



Metals Focus

贵金属月报

第36期 - 2018年11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



www.sberbank-cib.ru



www.randrefinery.com



www.gold-zhaoyuan.com

2018 中国（上海）国际贵金属年会

2018 China Shanghai International Precious Metals Annual Meeting

2018 年 12 月 6-7 日 中国上海威斯汀大饭店

主办单位



中国黄金协会
China Gold Association



WORLD
GOLD
COUNCIL
世界黄金协会



上海黄金交易所
SHANGHAI GOLD EXCHANGE



上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE



上海黄金饰品行业协会
www.shgjeta.org.cn

日程梗概

12月6日 大会第一天	
09:00-09:30	大会开幕式 上海市黄浦区区长巢克俭致欢迎辞 中国黄金协会会长宋鑫致辞 中国人民银行上海总部领导致辞
09:30-10:30	上海黄金交易所领导主题演讲 上海期货交易所领导主题演讲 中国银行股份有限公司领导主题演讲
10:30-11:00	茶歇
11:00-12:30	宏观经济与黄金投资主旨论坛
12:30-14:00	自助午餐
14:00-15:30	商业银行与黄金市场发展论坛（上）
15:30-16:00	茶歇
16:00-17:30	商业银行与黄金市场发展论坛（下）
12月7日 大会第二天	
09:00-10:30	黄金市场创新发展论坛（上）
10:30-11:00	茶歇
11:00-12:30	黄金市场创新发展论坛（下）
12:30-14:00	自助午餐
14:00-15:30	贵金属价格分析与发展趋势论坛
15:30-16:00	茶歇
16:00-17:30	黄金期货实盘交易大赛论坛

联系人：张健

010-84113832; 13811477512

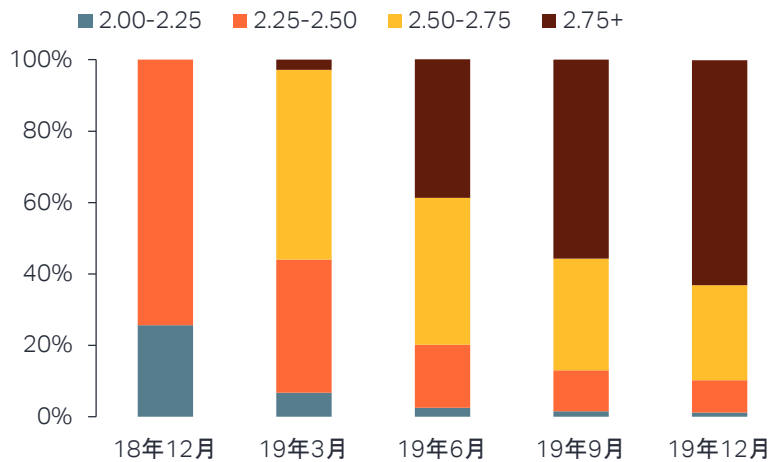


宏观经济现状与展望

- 10月份全球股市创2012年以来最大月度跌幅，其中富时全球股票基准指数和标普500指数分别下跌7.6%和6.9%。在这一背景下，贵金属价格连续数月下行后，已出现止跌回升迹象。
- 因投资者担忧美国货币政策收紧和不断攀升的债券收益率，对全球经济增长前景也忧心忡忡，标普500指数遭遇2011年9月以来最大回调，在10月22个交易日中，16个交易日均收低，创1970年以来月度下跌天数的新高。
- 10月份美国十年期国债收益率曾攀升至3.25%的高点，之后才有所回落。金融市场波动率也已升至今年2月份（当时投资者大量抛售其金融资产）以来的最高值。
- 上述因素促使投资者纷纷回补贵金属尤其是黄金空头仓位，金价一度升破1,240美元/盎司。但因美元仍处于近十六个月来的高位，市场亦预期美联储将坚持其鹰派立场，贵金属价格的涨幅受限。
- 美国经济增长强劲，利率政策也与其他国家分道扬镳，这让美元受益。三季度美国GDP增长3.5%，消费者支出的涨幅也达4%。相比之下，三季度欧元区的经济增长率则放缓至1.7%。中国GDP增长率为6.5%，创九年来的最低值。
- 意大利十年来第三次遭遇经济衰退的同时，陷入与欧盟的预算之争，令欧元承压，助推美元走强。同时，新兴市场国家的货币仍徘徊于近几十年来的低位。
- 展望未来，尽管美元走强仍是打压贵金属价格上行的主要因素，但投资者进一步回补其贵金属空头仓位的空间也较大。同时，贸易争端仍无缓和迹象，意大利与欧盟的预算谈判陷入僵局，都可能导致全球投资者的风险偏好进一步降低。

