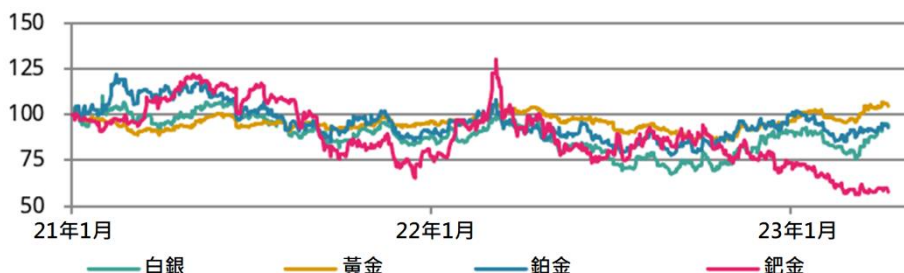


## 要點

- 黃金價格在美國利率寬鬆的同時有所反彈(第2頁)
- 近期投資者對黃金的需求強勁，其中實物黃金與期貨買盤強勁，但ETF的需求則較為低迷(第2頁)
- 投資者很可能會面臨一個緊張的夏季，銀行信貸持續收緊，而美國政府可能停擺(第3頁)
- 投資者對白銀期貨與期權的需求持續走強，但當前的ETF需求仍然低迷(第4頁)
- 鉑族金屬(PGM)市場仍然深陷困境，但鉑金本身則正往供應短缺的方向發展(第4頁)

圖1：貴金屬價格指數(2020年1月1日 = 100)

隨著美國利率預期的修正，金屬價格反彈，白銀則有出色的表現。



資料來源：Refinitiv

## 動物本能顯現

貴金屬在過去一個月裡強勁反彈。美國銀行業的動蕩引發了針對美國（與全球）貨幣政策前景的重新評估，從而觸發了貴金屬的反彈。在FDIC/美聯儲穩定了當下局勢的同時，存款外流以及對於銀行資產的擔憂仍然存在，信用條件則是持續緊縮。

此外，我們越來越擔心美國聯邦政府債務已經在1月19日達到舉債上限所可能帶來的破壞。聯邦政府一直從美聯儲的財政部一般帳戶之中提領資金，藉此維持支出，而這個資金來源正在迅速耗盡之中，這也表示我們即將面對美國聯邦政府的停擺。由於美元當前的價值比其長期價值高出約15%，加上美國固定收益債券價格上漲，因此我們認為黃金有大幅上漲的空間。

過去一個月裡漲幅最大的是白銀。雖然技術指標表明有超買的狀況，但我們仍保持謹慎態度，畢竟在相對缺乏流動性的市場之中，金屬仍有因為受到投機性的興趣擠壓而向上突破的可能性。白銀協會將

在4月19日發布的《2023年世界白銀調查》有可能會是觸發這種現象的潛在因素之一。這一份與Metals Focus聯合編纂的出版物將會收錄最新的供需預測，而其內容可能會顯示白銀仍處於供應短缺狀態。另一種供應可能有所不足的金屬則是鉑金。鉑金一直受到其他鉑族金屬(PGM)，尤其是銻金價格疲軟的拖累，但世界鉑金投資委員會(WPIC)則預期預計今年將出現中度供應短缺。

圖2：價格快照(2023年4月12日)

價格(美元/盎司)	23年4月	月環比%	同比%
黃金	2,015	7.9%	3.1%
白銀	25.29	23.3%	0.9%
鉑金	1,001	4.4%	2.5%
鈀金	1,453	5.4%	-40.2%

資料來源：Refinitiv

圖3：定價和指標(2023年4月12日)

相關指標	23年4月	月環比%	同比%	用關鍵貨幣表示的價格(/盎司)	23年4月	月環比%	同比%
標普500指數	4,109	6.4%	-6.9%	黃金/印度盧比	164,338	7.3%	11.0%
美元指數(5國代理)	126.84	-1.8%	1.5%	黃金/人民幣	13,795	7.0%	10.9%
西德州輕質原油(美元/桶)	81.59	6.4%	-13.5%	黃金/歐元	1,836	4.6%	2.3%
銅(COMEX)	3.99	-1.5%	-13.9%	黃金/澳元	3,012	6.1%	14.4%
彭博大宗商品指數	107.21	2.5%	-14.9%	黃金/加元	2,697	4.4%	9.3%

