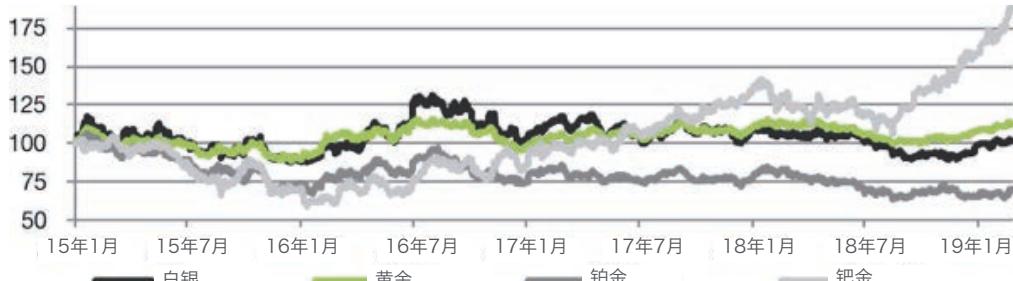


亮点

- 尽管市场情绪低落，黄金在2月份继续上涨，达到1346.80美元的峰值 (第1页)
- 黄金走势与我们的模型分析出现越来越多的偏离，推测原因可能与各国央行的购买有关 (第2页)
- 受央行购买量及ETF持有量反弹驱动，第4季度实际需求量走强 (第3页)
- 随着官方及零售购买需求的增长，中国市场有望为2019年金价提供有力支撑 (第4页)
- 中美贸易协定能否解决严重分歧尚存怀疑 (第5页)

图1：贵金属价格指数 (2015年1月1日=100)

贵金属本月走高，钯金属尤为明显，继续延续近期收益势头



资料来源：彭博资讯

黄金逆向扬升

金价二月份继续攀升，2月20日达到1346.8美元/盎司的峰值。随后仅出现小幅回落。至本文撰稿时，金价落点为1327美元/盎司。尽管出现VIX指数回落、投资者情绪平平及ETF持有量下降因素，金价2月份仍然出现了上涨。

尽管我们的模型显示黄金估价过高，其上涨态势仍在持续。我们的黄金模型预测当前的黄金“公允价值”为1250美元/盎司，意味着近期很有可能出现5.8%的跌幅。最初，我们认为，金价走势与模型预测的偏离源于投机性需求的强劲增长，现在看来，黄金的大量市场需求更有可能与央行购买有关。如果确实如此，我们认为，央行购买行为充满变数，属于少数边际购买者，一旦退出购买市场，金价将迅速跌落。

世界黄金委员会(WGC)近期发布的数据显示，在央行大量购买需求及第四季度ETF持有量大增(同比增长16.2%)的助力下，黄金需求总量达到4 345.1吨(同比增

长4.0%)。与此同时，年度黄金供应增至4 490.2吨(同比增长1%)，矿产量增至3 346.9吨(同比增长1%)，黄金回收增至1 172.6吨(同比增长1.0%)。

尽管整个景象展示了黄金基本面的改善，但我们认为，美元的走势和投机仓位的变化才是黄金近期价格走势的决定性因素。如果美元在避险情绪和波动性反弹中走软，那么我们更倾向于认为黄金价格近期走势合情合理。鉴于黄金市场情绪的下降，我们坚持认为金价仍有调整的空间。

图2：价格快照 (2019年2月26日)

价格 (美元/盎司)	19年 2月	月环 比%	同比%
金	1,327	1.8%	-0.4%
银	15.89	0.9%	-4.5%
铂金	856	5.5%	-14.5%
钯金	1,552	16.7%	46.2%

资料来源：彭博资讯

图3：定价和指标 (2019年2月26日)

