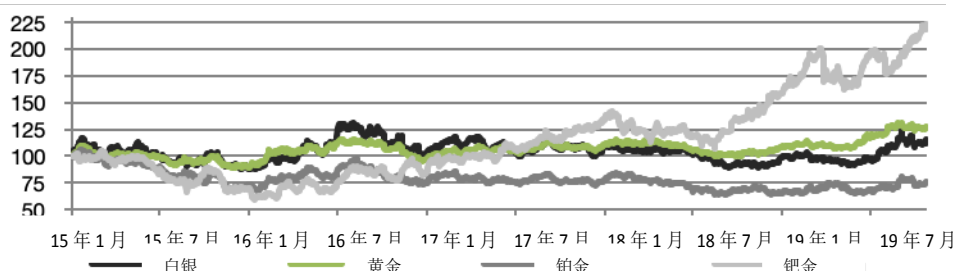


## 亮点

- 金价 10 月几乎没有浮动，且普遍存在下跌风险（月环比下降 0.1%），难以恢复上涨势头 (P1)
- 鉴于美元和债券收益率稳定，资产市场波动性下降，预计金价会在未来几周内盘整 (P2)
- 预计美联储本周将降息 25 个基点，尽管其可能预示加息行动暂时告一段落，偏向鸽派的政策为债券收益率提供支撑，令黄金承压。 (P3)
- 央行需求继续为黄金提供支撑，印度零售需求急剧下降 (P4)
- 钯价 10 月 25 日创下 1785.83 美元/盎司新高 (P5)

图 1：贵金属价格指数（2015 年 1 月 1 日=100）

本月贵金属价格走高，钯金尤其突出，继续延续近期涨势



资料来源：彭博资讯

## 受美联储新一轮美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议影响，金价悬而未定

黄金价格 10 月几乎没有变化，当前价格为每盎司 1505 美元（月环比下降 0.1%）。虽仍高于 200 日 MA（1,380.5 美元/盎司），但很难恢复到 6 月至 8 月中旬的强劲涨势。

根据 US data 10 月公布的数据，美国 9 月零售额（月环比下降 0.3%）和新屋销量（月环比下降 0.7%）均不理想，非国防资本货品订单同样出现下跌（月环比下降 0.3%），从而进一步加深了人们对美国经济正在恶化的看法，并认为市场有 90% 的可能会在 10 月 29-30 日召开的联邦公开市场委员会会议（FOMC）后，要消化美联储再次降息 25 个基点的带来的影响。

黄金投资者似乎也消化了金价下跌的影响，黄金价格近日出现小幅上涨，看涨情绪开始升温。彭博（Bloomberg）最新一期的每周市场调查显示，看涨预期高升至 56%，而看跌情绪仅为 19%，25% 的黄金受访者对黄金态势持中立态度。

尽管我们的模型显示黄金正越来越被高估，但黄金强劲之势依然未减。目前，我们的黄金模型显示黄金的“公允价值”为 1377 美元/盎司，意味着金价已高估出 9.3%。

随着全球债券收益率开始企稳（美国 10 年期债券收益率升至 1.79%），我们认为，黄金价格仍有下调空间，落回与我们的模型估计相符的水平，而这意味着黄金存在大幅下跌的风险。我们认为美国的短期货币宽松政策在很大程度上已被市场消化，鉴于美元和债券收益率的稳定以及资产市场波动性下降，预计金价会在未来几周内盘整。

图 2：价格快照（2019 年 10 月 25 日）

价格 (美元/盎司)	10 月 19 日	月环比%	同比%
黄金	1,505	-0.1%	22.3%
白银	18.04	0.2%	23.4%
铂金	926	-0.4%	11.9%
钯金	1,766	7.4%	59.9%

资料来源：彭博资讯

图 3：定价和指标（2019 年 10 月 25 日）

相关指标	10 月 19 日	月环比%	同比%	用关键货币表示的价格 (盎司)	10 月 19 日	月环比%	同比%
标普 500 指数	3,023	1.3%	11.7%	黄金/印度卢比	106,661	-0.3%	18.3%
美元指数 (5 国代理)	126.35	-1.3%	0.6%	黄金/人民币	22,655	-1.0%	24.4%
西德州轻质原油 (美元/桶)	56.66	0.3%	-15.8%	黄金/澳元	2,205	-1.1%	26.9%
铜 (美元/公吨)	5,907	2.6%	-5.5%	黄金/加元	1,965	-1.6%	22.1%
彭博大宗商品指数	79.50	0.7%	-6.1%	黄金/南非兰特	22,008	-2.7%	23.1%