宏观经济现状与展望

美国利率预期*

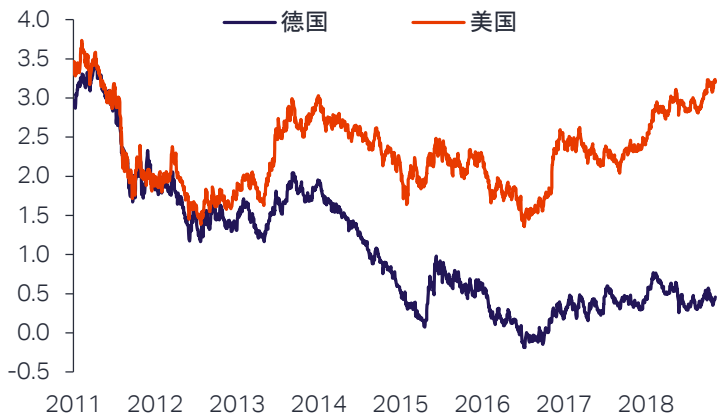


*数据截至到9月6日, 来源: Bloomberg

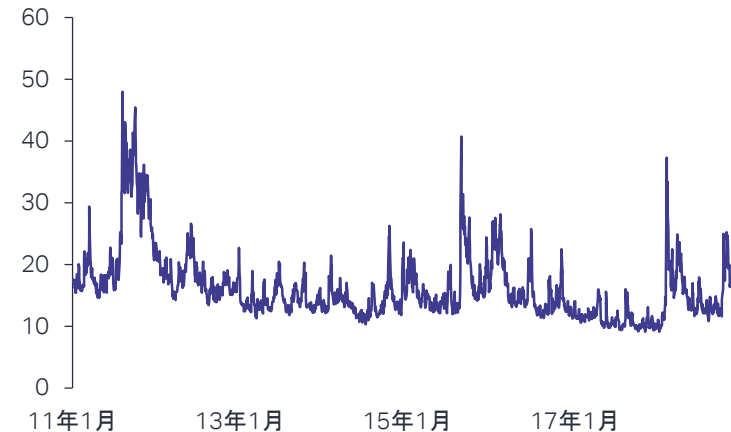
美元指数 & 黄金价格



德国 & 美国10年政府债券收益, %



VIX 恐慌指数



黄金市场现状与展望

10月份，黄金价格稳健回升，26日曾攀升至1,243美元/盎司这一近四个月来的高点。之后涨势回落，11月初金价仍站稳1,200美元/盎司上方。

- 值得注意的是，在美元继续走强的时段内金价仍小幅反弹，背后的主要原因是全球股市大幅回调，为金价提供了支撑。
- 不过也应看到，金价反弹的主要推手是空头回补。10月期间，投资基金持有的Comex（纽约商品交易所）黄金期货空头仓位下降25%，不过其总多头仓位仍处于低水平，因此持有的净多头仓位仍为负值。黄金ETPs（交易所交易产品）的持仓量则略有上升，总持仓量于近六个月来首度增长。
- 展望未来，我们认为在短期至中期内，今年早期那些打压黄金上行的利空因素仍将继续存在，但从2019年下半年起，市场状况将逐步向有利于黄金的方向转变。
- 在黄金供应方面，全国矿工联盟在南非金田公司深井作业区发起罢工，事态持续升级，引发暴力冲突。金田公司计划裁员导致了该次罢工，这突显出矿企对亏损的矿山进行重组困难重重。鉴于劳资关系持续紧张，矿企需要对高成本矿山合理化重组，我们预计18年南非黄金供应量将下滑7%，至146吨。
- 为增强国家财富安全性并降低风险，10月份匈牙利大幅增持黄金，其黄金储备暴增10倍至31.5吨。此前，波兰在三季度买入了14吨黄金，成为本世纪来首个增持黄金储备的欧盟国家。今年一季度至三季度期间，全球官方黄金净买入量达352吨，同比劲升17%，全年净买入量有望达450吨左右。

黄金市场现状与展望

➤ 实物黄金需求状况：

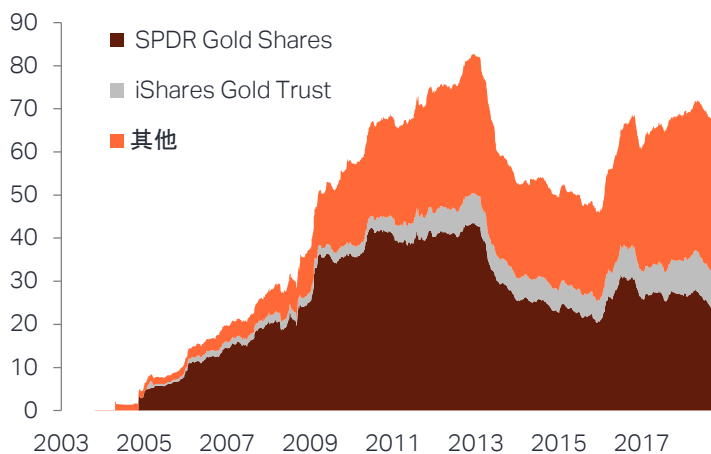
- 三季度印度黄金市场相当强劲，但近几周来市况转淡。虽然10月份印度已进入节日和婚礼季节，但因印度卢比走弱导致当地金价走高，黄金需求受到抑制。
- 因投资者对人民币进一步贬值的担忧加剧，中美两国间的贸易战也一触即发，10月份中国金条需求继续保持强劲上升势头。
- 虽然当地金价回落，但土耳其散户投资者的实物黄金投资需求和金饰需求仍很疲软，背后的主要原因包括：定期存款利率处于高位（年利率达26%左右）；购买力不断降低；通胀率暴涨；失业率持续走高。因土耳其经济陷入衰退，一些消费者甚至被迫出售其流动资产以换取现金。

➤ **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：地缘政治紧张局势升温（例如美国退出伊朗核协议等事件）；美国股票和债券市场持续发生抛售潮；美联储的立场由鹰派转为鸽派。

