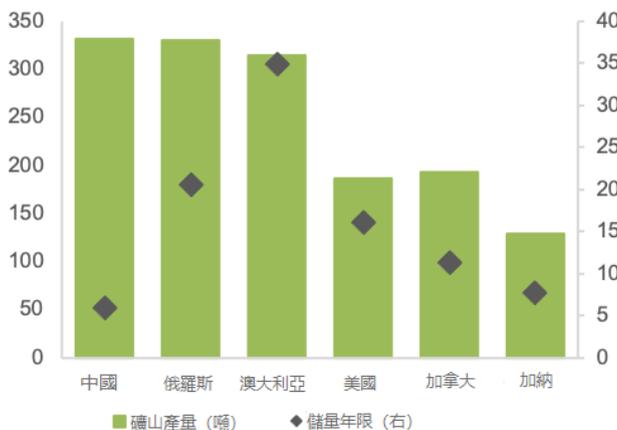
澳大利亞金礦生產在2021年同樣受到了疫情相關中斷以及勞動力短缺波及，在第一季度留下了揮之不去的影響。然而，澳大利亞政府首席經濟學家辦公室估計，第一季度的產量增加了77噸（增加3.8%），他們預計2022/2023年度的總產量可達到338噸，2023/2024年度將增至361噸。澳大利亞金礦產量的提升乃由多種因素共同推動，包括緩解疫情相關的中斷、擴大現有金礦的產量、重新啟動此前關閉的礦山——包括採用新的提取技術對廢棄尾礦進行再處理——以及大量新的投資專案，包括King of the Hills（6.2噸）、Bellevue（5.7噸）和Mt. Todd（11噸）。

...但下行風險猶存。

儘管前景似乎向好，但仍存在潛在的下行風險，特別是俄羅斯的產量、不斷上升的成本壓力和潛在的政治風險。儘管黃金是可以替代的，但俄羅斯黃金似乎越來越受到西方制裁的困擾，許多潛在買家無法或不願持有。通膨壓力顯而易見。據世界黃金協會報告，綜合維持成本在第一季度躍升至1,232美元/盎司（季度環比上升9%），這種成本壓力在不斷增多的工業活動中亦是顯而易見的（比如Sibanye-Stillwater公司的南非礦山）。不斷上升的通膨壓力和政治/經濟不穩定有可能導致許多潛在的新興和前沿經濟體的採礦中斷，撒哈拉以南非洲的金礦生產面臨的風險尤甚。

圖6：礦產量與儲備量

美國地質勘探局報告稱，澳大利亞地下儲量占全球總量的1/3，增產空間很大。



資料來源：美國地質勘探局、世界黃金協會、Redward Associates

圖7：礦產量（噸）

金礦產量看似有望回升，不過政治和經濟風險無處不在，意味著風險偏向於利空。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

珠寶、金條和金幣需求走軟。

工業需求減弱。

黃金的工業需求似乎正在減弱，第二季度下降到 78.4 噸（同比下降 1.8%）。需求仍然以電子產品（64.4 噸）以及其他工業用途（11.3 噸）和牙科（2.6 噸）為主。我們預計工業需求將保持低迷，並將全年預測下調 13 噸，至 320 噸（同比下滑 1.3%）。

央行買入黃金。

央行在第二季度繼續囤積黃金，增持 179.9 噸（同比下降 14.2%），今年上半年黃金儲備增加了 269.6 噸。我們已經將央行全年買入黃金的預期值上調 20 噸，至 420 噸（同比下滑 7.8%）。

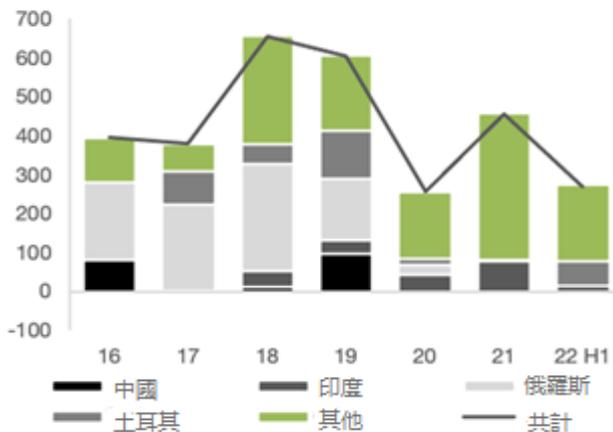
稍感意外的是，儘管面臨國際收支挑戰，但今年上半年最大的黃金買家是土耳其共和國央行（63 噸），其持有量現已增至 457.7 噸。在 6 月份所在季度，由於貨幣重趨穩定，哈薩克（15.8 噸）和烏茲別克斯坦（26.4 噸）重新殺入黃金市場。與此同時，印度（8.3 噸）仍然是一個溫和買家，中國人民銀行也依舊缺席黃金市場。伊拉克央行買入 34 噸，持倉超過 130 噸。