資料來源：Refinitiv

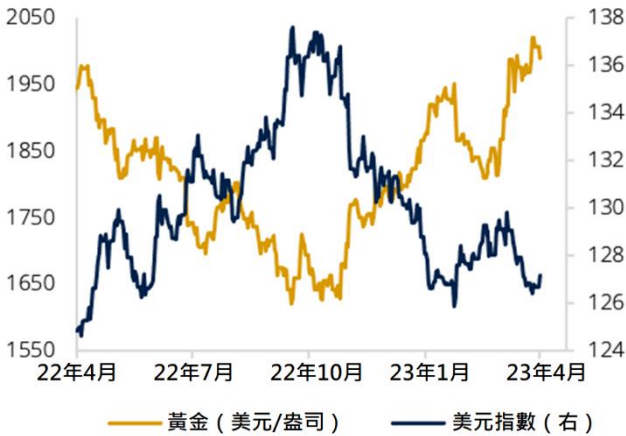
# 動物本能顯現

對於美國與歐洲銀行業的擔憂引發了針對美國與全球貨幣政策前景的重新評估，從而點燃了對於貴金屬的興趣，導致黃金與白銀價格大幅走高。黃金價格在降至2,015美元/盎司（月環比上漲7.9%）以前，曾在4月5日上漲到2,032美元/盎司的高點，白銀價格則飆升至25.29美元/盎司，其月環比漲幅達到了令人矚目的23.3%，從而使鑄比（金銀比）從2月底的87.4:1降至79.7:1。

上個月我們曾經抱持這樣的論述：「隨著美聯儲進一步收緊貨幣與信用條件，經濟衰退/硬著陸的可能性也隨之提升」，同時「一旦金融市場參與者認為美國利率期貨價格已經終值，我們很可能會看到長期債券收益率和美元都出現修正，這可能會為黃金開闢出恢復長期上升趨勢的道路」。要在現在就一口咬定利率已經達到終值，可能還為時過早。目前，CME FedWatch工具顯示，在5月3日的公開市場委員會會議上再次加息25個基點的機率為2/3，在美國一年期IRS一年期遠期利率在3月8日達到4.99%的高峰，並隨後下跌150個基點至3.50%以後利率預期似乎確實已經是強弩之末。

有鑑於短期利率急遽下降，固定收入證券市場有可能已經處於買超的狀況，也就是說，在目前的價位下對於黃金的買進需要謹慎，尤其當前的金屬交易價格已經遠高於200日均線（1,788美元/盎司），而且動量指標也一直處於買超的狀態。也就是說，我們認為未來一年的美國貨幣條件有很大的放鬆空間，這與10年期美債實際收益率回跌至零左右，以及我們的五國美元指數下跌超過5%的狀況一致。因此，如果黃金價格有發生任何向下修正的狀況，投資者都有可能會積極買入，我們預測在1,900美元/盎司以上的價格會有強勁的買盤。

圖4：美元指數和黃金價格（美元/盎司）



在過去一年裡，金價走勢與我們的五國美元指數緊密掛鉤，每日相關性為-0.92。

資料來源：Refinitiv, Redward Associates

從年初到現在，黃金走勢有顯著的變化(11%)，已經接近俄羅斯入侵烏克蘭後所觀察到的高點。然而，一旦考慮到通貨膨脹的因素，黃金的實際價值仍然比2020年8月的高點低了15%左右，也比2011年9月的高點低了20%。若要重回過去的高點，金價會需要上漲到2,400美元/盎司。

## 投機頭寸恢復

在針對美國銀行業的擔憂浮出檯面以前，芝加哥商交所曾經報告投資者對於持有黃金的興趣有所下降。100盎司黃金期貨未平倉非商業淨頭寸曾在3月10日降至305.2噸，而在之後的四個星期裡，持有量則是增加了一倍多，達到684.8噸，使持有量回升到2022年4月的水準。除了購買期貨合約以外，投資者也買進了黃金認購期權，期權需求的提升推動了遠期合約平價期權的隱含波動率達到16.9%，仍然低於俄羅斯入侵烏克蘭後所觀察到的26.6%的高點水準（2022年3月8日），期權波動率偏向躍升3%左右，有利於黃金認購期權。