➤ 在金价下行风险方面，若美联储的加息步伐快于预期或美国经济增长进一步加速，美元很可能会继续走强，受此影响，金价将面临较大下行压力。

黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



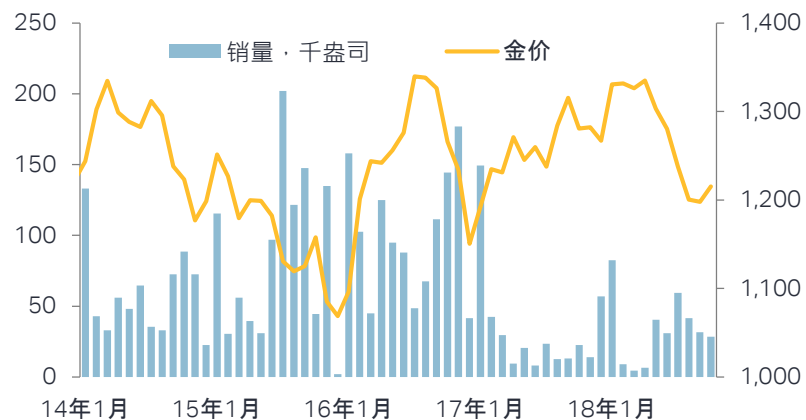
来源: Bloomberg

Comex 黄金净多头*, 百万盎司



* 管理资金头寸; 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

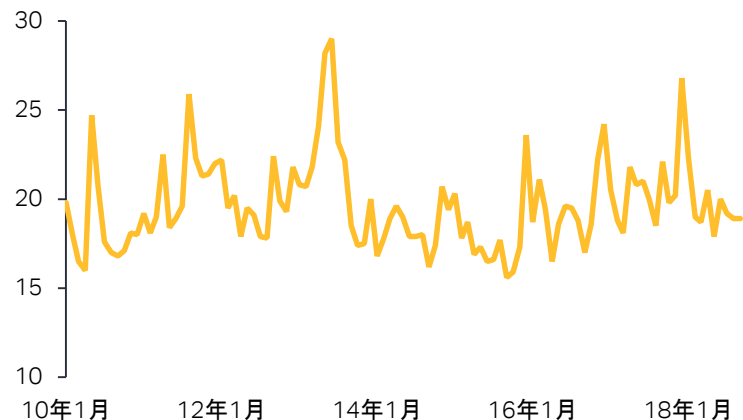
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



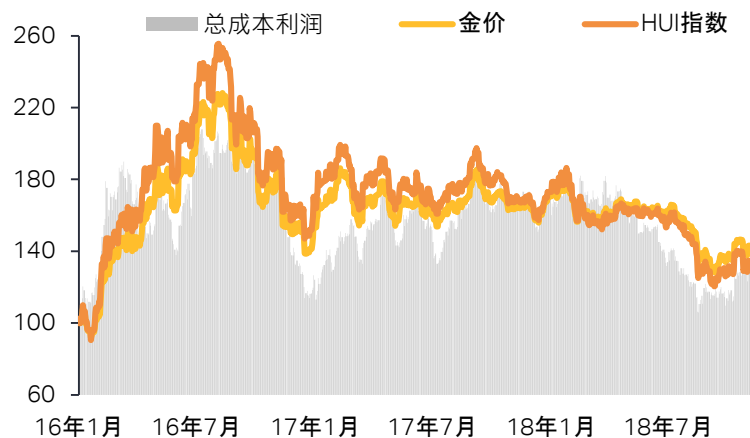
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



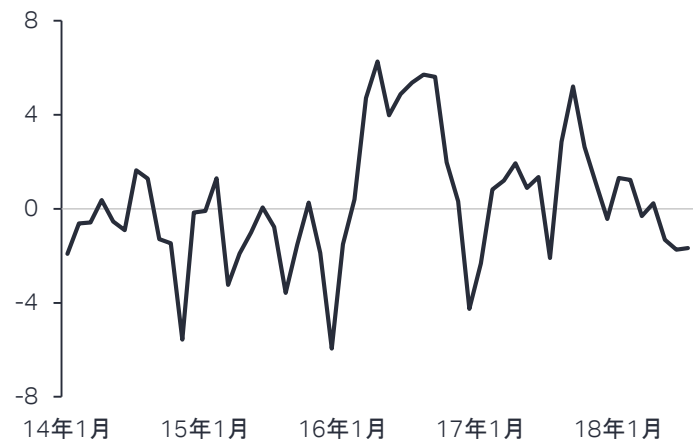
*日均黄金交割量 来源: London Bullion Market Association

黄金矿产总成本利润*



* 指数 2016年1月1日=100
来源: Metals Focus, Bloomberg

英国金锭净进口量, 百万盎司



来源: IHS

白银市场现状与展望

投资者对黄金和其他贵金属的信心增强，但白银并未因此受益。金价已稳健反弹，而10月份大部分时间内及11月初，银价仍在14.20至14.90美元/盎司区间内盘整。结果11月1日金/银价格比率已攀升至85.4:1，重返1993年后期的高位。

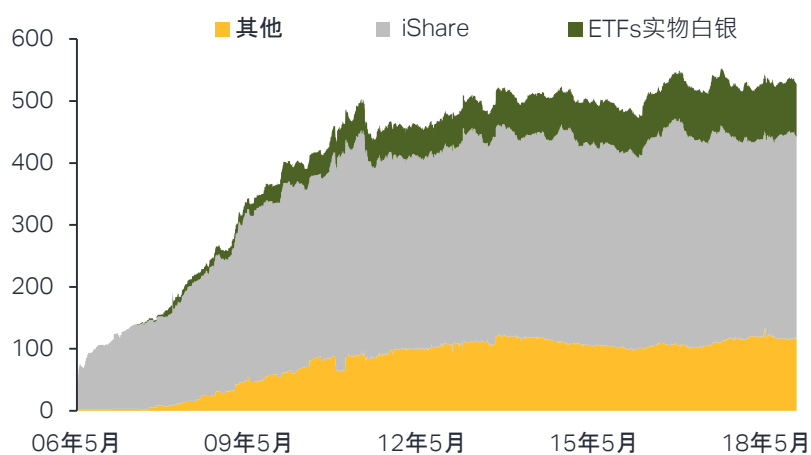
- 白银表现落后于其他贵金属，部分缘于其好坏参半的基本面。此外，对全球经济增长前景的担忧也让投资者对工业金属的信心受到冲击。
- 白银期货仓位和白银ETP持仓量都反映出投资者看空白银走势。虽然投资者的Comex白银期货总空头持仓量（以投资基金的持仓量为代表）已下降，但绝对数量仍庞大，因此截至10月底净空头仓数仍高达1.26亿盎司。
- 10月份，白银ETPs的总持仓量下滑1%，不过以历史标准衡量，月底时的总持仓量仍处于高位（仅比2017年7月创出的历史峰值低5%）。
- 鉴于白银走势不佳，我们已下调了所预测的未来银价。尽管我们预期银价最终会收复部分失地，仍向下修正了所预测的今年四季度和明年一季度白银均价。
- 不过因贵金属尤其是黄金已明显呈现出走强趋势，我们预期白银表现会逐步跑赢黄金（考虑到其市场体量远小于黄金市场）。另外，鉴于目前白银空头仓位如此庞大，空头回补的空间相当大，一旦大量空头回补，银价有望大幅上涨。据此我们预计到明年三季度时，金/银价格比率的均值或将回落至77:1。

