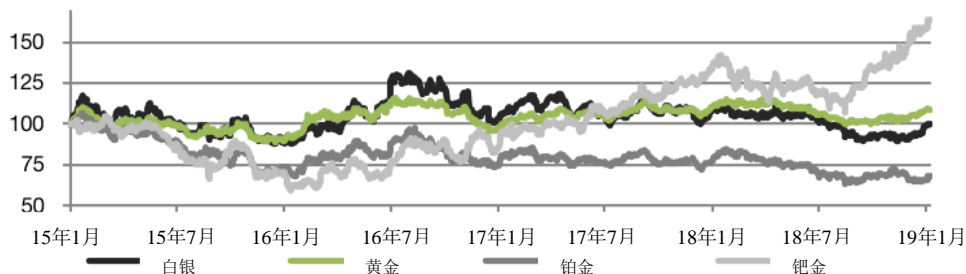


亮点

- 黄金价格似乎愈发失调。我们认为回调的范围可能回到1,240美元/盎司的水平（第1页）
- 尽管我们对宏观经济回落持谨慎态度，但债券收益率上升应会在短期内支撑美元（第2页）
- 世界黄金协会强调增长领域，我们注意到央行黄金持有量的变化（第3页）
- 随着纽蒙特（Newmont）宣布与加拿大Goldcorp合并，金矿企业的整合仍在继续（第4页）
- 在全球增长放缓的情况下，钯金似乎越来越容易受到调整的影响（第5页）

图1：贵金属价格指数（2015年1月1日=100）

贵金属本月涨跌互现，钯金守住近期涨势



资料来源：彭博资讯

回调的范围

继去年12月飙升5%之后，金价在1月份企稳，金价在本月大部分时间窄幅震荡，最近几天飙升至1,300美元/盎司上方。尽管我们认为美元疲软和“避险”可能是12月和1月初金价强劲表现的原因之一，但金价对避险情绪普遍消散的反应不足，表明金价与历史正常水平存在惊人的背离。自1月3日触底以来，美国10年期国债收益率已上升21个基点，标准普尔500指数反弹8%，波动率指数（VIX指数）大幅下跌。

尽管我们在黄金方面总体上变得更具建设性，但我们仍怀疑最近的上涨能否持续，因为根据我们的短期指标模型（目前预计公允价值为1,237美元/盎司）以及一系列技术指标，金价似乎已被大幅高估。资产市场波动性下降、美国债券收益率上升以及对美元走强的支撑都表明黄金应走软。

此外，由于对黄金的乐观情绪依然高涨，对近期宏观经济风险的担忧正在消散，我们认为金价有可能回落至每盎司1,240美元的水平。

黄金的走势似乎受到投资者情绪转变的推动，金融市场参与者普遍看涨黄金，并在12月底至1月初迅速建立长期风险敞口。在没有新的金融市场动荡的情况下，我们认为，目前金价的走势很可能是由短期投机者持有的投机性多头头寸的清算推动的。

图2：价格快照（2019年1月28日）

价格 (美元/盎司)	19年1月	月环比%	同比%
金	1,305	1.8%	-2.7%
银	15.77	1.8%	-8.2%
铂金	818	2.9%	-18.9%
钯金	1,364	7.9%	25.2%

资料来源：彭博资讯

图3：定价和指标（2019年1月28日）

相关指标	19年1月	月环比%	同比%	用关键货币表示的价格（盎司）	19年1月	月环比%	同比%
标普500指数	2,665	6.3%	-6.6%	黄金/印度卢比	92,895	3.9%	8.9%
美元指数（5国代理）	124.20	-1.5%	6.1%	黄金/人民币	8,808	-0.1%	3.5%
西德州轻质原油（美元/桶）	53.69	18.2%	-18.1%	黄金/澳元	1,820	0.0%	9.8%
铜（美元/公吨）	6,038	1.5%	-14.3%	黄金/加元	1,726	-1.2%	4.3%
彭博大宗商品参数	81.07	5.7%	-10.5%	黄金/南非兰特	17,779	-3.5%	11.1%

资料来源：彭博资讯

黄金跑赢自己

我们对宏观形势持谨慎态度...

