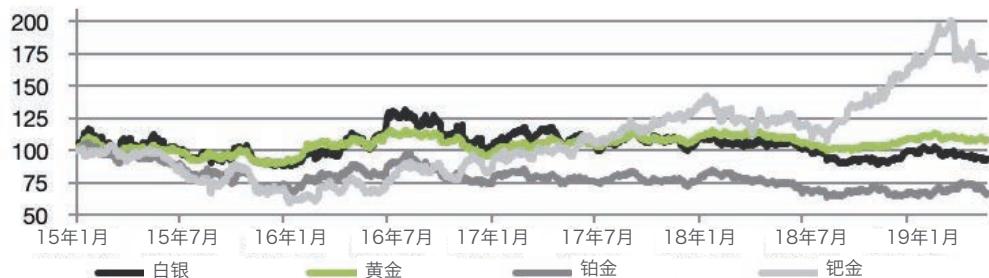


亮点

- 由于全球经济增长的不确定性以及大宗商品和资产市场的疲软抵消了美元的上涨，5月份黄金步履艰难（第1页）
- 黄金仍然被“高估”，技术指标依然疲弱，但新的经济增长担忧可能导致金价快速上涨（第2页）
- 我们研究了俄罗斯实行金本位制的理由，发现尽管这不是正统的做法，但它或是促进货币稳定的一个可行选择（第3页）
- 受央行需求（尤其是来自俄罗斯和中国的需求）的推动，全球黄金需求在第一季度出现复苏，同比增长7%（第4页）
- 第一季度全球黄金供应量同比下降0.3%，中国黄金产量同比下降2.0%（第5页）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）

金价在过去一个月几乎没有变化，而钯金和铂金价格走低



资料来源：彭博资讯

黄金努力寻找方向

在跌至每月1266.35美元/盎司的月内低位后，金价反弹至1,303.41美元/盎司，并在5月底再次下跌至1285美元/盎司关口（环比增长0.7%）。

当月，金价出现多重回调。美元贬值和全球经济增长预期恶化导致贱金属价格暴跌。对中美贸易关系的担忧、美国经济活动和通胀指标的走软，以及股市和能源市场的再度疲软，导致美国10年期国债收益率下跌，而不确定性上升导致S&P500 VIX指数小幅上扬。这些力量往往此消彼长，因此我们的黄金“公允价值”估计保持稳定在1250美元/盎司，这意味着金属价格被高估了3%左右。尽管技术指标和投资者对黄金的信心仍然疲弱，而我们的基准是黄金将冲击1250美元/盎司左右的支撑位，但我们不排除避险情绪反弹导致金价快速走高的可能性。

5月初，世界黄金协会（WGC）发布了第一季度的需求趋势报告。虽然第一季

度全球需求同比增长7.0%，但实物需求尚未恢复到前几年的水平。与此同时，供应量较去年同期略有下降（同比下降0.3%），生产商对冲的减少抵消了矿业产出的增长（同比增长1.1%）。中国第一季度的黄金产量同比下降2.0%，较前几个季度有明显改善。中国是全球最大的黄金生产国，供给侧的任何反弹都可能对全球矿山生产产生重大影响。

其他贵金属方面，铂和钯的价格均环比下降，分别下跌8.9%和5.8%。对这两种金属的需求主要来自汽车排放控制催化剂，这引发了对汽车行业健康状况的质疑。

图2：价格快照（2019年5月27日）

价格 (美元/盎司)	19年 5月	月环 比%	同比%
黄金	1,285	0.7%	-1.5%
白银	14.57	-2.6%	-12.5%
铂金	806	-8.9%	-11.6%
钯金	1,336	-5.8%	37.2%

资料来源：彭博资讯

图3：定价和指标（2019年5月27日）

相关指标	19年5月	月环比%	同比%	用关键货币表示的价格 (盎司)	19年5月	月环比%	同比%
标普500指数	2,826	-3.5%	3.6%	黄金/印度卢比	89,338	0.2%	0.2%
美元指数（5国代理）	126.07	0.3%	4.0%	黄金/人民币	8,865	3.4%	6.5%
西德州轻质原油（美元/桶）	58.63	-11.0%	-17.1%	黄金/澳元	1,855	2.0%	7.7%
铜（美元/公吨）	5,932	-8.0%	-13.5%	黄金/加元	1,727	0.3%	2.7%
彭博大宗商品索引	78.71	-3.4%	-14.0%	黄金/南非兰特	18,518	0.4%	14.4%

