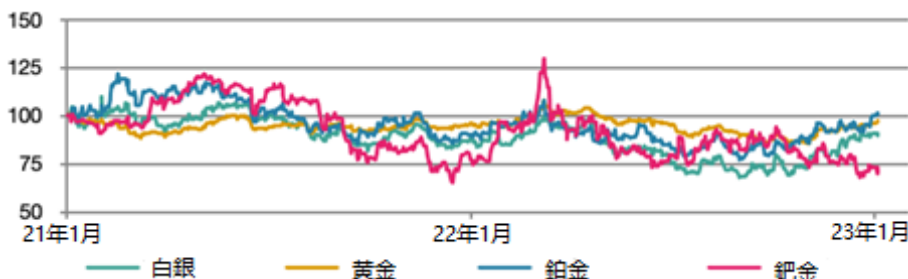


要點

- 黃金維持區間震盪，既受美元走軟提振，又受利率走高壓制（第2頁）
- 投資者情緒依舊不溫不火，期貨持倉增加，而ETF持倉減少（第2頁）
- 美國通膨壓力正在消散，挑戰美聯儲「高利率久期被拉長」的說法（第3頁）
- 鉑金供應或繼續受制於採礦和回收疲軟，加之需求強勁，將導致短缺（第4頁）
- 我們認為鉑金的珠寶和投資需求存在上行風險，預示將有不俗表現（第4頁）

圖 1：貴金屬價格指數（2020年1月1日=100）

貴金屬價格隨著通脹壓力減輕而上漲，目前接近終端利率。



資料來源：Refinitiv

前景光明

儘管債券收益率走高，但因美元走軟，黃金已較 11 月初低點上漲近 15%。從短期看，由於美聯儲可能在 2 月 1 日將基金利率上調 25 個基點，同時重申其「高利率久期被拉長」的說法，黃金漲勢恐較為脆弱。

然而，勞動力市場狀況似乎走軟，通膨勢頭緩和，個人消費支出價格指數（PCE）通膨有望在 2023 年上半年大幅放緩，表明進一步加息空間可能有限。我們認為美元被「高估」逾 15%，美債 10 年期實際收益率遠高於其均衡估計值（0.90%），表明貨幣政策一旦放鬆，金價即有望出現反彈。

儘管黃金長期前景向好，但高利率正在抑制投資者對黃金的熱情。芝加哥商交所（CME）期貨持倉仍低於長期平均水平，而黃金 ETF 持倉在 12 月上半月繼續下降，

場外交易市場預示金價仍將維持區間波動。

鉑金近期跑贏黃金，我們認為反彈尚有延續空間。鉑金市場正迅速從過剩轉為短缺，現有鉑金存量主要位於中國境內。供應量或將依舊低迷，僅礦供山和回收供應實現增量增長。受汽車和工業部門需求增加、珠寶需求穩定以及投資者需求改善推動，需求有望得到提振。

圖 2：價格快照（2023年1月5日）

價格(美元/盎司)	23年1月月環比%	同比%	
黃金	1,850	4.6%	2.0%
白銀	23.97	7.7%	4.1%
鉑金	1,077	8.0%	10.9%
鈀金	1,734	-7.6%	-7.3%

資料來源：Refinitiv

圖 3：定價和指標（2023年1月5日）

相關指標	23年1月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	23年1月	月環比%	同比%
標普 500 指數	3,853	-3.6%	-19.6%	黃金/印度盧比	153,224	5.8%	13.3%
美元指數（5 國代理）	129.66	-1.3%	4.9%	黃金/人民幣	12,770	3.7%	10.4%
西德州輕質原油（美元/桶）	73.80	-4.1%	-4.1%	黃金/澳元	2,714	2.8%	8.3%
銅（COMEX）	3.77	-0.6%	-15.7%	黃金/加元	2,499	4.0%	8.4%
彭博大宗商品指數	108.78	-2.1%	8.2%	黃金/南非蘭特	31,298	1.6%	7.8%

