



# Metals Focus

贵金属月报

第38期 - 2019年1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)

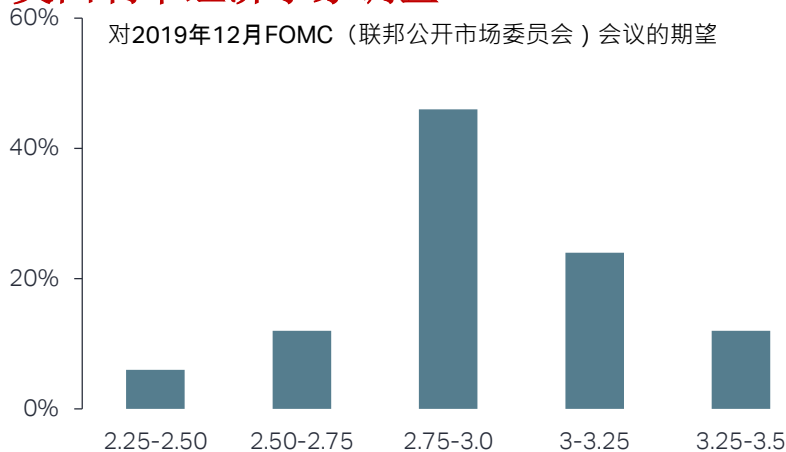
---

# 宏观经济现状与展望

- 2018年12月，全球股市抛售潮未止。2018年全年，追踪全球多个股市表现的富时全球股票指数大跌12%，创全球金融危机以来最差表现。2017年该指数尚劲升约25%，上行趋势已完全逆转。
- 2019年开年后，金融市场气氛仍颇为紧张，投资者对全球经济放缓的担忧加深，信心大受打击。
- 近日来油价虽已有所回升，但整体向下的趋势导致美国预期通胀率（五年期盈亏平衡通胀率）降至1.5%，创2016年四季度以来的最低值。
- 美联储的利率预期点阵图显示今年仍将加息三次，而彭博社最新的调查却显示，市场普遍预期今年美联储至多会加息两次。
- 欧洲央行已于12月终止实施其量化宽松计划。该行表示担忧经济增长前景，因此市场预期2019年欧洲央行不会加息。
- 展望未来，宏观经济大环境利好于避险资产，资金有望大幅回流入避险资产市场。投资者追捧安全资产的趋势已然发生，美国10年期国债收益率大幅下降，2018年美国短期国债（短于1年期）的投资回报率超越绝大部分资产类别，即为明证。
- 我们维持美国经济增长将放缓的研判不变，这将继续令股市承压。美国加息周期也已近尾声。在这一大背景下，美元长期下行的趋势终将复启，从而会推动贵金属价格回升。

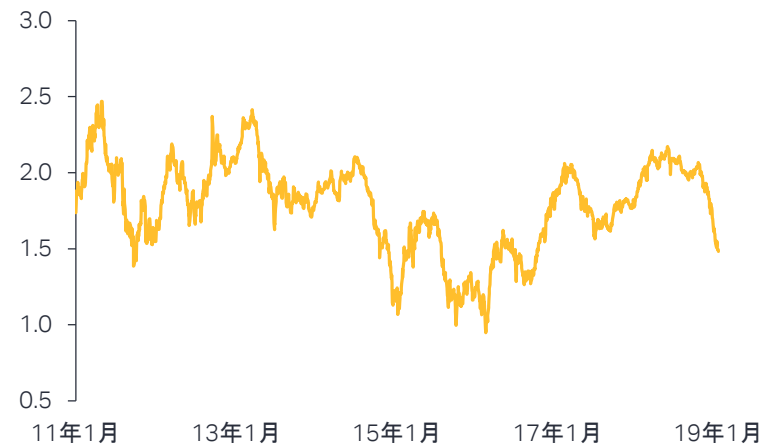
# 宏观经济现状与展望

## 美国利率经济学家调查\*



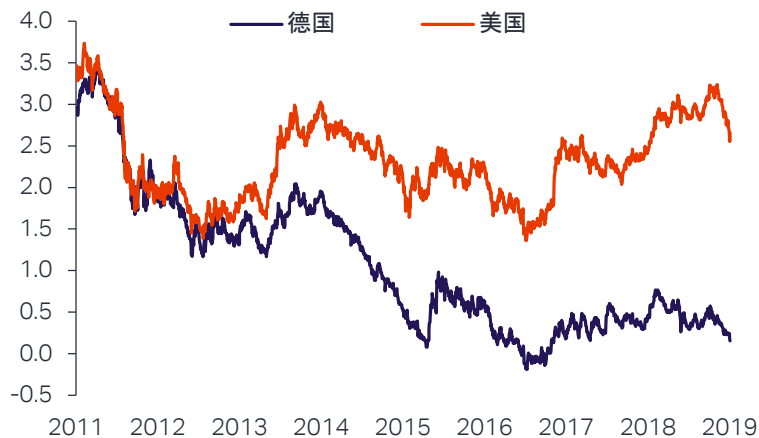
\*数据截至到2018年12月，来源: Bloomberg

## 美元5年盈亏平衡通胀率，百分比%



来源: Bloomberg

## 德国 & 美国10年政府债券收益, %



来源: Bloomberg

## 全球股票及债券市场



来源: Bloomberg

# 黄金市场现状与展望

2018年12月，黄金价格飙升至1,284美元/盎司，触及六个月来的高点，月内共上涨5%。全球股市大跌后投资者转投避险资产是金价上行的主要推手，美元走弱也有助益。全月黄金表现耀眼，创出2017年1月以来的最大月涨幅。

