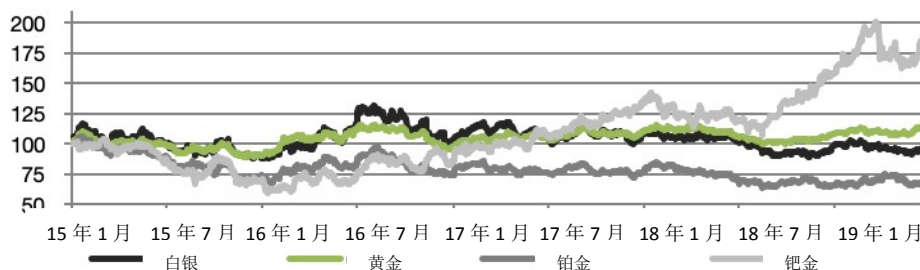


亮点

- 今年6月，黄金上涨7.2%，但我们猜测金价涨幅过大过快，可能会出现小幅回调。（P1）
- 从基本面看，黄金被“高估”，技术指标呈现“超买”，但美国如果重回零利率，金价可能飙升至3825美元/盎司。（P2）
- 各国央行已发出支持资本市场的信号，但工业金属的表现掩盖了全球经济的强劲，地缘政治风险一直存在。（P3）
- 市场对黄金需求旺盛，工业白银需求疲软，黄金白银比（GSR）创1993年以来最高水平。（P4）

图1：贵金属价格指数（2015年1月1日=100）

随着美联储（FED）发出转向鸽派信号，金价月环比上涨9.6%，钯价出现反弹



资料来源：彭博资讯

黄金受到青睐，表现能否持久？

2019年前五个月，黄金表现欠佳，回报率仅为0.9%。而在刚刚过去的一个月，黄金已开始复苏。五月最后几天，金价飙升2.5%，至USD1308/盎司。美联储FOMC会议召开后，黄金飙升5.0%，一度触及6年以来的新高，至1411.63美元/盎司。截至撰稿时，金价回落至每1,399.6美元/盎司。近期来的上涨使得黄金在2019年的表现有所改观，金当前价格较年初上涨了9.2%。

由于金价对美国10年期国债收益率和美元小幅波动都很敏感，对美国经济衰退及重回零利率政策（ZIRP）的再度担忧成为支撑金价复苏的强大支柱。然而，我们发现，对近期出现的黄金高峰很难证明其合理性。我们认为，黄金正日益脱离实际，涨势过大且过快。

我们的黄金模型过去对黄金趋势的跟踪一直较为准确。根据模型显示，

黄金估值被高出7.6%，公允价值在为1299美元/盎司。情景分析显示，我们须调低债券收益率，将美国10年期国债收益率下降52个基点至1.53%，并将五国指数须下降8%（在其他条件保持不变），才能说明当前黄金价格的合理性。

在适宜的全球货币政策和不断升级的地缘政治风险环境作用下，我们不否认黄金的积极方面正成为人们关注的焦点。然而，由于技术和基本面指标均表现负面，黄金的近期前景并不明朗，我们预期黄金价格会出现小幅（3-5%）回调（见P2）。

图2：价格快照（2019年6月21日）

价格（美元/盎司）	2019年	月环比%	同比%
黄金	1,400	9.8%	10.3%
白银	15.35	6.0%	-5.9%
铂金	810	0.6%	-6.2%
钯金	1,504	13.9%	58.0%

资料来源：彭博资讯

图3：定价和指标（2019年6月21日）

相关指标	2019年6月	月环比%	同比%	用关键货币表示的价格（盎司）	2019年6月	月环比%	同比%
标普500指数	2,950	3.3%	7.3%	黄金/印度卢比	97,381	9.6%	12.9%
美元指数（5国代理）	124.77	-1.2%	0.9%	黄金/人民币	9,613	9.2%	16.7%
西德州轻质原油（美元/桶）	57.43	-6.5%	-12.4%	黄金/澳元	2,021	9.1%	17.5%
铜（美元/公吨）	5,958	1.1%	-12.2%	黄金/加元	1,851	8.1%	9.5%
彭博大宗商品指数	78.84	-0.1%	-8.8%	黄金/南非兰特	20,063	9.4%	16.4%

