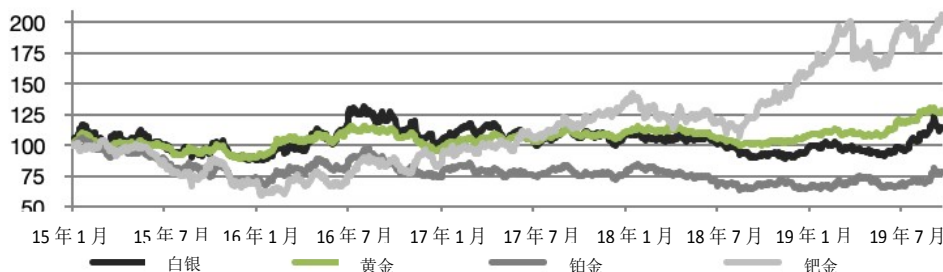


## 亮点

- 金价九月再创新高，当月下跌尽 4.7%，随后因中东出现紧张局势而出现回升 (P1)
- 我们的黄金模型凸显了黄金的潜在下行风险，当前“公允价值”为每盎司 1406.7 美元，低于现货价格 7.8% (P2)
- 中国人民银行 8 月份仅增加 5.9 公吨黄金储备，香港黄金大量外流 (P3)
- 美联储 9 月份将联邦基金利率目标区间下调至 1.75-2.00% (P4)

图 1：贵金属价格指数（）2015 年 1 月 1 日=100）

8 月份金价飙升至 1500 美元/盎司上方



资料来源：彭博资讯

## 中东紧张局势爆发，黄金走势扑朔迷离

金价 9 月 5 日触及每盎司 1557.11 美元的新高，但随着全球风险的消退，金价迅速回落。金价随后在当天跌至 1483.49 美元/盎司(-4.73%)的月内低点，随后因对中东局势的担忧，部分回升至 1516.90 美元/盎司。

9 月 14 日，世界最大的石油加工设施沙特阿拉伯 Abqaiq 和邻近的 Khurais 油田遭到十几枚巡航导弹和 20 多架无人机的袭击。占全球供应 5% 以上的石油生产暂时停产，布伦特原油价格上涨 19.5%，至每桶 71.95 美元。也门叛军胡塞武装声称对此次袭击负责，但美国和沙特阿拉伯均表示伊朗才是幕后黑手。

袭击发生后，黄金价格上涨 1.65%，此后一直动荡，跌破袭击发生前的普遍水平。之后，美国总统特朗普批准向中东部部署军队，伊朗革命卫队(Révolutionary Guard)则警告

“进攻不会再设限”，并誓将“打击任何侵略者”。随着这些事件的发生，黄金出现回升。尽管有战争升级的可能（尤其是美国对伊朗非民用军事资产进行报复性打击加强了这种可能），但我们相信，美国公众对与伊朗长期冲突的容忍是有限的，因此会首先考虑其他的选择，美国鹰派国家安全顾问约翰·博尔顿(John Bolton)被解职尤其说明了这一点。黄金随后面临的风险是，随着紧张局势有所缓和，黄金有可能会恢复到 9 月中旬之前所观察到的下行趋势。虽然我们普遍看好黄金的长期前景，但我们的黄金模型也凸显了黄金的价格风险，当前“公允价值”（1406.7 美元/盎司）较现货低 7.8%。

图 2：价格快照（2019 年 9 月 20 日）

价格（美元/盎司）	9 月 19	月环比%	同比%
黄金	1,517	7.0%	25.8%
白银	17.99	4.7%	26.0%
铂金	946	10.6%	13.7%
钯金	1,643	11.5%	56.0%

资料来源：彭博资讯

图 3：定价和指标（2019 年 9 月 20 日）

相关指标	9 月 19 日	月环比%	同比%	用关键货币表示的价格（盎司）	9 月 19 日	月环比%	同比%
标普 500 指数	2,992	2.3%	2.1%	黄金/印度卢比	107,616	-0.1%	23.3%
美元指数（5 国代理）	127.36	0.2%	3.5%	黄金/人民币	10,756	1.1%	30.3%
西德州轻质原油（美元/桶）	58.09	4.3%	-18.0%	黄金/澳元	2,242	1.2%	35.4%
铜（美元/公吨）	5,770	1.1%	-5.0%	黄金/加元	2,012	0.6%	29.2%
彭博大宗商品指数	79.20	3.1%	-5.6%	黄金/南非兰特	22,655	-1.1%	31.1%

资料来源：彭博资讯

# 金价9月跌至1483美元/盎司

## 避险情绪消退，金价开始回落.....

金价本月开局强劲，9月5日触及每盎司1557.11美元的6年新高。然而，金价涨势在随后的几周大幅收窄，9月19日跌至每盎司1483.49美元的低点（跌幅4.73%）。