资料来源：彭博资讯

# 黄金盘整似乎仍将持续。

## 金价近期有所调整

黄金价格在 9 月 5 日达到 1577 美元/盎司的峰值，随后出现盘整，过去一个月的交易区间为 1459 -1536 美元/盎司，价格基本无变化，为 1505 美元/盎司。尽管金价已做盘整，但仍远高于 200 日 MA (1380 美元/盎司)，动能指标显示上行动能已经停滞。鉴于近期全球债券收益率的上升和资产市场波动性下降，我们认为未来一个月金价仍有进一步回调的空间。

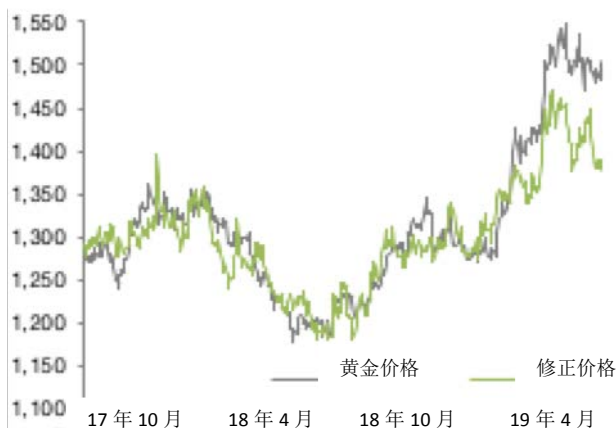
根据我们的观察，与近几周金价上行动能丧失相一致，虽然期货和 ETF 均显示投机性仓位仍大量做多，但市场仓位也出现了盘整。CFTC 报告称，净未平仓非商业期货头寸为 290.5 个多头合约（占未平仓总头寸的 72.5%），总计 823.6MT。自 5 月底以来，该数量增加了 581.1MT。与此同时，截至 10 月 25 日的一周，已知 ETF 持有量减少了 3.4MT，这也是 6 周以来首次出现减少。虽然如此，自 5 月底以来，已知 ETF 持有量仍然增加 353MT。我们的结论是，尽管投机性仓位已从 9 月的高位回落，其仍然是黄金的一大重要阻力。

黄金期权市场也指向盘整。一个月期远期隐含波动率 8 月 14 日达到 16.8% 的峰值，随后回落至 12.3%，黄金一个月期 25delta 风险逆转斜率也在同一时期由 3.9% 降到了 2.7%。这一情形显示出，由于对价外看涨期权的进一步需求减少，预计目前黄金期权市场将有所放缓。尽管如此，黄金 12 个月期 25delta 风险逆转仍然严重倾斜，为 5.5%，有利于黄金看涨期权。

另一个表明黄金可能正在进行盘整的迹象为近期铸币率（黄金与白银比率）的下降。铸币率 2019 年 7 月 5 日达到 93.3:1 的峰值，

图 4：黄金价格（美元/盎司）

尽管金价最近几周出现盘整，但仍远高于我们的“公允价值”估值。



资料来源：彭博资讯、Redward

随后回落至 83.4:1，其中白银上涨 20.3%，黄金仅上涨 7.5%。我们认为，银价上涨和铸币比率的下降显示出市场避险情绪有所减弱，投资者对工业部门的信心可能有所改善。

- 鉴于美元和债券收益率的稳定和资产市场波动性下降，我们预计金价会在未来几周盘整。

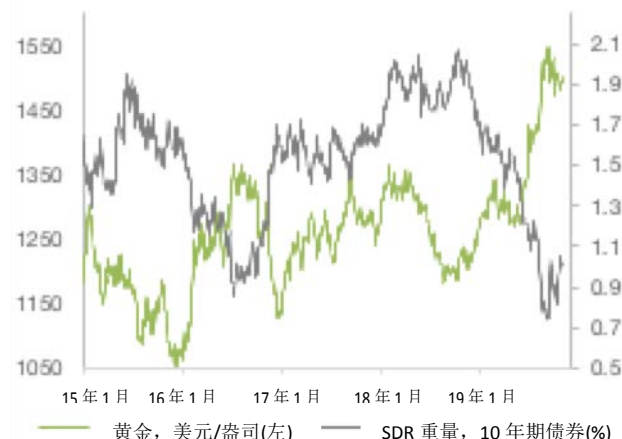
## 基本面驱动因素也有所减缓

黄金基本面指标同样指向盘整。我们的黄金模型显示黄金当前的“公允价值”为 1377 美元/盎司，意味着金价被高估出 9.3%。回顾一下我们模型的驱动因素：i) 五国美元指数；ii) SDR 加权 10 年期债券收益率；iii) 彭博基础金属指数，以及 iv) 标普 500 VIX 指数；