白银市场现状与展望

- 在白银供应方面，得益于旗下圣朱利安矿山二期工程产能提升，一至三季度全球最大白银生产商——弗雷斯尼洛矿业公司的白银产量同比增长8.5%，至4,630万盎司。但受地质模型不精确和地下矿山开发迟延等的影响，三季度该公司的白银产量不及预期。因此，该公司已下调了全年产量目标，为6,200万至6,450万盎司，较原来目标产量减少280万盎司。
- 在实物白银需求方面，10月份美国老鹰银币销量同比劲升35%，但升幅如此之大只是因为去年同期的基数很低。本年迄今老鹰银币的总销量为1,200万盎司，同比下降20%。值得注意的是，9月初一度出现老鹰银币供不应求的情形，但只是昙花一现。
- 今年一季度至三季度期间，印度银器需求量加速增长，估计总销量同比上升10%至15%。展望未来，因银价处于低位，国内经济也处于良好状态，应能提振节日季节期间消费者的实物白银需求，因此印度当地零售商仍看好市场前景。
- 工业部门的白银需求量继续稳健增长，主要终端工业用户（汽车工业和光伏产业等）的需求都较为强劲。我们近期前往美国进行了实地调研，期间获得的反馈信息显示，新白银工业用户的需求量也显著增长，尽管基数低。
- **价格预测风险因素：**鉴于银价走势与金价走势高度相关，前面“黄金市场”部分所述风险因素也将影响白银。此外，基本金属价格进一步回撤仍是银价下行主要风险因素。若贸易战加剧，进而拖累全球尤其是中国的经济增长，基本金属价格大幅下行是大概率事件。

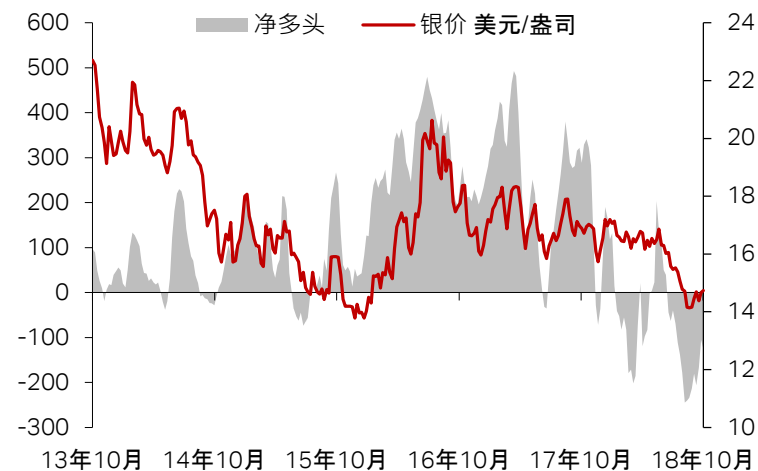
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



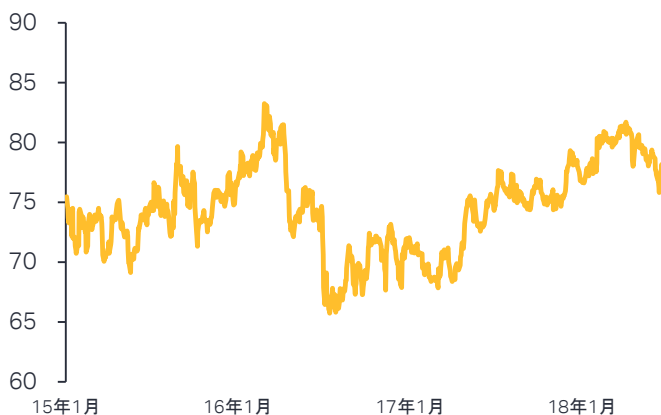
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头*, 百万盎司



*管理资金头寸; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

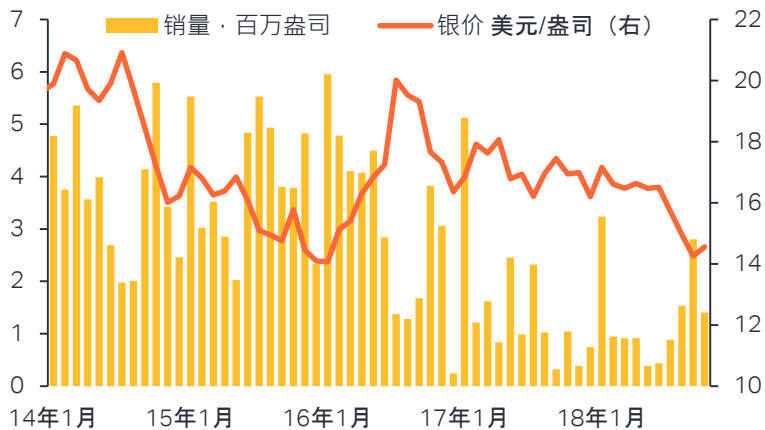
白银 & 黄金价格



来源: Bloomberg

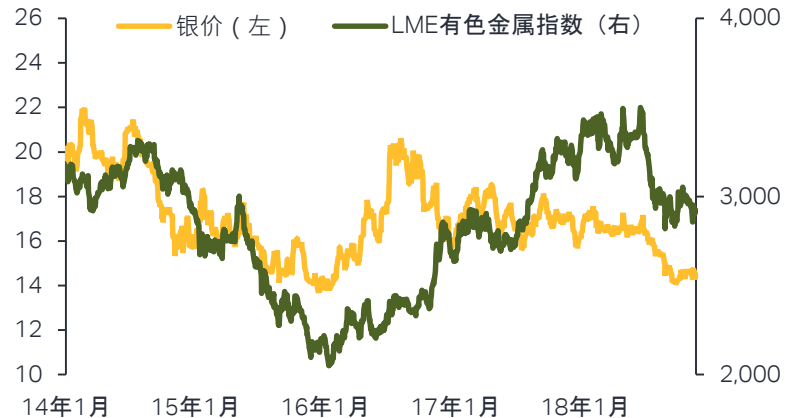
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



