



# Metals Focus

贵金属月报

第34期 - 2018年9月



Metals Focus 感谢其合作单位 — 中国黄金协会  
对《贵金属月报》中文版的支持



Metals Focus 感谢以下机构  
对《贵金属月报》中文版的支持



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

---



[www.sberbank-cib.ru](http://www.sberbank-cib.ru)

---



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

---



[www.gold-zhaoyuan.com](http://www.gold-zhaoyuan.com)

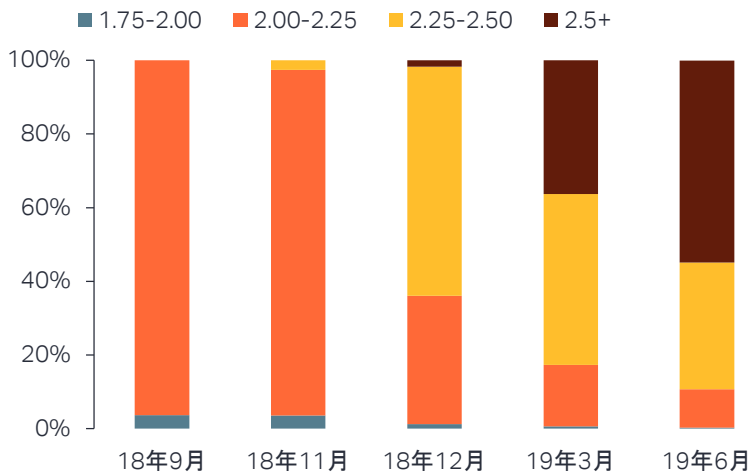
---

# 宏观经济现状与展望

- ▶ 因全球投资者的风险偏好基本未受到贸易争端和新兴市场金融市场动荡的影响，8月份贵金属价格连续第五个月承压下行。
- ▶ 美元仍保持强势，新兴市场国家的货币尤其是土耳其里拉和阿根廷比索则加速贬值，拖累印度卢比、印尼盾、南非兰特等也走低。
- ▶ 投资者仍继续持有数量很大的美元多头仓位，其持有的美国国债空头仓位则上升至历史高位。投资基金持有的各主要贵金属仓位也已转为净空头，且数量颇大。
- ▶ 美国和中国相互征收新关税，最新一轮争端使得双方各有价值500亿美元的进口商品进入关税加征清单。唐纳德·特朗普还已声称9月份将另外对价值2,000亿美元的中国商品加征关税。
- ▶ 受公司盈利强劲和经济增长加速的提振，8月份标普500指数再创新高，美国股市已迎来史上最长牛市。受货币贬值、高油价和贸易争端等因素的冲击，新兴市场国家的股市则大幅下跌。
- ▶ 美国对伊朗的制裁即将启动，已有一些迹象显示该国的石油出口量下降，因此近几周来国际油价已急剧上涨。因国内经济形势进一步恶化，委内瑞拉的石油出口量大幅下降，也支撑油价走高。
- ▶ 展望未来，美国股市上行和美元走强仍将是打压贵金属价格上行的主要因素，但也应看到，意大利与欧盟进行的预算谈判、美国中期选举、日渐加剧的贸易争端等因素可能导致全球投资者的风险偏好转弱。此外，贵金属空头仓位已升至很高水平，这意味着一旦投资者对贵金属的信心开始复苏，未来空头回补的空间也相当大。

