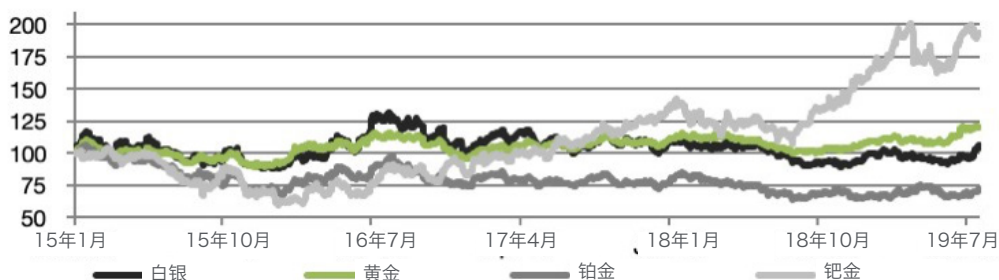


亮点

- 7月19日，金价创下新高（1453美元/盎司），但上涨似已停滞（P1）
- 黄金基本面呈现“估值过高”，技术上“超买”：未上涨之前，黄金看似将在1350-1375美元/盎司区间盘整（P2）
- 随着货币政策转向鸽派，负收益工具价值出现飙升（P3）
- 受投资者新一轮投资兴趣驱动，白银价格月环比上涨6.9%，金银比率降至86.5:1（P4）
- 中国和俄罗斯央行近几个月黄金购买有所放缓，但官方购买仍起到支撑作用（P4）

图1：贵金属价格指数（2015年1月1日=100）

收益率下跌和降息预期提振了对黄金的投资信心（月环比提升0.4%）。



资料来源：彭博社

黄金大有期待

黄金价格在7月19日创下新高（1453美元/盎司），但其上涨似乎已经停滞，现货价格仅上涨0.4%，期权市场上涨态势明显减弱。随着有利于黄金期权的黄金波动及期权定价偏差均有所减缓，黄金期权的看涨态势有所减弱。

黄金基本面仅提供有限支撑。自5月底以来，我们黄金模型的驱动因素几乎未发生变化。模型显示，“公允价值”估值下降1.6%，至285.3美元/盎司，意味着黄金目前的估值高出10.4%。

银价过去一个月表现较为强劲，自7月2日金银铸比（黄金与白银比率）达到93.3:1的峰值以来，银价已上涨7.7%。随着白银价格上涨，投资者对白银ETF产品表现出浓厚兴趣，而白银在工业应用领域的实际需求仍易受需求疲软的影响。

说回黄金，我们认为从理论依据看，黄金长期投资将越发具有吸引力，加之全球扩张性货币政策前景，黄金态势良好。

不过，短期来看，黄金似乎正遭遇逆风，基本面呈现“估值过高”，技术“超买”。在投机兴趣的推动下，对黄金当前预期非常高，我们认为近期有调整的可能。尽管如此，我们认为，投资者很可能会逢低买进，强劲长期买盘可能会出现于1350-1375美元/盎司的区间。

图2：价格快照（2019年7月26日）

价格 (美元/盎司)	6月19日	月环比%	同比%
黄金	1419	0.4%	15.6%
白银	16.40	6.9%	5.9%
铂金	865	5.6%	3.7%
钯金	1533	-0.1%	63.3%

资料来源：彭博资讯

图3：定价和指标（2019年7月26日）

相关指标	2019年7月	月环比%	同比%	用关键货币表示的价格 (盎司)	2019年7月	月环比%	同比%
标普500指数	3026	3.8%	6.6%	黄金/印度卢比	97769	0.0%	16.0%
美元指数（5国代理）	125.56	0.8%	2.0%	黄金/人民币	9763	0.4%	17.1%
西德州轻质原油（美元/桶）	56.20	-5.4%	-19.3%	黄金/澳元	2053	1.6%	23.7%
铜（美元/公吨）	5941	-0.5%	-5.2%	黄金/加元	1868	0.8%	16.6%
彭博大宗商品指数	78.74	-1.8%	-7.3%	黄金/南非兰特	20284	1.0%	25.1%

资料来源：彭博社

黄金易受美联储影响

黄金表现超前

继5月份环比上涨1.7%、6月份环比飙升8%之后，金价涨势似乎已经停滞，本月初至今仅上涨0.7%。尽管我们认为，根据黄金数月来的表现，长期投资黄金的理论依据充分（比如，更宽松的全球货币政策及信贷环境等），但从短期来看，黄金似乎正遭遇逆风，基本面“估值过高”，技术上呈现“超买”。