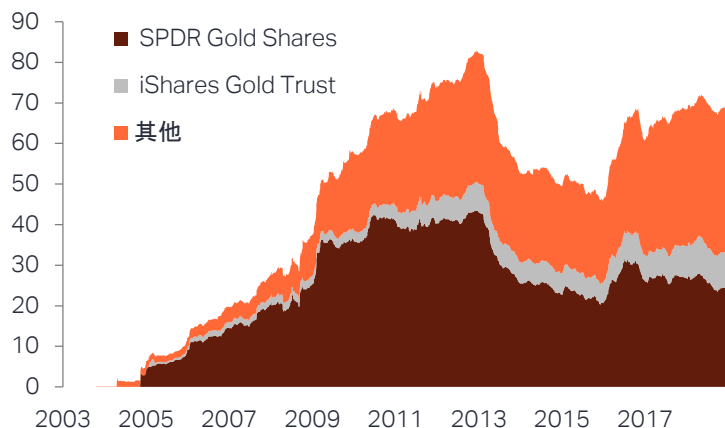
- ▶ 尽管四季度金价大幅回升，但2018年底时的收盘价仍较年初下跌2%，原因包括美元保持强势；美联储连续几次加息，还不时发出鹰派声调；全年大部分时间内股市表现强劲，分流较多资金。
- ▶ 数据显示（因美国政府关门，可用的最新数据为截至12月18日的数据），因空头大量回补，12月上半月机构投资者持有的黄金期货净多头仓数持续上升。12月黄金ETPs（交易所交易产品）也获得大量资金流入。
- ▶ 展望未来，我们仍对金价走势持乐观看法。我们预期2019年上半年金价难有大作为，均价将保持在1,280美元/盎司左右，但下半年则有望大幅上涨，四季度的均价或将涨升至1,340美元/盎司，高点甚至有望升至1,400美元/盎司。
- ▶ 作出上述研判的理由是，我们预期宏观经济大环境将发生更利好于黄金的变化，其中最大的变化是全球经济增长将放缓，例如，2018年财政刺激政策带来的提振效应消失后，美国经济将面临逆风。贸易战和高企的债务水平也将给中国经济造成冲击。同时美国加息周期也已近尾声。在上述诸因素的共同作用下，金价必将走高。
- ▶ 2018年底实物黄金市场转旺，也为金价提供了支撑。以中国为例，因消费者信心改善，首饰商也大力推出更多花色品种的金饰，2018年黄金首饰需求量继续稳健上升。

# 黄金市场现状与展望

- 12月中国政府宣布将从今年1月1日起实施金融宽松政策。因此尽管面临中美贸易战升级和中国经济放缓等不利因素，我们仍预期今年中国首饰需求量有望同比增长4%。
- 2018年后期印度黄金市场也颇为强劲。我们进行的实地调研显示，12月印度首饰市场交投十分活跃。预计印度政府将于本月推出综合性黄金政策，这是目前市场关注的焦点。预期该政策将包括促进国内黄金贸易和首饰出口，修改黄金货币化计划，设立黄金交易所等重要内容。
- 相比之下，中东地区黄金市场则仍很疲软。当地金价不断上涨，经济又陷入滞涨，令土耳其黄金需求蒙受严重冲击。因油价走低，政府的监管政策又发生改变，海湾合作组织国家的黄金需求也继续低迷。
- 在黄金供应方面，巴里克黄金公司和兰德黄金公司的合并交易已于今年1月2日完成，有望推动黄金行业内的并购活动更趋活跃，并促使主要黄金矿企开展合理化重组。不过也应看到，主要黄金矿企在全球矿产黄金供应链中的地位正在下降，而较小规模矿企则因其增长潜力大而更受投资者青睐。同时，手工开采的小型金矿的产量也继续强劲增长。总体来看，推动矿产黄金供应量增长的力量正在发生变化，供应量将继续净增长，但增幅不大。
- **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：未来几月内美联储发出将以慢于预期的步伐加息的信号，或甚至结束加息周期；全球经济放缓或甚至出现危机；股票和债券市场爆发猛烈抛售潮；美国财政状况急剧恶化；地缘政治紧张局势加剧。
- 另一方面，若美联储采取更为鹰派的立场和/或对美国经济更具信心，则将推动美元进一步走强，令金价下行风险增大。

# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



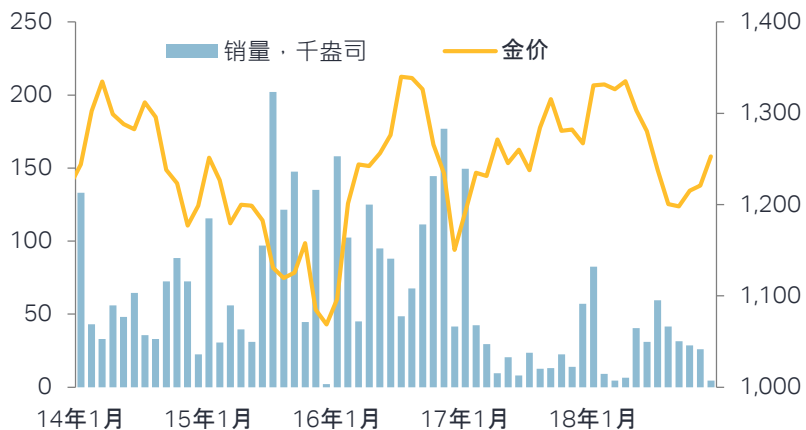
来源: Bloomberg

## Comex 黄金净多头\*, 百万盎司



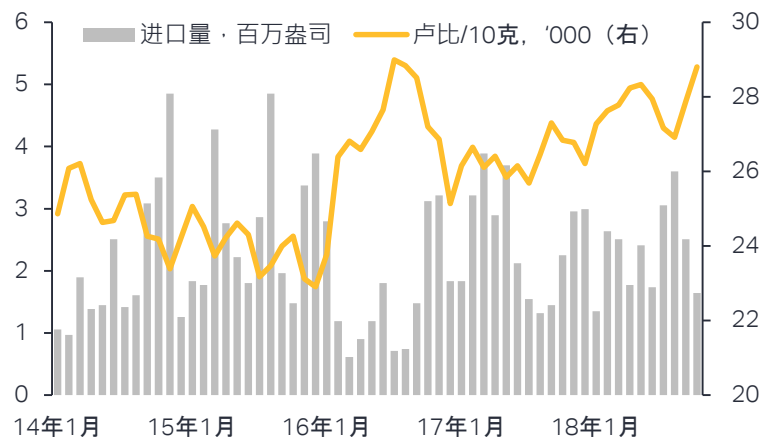
\* 管理资金头寸; 来源: CFTC

## 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



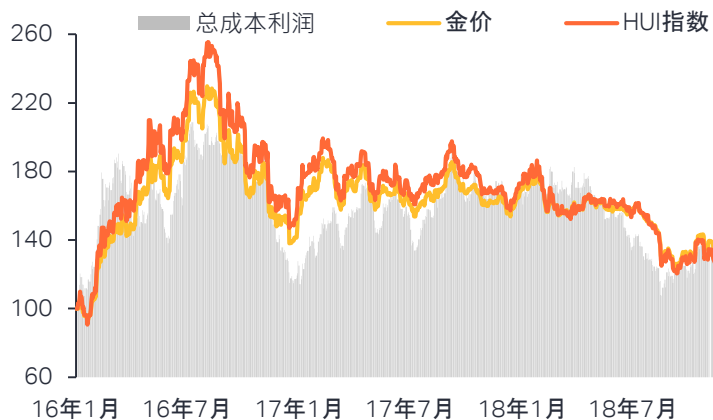
来源: Hong Kong Customs

## 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

与金价走势一致，上月白银价格走强，上行之势延续至今年1月初。我们所作的银价预测保持不变，今年将呈走强之势，四季度涨幅还有望扩大。在此期间银价表现将日益跑赢金价，四季度金/银价格比率的均值有望降至75.3:1（较2018年四季度的84.5:1显著下降）。

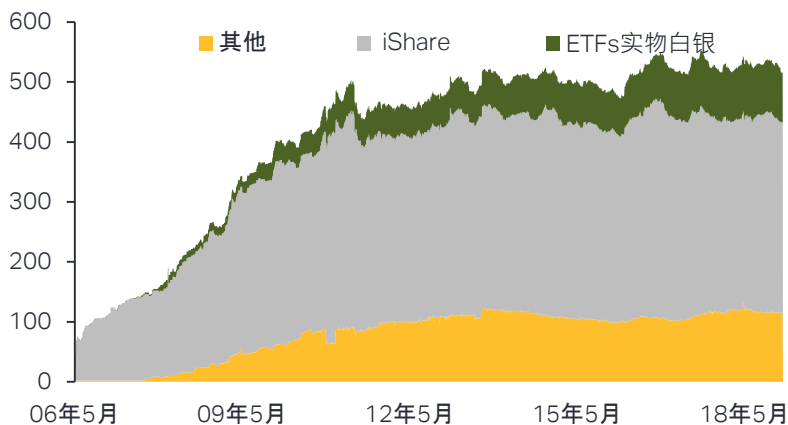
- ▶ 去年大部分时间内，银价都受到基本金属价格下行的拖累，贸易战加剧又是基本金属价格承压下行的根本原因。因此金/银价格比率不断上升，11月曾触及多年来的高点——86:1。
- ▶ 去年12月，白银则从黄金走强的外溢效应中受益，其走势更像贵金属，而非工业金属。展望未来，我们认为该趋势仍将延续。
- ▶ 银价上涨后，金/银价格比率降至82:1下方，为去年10月初以来的最低值。不过该比率仍处于高位，反映出投资者对白银走势的担忧挥之不去。
- ▶ 白银地上存量庞大，Comex（纽约商品交易所）的库存量就达2.94亿盎司，处于历史高位，是投资者担忧白银走势的部分原因。存量庞大又反映出美国实物白银投资需求疲软，去年全年美国铸币局的银币销量仅为1,570万盎司，下滑13%，创2007年来的新低。
- ▶ 展望未来，我们预期今年美国银币和银条市场将出现一定程度的复苏。该复苏将得益于银价波动率的增大，银价深跌后散户投资者会趁低买入，而一旦银价开始如我们预期的那样大幅上涨，趋势投资者也会追高买入。美国政治不确定性加剧也有望促使散户投资者买进白银（很多投资白银的散户都倾向于支持共和党尤其是特朗普总统，而中期选举后众议院已被民主党所控制）。