# 宏观经济现状与展望

## 美国利率预期



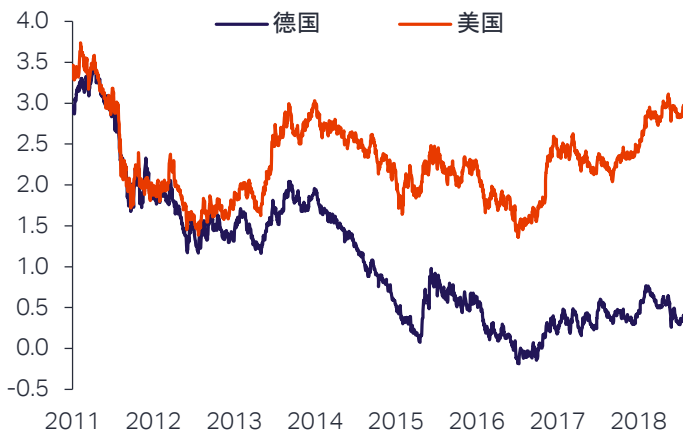
来源: Bloomberg

## 美元指数 & 黄金价格



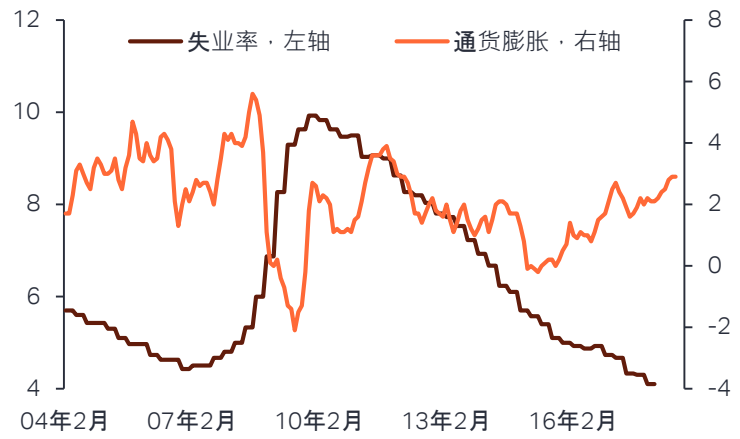
来源: Bloomberg

## 德国 & 美国10年政府债券收益, %



来源: Bloomberg

## 美国失业率 & 通货膨胀率, %



来源: Bloomberg



# 黄金市场现状与展望

8月份黄金进一步承压下行，金价于今年以来首度跌破1,200美元/盎司这一重要心理关口。

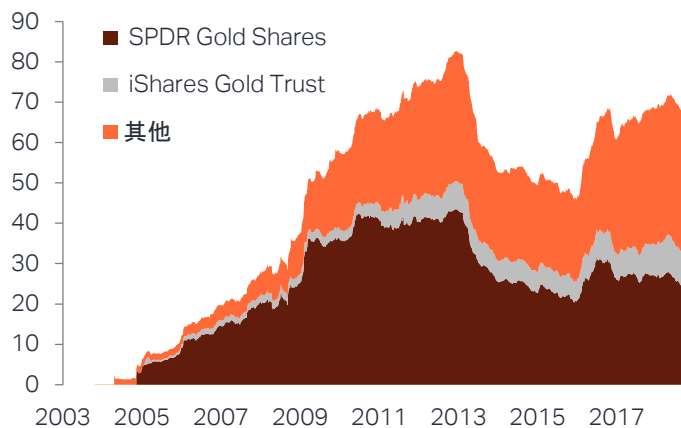
- 因全球投资者的风险偏好高企、金融市场波动性低，美国股市又持续走强，本年迄今黄金市场未能吸引投资资金的流入。金价下跌后，资金已连续第四个月流出黄金ETPs。截至8月底，全球黄金ETPs的总持仓量环比下滑1.9%，已降至2017年11月以来的最低水平。
- 期货市场上投资者也在加速抛售黄金，投资基金持有的纽约商品交易所黄金期货空头仓位已升至创纪录高位，即是明证。非商业性期金净多头仓数也已转为负值，触及历史上美国联邦基金利率尚处于5%以上高位之时的持仓水平。
- 美国商品期货交易委员会公布的数据显示黄金期货仓位处于极端水平，但考虑到市场上多空双方都易走极端，不能仅根据该数据就断言已出现价格逆转信号。鉴于美元和美国国债目前的持仓状况，一旦市场情绪好转，很可能迫使大量空头回补，令黄金多头仓位强劲回升。
- 鉴于本年迄今金价大幅下跌，且短期内打压金价的因素仍难消除，与前几期月报相比，我们已下调了所预测的今年和明年的金价。根据目前所作预测，今年3季度黄金均价为1,220美元/盎司，低于上期月报中预测的1,260美元/盎司。
- 鉴于市场情绪好转能促使大量空头回补，今年4季度和明年1季度金价仍有可能较大幅度回升。因此，我们预测今年4季度和明年1季度的黄金均价将达到1,280美元/盎司和1,320美元/盎司，明年2季度再回落至1,280美元/盎司。

# 黄金市场现状与展望

- 主要实物黄金市场需求状况：
  - 8月份，印度国际珠宝首饰展会成功举行，9月份又将进入节日季，首饰商开始补充库存，印度实物黄金交易已转旺。但因喀拉拉邦发生洪灾，近期印度南部地区的实物黄金需求则可能走弱。
  - 因投资者对人民币贬值的担忧加剧，加之金价大幅下跌后投资者趁低买入，8月份中国金条需求急剧上升。
  - 因意大利高档和普通黄金首饰出口均保持强劲增长，欧洲首饰产量继续走高，但首饰消费量则增长乏力。
- 黄金矿企联盟发布的数据显示，今年上半年俄罗斯矿产金产量同比增长2.6%，符合我们的预期。鉴于Natalka、Bystrinsky、Gross三大金矿的产能都有望得到提升，预计今年下半年俄罗斯黄金产量将加速增长。
- **格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：财政刺激政策带来的提振效应消失后美国经济状况显著恶化，从而导致加息步伐放缓，股票和债券市场也出现更为剧烈的抛售潮。新兴市场爆发全面性金融危机，地缘政治紧张形势升级也能为金价上行注入额外动力。
- 在金价下行风险方面，若贸易战继续升级，尽管危机尚可避免，但资金势必进一步流向美元，黄金下行压力将增大。此外，若美国经济稳健增长的态势得以长时间延续，美元将获得更强支撑，股市也将继续走牛，也利空于黄金。

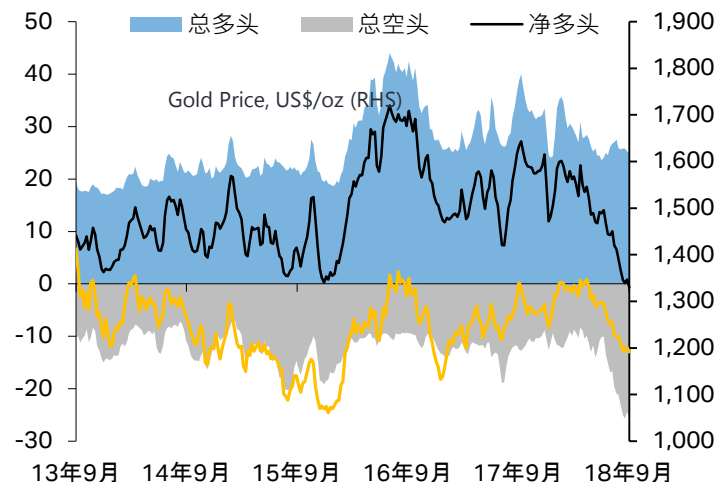
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



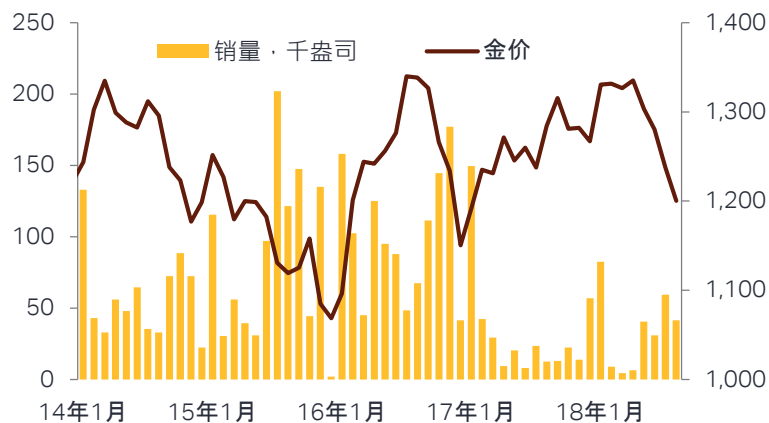
来源: Bloomberg

## Comex 投资者头寸\*, 百万盎司



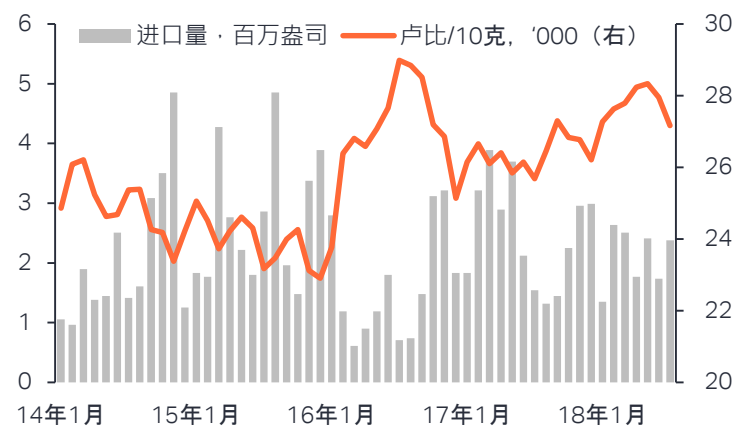
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