资料来源：彭博资讯

一个具有不确定性的近期展望。

过去一个月，尽管围绕中美贸易谈判、全球经济增长和资产市场的情绪不断恶化，但金价仍在1266-1304美元/盎司的3%区间内波动，走势并不明显。

黄金的技术指标反映出该金属的普遍低迷状况。虽然黄金继续在1,265-1,270美元/盎司区间获得支撑，但动能指标依然疲弱，黄金或将冲击200日移动平均值（MA）的支撑位（1259美元/盎司）。投资者对黄金的信心依然低迷。据彭博资讯的调查显示，过去一个月黄金市场参与者的信心仅净增12%，目前为零。投资者情绪低迷反映在已知的ETF持有量上。过去一个月，ETF持有量下降了16吨，至2191吨。过去8周中，已知ETF持有量有6周下降，目前比2月初的峰值低了85吨。

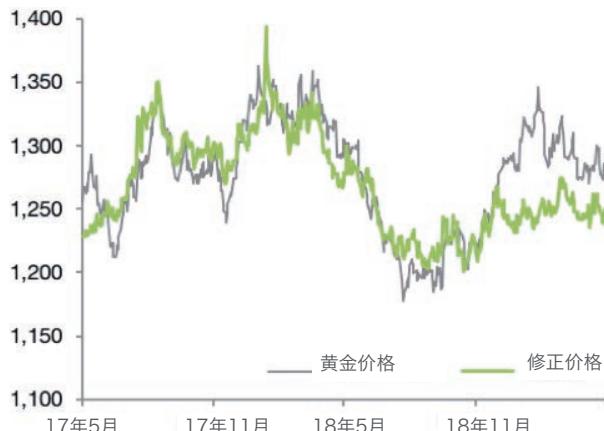
黄金期权市场仍处于低迷状态。一个月ATMF隐含波动率仅为7.9%，为12个月和千禧年后的低点，表明市场对金价大幅波动的预期较低。与此同时，期权风险逆转仍略倾向于黄金看涨期权，一个月的25-delta风险逆转约为0.8%。我们的结论是，黄金期权市场预计，未来一年金价将非常缓慢地走高。

尽管黄金似乎在苦苦挣扎，但它的表现却超过了大多数其它金属。例如，虽然黄金价格较2月20日1345.3美元/盎司的年内高点下跌4.5%，但白银价格下跌了9.8%，贱金属价格下跌了5.8%。黄金的优异表现将金银比（GSR）推升至88.7:1的历史高点。

- 黄金仍然被“高估”，技术指标依然疲弱。
- 然而，经济增长状况再度令人不安，导致债券收益率和美元下跌、资产市场波动性上升，从而导致金价迅速升至每盎司1350美元或以上。

图4：价格（美元/盎司）

黄金价格仍比我们的“公允价值”预期高出约3%



资料来源：资料来源：彭博资讯、Redward Associates

黄金相对于其他金属价格的强势也与我们的黄金模型一致。我们的黄金模型受四个因素驱动：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。目前，我们的黄金模型预测“公允价值”为每盎司1250美元/盎司，表明黄金价值被“高估”3.3%左右。

黄金目前正在向不同的方向拉动。美元升值（本月迄今上涨0.6%）和全球经济增长预期恶化导致本月贱金属价格暴跌5.9%。对中美贸易关系的担忧、美国经济活动和通胀指标的走软，以及股市和能源（石油）市场的再度疲软，导致美国10年期国债收益率较月初下跌18个基点至2.32%。不确定性上升导致标准普尔500指数VIX指数小幅上涨2.7%，至15.8%。这些力量往往此消彼长，因此我们的黄金“公允价值”估计保持稳定（见图4）。

对经济增长的担忧和资产价格下跌或将支撑金价。

虽然我们对黄金的基本预期是在1250美元/盎司附近测试支撑位。如果全球和美国内生产总值增长引发的不安情绪，导致美元和美债收益率双双面临新的下行压力，且美国资本市场波动性面临上行压力，则将看到买盘价值，我们认为黄金仍有重新走强的空间。我们的模型显示，美国10年期国债收益率下跌2.02%，而标准普尔500指数VIX指数上涨至25%将使“公允价值”达到1306美元/盎司。如果黄金继续以比我们的模型高出3-4%的价格交易，这将与黄金价格上涨至高于每盎司1350美元预期相一致。