# 白银市场现状与展望

- 近几周来，机构投资者的白银投资量已回升。11月底至12月18日期间Comex白银期货净多头仓位上升1.33亿盎司，持仓量已大致重返2018年初的水平，不过仍明显低于2017年的持仓量水平，这意味着今年净多头仓数的增长空间相当大。
- 相比之下，因银价走强导致部分投资者获利了结，12月全球白银ETP的持仓量则下降约1,450万盎司（环比下滑2.2%）。
- 我们在印度进行的实地调研显示，得益于银饰和银器需求稳健增长，该国的白银需求仍较旺盛。相应的印度白银进口量也强劲增长，去年前十个月期间就已突破6,000吨，同比劲升36%。
- 预计2019年白银工业需求量有望上升，光伏行业复苏和汽车行业白银需求量增长将是主要推手。
  - 据估算，2018年全球新增光伏装机容量达100GW，2019年有望更上层楼。我们认为，新兴市场国家需求量持续上升足以抵消中国光伏产业政策不确定性所带来的负面影响。
  - 在其他领域，今年基础设施建设相关白银需求或将大致与去年持平，贸易战导致多个关键市场的经济增长前景黯淡是主因。
- **价格预测风险因素：**今年白银走势更像贵金属，因此其价格上行和下行风险因素与影响金价的那些风险因素相同。

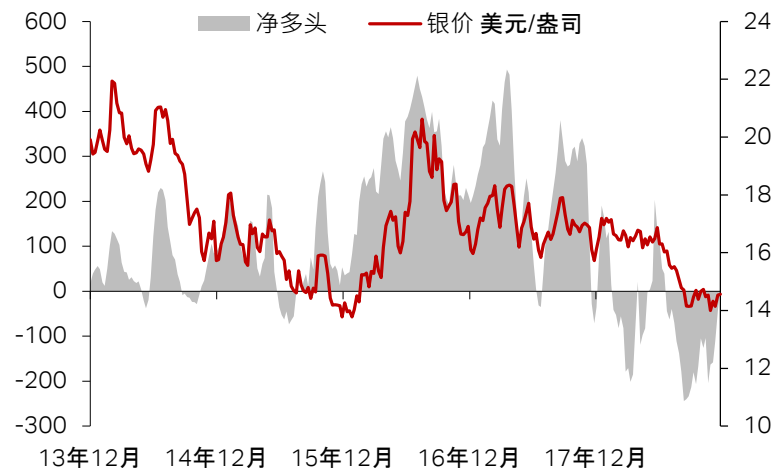
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



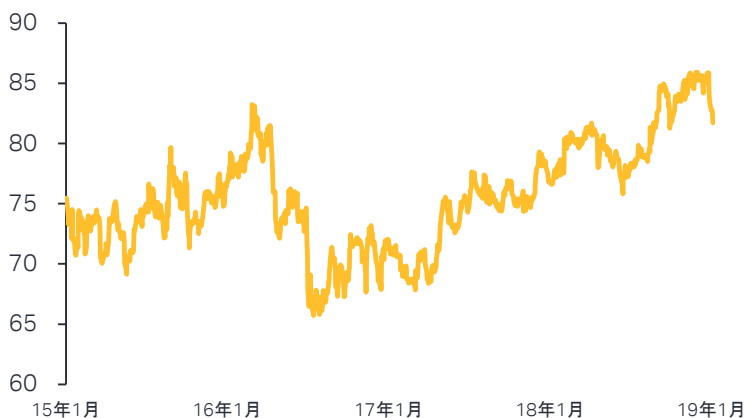
来源: Bloomberg

## 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

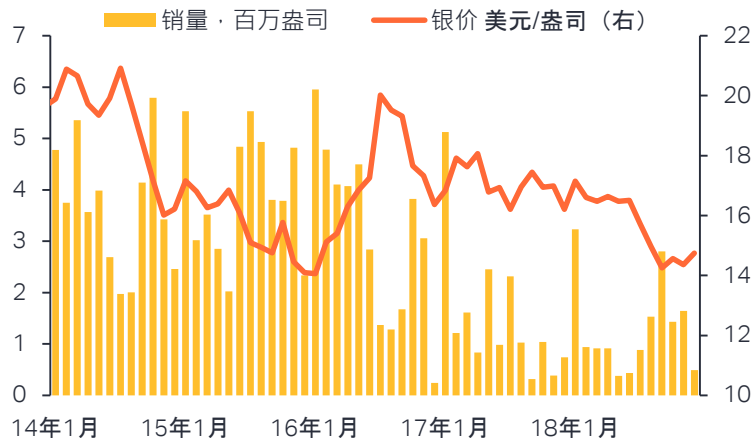
## 白银 & 黄金价格



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



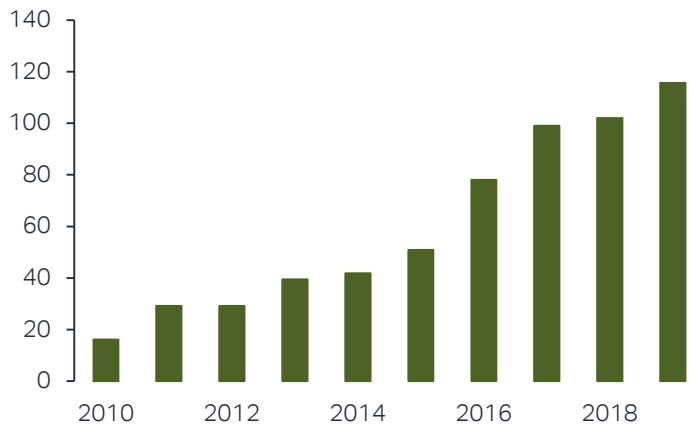
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