我们认为，自5月中旬以来，金价的飙升很大程度上源于对美联储大幅增加货币宽松政策的预期。

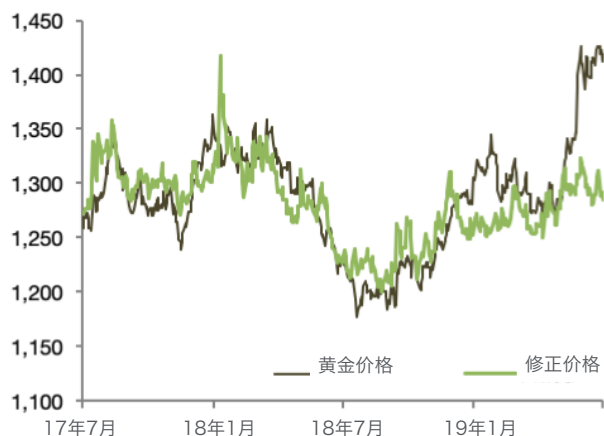
然而，自5月底以来，我们黄金模型的驱动因素几乎未出现任何变动，这些驱动因素具体为：i) 5国美元指数，ii) 美国10年期国债收益率，iii) 彭博基础金属指数，以及iv) 标准普尔500波动率指数VIX。虽然隔夜指数掉期（OIS）市场价格现在基本预示明年将会四次降息25个基点（本周开始），但自今年5月底以来，我们观察到，美国10年期债券收益率基本未变，而我们5国美元指数已下降1%，贱金属价格上涨2.2%，VIX指数下降6.5%，至12.2%。因此，我们的黄金模型“公允价值”估值实际下降了1.6%，至1285.3美元/盎司，意味着黄金被“高估”10.4%。

- 金价走高前，可能会在1350 - 1375美元/盎司的区间盘整。

近期黄金需求的激增带动了金银铸比的上升—黄金白银比率7月2日达到93.3:1的峰值，创海湾战争以来的最高。但据我们观察，投资者近期将目光转向了白银投资。峰值过后，金银铸比回落至86.5:1，银价上涨7.7%，金价上涨1%。

图4：黄金价格（美元/盎司）

在美元稳定、贱金属价格疲软、资产波动性较低的环境下，黄金似乎被大幅高估。



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

自5月底以来，黄金的飙升伴随着强劲的技术态势；市场参与者看好黄金预期，ETF、期货及期权需求强劲，且价格态势良好。但我们认为，这些态势也正逐渐变得捉襟见肘。

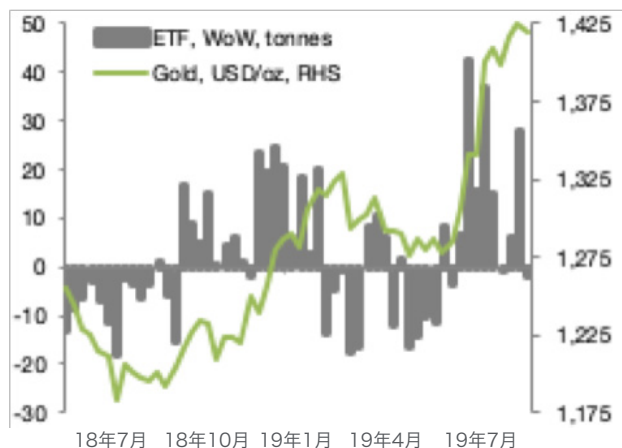
今年7月，彭博社对黄金市场参与者的调查显示，黄金平均净看涨28%，但金价在7月19日创下新高（1453美元/盎司）后，上涨势头似已停滞。黄金期权市场的上行势头明显放缓。尽管期权定价继续指向黄金上涨趋势，随着有利于黄金期权的黄金波动及期权定价偏差同时减缓，黄金期权的看涨需求有所减弱。

自5月底以来，黄金ETF的持有量增加了141 MT，至2338 MT。然而，在6月激增109 MT之后（截至6月7日的一周，ETF持有量惊人出现42.7MT的增长），7月份，ETF持有量仅增长了31MT，而截至7月26日的一周，ETF持有量实际上下降了2.1MT。我们观察到，在商品期货交易委员会（CFTC）报告中，净敞口非商业期货头寸具有同样的需求特征。根据CFTC的报告，6月份净敞口头寸激增193.4万，净敞口合约达27.9万份，长期黄金期货头寸7月份仅增加900份，合约持仓量较7月2日的净值峰值29.48万有所减少。

对于中期黄金持存来说，尤其当全球利率继续趋近零值的情况下，我们认为，黄金表现已超出其基本面，并受到非常强劲的投机兴趣的支撑。金价可能会受到美联储（Fed）鸽派转向的支撑，同时我们认为，投资者很可能会逢低买进，我们确实看到了短期回调的可能，强劲长期买盘有望发生在1350 - 1375美元/盎司区间。

