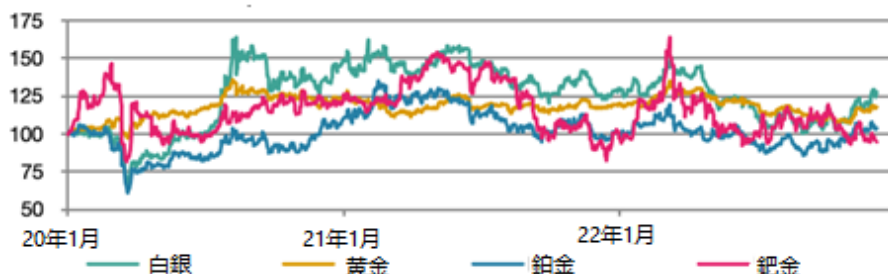


## 要點

- 貴金屬價格似乎在美債長期實際收益率下降推動下大幅反彈（第2頁）
- 黃金 ETF、期貨和期權對過去一個月的金價反彈反應溫和（第2頁）
- 中國自2019年以來首次報告買入黃金情況，但不清楚中國是否是那個「神秘大鱷」（第3頁）
- 美聯儲料將加息（第4頁）
- 通膨驅動因素已然逆轉，「明斯基時刻」並非必然結局（第4頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2020年1月1日=100）

隨著美債長期實際收益率下降，價格反彈。



資料來源：Refinitiv

## 隧道盡頭的光亮？

過去一個月，貴金屬價格強勁反彈，其中黃金上漲 6.5%，白銀上漲 9.5%，鉑金上漲 3%，而鈀金逆勢下跌 1.8%。

我們認為貴金屬反彈原因在於美國貨幣政策的可能路徑被重新評估，也有其他一些次要原因。儘管市場普遍預期美聯儲將於 12 月的公開市場委員會會議上調高基金利率至少 50 個基點，並將終端利率預期調高至 5% 以上，但金融市場參與者似乎不願將此結果考慮進利率期貨市場。市場預期由此發生的轉變致使美國 10 年期債券實際收益率從 9 月的 1.70% 左右持續下跌至 12 月初的 1% 左右。

金價反彈透過投機者獲得的支撐似乎有限，黃金 ETF 持倉基本穩定，非商業期貨持倉僅略微增加，短期內場外黃金看漲期權偏度走平。

隨著美國經濟運行中「就業率處於最高水平」並通膨指標遠高於美聯儲之通膨目標，進一步加息似乎乃合宜之舉。然而，美國和全球經濟中對利率敏感的行業正在作出反應，美國進口價格正在下跌，與整體 CPI 通膨低迷表現一致，表明我們可能正在接近終端利率。

其他地方，央行仍舊是黃金的堅定買家。經多方猜測之後，中國證實在 11 月份買入 32 噸黃金，我們懷疑俄羅斯亦有買入。

圖 2：價格快照（2022 年 12 月 8 日）

價格(美元/盎司)	2022年12月	月環比%	同比%
黃金	1,784	6.5%	0.0%
白銀	22.74	9.5%	1.2%
鉑金	1,009	3.0%	6.0%
鈀金	1,862	-1.8%	0.5%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2022 年 12 月 8 日）

相關指標	2022年12月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	2022年12月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,924	3.3%	-16.1%	黃金/印度盧比	146,834	7.2%	9.2%
美元指數 (5 國代理)	131.46	-2.3%	6.1%	黃金/人民幣	12,450	2.9%	9.6%
西德州輕質原油 (美元/桶)	72.53	-20.9%	0.7%	黃金/澳元	2,658	2.8%	6.0%
銅 (COMEX)	3.81	5.0%	-12.1%	黃金/加元	2,438	7.9%	8.1%
彭博大宗商品指數	111.41	-5.7%	15.2%	黃金/南非蘭特	30,674	3.3%	8.5%

資料來源：Refinitiv

# 是否已重登巔峰？

黃金已從 11 月 3 日的 1,616 美元/盎司低點反彈。金價一度漲至 200 日移動平均線 (1,793 美元/盎司) 上方，於 12 月 5 日達到 1,809 美元/盎司的最高點，後在 1,785 美元/盎司上下盤整。黃金反彈似乎大出投資者所料，黃金 ETF 買入量極小，黃金期貨持倉僅略有增加，場外黃金期權市場未顯示出黃金短期需求的跡象，期權偏度走平。趨勢線顯示近期有望繼續走強，然金價運行於 200 日平移動均線下方，故我們將此次反彈視為一種盤整。

