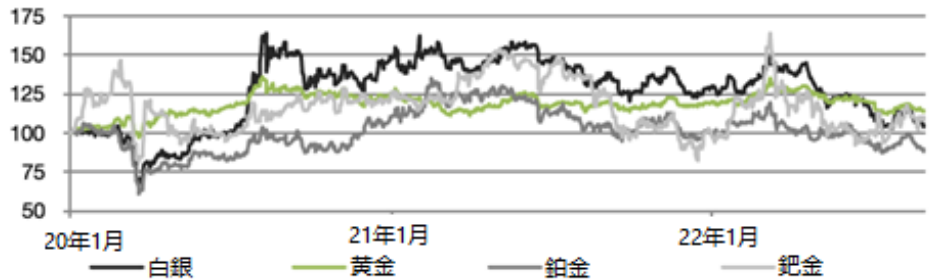


要點

- 隨著全球貨幣環境收緊，黃金依舊承壓 (第 2 頁)
- 美元走強打壓銀價，我們認為存在短期下行可能 (第 2 頁)
- 美元似乎超出其長期「公允價值」，表明白銀存在最終大幅反彈可能，靜候峰迴路轉 (第 2 頁)
- 美聯儲主席鮑威爾在傑克遜霍爾向金融市場釋放直率訊息 (第 3 頁)
- 美國投資者似乎正在失去對黃金的興趣，但仍可能出現期貨淨多頭頭寸清倉、ETF 拋售以及長期待權偏度的下降 (第 4 頁)

圖 1：貴金屬價格指數 (2020 年 1 月 1 日=100)

隨著美聯儲和歐洲央行強硬抵禦通膨，貴金屬再度陷入困境。



資料來源：Refinitiv

鮑威爾直言不諱。

經歷 7 月份過山車行情後，8 月份貴金屬形勢艱難，黃金、白銀、鉑金、鈀金分別環比下跌 3.7%、12.6%、7.3% 和 4.6%。

受美國和全球貨幣政策及信貸政策收緊影響，貴金屬再度面臨拋售壓力，我們的美元指數環比上漲約 2%，美國 10 年期債券實際收益率上漲超過 70 個基點。

懷俄明州傑克遜霍爾舉行的年度貨幣政策研討會席間，美聯儲主席鮑威爾重申了美聯儲讓通膨降回目標水準的決心。美聯儲正在考慮在 9 月 21 日的政策會議上「再次大幅上調」基金利率，並有可能「在一段時間內維持限制性政策立場」。隨著通膨降回目標水準，經濟增長或將降至趨勢線以下，進而「給家庭和企業帶來一些痛苦」，但這對於確保經濟長期平穩運行乃是必要的。

與風雲變幻的勢態相吻合的是，美國投資者似乎正在失去對黃金的興趣。芝加哥商

交所報告稱，上週黃金期貨淨未平倉頭寸降至 396.9 噸多頭敞口，同時美國鑄幣局的金幣需求放緩，美國國內黃金 ETF 持倉也出現萎縮。儘管場外交易的黃金期權市場對黃金長期前景依舊持樂觀立場，但黃金看跌期權的短期需求已超過看漲期權需求，導致期權偏度走低。

除非美國就業報告意外低迷，發生金融危機或者地緣政治事件，否則金價或跌穿 1,680 美元/盎司左右的支撐位並繼續下行。

圖 2：價格快照 (2022 年 9 月 1 日)

價格(美元/盎司)	22 年 9 月	月環比%	同比%
黃金	1,706	-3.7%	-5.9%
白銀	17.78	-12.6%	-25.6%
鉑金	841	-7.3%	-17.0%
鈀金	2,091	-4.6%	-4.6%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標 (22 年 9 月 1 日)

