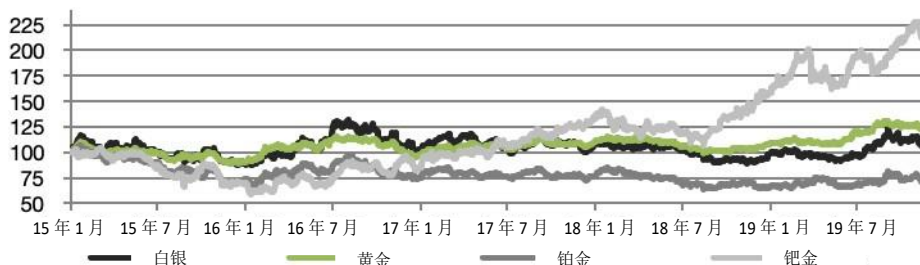


## 亮点

- 过去一个月，金价在 1,445 - 1,518 美元/盎司区间交投，11月12日触及 1,445.78 美元低点，随后逐步回升至目前的 1,475 美元 (P1)
- 投资者正在通过抑制曾经而现在仍然存在的大型投机性敞口来对债券收益率的上升缓慢做出反应 (P2)
- 受中国黄金市场疲弱影响，第三季度金条和金币实际需求下降 50% (P3)
- 第三季度 ETF 流入达到 2016 年 1 季度以来的最高 (P3)
- 第三季度全球珠宝需求同比下降 16.0% (P4)
- 尽管矿产量低迷，回收黄金需求上涨，其全球供应量第三季度增至 1,222 吨（同比增加 4.0%）(P5)

图 1：贵金属价格指数 (2015 年 1 月 1 日=100)

11 月份期间，金价在 1,445-1,518 美元/盎司区间交投



资料来源：彭博资讯

## 投机性敞口开始平仓

过去一个月，金价在 1,445 - 1,518 美元/盎司区间交投，11月12日触及 1,445.78 美元低点，随后逐步回升至目前的 1,475 美元。

黄金技术面的盘整依然与黄金隐含波动率下降和期权波动倾斜大幅降低保持一致。金价仍远高于 200 日移动平均线 (1,395 美元/盎司)，动能指标显示需求疲弱。由于价格走势疲软，投机性多头黄金敞口现已开始修正。虽然仓位已开始减少，我们认为，ETF 和期货市场仍有很大空间进一步平仓。

此外，基本面需求数据显示第三季度为负值，实物金条和金币需求(-50.1%)、珠宝需求(-16.0%)、央行需求(-38.3%)和科技需求(-3.7%)均现疲软。第三季度 ETF 的需求增加，但如前所述，这一上涨反映了投机性敞口的增加，而该投机性敞口开始修正。

我们仍然认为，美国金融状况会与年底前的经济活动加速、10 年期债券收益率回升至 2-2.25% 区间相一致，这意味着金价可能会进一步盘整。

基于过去一年债券收益率与金价的紧密关系，与该关系相一致，金价应该会跌破 1,400 美元/盎司。尽管我们认为黄金目前处于盘整阶段，但预计中长期内，一波波的经济疲软将为黄金提供支撑。

图 2：价格快照 (2019 年 11 月 19 日)

价格(美元/盎司)	11月19日	月环比%	同比%
黄金	1,475	-0.7%	20.5%
白银	17.18	-2.2%	19.1%
铂金	918	3.5%	7.4%
钯金	1,770	0.8%	52.4%

资料来源：彭博资讯

图 3：定价和指标 (2019 年 11 月 19 日)

相关指标	11月19日			用关键货币表示的价格(盎司)			
	11月19日	月环比%	同比%	11月19日	月环比%	同比%	
标普 500 指数	3,108	3.4%	15.5%	黄金/印度卢比	105,751	0.1%	20.6%
美元指数 (5 国代理)	127.14	0.7%	0.7%	黄金/人民币	10,363	-1.3%	22.0%
西德州轻质原油 (美元/桶)	56.97	6.9%	0.4%	黄金/澳元	2,160	-0.1%	28.7%
铜 (美元/公吨)	5,855	0.9%	-7.0%	黄金/加元	1,951	0.4%	21.0%
彭博大宗商品指数	78.28	0.0%	-7.7%	黄金/南非兰特	21,764	-0.6%	26.7%