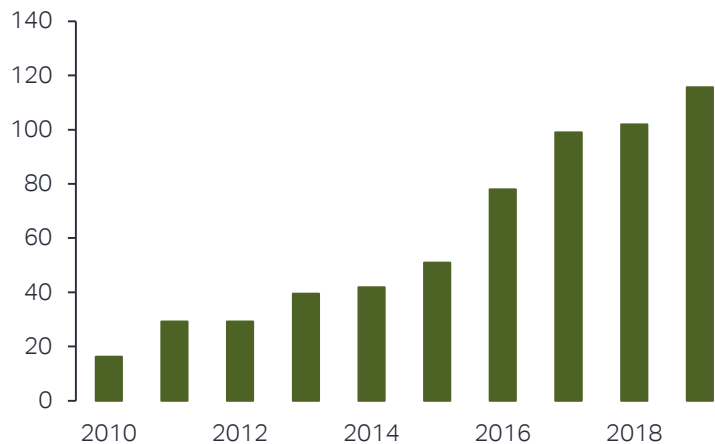
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



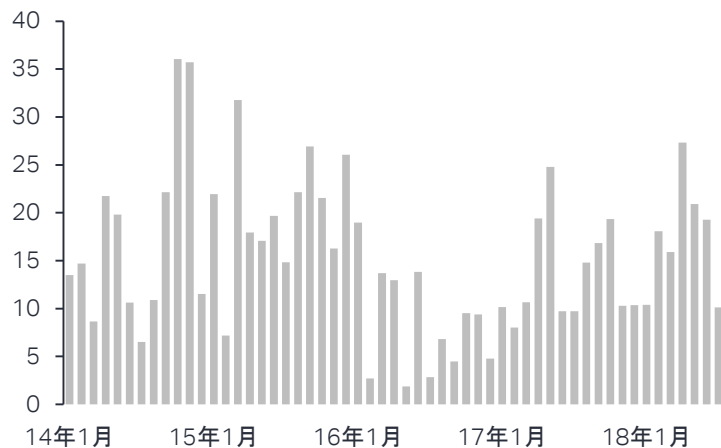
来源: Bloomberg

全球光伏装机容量 GW (吉瓦)



来源: GTM Research

印度白银进口, 百万盎司



来源: Various

铂金市场现状与展望

10月份，铂金价格月内上涨3%至839美元/盎司，涨幅高于黄金（2%）和钯金（1%）。虽然已下调了所预测的今年四季度铂价，我们仍预期未来12个月铂价将走强，2019年的高点有望触及950美元/盎司，进入2020年后涨幅还将扩大。

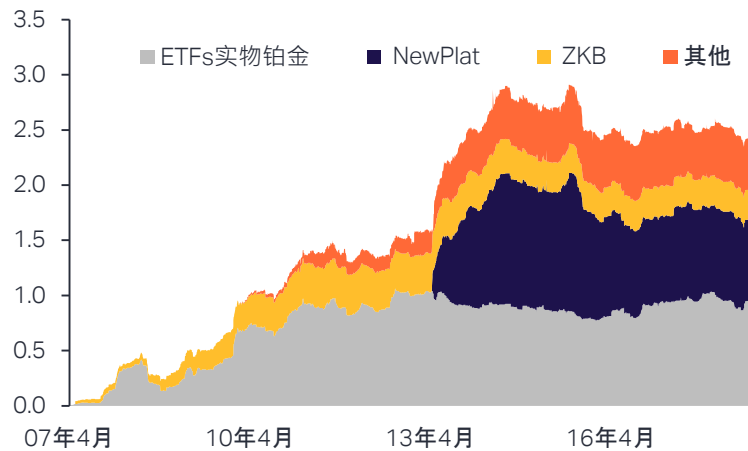
- 与其他主要贵金属的走势一致，近几周铂价已持续走强。自10月1日以来，铂价表现跑赢金价和钯价，截至11月8日涨幅达7%，高于黄金（3%）和钯金（5%）。
- 铂价强劲回升，铂金对黄金的折价已从10月29日的400美元/盎司收窄至目前的350美元/盎司，为今年3月初以来最低值。尽管近月来铂价涨幅高于金价，但我们认为未来12个月内二者的价差不会进一步收窄。
- 铂金对黄金的折价如此之大（今年二者价差达400美元以上为常态），反映出其供需基本面尚未能得到改观，投资者对其兴趣不高也是自然的事。主因是以柴油车为主的欧洲汽车市场铂金需求疲软：
 - 因全球轻型车排放测试规程（WLTP）开始施行，9月份西欧地区汽车销量大降23%，10月份进一步下滑7%。不过LMC汽车市场咨询公司预计今年全年欧洲汽车（各燃料类型汽车）总销量仍有望微升0.8%，至1,440万辆。
 - 柴油车在欧洲汽车市场上所占份额则继续下滑。根据欧洲汽车制造商协会发布的数据，三季度柴油车的市场占有率仅为35%，较去年同期的43%继续下降。相比之下汽油车的市场占有率则从去年第三季度的50%升至今年3季度的56%（这利好于钯金）。
- 虽然西欧地区的汽车销量将略有上升，我们仍预计今年欧洲汽车工业部门的铂金需求量将下降约9%，至170万盎司。其主因是柴油车的市场占有率下降，汽油车的市场占有率上升。欧洲地区的铂金需求疲软，将导致今年全球汽车工业部门的铂金需求量下滑4%，至330万盎司，重返2015年的低位。

