



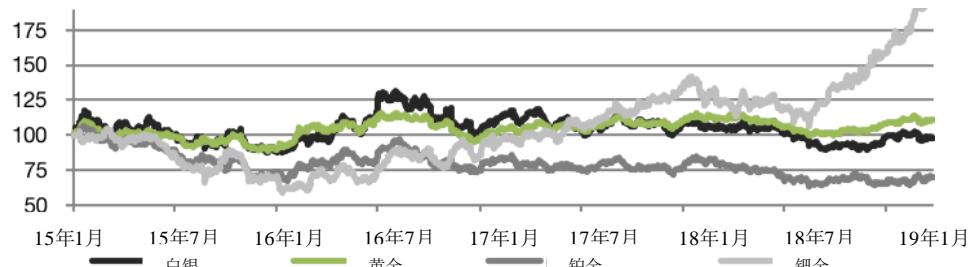
2019年4月1日

亮点

- 黄金虽仍估值过高，但宏观基本面的驱动因素显示黄金前景将有所改善 (P1)
- 美联储3月份FOMC声明偏鸽派，美国经济仍然相对健康 (P2)
- 美国国债收益率及VIX指数凸显黄金潜力 (P2)
- 2019年实物黄金需求目前喜忧参半，澳大利亚和俄罗斯扩增黄金产量 (P3)
- Barrick Gold收购提议遭拒，与Newmont共建合资企业 (P4)

图1: 贵金属价格指数 (2015年1月1日=100)

贵金属本月走高，钯金属表现突出，继续延续近期涨势



资料来源: 彭博资讯

黄金前景得到改善

过去一周，金价呈现小幅走强，升至1313.68美元/盎司 (0.90% w/w)。我们曾提到，自2018年末以来，金价上涨大部分受投机性交易推动，远远高出我们黄金模型预测的公允价值。虽然相对于我们1273美元/盎司的公允价值估值 (3.2%)，黄金仍明显高估，但其公允价值估值已上升了2.1% w/w，高估幅度有所收窄。此外，我们黄金模型的情景分析凸显出，就当前趋势来看，黄金估值过高情况有可能会被完全消除 (见P2)。

随着黄金基本面驱动因素表现稳健，投机性交易可能会继续保持强劲势头。彭博社 (Bloomberg) 上周对黄金市场参与者的调查显示，市场人气强劲，净73.3%的受访者预计黄金将会升值。这一情绪也反映在了已知EFT持仓量上。EFT持仓量自上周的10.4 MT上升到了2242 MT。技术层面看，黄金看起来受到了良好支撑，交易价远高于200日 MA (1247.5美元/盎司)，趋势和动能指标显示金价将进一步上涨。

(与我们的模型相比，黄金仍处于高估状态)。由于黄金隐含波动率较低 (一个月ATMF仅为8.7%)，黄金期权市场总体上继续受到良好支撑，并略向看涨期权倾斜，1个月25-delta风险逆转指标向看涨期权倾斜了1.3%。

我们预计，黄金将继续超出我们预期的“公允价值”，而以溢价交易，在股市和/或美元再度走软情况下将尤为突出。不过，由于金属交易价格远高于我们对“公允价值”的估值，我们对此时看涨黄金仍持谨慎态度。

图2: 价格快照 (2019年3月25日)

价格 (美元/盎司)	3月19日	月环比%	同比%
黄金	1,313	-1.0%	-3.1%
白银	15.41	-3.0%	-7.8%
铂金	844	-0.8%	-11.1%
钯金	1,546	0.9%	58.8%

资料来源: 彭博资讯

图3: 定价和指标 (2019年3月25日)

相关指标	3月19日	月环比%	同比%	用关键货币表示的价格 (盎司)	3月19日	月环比%	同比%
标普500指数	2,801	0.2%	5.3%	黄金/印度卢比	90,574	-3.8%	3.0%
美元指数 (5国代理)	125.03	0.6%	6.8%	黄金/人民币	8,824	-0.5%	3.8%
西德州轻质原油 (美元/桶)	58.48	5.4%	-10.8%	黄金/澳元	1,858	0.5%	5.9%
铜 (美元/公吨)	6,315	-3.2%	-3.7%	黄金/加元	1,765	1.0%	1.1%
彭博大宗商品索引	81.75	0.6%	-6.3%	黄金/南非兰特	19,074	3.9%	20.6%

资料来源: 彭博资讯

美国市场分析

美联储FOMC声明偏鸽派

3月20日，美联储发布了3月份FOMC声明。期间，美联储将2019年GDP增长预期及核心PCE通胀预期分别下调至2.1%和2.0%，失业率预期上调至

3.7%。与此同时，美联储还选择从2019年点阵图中移除所有加息。我们有很多理由担心美国经济和美元的中长期前景。非金融企业债务、汽车贷款和学生贷款的上升，以及联邦政府预算赤字的规模和债务的累积，都对其发展前景构成了风险。美国经常账户赤字虽仍处于温和水平，但随着国际净负债数目的客观而会呈现上升趋势，由此对美元构成了风险。