虽然我们的 5 国美元指数月初迄今已经下跌 1.5%，但自 5 月底以来，美元仅下跌 0.3%，对金属提供的支撑微乎其微。与此同时，我们的 SDR 加权 10 年期债券收益率（过去 12 个月与黄金的每周关联度为 -0.95）显示当前“公允价值”为 1442 美元/盎司（见图 5）。如果中美成功签署第一阶段的贸易协定，加之经济指标继续企稳（我们认为有可能发生），债券收益率会进一步盘整，将对黄金构成下行压力。资产市场波动性方面，投资情绪也明显改善，标普 500 波动率指数（S&P500 VIX）由 10 月 2 日的 20.6% 跌至今天的 12.7%，而固定收益市场波动率的移动指数也由 89.4% 降至 67.1%。资产市场波动性的下降与投资情绪的改善呈现一致（同样一致的还有近期标普 500 指数的上升），所有这些均表明，金价还有进一步盘整的空间。

图 5：债券收益率及黄金价格（美元/盎司）

全球债券收益率的下降一直是 2019 年金价上涨的主要驱动因素，但目前似已企稳。



资料来源：彭博资讯、Redward

# 金价经历“周期中回调”

## 金价出现“周期中回调”。

10月29-30日，美联储召开了新一轮的联邦公开市场委员会（FOMC）会议。会议召开之前，OIS市场已开始消化降息25个基点的预期，联邦基金利率因此下降1.75%，政策走廊则设定在了1.50-1.75%。根据波士顿联储主席埃里克·罗森格伦（Eric Rosengren）和美联储官员乔治（异见人士）的“共识”，以及鲍威尔所重申的近期降息将在与周期中放缓相一致的方向进行调整的美联储观点，我们预计联邦公开市场委员会（FOMC）将下调联邦基金利率25个基点。

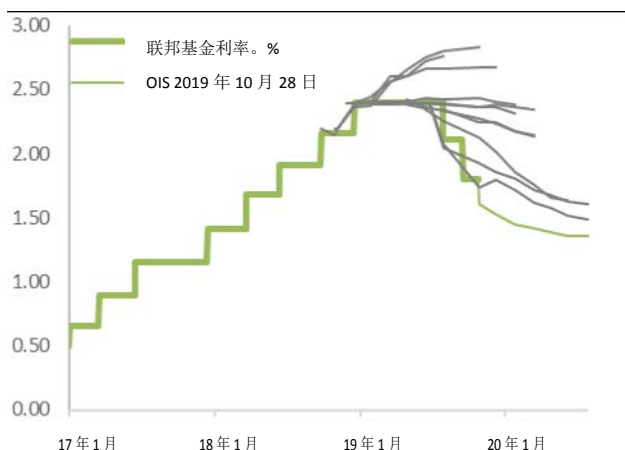
投资者近几个月的一个主要担忧是，随着通胀走软和通胀预期减弱，经济活动似乎正在放缓。这些动态导致债券收益率大幅下跌，美国10年期债券收益率从2018年底的2.68%跌至9月3日的低点1.45%。虽然短期利率也有所下降，但它们受美联储利率政策、银行间流动性状况趋紧以及大规模美国国债发行的制约。这一情形导致3个月期美国国债/10年期国债收益率差由2018年底的+26个基点降至9月3日的-42个基点。收益率曲线的反转使得衰退概率模型飙升。

我们模型（以美联储模型为基础）显示，未来12个月的衰退概率上升到了39.5%，与1990/91、2001/02和2007/08衰退水平相似。

不过，自9月初以来，受9月18日降息25个基点美元/盎司形态，以及美联储的鸽派倾向，我们预计OIS市场可能不愿再消化进一步的降息举措。

及为缓解市场对银行间流动性情况的担忧而重新引入拍卖回购举措的影响，3个月期美国国债收益率已跌至1.66%。与此同时，美国10年期债券收益率已升至1.81%，使得收益率曲线正常化（为+15个基点），这与衰退概率（约为27%）相一致，并与上世纪90年代中期的峰值水平相一致。虽然仍然令人担忧，但并未达到值得警惕的地步。