铂金市场现状与展望

- 在铂金供应方面，羚羊铂业公司三季度的铂精矿产量优于预期，全年铂族金属精矿产量目标已上调至510至520万盎司，增加17.5万盎司。但该公司的两座冶炼炉同时进行重建，铂金精炼作业仍遭遇瓶颈。因此，2019年前在制品库存仍无法出清。据此我们维持对今年全球铂族金属产量的预测不变：铂金产量为602.1万盎司（同比下降2.3%），钯金产量为686.5万盎司（同比微升0.2%）。
- 铂金的供需基本面欠佳，将导致今年出现18.6万盎司的供应过剩量。尽管数量不算大，但这将是连续第七年出现供应过剩，因此尚无迹象显示庞大的地上铂金存量将减少。预计今年年底时地上铂金存量将升至880万盎司，而2010年底时地上铂金存量仅为710万盎司，其不断增加的趋势清晰可见。
- 尽管供需基本面不佳，但8月至9月期间铂价跌破800美元/盎司后，一些投机者认为已跌至低点，不大可能再大幅下跌，对铂金的兴趣复燃。8月初至10月末期间Nymex（纽约商业交易所）铂金期货总空头急剧下降37%，至160万盎司，重返今年4月的低位，就反映出部分投资者不再继续做空铂金。因该时段内空头大幅回补，Nymex铂金期货持仓情况已从前所未有的净空头转为接近正常水平的净多头，数量约为100万盎司。不过投资者对铂金能否大幅上涨尚不确定，因此该时段内总多头仓数仅增加5%，至260万盎司。
- **价格预测风险因素：**除黄金市场相关风险因素外，欧洲轻型柴油车所占市场份额再度加速下滑，从而导致汽车行业铂金需求下降，是影响铂价运行趋势的最大风险因素。

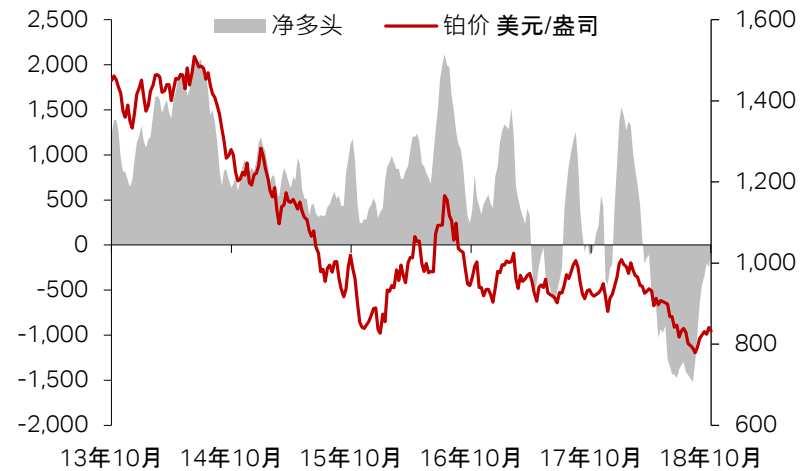
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



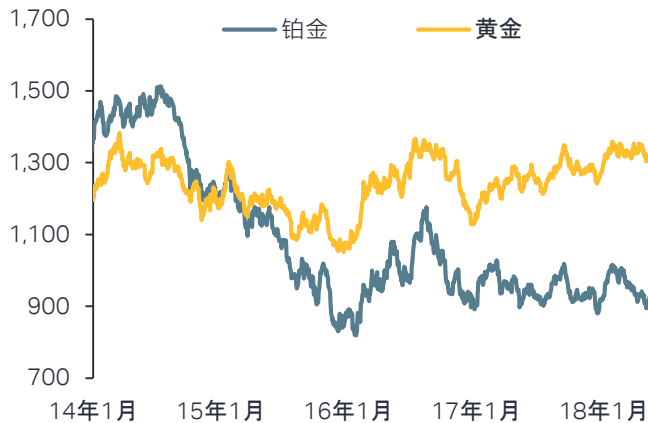
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头*, 千盎司



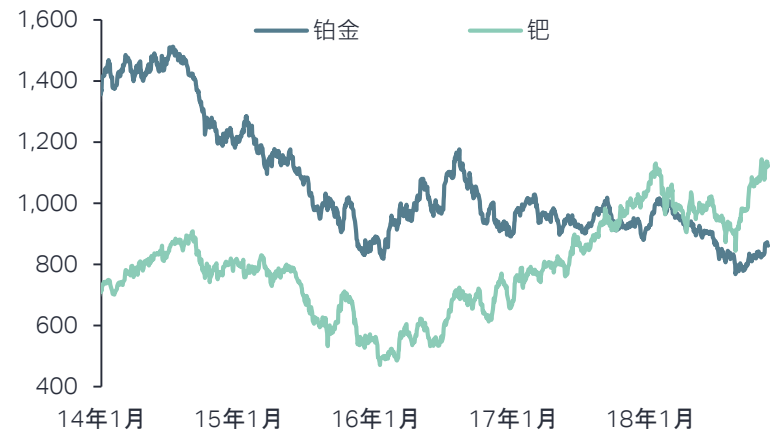
*管理资金头寸; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

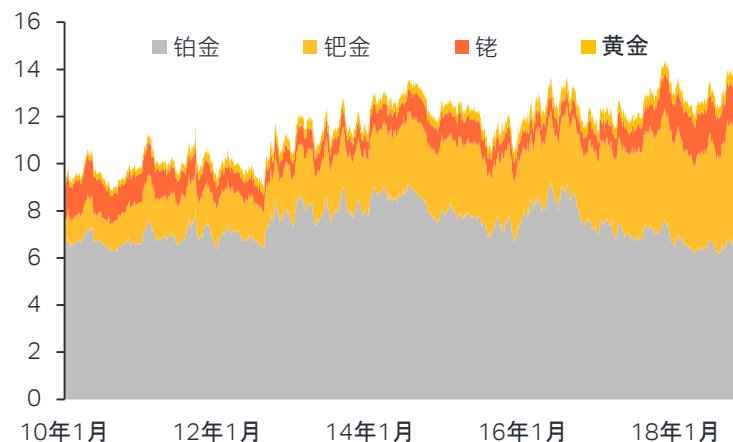
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