自2018年底以来，我们观察到避险情绪普遍消退，资产市场反弹。在外汇市场，这在很大程度上与美元走软有关。然而，随着全球流动性收紧，近期的反弹似乎在很大程度上是纠正性的，尽管政策制定者对下行风险的认识有所增强，但我们认为，四国（G-4，即美国、中国、欧元区和日本）的政策制定者提供额外货币支持的能力有限。按购买力平价计算，11月份G-4 M1货币同比增长放缓至仅3.9%，与资产价格的下行压力一致。在此环境下，我们认为，拥有强劲外部账户和放松货币政策能力有限的国家可能会经历货币升值，而那些外部账户和放松政策能力较弱的国家——尤其是美元——可能会经历疲软。

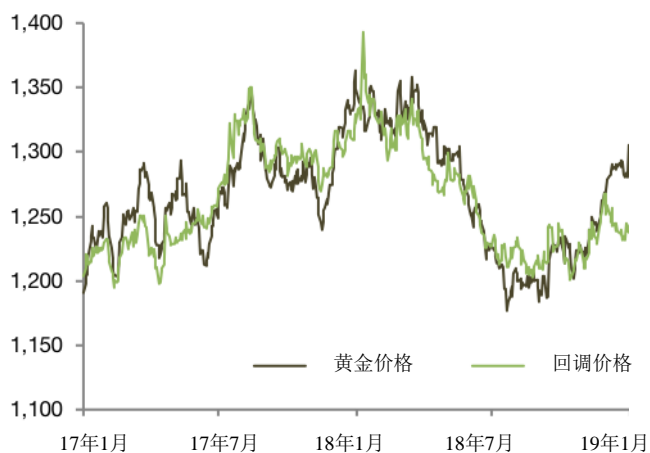
...但债券收益率应支撑美元

尽管我们仍对宏观背景持谨慎态度，但我们注意到，美国股市的反弹对美国固定收益市场产生了重大影响，而迄今为止，它对美元的影响仍然有限。自1月3日触底以来，10年期美国国债收益率已上涨21个基点至2.76%，而1年期美国国债收益率已上涨35个基点，至2.75%。与此同时，我们的5国美元指数实际下跌71个基点至124.99。然而，在我们看来，

- 在不确定的宏观背景下，我们对美元仍持谨慎态度
- 如果金融市场不出现新的动荡，金价可能难以维持

图4：黄金价格（美元/盎司）

黄金价格比我们的模型“公允价值”高出5.2%



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

美元似乎开始作出反应，我们认为短期内还有进一步走强的空间。

黄金仍然被“高估”...

在过去一个月中，黄金在每盎司1,280-1,290美元窄幅区间交易，（环比增长1.8%）。相对于我们的模型，黄金仍然被高估。我们的黄金模型目前预计的“公允价值”为1237美元/盎司，这意味着黄金目前被高估了5.2%（见图4）。我们的黄金模型公允价值估计在圣诞节达到峰值1,268美元/盎司，随后回调了2.4%。将我们的黄金模型分解为其构成因素，我们的模型表明，公允价值估值的下降几乎完全是由资产市场波动性的下降所驱动，资产市场波动性的下降与黄金“公允价值”3.3%左右的跌幅一致。由于我们的5国美元指数下跌1.5%，而美国10年期国债收益率和基本金属价格的波动微乎其微，因此我们对黄金公允价值的估值降幅没有这么大。

...技术动态表明回调范围

彭博资讯对黄金的调查显示，黄金市场参与者对黄金的态度依然乐观，净值达到68%，为去年12月中旬以来的最高水平。黄金人气的强劲受到了ETF持仓量的支撑。ETF持仓量上周进一步增加6.4吨，至2,241吨，过去6周黄金持仓量增加了100吨。然而，黄金期权市场的参与者似乎不再如此乐观，黄金波动幅度降至8.9%，一个月Delta值为25的风险逆转指标降至仅1.34%投资者青睐黄金看涨期权。从技术上讲，黄金似乎不再超买，动能指标开始指向回调。