图5：价格（美元/盎司）

债券收益率下降和股市波动性加剧将支撑金价。

10年期国债收益率%	VIX Index, %					
	10.0	15.0	15.8	20.0	25.0	30.0
2.02	1,250	1,275	1,278	1,293	1,306	1,318
2.12	1,241	1,265	1,268	1,283	1,296	1,308
2.22	1,232	1,256	1,259	1,273	1,287	1,298
2.32	1,223	1,247	1,250	1,264	1,278	1,289
2.42	1,215	1,239	1,242	1,256	1,269	1,280
2.52	1,207	1,231	1,234	1,248	1,261	1,272

资料来源：资料来源：彭博资讯、Redward Associates

俄罗斯能否采用金本位制？

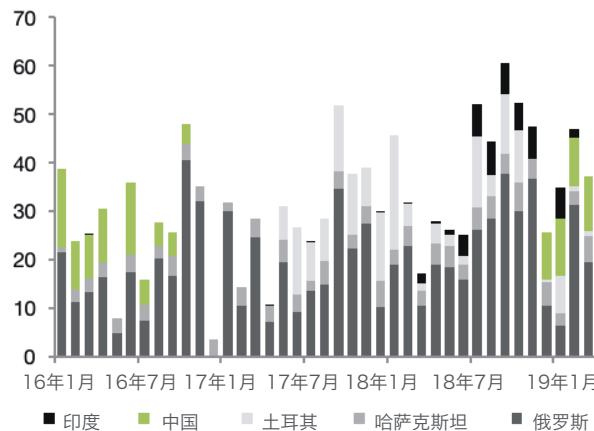
一种非常规手段的可能性

黄金市场评论人士经常就美国恢复金本位的前景发表看法。尽管我们认为这只是不现实的假设，但我们相信，另一个更有可能采用金本位制的国家——俄罗斯，却往往被忽略了。我们认为，虽然俄罗斯的金本位制没有被主流央行普遍接受，但它对俄罗斯联邦来说可能是一个可行的选择。

虽然从2016年底起，俄罗斯卢布一直保持相对稳定，但我们注意到，自1991年现代卢布形成以来，卢布不断受到危机的困扰。在2015年油价暴跌期间，俄罗斯卢布贬值了约50%；2008年，卢布贬值40%；在1998年的俄罗斯金融危机和违约中，卢布贬值了80%。此外，只要俄罗斯经济与碳氢化合物联系在一起（石油和天然气占联邦预算的50%以上），卢布仍然极易受到油价急剧波动的影响，这意味着将会出现周期性的资本外逃、高通胀生产率下降以及与不稳定货币相关的其它不当投资。虽然通货膨胀率仍远低于2015年4月每年15%以上的水平，但自2018年底以来，通货膨胀率有所上升，从去年6月的2.3%上升到今年4月的5.2%。因此，有充分的理由通过一种固定机制来稳定汇率，其中金本位制（或黄金目标制）仍不失一种选择。然而，我们承认强制实行金本位制度将剥夺当局的政治权力，而且，在任何依赖俄罗斯政界人士和央行行长的计划中，可能都难以在俄罗斯民众中建立一个新的货币制度的可信度。