资料来源：彭博资讯

# 黄金盘整仍在继续

## 黄金价格下跌...

过去一个月，黄金在每盎司 1,445-1,518 美元（4.8%）之间交投，目前为每盎司 1,475 美元，较上月下降 1.3% m/m。黄金兑美元汇率已自 9 月 5 日创下的年内高点 1,557 美元/盎司修正 5.5%，虽然按国内生产总值加权仍比 5 月底高 13.6%，较年初至今高 16.2%，基于 GDP 加权（按购买力平价计算）已修正 6%。

近期金价的盘整与看涨情绪的缓和有关，彭博社（Bloomberg）每周市场情绪和期权市场动态调查显示，ETF、期货和价格指数的投机性多头敞口均有所减少。基本面指标、动能指标和仓位指标以及期权市场定价均暗示出金价可能继续盘整，我们预期金价仍有在其 200 日移动平均线（1,395 美元/盎司）朝向支撑位下调的空间。

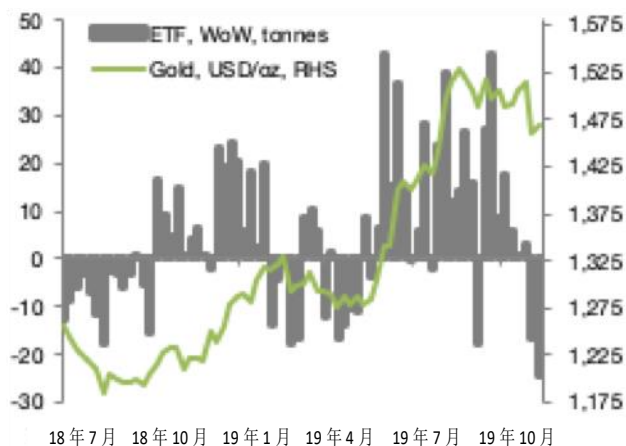
## ...平仓方面...

过去两周，已知 ETF 持有量减少 41 吨，至 2,516 吨。期货市场黄金多头仓位的平仓也很明显，据 CFTC 报告称，同期非商业期货净持有量减少了 3.52 万份合约（99.8 吨）。不过，虽然仓位在减少，我们认为进一步平仓仍大有空间，已知 ETF 仓位仍较 5 月底高出 316 吨，而期货仓位则高出 515 吨，至 757.5 吨，占未平仓总仓位的 69.8%。

市场情绪和仓位的转变在期权交易价格动态上的表现也很明显。短期隐含波动率已经下降（表明期权交易者期待市场能更加稳定），黄金向看涨期权的偏斜也有所下降（表明看涨程度有所减弱）。一个月 ATM 隐含波动率整个八月徘徊在 16% -17% 左右，而一个月期 25-delta 风险逆转指标（用于衡量看涨期权和看跌期权偏好的指标）则在 3.5-4.5%

图 4：ETF 持仓及黄金价格（美元/盎司）

投资者已经开始进行 ETF 和期货平仓。



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

- 投资者正在通过抑制曾经而现在仍然存在的大型投机性敞口来对债券收益率的上升缓慢做出反应。

左右，偏向黄金看涨期权。波动率当前已降至 9.75%，1 个月期 25delta 风险逆转指标降至 1.2%，偏向黄金看涨期权。这些表现与 2019 年上半年金价飙升前的水平相似。

## ...债券收益率也呈现上升。

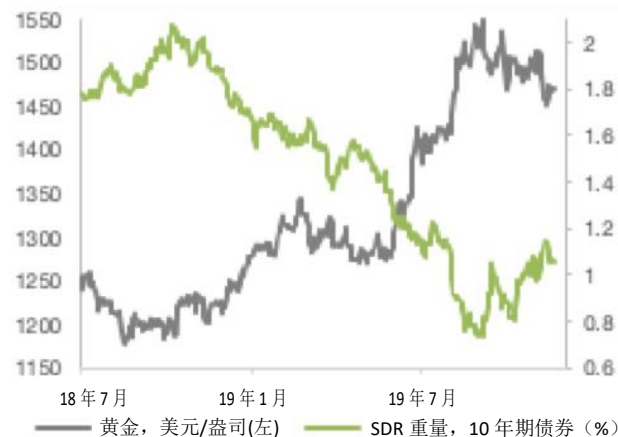
年初至今，我们的 5 国美元指数一直保持稳定，在 3.9% 的窄幅区间内波动。该指数的一篮子美元兑换货币包括人民币、欧元、日圆、加元和墨西哥比索。在美元稳定情况下，全球债券收益率的下降成为影响黄金价格走势的主要驱动因素，而资产市场的波动也在短期内为金价带来一定影响。