图5：黄金价格（美元/盎司）

情景分析强调了黄金的下行风险

		US 10-year bond, %					
		2.60	2.65	2.71	2.75	2.80	2.85
USD Index	122.5	1,266	1,263	1,258	1,255	1,252	1,248
	123.8	1,257	1,253	1,249	1,246	1,242	1,239
	125.0	1,248	1,244	1,239	1,237	1,233	1,230
	126.3	1,239	1,235	1,230	1,228	1,224	1,221
	127.5	1,229	1,226	1,221	1,219	1,215	1,212
	128.8	1,220	1,217	1,212	1,210	1,206	1,203

资料来源：彭博资讯、Redward Associates

央行的需求不断增长

中国央行增加外汇储备

据央行网站数据显示，去年12月，中国央行官方黄金持有量增至1.852吨，增加了10吨。这是自2016年10月以来官方数据的首次变化，如果这是中国央行再度积累黄金的初始迹象，将增强人们对央行增加黄金需求的积极情绪。回想一下，2015年6月，中国宣布将黄金储备提高57%，至1658吨，并在2016年10月之前逐步增加储备，然后停止采购。在此次最新购买之前，官方持有的黄金保持不变。

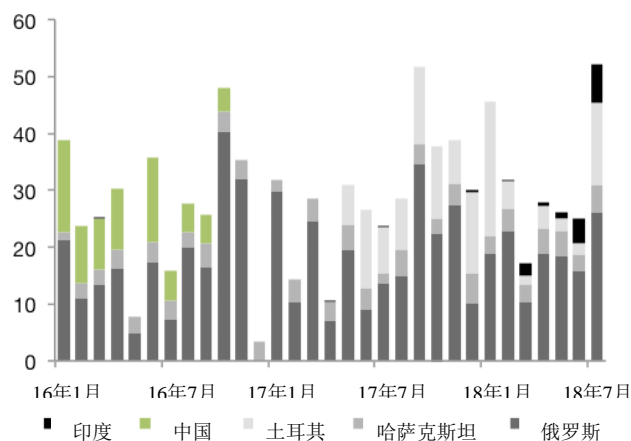
- 经过长期的中断，中国已开始增加央行官方的黄金储备
- 世界黄金协会预测波动将加剧，美元将走软

掉期平仓提振委内瑞拉黄金储备

12月底，委内瑞拉央行新增黄金储备约13亿美元，相当于约17吨黄金。在偿还2015年德意志银行借款的互换头寸平仓后，官方黄金持有量有所增加。作为偿还资金的回报，在英格兰银行作为抵押品持有的黄金，将被记录在委内瑞拉官方黄金储备中，使之从去年11月的134吨增加至151吨左右。复杂的是，执政的马杜罗政府一直在寻求将海外黄金储备汇回国内。委内瑞拉央行行长Calixto Ortega于12月会见了英格兰银行官员，讨论了将委内瑞拉黄金汇回国内

图6：央行黄金持有量（公吨，环比）

去年12月，中国央行的官方持有量有所增加



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

的问题。然而，1月26日，有报道称，英格兰银行拒绝了委内瑞拉的要求，理由是国际制裁阻止黄金回流，并对马杜罗最近连任的合法性提出质疑。近年来，委内瑞拉还将黄金冶炼从瑞士转移到土耳其，以避免国际当局缉获。有报道称委内瑞拉有意利用手中持有的黄金与土耳其进行贸易。

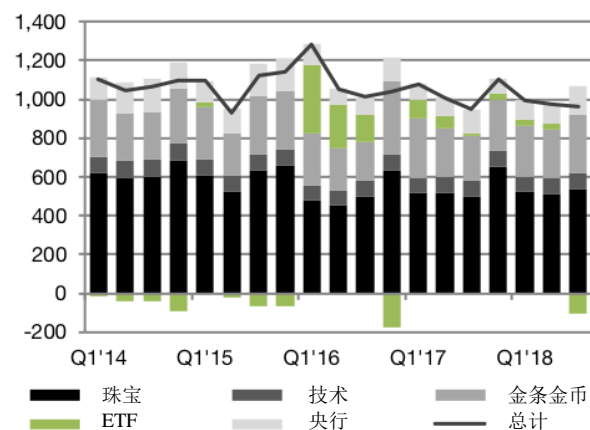
2019年世界黄金协会对黄金持积极态度

世界黄金协会预计，2019年“市场风险和经济增长之间的相互作用将推动黄金需求”。更具体地说，世界黄金协会认为，有三种趋势将推动黄金的表现朝着积极的方向发展：一是金融市场的不稳定；二是货币政策及其对美元的影响；三是结构性经济改革。在金融市场不稳定方面，世界黄金协会预计，全球投资者将“继续青睐将黄金作为一种有效的多元化工具并用以对冲系统性风险”。该协会指出，股票估值过高、市场波动性上升、欧洲政治和经济不稳定，以及全球衰退的可能性加大。