- 金本位制或固定汇率机制可以为俄罗斯卢布和价格水平提供稳定性
- 俄罗斯实施这种政策变革的能力有所提高

图6：央行黄金储备
俄罗斯央行一直是黄金的主要买家



资料来源：世界货币基金组织、世界黄金协会、Redward Associates

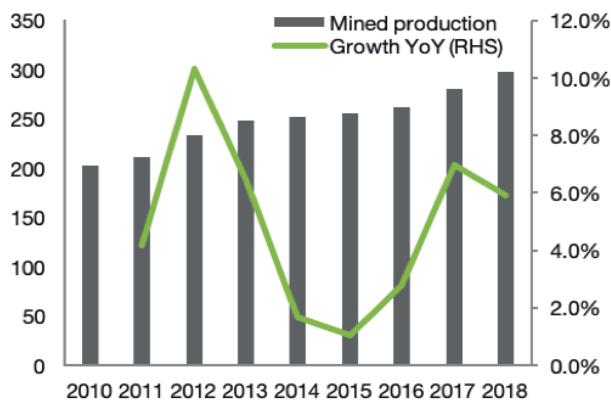
俄罗斯金本位将如何运作？

近年来，俄罗斯向金本位过渡的能力有所提高。自2010年以来，俄罗斯累计增持黄金1519.3吨，截至3月底达到2168.3吨。按现价计算，俄罗斯黄金储备价值897亿美元，占俄罗斯国际储备的18.3%。相比之下，俄罗斯M1货币供应量相当于3300亿美元，M2货币供应量相当于7382亿美元。俄罗斯也是少数几个黄金产量稳步增长的大型生产国之一，2018年黄金产量增至297.3吨（同比增长5.9%）。

黄金定价机制的第一步必然是用黄金来定义俄罗斯卢布，使卢布可以随时按需兑换成实物金币或黄金储备。关键的一点是，为了保持黄金价格的稳定，不需要为流通中的每一个卢布都提供黄金支持。俄罗斯政府可以宣布，将以黄金的价格捍卫卢布，其兑换率覆盖整个俄罗斯现有的M2货币供应量。俄罗斯政府也可以通过向俄罗斯银行买卖卢布计息债券来管理卢布的流通量。

另一种方法是，俄罗斯当局设定一个黄金价格目标，而不是与黄金市场挂钩。这种方法可以提供与金本位有关的一般价格水平的稳定性，但不具有金本位的刚性，因为可以灵活地管理目标，以应对可能出现的严重经济收缩。

图7：俄罗斯矿山产量（吨）
俄罗斯黄金产量持续增长



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

央行推高了黄金需求

第一季度黄金需求增长了7.0%

5月初，世界黄金协会（WGC）发布了2019年第一季度的供需趋势报告。总需求从2018年第一季度的984.2吨增加到2019年第一季度的1053吨，同比增长7.0%。虽然黄金需求较去年有所改善，但与2015年第一季度（1,094.3吨）、2016年（1,282.9吨）和2017年（1,079.0吨）相比，第一季度需求仍然疲弱。世界黄金协会的数据显示，一季度黄金需求来自多个来源，包括央行（145.5吨）、珠宝（530.3吨）和技术（79.3吨）。同时，投资需求（298.1公吨）包括实物金条和金币需求总计257.8吨，第一季度净黄金ETF需求为40.3吨。

央行第一季度的需求跃升至6年高点

第一季度央行购买总量为145.5公吨，较2018年第一季度增长67.9%（+ 58.8公吨）。根据世界黄金协会的数据，这是2013年以来表现最强劲的第一季度，央行需求总量达到179.1公吨。

在主要央行中，俄罗斯是最大的买家，第一季度购买了55.3吨。使得俄罗斯的黄金储备达到2168.3吨，约占总储备的18.3%。正如我们在第3页所强调的，俄罗斯收购黄金仍是该国战略的重要组成部分，目的是摆脱美元计价资产的多元化，在美国主导的制裁面前保持稳定。4月3日，俄罗斯央行副行长表示，考虑到“持续制裁的风险”，俄罗斯央行将“增加外汇和黄金储备”。在2018年最后几个月重启黄金购买计划后，中国公布第一季度购买了33吨黄金。中国的黄金储备为1885吨，仅占总储备的3.0%，我们此前曾强调过中国央行加速收购黄金的潜力。我们预计，未来12至18个月，中国

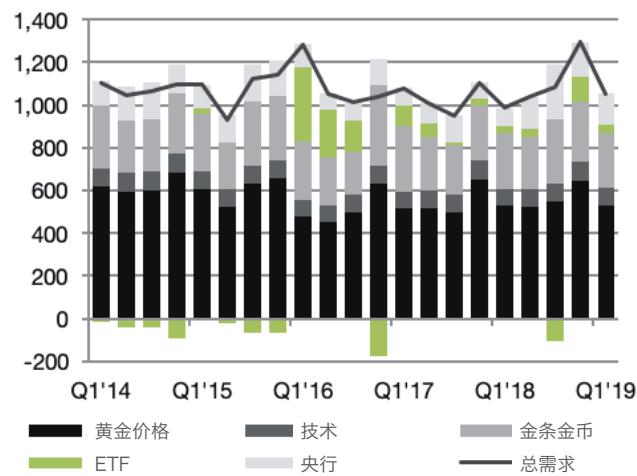
官方购买的黄金将成为央行需求的持续来源。除俄罗斯和中国外，土耳其、印度、哈萨克斯坦、卡塔尔和哥伦比亚均在第一季度增持了黄金，增加量分别为40.1吨、8.4吨、11.2吨、9.4吨和6.1吨。与此同时，委内瑞拉黄金储备的命运仍然高度不确定，5月初约有13.7吨官方黄金储备被出售，获取了5.7亿美元。