但在短期内，我们认为前景反而会越来越好。标普500指数（S&P500）较圣诞前夜低点上涨20.7%，波动率指数（VIX）现已下降约13%，波动率指数的期限结构已恢复正常，并低于过去5年的平均水平。根据芝加哥商业交易所（CME）美联储观察工具（FedWatch）估计，FOMC声明后，美联储在年底前将基金利率维持在2.25-2.5%的暗含可能性下降了约10个百分点，至64.3%。美国10年期债券收益率下降13个基点，至2.61%，我们的5国美元指数下跌1.5%。

美国经济相对健康

虽然如此，我们认为，在家庭收入不断增长、低失业率（JOLT职位空缺仍大于失业人数）、资产价格逐渐上涨、利率处于较低水平且相对稳定的支撑下，美国消费状况良好。企业投资可能受到第四季度所经历的“信贷恐慌”的干扰，但我们认为，强劲需求和低利率

- 美联储3月份FOMC声明偏鸽派
- 当前趋势显示黄金看涨

将继续为其提供支撑。财政状况已趋缓，与2.0-2.5%的GDP增速保持一致，并符合进一步逐步下降至3.5-3.7%的失业率，符合同比3.5-4.0%的平均时薪增速，以及逐渐上升至同比上涨2.0-2.5%区间核心通胀率。虽然货币政策转向“平均通胀”，可能会在短期内降低美联储出台收紧政策的必要性，我们仍预计今年将加息25个基点。此外，由于美国前端利率态势良好，我们对美元的预期更为乐观。

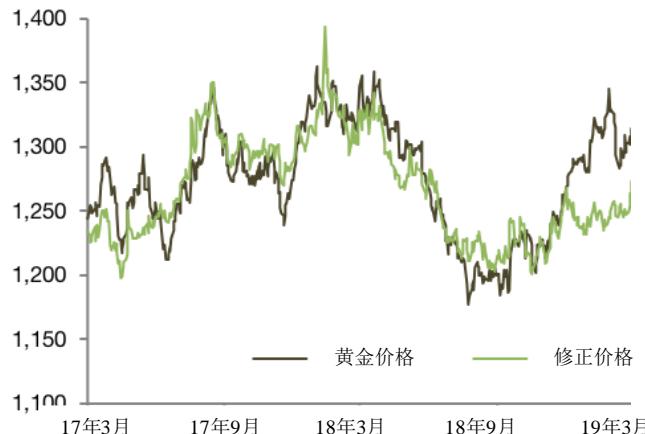
黄金势头增强

我们的模型显示，黄金的“公允价值”为每盎司1273美元，意味着黄金的“高估”幅度约为3.2%。回顾一下，我们的模型是由四个因素驱动：i) 5国美元指数，ii) 美国10年期国债收益率，iii) 彭博基础金属指数，以及 iv) VIX指数。将模型具体分解为各组成部分后，我们发现，黄金模型所估测的上升值完全来自美国10年期国债收益率的降低和VIX指数的上升（5国美元指数及彭博基础金属指数在过去几周基本上没有变化）。

假设美元和基本金属价格保持不变，情景分析表明，目前的趋势有可能消除黄金的“估值过高”情况。如果美国10年期债券收益率跌至2.24%（其它条件相当），公允价值将升至1291美元/盎司，如果与此同时VIX指数升至25%（完全有可能），公允价值将升至1317美元/盎司。

图4：黄金价格（美元/盎司）

黄金交易价格比我们的模型ⁱⁱ“公允价值”高出3.2%



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

图5：黄金价格（美元/盎司）

情景分析强调了黄金的上行风险

10-year bond, %	VIX Index, %					
	10.0	15.0	16.5	20.0	25.0	30.0
2.14	1,269	1,294	1,300	1,312	1,326	1,338
2.24	1,260	1,285	1,291	1,303	1,317	1,328
2.34	1,251	1,276	1,282	1,294	1,308	1,319
2.44	1,243	1,268	1,273	1,285	1,299	1,310
2.54	1,235	1,259	1,265	1,277	1,291	1,302
2.64	1,228	1,252	1,257	1,269	1,283	1,294

资料来源：彭博资讯、Redward Associates

2019年初黄金需求喜忧参半

印度和中国黄金需求释放低迷信号

瑞士联邦海关总署 (Swiss Federal Customs Administration) 数据显示，瑞士一月和二月面向中国内地和香港的黄金出口量分别为20.8吨和11.4吨。与此同时，瑞士一月份出口印度黄金总量为6.7吨，二月份为15.8吨。最新数据显示，自去年十二月份以来，瑞士对两国的黄金出口出现持续低迷。