世界黄金协会认为，随着美联储的政策立场转向中性，美元面临的上行压力正在减弱，同时也预测随着时间的推移，特朗普政府希望美元走弱的愿望将得到推动。根据世界黄金协会的数据，印度和中国近期的结构性变化，对于“促进增长和确保相关性”是必要的，将改善市场情绪和黄金需求。其中包括中国的“一带一路”倡议，印度减少贸易壁垒、促进财政合规的政策，以及新兴市场央行继续分散对美元的投资等。总体而言，世界黄金协会认为，2019年黄金的表现将“严重受到风险认知、美元走势和结构性经济改革影响”。

图7：全球实际黄金需求（吨）

2018年第三季度，由于央行购买强劲，需求扩大



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

金矿企业继续整合

纽蒙特收购加拿大黄金公司

1月14日，纽蒙特（Newmont）宣布以100亿美元收购竞争对手加拿大黄金公司（Goldcorp），这笔交易将缔造全球最大的黄金公司。两家公司的董事会一致同意合并，预计将于2019年第二季度完成。2017年，纽蒙特生产了530万盎司黄金，而Goldcorp生产了260万盎司。合并后的公司将命名为纽蒙特-黄金公司（Newmont Goldcorp），年生产能力至少为770万盎司，不过管理层表示，未来两年将把资产剥离的目标定为10亿至15亿美元，以“在每年600万至700万盎司的可持续稳定水平上优化黄金产量”。

纽蒙特-黄金公司的总储量将达到1.213亿盎司，为业内翘楚。其美洲矿业管辖区内矿产产量占总产量的75%，澳大利亚和加纳分别占15%和10%。纽蒙特首席执行官Gary Goldberg将留任以完成这笔交易，但将在2019年第四季度由纽蒙特首席运营官Tom Palmer接任。合并后的纽蒙特-黄金公司预计，每年将产生1亿美元的税前协同效益，同时矿山成本合理化将进一步提高效率。

纽蒙特宣告此消息前，巴里克黄金（Barrick Gold）于去年9月份宣布以60亿美元收购兰德黄金资源（Randgold Resources）。这类交易受到了股东积极主义人士的鼓励，其中包括最近成立的股东黄金协会（SGC），以此作为黄金公司降低成本和改善资本管理的一种方式。

- 纽蒙特矿业将以100亿美元收购黄金公司
- 近期的合并或将迫使中小矿商进行整合

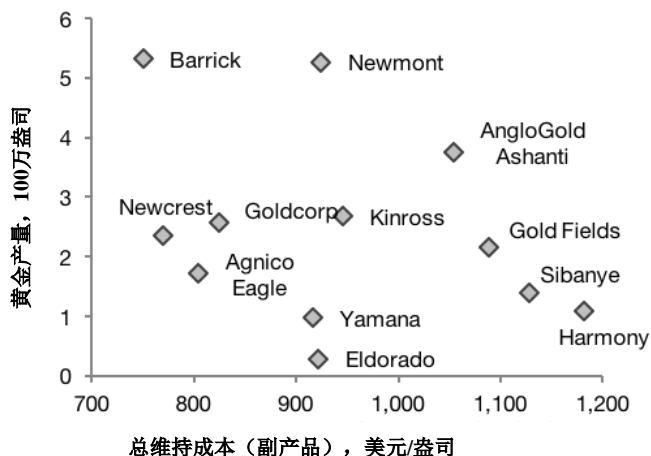
尽管股东黄金协会反对黄金公司首席执行官的薪酬（控制条款的变更预计将使之获得800万美元），但这笔交易可能会令多数股东满意。纽蒙特-黄金公司将在多伦多证券交易所和纽约证券交易所上市，代码为NEM，市值接近300亿美元，年度股息为0.56美元/股，是黄金行业中最高的。