年初至今，以 SDR 加权的十年期国债收益率日相关系数为 -0.95，我们估计将出现 10 个基点的债券收益率涨跌，这将关系到约 30 美元/盎司的金价涨跌。从结果来看，我们观察到的 SDR 加权十年期国债收益率自 9 月初的低谷以来上升的 32 个基点，应与我们“公允价值”估值下降约 100 美元/盎司相关（见图 5）。

鉴于决策者当前的鸽派举措，以及指标显示经济活动可能会在年底和 2020 年初加速，我们认为，SDR 加权国债收益率还有进一步上调空间，可能会达到 1.3-1.4%。基于过去一年债券收益率与金价的紧密关系，与该相关性一致，金价应该会跌破 1,400 美元/盎司。尽管我们认为黄金仍处于盘整阶段，我们认为，经济疲弱可能会再度显现，为金价的下一波上涨提供动力。

图 5：债券收益率及黄金价格（美元/盎司）

黄金仍与全球债券收益率高度相关。



资料来源：彭博资讯、Redward Associates

# 第三季度黄金需求随 ETF 的激增出现上涨

## 投机兴趣提振第三季度黄金需求

本月初，世界黄金协会（WGC）发布了 2019 年第三季度的供求统计数据。最新统计数据显示，尽管第三季度 ETF 需求表现强劲，但与 2018 年同期相比，其他需求来源表现平淡。

第三季度 ETF 流入 258.2 吨，相比之下，2018 年第三季度为-104.5 吨（同比增长 362.7 吨）。其他需求来源包括央行需求 156.2 吨（同比下降 38.3%），珠宝需求 460.9 吨（同比下降 15.6%），金条和金币投资需求 150.3 吨（同比下降 50.1%），科技需求 82.2 吨（同比下降 3.7%）。尽管这四大领域的需求普遍疲软，但强劲的 ETF 需求足以将黄金总需求推高至 1,107.9 吨（同比增长 2.4%）。

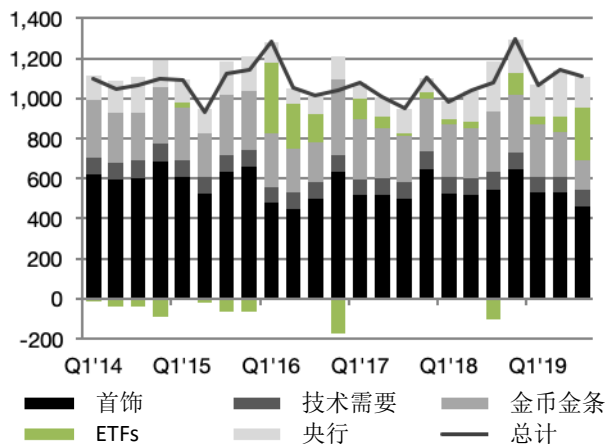
## 受 ETF 推动，投资需求增加

根据世界黄金协会(WGC)的报告，黄金 ETF 持有量 9 月份创下历史新高，达到 2,855.3 吨，当季流入总量为 258.2 吨，为 2016 年第一季度以来的最高水平。纽约商品期货交易所(Comex)第三季度净多头仓位也创下历史新高，而其管理的全球黄金资产(AUM)的美元价值则升至 1360 亿美元。值得注意的是，ETF 持有量的最新高点已超过 2012 年 12 月创下的峰值（2,841 吨），当时金价几乎上涨到了 200 美元/盎司。

重新燃起的黄金兴趣主要集中在北美市场，该市场持有量增加了 186.9 吨（占到总增量的 70%）。第三季度，美联储两次降息 25 个基点的举措促使北美投资者积极转向黄金投资。

图 6：全球黄金需求（公吨）

受 ETF 上涨推动，第三季度黄金需求上升



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

- ETF 第三季度流入达到 2016 年 1 季度以来的最高
- 受中国黄金市场疲弱影响，第 3 季度金条和金币实际需求下降 50%

欧洲 ETF 持有量增加 55.8 吨，达到 1,290 吨的新高，而亚洲（增长 14.3 吨）和其它地区（增长 4.0 吨）的流入则表现平平。尽管第三季度黄金 ETF 产品表现强劲，但本文第 2 页也提到，过去两周，投机兴趣已带来 41 吨的逆转，已知 ETF 兴趣仍处于高位。