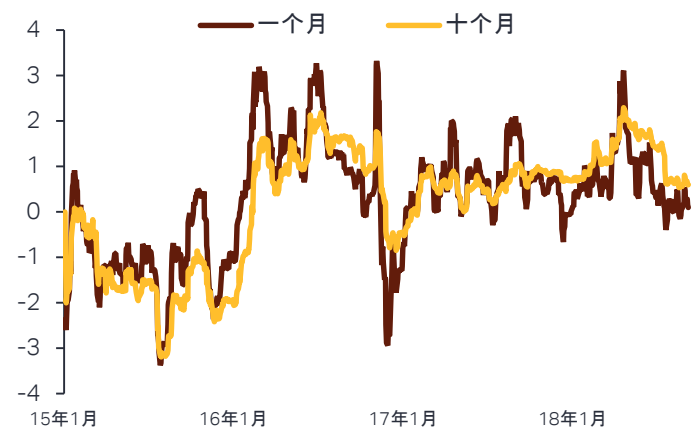
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



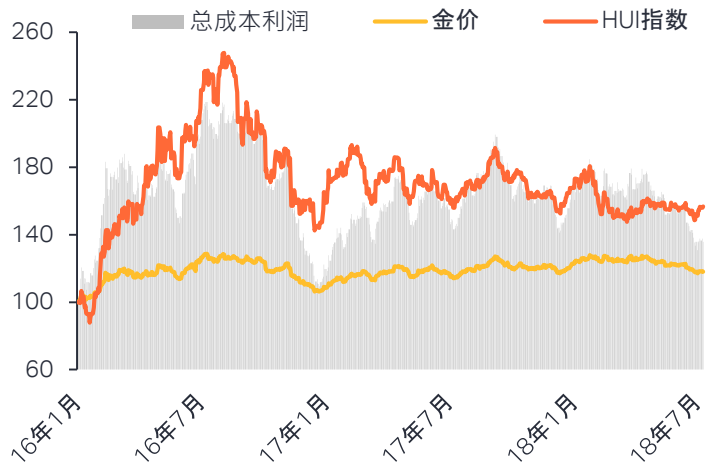
来源: Hong Kong Customs

## 25-Δ 风险逆转, %



来源: Bloomberg

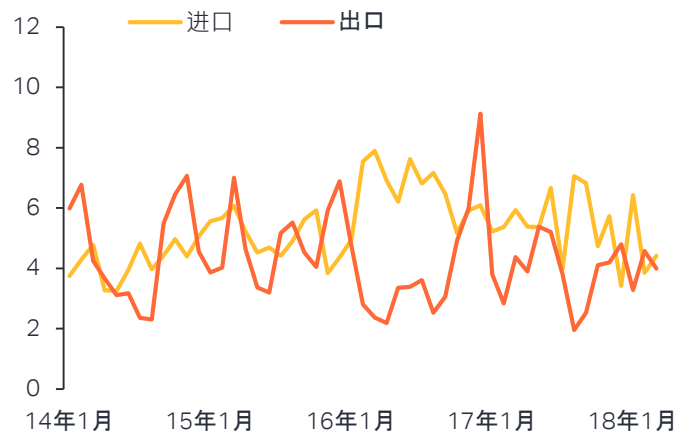
## 黄金矿产总成本利润\*



\* 指数 2016年1月1日=100

来源: Metals Focus, Bloomberg

## 瑞士金锭进出口, 百万盎司



来源: Swiss Customs

# 白银市场现状与展望

8月份，白银价格表现继续跑输金价，9月初银价跌势加剧。月内金价跌幅仅为1.2%，银价则下跌5.5%。目前银价已跌至2016年初期的水平。因此在下调所预测金价的同时，我们也下调了所预测的银价。

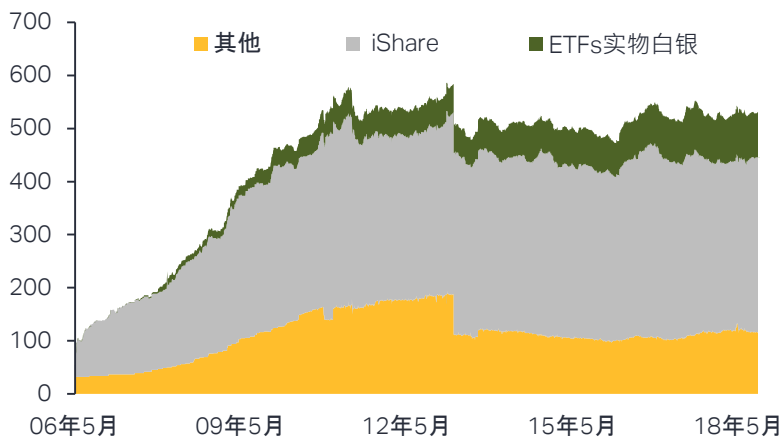
- 美元走强和市场对贸易争端的担忧是导致银价疲弱不振的根本原因。贸易争端升级令基本金属价格承压下行，进而拖累银价走低。
- 银价大幅下跌推高了金/银价格比率，从6月中旬的近期低点75:1升至9月4日的84:1，触及2008年10月以来的最高点。
- 相应地我们已下调了所预测的至明年2季度期间的银价。根据目前所作预测，今年银价低点为14.00美元/盎司（上期月报中的预测为15.00美元/盎司）；明年2季度银价的高点和低点分别为18.00美元/盎司和15.90美元/盎司（上期月报中的预测分别为20.50美元/盎司和17.50美元/盎司）。
- CFTC发布的数据显示，机构投资者持有的Comex白银期货净仓位已首次转为净空头，8月28日净空头仓数达710万盎司，总空头仓数也已升至6.008亿盎司，创历史新高。
- 全球白银ETP的总持仓量则仅环比下滑0.2%（减少约130万盎司），这反映出散户投资者倾向于中长期持仓。
- 在实物白银投资需求方面，7月份美国老鹰银币销量异常疲软，但8月份已显著回升，同比大增49%。9月4日，Comex白银库存量升至创纪录的2.94亿盎司，实物白银需求回暖有望阻止库存量进一步上升。银币需求回升反映出部份投资者在趁低买入。进入9月份后需求回暖的态势延续，第1周银币销量就已达100万盎司<sup>9</sup>。