針對銀行業的擔憂以及黃金的反彈推動了對於實物黃金的強勁需求，美國鑄幣局報告稱，3月份的銷量為288 koz（同比上漲30%），4月第一周的銷量為36 koz。在實物金條的需求持續強勁的同時，黃金ETF的需求則較為低迷。世界黃金協會(WGC)報告稱，3月份黃金ETF持有量增加了13.1噸，達到3,443.8噸，自年初至今則減少了28.7噸。WGC報告在，英國（-15.6噸）、德國（-12.4噸）與瑞士（-11.2噸）均為賣出的同時，美國則有淨買入（10.5噸）。值得注意的是，在土耳其觀察到黃金ETF需求激增（3.6噸）的現象，WGC所認定的理由是通貨膨脹猖獗加上里拉疲軟，而我們則認為對於選舉即將到來的擔憂也可能是一個因素。

圖5：黃金期貨（噸）和10年期美債實際收益率，%  
針對貨幣政策的預期有所轉變，導致債券實質收益率下降、期貨持有量增加。



資料來源：Refinitiv, Redward Associates

## 緊張的夏季

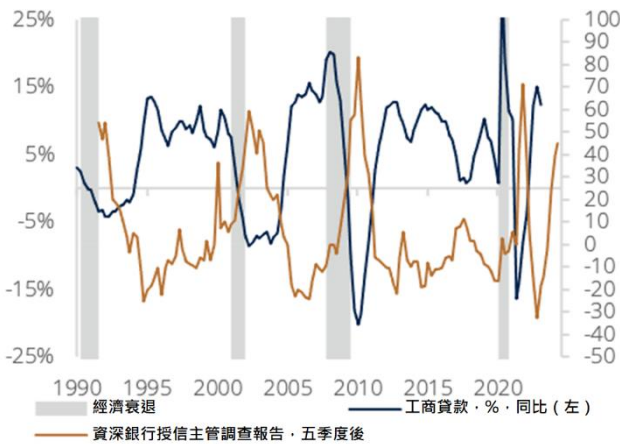
進入3月，美聯儲持鷹派情緒，FOMC成員排出「大象漫步」的姿態，大聲疾呼要提升固定收益率走高。人們普遍預計美聯儲將在3月22日的公開市場委員會會議上加息50個基點，並有可能在5月3日進一步加息25個基點，從而使基金利率上升至5.50%左右。然而，美聯儲的計劃因矽谷銀行與簽名銀行的倒閉而偏離原始計畫，引發了對於市場前景的重新評估以及黃金的強勁反彈。

FDIC迅速採取行動——一肩扛起在矽谷銀行與簽名銀行的所有銀行帳戶存款——同時美聯儲不僅透過貼現窗口提供了流動性，還提供了新的銀行定期融資計畫（BTFP），避免了潛在的銀行業危機。隨著資產市場的動盪消退，美聯儲得以將基金利率上調25個基點，來到5.0%，而我們也已經看到美元疲軟、黃金走強的趨勢開始消退。

然而，我們距離問題的解決還很遙遠。FDIC與美聯儲已經緩解了系統性銀行擠兌以及/或拋售美國銀行資產的憂慮，但他們尚未解決銀行所面臨的根本問題，也就是過高的利率。我們認為，美國信用條件目前已經大幅收緊，經濟發展（以及通脹）正趨向和緩，雖然終將緩解銀行的壓力，但還是需要時間。

同時，我們越來越擔心即將到來的美國財政斷崖。美國聯邦政府的債務已經在1月份達到了舉債上限，而在美聯儲的財政部一般帳戶也開始坐吃山空。影響甚鉅的未來浮現在我們眼前，也就是在一般帳戶的存款徹底耗盡以前，美國聯邦政府將會被迫停擺。有鑑於當前政治氛圍緊張，想要提出解決方案可能會非常困難，我們有充分理由認為美國主權信用評級可能會暫時違約以