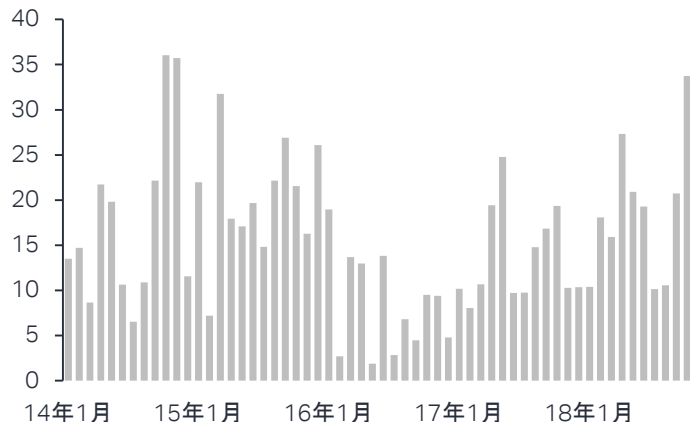
来源: Bloomberg

## 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

撰写本报告之时，**铂金**对黄金的折价已升至创纪录的500美元/盎司。我们所预测的2019年铂价与上期月报中所预测的数字大致相同，仍预期在金价走强带动下铂价将逐步走强，今年四季度有望触及980美元/盎司的高点。

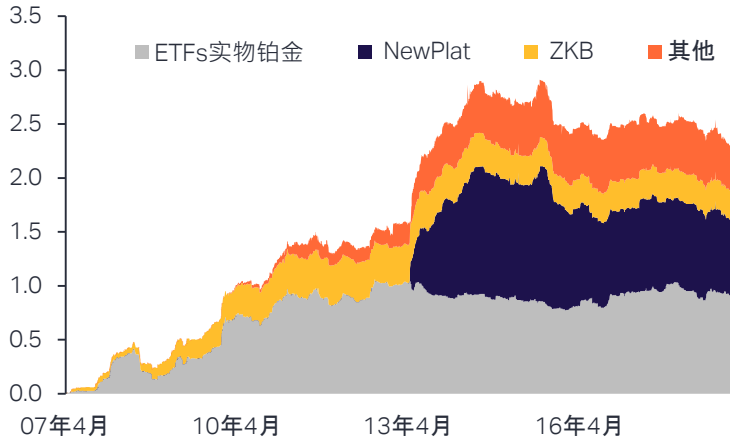
- 铂金对黄金的折价升至创纪录的高点，反映出下列现象：股市爆发抛售潮后，投资者为避险主要买入的是黄金；他们对铂金不佳的供需基本面也深感担忧（这与钯金的情况大相径庭，自12月初以来其对铂金的溢价已升至创纪录的450美元/盎司）。首先来看铂金供应状况：
  - 对南非矿企来说，钯价升至创纪录的高位，铑价也已走高，抵消了铂价疲软的影响。2018年4E（3种铂族金属+黄金）一篮子价格（美元价）上涨逾3%。
  - 同时，因南非兰特走弱，2018年兰特计价的铂族金属一篮子价格上涨18%，这有助于南非矿企保持稳定营收。不过因能源成本不断上升（去年升幅达19%，预计今年还将继续走高），劳工也要求继续上调工资，这些企业正面临越来越大的通胀压力。
  - 尽管我们预计南非铂金矿企与工会进行的工资谈判或将导致矿产铂金供应中断（去年该国黄金行业已出现此状况），但因市场本已供应过剩，其对铂价的影响应该不大。
  - 因此，我们预计今年南非矿产铂金产量将下滑4%，至420万盎司。全球总产量将下滑约3%，至600万盎司，创五年来的新低。

# 铂金市场现状与展望

- 在铂金需求方面，汽车行业的需求仍是值得关注的焦点：
  - 11月西欧地区轻型汽车销售量下滑7%，但柴油车销量的降幅高达23%，至36.2万辆。全年销量降为480万辆，下滑19%。11月柴油车所占市场份额已从去年同期的41.3%降至34.5%。基于LMC汽车市场咨询公司发布的数据，我们估计2018年西欧地区柴油车销量减少100万辆（同比下降23%），2019年还将进一步下滑。
  - 预计2019年欧洲汽车工业部门的铂金需求量将下滑4.2%，全球汽车行业的总需求量也将下降2.4%，至310万盎司，仅略高于10年前的水平（300万盎司），与上一个十年期间逾400万盎司的需求量相比，更是瞠乎其后。
- 投资者看淡铂金，在两个方面得到明显反映：
  - Nymex（纽约商业交易所）铂金期货持仓量状况：近期净多头仓数已有所增长，至约90万盎司（12月中旬数据），但仍远低于2018年1季度200万盎司的数字。
  - 铂金ETP持仓量也已下滑，今年1月2日时总持仓量为230万盎司，同比下降9%。
- 我们预计今年铂金供应过剩量将达47.4万盎司，较2018年的35.6万盎司继续上升。年底时地上铂金存量将升至920万盎司，足以满足15个月的需求量。
- **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。

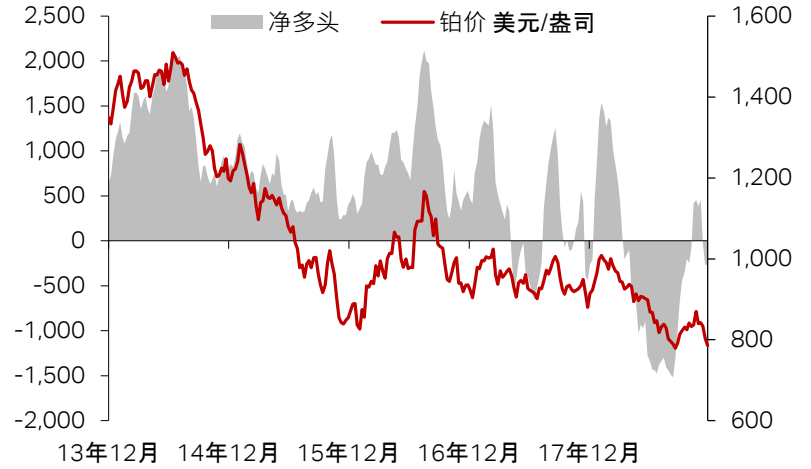
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，百万盎司



