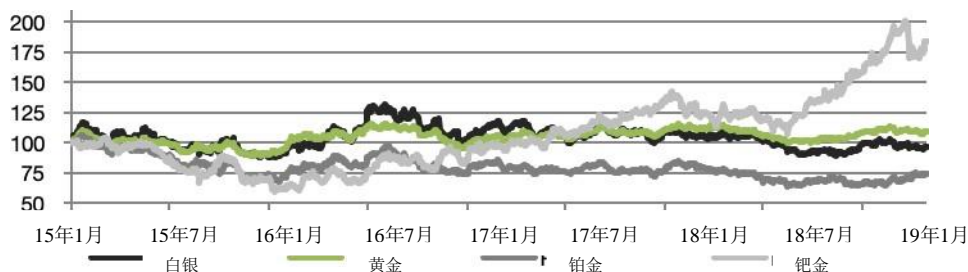


亮点

- 我们认为美国前端利率存在重新定价的空间，这将推高美元和债券收益率，使黄金价格承压（第1页）
- 技术面和基本面指标支撑金价跌向200日移动平均值（MA）支撑位（1252美元/盎司）（第2页）
- 今年3月，中国人民银行连续第四个月增加黄金储备，俄罗斯央行的收购继续快速增长（第3页）
- 在实物需求增加和2018年白银市场出现逆差的情况下，我们对白银价格的观点变得更具建设性（第4页）
- 纽蒙特（Newmont Mining）是2018年全球产量最大的黄金生产商，而其他主要矿业公司的产量则有所下降

图1：贵金属价格指数（2015年1月1日=100）

本月金价走低，钌价下跌18.0%，随后出现部分反弹



资料来源：彭博资讯

黄金黯然失色

4月份，黄金价格走弱，跌至1266.42美元的月内低点，随后小幅回升，月底收盘1286.20美元/盎司（环比下跌-0.3%）。虽然黄金年初表现强劲，2月20日达到1346.80美元/盎司的峰值，却未能维持涨势。

黄金的技术市场动态依然低迷，高位和低位不断走低，金价稳步向200日移动平均值（MA）的关键支撑位（1252美元/盎司）移动。

虽然黄金走弱，但股市自去年12月以来已几乎收回所有亏损量，波动性的下降程度表明风险正在消退。

在美国，2018年底以来通胀预期逐渐上升，加之能力紧缩，表明2019-2020年核心通胀率或将继续走高。我们还将实际国内生产总值增长预测上调至2.6%（较市场预期高出0.2个百分点），而全年增长预期将达到2.9%。在此环境下，我们认为美元前端利率存在调整的空间，而美国固定收益市场几乎没有理由将降息计入价格。

出乎意料的是，隔夜指数掉期（OIS）市场显示，12月前将有一次25个基点的降息。目前，我们的黄金模型显示“公允价值”为每盎司1245美元，表明黄金价值“高估”3.3%。然而，美国前端利率的重新定价上调，可能会提振美元和债券收益率，打压基本金属价格，推动金价回落至每盎司1200美元。

另外，我们注意到钌金价格在3月21日达到1614.88美元/盎司的多年高点后，在3月底和4月初修正了18.0%。4月5日钌金价格跌至1323.32美元/盎司的低点，截至本文撰稿前反弹至1462.53盎司/美元。

图2：价格快照（2019年4月29日）

价格（美元/盎司）	4月19日	月环比%	同比%
黄金	1,286	-0.3%	-2.4%
银	15.09	-0.1%	-7.6%
铂金	899	5.7%	-0.7%
钌金	1,463	2.8%	51.2%

资料来源：彭博资讯

图3：定价和指标（2019年4月29日）

相关指标	4月19日	月环比%	同比%	用关键货币表示的价格（盎司）	4月19日	月环比%	同比%
标普500指数	2,940	2.5%	11.0%	黄金/印度卢比	90,055	1.0%	2.6%
美元指数（5国代理）	125.58	0.3%	5.5%	黄金/人民币	8,654	0.0%	3.8%
西德州轻质原油（美元/桶）	63.30	2.8%	-7.7%	黄金/澳元	1,826	0.7%	4.6%
铜（美元/公吨）	6,399	-1.0%	-5.5%	黄金/加元	1,731	0.7%	2.4%
彭博大宗商品参数	80.76	-1.1%	-9.9%	黄金/南非兰特	18,510	1.0%	12.9%