相关指标	2月19日	月环比%	同比%	用关键货币表示的价格 (盎司)	19年2月	月环比%	同比%
标普500指数	2,796	5.8%	0.5%	黄金/印度卢比	92,218	1.7%	9.1%
美元指数 (5国代理)	124.25	0.1%	5.5%	黄金/人民币	8,879	1.0%	5.5%
西德州轻质原油 (美元/桶)	55.49	6.7%	-13.2%	黄金/澳元	1,853	1.9%	9.1%
铜 (美元/公吨)	6,525	9.1%	-7.8%	黄金/加元	1,751	1.3%	3.6%
彭博大宗商品指数	81.30	1.8%	-8.7%	黄金/南非兰特	18,363	2.9%	19.0%

资料来源：彭博资讯

黄金价格看似愈发失调。

市场情绪减缓…

截至撰稿，黄金售价为1 327美元/盎司 (+0.1%w/w)，仅略低于今年的高点。金价仍在稳步上升，远高于200日均线（1252美元/盎司），动量指标继续显示轻度超买状态。彭博社（Bloomberg）每周市场调查显示，黄金看涨预期下降20%。看涨情绪跌至40%，看跌情绪升至20%。尽管投资情绪放缓，本周金价仍出现了反弹。

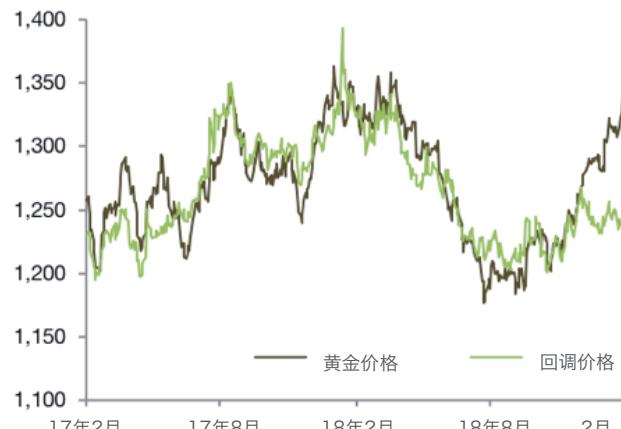
看涨预期的下降同时与投机性购买下降的趋势出现一致，已知ETF持有量连续第三周下降0.2吨，至2257吨。与此同时，期权市场继续保持大好态势，为黄金市场提供了积极支撑。其ATMF一个月隐含波动率仅为8.45%，接近千禧年以来的低点（7.9%），风险逆转也向黄金看涨期权一端稍有倾斜（1.4%）。

…据我们的模型预测，黄金将出现回落

虽然模型显示黄金估价过高，但黄金势头仍在持续。我们的模型显示黄金“公允价值”为1250/盎司，说明估价过高”率约达5.8%。回顾一下我们模型的四个驱动因素：i) 五国美元指数，ii) 美国10年期国债收益率，3) 彭博基础金属指数，以及 iv) 标普500 VIX指数。而模型值与“公允价值”一直在发生偏离。年初以来，随着资产市场波动性的减弱，偏离情况更加明显，美元汇率保持稳定，债券收益率

- 最近几周，黄金市场情绪已有减弱
- 我们的模型显示黄金比估值高出5.8%

图4：黄金价格（美元/盎司）
黄金价格比模型“公允价值”高出5.8%



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

和贱金属价格企稳。

假定资产市场波动率小幅下降至13%，我们的模型表明，五国美元指数需下降10%，基础金属价格需上升5%，美国10年期国债收益率需下降40个基点，至2.38%，与此同时，在达到我们模型的“公允价值”之前，它要与金价的上涨保持一致。虽然有发生的几率，但在我们看来，不太可能。我们认为，黄金仍然处于“超买”和“估价过高”状态，很容易出现回落。

黄金反弹可能与央行购买有关

我们最初认为黄金走势与模型预测不一致源于投机性需求的大增，但多个指标显示，投机性购买行为最近一直在减少。因此我们更多地认为黄金需求的增加与央行的购买行为有关。世界黄金协会近期发布的报告显示，2018年中央银行黄金持有量增至651.5吨（同比增长74%）。