## 金条及金币投资需求下滑

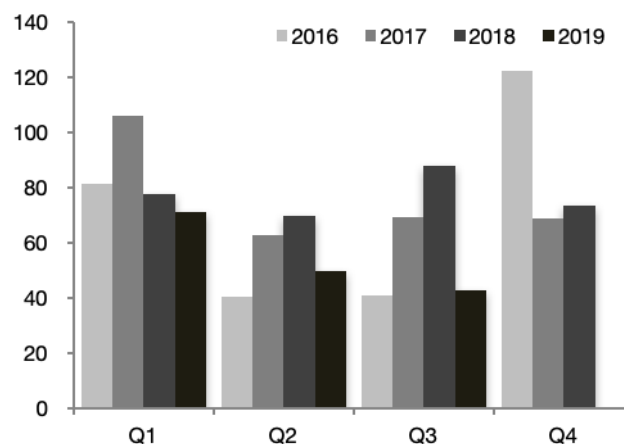
今年第三季度，全球金条和金币的投资需求降至 150.3 吨（同比下降 50.1%），为 2008 年第一季度以来表现最差的一个季度。年初至今，全球金条及金币需求同比下降 22.5%。

以当地货币计价的金价上涨，抑制了全球最大市场对金条和金币的需求。中国的金条和金币需求下降至 42.8 吨（同比下降 51%），印度金条和金币需求下降至 22.3 吨（同比下降 35.0%）。欧洲金条和金币需求下降至 31.7 吨（同比下降 38.9%），美国降至 4.8 吨（同比下降 56.7%）。

泰国的需求 10 年来首次出现负增长，第三季度下降 13.5 吨（同比下降 29.7%）。土耳其成为全球唯一金条和金币需求出现同比增长的国家，需求总量为 6.7 吨（同比增长 45%）。然而，2018 年第三季度报告显示，土耳其黄金需求相对疲软，且低基数效应凸显了这一对比。

图 7：中国的金条和金币需求（公吨）

第三季度，中国金条和金币需求同比下降 51%



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

# 珠宝和科技市场黄金需求低迷

## 珠宝市场第三季度表现不佳

黄金价格走高和全球最大珠宝市场低迷的经济情绪导致第三季度全球珠宝需求降至 460.9 吨（同比下降 16.0%）。

印度方面，珠宝需求降至 101.6 吨（同比下降 32.0%）。出现疲弱的部分原因来自经济低迷情绪的日益增强。印度国家银行当前预测，第三季度 GDP 增速将降至 4.2%。金饰需求同时受到了黄金关税由 2.5% 上调至 12.5% 的负面影响。与此同时，印度卢比计价的金价走强（迄今为止上涨 24%）抑制了包括黄金首饰在内的实物黄金产品的购买。

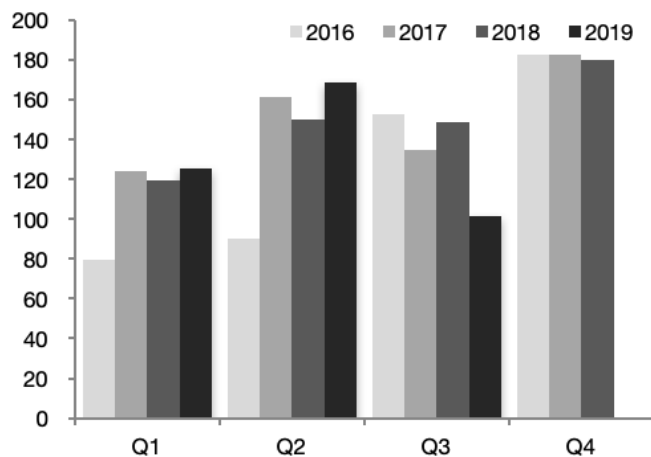
中国珠宝需求同样呈现低迷，总量为 156.3 吨（同比下降 12%）。其中，作为最大产品类别的 24k 金饰第三季度销量出现两位数下滑，而 3D 硬金和 5G 金产品表现颇佳。