避险情绪的消退是金价下跌的原因，在各国央行的一致支持下，资产市场反响积极。随着金价下跌，标准普尔500指数上涨1.63%，波动率指数从17点跌至13点，美国10年期国债收益率从1.47%上涨31个基点，至1.78%。

自5月底以来，黄金价格一路狂飙（年初迄今上涨18.6%），我们认为，金价上涨已过头。我们曾做出过提醒，在技术和基本面指标的支撑下，黄金价格过度上涨，速度过快，而调整似乎姗姗来迟。

## .....仅在中东事件爆发后出现回弹.....

此前有消息称，无人机袭击沙特阿拉伯数家最大的石油和天然气设施导致原油生产暂时陷入瘫痪，黄金价格下跌是短暂的。据报道，此次袭击导致全球石油日产量减少570万桶，在国际能源署(IEA)公布的约1亿桶全球石油日产量中占了相当大的比例。

金价最初上涨1.65%，随后下跌，随着美国总统特朗普批准向中东部部署美国军队和导弹防御设备消息传出，金价一度上涨至1516美元/盎司，较9月份的低点上涨2.3%。与此同时，CFTC报告称，上周未平仓非商业黄金净多头敞口

合约达328.3万份，占未平仓合约总额的78.3%。非商业期货持有量目前为1021公吨，自5月中旬以来增加了622公吨。过去一个月，已知ETF持仓增加81公吨，至2508公吨，这意味着自5月中旬以来，已知ETF持仓增加了314公吨。

- 金价较9月份高点下跌4.7%，随后因中东局势令人担忧而出现回升

## .....但“公允价值”的上升仍然难以捉摸

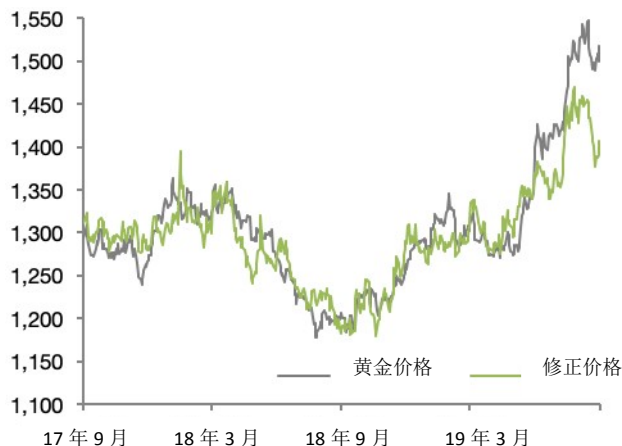
尽管中东地区地缘政治紧张局势加剧，美元仍然保持稳定(+0.2%MoM)，这对黄金来说是一个下行因素。为黄金提供更多支撑的全球债券收益率大幅下降，在沙特阿拉伯石油生产中中断后的4天里，我们的SDR加权10年期债券收益率下降了7个基点。

我们的黄金模型还凸显了潜在的下行风险，“公允价值”目前显示为每盎司1406.7美元，较当前金价低7.8%。这使得黄金现货价格与我们的“公允价值”模型之间的偏差接近近年来的最高水平。回顾一下我们模型的驱动因素：i) 五国美元指数；ii) 标普500 VIX指数；iii) 彭博基础金属指数，以及iv) SDR加权10年期债券收益率。

鉴于黄金交易价格远高于“公允价值”预期，投机头寸仍处于高位，我们认为，黄金的近期风险在于，因地缘政治紧张局势缓和，金价有可能会恢复到9月份所观察到的下跌趋势。长期来看，我们预计全球债券收益率的走软和可能出现的一个或多个“避险”风险事件将推动金价走强。