资料来源：彭博资讯

金价飙升至多年新高

黄金热

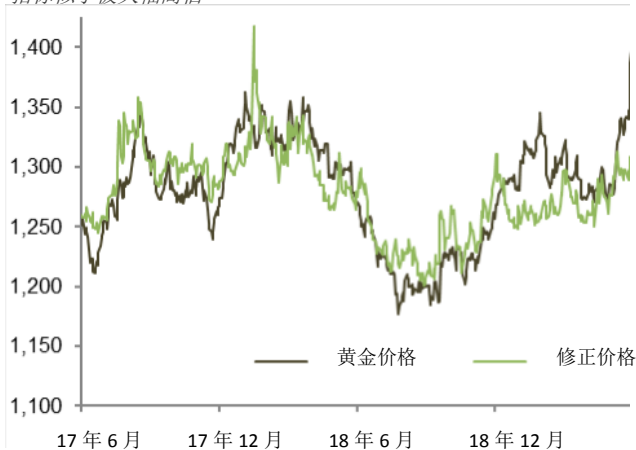
随着6月份美联储FOMC会议的鸽派转向，黄金在周五当日高涨至1411.63美元/盎司，随后回落至1399.63美元/盎司，本月迄今涨幅达到7.2%。

尽管从长期基本面看，黄金的上涨理由充分（较为宽松的美元货币环境），但黄金在技术层面和基本面层面呈现出“超买”现象，因此，对于黄金的短期前景，我们仍持谨慎的态度。

当前模型显示黄金的公允价值为1299美元/盎司，意味着黄金当前被“高估”7.6%左右。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) 标准普尔500波动率指数VIX。

图4：黄金价格（美元/盎司）

随着金融市场进行调整以适应美元环境的变化，黄金的基本面指标似乎被大幅高估



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

通过采用黄金模型所做的敏感性分析，我们估算，在其他条件保持不变的情况下，美国10年期国债收益率须下降大概65个基点，至1.40%，才能使我们模型的“公允价值”估值达到当前的黄金价值。假设美国国债收益率下降压制美元（在我们看来该假设非常合理），美国10年期国债收益率则须下降52个基点、5国美元指数须下降8%才能使我们的“公允价值”估值达到当前的黄金价格。

“一些人仅将它看作是金属，我们将它视为一种货币，它仍是我们最大的货币仓位。”——斯坦利·德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller）

尽管我们的模型显示金价涨势过大且过快，但从长期来看，如果美国经济出现衰退，金价的确有可能出现飙升。

• 黄金的基本面呈现“估值过高”，技术指标呈现“超买”，但美国如果重回零利率（ZIRP），黄金将高升至3825美元/盎司。

假设美国重回零利率[ZIRP]与我们模型中美元指数下降10%、美国十年期债券收益率降至零，VIX指数下降10%，贱金属上涨10%情况一致，模型显示黄金将暴涨至3825美元/盎司，较当前价格上涨173%。

“黄金在美国重回零利率情况下[ZIRP]将出现暴涨。”——保罗·都铎·琼斯（Paul Tudor Jones）

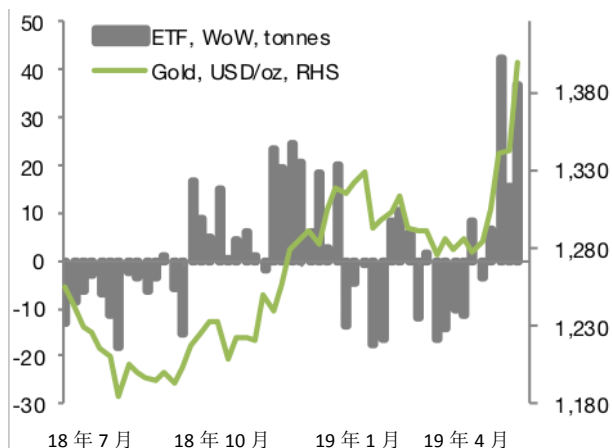
尽管黄金长期前景看来很乐观，但其短期内与主要基本面相关的过渡扩张也从技术指标的超买方面得到了印证。

根据彭博社(Bloomberg)对市场参与者看涨情绪的调查，市场参与者看涨情绪在过去一个月内的平均净值为29%，该看涨情绪在投机性金属购买者中也很明显。已知ETF持有量上周增加36.7吨，自5月底以来已增加94.7吨。与此同时，非商业投资者持有的净未平仓期货头寸合约上周增至23.55万份（占未平仓总头寸的67.8%）。

尽管技术和基本面指标显示黄金“估值过高”和“超买”，容易出现回调，但我们认为所有回调的幅度都会很小，可能仅为3-5%，而且在当前环境下，投资者很可能愿意买入黄金。