图6：美联储利率，%  
市场定价正转向“周期中回调”。



资料来源：彭博资讯，Redward Associates

- 美联储的鸽派做法和宽松的货币环境支撑股价和债券收益率的上升，令黄金承压。

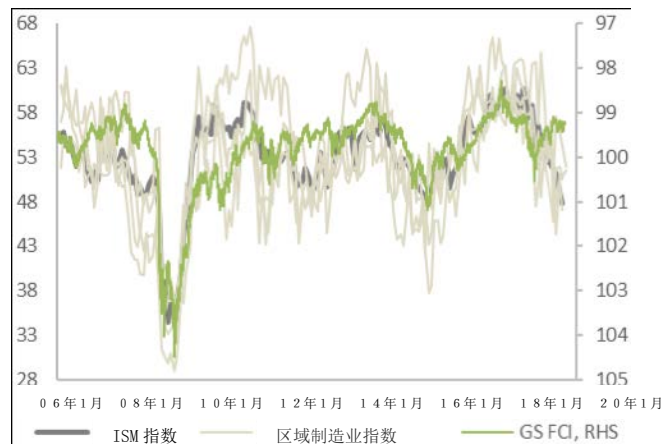
我们认为，受以下因素的综合影响，经济活动将有所放缓：i) 紧缺性-无大量可雇用的劳动力；ii) 2018年刺激性财政政策的发散效应；iii) 2017-18财年货币紧缩的滞后效应，iv) 制造业的库存周期迹象，以及v) 外部需求放缓，我们认为，中美贸易紧张关系仅是部分驱动因素。未来方面，我们认为，产能限制和更为中性的财政政策预示着GDP增速将放缓。根据我们的估计，放缓空间将仅停留在1.75%±0.25%。但观察自2018年底以来金融状况的缓解形势，我们认为，至2020年，经济可能会呈现适度的增长，而美国股市似乎已在消化这一点。

## 降息过后，黄金市场将何去何从？

我们预计美联储主席鲍威尔会提醒金融市场参与者，此次出台的政策并非出于事先准备。预计美联储将保持对经济的总体乐观评估，即在低失业率和低于目标的核心通胀率下，经济活动接近/高于潜在水平，但可能进一步攀升。其表明，未来利率的任一走势都将取决于数据。金融市场参与者可能将其作为降息周期暂时告一段路的信号，但鉴于OIS曲线的形态，以及美联储的鸽派倾向，我们预计OIS市场可能不愿再消化进一步的降息举措。

而如果金融状况保持宽松（看似很可能发生），美国（及全球）债券收益率可能会进一步上升。鉴于债券收益率与金价高度相关，这也意味着对黄金的态势应保持谨慎态度。

图7：金融状况及地区ISM指数。  
金融状况仍然为经济活动的回升提供支撑。



资料来源：彭博资讯，Redward Associates

# 黄金需求喜忧参半，印度需求疲软

## 印度零售黄金需求暴跌

中国和印度两大主要黄金市场近几个月的黄金零售需求大幅下降，部分原因为本币计价的黄金价格走高。印度 9 月份进口黄金 13.5 吨，为 2016 年以来最低水平（同比下降 89%）。尽管 10 月有通常会带来黄金需求量提升的十胜节（Dussehra）和排灯节（Diwali）两大节日作为支撑，但黄金需求并未提升。9 月已是印度黄金进口连续大幅下降的第三个月（7 月和 8 月均非常疲弱）。年初至今，印度黄金进口量同比下降 12%。

印度珠宝市场一直处于高压状态。据报道，在 8 月份举行的印度国际珠宝展上，海外买家取消了 30% 的订单，珠宝商的销售额与去年同期相比下降近 50%。

- 印度 9 月份黄金进口量降至 13.5 吨（同比下降 86%）

## 央行黄金需求持续快增

今年 9 月，中国新增黄金储备 5.9 吨，自 2018 年 11 月以来，黄金购买总量已达 105.8 吨。中国 10 月份黄金储备为 1942.4 吨，按现货价格计算，其总价值为 940 亿美元（合 1505 美元/盎司）。

值得注意的是，中国的黄金储备增速已下降。在截至 7 月份的 8 个月内，中国每月都会买入逾 10 吨的黄金。然而，中国每年 8 月和 9 月的购买量仅为 5.9 吨。中国的黄金购买行动是继续