其中所提到的各国央行黄金购买量增加的原因包括：美元计价资产的投资转向、投资组合多元化及防范全球资产动荡等。官方黄金购买量创下自美国总统尼克松1971年关闭黄金窗口以来的历史最高。自2016年10月起停止购买黄金的中国重回黄金市场，12月和1月分别购买黄金10吨和11.8吨。

我们认为央行的购买行为充满变数，属于少数边际购买者，一旦退出市场，金价将退回我们的模型估值。

图5：黄金价格（美元/盎司）
情景分析强调了黄金的下行风险

USD index	US 10-year bond, %						黄金价格 修正价格
	2.55	2.60	2.65	2.70	2.75	3.20	
121.8	1,276	1,272	1,268	1,265	1,261	1,231	
123.0	1,267	1,263	1,259	1,255	1,252	1,222	
124.3	1,257	1,254	1,250	1,246	1,242	1,213	
125.5	1,248	1,244	1,240	1,237	1,233	1,204	
126.8	1,239	1,235	1,231	1,228	1,224	1,195	
128.0	1,230	1,226	1,222	1,219	1,215	1,186	

资料来源：彭博资讯、Redward Associates

第四季度实际需求增强

2018黄金需求量增长4.0%

根据世界黄金协会（WGC）发布的第四季度全球需求和供应统计数据，2018年最后一个季度的市场需求量为1281.5吨。这一需求具体来自：首饰（636.2吨）、科技（84.1吨）、散户投资（393.3吨）、交易所买卖基金（ETF）（112.4吨）和央行购买（167.9吨）。其意味着2018年全球市场需求总量达4 345.1吨，较2017年增长4.5%。

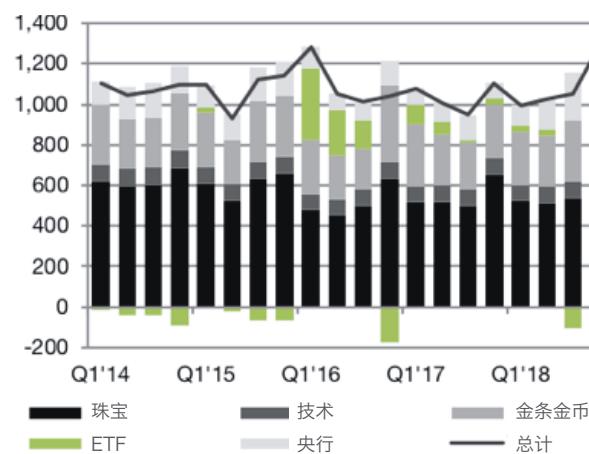
第四季度实际需求比去年同期增长16.2%，但其背后的驱动因素来自多个方面。ETF在12月份的流入量大幅回弹，增加79.9吨，而2017年第四季度的总流入量才只有32.5吨。与此同时，2018年最后一个月的“避险”投资情绪回升，安全资产投资也在此期间出现反弹。从当前趋势来看，2019年第一季度的ETF需求为黄金市场提供了支撑——一月份净ETF流入量为67.3吨，二月份前三周的流出量为18.4吨。然而，避险情绪的反弹亦显示，投机性黄金敞口仍有大幅转变的空间