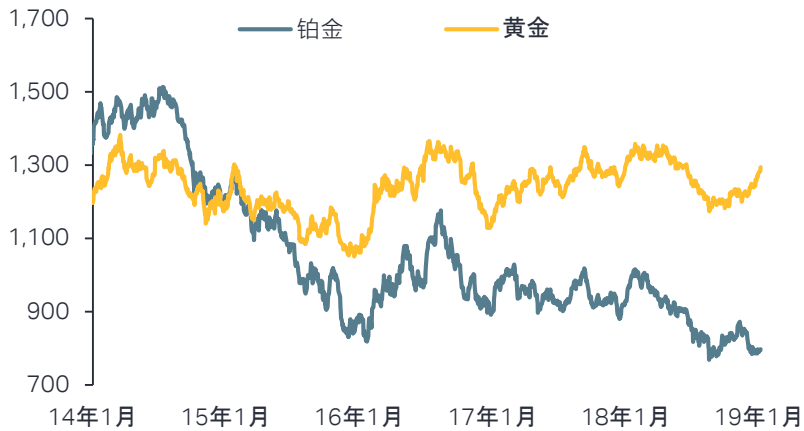
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头\*, 千盎司



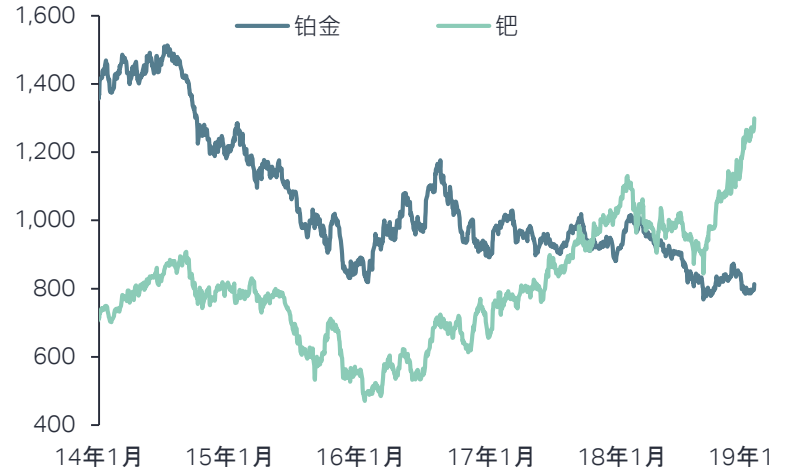
\* 管理资金头寸; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

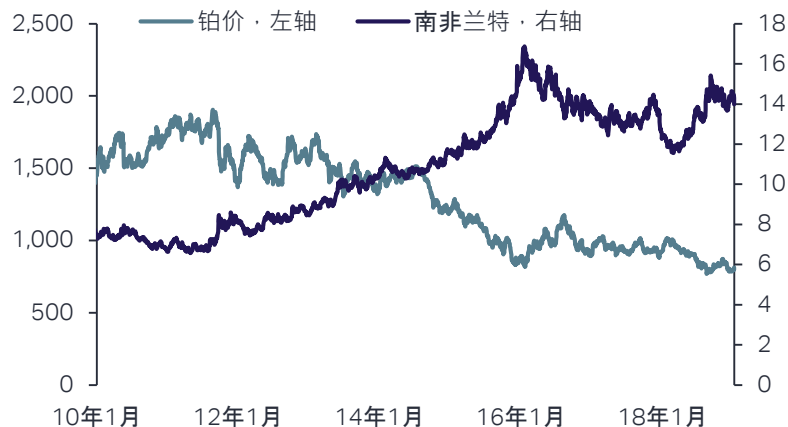
## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

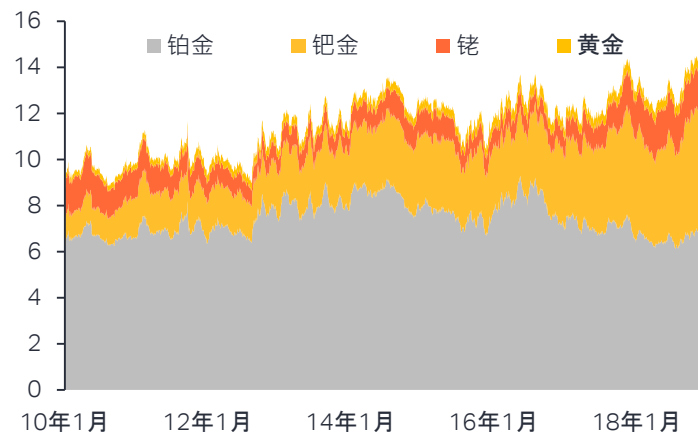
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