資料來源：Refinitiv

黃金是否正在尋求突破？

過去一個月，黃金交易價格維持在 1768-1860 美元/盎司之間，金價高於 200 天移動平均線（1780 美元/盎司），技術指標指向溫和上漲勢頭。

考慮到持有黃金的機會成本近期上升，持有 12 個月期黃金相當於 5% 的利率損失，黃金近期的強勢同樣出人意料。由於美債長期實際收益率走高，金價 12 月份的反彈亦令人驚訝，10 年期國債實際收益率自 11 月底以來攀升 24 個基點至 1.49%。然而，黃金對債券長期實際收益率走勢的敏感度已經下降，日相關性在過去 6 個月已降至 -0.38。相反，黃金對我們五國美元指數的變動變得更為敏感，日相關性升至 -0.92，beta 敏感值升至 1.6 倍（即我們的五國美元指數漲跌 1% 金價漲跌 1.6%）。

儘管金價近期受益於美元走軟，但我們認為在美國（以及全球）貨幣和信貸環境好轉之前，金價不會開啟持續上漲。屆時，美元或將持續下行，美債長期實際收益率出現回撤。

宏觀驅動因素過頭。

據我們粗略計算，美元相對其長期基本面依舊大幅「高估」（超出 15%），而債券長期實際收益率亦超出均衡值。假設中性基金利率為 2.5%，期限和風險溢價為 0.40% 左右，那麼估計 10 年期債券的中性名義收益率為 2.90% 左右。鑑於通膨目標為 2.0%，使得實際中性收益率為 0.90% 左右，低於當前 1.50% 左右的收益率。

儘管美聯儲維持其鷹派立場，表明其希望在量化緊縮

圖 4：美元指數和黃金價格（美元/盎司）

在整個 2020-21 年一直緊盯美國債券實際收益率後，黃金在過去一年與美元掛鉤緊密。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

情況下看到基金利率升至 5% 以上，但我們預計黃金有可能努力穩住陣腳。鑑於期貨市場目前預期只有兩次 25 個基點的加息，終端利率到 5 月份將達到 5.0%，這種情況出現的幾率更高。美聯儲有可能在 2 月 1 日會議上加息 25 個基點，表明近期出現意外下行的可能性不大。然而，展望來年，我們預計美國 GDP 充其量保持溫和增長，這與勞動力市場疲軟和美國通膨大幅放緩相一致，尤其是在上半年，美聯儲「高利率久期被拉長」的立場將受到挑戰。儘管金價短期可能維持區間震盪，但很有可能衝擊 1740 美元/盎司左右的支撐位。我們認為隨著貨幣政策轉向鴿派立場，長期前景似乎正變得更加積極，有望出現持續反彈。

投資者仍舊謹慎。

儘管金價已自 11 月 3 日 1615 美元/盎司的低點回彈 14%，但從非商業期貨和黃金 ETF 持倉、美國鑄幣廠銷售情況以及場外期權預期來看，投資者參與反彈的熱情並不高。

芝加哥商交所報告稱，非商業淨未平倉期貨截至 12 月 30 日增至 475.3 噸，自 11 月 4 日以來增加 297.1 噸，但持倉依舊遠低於過去 5 年平均水平（600 噸）和 2020 年 2 月的峰值（1209 噸）。與此同時，世界黃金協會（WGC）報告稱，黃金 ETF 持倉在 12 月前兩週下降 14.1 噸。SPDR 黃金信託持倉情況略好，在 12 月前三週增加 14.8 噸。但鑑於觀察到的反彈規模，需求依舊沒有起色。

圖 5：SPDR Gold Trust 基金與金價（美元/盎司）

黃金近期反彈與 SPDR 黃金信託 ETF 僅有溫和資金流入有關。



資料來源：Refinitiv、Redward Associates

美國通膨有望回落。

...接第 2 頁。

據世界黃金協會報稱，目前黃金 ETF 總持倉為 3462.9 噸，年初至今下降了 107.3 噸。減持主要來自北美 (-85.3 噸) 和亞洲 (-23.2 噸)，而歐洲 (+1 噸) 和世界其他地區 (+0.2 噸) 則進行了增持。現貨市場亦出現需求疲軟，美國鑄幣局報告美國鷹洋幣和牛幣銷量為 10.5 千盎司，低於 2021 年 11 月的 166.5 千盎司。