# 白银市场现状与展望

- 因雨季期间印度农村地区白银销量疲软，8月份印度白银需求低迷。
  - 因印度卢比贬值导致印度当地银价跌幅有限，银价走弱并未能有效提振投资者对白银的兴趣。
  - 我们预计未来几个月间印度白银进口量很可能继续保持在较低水平，至少在今年前期囤积的大量白银库存得到有效消化前，难于回升。
- 在白银工业需求方面，我们已小幅下调了所预测的今年全球新增光伏发电装机容量，从104GW调低至102GW。从7月份起中国削减给予光伏发电的补贴（上半年需求猛增源于企业赶在新政策生效前大量装机），光伏装机量已呈现放缓之势，据此我们相应调低了预测。
- 在矿产白银供应方面，危地马拉宪法法院（该国的最高法院）已作出裁决，不恢复Escobal银矿采矿许可证的效力。
  - Escobal矿山2016年白银产量达2,000万盎司，为全球第三大主产白银矿山，从2017年7月起进入保养维护期。
  - 在完成与当地社区的协商谈判之前，该矿山的采矿许可证将不能恢复效力，因此我们预计2020年前该矿山的白银产量都将处于较低水平。
- **价格预测风险因素：**银价上行和下行风险因素与金价上行和下行风险因素大致相同。此外，若贸易争端能比预期更快地得到解决，将显著提振工业金属的价格（近月来铜期货仓位已转为净空头就反映出工业金属价格异常疲软），白银也应受益。

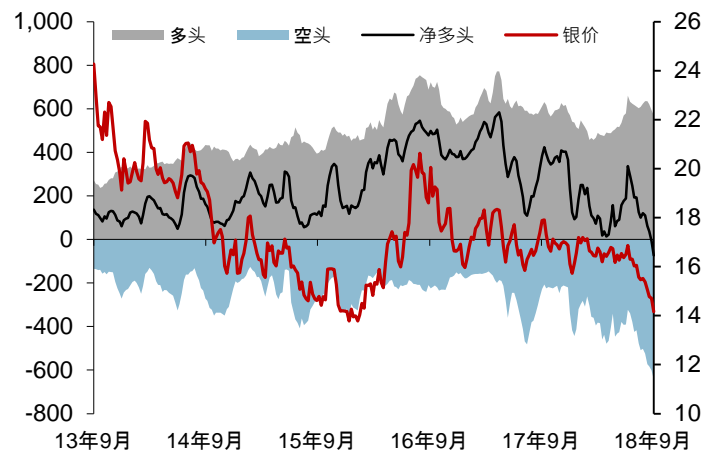
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



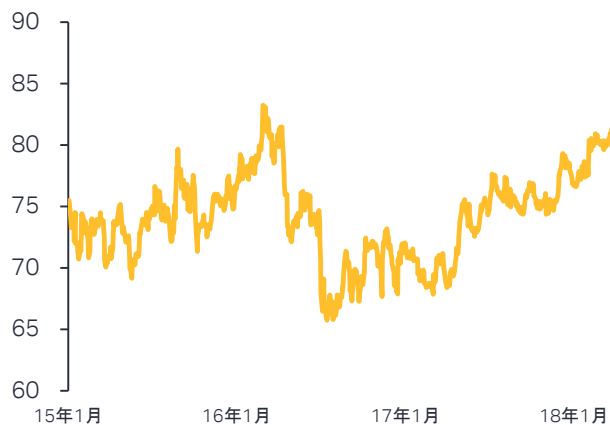
来源: Bloomberg

## Comex 投资者净头寸\*, 百万盎司



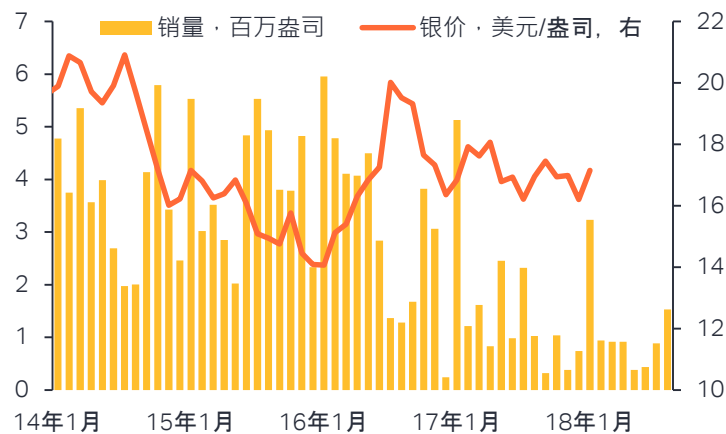
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