相關指標	22 年 9 月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格 (/盎司)	22 年 9 月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,955	-4.0%	-12.6%	黃金/印度盧比	135,986	-2.8%	2.8%
美元指數 (5 國代理)	132.90	1.9%	9.9%	黃金/人民幣	11,785	-1.7%	0.6%
西德州輕質原油 (美元/桶)	88.77	-5.5%	29.6%	黃金/澳元	2,501	-0.8%	0.9%
銅 (COMEX)	3.55	-0.2%	-18.7%	黃金/加元	2,246	-1.3%	-1.8%
彭博大宗商品指數	120.53	0.6%	25.6%	黃金/南非蘭特	29,265	0.3%	11.2%

資料來源：Refinitiv

貴金屬承壓。

過去一個月，美國和全球貨幣環境收緊令黃金承壓，導致金價跌至 1,706 美元/盎司（環比下跌 3.7%）。

過去一個月，我們看到美國債券實際收益率大幅上升，10 年期債券收益率從約為零升至目前的 0.75% 左右。美聯儲依舊維持鷹派立場，我們預計基金利率到 2023 年初將升至將近 4%，同時將加快量化緊縮步伐。隨著歐洲央行也在收緊貨幣政策，我們認為未來幾個月美國債券實際收益率可能會進一步攀升，有可能達到 1.25-1.50%。

除非即將公佈的就業報告出現重大意外，或者出現金融或地緣政治衝擊，否則預計黃金在美聯儲 9 月 21 日公開市場委員會會議之前將繼續承壓。假如黃金跌破 1,680 美元/盎司附近的支撐位（過去兩年經受 4 次衝擊），我們認為黃金有可能迅速跌至 1,600 美元/盎司或更低。

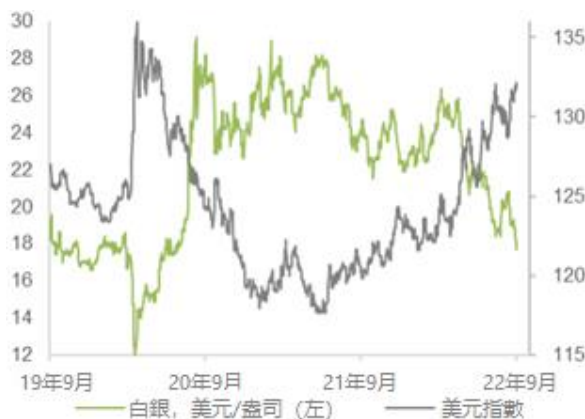
白銀依舊承壓。

一個月來，白銀面臨拋售壓力，跌至 17.78 美元/盎司（環比下跌 12.6%）。從鑄幣平價（黃金與白銀之比）可以看出，白銀通常對黃金具有高貝塔係數，該比值已從 7 月底的 87:1 升至 96:1，達到疫情期間 2020 年 7 月的水準。

過去一個月，白銀急劇下跌已將其技術指標推入「超賣」區域，白銀在弱勢中的交易價格大大低於 200 日移動平均線（22.32 美元/盎司）。銀價低迷一直與白銀期貨和白銀 ETF 持倉的清倉有關。芝加哥商交所報告稱，未平倉非商業期貨淨持倉合約在 8 月 26 日降至 -530 萬手，

圖 4：美元指數與銀價（美元/盎司）

銀價低迷似乎很大程度上受到美元走強的推動，這種情況或將在未來數月繼續持續。



資

資料來源：Refinitiv、Redward Associates

而安碩白銀信託 ETF 顯示在過去 19 週裡僅有 3 週出現淨買入，持倉量自 4 月 22 日峰值以來減少了 3,041 噸。白銀場外期權市場目前向短期看跌期權溫和偏斜，但長期期權偏度仍然堅定偏向於白銀看漲期權。

短期脆弱...