- ETF流量第四季度回弹，与风险规避和“追求安全的投资”的趋势相一致
- 俄罗斯继续其黄金储备累积步伐，截至2018年1月，黄金持有量达2 113吨。

央行黄金需求量创新高

央行第四季度购金量较2017年同期大幅增加，增量为93.5吨，至167.9吨（同比增长125.7%）。2018年全年，

图6：全球实物黄金需求 (吨)
第四季度的央行购买量和ETF需求呈现强劲增长



资料来源：世界黄金协会、Metals Focus

各国央行净购买总量为651.5吨（同比增长74%）。世界黄金协会表示，这一购买量创下了自布雷顿森林货币体系瓦解及尼克松停止黄金与美元兑换以来的历史最高。2018年，各国央行购买量主要来自：俄罗斯（274.3吨）、土耳其（51.5吨）、哈萨克斯坦（50.6吨）、印度（40.5吨）匈牙利（31.5吨）和波兰（25.7吨）。世界黄金协会报告中指出，俄罗斯正在继续其“去美元化”外汇储备行动——抛售美国国债，转而购买黄金。其央行黄金储备量已达2113吨。沉寂多年的中国央行重入黄金市场，去年12月和几年1月共买入黄金21.8吨。另外方面，委内瑞拉黄金储备状况仍不明朗，在马杜罗政府向胡安·瓜伊多（Juan Guaido）领导的中间派社会民主党转移权力的过程中可能出现政府清算。

图7：黄金ETF流量 (吨)

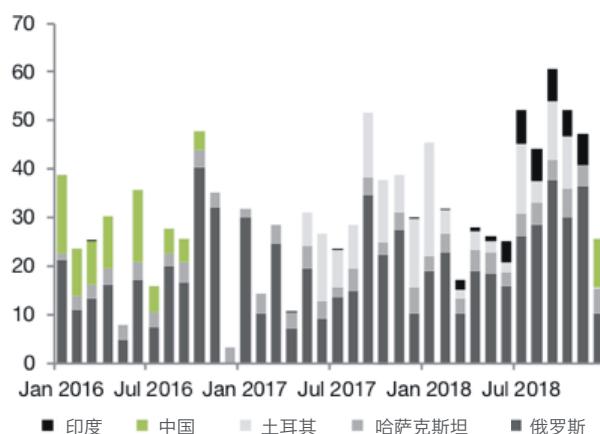
ETF流量12月大幅走高



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

图8：央行购买量 (吨)

中国重拾黄金储备



资料来源：世界黄金协会

2019年中国行情看好

中国黄金零售消费2018年呈现增长态势

据中国黄金协会统计，2018年中国黄金零售需求达到1151吨（同比增长5.7个百分点）。虽然黄金需求上涨期间，中国官方公布GDP同比增速从2017年的6.8%放缓到了今年的6.6%。世界黄金协会（WGC）的最新需求统计数据显示，2018年中国首饰需求增长至672.5吨，比2017年增长3.3%。而在2018年的最后一个季度，黄金需求出现下滑，降至174.8吨（同比下降2.6%）。世界黄金协会认为这一跌幅与10月份金价的飙升及“黄金周”假期过后的需求疲软有关。尽管出现消费者信心减弱和国内股市低迷情况，但这些已具体被针对刺激消费的减税政策抵销。2018年中国金条和金币需求总体平稳，全年需求稳定在304.2吨（同比下降0.7%），下半年态势强劲，第三季度尤为突出。第四季度，金条和金币的需求略有上升，总需求为70.9吨，相比2017年第四季度的总需求68.6吨同比增长3.4%。2019年1月，上海黄金交易所（SGE）黄金总提取量为218.5吨，略低于2018年的223.6吨，但远高于2017年1月的184.4吨。

中国“经济刺激计划”展望

中国央行公布的数据显示，中国1月社会融资规模增至4.64万亿元，主要驱动因素为3.23万亿的新增人民币贷款、影子银行的再度走强及特殊债券的发行。去年12月，中国的存款准备金率仅为2.8%的同比增幅，银行信贷的扩张几乎完全归因于银行存款准备金率下调了100个基点。银行贷款的快速扩张应该至少能为资产价格和固定资产投资提供临时支持，但信贷扩张仍然是中国经济增长提速和放缓性质的一个症状，