中东市场方面，受阿联酋（同比下降 21%）和沙特阿拉伯（同比下降 26.0%）需求下降影响，该市场的需求量降至 35.3 吨（同比下降 12.0%）。受消费者信心提振驱动，美国金饰需求增长至 28.5 吨（同比增长 1.0%）。欧洲需求呈现疲软，降至 12.4 吨（同比下降 1.0%），其中，英国降幅最大（同比下降 4.0%）。亚洲市场方面，印尼黄金需求降至 8.8 吨（同比下降 15.0%），越南（下降 12.0%）和泰国（下降 12%）需求均呈现下降。日本成为金饰市场的亮点（同比上涨 5.0%）。

- 第三季度全球珠宝需求同比下降 16.0%
- 央行第三季度的购买量放缓，但年初至今增长 12%。

图 8：印度珠宝市场黄金需求（公吨）

印度金饰市场第三季度表现不佳



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

## 央行购买放缓

第三季度央行购买总量为 156 吨，较 2018 年第三季度下降 38%（减少 96.9 吨）。而央行 2018 年第三季度的购买非常强劲（253.1 吨），使得该对比十分突出。虽然央行最近一个季度的购买增速有所放缓，年初至 9 月份，央行购买量较上年同期增长了 12.0%。

第三季度，土耳其央行成为黄金最大买家，购买量增加 71.4 吨，使其央行黄金储备达到 385.5 吨。俄罗斯第三季度新增 34.9 吨黄金储备，至 2,241.9 吨，约占总储备的五分之一，价值略高于 1000 亿美元。与此同时，官方数据显示，中国第三季度黄金储备增加 21.8 吨。该数据反映出与 2019 年上半年相比，中国的黄金购买步伐有所放缓。

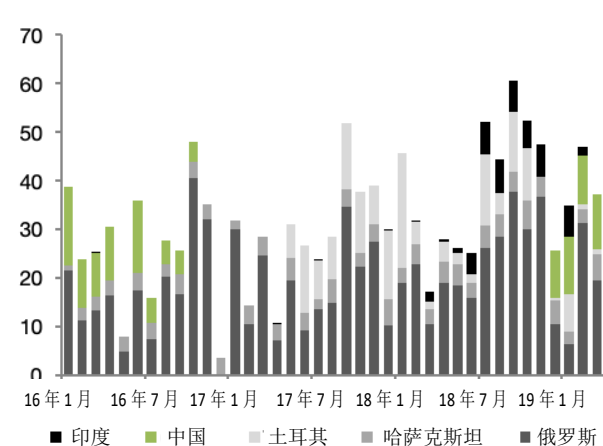
第三季度，阿联酋（4.9 吨）、卡塔尔（3.1 吨）和哈萨克斯坦（2.1 吨）央行也增加了黄金储备。各国央行的黄金净销售量为 28.7 吨，其中包括乌兹别克斯坦央行（18 吨）、几内亚央行（-2.2 吨）和蒙古央行（-1.1 吨）的出货量。就在今年 10 月，第三季度过后不久，塞尔维亚宣布购买黄金 9.0 吨，黄金储备达到央行总储备的 10%。

## 科技领域的黄金需求依然低迷

第三季度科技领域的黄金需求降至 82.2 吨（同比降低 3.7%），电子领域的需求降至 66.5 吨（同比降低 3.0%）。半导体行业、LED 及存储市场的疲软成为导致需求下滑的驱动因素，而部分原因则来自部署 5G 基础架构带来的无线市场的增长。第三季度，黄金在牙科领域的需求量降至 3.5 吨（同比下降 7.0%）。

图 9：央行黄金储备

中国央行第三季度放缓购买步伐



资料来源：世界黄金协会、Redward Associates

# 回收黄金供应量增加

## 第三季度矿产量减缓

根据世界黄金协会的需求趋势报告，2019年第三季度，全球黄金供应增加至1,222.3吨（同比增长4.0%）。尽管黄金矿产量下降至877.8吨（同比下降1.0%），回收黄金跃升至353.7吨（同比增加10.0%），而净生产者对冲为-9.2吨。

第三季度，少数几个较大地区的矿产量出现增长。出现增长的国家包括墨西哥（同比增长11.0%）和澳大利亚（同比增长7.0%）。而美国（同比下降1.0%），中国（同比下降4.0%），南非（同比下降6.0%），秘鲁（同比下降6.0%）和印度尼西亚（同比下降41%）的矿产量则呈现下降。俄罗斯第三季度的产量没有变化。与2018年前9个月的产量相比，年初至今的2583.4吨矿产量多少有些表现平平。