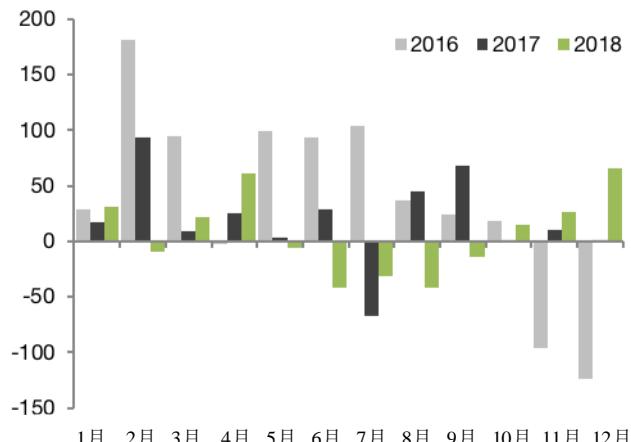
与瑞士对中国黄金出口走弱相一致的，还有同期上海黄金交易所 (SGE) 提取量的萎缩。相比2018年的342.0吨和2017年的332.7吨，今年前两个月的黄金总提取量为318.3吨。二月份尤为疲软，总提取量为99.8吨 (同比下降15.8%)，虽然其可能受到了2月5日中国春节的影响。

- 瑞士黄金出口和上海黄金交易所 (SGE) 都释放出印度和中国黄金需求疲软的信号
- 中国央行继续增加官方黄金储备量

中国央行对黄金的需求量在一定程度上冲抵了零售市场需求的明显下降。中国人民银行继去年12月份和今年1月份分别购买了10吨和11.8吨黄金后，2月份再次购入黄金10吨。自2018年末重启黄金收购以来，中国央行共买入31.8吨黄金，官方黄金储备总量已达1862吨。但这并不能说明非官方渠道的黄金购买量，而我们认为这个量非常巨大。中国的零售及官方黄金需求总量方面，我们仍然持乐观态度，认为2019年将会增强。

图7：黄金ETF流量 (吨)

ETF去年12月激增之后，今年2月外流加速



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

ETF外流加速

今年2月，黄金ETF的持仓量减少了33吨，相当于13亿美元的资金流出。其中一个推动因素是北美地区的黄金外流，总外流量达29吨，占全球外流量的90%。为其提供支撑的是那些利用早期黄金ETF利润的趋势性基金。除亚洲2月份基金下降3吨以外，其他地区流动情况保持不变。而这一流出紧跟着的是连续4个月的流入。全球黄金ETF的资金流入同比保持正值，持仓量接近2013年初的高点。

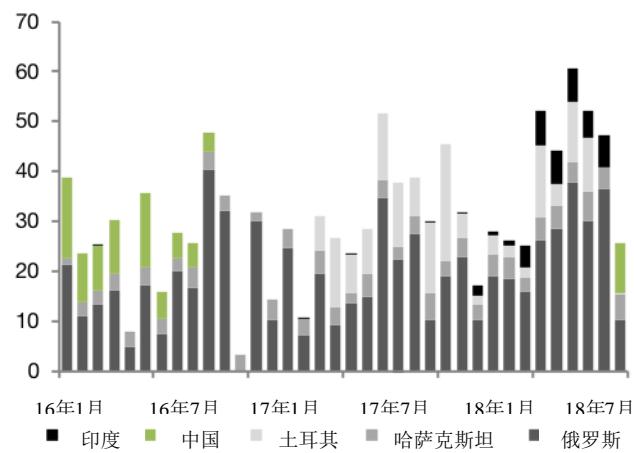
澳大利亚提高黄金产出

尽管全球最大的黄金生产国--中国的黄金产量依然低迷，但近年来澳大利亚和俄罗斯的黄金产量都在提升。澳大利亚咨询公司Surbiton Associates的数据表明，澳大利亚2018年的黄金产量提高到了317吨，略高于俄罗斯。根据俄罗斯财政部的报告，2018年黄金总产出为314吨。

澳大利亚黄金产量自2008年的220吨以来，增加44%。通过现有金矿和新矿的开发，其产量有望继续增长。Gold Fields新开发的Gruyere金矿预计满负荷生产，年产量可达10吨。纽克雷斯特 (Newcrest) 位于南威尔士的卡地亚矿场 (Cadia mine) 2018年第四季度以年产近30吨的速度完成生产。由于技术问题，年初的生产速度有所放缓。与此同时，Kirkland Lake位于维多利亚中部的福斯特维尔 (Fosterville) 金矿发现新矿脉，其黄金产出有望从2018年的10.9吨提升至2019年的约18.7吨。