- 中国的黄金零售需求前景看好
- 全球供应量2019年小幅上升，中国矿产量仍然受限

这与持续的“微调”、政策缓冲的消耗和不断增加的金融脆弱性的增加相一致。

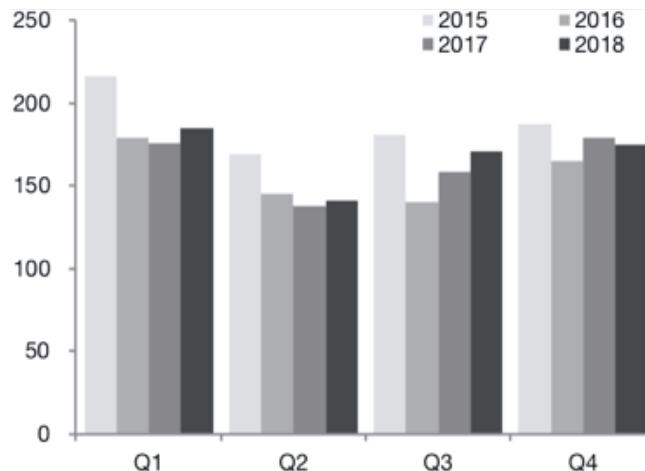
尽管我们预计信贷增长将对消费者信心产生积极的溢出效应，提振中国短期黄金需求，但长期影响仍不明朗。在2月20日发布的一份声明中，李克强总理表现出对大规模经济刺激的不赞成，其谈到：“我再次重申，中国稳健货币政策没有改变，也不会改变。我们坚决不搞‘大水漫灌’式的强刺激”，并表示“解决中国长期发展问题的根本出路是结构性改革和追求‘高质量’发展”。

全球供应量上升，中国矿产量下降

根据世界黄金协会发布的报告，2018年中国金矿产量下降9.0%，原因来自有关尾矿中的氰化物限制条例的实施。虽然中国黄金产量放缓，全球矿产量在2018年略有增长，达到3 346.9吨（同比增长1.00%）。全球套期保值下降29吨，回收总量1 172.6吨，2018年总供应量达到4 490.2吨（同比增长1%）。2018年第四季度，全球产量下滑至854.1吨（同比下降1.00%）。尽管中国仍是全球黄金产量的最大贡献国，俄罗斯的黄金产量也在持续增长，达到314.4吨（同比增长10%）。随着中国黄金产量的持续下降，以及零售和官方部门黄金需求的不断上升，2019年中国市场有望为金价提供适度支撑。

图9：中国市场的首饰需求(吨)

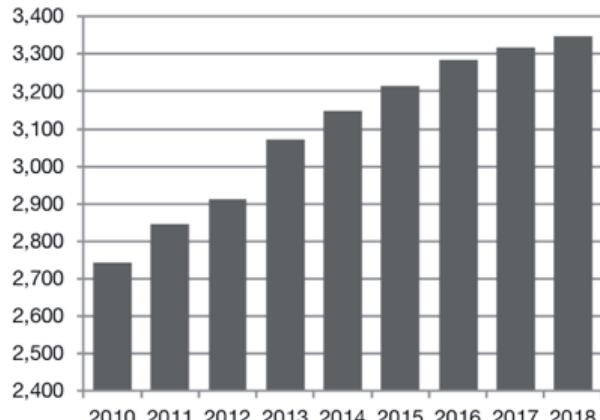
2018年中国首饰需求量增长，第四季度出现下滑



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

图10：全球矿产量(吨)

2018年全球矿产量提升1%，中国下降9.0%



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

地缘政治风险成主导因素

中美贸易协定呈现积极态势

为避免因总统特朗普修建边境墙提供资金而引发美国政府的再度停工，政府现将焦点转移到中美贸易协定的谈判上。2月25日（周日），美国总统特朗普同原定于3月1日对2000亿美元中国商品加征进口关税的计划。

在达成延长期限的决定上，特朗普表示已取得了“实质性进展”，早期他曾发表言论说“中美双方都想真正达成协议，我们想达成的是一项有意义的协议，而不仅仅是为了达成而达成。”后来，似乎对谈判局势已有掌握，其谈到“我认为最重大的决定，甚至一些较小的决定都会由习主席和我来决定。”中国方面，国务院副总理刘鹤谈到，中美之间达成协定“非常有可能”。美国财政部长史蒂文·姆钦（Steven Mnuchin）表示，两国已就一项关于汇率问题的条款达成一致，但其并未详细表明如何执行此类协议。

