

要點

- 美國和全球貨幣與信貸條件收緊依舊指向黃金低迷（第2頁）
- 投機者已重建試探性白銀多頭敞口，但我們半信半疑（第2頁）
- 黃金ETF持倉繼續回落（第3頁）
- 當下期貨持倉業已企穩（第3頁）
- 預計印度本財年進口總量約為800噸，較2021-2022財年下降約10%（第3頁）
- 儘管我們認為在烏克蘭使用放射性武器不太現實，但也並非沒有可能（第4頁）

圖1：貴金屬價格指數（2020年1月1日=100）

10月份貴金屬遭遇區間波動，幾乎沒有方向性。



資料來源：Refinitiv

勿忘黑天鵝事件。

貴金屬在9月和10月初仍舊承壓，因為依舊堅挺的美國經濟資料迫使金融市場參與者消化了美國在11月2日至少加息75個基點的可能性，終端利率目前逼近5%。

在美聯儲繼續收緊貨幣和信貸條件的同時，我們認為黃金存在進一步下行風險，並預計金價將重新測試9月28日的1,613美元/盎司低點。

隨著俄羅斯在烏克蘭的戰爭日益惡化，普京總統再次暗示可能使用核武器，導致美國總統拜登發出「普京稱使用戰術核武器或生化武器並非在開玩笑」的評論。儘管在烏克蘭使用放射性武器的可能性不大，但也並非沒有可能，因為俄羅斯有一系列選項可供採用，包括從核破壞到使用戰略武器。

雖然使用核武器的說法看似荒謬，但普京總統可能將使用核武器視為烏克蘭衝突的「終極手段」，或者將之視為一種發出信號

的手段，即俄羅斯希望以實力為後盾透過談判解決問題，或者他可能只是希望損害西方的金融利益。不管怎樣，都不能排除使用核武器的可能性，然而，包括黃金市場在內的金融市場參與者似乎認為這種風險基本為零。

如果普京總統決定走利用核事件的路線，那麼黃金「賣方」可能消失不見，黃金價值或將成倍增加而非按百分比來提升。我們注意到這種風險似乎沒有完全被納入低delta黃金看漲期權。

圖2：價格快照（2022年10月17日）

價格(美元/盎司)	22年10月	月環比%	同比%
黃金	1,652	-1.4%	-6.5%
白銀	18,49	-5.5%	-20.6%
鉑金	909	0.2%	-13.8%
鈀金	2,018	-5.5%	-2.7%

資料來源：Refinitiv

圖3：定價和指標（2022年10月17日）

相關指標	22年10月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	22年10月	月環比%	同比%
標普500指數	3,955	-4.0%	-12.6%	黃金/印度盧比	135,182	1.3%	2.0%
美元指數（5國代理）	137.15	2.7%	12.6%	黃金/人民幣	11,803	1.0%	3.8%
西德州輕質原油（美元/桶）	86.48	1.6%	5.1%	黃金/澳元	2,650	6.3%	11.3%
銅（COMEX）	3.47	-2.6%	-26.8%	黃金/加元	2,279	2.6%	4.3%
彭博大宗商品指數	113.40	-2.9%	8.3%	黃金/南非蘭特	30,133	2.2%	16.8%

資料來源：Refinitiv

貴金屬承壓。

9月28日黃金跌至1,613美元/盎司的盤中低點，爾後穩步反彈，在10月4日漲至1,730美元/盎司，隨後回落至1,652美元/盎司（月環比下跌1.4%）。金價仍遠低於200天移動平均線（1,818美元/盎司），趨勢指標繼續指向下行風險。我們認為存在再度觸及9月末低點的可能，跌穿該低點將為進一步跌向1,500美元/盎司區域打開通道。

美聯儲基金利率升至5%。

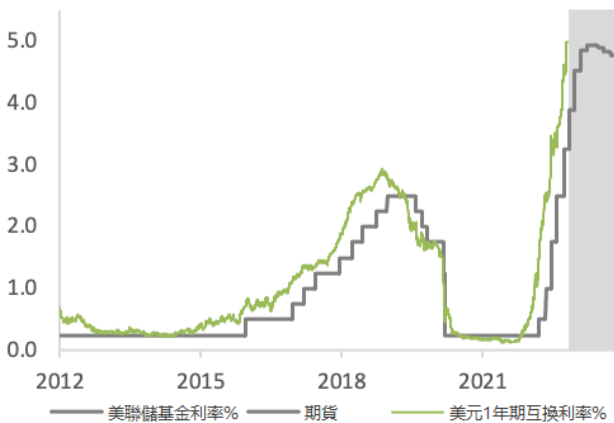
美國經濟尤其是勞動力市場持續強勁和核心通膨數據持續走高促使金融市場參與者預期11月2日加息至少75個基點，終端利率已逼近5%。短期名義利率上升疊加量化緊縮措施導致長期債券實際收益率大幅走高，10年期債券收益率近日升至1.60-1.70%。