图4：黄金价格（美元/盎司）

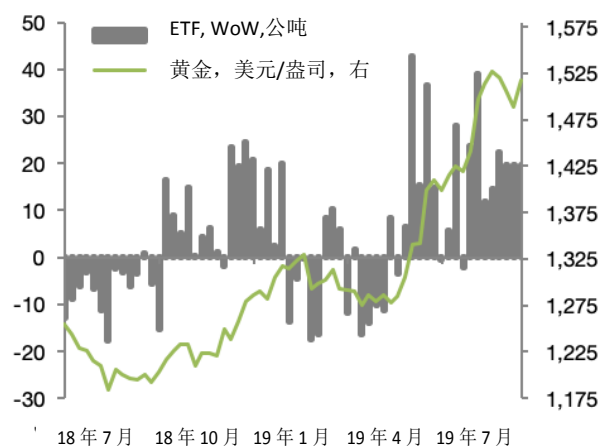
黄金价格继续高于我们模型的“公允价值”估值。



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

图5：期货持仓及黄金价格（美元/盎司）

已知ETF持有量过去一个月增加了81吨



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

# 中国8月份黄金需求停滞不前

## 中国的黄金储备和产出均在放缓

今年8月，中国央行仅增加了5.9吨黄金储备。相比之下，今年头4个月的总收购量为43公吨。尽管有报道称中国正努力“去美元化”，但中国央行购买黄金的步伐有所放缓。

上海黄金交易所(SGE)月度提取量作为反映中国黄金需求较好的一个指标，与去年同期相比也大幅下降，8月份提取量为107.7公吨。该提取量较去年同期减少43.5%，较上月减少16.7%。对黄金的进口限制可能是提取量大幅下降的主要原因。

尽管中国仍保持全球第一黄金生产国的地位，但其黄金产量与黄金需求均在同步下降。随着国内产出下降和海外产出的增加（尤其是俄罗斯和澳大利亚），中国的显著领先地位看起来正在减弱。

## 澳大利亚2019财年提升黄金产出

咨询公司 Surbiton Associates 的数据显示，截至2019年6月，作为全球第二大黄金生产国的澳大利亚黄金产量增加。Newcrest Mining 的 Cadia（28公吨）等国内一些较大的矿场增幅尤为明显。2019财年，澳大利亚黄金产量达到3.21亿公吨，高于上一财年的3.10亿公吨。我们预计，随着新矿产量的增长，加之澳大利亚采矿环境的有利局面，明年该国黄金产量将继续增长。

## 香港黄金大量外流

随着香港政治动荡的升级，个人投资者纷纷迅速将黄金持仓从这一金融中心转出。新加坡和瑞士一直是香港黄金的主要接收国，价值数亿美元的黄金流出香港，大部分流向了新加坡。

除了个人投资者的黄金流动，香港与中国内地的双边黄金贸易也有所放缓。香港黄金进口目前占中国黄金进口总额的37.8%，去年和2017年分别为40.5%和60.0%。2019年上半年，从香港流入中国的黄金从一年前的321.1公吨降至175.7公吨，下降45%。

“就投资者和储户的资产安全和法治而言，新加坡现在……脱颖而出，成为亚洲首屈一指的储备地”

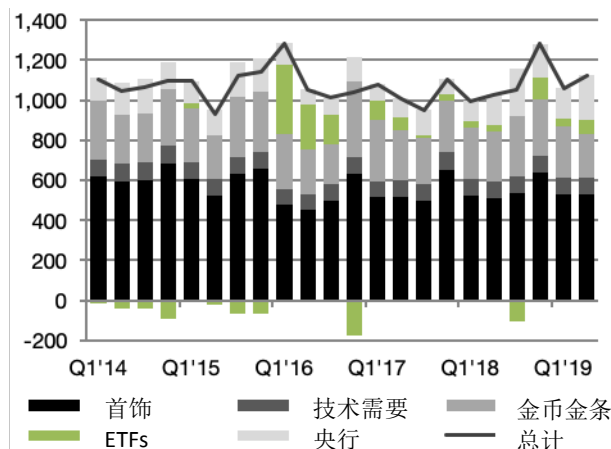
-Torgny Persson（2019年9月17日）

## 英国需求推动瑞士黄金出口增长

瑞士8月份出口英国的黄金增长24%，达到7年以来的高点112.5吨，这在很大程度上缓解了瑞士对亚洲出口的下降。瑞士8月份对英国的黄金出口占瑞士黄金出口总额的64%。英国黄金需求的突然增长似乎是受全球经济放缓预期和“无协议脱欧”事件的驱动，黄金ETF大量流入（最大黄金ETF由在伦敦的储备支撑）。在世界其他地区需求疲软时（比如当前的中国、印度和香港），将精炼黄金出口到伦敦的情况也很常见。