白銀既是工業金屬亦是貴金屬，因此對美國的貨幣環境和全球製造業活動指標十分敏感。然而，在最近幾年，它的主要驅動力似乎就是美元。

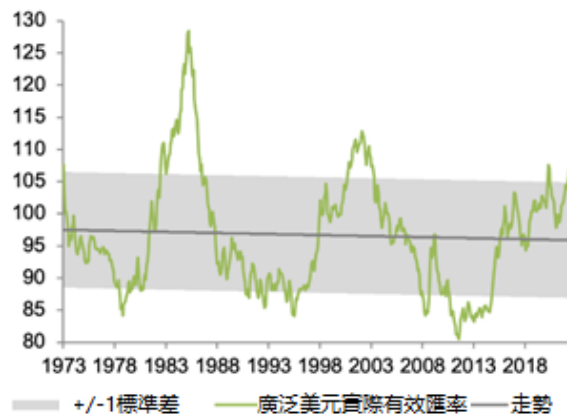
約 60% 的銀價日波動可以用我們的五國美元指數來解釋，雙變數簡單回歸模型表明銀價的貝塔值非常高，達到 5.8x，意味著美元每上漲 1% 關聯到銀價下跌 5.8%。假設美國貨幣政策收緊推動美元進一步上漲 5%，那麼銀價可能會走弱至 11.62 美元/盎司（下跌 29%）。我們判斷銀價跌至這一水準可能與金價跌至 1,475 美元/盎司存在關聯，使得金銀比升至 127:1，高出疫情期間的峰值水準。

...長期機會。

美國貨幣政策收緊已將美元匯率推高到比浮動後的均值還要高出大約 18% 的水準。然而，美國貨幣環境不會無限期收緊。當美聯儲政策轉向的時候，我們可能會看到美元回檔。美元向長期均值回檔將為銀價大幅反彈鋪平道路。儘管這意味著對白銀的長期前景感到樂觀，但美元短期走強有可能推動白銀跌至疫情以來的低點，預示著耐心將得到回報。

圖 5：美元指數

儘管美元看起來有望進一步走強，但其目前比長期均值高出 15-20%。



資料來源：美聯儲、Redward Associates

鮑威爾秉持鷹派立場。

在 8 月 26 日週五，美聯儲主席鮑威爾在傑克遜霍爾央行研討會上發表題為「貨幣政策與價格穩定」的主旨演講。

鮑威爾稱此次演講將「更為簡短，重點更集中，資訊更明確」，而事實證明確實如此。

鮑威爾主席指出，基金利率目前為 2.50%，與公開市場委員會對其長期均值的估計相一致，但「對長期中性利率的估計還未到停止或暫停之時」，他稱「下次會議上基金（利率）或將達到適度水平」。目前，聯邦公開市場委員會所謂的「點陣圖」顯示，基金利率將在略低於 4% 的水準見頂，而美聯儲「可能需要在一段時間內維持限制性政策立場」。鮑威爾指出貨幣環境收緊將導致「持續一段低於增長趨勢的時期」，貨幣政策收緊可能會「給家庭和企業帶來一些痛苦」，但穩定物價「是我們經濟的基石」。

鮑威爾將其演講歸納為三點：

一是確保物價穩定是貨幣政策職責所系；二是通膨預期可能會在長期的實際高通膨之後變得根深蒂固，這種情況必須避免；三是決策者需要保持冷靜，直至確信通膨已經降低、短期通膨預期重新穩定。

鮑威爾的看法亦反映在當日出席研討會的其他發言者的語氣中。美聯儲理事 Mester 認為基金利率可能不得不升至 4% 以上，而明尼阿波利斯聯儲理事 Kashkari 將通膨形容為「地獄之火」，聖路易士聯儲理事 Bullard 稱其贊成利率在年底前達到 3.75-4%。這些看法也得到了歐洲央行主要成員的認可，德國央行行長 Nagel 認為

「通膨太高了，我們不得不加息」，這一看法得到法國央行行長 Villeroy 的認同。

貨幣政策收緊...