预计中小矿商也将效仿

巴里克-兰德以及纽蒙特-黄金公司的合并或将加剧中小金矿商之间的并购活动。澳大利亚的纽克雷斯特矿业公司（Newcrest Mining）、加拿大的Kinross Gold、Agnico Eagle、Yamana Gold都有可能进行合并。南非的金矿也是一个潜在目标。然而，这些矿商成本基础相对较高，需要削减成本或提高金价，以确保并购活动取得成功。近期，“大型合并”所产生的剥离也将成为该行业整合的一个考虑因素。总体而言，可能会发生超过20亿美元的资产剥离，消耗了许多中小金矿企业可用的融资。尽管纽蒙特-黄金公司将剥离10亿至15亿美元的资产，但巴里克的剥离规模预计将更小，更具针对性。巴里克在加拿大规模较小的亨洛矿（Hemlo）和秘鲁北部拉古纳斯矿（Lagunas Norte）被列为可能出售的对象。

图8：2017年产量和总维持成本

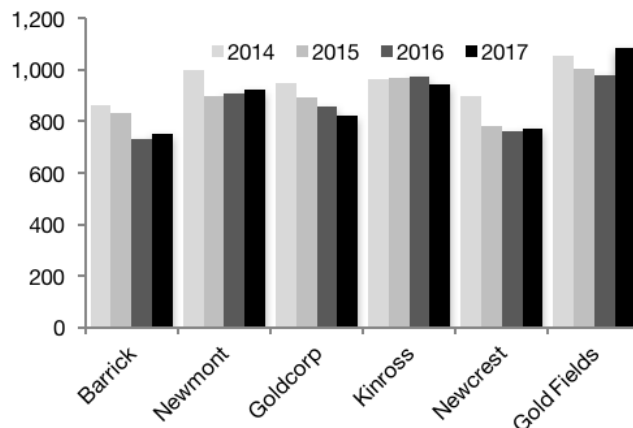
巴里克在2017年和2018年的表现出色



资料来源：公司报告、Redward Associates

图9：总维持成本（美元/盎司）

近年来，大多数矿商的成本都有所上升



资料来源：公司报告、Redward Associates

钯金易受经济低迷的影响。

钯金的基本面几乎完好无损...

在过去的一个月里，钯金价格继续上涨，一度达到1,400美元/盎司的峰值，但撰写本文时小幅回落至1,364美元/盎司。今年以来，钯金的价格上涨了7.9%，是主要金属中表现最好的。我们将钯的强劲表现主要归因于：1）自年初以来风险情绪的反弹，对中美贸易缓解的预期上升；2）钯金强劲的供需基本面：根据咨询公司Metals Focus的数据，目前钯的供应缺口约为110万盎司。

近年来，全球汽车工业对钯金的需求飙升，尤其是在中国，随着汽车尾气监管力度的加大，催化转化器的应用日益增多。柴油门丑闻引发的欧洲更严格的污染控制也提振了需求。

与此同时，供应紧张也加剧了这种失衡。俄罗斯和南非是全球最大的钯供应国，占全球产量的70%。在这两个国家，铜的产量都很容易受到供应中断的影响，人们对南非矿山劳工行动的担忧日益加剧。1月22日，Sibanye-Stillwater南非铂矿集团(PGM)发生罢工行动，预计将中断钯的开采，直到问题得到解决。钯金的地上库存一直在迅速下降，从2010年的近1800万盎司降至2018年底的约1300万盎司。