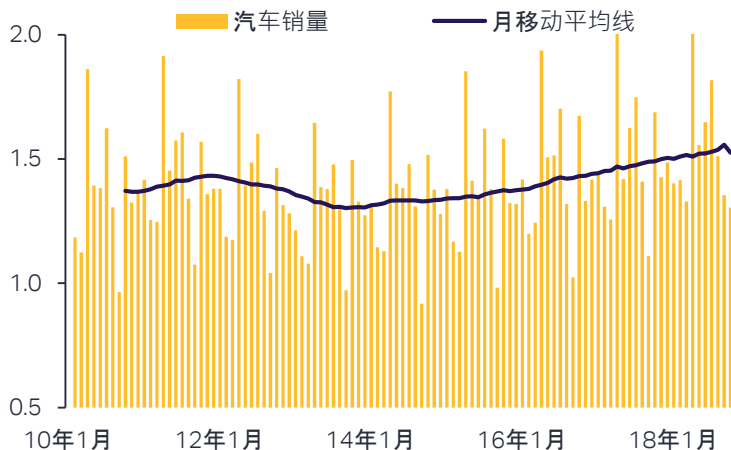
来源: Bloomberg

南非铂金一揽子价格, 千兰特/盎司



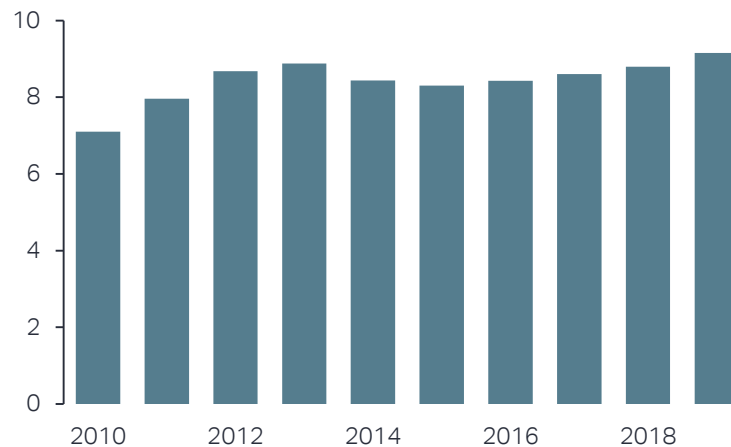
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

欧洲汽车月销量, 百万辆



来源: Bloomberg

铂金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

钯金市场现状与展望

10月份，钯金价格维持强劲走势。因此我们预期2019年钯价高点有望触及1,200美元/盎司，但波动性会增大，成交价波动范围或将扩大。

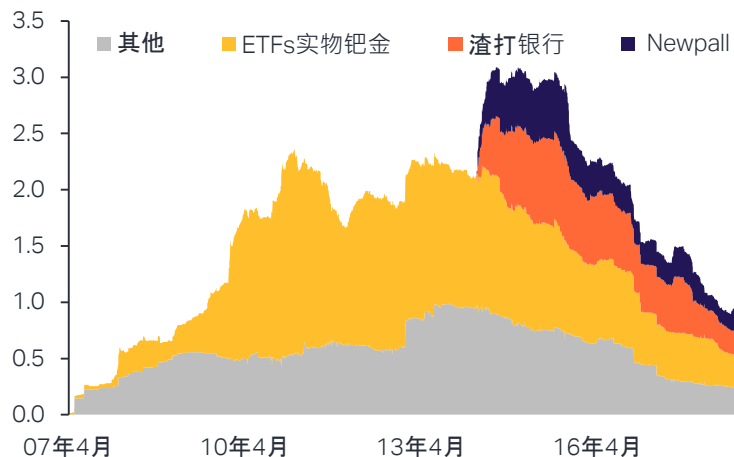
- 近几周来，市场对主要贵金属价格走强的信心上升，钯金也从中受益，10月1日以来钯价已上涨5%。
- 总体来看，尽管主要汽车市场表现好坏不一，钯金需求仍属强劲。10月份美国轻型汽车销量微升0.4%，至140万辆。本年迄今的总销量为1,430万辆，增长0.5%。尽管汽车销量增幅甚微，但更为严格的汽车尾气排放标准已实施，这意味着今年北美地区汽车工业部门的钯金需求量有望上升约4%，至186万盎司。
- 近期中国轻型汽车销量则已放缓，9月份销量同比下降10%，至240万辆，已连续四个月环比下滑。
 - 本年迄今中国汽车总销量微升1.2%，至2,020万辆，但销量进一步走弱后，全年总销量可能低于3,000万辆。
 - 本周中国发改委的一位高官指出，今年全年汽车销量可能低于2017年的2,890万辆，突显出汽车市场疲软的风险。
 - 若上述预测成真，中国汽车销量将于近二十年来首度同比下滑。
- 正如前面“铂金市场”部分所述，尽管欧洲汽车销量疲软，但得益于汽油车市场占有率的不断上升，欧洲汽车工业部门的钯金需求持续增长。今年前九个月期间，汽油车在欧洲乘用车总销量中的占比已升至56%，较去年同期增加了几个百分点。