减速还是完全停止，目前尚不明确，其在很大程度上取决于中国的“去美元化”（减少对美元的依赖）行动和中美贸易的谈判结果。

- 中国人民银行 9 月份购入 5.9 吨黄金，自 2018 年 12 月以来，黄金购买量超过 100 吨

俄罗斯继续以稳定的速度积累黄金，仍然是最稳定的黄金买家之一。1 月至 9 月，俄罗斯购入黄金 145 吨，其中，9 月份购入黄金 12.4 吨。

此外，土耳其、波兰和哈萨克斯坦也成为 2019 年迄今为止的前五大买家。总体而言，年初至 8 月，全球各国央行增加了近 500 吨的黄金储备。

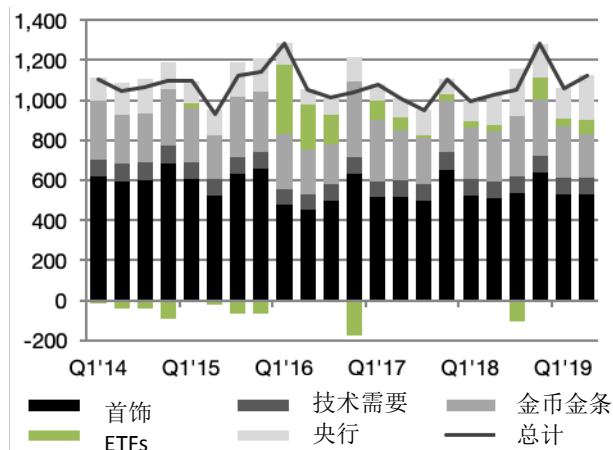
## 巴里克黄金公司与坦桑尼亚达成协议

10 月 20 日，巴里克黄金公司称，已就坦桑尼亚与巴里克旗下子公司 Acacia Gold 之间的矿业纠纷达成一项协议。巴里克黄金公司的 Bulyanhulu、North Mara 和 Buzwagi 三座金矿将由运营公司 Twiga Minerals 进行管理，坦桑尼亚政府持有每座金矿 16% 的所有权。

该协议内容包括支付 3 亿美元解决悬而未决的税款纠纷，解除出口禁令，以及达成了矿山未来经济利益对半平分的协议。巴里克黄金公司与坦桑尼亚政府的纠纷可追溯到 2017 年，当时坦桑尼亚当局向巴里克开出了数十亿美元的罚单，令其缴纳税款、罚金和利息，迫使巴里克停业。Acacia Mining 矿业公司当时的收益为 10 亿美元，时为坦桑尼亚最大的矿业公司。

图 8：全球黄金需求（公吨）

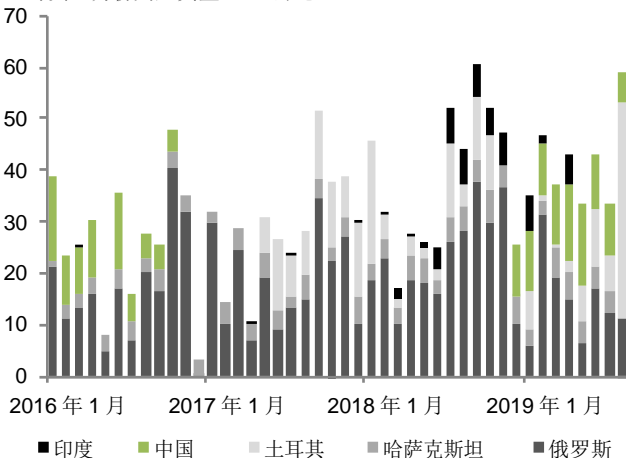
全球黄金需求二季度增长 9.4%



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

图 9：央行需求（公吨）

土耳其 8 月份购入黄金 41.8 公吨



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates



# 钯短缺导致价格飙升

## 钯金飙至新高

虽然黄金在 10 月的大部分时间走势艰难，钯金却在 10 月 25 日飙升至 1785.83 美元/盎司的新高。年初迄今，钯价已上涨 40.9%（同比上涨 59.9%）。尽管全球最大钯金市场——汽油和混合动力汽车催化转换器市场增速放缓，钯金价格依然坚挺。虽然汽车销售停滞（尤其是中国）不前，但监管机构对提升催化转化器中钯浓度的规定支撑了对钯金的需求。