资料来源：彭博资讯

我们对黄金价格的看法

黄金价格下行风险

黄金价格在2月20日达到1346.80美元/盎司的年度峰值，随后下跌至1286.20美元/盎司（下跌4.5%）。尽管金价近期走软，但我们认为黄金市场参与者仍然看涨，试图抓住近期的任何反弹机会。

然而，我们的黄金模型显示黄金仍然“估值过高”，技术市场动态依然低迷。

回顾一下，我们的黄金模型是由4个因素驱动：1) 我们的5国美元指数，2) 美国10年期国债收益率，3) 彭博基础金属指数，以及 4) 标普500 VIX指数。目前，我们的黄金模型显示“公允价值”为每盎司1245美元/盎司，表明黄金价值“高估”3.3%。

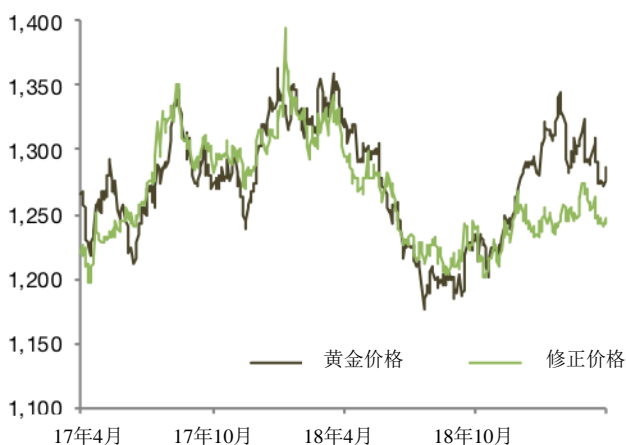
股市从2018年圣诞节的低点上涨超过25%，经济活动指标指向涨势将跑赢GDP增速且通胀预期开始上升，我们认为美国前端利率存在上升的空间，这将支撑美元和债券收益率，同时对基本金属价格构成压力。我们的模型显示，5国美元指数上涨1%，而基本金属价格下跌2%；10年期债券收益率上涨10个基点至2.6%，这将使我们的黄金“公允价值”估值下降至每盎司1225美元。

金价的技术指标似乎疲弱，自2月底触及高点以来价格高点和地点不断走低，稳步向200日移动平均值（MA）的关键支撑位（1252美元/盎司）移动，相对于我们黄金模型显现“估值过高”正在逐渐消逝。虽然黄金市场参与者仍偏好购买黄金买入期权，Delta值为25的一月期风险逆转期权向黄金买入期权倾斜，1个月隐含波动率已下降至7.85%。已知的ETF持有量持续下滑，过去四周已减少20.8吨至2221吨，仅比年初增加了1吨，与我们的观点一致。

金/银铸造比率仍然处于85.3:1的高位，与黄金技术报价强劲势头相符，但标准普尔500指数接近历史高位，VIX指数低于13%，全球央行持鸽派观点，我们认为短期内避险情绪高涨的风险不大，铸币率支持金价走低。

图4：黄金价格（美元/盎司）

黄金交易价格比我们的模型“公允价值”高出3.3%



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

- 技术面和基本面指标支撑金价跌向200日移动平均值（MA）支撑位（1252美元/盎司）

美国利率对黄金构成风险

美联储将于5月1日（美国东部时间14:00）召开下次联邦公开市场委员会（FOMC）会议。目前，隔夜指数掉期（OIS）市场预计降息25个基点的可能性为9%，而分析人士几乎一致认为，政策将保持不变，基准利率维持在2.5%。

尽管经济活动疲软令人担忧，但第一季度的季节性调整年率（SAAR）先期GDP环比增长3.2%，而亚特兰大联邦储备银行GDPNow指标显示第二季度将增幅将为2.7%。综合这些预测，我们还将实际国内生产总值增长预测上调至2.6%（较市场预期高出0.2个基点），而全年增长预期将达到2.9%。将我们的GDP增长预测纳入亚特兰大联储的劳动力市场“滑块”模型，假定参与率稳定（63%），预计今年的就业增长平均为17.5万人/月，与此同时，失业率将降至3.3%，平均时薪同比上涨3.5%以上。