图5：ETF持有量，WoW公吨

6月份黄金ETF的净买盘飙升。



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

回归鸽派已释放警号

工业金属为全球经济亮起黄灯

贱金属价格从1月份开始的低点反弹势头并未持续，铜价(-9.7%)、铅价(-11.5%)、镍价(-11.6%)、铝价(-9.3%)和锡价(-12.7%)均较2019年高点下跌。彭博贱金属分类指数(Bloomberg Base Metals subindex)自2019年1月低点反弹11.2%后，已下跌9.5%，目前徘徊在2017年初以来的最低水平之上。年初至今，铁矿石(62%铁)价格上涨了57.7%，我们认为其原因来自淡水河谷尾矿库溃坝导致的特殊供应问题以及中国基础设施建设主导的刺激计划暂时提振了钢铁需求。随着2019年巴西供应的逐步恢复以及中国刺激钢铁行业力度的减弱，预计铁矿石价格将走软。

令人担忧的是，中国可能正准备将其稀土储备作为对美国加征关税的部分回应。6月17日举行的一场新闻发布会上，中国有关部门宣称将制定限制稀土金属出口的政策。尽管许多分析师认为，大部分的稀土生产需求来自中国本土，中国限制稀土出口的举动有些自欺欺人，但我们认为中国针对美国企业的稀土出口将为美国经济带来非常严重的破坏，并使美国的供应链体系受损。随着今年稀土价格的上涨，出口已经开始下降。根据中国海关数据，5月份稀土出口下降至3640吨，同比下降18.0%。2019年前5个月的总出货量为19266吨，同比下降7.2%。

- 工业领域的金属应用2019年表现不佳
- 各国央行释放资本支持信号，地缘政治风险持续

图6：彭博贱金属和黄金

彭博贱金属指数(Bloomberg base metals index)交易接近近期低点



央行政策继续对资本市场提供支持...

各国央行发布的最新声明表明了央行在政策方面对资本市场的支持。6月18日举行的央行论坛上，欧洲央行行长德拉基(Mario Draghi)向听众表示：“进一步下调政策利率和采取缓解措施以遏制任何副作用，仍是我们工具的一部分。”，并提到“在没有改善的情况下，如果通货膨胀持续对我们的目标构成威胁，则需要做出其他的激励措施。”

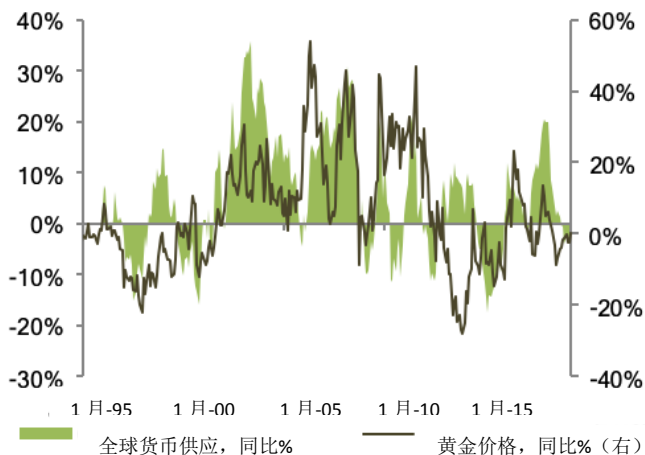
美联储一天后召开的会议似乎满足了市场对近期利率的预期，美联储主席Powell在会议上说：“我们正在密切监测这些发展对美国经济前景的影响，我们将一如既往地采取适当行动，以维持经济增长。”他同时表示：“产生不利结果的风险已经上升”。市场参与者对央行增加流动性的承诺做出了积极回应，风险资产和避险资产投资呈现同步上涨。

地缘政治为重大风险因素

地缘政治威胁一直是新闻话题所围绕的重点，而且该威胁还在不断升级。如果在6月28日、29日举行的二十国集团(G20)峰会上没有达成任何突破性协议，美国很可能对所有中国出口美国的产品全面加征25%的关税。与此同时，伊朗和美国之间的紧张局势仍值得警惕，任何一方的误判都可能导致冲突。有报道称，特朗普已经批准对伊朗进行军事打击，但后来又撤回了攻击，导致了布伦特(Brent)布伦特原油(+9.3%WoW)飙升。此外，近期发布的数据显示，美国就业增长放缓、中国信贷扩张放缓，及欧盟对经济增长的担忧。如此环境下，尽管各国央行提供了相关支持，我们仍对风险资产持谨慎态度。相比之下，地缘政治风险的升级很可能对黄金有利。

图7 全球货币供应与黄金

回归宽松货币政策将对黄金有利



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

黄金/白银比率创 26 年来最高

黄金对白银的溢价更高

6月21日，黄金与白银价格的比率达到91.3，为1993年以来的最高水平。黄金的强劲表现（年初至今上涨9.2%）和白银相对平淡的表现推动（-0.9%）了今年金银比率的上升。