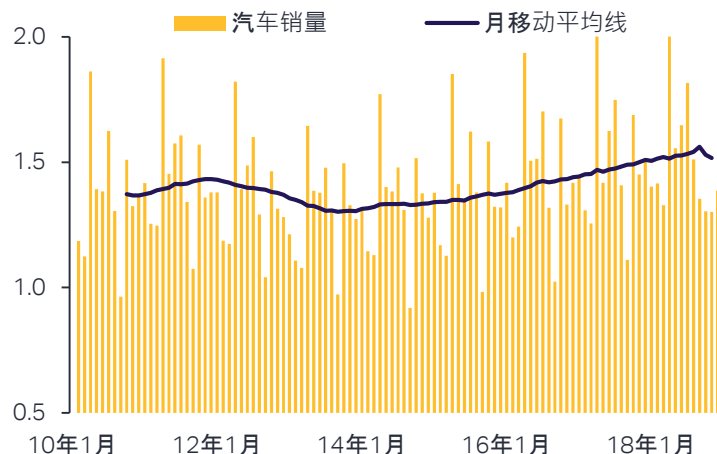
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



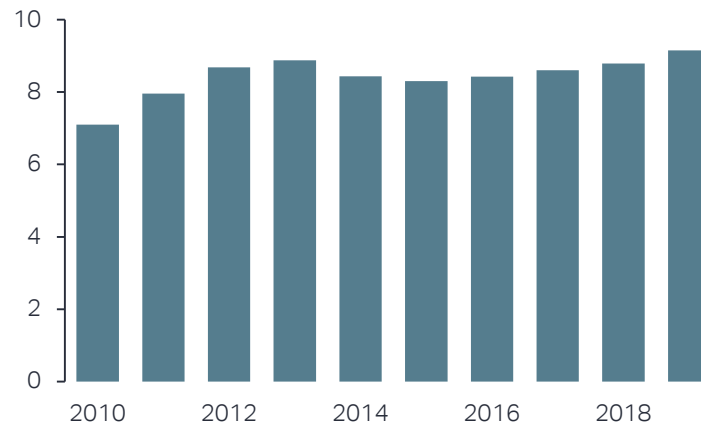
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

钯金价格大幅上涨的态势一直延续至今年初，不仅已再次略高于黄金价格，对铂金的溢价更升至480美元/盎司。几周钯价迭创新高，对于2019年的钯价走势我们仍持乐观看法，不过今年前期可能发生抛售。

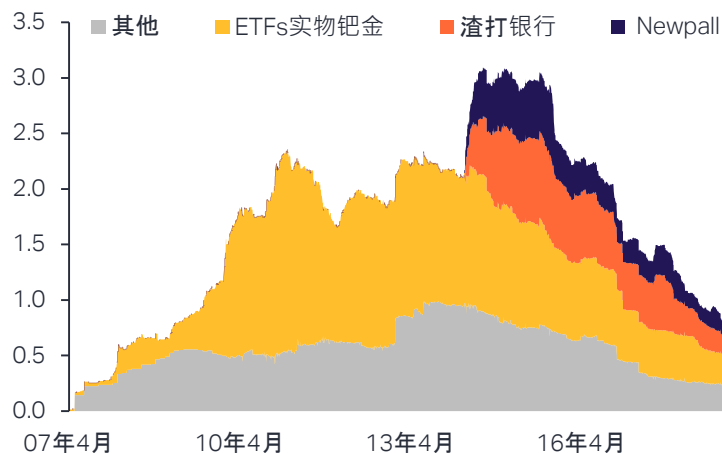
- 自2016年初以来钯价进入强劲上升通道，反映出钯金市场处于结构性供应短缺的大势。钯金租赁市场供应紧张即为明证，目前1月期的租赁利率高达约25%（彭博社发布的最新租赁利率报价）。
- 此外，我们调研得到的数据显示，实物钯金供应短缺还将加剧。估计2018年供应短缺量达110万盎司，今年更将升至130万盎司。
- 因此，2019年底时地上钯金存量将降至1,220万盎司，较2010年底时的1,770万盎司大幅下降，只足以满足约13个月的需求量，而2010年时，存量尚足以满足24个月的需求量。
- 近十年来，汽车工业部门的钯金需求持续增长，是导致钯金供不应求的主要原因。2011年至2019年期间，汽车行业的钯金需求年均增长5%，总需求量从2010年的580万盎司升至2019年的880万盎司（预测数字）。
- 虽然轻型汽车销量放缓，我们仍预期2019年汽车行业的钯金需求将增长4%，理由是更为严格的汽车尾气排放标准已出台，且欧洲地区汽油车所占市场份额进一步上升（柴油车市场占有率则继续下滑），足以抵消新车销量放缓带来的不利影响。

# 钯金市场现状与展望

- ▶ LMC汽车市场咨询公司发布的数据显示，去年前11个月期间全球轻型汽车总销量仅增长0.1%，至8,660万辆，主因是中国汽车销量意外下行（2,500万辆，下滑1.8%）。2018年中国汽车销量将于有相关统计数据以来首度下降。
- ▶ 展望2019年，美国和中国的GDP增长前景都欠佳，汽车销量很可能走弱，这将在一定程度上打击投资者的信心，同时钯价已升至创纪录高位，这样部分投资者就可能会获利了结，重演2018年前期的市况。有鉴于此，我们认为今年前期钯价可能走弱。
- ▶ 但进入下半年后，钯金强劲的供需基本面将再度发威，年底前钯价有望再创新高，站上1,300美元/盎司。
- ▶ 下半年能推高钯价的另一大因素是，南非矿企将与工会进行工资谈判，这可能导致矿产铂族金属供应量因生产中断而下降。尽管我们认为产量不会急剧下降，但在供应本已很紧张的市场环境下，任何产量下降都利好于钯价上涨。
- ▶ **价格预测风险因素：**美国和/或中国经济增长放缓加剧，是钯价下行主要风险因素。若美中两国的贸易战迟迟未能休战，也可能会令工业用大宗商品价格承压下行，进而拖累钯价。
- ▶ 但也应看到，因其供需基本面十分强劲，钯价即使走弱也只会是暂时现象。今年和未来几年实物钯金供应赤字数量还将扩大，足以支撑钯价走强。