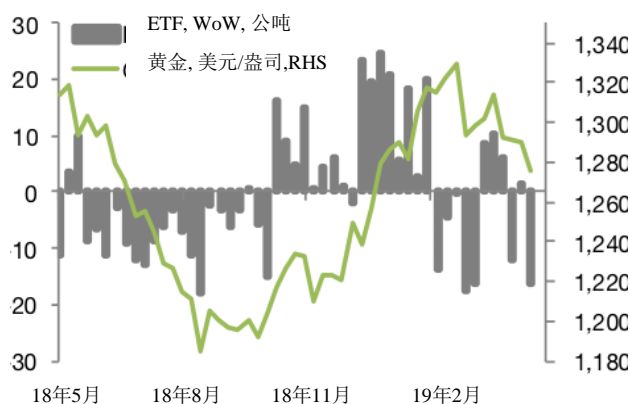
1月份，核心个人消费支出通胀涨幅同比放缓至1.8%。2018年底以来通胀预期逐渐上升，5年5年盈亏平衡通胀率升至2.3%，加之美元能力紧缩，表明2019-2020年核心通胀率或将继续走高。

由于运行水平处于或高于商品和劳动力市场潜力和产能的美国经济已经吃紧，并且核心通胀率可能继续走高，因此我们认为，美国固定收益市场没有理由将降息计入价格。然而，隔夜指数掉期（OIS）市场显示，12月前将有一次25个基点的降息。

美国前端利率的重新定价上调，可能会提振美元和债券收益率，打压基本金属价格，推动金价回落至每盎司1200美元。

图5：ETF持仓量（MT）和黄金价格（美元/盎司）

年初至今，已知的ETF持仓量已下降1吨。



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

人民银行加紧行动

今年3月，中国官方黄金持有量增加

3月份，中国人民银行追购了11.2吨黄金，中国官方黄金储备总量达到1885吨。过去4个月，中国人民银行购买了43吨黄金，月均购买量仅次于2018年全球最大黄金购买国俄罗斯。

虽然中国是世界上最大的黄金生产国，但其黄金持有量只占总储备量的一小部分，约为2.5%。在中美贸易关系持续紧张的情况下，我们预计中国将继续寻求美元计价储备的多元化，稳步增加黄金的储备量。中国的官方黄金收购量有所上升的同时，据信，通过国有银行及国有金融机构等非官方渠道持有的黄金量同样规模庞大且不断增长。

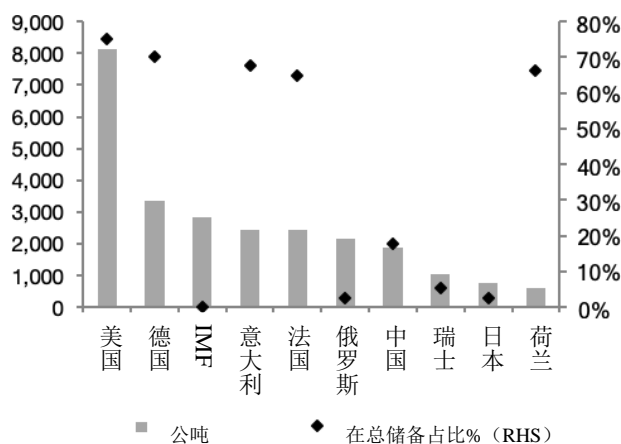
上海黄金提取量回升

3月份，上海黄金交易所（SGE）的月黄金提取量增至218吨，较上年同期上涨了13.2%。2月份黄金需求下降至99.8吨（同比下跌15.8%），表明今年的提取量缓慢启动。今年前三个月的总提取量为536.3吨，较上年第一季度仅增加0.3%。

- 中国央行3月份增加了11.2吨的黄金储备
- 俄罗斯开始实行“去美元化”，继续增加黄金储备。

图6：4月份官方黄金储备

中国的黄金储备只占总储备的一小部分



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

俄罗斯黄金持有量增加

今年3月，俄罗斯央行宣布增加18.7吨黄金储备，使今年的黄金购买量达到56吨。根据国际货币基金组织的统计，俄罗斯央行目前持有2163吨黄金，使其成为全球第六大黄金持有国。最新的收购交易继续反映出，在美国因其军事干预乌克兰而实施制裁、并因涉嫌干预外国选举而受到惩罚之际，俄罗斯政府希望“去美元化”。俄罗斯的黄金储备目前约占央行储备的19%，美元计价的储备降至总储备的22%。俄罗斯央行还增持了人民币、日元和欧元。