投资和珠宝需求小幅上升

今年第一季度，全球珠宝需求增至530.3吨，同比增长0.6%。增长主要是由于印度需求增加至125.4吨（同比增长5.2%）。在印度，第一季度出现了大量的婚礼吉日，有助于提高了婚礼上的黄金需求，同时消费者也利用了零售促销和折扣。与此同时，由于国内经济放缓抑制了消费支出，中国的需求出现负增长，降至184.1吨（同比下降-1.9%）。在中东，需求增长至45.6吨（同比增长1.9%），而美洲需求增长至34.3吨（同比增长0.6%），美国增长至24.0吨（同比增长1.4%）。欧洲珠宝需求疲软至12.7吨（同比下降1.4%）。第一季度全球投资需求喜忧参半，金条和金币需求疲软至257.8吨（同比下降1.4%）。实物金条需求大幅下挫至185.4公吨（同比下降-5.2%），而ETF需求恢复至40.3公吨（同比上涨48.8%），但必须指出的是，2018年第一季度ETF资金流入疲弱。由于半导体需求疲软以及中美贸易争端明显的溢出效应，电子产品需求下降至62.9公吨（同比下降-3.7%），第一季度技术需求也低迷，为79.3公吨（同比下降3.0%）。

图8：黄金需求（吨）

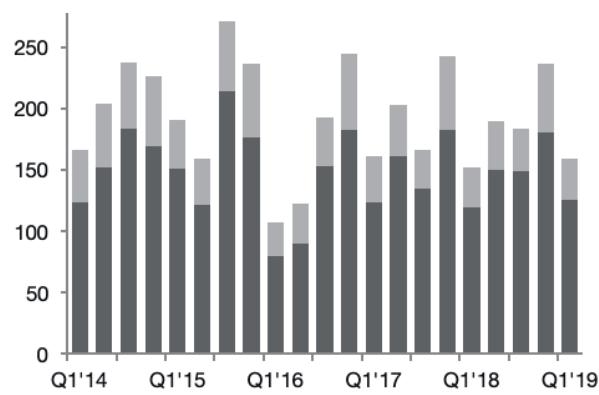
黄金需求在第一季度有所上升，但基数较低



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

图9：印度黄金需求（吨）

印度珠宝需求第一季度同比增长



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

黄金供应增长趋缓

第一季度供应变化不大

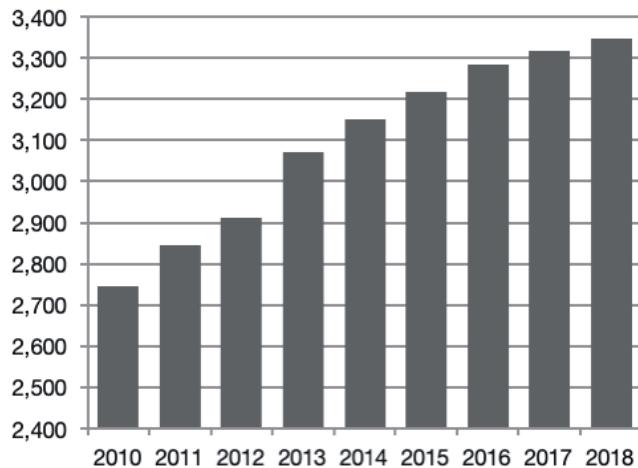
根据世界黄金协会发布的《黄金需求趋势报告(Q1)》，2019年第一季度全球黄金供应变化不大，总供应量为1150吨，略低于2018年第一季度的1153吨（同比下挫0.3%）。虽然矿产量上升至852.4吨（同比增长1.1%），再生黄金达到287.6吨（同比增长4.7%），但净生产商对冲下降至10吨（同比下降71.6%）。