黃金短期前景低迷在場外黃金期權市場同樣明顯，儘管長期期權仍舊向好，但短期期權需求偏度仍只略微偏向黃金看漲期權。

美聯儲維持鷹派立場。

美聯儲將於 2 月 1 日 (星期三) 舉行下次公開市場委員會會議。目前，根據基於利率期貨的 CME FedWatch 工具預測加息 25 個基點的概率為 72%，屆時基金利率將升至 4.75%。然而，大幅加息 50 個基點的概率仍高達 28%，屆時基金利率將升至 5%。支援美聯儲加息週期的因素在於預期勞動力市場將保持在「最大就業」之上，以及通膨只會逐步聚回到 2% 的目標上來。

這種觀點在公開市場委員會的經濟預測匯總中顯而易見，預測中值顯示 GDP 增長今年仍將保持為 0.5%，將失業率推高至 4.6% (增加 0.9 個百分點)，而 PCE 通膨放緩至 3.1% (減少 2.5 個百分點)，核心 PCE 通膨放緩至 3.5% (減少 1.3 個百分點)。在這種情況下，美聯儲的前瞻性指引預計

基金利率將達到 5.1% 的峰值，不過最悲觀的委員會成員預計基金利率將升至 5.6% 並在 2024 年和 2025 年維持在這一高位上。

通膨已在消散。

美聯儲偏好的通膨指標——個人消費支出 (PCE) 平減指數——11 月同比上漲 5.5%，不包括食品和能源的核心指數同比上漲 4.7%。但過去 3 個月，通膨有所緩解，PCE 平減指數同比上漲 3.3%，核心 PCE 同比上漲 3.6%。

此外，2021 年後幾個月至 2022 年年中的價格上漲，在年度計算中有可能被截至 2023 年年中的數據 (這個數據要低得多) 所取代，導致年通膨率大幅下降。我們的粗略計算表明，通膨可能會在年中回落到 2% 左右。計算是基於對該指數 300 多個子成分的詳細檢查，並與我們的西德州輕質原油 (WTI) 自上而下價格模型、聯合國糧農組織 (FAO) 食品價格指數和美國工業用品進口價格指數相互參照。推動通膨的這些關鍵指標自 3 月以來已大幅回落，其中 WTI 下降 36%，FAO 食品價格指數下降 17%，美國工業用品進口價格指數下降 10%。這種反通膨衝動正在影響 PCE 平減指數並將擴展到包括服裝、汽車、家居和娛樂用品、公用事業、食品和運輸服務在內的一系列子行業。

商品價格承壓。

通膨目標時代的特徵是商品價格的通縮和服務成本的適度通膨。這種趨勢因 COVID-19 而中斷，政府的刺激措施提振了需求，而服務供給卻受到...接下頁...