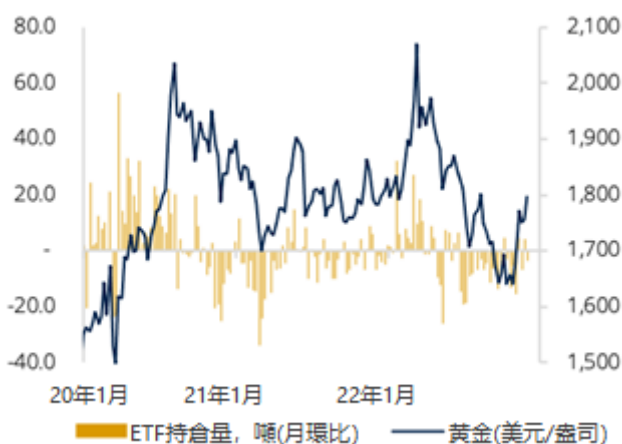
金價想要獲得實質性上漲，需要有通膨壓力減弱和貨幣當局不再進一步加息的更明確跡象。美歐近期數據表明時機尚未成熟，但希望就在前方，說明黃金熊市或行將結束。在寬鬆貨幣政策推動金價再度走高前，金價有望在 1,600-1,900 美元/盎司之間寬幅波動。

## 散戶投資者仍保持謹慎。

與之前的幾輪金價上漲情形不同，11 月份的反彈並沒有黃金 ETF 投資者的參與。據世界黃金協會報告，當月截至 11 月 25 日，ETF 持倉又減少 25 噸，年初至今共減少 105.7 噸，至 3,464.5 噸。黃金 ETF 持倉量下降集中於北美賬戶 (-20.9 噸)，歐洲賬戶 (-2.6 噸) 和亞洲賬戶 (-1.3 噸) 賣出較少。黃金 ETF 減持主要來自 SPDR Gold Shares 基金，年初至今共減持 68.7 噸，至 906.7 噸，同時我們也注意到 iShares Gold Trust 基金大量減持，年初至今共減持 38.7 噸，至 451 噸。儘管如此，年初至今兩家基金可能有一些倉位變換，SPDR Gold Mini Shares Trust 增倉 14.7 噸，iShares Gold Trust Micro

圖 4：SPDR Gold Trust 基金與金價

散戶投資者似已厭倦參與當前的金價反彈，黃金 ETF 持倉 11 月份穩定至較低水平。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

增倉 3.7 噸。

## 專業投資者買入量有限。

專業投資者的參與似乎更加明顯，芝加哥商交所報告 100 盎司黃金期貨合約淨未平倉頭寸從 9 月 30 日的 143 噸低點增加到 11 月 18 日的 432.4 噸，隨後在 12 月 2 日回落至 371.5 噸。期貨持倉波動仍舊與美國 10 年期債券實際收益率呈反向走勢，投機性頭寸反彈幅度與債券實際收益率從 9 月 30 日的 1.70% 下降到 12 月 2 日的 1.06% 這一趨勢一致。

場外期權市場的情況與之相似。黃金隱含波動率相對於疫情前的水平較高，但遠低於疫情導致加息和俄羅斯入侵烏克蘭期間的水平，這一期間的隱含波動率是穩定的。與此同時，期權波動率偏度亦為穩定，1 個月和 2 個月的 25 delta 風險逆轉大致持平，而期限較長的期權波動率偏向黃金看漲期權，但偏度穩定並遠低於其 12 個月高點，25 delta 風險逆轉偏向黃金看漲期權 2.35%。

## 白銀依舊受到青睞。

金價自 10 月底以來上漲 9.3%，銀價則大漲 18.8%，達到每盎司 22.74 美元，從而使金銀比降至 79.5:1——這是自 4 月份以來的最低水平。白銀市場的流動性往往比黃金市場更弱，導致銀價表現出更大的波動性，這一點在場外白銀期權市場尤為明顯，1 個月平價期權隱含波動率為 28.8%，而黃金為 13.6%。白銀期權市場對白銀明年的前景要樂觀得多……接下頁……

圖 5：黃金期貨（噸）和 10 年期美債實際收益率，%

美國債券實際收益率近期下跌與非商業投資者溫和買入黃金期貨有關。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

# 中國報告黃金買入情況。

……接上頁

25-delta 風險逆轉偏向於白銀看漲期權 4.8%。白銀反彈正在引發投機興趣，芝加哥商交所報告 5,000 盎司期貨非商業頭寸從 9 月 9 日的 -12,800 手低點增加到 12 月 2 日的 17,700 手。儘管專業投資者似乎在買入白銀，但 iShares silver Trust 基金顯示散戶參與有限。

## 央行仍為購買者。

在第三季度的黃金需求趨勢中，世界黃金協會報告稱第三季度央行買入強勁，共計買入 399.3 噸。這使得年初至今的買入量增至 673 噸，為 1967 年以來最大增幅。儘管世界黃金協會能夠識別出其中一些買家，但該增幅的大部分是「未報告買入」，猜測大部分集中於中國，儘管我們也懷疑俄羅斯銀行今年有可能已買入大量的國內黃金。