- 钯金基本面似乎表现强劲。
- 汽车需求下降预示着可能出现调整

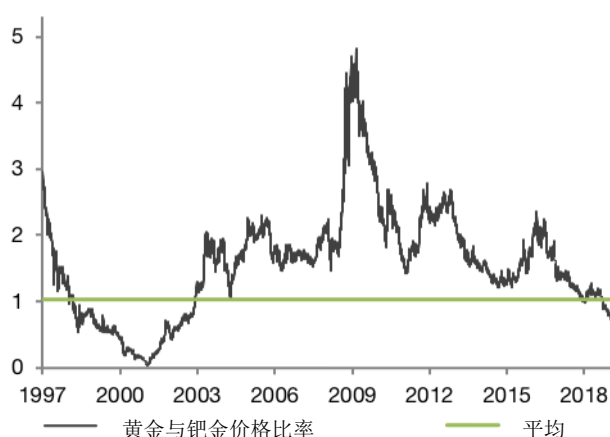
... 但该金属受到经济不确定性的影响。

尽管钯的供需基本面似乎很强劲，但金属与经济周期高度相关。中国国家统计局报告称，随着经济活动的增加，去年中国实际GDP增速为6.6%，环比增长1.5%（同比增长6.4%）。随着中国经济增长放缓、欧洲采购经理人指数（PMI）和经济活动放缓——近年来钯需求增长的主要来源，该金属似乎很容易受到需求放缓的影响。此外，汽车行业正显示出明显的疲软迹象。值得注意的是，乘用车销售在接近年底时放缓。2018年，中国乘用车销量20年来首次下滑（同比下降5.8%）。通用汽车公布的销量下滑，第三季度环比下降14.9%，第四季度环比下降2.7%；福特报告称12月份销售额同比下降8.8%；丰田12月份销量相对较好，同比下降0.9%。欧洲汽车销量连续第四个月下降，12月份新车登记数量同比下降了8.4%。虽然汽车销量的下降部分是由于“全球轻型车辆测试程序”（WLTP）下更严格的排放标准，但汽车销量下降的幅度之大似乎令人担忧。

投资需求也凸显了回调的可能性。芝加哥商品交易所12月18日（美国政府关闭前）公布的最新数据显示，钯金的投机性多头头寸上升至130万盎司，近几周可能进一步上涨，空头头寸有所减少。回想一下，从2018年1月到8月，钯价下跌了26.7%，触底于每盎司834美元，随后出现反弹。钯价因现有基本面强劲和风险偏好回升而走高，再加上终端需求明显放缓以及供需缺口缓解，我们认为看到投机性风险敞口有平仓的空间。

图10：黄金与钯金价格比率

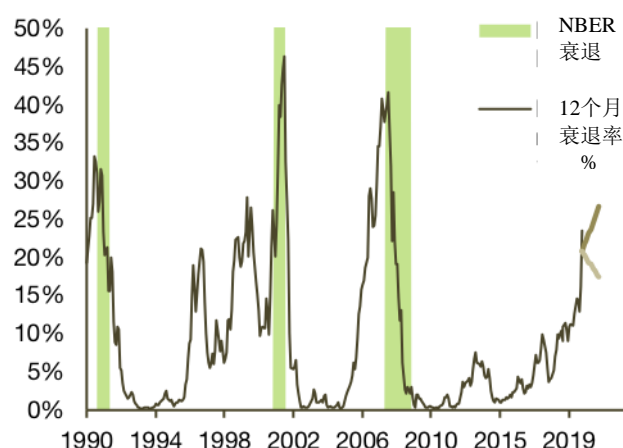
历史上，黄金的交易价格往往高于钯金



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

图11：NBER衰退的概率

美国12个月间陷入经济衰退的可能性正在增加



资料来源：Fred、Redward Associates

免责声明：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，且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。本报告中体现的观点并不是Redward Associates Ltd的观点，且不能被解读为OANDA Asia Pacific Pte Ltd或OANDA公司集团任何成员的观点。可能随时在无预先通知的情况下更改或撤销此处的信息。您要完全自己负责确定杠杆交易或特定交易是否适合您，并自己负责寻求独立专业建议。在做出任何投资决策前，您首先应考虑您自己的状况。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，请勿投入您不能够损失的资金。还请注意，过往业绩并不代表将来表现。

本报告是与Redward Associates Limited合作备制。



Peter Redward

www.redwardassociates.com

电话: +64 9 379 8831

电子邮箱: peter@redwardassociates.com

PO Box 5091, Wellesley Street, Auckland 1141, New Zealand



要获取更多信息，请随时联系我们。

OANDA亚太公司

50 Collyer Quay

#04-03 OUE Bayfront

Singapore 049321

电话: +65 6579 8289

OANDA澳大利亚私人有限公司

Suite 4303, Level 43

225 George Street

Sydney NSW 2000

电话: +61 2 8046 6258

电子邮箱: frontdesk@oanda.com

网址: oanda.com