圖 6：總體 PCE 與核心 PCE 通膨，同比%

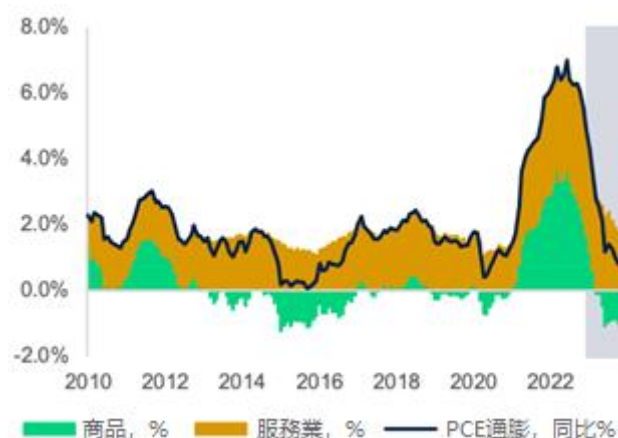
包括食品和能源以及工業材料在內的一系列大宗商品疲軟表明通膨正在放緩。



資料來源：BEA、Refinitiv、Redward

圖 7：美國 PCE 通膨，同比%

大宗商品和耐用品價格下跌推動商品回歸通縮，但服務業通膨預計將放緩。



資料來源：BEA、Redward

鉑金的時代是否已經到來？

...接第 3 頁。

...流動限制，導致需求流向商品領域。供應鏈中斷和運輸成本飆升限制了供應，中間商增加了預防性庫存，價格上漲和融資成本下降推動了囤積現象。在截至 2022 年 3 月的兩年裡，商品價格大漲 13.1%，其中汽車上漲 23.5%，家具上漲 15.9%，食品和飲料上漲 12.3%，汽油上漲 79.2%。

隨著疫情緩和，財政和貨幣政策轉向實施限制，而流動限制的放鬆導致需求從商品轉向服務。隨著供應鏈瓶頸的緩解和庫存持有成本的增加，商品價格承壓就不足為奇了。在長期趨勢重新確立之前，到 2023 年年中可能會出現一段徹底的通縮時期。

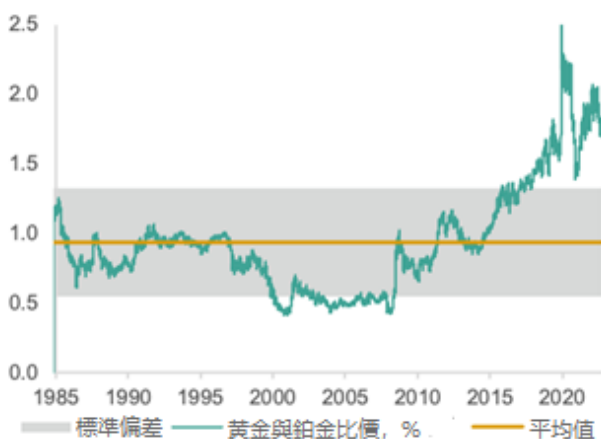
服務業通膨放緩。

隨著需求轉回服務業，與大流行相關的擾動給食品、交通和娛樂服務成本以及住房成本帶來了上行壓力。勞動力市場形勢吃緊可能導致某些服務成本的慣性上升，但與經濟表現密切相關的金融服務成本壓力已經緩和，而運費和食品批發價格的下跌預示運輸和食品服務通膨分別出現下降。住房成本亦可能呈現出一定的慣性上漲，疲軟可能在今年晚些時候更為明顯，但天然氣價格下跌表明公用事業成本壓力有望緩解。服務成本仍舊是當下的一個主導性主題，但一系列領先指標表明勢頭已見頂，服務行業通膨將在 2023 年得到緩解。

鉑金的時代已經到來？

圖 8：黃金與鉑金比價

供需態勢表明鉑金正在出現短缺，表明其稀缺價值將重新顯現。



資料來源：Refinitiv、Redward

在經歷了上半年的疲軟之後，鉑金在第二季度上漲 19.7%，最後一個季度上漲 24.5%，同比上漲 11.1%，表現強於黃金。

世界鉑金投資委員會 (WPIC) 估計鉑金將出現短缺，為其進一步的出色表現提供了可能。世界鉑金投資委員會將 2021-22 年的過剩歸因於汽車生產受到抑制、汽車催化轉化器使用的鉑金減少、投資控股撤資以及生產商庫存減少等多種因素。世界鉑金投資委員會將鉑金的走勢形容為「一個迅速從過剩轉向短缺的市場」，原因在於「除 ETF 外的現有庫存現在似乎相對無法從更廣泛的市場上獲得，地理方位上主要集中於中國。」貴金屬前景向好以及黃金與鉑金的比價可能下跌，表明鉑金有充足空間實現數年上漲。