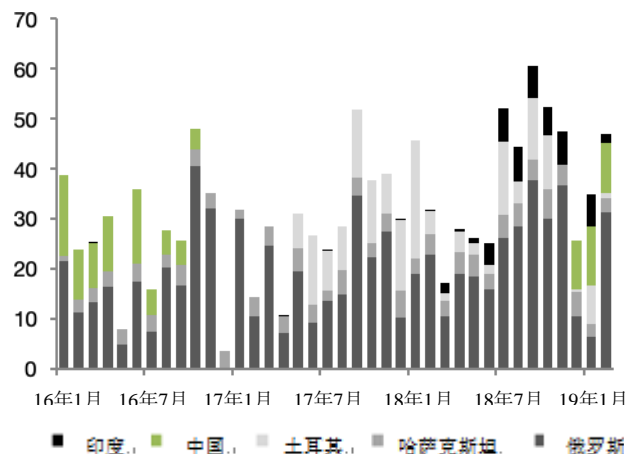
世界黄金协会与工商银行建立战略合作伙伴关系

世界黄金协会与中国工商银行签署了《黄金业务战略合作备忘录》。合作开发中国黄金市场，包括为千禧一代消费者和机构投资者开发和营销黄金解决方案。

两家机构将在五个领域进行合作：1) 促进机构投资者特别是保险和养老基金对黄金的投资；2) 利用网络技术和工行平台优势，为千禧一代设计和开发新的黄金产品；3) 合作加强和促进现有的黄金投资产品的进一步升级；4) 探索开发黄金跨境市场，加强中国在国际黄金市场的影响力；5) 支持开发和推出新的黄金服务及产品，同时作为年轻一代消费者教育的基础。

图7：央行购买量（吨）

自2018年11月以来，中国黄金总购买量为43吨



资料来源：世界货币基金组织、世界黄金协会

白银前景走强

2018年白银市场出现逆差

4月初，国际白银研究所（Silver Institute）发布了《2019年世界白银调查报告》。调查重点介绍了上一年度一系列的重要供需统计数据。在今天的调查中，该机构发现，2018年白银的实际市场缺口为2920万盎司（908吨），供应总量为10.043亿盎司，实际需求总量为10.335亿盎司。

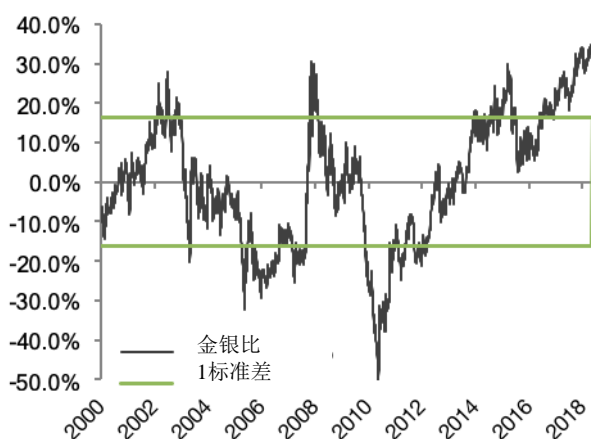
值得注意的是，总供应量从2017年的10.326亿盎司下降到2018年的10.043亿盎司（同比下降2.74%）。其中，采矿产量从8.769亿盎司下降到8.557亿盎司（同比下降2.42%），废料供应从1.538亿盎司小幅下降到1.513亿盎司（同比下降1.63%），2018年总净对冲供应量下跌280万盎司。国际白银研究所指出，危地马拉一家法院暂停了该国最大矿商的执照后，该国的矿山供应量下降，而维护问题影响了加拿大最大的生产商，使总产量减少了2350万盎司。然而，印度、中国和阿根廷的增长部分抵消了这一跌幅。

白银实物需求从2017年的9.984亿盎司增加到2018年的10.335亿盎司（同比增长3.52%）。2018年的实物需求包括珠宝、银条和银币投资、银器以及工业制造等的需求。珠宝对白银的需求从2017年的2.045亿盎司上升至2018年的2.125亿盎司（同比增长3.91%）。由于银条需求的反弹，银条和银币需求从2017年的1.504亿盎司飙升至2018年的1.812亿盎司（同比增长20.5%）。与此同时，来自银器的需求量从2017年的5760万盎司增加至2018年的6110万盎司（同比增长6.1%）。由于太阳能光伏（PV）行业需求下降9.0%，工业制造需求从2017年的5.858亿盎司下降至2018年的5.786亿盎司（同比下降1.23%）。