各地的矿产量表现参差不齐，加拿大（同比增长9.0%）、俄罗斯（同比增长4.0%）、澳大利亚（同比增长3.0%）和哈萨克斯坦（同比增长26.0%）的黄金产量稳步增长；而中国（同比下降2.0%）、阿根廷（同比下降7.0%）和印尼（同比下降45.0%）则产量出现下滑。印尼产量的大幅下降，在很大程度上是由于格拉斯伯格(Grasberg)露天矿场的矿石枯竭。随着格拉斯伯格向地下煤矿转型，产量或将恢复。随着格拉斯伯格向地下煤矿转型，产量很可能会恢复。中国黄金产量较前几年下降幅度较大，2017年和2018年黄金产量同比分别下降7.4和5.9个百分点。由于中国仍是全球最大的生产国，约占全球年供应量的13%，中国产量的任何变化都会对增量供应产生巨大影响。最新数据显示，环境限制对中国金矿氯化物尾矿的影响可能最终正在减弱，为中国金矿行业的反弹提供了希望。

- 第一季度全球供应同比下降0.3%，原因是生产者净对冲能力减弱
- 中国矿山产量同比下降2.0%，较前几个季度有所改善

图10：采矿产量 (吨/年)

近年来，全球矿业供应增长放缓



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

随着本币走软，黄金回收活动也会增多

今年第一季度，再生黄金供应量增至287.6吨（同比增长4.7%）。世界黄金协会报告称，回收黄金增长的最大来源是来自英国，英镑疲软，鼓励一些人以较高的当地价格兑现黄金。在整个中东地区，当地黄金价格不断上涨，导致伊朗的回收活动增加，而土耳其的回收活动减少，原因是消费者为应对政治和经济的不确定性而寻求黄金的安全。

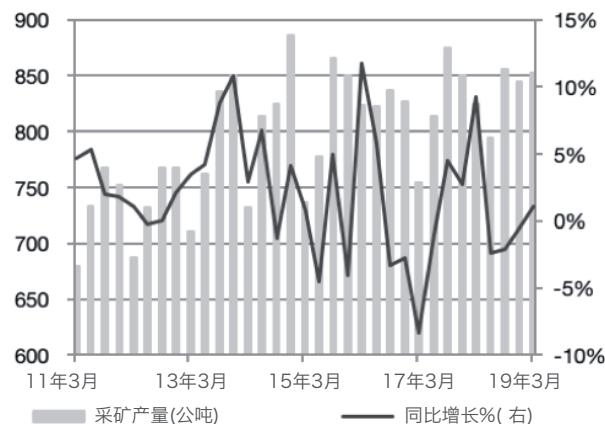
矿业公司关注的是效率，而不是扩张

虽然第一季度金矿供应逐步扩大，但增速继续放缓。我们之前曾评论过供应减缓是由于以下因素的共同作用：i) 初始黄金勘探与生产之间的滞后时间较长，ii) 由于需要越来越复杂的方法来抵消矿石中黄金含量的下降，生产成本上升，iii) 黄金价格垂死挣扎。

黄金行业最新的并购和合资企业，尤其是巴里克(Barrick)收购兰德黄金资源公司(Randgold Resources)、纽蒙特(Newmont Mining)收购黄金公司(Goldcorp)以及，巴里克和纽蒙特在内华达州的合资企业，都显示出成本效率和合理化的进一步空间。可能会对规模较小的金矿和更多边际的金矿的黄金产量造成压力。巴里克首席执行官Mark Bristow在5月的一次投资者会议上评论说，“行业正处于衰退之中，我们已经将自身置于非常紧张的位置，因为我们没有投资于勘探和未来...我们的供给侧非常紧张。”尽管巴里克承诺，到2020年将处置15亿美元非核心资产，以提高生产效率，但该公司最近还提出收购其不持有的Acacia Mining 36.1%的股权，对Acacia Mining的估值为7.8亿美元。巴里克被迫为这一出价进行辩护，因为该出价低于当前市场价格。Acacia Mining仍然卷入与坦桑尼亚政府的税务纠纷，该政府认为Acacia非法压制其采矿业务的价值。

图11：采矿材料 (季度)

矿山生产正在复苏，但仍受到限制



资料来源：世界黄金协会、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
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