在報告買入規模方面，世界黃金協會稱官方不報告買入的情況並不少見，「因為並不是所有官方機構都公開報

告其黃金持有情況，或者是報告時間存在滯後」，它們可能早已開始大量買入，而且有可能隨著新數據的出現修正其買入量。

12 月 7 日，中國宣布 11 月份買入 32 噸黃金，讓一些人認定中國是第三季度的神秘買家。儘管情況可能如此，但國際貨幣基金組織公佈的官方儲備資產尚未披露之前的買入情況，意味著謎團有待解開。與此同時，世界黃金協會報告 10 月份央行黃金持有量新增 31 噸，最大買家是阿聯酋（+9 噸），其次是土耳其（9 噸）和烏茲別克斯坦（9 噸）、哈薩克斯坦（3 噸）、印度（1 噸）和卡塔爾（1 噸）也增加了儲備。

年初至今，報告的最大央行黃金買家是土耳其（103.5 噸）、埃及（44.4 噸）、烏茲別克斯坦（36.7 噸）、伊拉克（33.9 噸）、印度（32.2 噸）和卡塔爾（31.1 噸）。最大賣家為哈薩克斯坦，賣出 18.3 噸。

圖 6：金銀比

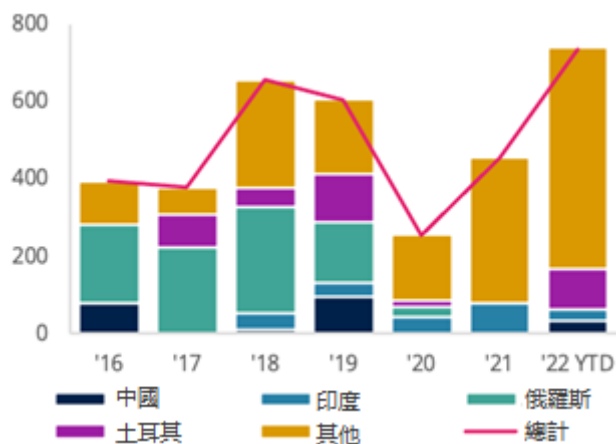
股市近期反彈與銀金比的不俗表現有關，使得金銀比出現下跌。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

圖 7：央行購買量（噸）

中國證實 11 月份買入 32 噸黃金，但尚未證實它就是第三季度的「神秘大鱷」。



資料來源：世界黃金協會、Redward Associates

# 長期處於高位？或許會。

美聯儲將於 12 月 14 日舉行 2022 年最後一次公開市場委員會會議。面對遠超目標的通膨和高出「最大就業」的經濟運行，芝加哥商交所的 FedWatch 工具目前預測加息 50 個基點的概率為 77%，美聯儲連續第 5 次加息 75 個基點的概率為 23%，基金利率目標將達到 4.50-4.75%。

然而，隨著基金利率遠高於美聯儲估計的 2.5% 左右的中性水平，以及美聯儲同時透過收縮資產負債表來收緊貨幣和信貸條件，美聯儲放緩收縮步伐的時機似乎已經到來。我們預計加息 50 個基點至 4.25-4.50%，美聯儲終端利率「點陣圖」將從明年的 4.6% 調高至 5% 以上的某個水平，2024 年基金利率的預測中值也可能從當前的 3.9% 水平上調，這與鮑威爾（Powell）主席關於政策利率長期維持高位的近期觀點一致。儘管美聯儲預計利率將維持高位，但期貨市場卻沒有那麼肯定，它們預期終端利率到 2023 年中期超出 5% 的概率僅為 46.4%。

## 緊縮仍在繼續。

美國收緊貨幣政策導致收益率曲線倒掛，3 月期國債收益率升至 4.35%，而 10 年期國債收益率降至 3.54%，這使得我們的衰退概率指標出現飆升。然而，儘管美國經濟中的利率敏感行業，特別是製造業和房地產，現在出現了放緩跡象，但服務行業依舊活躍，美國供應管理協會（ISM）非製造業採購經理人指數（PMI）11 月份升至 56.5，亞特蘭大聯儲銀行的 GDPNow 指標目前追蹤到第四季度經季節調整後年率（SAAR）為 3.4%。

圖 8：12 個月內衰退概率，%

3 月期國債與 10 年期國債息差與未來 12 個月的衰退概率一致。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

美國經濟的近期強勁也可從 11 月份的就業報告中看出。非農就業人數為 26.3 萬人，遠高於趨勢指標，失業率僅為 3.7%，3 個月工資的中位數增幅為 6.4%。與此同時，核心個人消費支出（PCE）通膨同比上升 5.5%，切尾均值同比上升 4.7%，仍遠高於美聯儲 2% 的 10 月通膨目標。