虽然实物需求增强，但白银研究所报告称，2018年投机性投资需求相对疲弱。主要表现为全年交易所交易产品（ETP）持有量下降（降低203万盎司）。

图8：金银比（GSR）

金银比在12月触及86.4的高点，目前仍处于高位



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

该机构指出，2018年全球可识别投资为25亿美元，远低于2012年67亿美元的峰值。

目前，继去年12月第一周达到86.4的峰值后，金银比（GSR）仍然高达85.3。由于白银市场似乎已从不断上升的实物需求中获得支撑，且金银比接近高点，我们对白银的看法尚不乐观，但已变得更具建设性。

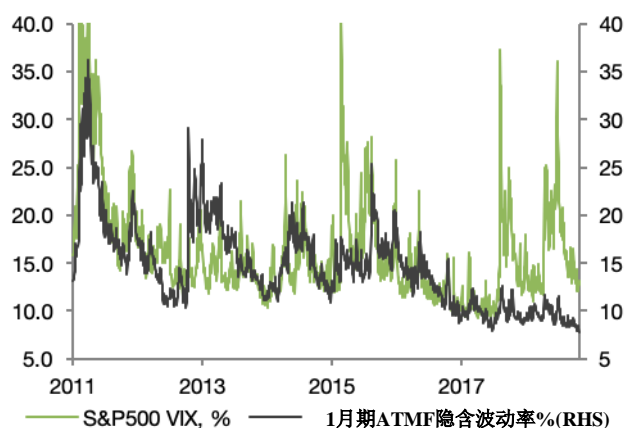
钯金价格下跌后反弹

钯价在3月21日触及每盎司1614.88美元的历史高点后，4月5日下跌18.0%，至每盎司1323.32美元的低点，截至撰写本文时反弹至1462.53美元。2019年钯价仍上涨16.2%，较2018年8月的低点上涨了75.0%，令人印象深刻。我们在2月份的《黄金月刊》中指出，随着全球汽车需求放缓，钯似乎很容易受到修正的影响，“加上终端需求明显放缓以及供需缺口缓解，投机性风险敞口有平仓的空间”。回想一下，由于80%的钯金需求与汽车行业有关，这种金属很容易受到汽车需求急剧变化的影响。

在3月28日举行的一次大宗商品会议上，主要钯金生产商英美资源集团（Anglo American）首席执行官马克·库蒂法尼（Mark Cutifani）评论称，钯金价格的迅速上涨造成了“泡沫”。不过，他也指出，“钯价将在这种水平附近停留一段时间”。我们认为这是一个合理的评估。尽管过去6个月全球汽车的需求大幅下降，但目前的下滑速度似乎正在放缓，未来几个月可能转为正增长。鉴于汽车制造商在未来几年用替代品代替钯金的选择有限，且随着钯价从近期低点反弹，我们预计钯价在技术上仍有上涨空间。

图9：黄金隐含波动率和标普500波动率指数（VIX）

近年来，1年期平价远期隐含波动率保持稳步下降



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

矿业产出放缓，引发并购

纽蒙特成为2018年矿业巨头之首

据咨询公司 Metals Focus 的数据显示，纽蒙特矿业（Newmont Mining）是2018年全球最大的黄金生产商，产量总计158.7吨，其次是巴里克黄金（Barrick Gold），产量为140.8吨，再次为安格罗德阿尚蒂（AngloGold Ashanti），产量为105.8吨。全球第四大和第五大黄金生产商分别为Kinross Gold和Polyus Gold，产量分别为76.5吨和75.9吨。2018年，四大黄金生产商的产量较2017年有所下降，其中纽蒙特矿业同比下降3%、巴里克黄金同比下跌15.0%、安格罗德阿尚蒂同比下跌0.9%、Kinross Gold同比下跌3.0%。

就单一矿场而言，仅凭一个矿场，印尼自由港麦克莫兰公司（Freeport McMoran）与印尼政府共同拥有的格拉斯伯格矿场（Grasberg）在2018年成为全球最大的矿场，总产量达83.9吨。乌兹别克斯坦政府持有的穆伦塔尼（Muruntau）矿排在第二位，总产量为61.5吨，而全球第三大矿俄罗斯奥林皮亚达（Olimpiada）的产量为41.1吨。