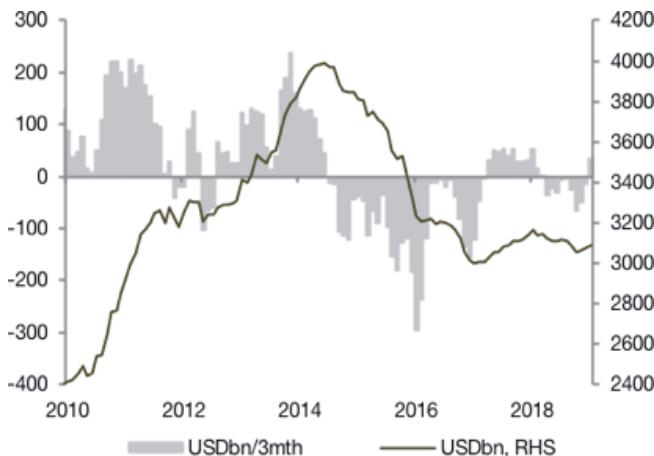
…“主要障碍”仍然存在。

美国首席贸易谈判代表罗伯特·莱特希泽（Robert Lighthizer）表示，双方在与中国经济有关的结构性问题上取得了进展，但也表示“主要障碍”仍然存在。另一方面，中国官方媒体新华社发表的一篇评论文章也再次重申谈判已取得“实质性进展”，但也指出，谈判可能会面临“新的不确定因素”，并承认，中美贸易摩擦的“长期性、复杂性和艰巨性。

- 中美双方代表对双方达成共识持积极乐观态度
- 但协议是否解决重大分歧尚存疑虑

图11：中国外汇储备

中国的外汇储备企稳



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

…“中美贸易谈判总体情况很不明朗

谈判到底能够取得多大进展令人担忧。美国方面现在对中国抱有很深的不信任。基于中国加入WTO以及中美战略与经济对话（SED）17年的合作承诺，美国正在考虑，在中国达到一系列包括市场准入、知识产权、关税和非关税壁垒目标的前提下，做出任一延迟加征关税的决定。而另一方面，中国政府是否能够做出任一削弱其政府力量的决定，尚存疑虑。我们认为，向美国科技、媒体和娱乐公司开放中国国内市场，将会对中国政府施加管控产生重大的威胁。同样，中国政府将国有企业视为左膀右臂，因此我们认为，中国政府一定不会对中国的龙头企业坐视不管，无论是在金融方面（如给予补贴）或工业方面（关税、非关税壁垒、工业间谍活动）都会给予相关支持。

此外，中国在东亚、东南亚和南太平洋地区日益强劲的外交政策可能引发中国与美国的冲突。美国现在非常清楚，中国在远东和其它地区的影响力正在取代其地位。与上世纪70年代和80年代的美日或美德贸易争端不同，中国不是美国的附庸国，而是一个战略对手，有着全然不同的经济、政治和社会体制。尽管特朗普总统是一位贸易型总统，我们也确信他希望与中国达成积极结果，但我们认为，双方在理解彼此的制约因素和妥协意愿方面仍存在很大分歧。

图12：美国GDP及标普500指数（%同比）

美国GDP在第一季度可能下滑，第二季度将出现反弹



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

免责声明：本研究由Redward Associates Ltd进行，仅用于提供一般信息。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
新西兰, 奥克兰 1141, 韦尔斯利街, 邮政信箱 5091



要获取更多信息，请随时联系我们。

OANDA 亚太公司
哥烈码头50号
04-03 华联海湾大厦
新加坡 049321
电话: +65 6579 8289
电子邮箱: frontdesk@oanda.com
网址: oanda.com

OANDA 澳大利亚私人有限公司
4303套房, 等级43
乔治街225号
澳大利亚 2000
电话: +61 2 8046 6258