图8：央行购买量 (吨)

自2018年11月以来，中国黄金总购买量为31.8吨



资料来源：世界黄金协会

两大矿企的碰撞

Barrick向Newmont发出收购要约

席卷金矿行业的并购热潮继续升温。本月初，全球市值最高的第一黄金矿企Barrick Gold欲溢价收购其竞争对手——行业第二大黄金矿企Newmont Mining。股东们对这一消息反应不一。一部分股东认为，Barrick刚刚以60亿美元收购了Rangold Resources，收购Newmont Mining的举动过于激进。

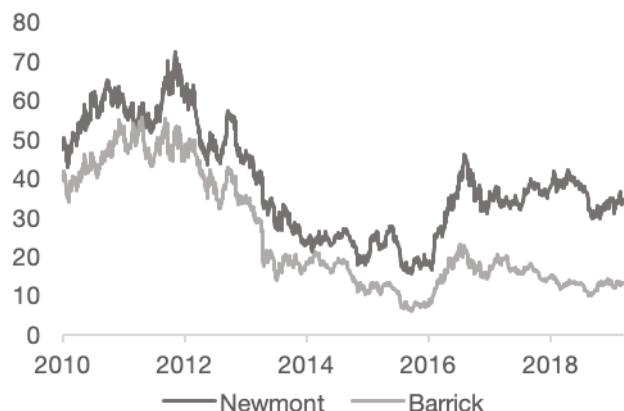
而如果交易达成，合并后的实体将实现年产1000万盎司的生产能力 and 156亿美元的收入，并达到400亿美元的市值，超过其第二大竞争对手。据Barrick CEO Mark Bristow 估计，这一合并将带来每年7.5亿美元的税前协同效应，这也是公司实施并购行动的主要战略推动力。大部分的协同效应将会在两家公司内华达州的联合业务中实现。

今年年初，Newmont签署了一项协议，欲以100亿美元收购竞争对手Goldcorp。然而，Barrick的收购要约条件是要求取消该协议。Barrick 首席执行官 Bristow 评价称：“在 Newmont 首席执行官离职后，Newmont 以 17% 的溢价收购 Goldcorp 的二线资产，且没有产生协同效应，这非常糟糕，也非常奇怪。”

Barrick收购要约遭反对

Newmont 董事会几乎没有花时间评估 Barrick 的收购要约就一致否决了收购提议，公开宣称 Barrick 此举非常“自负”。其理由

图9：Newmont 和Barrick两家公司的股价（美元）
共建合资企业的消息提振了两家公司的股价



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

- 3月初，Barrick宣称欲以180亿美元敌意收购Newmont。
- 两大矿企最终协商成立合资企业

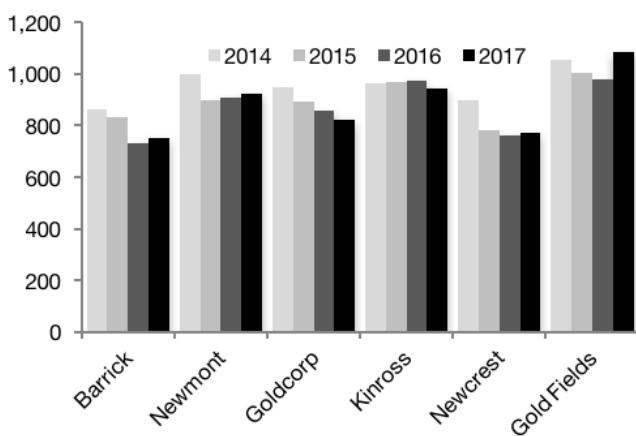
层声称，Barrick预计的7.5亿美元税前年度协同效应“不切实际”，缺乏事实依据。Newmont管理层认为，通过收购Goldcorp可以实现更大的价值。其次，Newmont对Barrick管理层的能力表示怀疑，并强调“自2014年进行合并谈判以来，Newmont几乎在各项指标上都明显优于Barrick”。

两大矿企协商成立合资企业

虽拒绝Barrick的收购要约，Newmont提出以成立合资企业的方式经营两家公司在内华达州的业务。迫于股东压力，Barrick首席执行官接受了该提议，并撤回与收购有关的行动。两大公司的收购战由此画上了句号，也标志着两大公司在内华达州开展业务合作的20年努力的完结。

预计该合资企业将成为全球最大的黄金生产商，年产量将达到410万盎司。Barrick将在合资企业中持股61.5%，剩余股份由Newmont所持。两家公司表示，合资企业将在头5年实现5亿美元的税前协同效应，未来20年实现50亿美元的税前现值。

图9：总维持成本（美元/盎司）
矿企继续通过收购寻求成本协同效应



资料来源：公司报告、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，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。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