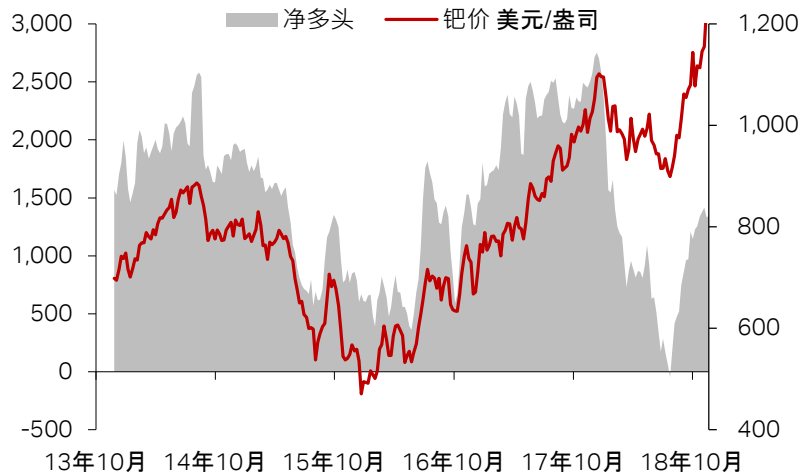
# 钯市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

## Nymex 钯金净多头\*, 千盎司



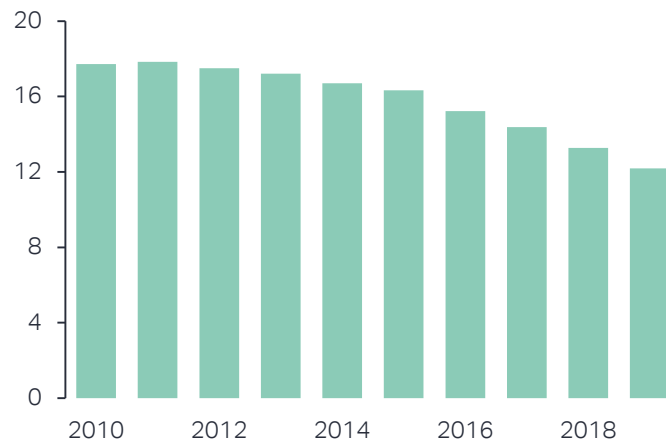
\*管理资金头寸; 来源: CFTC

## 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

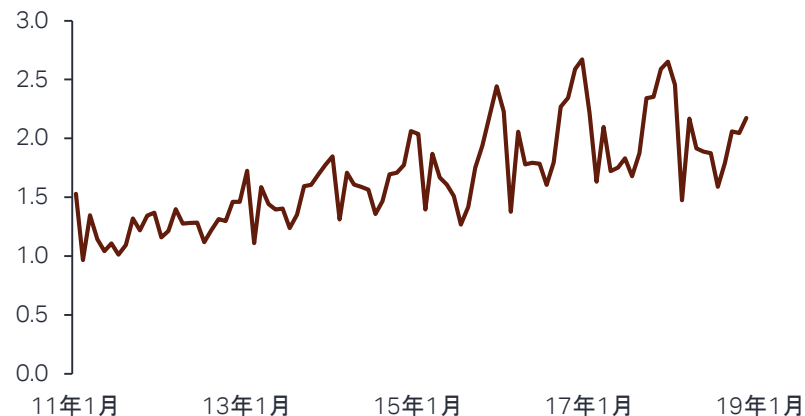
# 钚市场现状与展望

## 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



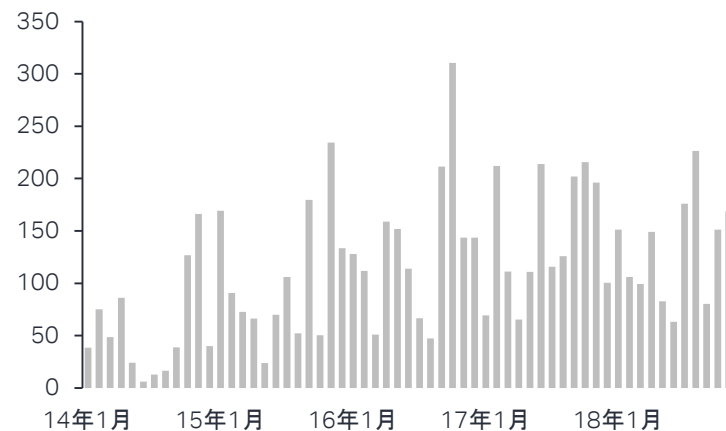
来源: Bloomberg

## 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

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

**Simon Yau, 高级顾问, 香港**  
simon.yau@metalsfocus.com

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

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

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

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

**Michael Bedford, 顾问**  
Minchael.bedford@metalsfocus.com

**Neelan Patel, 销售经理**  
neelan.patel@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

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

**Yiyi Gao, 高级研究员, 上海**  
yiyi.gao@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

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

**Jie Gao, 研究员, 上海**  
jie.gao@metalsfocus.com

**Natalia Tyblewska, 区域销售总监**  
natalia.tyblewska@metalsfocus.com

**Mirian Moreno, 业务经理**  
mirian.moreno@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。