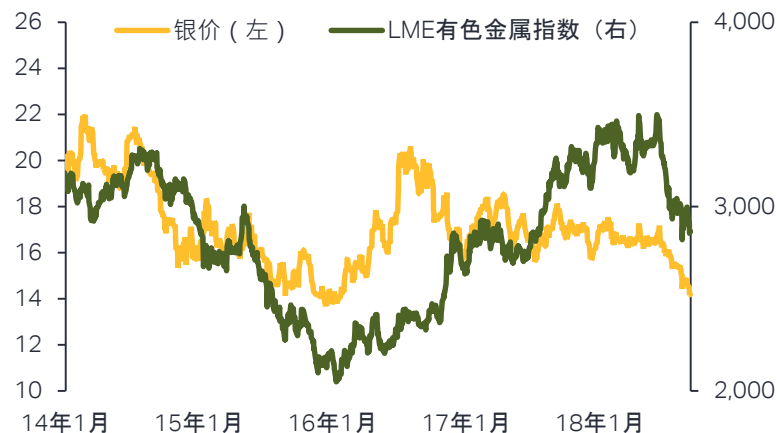
# 白银市场现状与展望

## 白银 & 黄金价格



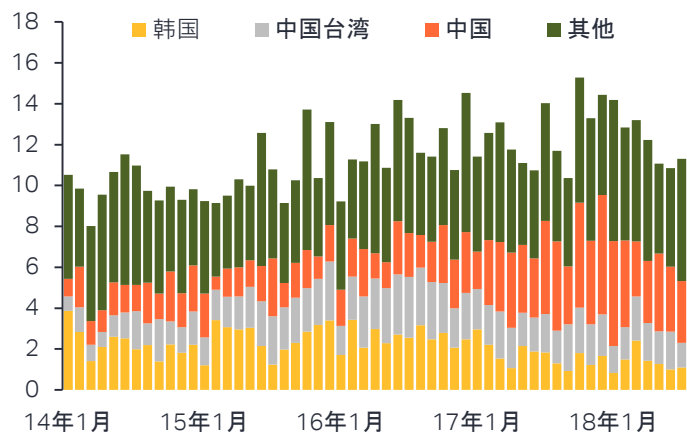
来源: Bloomberg

## 白银 & 有色金属价格



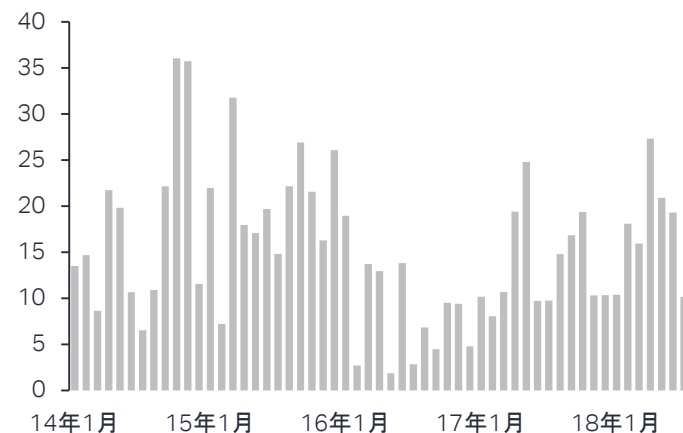
来源: Bloomberg

## 日本银粉出口, 百万盎司



来源: Japan Ministry of Finance

## 印度白银进口, 百万盎司



来源: Various

# 铂金市场现状与展望

8月份**铂金**价格继续走弱，8月15日跌至776美元/盎司，创2004年以来的新低。在下调所预测金价的同时，我们也下调了所预测的未来12个月间的铂价。尽管我们仍预期铂价将反弹，但认为2020年前铂价不大可能显著上行。

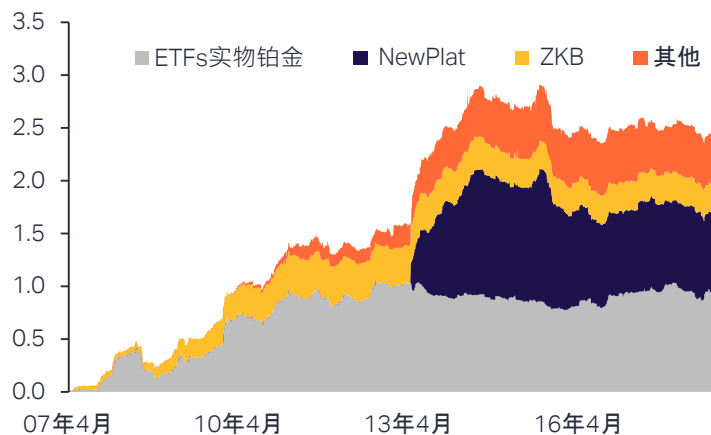
- 今年以来贵金属大都面临下行压力，其中铂金所面临的压力最大。
  - 4月初以来，铂金对黄金的折价均值一直在每盎司400美元以上。8月9日折价一度降至380美元，但9月初又扩大至424美元，重返7月初的历史高点。
  - 4月中旬至8月中旬期间，铂金对钯金的折价保持在每盎司约100美元的水平。但过去三周间折价升至每盎司213美元（目前约为190美元），重返2001年时的高位。
- 铂金基本面疲弱，地上存量又庞大，因此未来12个月间铂价走势仍将主要跟随金价走势波动。以下为我们所预测的未来铂价：
  - 先预计明年铂价高点将出现在1季度，为980美元/盎司，之前我们预测的全年高点为2季度的1,090美元/盎司。至于铂价低点，明年2季度可能下探850美元/盎司。之前我们预测明年上半年的铂价低点将有所上升，从今年4季度的820美元/盎司升至明年2季度的920美元/盎司。
  - 根据目前所作预测，今年全年铂金均价为895美元/盎司，低于之前所预测的910美元/盎司。明年1季度预计铂金均价为910美元/盎司，也低于上期月报所预测的990美元/盎司。

# 铂金市场现状与展望

- 铂金期货多头持仓量剧降，也反映出投资者看空铂金。7月3日以来，非商业性和未报告的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货合计仓位一直处于净空头，净空头仓数的均值达11.5万盎司。这主要归因于总空头仓数上升，8月14日曾触及280万盎司这一历史高点。
- 8月初以来，铂金ETP的持仓量则已小幅上升（截至9月5日已升至246万盎司，升幅为2%）。其中NewPlat铂金基金的持仓量增加1.6万盎司，最引人瞩目，ETFS铂金基金的持仓量也增加9,000盎司。不过本年迄今全球铂金ETP的总持仓量仍下滑3%。
- 近期铂价走低也提振了铂金币和铂金条的需求，美国投资者的需求尤为强劲，他们坚信铂价已跌至低点。
- 现在来看汽车需求。8月份德国新车销量劲升25%，不过升幅如此之大，主要归因于9月份开始施行全球轻型车排放测试规程（WLTP）之前，各品牌汽车厂商加大了销售力度。从9月份起，只有通过WLTP认证的汽车才获准在德国销售。
- 2017年南非铂金矿业因爆发罢工而遭遇的停工时间降至8年来的新低。但针对羚羊铂业公司勒斯滕堡矿区裁员15,300人和隆明矿业公司裁员12,600人的计划，南非矿工和建筑工人协会的主席Joseph Mathunjwa已公开表示，该工会“将绝不善罢甘休，会抗争到底”，这显示工会和矿业公司资方的紧张关系正在升级。
- **价格预测风险因素：**鉴于铂价走势紧跟金价走势，前面“黄金市场”部分所述风险因素也将显著影响铂价。就影响铂金市场的特有风险因素而言，南非铂金矿业可能爆发的罢工事件仍是最主要的价格上行风险因素。

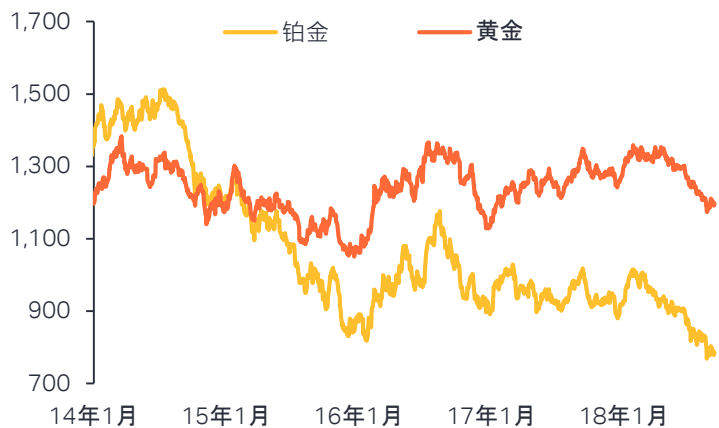
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，百万盎司