图6：全球黄金需求（公吨）

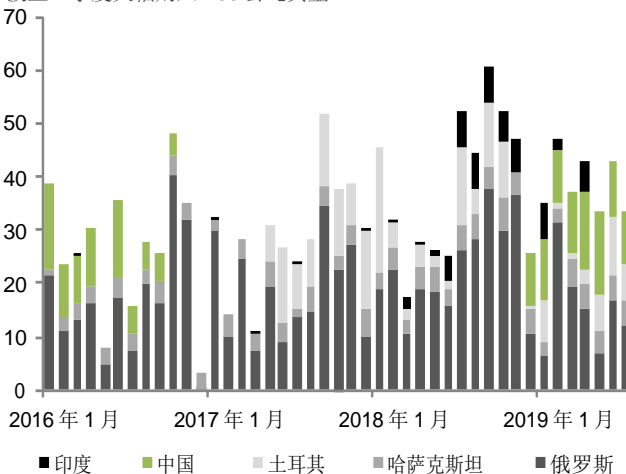
全球黄金需求二季度增长9.4%



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

图7：央行需求（公吨）

波兰二季度大幅购入100公吨黄金



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

# 美联储再次降息

## 美联储宣布降息 25 个基点

美联储继 8 月 1 日降息 25 个基点后，9 月 18 日再次降息 25 个基点。将联邦基金利率目标区间下调至 1.75-2.00% 的最新决定比以往更具争议，自 2016 年 9 月以来第一次出现政策制定者对美联储决策的三种不同意见。作为唯一的鸽派政策制定者，詹姆斯·布拉德（James Bullard）辩称，需要更大幅度的降息（50 个基点），以便为防范通胀下降和经济放缓“提供保障”。埃里克·罗森格伦（Eric Rosengren）在降息时机上存在分歧，倾向于暂时保持利率不变。而来自堪萨斯城的美联储地区主席埃斯特·乔治（Esther George）则希望保持联邦基金利率的稳定。

- 美联储 9 月份将联邦基金利率目标区间下调至 1.75-2.00%

美联储援引全球担忧指出，自上次政策制定会议以来，商业投资“减弱”，并在声明中就“削弱”美国出口增加了新的措辞。美联储 17 位成员中有 7 位预计 2019 年底前至少会再次降息 25 个基点。我们预计美联储在暂停加息前，还会在 12 月再降息 25 个基点。如果美联储采取更多行动，可能是出现了经济活动/通胀的进一步走弱及/或金融环境愈加趋紧。

美联储做出最新决定之际，该银行被迫进行干预，以降低隔夜利率。截至 9 月 20 日的一周，美联储共注资 2030 亿美元以将联邦基金利率维持在目标区间内。在央行干预之前，短期利率曾一度高达 10%。

图 8：黄金和美国 10 年期国债收益率呈相反走势

美国国债收益率与黄金收益率呈负相关



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

企业季度税单和新发行的美国国债被指是导致这一增幅的原因。鲍威尔主席表示，暂时的融资压力“对经济或货币政策立场没有影响”。

## 俄罗斯增加黄金储备，但购买量有所放缓

俄罗斯央行 8 月份宣布再购入黄金 12.4 公吨。至此，俄罗斯央行黄金持有量约达 2230 公吨，在各国央行中排名第五。

最新购买动态表明，俄罗斯的黄金购买步伐在一定程度上有所放缓。俄罗斯多年来每年都会积累逾 200 公吨的黄金，但就目前步伐来看，2019 年黄金总购买量可能在 160 公吨左右，甚至更少。到目前为止，俄罗斯 2019 年黄金储备增量约为 118 公吨。相比之下，2018 年增量为 275 公吨。

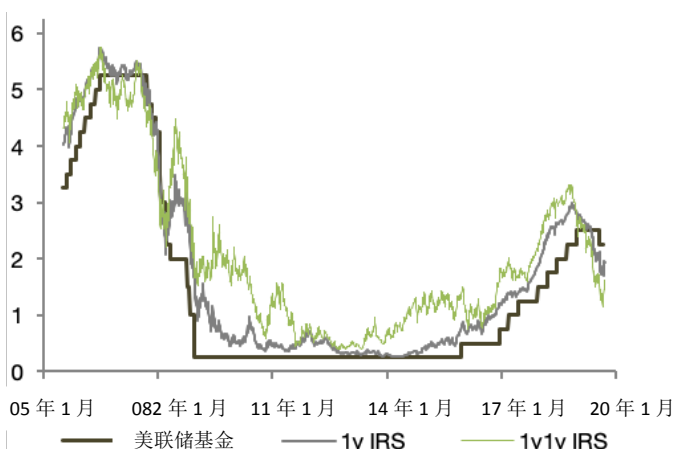
## 摩根大通涉嫌操纵贵金属

摩根大通交易员被控“幌骗”-通过创建大笔市场流动交易，并在交易前取消订单的方式牟利。

据彭博社(Bloomberg)报道，在周一公布的刑事起诉书中，美国检察官指控摩根大通(JPMorgan)的三名交易员在近十年的时间里操纵贵金属期货交易。检察官表示，十多名摩根大通员工参与了“幌骗”交易，损害了交易对手方和客户的利益。据报道，市场操纵涉及到了整个贵金属市场，其中也包括黄金、白银、钯金和铂金的期货市场。

图 9：短期利率，%

OIS 市场继续消化美联储进一步放宽货币政策的预期



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)