面對這樣的宏觀經濟背景以及自去年 9 月以來金融條件的寬鬆——透過 VIX、MOVE 和信貸息差指數等一系列壓力指標——美聯儲除了堅守「寬鬆」紅線似乎別無選擇，至少目前如此。

## 有人非常悲觀……

12 月 3 日，美國前財政部長拉里·薩默斯（Larry Summers）評論稱「我懷疑他們打算需要比市場現在判斷或市場現在所稱的更大的加息幅度」，並稱美國面臨「相對高利率導致的衰退，而不像我們過去所看到的低利率導致的衰退」，還稱本輪加息的結束將伴隨著「雪崩效應」，「一旦發生這種情況，我認為將相當猛烈」。

## ……然而這個週期確實不同。

過去兩年半出現的大多數情況是由新冠肺炎大流行以及財政和貨幣政策反應推動的。2020-2021 年期間普遍運用的財政支持手段已經退潮，全球貨幣和信貸條件收緊。作為通膨壓力的主要源泉，大宗商品價格已經回調，布倫特原油和小麥價格分別較俄羅斯入侵烏克蘭後的高點下跌了 42% 和 50%。

圖 9：存貨出貨比與美國進口價格，同比 %

台灣製造業存貨出貨比已升至衰退水平，與美國進口價格下跌相一致。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates



# 通膨已是昨日黃花？

跨太平洋和大宗貨物運輸成本大幅下降加上製成品需求放緩，導致東亞存貨出貨比（I/S）上升到全球金融危機期間的水平。東亞存貨出貨比上升與大宗商品和中間產品價格下跌以及美國進口價格下跌相一致。我們估計美國進口價格自6月份以來下跌了約6%，當前正以季度環比均值約15%的速度下跌。

美國進口價格下跌為整體CPI通膨帶來影響。我們通常認為美聯儲不太關注CPI——其規範表達形式為個人消費支出（PCE）平減指數或整體指數——他們更關注核心通膨。然而，在這樣一個時期，當整體通膨指標處於高位時，我們相信美聯儲也會關注包括CPI在內的整體指標。理由很簡單。整體CPI通膨處於高位有可能與高通膨指數相關，這可能導致二次效應，提高通膨預期並可能固化工資-價格螺旋（即可能導致本質上的溢出效應，然後變得具有「粘性」）。

美國CPI通膨（季度環比均值）與美國進口價格（季度環比均值）的簡單普通二乘回歸（OLS）與線性趨勢表明，過去10年美國整體CPI通膨的大部分行為可以用進口價格（R方0.84）來解釋。假設美國11月進口價格下跌1%，那麼季度環比均值將降至-12.1%，這個簡單模型表明總體CPI通膨率維持在季度環比均值大約1.8%的水平。要達到這一水平，可能需要下周美國總體CPI未發生變化，而「普遍」預測環比上漲0.3%。我們的結論是，進口價格疲軟壓低了美國總體CPI通膨，這將在未來幾個月的年度數據中變得更為明顯。

**圖 10：美國CPI通膨，季度環比均值 %**  
進口價格下跌與整體CPI通膨趨於溫和一致，這應會及時推動核心通膨走低。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

## 信貸事件並非必然結局。

儘管拉里·薩默斯（Larry Summers）認為美聯儲需要加息，直至金融市場出現「明斯基時刻」，屆時出現流動性凍結、安全投資轉移——1990/1991年儲貸危機、1998年亞洲金融危機、互聯網泡沫破裂、全球金融危機和新冠肺炎大流行就是這種情況——然而這並非是一個必然的結局。隨著消費支出放緩和通膨緩解，貨幣緊縮政策完全有可能山窮水盡。事實上，後疫情環境的一個關鍵教訓是對我們預測事件的能力保持謙遜態度，並預料到超乎預期的事情。有充分理由懷疑薩默斯先生過於悲觀，軟著陸是可以實現的。

**圖 11：美國短期利率，%**  
期貨市場預測基金利率將在5%以下見頂，而利率市場預期自2023年年中偏向於降息。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

**免責聲明：**本研究由 Redward Associates Ltd 進行，且只用於提供一般資訊。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 FZCO 聯合備制。



Peter Redward

[www.redwardassociates.com](http://www.redwardassociates.com)

電話：+971 56 847 1123

電子郵箱：[peter@redwardassociates.com](mailto: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

OANDA (Canada) Corporation ULC  
370 King Street West  
2nd Floor Box 60  
Toronto, ON M5V 1J9  
Canada  
电话：1 877 OANDA FX (1 877 626 3239)



OANDA Europe Markets Limited  
Floor 6  
Myo Dashwood House  
69 Old Broad Street  
London EC2M 1QS  
电话：44 020 3151 2050

電子郵箱：[frontdesk@oanda.com](mailto:frontdesk@oanda.com)

網址：[oanda.com](http://oanda.com)