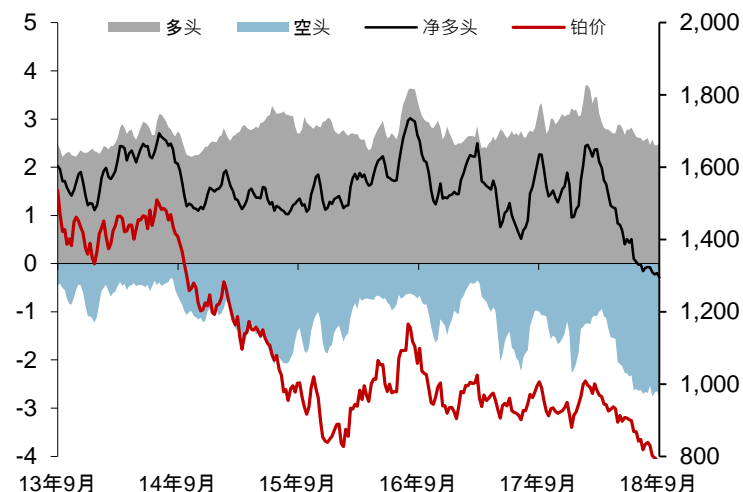
来源: Bloomberg

## 铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

## Nymex 投资者净头寸\*, 百万盎司



\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

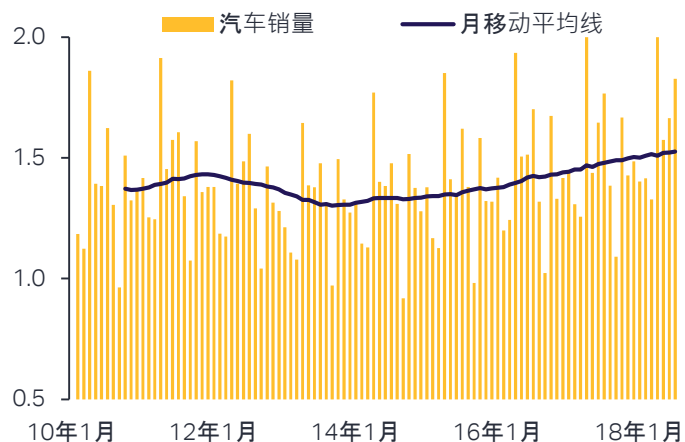
## 铂金:钯金 比率和差价



来源: Bloomberg

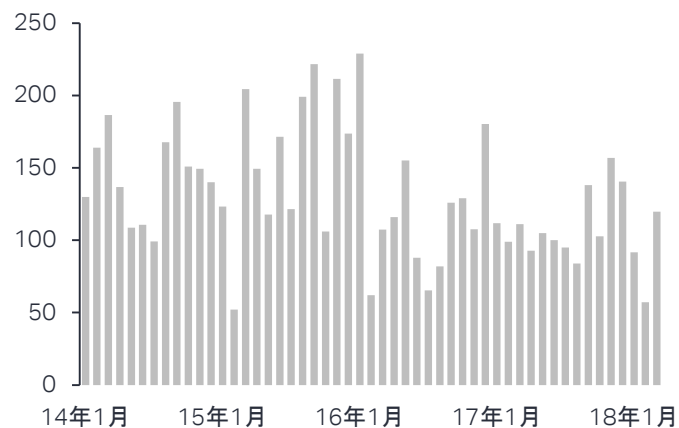
# 铂金市场现状与展望

## 欧洲汽车月销量, 百万辆



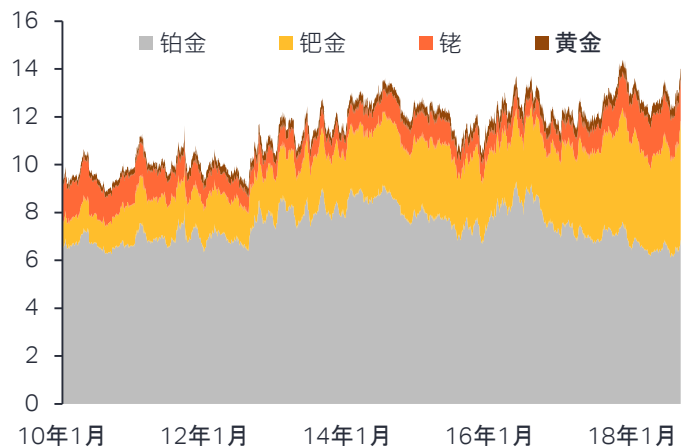
来源: Bloomberg

## 中国铂锭进口, 千盎司



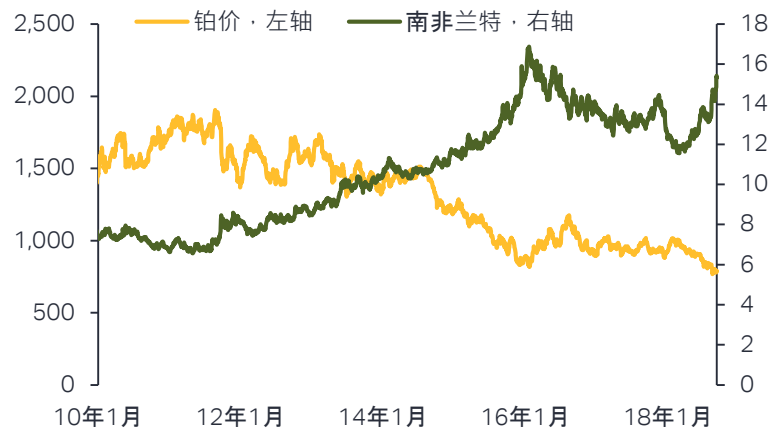
来源: Chinese Customs

## 南非铂金一揽子价格, 千兰特/盎司



来源: Metals Focus, Bloomberg

## 铂金价格 & 南非兰特



来源: Bloomberg

# 钯市场现状与展望

与铂金走势截然不同，8月中旬跌至低点后，**钯金**价格已收复部分失地，目前交投于6月末以来的高点。虽然鉴于贵金属总体走势趋弱，我们也已下调了所预测的未来钯价，但因钯金基本面相当强劲，下调幅度甚微。