钯金市场现状与展望

- 因汽车业的需求强劲，预计今年钯金市场仍将出现较大数量（或高达120万盎司）的供应赤字。市场将连第七年供不应求，在这七年期间地上钯金存量已减少约470万盎司。虽然总存量仍高达逾1,300万盎司，但十年来足可满足需求的存量已显著下降，目前只足以满足15个月的需求量。
- 钯价走势强劲，导致钯金对铂金的溢价不断扩大。不过我们预计目前溢价水平已是预测期（今年四季度至明年三季度）内的高点，未来12个月间的溢价均值将收窄至210美元/盎司。作出此研判的理由有二：
 - 首先，我们已上调所预测的金价，相应也上调了所预测的铂价。
 - 其次，2019年钯价涨幅或将有限，原因是：迄今钯价涨幅已大，进一步上涨将引发投资者获利了结；到2019年底，美国经济增长势头将减弱，股市势必见顶回落。
- 投资者仍普遍预期钯价将上行。虽然资金进一步流出钯金ETPs（10月1日以来持仓量已减少12万盎司，至82.9万盎司），但Nymex钯金期货多头仓位已大幅上升。自8月末（当时出现前所未有的净多头仓数归零的情形）以来，总多头仓数暴增56%，至190万盎司，而总空头仓数则大降43%，至70万盎司。结果净多头仓数已增至120万盎司，为6月中旬以来的最高值。
- **价格预测风险因素：**风险因素与上期月报中所列的大致相同。虽然我们预期进入2019年后美国经济仍将保持较强劲的增长，但是如果贸易战导致经济表现不及预期，令美国经济增长转弱，钯价势必承压。不过鉴于钯金供应赤字还将扩大，市场供应紧张将加剧，应能为钯价提供一定支撑，部分抵消经济转弱带来的负面影响。

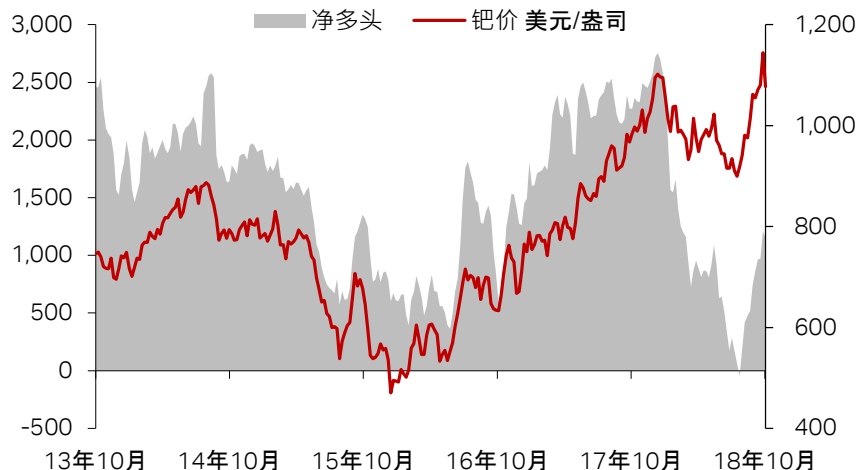
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头*, 千盎司



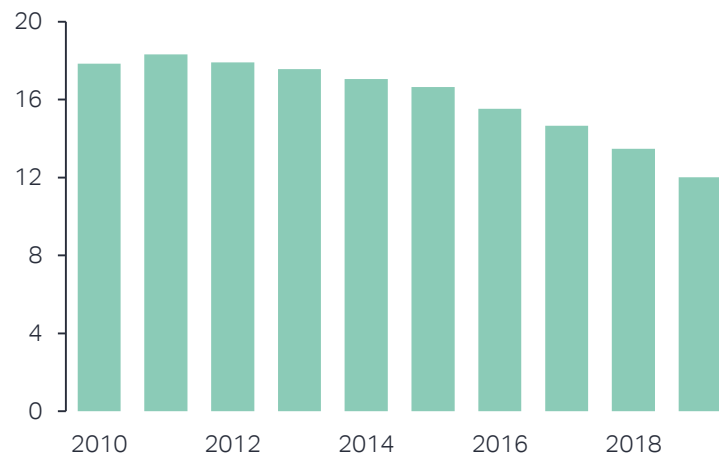
*管理资金头寸; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

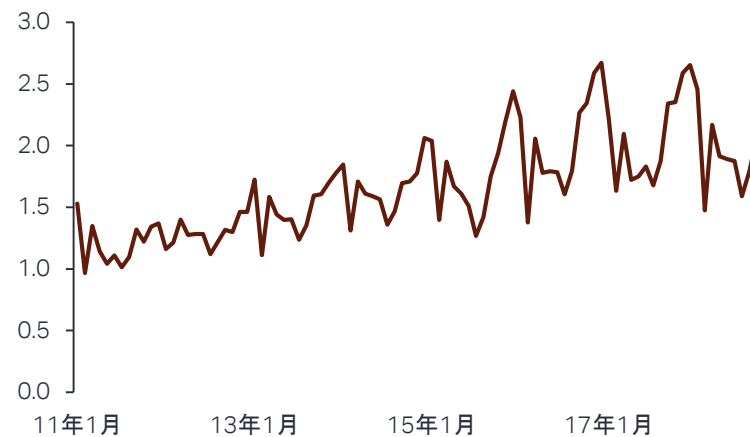
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



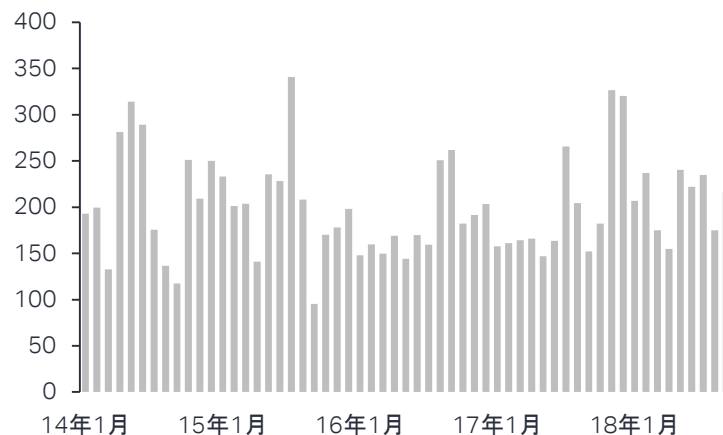
来源: Bloomberg

美国钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钚锭进口, 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

Jie Gao, 研究员, 上海
jie.gao@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

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。