美聯儲主席鮑威爾在傑克遜霍爾演講後不久，我們看到美國貨幣環境再度大幅收緊。金融市場參與者目前認為在 9 月 21 日公開市場委員會會議上再度加息 75 個基點的概率約為 75%。期貨市場預期聯邦基金利率到 2023 年 3 月將最終達到 3.9%，而市場關於美聯儲明年下半年降息的預期已遭到削弱。

截至 9 月初，美聯儲業已加快速度收緊，縮表步伐從 9 月前的 475 億美元/月加快至 950 億美元/月。金融市場將如何應對流動性加速枯竭仍有待觀察。

儘管投資者仍舊聚焦於美聯儲，但需要注意的是全球範圍內都在實施貨幣收緊。期貨市場預期下周加息 75 個基點的概率為 80%，預期歐洲央行將在明年 2 月前加息 200 個基點。英國央行預期將在明年 5 月前加息 260 個基點至 4.30%，甚至日本的期貨預期也開始出現躁動。

...推動實際收益率走高。

過去一個月，美國長期債券實際收益率已反彈約 70 個基點。鑒於貨幣和信貸環境的收緊，我們預計 10 年期國債實際收益率將進一步走高，未來數月可能升至 1.25-1.50%，從而給金價帶來相當大的下行壓力，可能導致其跌至綜合維持成本的水準。

圖 6：聯邦基金利率和 1 年期互換利率，%

期貨市場目前預計聯邦基金利率將在 2023 年年中升至 4% 左右，然後企穩。

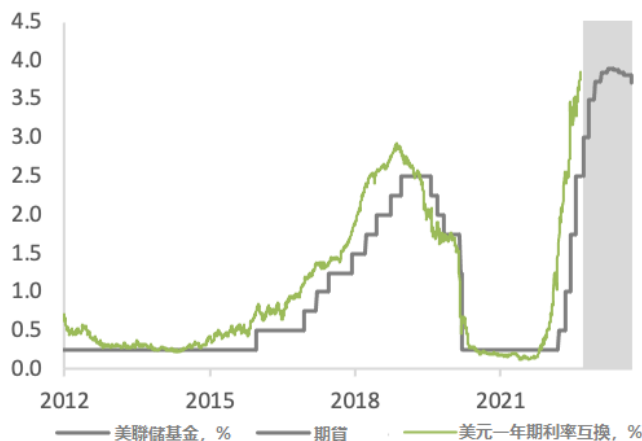


圖 7：10 年期債券實際收益和金價，美元/盎司

美國 10 年期債券實際收益率仍與金價的大幅回檔相吻合。



美國投資者對黃金的興趣正在減弱。

美國投資者對黃金的興趣正在減弱。芝加哥商交所黃金期貨持倉下降，美國國內黃金 ETF 外流，美國鑄幣局金幣銷售放緩，以及黃金場外交易期權敞口多頭需求減弱，莫不表明了這一點。

期貨持倉減少。

芝加哥商交所非商業期貨未平倉淨頭寸合約在 7 月 29 日跌至 91.4 萬手 (284.4 噸) 的低點，在 8 月 12 日反彈至超過 148.6 萬手 (462.3 噸)，但上周回落至 127.6 萬手 (396.9 噸)。鑒於過去一周金價低迷，黃金持倉有可能進一步回落。專業投資者似乎正在失去對黃金的興趣，黃金持倉遠低於 2020 年 2 月底 1,201 噸的峰值水準，但仍遠高於 2013-2015 年，亦高於 2018 年底，當時期貨持倉一度變為負值。

美國鑄幣局銷量放緩。

美國鑄幣局報告稱美國鷹洋幣和水牛幣銷量在 8 月份出現下滑。截至 8 月 29 日，共售出 63.5 千盎司，包括 46 千盎司的鷹洋幣和 17.5 千盎司水牛幣。相比之下，2021 年 8 月的銷量為 163.5 千盎司，2020 年 8 月為 149 千盎司。儘管銷量放緩，但今年售出 1,168.5 千盎司，迄今為止仍然穩定，較去年同期增長 7.9%。

ETF 流出維持負值...