- 并购和合资企业将在2019年转移产量份额

并购活动升温

尽管全球黄金供应不太可能在2019年大幅扩张，如果有的话，但近期合并的影响将是，全球大型矿商持有的黄金产量将增加。随着巴里克和兰德黄金资源公司（New Barrick）以及纽蒙特和黄金公司（Newmont Goldcorp）的合并，2019年黄金产量份额将发生重大转变。纽蒙特黄金公司的交易于今年4月18日正式完成，尽管合并后的公司尚未公布合并后的收益，但2019年第一季度的收益显示，纽蒙特矿业的季度产量同比增长2.0%，至34.9吨。总维持成本降至每盎司907美元，

较一年前的每盎司943美元减少了4%。与此同时，巴里克和纽蒙特最近在内华达州签署的合资协议，可能对两家公司的产量产生温和影响。

最近几个月，几家规模较小的金矿商也发布了合并或合资协议。今年3月，澳大利亚纽克萊斯特公司以8.065亿美元收购了加拿大红克里斯（Red Chris）铜金矿70%的股份。Red Chris预计持有567吨黄金和130亿磅铜。其他黄金开采商也在寻求增加其替代贵金属的敞口，最近Sibanye黄金公司要约向铂金和钯金矿Lonmin Plc.出售所有股份。与此同时，由于白银的价格从低位变化不大，银矿商之间也出现了整合。2018年11月14日，泛美白银公司（Pan American Silver Corp）和塔霍资源公司（Pan American Silver Corp）宣布达成协议，交易额超过10亿美元，成立全球最大的银矿公司之一，年产量有望超过1400吨白银。

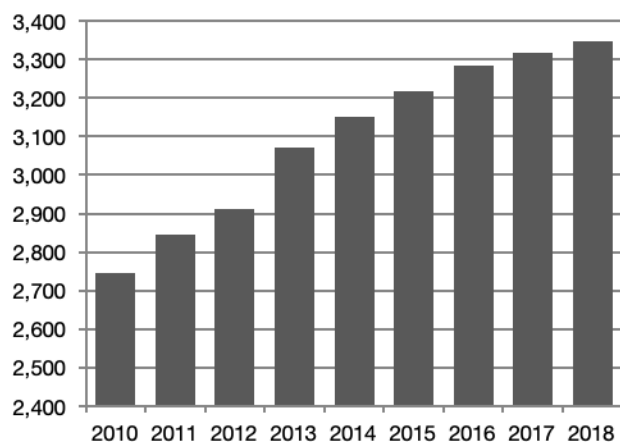
Polymetal第一季度表现强劲

俄罗斯第二大矿业公司Polymetal International公布，2019年第一季度收入同比增长28%，至4.54亿美元，黄金当量产量同比增长27%。该公司主要的新开发矿Kyzyl初期表现强劲，黄金产量达到2.2吨。Polymetal集团首席执行官Vitaly Nesis表示：“Kyzyl的业绩证明了Polymetal的项目开发能力和资产在现金流量生成方面的巨大潜力”。

Polymetal预计2019年有望生产43.9吨黄金，维持成本在每盎司800至850美元之间。与此同时，由于该公司Dukat地下矿井计划中品级下降，Polymetal在2019年第一季度的白银产量同比下降15%。

图10：采矿产量（吨/年）

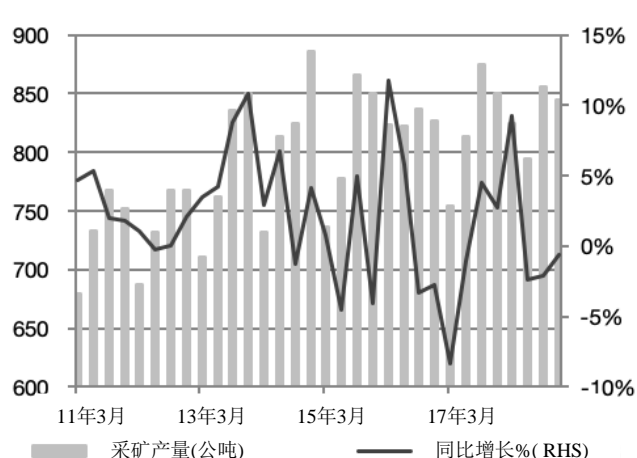
近年来，全球矿业供应增长放缓



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

图11：采矿产量（季度）

2018年第二季度矿山生产增速为负



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



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