圖6：資深銀行授信主管調查報告與工商貸款，%YoY  
美聯儲的資深銀行授信主管調查報告顯示，信用條件將在2023年以內急遽緊縮。



資料來源：FRB, Refinitiv, Redward Associates

及/或降級，而一旦能夠打破預算僵局，財政部就會需要補充一般帳戶的存款，並與銀行爭奪資金。

## 流動性的面具

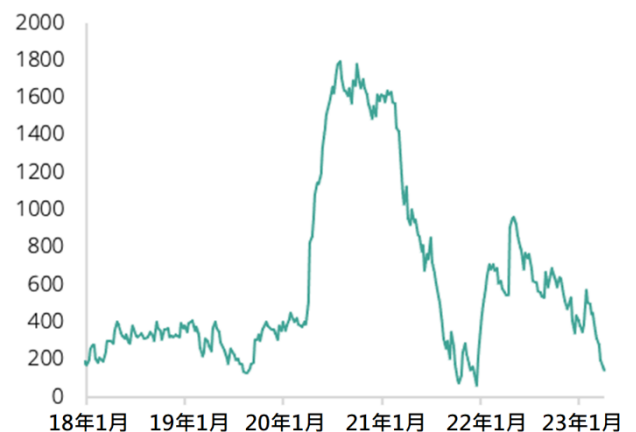
美國的區域性銀行以及社區銀行面臨同時影響資產與負債的挑戰。許多銀行擁有大量商業房地產的工商(C&I)貸款。彭博社報導稱，將有近1.5兆美元的商業房地產貸款在2025年到期，許多貸款人可能難以將其負債展期，這可能導致會導致減損增加。此外，由於較小的美國地區和社區銀行不受巴塞爾流動性要求的約束，其中有部分銀行在其「銀行存摺」上持有大量美國國債，這些國債很可能已經依照帳面價值計價，有可能具有避險投資，也可能沒有。美聯儲新的銀行定期融資計畫，就有支援銀行抵抗無序拋售風險的設計。銀行與符合條件的存款機構可以利用美國國債、不動產抵押貸款證券以及其他合格資產作為抵押品，藉此獲取最長12個月的資金補助。此種抵押品的價值以其面值計價，但美聯儲利用此種回購機制提供的所有貸款都附帶了「針對符合條件的借款人的抵押品以外的追索權」，藉此確保依據市值計價所造成的所有損失最終都會由借款的金融機構承擔。銀行定期融資計畫負責發放來自於美國財政部外匯穩定基金的250億美元。

## 需要更低的利率

今年迄今為止，商業銀行存款已減少6080億美元。雖然在3月份的存款外流之中，有一部份可能是出於對銀行穩定性的擔憂，但我們認為存款外流的主要驅動因素是銀行活期存款利率/定期存款利率與貨幣市場基金利率之間的巨大差異。整個銀行系統流動性充斥，迫使美聯儲透過2.6兆美元的附賣回協議來吸收多餘的資金。...接下頁...

圖7：美聯儲一般帳戶

一般帳戶餘額已經降低至1407億美元，這表示政府停擺即將無情地降臨。



資料來源：FRB, Refinitiv Redward Associates

# 白銀表現出色，鉑金短缺。

接第3頁。

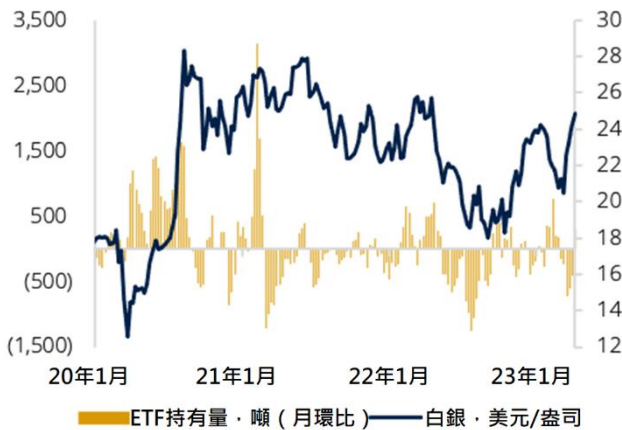
然而，流動性的分佈並不平均，因此量化緊縮的結束不見得一定會有所幫助，而可能只會導致更大規模的附賣回協議。面對利率上升與存款外流，區域性銀行以及社區銀行本應提高活期存款利率以及定期存款利率，但它們可能已經針對流動性更高的銀行同業進行了利率上的比較。隨著存款的減少，銀行同業市場的借貸條件惡化，流動性更強的銀行對於交易對手、流動性以及償付能力風險的擔憂日益增加，而儲戶對於銀行信用風險也更加警惕，這都限制了銀行提高存款利率的能力。在銀行持續流失存款的同時，美聯儲貼現窗口與銀行定期融資計劃對於流動性的需求也會持續存在，而信用條件則會持續收緊。解決這個問題的最終解決方案就是降低利率，而要做到這一點，就必須要讓通脹減弱，從而使美聯儲能夠引導貨幣政策回歸更加中性的立場。