世界黃金協會報告稱，黃金 ETF 持倉在截至 8 月 19 日的當周降至 3,671.4 噸，當月迄今減少 36.6 噸。黃金減倉仍舊以北美

投資者為主，他們減持了 26.2 噸，而歐洲投資者減持了 5 噸，亞洲投資者減持了 6.4 噸。黃金 ETF 持倉在過去 4 個月裡一直承壓，下降了 197.1 噸，減少的主要是北美 (-136.1 噸)，歐洲持倉也在減少 (-62.4 噸)，亞洲持倉略有上升 (+1.4 噸)。過去一年，黃金 ETF 持倉僅增長 60.4 噸，持倉趨勢不明朗，僅隨金價漲跌而波動。鑒於我們認為黃金短期內可能會進一步低迷，我們預計當下的黃金 ETF 拋售將持續。

...儘管場外期權指向短期低迷。

場外黃金期權市場顯示，自俄羅斯入侵烏克蘭之後的 3 月初達到峰值以來，不確定性業已消散。

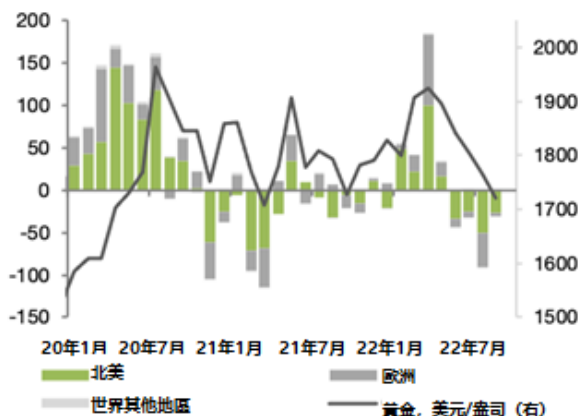
儘管隱含波動率下降表明金價波動的潛在幅度不確定性降低，但隱含波動率仍高於疫情前水準；12 個月遠期平價隱含波動率目前徘徊於 17% 左右；與此相比，入侵之後的峰值為 23%，2020 年 1 月底為 13%。隱含波動率的下降與期權風險逆轉偏度的下降同時發生，1 個月期權波動率目前偏向黃金看跌期權而走弱。長期看，場外黃金期權市場仍舊指向金價走強，但信念已經動搖，期權偏度如今回到入侵之前的水準。

印度進口量飆漲

世界黃金協會稱印度 7 月份黃金進口 42.5 噸 (同比下降 45.3%)，零售需求「不溫不火」。批發商已重新囤貨，但金價打折幾近取消。隨著臨近年終的婚禮和節日，珠寶商對需求復蘇依舊保持樂觀。

圖 8：黃金 ETF 持倉，噸

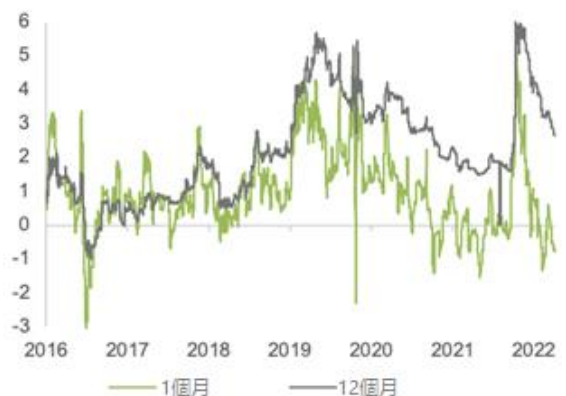
黃金 ETF 流出似乎起到了放大金價波動的作用，但趨勢不明朗。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

圖 9：期權風險反轉錐，%

短期看，場外期權市場顯示金價低迷，長期樂觀情緒減弱。



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
1 Raffles Place
#26-02 One Raffles Place Tower 1
Singapore 048616
電話：+65 6579 8289

電子郵件：frontdesk@oanda.com
網址：oanda.com

OANDA Australia Pty Ltd
Suite 4303, Level 43
225 George Street
Sydney NSW 2000
電話：+61 2 8046 6258