除了債券實際收益率上升造成的不利因素外，金價還面臨美元走強的壓制。年初至今，我們的五國美元指數上漲11.5%，美元指數自8月末以來上漲3.4%。短期內，我們認為債券實際收益率上升和美元走強的趨勢幾乎不會改變，從而令黃金承壓。

從長期看，我們對美元不很樂觀。基於廣義實際有效匯率，美元較後布列敦森林體系（1973-2022）的均值高出近20%，說明美元目前可能被嚴重高估。美國經常帳戶赤字最近有所擴大，似乎有可能超過1萬億美元（占GDP的3.9%），而美國又是一個龐大的淨債務國，國際債務高達17.7萬億美元（占GDP-72.8%）。然而，儘管這些事實從長遠看不容忽視，但眼下可能無法帶來多少安慰。

圖4：聯邦基金利率和1年期互換利率，%

在過去一個月，期貨市場推動聯邦基金終端利率上漲近1個百分點，接近5%。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

銀價完成盤整...

在6月底跌破20美元/盎司的心理關口後，白銀似乎已完成盤整，銀價位於18-21美元/盎司區間。

缺乏方向性似乎鼓勵了白銀試探性投機買盤的重新出現。安碩白銀信託報告稱自9月2日近期低點以來淨流入570.1噸，白銀持倉量截至10月14日升至15,082.7噸。與此同時，5,000盎司CME白銀合約的未平倉淨頭寸有所增加，從9月9日的12,800手淨空頭敞口合約增加到今天的7,000手淨多頭敞口合約。場外期權市場價格出現溫和偏斜，短期看好白銀看漲期權，長期看對白銀是大利好。

...暫時來說。

我們認為白銀既是一種貴金屬，又是一種工業金屬，其價值主要由美元和長期債券實際收益率水準決定。白銀可能亦對增長前景（主要是製造業）敏感。考慮到美聯儲致力於抑制通膨，預計當前時期的貨幣和信貸環境收緊將會持續，這將支撐美元並推高債券實際收益率，同時給製造業活動帶來下行壓力。所有這些均表明白銀面臨諸多下行壓力。

隨著白銀投機性頭寸在試探性重建倉位，我們認為存在平倉的可能，並預計白銀在未來6個月將跌至15美元/盎司左右，與之相比，6個月期美元即期匯率為18.82美元/盎司。考慮到白銀看漲期權存在1.5%的正利差和3.6%的25 delta風險逆轉偏度，我們認為6個月期25delta白銀看跌期權具備投資價值。

圖5：白銀價格（美元/盎司）

美元走強和全球貨幣與信貸條件趨緊表明白銀將進一步走弱。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

黃金市場喜憂參半。

黃金ETF減持...

黃金ETF在9月份出現大規模淨賣出(-95.4t)，賣出一直持續到10月份的第一周，持倉量降至3,547噸。這意味著相較4月份的2022年峰值減少了321.5噸，持倉量自年初至今減少了23.2噸。

9月份和10月份的黃金ETF持倉量下降由北美(-55.7噸)和歐洲(-40.3噸)主導，而9月份的拋售集中於大型黃金指數SPDR Gold Shares(-34噸)和安碩黃金信託(-17噸)ETF，後者在過去26周中有22周呈淨流出。儘管基金已撤離ETF，但市場繼續發展，黃金ETF總量今年增加10%，增長集中於低成本基金。黃金ETF持倉量下降與我們作出的投機性買盤可能轉為負值的預期相一致，這是考慮到全球貨幣和信貸條件趨緊並且有可能會持續下去。

...而黃金期貨出現反彈。

芝加哥商交所報告稱100盎司黃金期貨合約之未平倉淨頭寸在10月14日升至91.4萬手，相當於284噸，而9月30日僅為143噸。黃金期貨頭寸(約141噸)從近期低點大幅反彈表明，近期反彈存在顯著投機因素。目前黃金期貨價格遠低於過去10年均值(517噸)，但鑒於金價與美國10年期債券收益率在歷史上呈強相關性，以及黃金多頭敞口的負利差成本(當前約為4.5%)提高，我們認為未來存在再度拋售的可能。