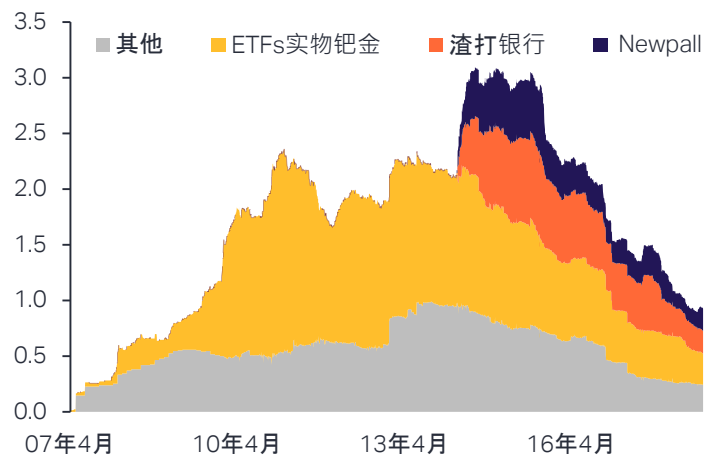
- 1月中旬至8月中旬期间，钯价从逾1,120美元/盎司跌至844美元/盎司。不过在本报告撰写之时，钯价已回升至975美元/盎司。
- 有迹象显示，钯价跌破900美元/盎司，触及2017年7月以来的最低点后，部分投资者趁低买入。
- 钯金ETF（交易所交易基金）需求温和上升（增加约5.7万盎司），8月20日总持仓量升至94.7万盎司，触及6月初以来的最高点。不过本年迄今总持仓量还是下降25%，减少31万盎司。
- 标普500指数创出历史新高也提振了钯价，显示二者之间的正相关关系再次浮现。
- 虽然近期钯价上涨，但CFTC发布的数据显示，投资者的钯金期货多头仓位仍接近历史最低位。机构投资者的净持仓量数据显示：
  - 在钯金期货净仓位史上首次转为净空头后，净多头仓数略有回升。
  - 1月份多头仓数升至创纪录的135万盎司后，持续下滑至2.4万盎司，创历史新低，并首次转为净空头。
  - 与其他贵金属的情况类似，钯金期货净多头仓数剧降（非商业性和未报告的钯金净多头仓数已较今年1月份的高点下降约90%），而总空头仓数剧升，意味着未来空头回补的空间也相当大

# 钯市场现状与展望

- 在汽车需求方面，近期美国和中国的需求都较为疲软。
  - 8月份美国汽车销量同比微幅下滑0.2%，至148万辆。不过本年迄今总销量还是上升1.1%，至1,148万辆。
  - 7月份中国乘用车销量同比下滑5.3%，至159万辆。不过本年迄今总销量仍增长3%，至1,340万辆。
- 在钯金供应方面，今年上半年期间，西班牙-静水矿业公司位于美国蒙大拿州的哥伦布冶金厂二号电冶炼炉遭遇铊外溢事故，导致矿产铂族金属（2E PGM，铂和钯）和再生铂族金属（3E PGM，除铂钯外，还包括铑）的产量都较去年同期下降。
  - 西班牙公司将不修理该冶炼炉，而代之以加速实施重建计划，以加工更多采自Blitz矿山的矿石。预计今年4季度复工后，该冶炼厂囤积的矿产和再生铂族金属库存将得到释放。
  - 因Blitz矿山的产能继续增高，冶炼厂事故并不会导致西班牙公司美国铂族金属事业部的全年产量下降，我们预期其钯金和铂金产量将分别达到46.8万盎司和13.2万盎司。
- **价格预测风险因素：**钯价上行和下行风险因素与上期月报中列出的大致相同。贸易争端仍值得持续关注。虽然近期钯价已再度走强，市场似乎也已把贸易争端将得到解决这一因素纳入对钯金的定价，但如果贸易争端急剧升级，股市势必受到冲击，进而会拖累钯价走低。

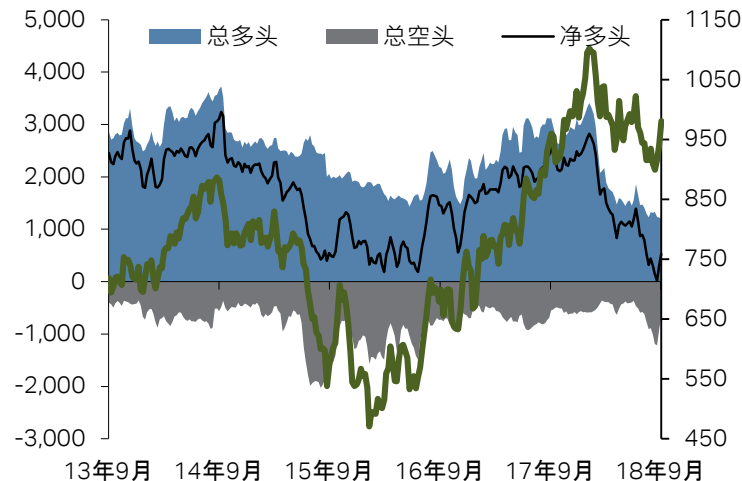
# 钯市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

## Nymex 投资者净头寸\*, 百万盎司



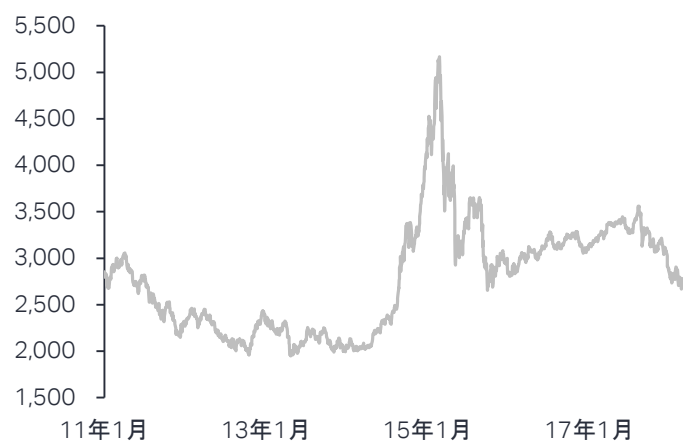
\* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