汽車與工業需求增長。

儘管內燃機汽車產量今年預計萎縮 5% 左右，但受到混合動力和重型汽車產量增加以及鈦金替代鉑金的支援，汽車行業的鉑金需求預計將增長 11%，達到 3288 koz。世界鉑金投資委員會估計混合動力和重型汽車產量在 2023 年將分別增長 15% 和 11%，替代品鈦金將從 2022 年的大約 340 koz 增加到今年的 500 koz。

目前，氫能汽車對鉑金的需求仍然不大，但 WPIC 預計電解用鉑金需求有望快速增長，到 2040 年氫燃料電池需求將吸收鉑金總需求的 35%...接下頁...

圖 9：鉑金供求關係 (koz)

供應疲軟加上需求增加，特別是來自汽車行業的需求增加，預計鉑金 2023 年出現短缺。

公稱	2018	2019	2020	2021	2022e	2023f
礦山產量	6,135	6,077	4,906	6,204	5,637	5,726
回收量	1,955	2,134	1,930	1,937	1,669	1,740
總供應量	8,090	8,211	6,835	8,141	7,306	7,466
汽車需求	3,100	2,867	2,402	2,635	2,964	3,288
工業需求	2,015	2,137	2,098	2,450	2,110	2,316
珠寶需求	2,245	2,106	1,830	1,953	1,953	1,954
投資需求	15	1,237	1,544	-45	-525	212
總需求量	7,375	8,347	7,874	6,993	6,502	7,770
淨庫存	715	-136	-1,039	1,147	804	-303
庫存*	2,775	3,514	2,476	3,623	4,426	4,123

資料來源：WPIC、Redward

鉑金可能出現供應短缺。

...接第 4 頁。

...到 2040 年將佔鉑金需求總量的 35%。

工業需求預計 2023 年將擴大至 2316 koz (增加 9.8%)。鉑金在電子產品中的用量持續下降至 107 koz。與此同時，石化行業的工業需求可能疲軟，但疲軟部分有望被化學和醫療行業的用量增加以及玻璃行業的用量增加所抵消。WPIC 指出中國和埃及玻璃產能的提高將提振玻璃用量 481 koz 左右，同比增長 52%。

珠寶需求穩定。

一段時間以來，鉑金已不再是製作珠寶的首選用料，需求在過去 10 年穩步下滑，2020 年跌至 1830 koz 的低谷。此後，需求出現穩定，WPIC 預計今年的需求將穩定在 1954 koz。北美、歐洲和印度的需求依然強勁，但中國的需求受到抑制。鑑於鉑金價格低於黃金價格，其價格走強以及中國擺脫了將近 3 年的與大流行相關的流動限制，我們認為存在上行風險。

投資者需求回升。

隨著鉑金價格從 2020 年 2 月的峰值跌至 2022 年 9 月的 816 美元/盎司的低點，下跌近 39%，投資者需求低迷不足為怪。需求疲軟的驅動因素既包括 ETF 撤資，也包括交易所外流，這種外流大大抵消了對金條和硬幣的穩定需求。

儘管 12 月份鉑金 ETF 持續流出，但我們注意到紐約商交所 (MYMEX) 期貨頭寸的急劇轉向，淨未平倉非商業期貨持倉合約從 9 月 9 日的 8200 手空頭敞口增加年底的 2.47 萬手多頭敞口。預計金條和硬幣需求將保持穩定，同時預計投資者的鉑金興趣將提振鉑金期貨和鉑金 ETF 持倉。