图5：ETF持有量，WoW公吨

黄金ETF的净买盘开始减弱。



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

黄金受到降息预期的支撑

负收益工具价值上涨，黄金受到青睐

黄全球央行政策的鸽派转向引发了负收益率债务工具价值的飙升。据彭博社报道，负收益债券的总价值已从2018年10月的6万亿美元升至13万亿美元。负收益债务工具价值的上涨，以及投资者将黄金作为“稳健货币”替代品的看法，大大增加了黄金的乐观投资情绪。事实上，彭博（Bloomberg）数据显示，过去60天，黄金价格与美国5年期债券收益率之间的负相关达到-0.7，为20年来的最高水平。

在此之际，几位知名投资人公开增加黄金配置。布里奇特沃特首席执行官雷·戴利奥（Ray Dalio）在一篇名为《范式转变》（Paradigm change）的文章中指出，随着货币政策的有效性减弱，黄金可能成为一种颇具吸引力的财富储备。戴利奥认为，央行所使用的工具将会带来经济效率的降低，而且考虑到全球负债到期的影响，最终可能需要进行债务货币化和货币贬值。戴利奥认为，“当货币贬值、国内和国际冲突严重时，表现良好的会是黄金等资产投资。”

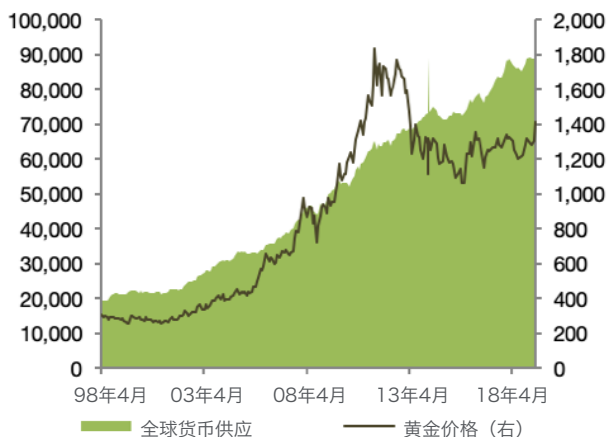
过去几周，各国央行官员一直表示，如有必要，将继续开展积极的货币宽松政策。欧洲央行（ECB）行长德拉吉最近宣布，准备扩大债券购买或降息以维持经济增长。日本央行（BOJ）也有望出台

更为宽松的政策。美国方面，隔夜指数掉期（OIS）市场的价格现在实际上已经反映了明年将进行四次25个基点降息。

“我认为，考虑将黄金纳入投资组合，既能降低风险，又能提高回报率。”——雷·戴利奥（Ray Dalio）

图6：黄金和全球货币供应量（10亿）

随着货币供应量的增加，黄金价格趋于上涨



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

尽管全球货币和信贷环境似乎提供了支撑，但金价近期的表现可能取决于来自美联储（Fed）的默许。我们认为，美联储（Fed）不太可能会打乱市场定价，但如果该银行未能满足近期的鸽派预期，我们预测，金价在恢复上行趋势前，将有可能跌破1400美元/盎司，在1350-75/盎司区间盘整。

世界黄金协会（WCG）：“上升的风险遇到宽松的货币政策”

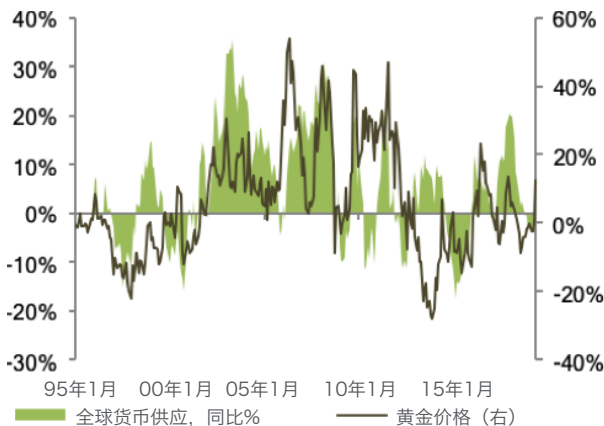
近日，世界黄金协会发布了其2019年中期展望报告。这份标题为《上升的风险遇到宽松的货币政策》的报告同时对黄金处于宽松信贷期间的情况做了分析。世界黄金协会援引数据显示，在实际利率为负的时期，黄金的历史回报率是其长期平均回报率的两倍多。黄金协会报告指出，“70%的发达市场债券的实际收益率为负，其余30%接近或低于1%。”在此背景下，黄金这类高质量、高流动性的另类资产可以帮助投资者更有效地平衡风险。”世界黄金协会表示，未来6至12个月，黄金投资需求很可能受到金融市场不确定性和宽松货币政策的支撑。价格上涨和仓位调整将推动金价上涨，并加剧波动性。