钯价 10 月 25 日创下 1785.83 美元/盎司新高

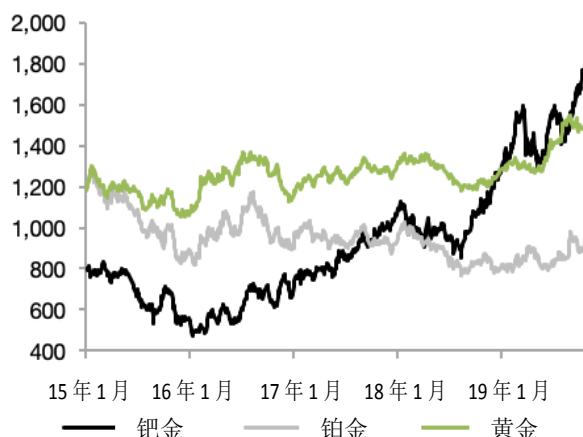
此外，供应短缺也是钯价上涨的另一驱动因素，目前只有南非供应量超全球的 2/3，进一步的盘整正在形成。10 月初，帕拉铂金公司（Impala Platinum Holdings）同意以 10 亿美元收购总部位于多伦多的北美钯金公司（Palladium）的全部股份，合并后，该公司的钯金供应量占全球的 13%。与此同时，南非最大工会发起的罢工行动继续引发对市场紧缺的担忧。

铂金虽被认为是比钯金更便宜的替代品，但因汽车催化剂的复杂性，加之因一些汽车制造商存在尾气排放问题而在汽车设计上优化了对钯的应用，这种失衡在短期内不太可能回调。

增长势头强劲加上汽车需求并未进一步走弱，很难预测钯价近期是否会回落。长期来看，可能会出现钯的一些替代品，令钯价逐渐回落至其长期平均水平（约 800 美元/盎司）。

图 10：钯、金和铂，美元/盎司

2018 年 12 月，钯价超过金价



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

## 黄金交易领域出现新发展

10 月初，英国巴克莱银行（Barclays）推出了全球首个金银类零费用贵金属交易所交易产品。但巴克莱的交易所交易型票据 iPath Gold ETN 和 iPath Silver ETN 并无实物黄金持有量作为后盾，而是巴克莱银行所发行的无担保债务凭证。这两类产品都将使用衍生品来匹配 3 个月远期金银价格提供的总回报。

这些产品在人们对贵金属 ETF 兴趣重燃之际推出，并将与道富（State Street）推出的全球最大、最受欢迎的黄金 ETF“GLD”展开竞争。截至 10 月底，GLD 的资产额为 440 亿美元，年费为 0.4%。

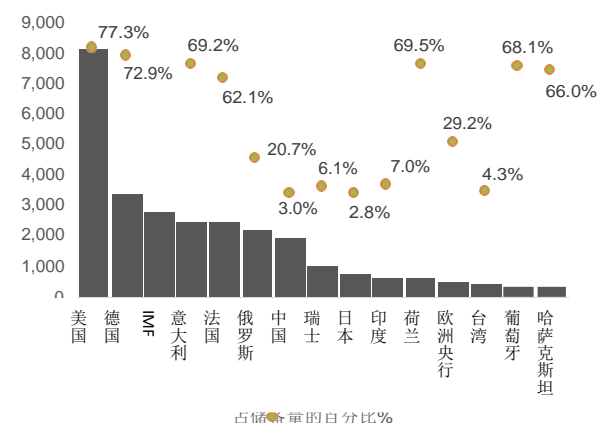
## 伦敦和上海仍为黄金交易首选

伦敦场外交易市场（OTC）仍然是黄金交易的中心，约占全球名义交易额的 70%。而美国期货市场（COMEX）则越来越多地被用于价格发现，交易量集中在活跃的月份合约上。

此外，上海黄金交易所（SGE）仍是全球最大的实物黄金交易场所。SGE 在实物交易中的优势很大程度上归功于有利的监管支持，该交易所为中国唯一的黄金官方交易平台。也就是说，所有的进口黄金、回收黄金和国内开采黄金均通过 SGE 进行交易。此外，除非获利，购买黄金免征增值税。

图 11：央行黄金储备（吨）

哈萨克斯坦迈入前 15 大黄金储备国之列



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，仅用于提供一般信息。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

本报告与 Redward Associates Limited 联合备制。



Peter Redward

[www.redwardassociates.com](http://www.redwardassociates.com)

电话: +64 9 379 8831

电子邮箱: [peter@redwardassociates.com](mailto:peter@redwardassociates.com)

PO Box 5091, Wellesley Street, Auckland 1141, New Zealand



如需更多信息，请随时与我们联系。

OANDA 亚太平洋公司

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](mailto:frontdesk@oanda.com)

网址: [oanda.com](http://oanda.com)