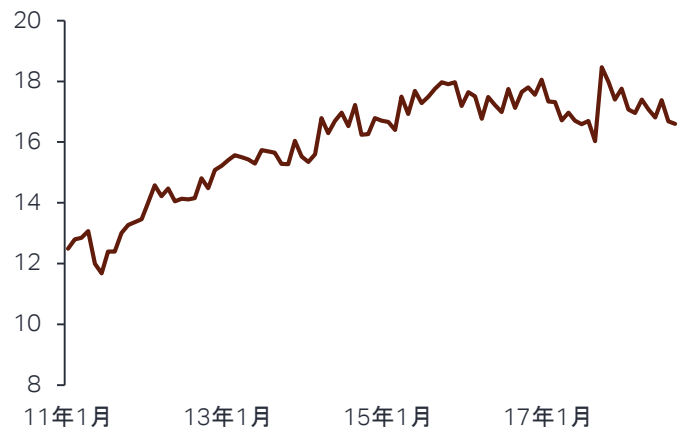
## 上证指数



来源: Bloomberg

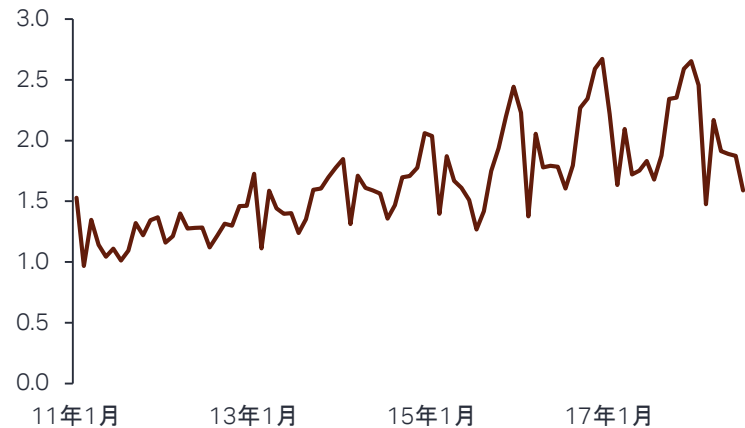
# 钚市场现状与展望

## 美国汽车滚动年销售, 百万辆



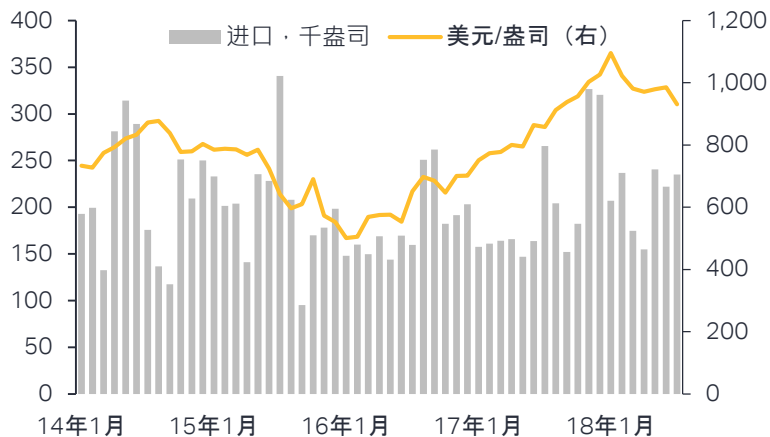
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 年比变化



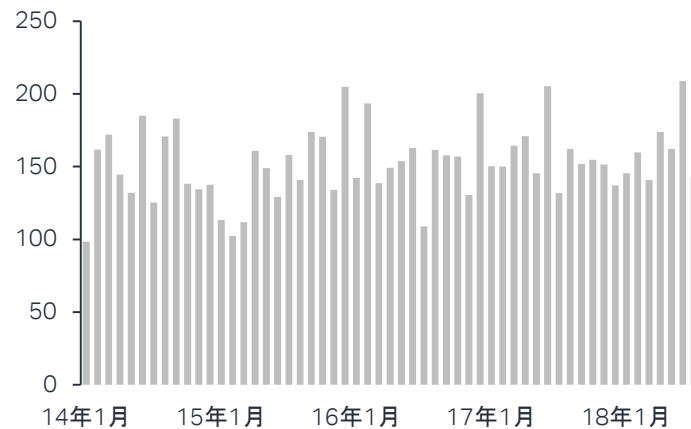
来源: Bloomberg

## 美国钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

## 日本钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

# The Metals Focus Team

**Philip Newman, 董事**  
philip.newman@metalsfocus.com

**Charles de Meester, 董事**  
charles.demeester@metalsfocus.com  
Tel: +44 (0)7809 125 334

**Neil Meader, 研究和咨询经理**  
neil.meader@metalsfocus.com

**Peter Ryan, 顾问**  
peter.ryan@metalsfocus.com

**Elvis Chou, 顾问, 台北**  
elvis.chou@metalsfocus.com

**Chirag Sheth, 高级顾问, 孟买**  
chirag.sheth@metalsfocus.com

**Dale Munro, 高级研究员 ·**  
dale.munro@metalsfocus.com

**Harshal Barot, 顾问 · 孟买**  
Harshal.barot@metalsfocus.com

**Francesca Rey, 顾问 · 马尼拉**  
francesca.rey@metalsfocus.com

**Nikos Kavalis, 董事**  
nikos.kavalis@metalsfocus.com

**Mark Fellows, 矿业组主管**  
mark.fellows@metalsfocus.com

**Charles Cooper, 矿产经济学主管**  
charles.cooper@metalsfocus.com

**Junlu Liang, 高级研究员**  
junlu.liang@metalsfocus.com

**Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔**  
cagdas@metalsfocus.com

**Yiyi Gao, 研究员, 上海**  
yiyi.gao@metalsfocus.com

**Daniel Macfarlane, 研究员**  
daniel.macfarlane@metalsfocus.com

**Neelan Patel, 销售总监**  
neelan.patel@metalsfocus.com

**Carmen Eleta, 区域销售总监**  
carmen.eleta@metalsfocus.com

# M# METALS FOCUS

## 联系方式

### 地址

Unit T, Reliance Wharf  
2-10 Hertford Road  
London N1 5ET  
UK

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: [info@metalsfocus.com](mailto:info@metalsfocus.com)

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

彭博Metals Focus 主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

## 免责声明 和 版权声明

**Metals Focus**是此报告所有版权的所有者。本公司已尽力确保本书中信息的准确性，但是不担保本报告中预测性和假设性内容的准确性。本报告仅为提供信息之用，不可作为投资者购入或卖出任何证券产品的依据，亦不提供任何与投资买卖相关的建议。**Metals Focus**公司在此明确对下述情况不承担任何对：任何个人或组织由于阅读或依赖本书引发的任何直接、间接以及由此可能产生的损失，包括（但不限于）收入损失、经营损失、利润或合同损失、预计存款损失、信誉损失以及侵权、合同中断或其他可以预见的损失。