世界黄金协会确定了可能对金融市场和黄金造成影响的一些已知地缘政治风险。这些风险包括：i) 在美国和其贸易伙伴之间的贸易紧张关系中，高关税可能带来的潜在长期负面影响；ii) 美国和伊朗之间的地缘政治紧张局面；以及iii) 围绕英国脱欧以及英国和欧洲其他政治和经济问题的不确定性。

据世界黄金协会预期，印度财政部最近将黄金进口关税上调2.5%的举措，可能会导致2019年黄金需求减少约2.4%。但黄金协会预计“印度和中国经济的结构性改革很可能会为长期需求提供支撑”。

图7：黄金和全球货币供应量（同比）

货币供应可能再次趋向上涨



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

银价反映出投资者兴趣高涨

白银复苏

白银价格月环比上涨6.9%，7月份达到16.40美元/盎司，为近几年来表现最好的月份之一。银价上涨后，金银比率（GSR）7月2日创下数十年来高点，至93.3:1，随后回落至目前的86.5:1。因白银在工业、珠宝、实物金条和硬币领域的需求持续疲软，白银的实际需求并未出现明显复苏，其最近的上涨可能源于强劲的ETF投资需求。全球最大的白银ETF—SLV持仓的大量资金流入印证了这一点。白银咨询公司Metals Focus发布的年度报告显示，继2017年白银产量同比下降2.0%之后，2018年，白银产量同比下降3.4%。初级白银生产商的产量同比下降8.4%，至7457吨，占总供应量的28.5%。按国别计算，2018年全球最大的三个白银生产国分别为墨西哥（5950吨）、秘鲁（4356吨）和中国（3616吨）。值得注意的是，因主要银矿“Escobal”受当地争端影响而停产，危地马拉未在此列表中。据Metals Focus预计，2019年白银供应将增长3.8%。

各国央行黄金购买脚步放缓

世界黄金协会（WGC）数据显示，各国央行5月份的黄金购买量下降了23%。今年5月，俄罗斯央行仅增加6.2吨外汇储备，6月购买额增至18.7吨，黄金总储备达2209吨。2019年上半年，俄罗斯的黄金购买总量约为95.8吨，较2018年同期下降9.0%。中国央行（人民银行）6月增加黄金储备10.3吨。尽管中国央行6月份已连续第七个月增加黄金储备，但购买量与4月（14.9吨）和5月份（15.9吨）相比有所下降。自

- 白银价格月环比上涨6.9%，金银比率（GSR）跌至86.5:1
- 中国和俄罗斯央行黄金购买量5月和6月有所放缓

图8：黄金白银比率

黄金白银比在达到93.3:1峰值后，保持在86.5:1的高位



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

2018年12月恢复官方黄金购买以来，

中国央行已购入84吨黄金，价值约38.2亿美元。中国人民银行目前持有的黄金储备总量为1927吨。

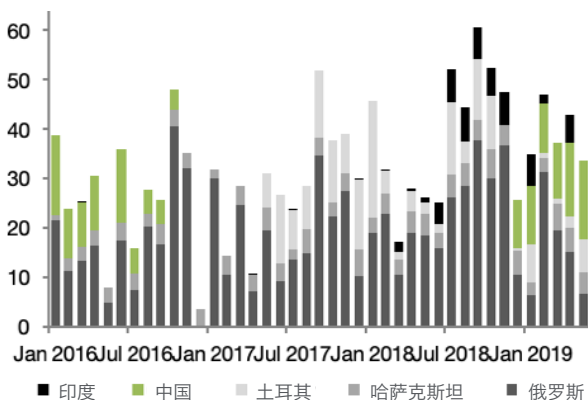
在各国央行黄金储备需求放缓的步伐中，波兰是个例外。该国在6月份出人意料地宣布增加95吨黄金储备，总储备达到228.6吨。虽然各国央行购买黄金的总体步伐已经放缓，但世界黄金协会（WGC）报告显示，2019年前五个月，各国央行的黄金需求同比增长73%。此外，据世界黄金协会年度调查发现，大多数央行预计于明年增加黄金储备，38%的全球央行预计其黄金储备不会发生变化，且没有央行认为黄金储备会减少。

欧洲央行撤销《黄金协议》

随着黄金市场的时局发生变化，欧洲央行（ECB）宣布不再与欧洲21家央行续签限制黄金销售的协议。据欧洲央行表示，因黄金市场“在成熟度、流动性和投资者方面”都已发展成熟，最初于1999年生效的黄金协议将不再续签。该协议是布雷顿森林体系（Bretton Woods）解体后，欧洲央行为稳定黄金市场而制定。协议规定了黄金销售配额，并制定了各储备银行黄金销售协调计划。对于欧洲央行的此番决定，世界黄金协会（WGC）的一名代表回应道，“欧洲本身现在就是黄金的净买家——没有人需要销售协议。”

图9：央行需求

中国6月份仅购入黄金10.3吨



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。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。此文本的信息可能随时在无预先通知的情况下更改或撤销。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