黃金期權喜憂參半。

場外黃金期權市場描繪了一幅黃金前景在未來一年喜憂參半的畫面。從短期看，波動略有上升，期權偏度指向弱勢。但就12個月期而言，期權市場明顯利好黃金看漲期權，儘管看漲偏度處於多年來的低點。儘管我們認為烏克蘭發生放射性事件概率很低，但這種可能性不能排除，而期權市場表明，基本上沒有針對這種風險的低delta投資組合保險需求。

美國的金銀比依舊堅挺。

美國鑄幣局9月份美國鷹洋幣、水牛幣的銷售總額為9.45萬盎司，同比下降4.5%。雖然金幣需求似乎放緩，今年前9個月為118.2萬盎司，但仍較去年同期大漲7.7%。

鉑金條

7月份，印度將黃金進口關稅提高至15%，以幫助遏阻該國不斷擴大的經常帳戶赤字。不幸的是，海關官員將鉑金關稅維持在10.75%，這為印度黃金進口商進口含有4%鉑金和96%黃金的「鉑金條」製造了一個漏洞，這樣可以以較低關稅稅率進口黃金。世界黃金協會估計9月份大約有27噸黃金是作為「鉑金條」進口，供應增加被認為是近期重新出現在岸金價打折的原因之一。此漏洞已於10月3日被封堵。

據報導，印度9月份進口黃金68噸，使得2022-2023財年的黃金進口量達到373.8噸。雖與去年同期相比下降16%，但我們將此歸因於疫情後被壓抑活動的需求正常化。印度珠寶商預計即將到來的排燈節將迎來強勁需求。預計印度本財年進口黃金約800噸，較2021-2022財年下降10%。

圖6：美國實際債券收益率與黃金期貨

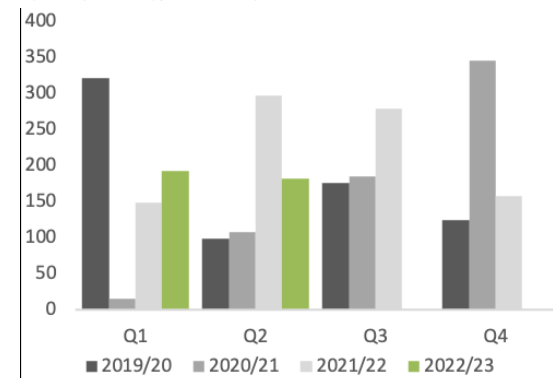
利率上升推高了持有黃金的機會成本，降低了黃金杠杆持倉的吸引力。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖7：印度黃金進口量(噸)

隨著大流行相關扭曲後趨於穩定，印度本財年的黃金進口量預計將達到800噸左右(同比-10%)。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

勿忘黑天鵝事件。

9月30日，俄羅斯總統普京在克裡姆林宮聖喬治大廳發表講話，宣佈非法併吞烏克蘭四州。英國廣播公司稱這次講話充滿了「反西方的憤怒」，而美國總統拜登在該講話前一天表示「美國永遠、永遠、永遠不會承認俄羅斯對烏克蘭主權領土的主張。」聯合國秘書長安東尼奧·古特雷斯稱其「不具有法律意義並應該受到譴責」。

儘管俄羅斯的軍事實力仍強於烏克蘭，但考慮到其承擔的其他義務和顯而易見の後勤困難，俄無法輕易部署這些軍事力量。戰場上的事實清楚表明俄軍正在走向衰敗。俄軍現在面對的是一支規模更大、機動性高、擴充迅速的烏克蘭軍隊，且越來越多地裝備北約武器並得到北約的訓練。隨著烏克蘭持續削弱俄軍指揮控制和後勤系統，俄軍在整個前線正被逐步擊退。