我们认为黄金和白银的表现差异，以及金银比率的上升应归因于投资者认知和终端需求的差异。尽管这两种金属都用于珠宝领域，但黄金被视为危机时期的避险资产，而白银则被看做是一种工业用途。根据白银协会的数据显示，工业制造需求占白银总需求的60%，亚洲是其中一个重要地区来源，占全球需求的57%。

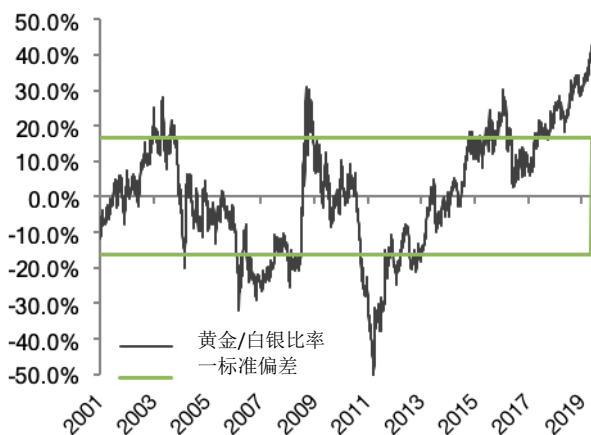
2019年，作为重要需求口的半导体行业对白银的需求量大幅下降。根据半导体行业协会（SIA）报告，2019年第一季度半导体需求同比下降13.0%。今年4月，半导体需求同比下降14.6%。芝加哥商品交易所集团（CME Group）数据显示，白银库存仍处于高位，自2017年初以来已增长70%，接近3.2亿盎司。

中国央行连续六个月入黄金

今年5月，中国人民银行进一步购入黄金14.9吨，将央行黄金储备升至1900.4吨，按当前价格计算，其价值达938亿美元。按照目前的速度，中国有望在2019年获得约140吨黄金，价值69.1亿美元。虽然中国增加了黄金储备，黄金只占中国外汇储备的一小部分。5月份，

图8：黄金/白银比率

黄金/白银比率6月份为91.3，创26年来新高



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

中国外汇储备达共计达到3.1万亿美元，而黄金持有量仅占3.0%。我们看到，中国黄金储备尚有广阔空间，中国黄金配置的小幅增长意味着购买量的大幅增加。在官方需求呈现持续强劲的同时，零售端需求最近几月呈现疲软迹象。上海黄金交易所（SGE）5月份的零售黄金提取量降至123.1吨（同比下降18.2%）。相比之下，2018年5月和2017年5月的提取量分别为150.6吨和138.1吨。2019年前5个月，SGE提取量同比下降9.6%。

委内瑞拉黄金遭银行没收

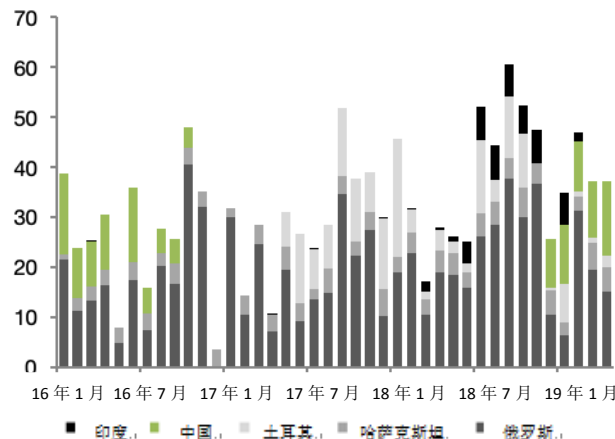
据路透社（Reuters）报道，因技术性违约，各银行没收了委内瑞拉约14亿美元黄金。因协议违约，花旗银行和德意志银行分别没收了委内瑞拉作为抵押品的价值4亿美元和10亿美元的黄金。

尽管委内瑞拉央行（BCV）早前已与花旗银行（Citibank）和德意志银行（Deutsche）达成协议，将在2020年和2021年偿还贷款，并重新持回这些黄金，但美国今年4月实施的制裁触发了贷款文件中的一些条款，允许这些银行持有委内瑞拉金条。在此之前的3月份，委内瑞拉央行未能向花旗银行偿还分期付款来收回作为贷款抵押品的黄金。

报告显示，委内瑞拉一直在快速处置其黄金储备。今年3月，价值3亿美元的共计7.4吨黄金被运送到了乌干达，很可能通过地下渠道绕过了美国实施的制裁。自2018年初至2月初，委内瑞拉央行已处置约73.3吨黄金，市值约30亿美元。

图9：中央银行资产

中国央行连续六个月购入黄金



资料来源：世界黄金协会、国际货币基金组织、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。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。另请注意，过往业绩并不代表将来表现。

本报告与 Redward Associates Limited 联合备制。



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