供應仍然受到限制。

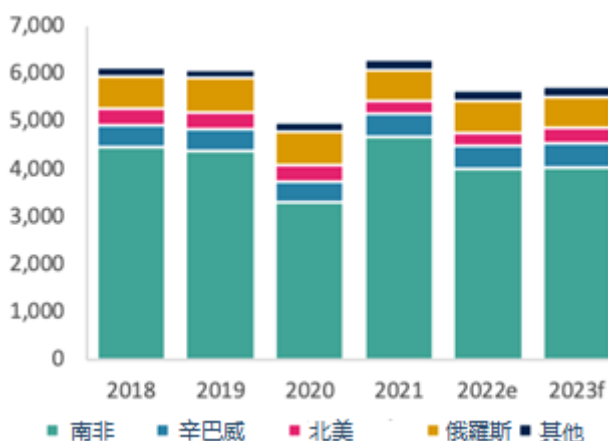
WPIC 估計 2022 年鉑金供應總量降至 7306 koz，並預計 2023 年的供應將繼續受限，僅反彈 2.2%，至 7466 koz。

2022 年，鉑金開採主要來自南非 (4012 koz)，津巴布韋 (478 koz)、北美 (269 koz) 和俄羅斯 (678 koz) 是僅有的其他主要供應方。南非金礦供應受制於電力供應中斷，這對礦工的煉礦能力造成負面影響。南非的產能也受到英美鉑業 (Anglo-American Platinum) 為其重建 Polokwane 冶金廠的影響。在北美，蒙大拿州的 Sibanye-Stillwater 金礦由於洪災導致供應中斷；在俄羅斯，礦業公司 Nornickel 報告稱由於製裁而存在中斷的可能，導致投資指南被撤銷。

黃金回收承受壓力，第三季度降至 391 koz，較去年同期下降 10.9%。下降的驅動因素主要是汽車行業 (同比下降 13.8%)，珠寶行業亦同比下降 2.9%。2023 年汽車銷量提升應有助於回收增加，但這種反彈可能受阻於汽車催化劑鉑金用量的長期下降和全球增長放緩。

圖 10：各國鉑金礦供應量，千盎司 koz

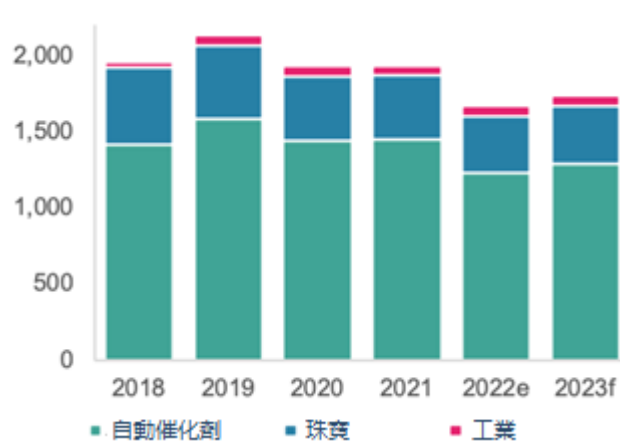
2023 年鉑金礦供應有望保持穩定，俄羅斯供應約佔總產量的 11%。



資料來源：WPIC、Redward Associates

圖 11：鉑金回收供應，千盎司 koz

10 年前催化轉化器中鉑金用量減少和報廢速度慢限制了回收。



資料來源：WPIC、Redward Associates

免責聲明：本研究由 Redward Associates Ltd 进行，且只用于提供一般信息。它并未考虑您的个人环境，也不是投资建议或引诱您交易杠杆产品。示例仅供参考，不反映来自 OANDA 的当前价格或要约。示例仅供参考，不反映来自 OANDA 的当前价格或要约。本报告中体现的观点并非 Redward Associates Ltd 观点，且不可被解读为 OANDA Asia Pacific Pte Ltd 或 OANDA 公司集团任何成员的观点。可能随时在無預先通知的情况下更改或撤销此处的资讯。请閣下自行确定杠杆交易或特定交易是否适合，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。杠杆交易拥有很高风险。由于您可能会损失您存入的部分或全部资金，所以在进入这个市场前，您应当考虑您的财务目标、经验水平及对此类风险的偏好。最重要的是，請勿投入您无法承受損失的資金。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

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，請隨時與我們聯絡。

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
電話：1 877 OANDA FX (1 877 626 3239)



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

電子郵箱：frontdesk@oanda.com

網址：oanda.com