## 白銀表現出色...

過去一個月表現最出色的就是白銀，環比上漲23.3%，創下年度新高。白銀受益於半工業貴金屬的定位、美國寬鬆的貨幣環境以及美國股市的上漲。較低的市場流動性造成波動性更高、價格變動性更大，也同樣使白銀受益。白銀當前的交易價格遠高於其200日移動均線（21.30美元/盎司），動量指標顯示白銀已經超買，表明其價位可能修正至200日移動均線附近的支撐位。

圖8：白銀（美元/盎司）與iShares Trust

雖然期貨與期權頭寸轉向白銀多頭，但散戶對於白銀ETF的參與度則較為低迷。



資料來源：Refinitiv, Redward Associates

銀價進一步上漲的其中一個潛在誘因，就是白銀協會即將在4月19日發布的世界白銀調查。此一調查報告與Metals Focus共同編纂，其內容可能會揭示基本供需動態緊張，造成白銀面臨潛在的投資者需求。這種需求在期貨中一向表現得相當明顯，CME集團報告稱5 koz白銀合約的未平倉非商業淨頭寸已經從3月10日的-51.2 moz 反彈至4月7日的119.3 moz。白銀期權市場也同樣看漲，遠期合約平價期權的隱含波動率在過去一個月上升5%，達到了31%，而期權偏向則表明對看漲期權的強勁需求。迄今為止，投資散戶已經大幅看淡漲勢，iShares Silver Trust過去一個月的淨銷售額為10.5 moz。

## ...PGM則陷入低潮

雖然我們看到黃金和白銀都顯著走強，但鉑族金屬（PGM）卻表現不佳，迄今為止，鉑金、鈀金和銠金今年分別下跌了7.1%、19.6%、36.3%。即使鉑金價格因為其他PGM的疲軟而走低，但我們認為供需動態對鉑金仍然有利。世界鉑金投資委員會（WPIC）在3月8日的季度更新中指出，俄羅斯和南非的鉑金供應受到限制，2022年（第四季度）的總供應量同比下降18%，WPIC 預測將鉑金出現短缺。

圖9：白金供需，koz

供應受限、投資者需求以及汽車觸媒需求的增加，預期將會將推動鉑金在2023年出現短缺。

公噸	2018	2019	2020	2021	2022	2023f
礦產	6,135	6,077	4,906	6,204	5,545	5,573
回收	1,955	2,134	1,970	2,032	1,682	1,856
<b>總供應</b>	<b>8,090</b>	<b>8,211</b>	<b>6,876</b>	<b>8,235</b>	<b>7,227</b>	<b>7,428</b>
汽車	3,100	2,870	2,403	2,647	2,957	3,246
工業	2,015	2,142	2,096	2,530	2,243	2,505
珠寶	2,245	2,106	1,830	1,953	1,894	1,936
投資	15	1,233	1,536	-53	-643	298
<b>總需求</b>	<b>7,375</b>	<b>8,350</b>	<b>7,866</b>	<b>7,077</b>	<b>6,451</b>	<b>7,985</b>
淨頭寸	715	-139	-990	1,158	776	-556
庫存	2,775	3,511	2,521	3,679	4,455	3,899

資料來源：WPIC, 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) p :  
 +971 56 847 1123  
 e : [peter@redwardassociates.com](mailto:peter@redwardassociates.com)  
 IFZA Building | Dubai Digital Park | Dubai UAE For

more information, please feel free to contact us.

OANDA Asia Pacific Pte. Ltd.  
 1 Raffles Place  
 #26-02 One Raffles Place Tower 1  
 Singapore 048616  
 p : +65 6579 8289

OANDA Australia Pty Ltd  
 Level 1  
 60 Martin Place  
 Sydney NSW 2000  
 p : +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  
 Tel : 1 877 OANDA FX (1 877 626 3239)



OANDA Europe Limited  
 Dashwood House  
 69 Old Broad Street  
 London EC2M 1QS  
 Tel : 44 020 3151 2050

e : [frontdesk@oanda.com](mailto:frontdesk@oanda.com)  
 w : [oanda.com](http://oanda.com)