俄羅斯和國際貨幣基金組織。

俄羅斯央行的行動變得越來越不透明。俄羅斯報告的黃金持倉總計為 2,298.53 噸，但其已有一段時間未提供最新資料，近期似乎也不大可能更新數據。7 月 6 日，國家杜馬三讀通過了一項對俄羅斯黃金儲備規模資料進行分類的法律，該法案將在總統簽署並公佈後成為法律。隨著俄羅斯迅速進入自給自足的陰影之中，很難想像其如何在國際貨幣基金組織和世界銀行的佈雷頓森林體系中立足。

圖 8：央行購買量（噸）

央行買入仍以一次性大量買入為主，先前的定期購買者基本消失。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

印度進口走弱。

2022/2023 財年第一季度，印度進口約 189 噸黃金，遠高於受疫情相關扭曲影響的前兩年，但遠低於 2019/2020 財年的 321.4 噸。黃金進口的強勁以及隨之而來的對盧比的負面影響和對通膨的正面影響，促使印度政府在 7 月初將進口稅從之前的 7.5% 上調至 12.5%。此舉導致黃金銷售活動急劇下滑，印度珠寶商提供了高達 40 美元/盎司的金價貼水，以幫助穩定需求。

自 7 月初以來，我們注意到印度的金價貼水已降至 10 美元/盎司左右，表明終端需求開始復蘇。然而，預計政府對黃金徵收的總稅率估計高達 18.45%，這一舉措將對 2022/2023 財年第二季度的珠寶、金條、金幣和進口需求造成壓力。我們經粗略計算表明，今年黃金進口可能會放緩至 700 噸左右（同比下滑 20%）。

美國的金銀比依舊堅挺。

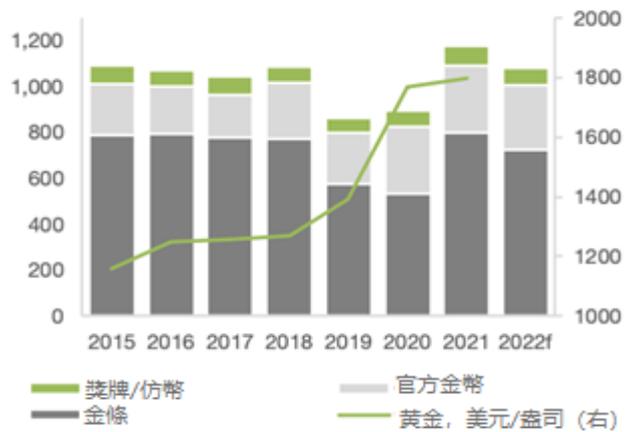
在經歷了 6 月份的疲軟之後，美國造幣廠報告稱 7 月份美國鷹幣和牛幣的銷量大幅反彈，達到 104 千盎司（同比增長 42.5%）。今年前 7 個月，銷量總計 1,105 千盎司，較去年同期增長 20.2%。

金條和金幣

金條和金幣的總銷量在第二季度穩定在 244.5 噸（同比 0%），但這掩蓋了業績方面的差異性。印度需求升至 30.4 噸（同比增長 20%），而經濟和政治的不確定性導致需求強勁拿到訂單.....