## 回收黄金随金价攀升

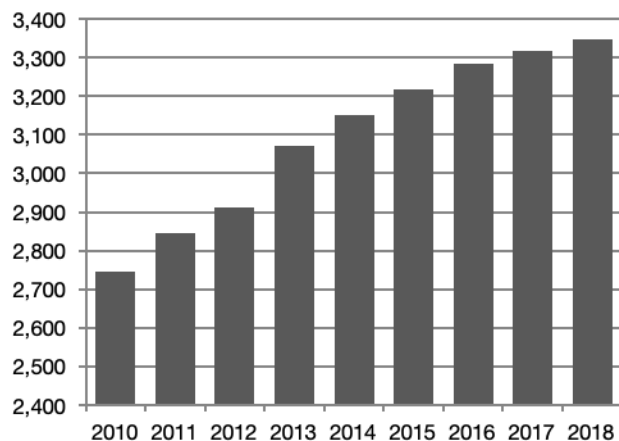
回收黄金市场本季度表现尤为强劲，第三季度达到353.7吨（同比增长10%）。这是自2016年第三季度以来回收黄金表现最好的一个季度。

世界黄金协会认为金价走强是第三季度回收黄金高企的主要原因。以印度卢比计价的金价自2019年初以来上涨24%，促发印度消费者将部分黄金储备出手。同样在中国市场，回收黄金第三季度因金价攀升表现强劲。北美和欧洲的回收黄金市场也有所攀升。

而在中东地区，土耳其和伊朗两国的回收黄金市场则出现下降。其下降在很大程度上有其市场特定的原因，而以里亚尔计价的黄金实际上比最近的低点上涨了20%。年初至今，回收黄金的总量达963.1吨（同比增加8.0%）。

图 10: 矿产量 (公吨)

近年来，全球矿产量供应增长放缓



资料来源: 世界黄金协会、Redward Associates

- 尽管矿产量低迷，全球供应量第三季度增至1,222吨（同比增加4.0%）
- 今年第三季度，回收黄金同比增长10%，年初至今同比增长8.0%

## 白银市场出现改善

根据咨询公司 Metals Focus 的报告，今年白银需求将增长1.0%，白银供应过剩情况会降至2015年以来的最低水平。

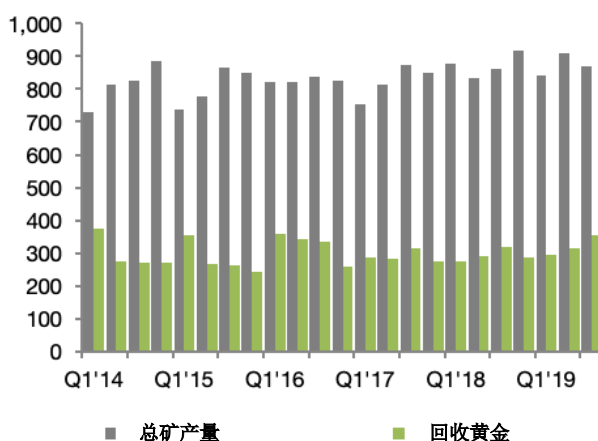
据该咨询公司的《白银市场中期评估》报告，全球经济增长的不断放缓降低了白银相关行业对白银的需求。不过，汽车线束领域白银需求的加大、投资者买入及白银首饰和银器需求的增加为白银的市场需求带来支撑。

据 Metals Focus 预测，2019年全球银饰和银器需求将分别增长3%和4%。这一增长主要受印度强劲市场驱动，美国市场方面需求平平，中国则出现下降。2019年，银条和银币销量预计增长7%。此外，虽然电子电器行业呈现疲弱，光电行业白银需求的增加使白银在工业制造领域的需求继续扩大。

供应方面，Metals Focus 指出，2019年初，几家大型白银生产商的预期白银矿产量均有增加。然而，南美各地的抗议和罢工、Penasquito 矿场封锁、以及 Uchucchacua、Fresnillo 和 Saucito 矿场的品位低于预期等情况的出现为白银矿产带来压力。预计2019年全球白银产量将降至8.493亿盎司（同比下降0.7%）。总体而言，预计2019年白银市场会出现小幅过剩。

图 11: 矿产量与回收量 (季度)

白银回收已升至2016年的水平



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)