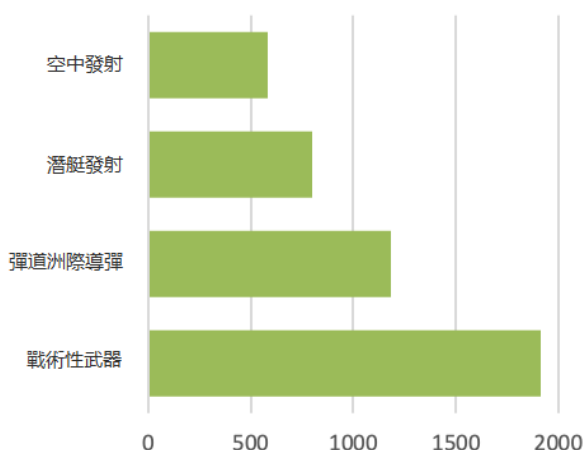
勿忘黑天鵝事件。

面對不斷惡化的烏克蘭局勢以及國內日漸惡化的經濟狀況，普京總統決定進行一場虛假公投，然後併吞頓涅茨克、盧甘斯克、赫爾松和紮波羅熱，為其提供一個將這場戰爭重新定義為反西方「殖民」的偉大愛國鬥爭的機會。依據俄羅斯法律，烏克蘭恢復家園的軍事行動現在可以被解釋為「入侵」，從而讓普京得以鞏固其獨裁統治、擴大徵召並有可能使用核武器。

2022年，普京總統多次試圖用核威脅來恐嚇西方國家，他在9月30日故伎重演，聲稱在日本使用核武器開創了一個「先例」。俄羅斯在使用放射性武器方面擁有一系列選項，

圖8：俄羅斯核武器

與美國不同，俄羅斯擁有大量的戰術性戰場核武器庫存。



資料來源：美國科學家聯合會、Redward Associates

包括有可能破壞核電站、使用戰術核武器（爆炸威力在10萬噸以下的核武器）或戰略核武器。目前，俄羅斯擁有大約2,000枚戰術核武器。俄羅斯認為這些武器的使用是常規戰爭的延伸，這與西方軍事理論存在明顯衝突，戰術核武器在西方已被基本淘汰。俄羅斯對這些武器的看法也與西方心理存在衝突，西方認為放射性武器在很大程度上是混為一談的。

考慮到衝突的規模、控制放射性塵埃的內在能力，以及迅速升級為全面核戰爭的可能性，戰術核武器或放射性武器在烏克蘭可能幾乎沒有軍事價值。

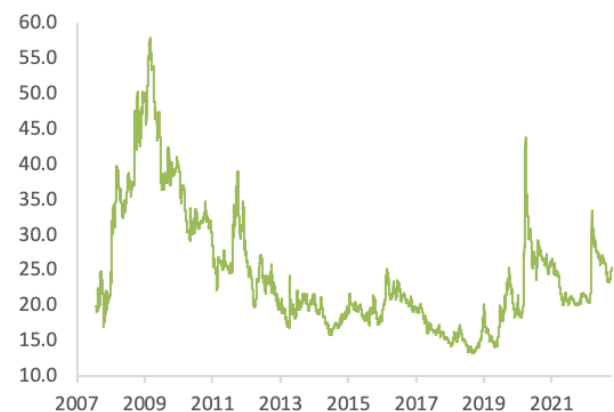
俄羅斯武器庫存有大量核武器。俄羅斯軍事理論認為其使用與西方不同。俄羅斯最近重塑政治架構以允許使用核武器，並稱美國已為使用核武器開創了先例。隨著戰爭日漸不利和國內政治出現動盪可能，普京總統完全有可能在某個時候決定使用放射性裝置，並完全清楚這將在西方引發恐慌（包括金融市場），並將其作為迫使烏克蘭回到談判桌上的一種手段。

呈倍數增長而非分數。

儘管使用放射性武器的可能性不大，但並非沒有可能。核武器的使用幾乎肯定會引發「避險」情緒，黃金很可能會失去「賣方」，至少一開始是這樣。如果發生這種情況金價會上漲多少不得而知，但完全有可能的是，最初將會是呈倍數上漲而不是呈百分數增長。我們認為這對做空黃金的投機者而言是一個重大的尾部風險，也說明透過場外黃金期權市場持有尾部風險保護的重要性。

圖9：1年期10 delta黃金期權，%

場外期權市場目前幾乎沒有反映出有可能導致金價飆升的重大事件風險。



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

OANDA Australia Pty Ltd
Level 1
60 Martin Place
Sydney NSW 2000
電話：+61 2 8046 6258

OANDA Global Markets Limited
Kingston Chambers
PO Box 173
Road Town
Tortola
British Virgin Islands

電子郵箱：frontdesk@oanda.com
網址：oanda.com