圖 9：金條和金幣購買量（噸）

印度的進口關稅和中國的“零容忍”防疫政策似將導致 2022 年下半年需求疲軟。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

投機者轉向淨賣出。

...土耳其（9.5 噸）、伊朗（7.4 噸）和俄羅斯聯邦（5.5 噸）的需求增加，但這被中國的需求下滑所抵消，中國需求下滑至 37.4 噸（同比下滑 35%）。世界黃金協會將中國需求的下降歸因於一系列因素，包括「零容忍」防疫政策導致的銷售中斷以及「家庭收入增長大幅放緩」。

中國需求疲軟可能持續到今年下半年。加之印度因提高進口關稅而導致的潛在疲軟，我們將金條和金幣需求預測下調至 1,085 噸（同比下降 8%）。

珠寶黯然失色。

第二季度銷量增至 453.2 噸（同比增長 3.7%），然而，這一增長得益於有利的基數效應，原因是印度的銷量增至 140.3 噸（同比增長 39%）。回想一下，印度的銷量在 2021 年第二季度受到嚴重干擾，因為該國疲於應對新冠肺炎“德爾塔變體”。儘管出現回升，但珠寶需求仍遠低於 2019 年第二季度創下的 530.2 噸的記錄。

雖然印度的需求在第二季度出現復蘇，但中國的銷量下滑至 103.5 噸（同比下降 29%），珠寶需求也受到了金條和金幣同樣因素的影響。展望未來，我們預計印度的珠寶銷量在今年下半年將受到抑制，原因在於通膨走高和黃金進口稅增加導致收入增長放緩，而中國的銷量可能繼續受到該國“零容忍”防疫政策的影響。我們預計珠寶銷量將下滑至 1,950 噸（同比下降 12.5%）。

EFT 持倉回落.....

世界黃金協會報告黃金 ETF 持倉量在第二季度下降了 38.8 噸，7 月份又賣出了 80 噸。黃金 ETF 持倉已降至 3708 噸，年初至今增加了 137.8 噸。

圖 10：CME 淨未平倉合約（噸）

7 月份，非商業性黃金期貨持倉量下降 258 噸，至 284 噸，為 2019 年 5 月以來的最低水準。



資料來源：CME、Redward Associates

第二季度，黃金 ETF 賣出主要集中於北美（賣出 43.2 噸），歐洲持倉未變，亞洲持倉下降（賣出 1.3 噸）。7 月份，歐洲帳戶拋售 33.4 噸，其北美同行拋售 50.3 噸；亞洲帳戶則利用價格疲軟之機增持 6.9 噸。過去兩年，黃金 ETF 持倉波動與金價走勢高度相關，只是略有滯後，我們預計這種趨勢將持續下去。我們預計黃金 ETF 持倉買入將維持低迷，但我們略微調高預計買入量（25 噸），這樣一來 2022 年淨買入量將為 175 噸。

...隨著期貨頭寸暴跌。

投資者對黃金的信心一直堅如磐石，但這種情況在 7 月份出現變化。芝商所報告淨未平倉非商業期貨持倉下降了 258 噸，至 284 噸，較 4 月 15 日觀察到的 884 噸持倉大幅下降。

黃金需求與供給。

我們預計 2022 年黃金供應量將增至 4,936 噸（同比增長 5.1%），金礦產量有望加速增至 3,665 噸（同比增長 2.3%），回收黃金供應量和淨生產商套期保值有望貢獻 1,271 噸（同比增長 14.2%），兩者都受益於疫情扭曲因素的消退。

黃金需求繼續受到疫情相關中斷的負面影響，尤其是在中國，這讓我們下調了對珠寶、金條和金幣的預測。工業需求似乎略有疲軟，央行需求溫和走強。黃金 ETF 需求業已走弱，需求與價格走勢高度相關，使得黃金依賴於場外交易和其他買家。我們的供需預測表明，黃金對投資者的偏好仍然高度敏感，而後者在很大程度上仍然取決於利率。

圖 11：黃金供需關係（噸）

黃金供需平衡需要 ETF 和 OTC 投資者信念堅定，但這可能不會很快到來。

公噸	2017	2018	2019	2020	2021	2022f
礦山產量	3,573	3,655	3,595	3,476	3,582	3,665
回收量*	1,087	1,120	1,282	1,254	1,113	1,271
總供應量	4,660	4,775	4,877	4,730	4,696	4,936
工業需求	333	335	326	303	330	320
珠寶需求	2,257	2,290	2,153	1,330	2,229	1,950
金條金幣	1,044	1,090	867	896	1,180	1,085
ETF	266	83	408	874	-174	175
中央銀行	379	656	605	255	456	420
場外交易及其他	374	317	517	1,072	682	986
總需求	4,653	4,772	4,876	4,729	4,704	4,936

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