



# Metals Focus

贵金属月报

第39期 - 2019年2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)

---



RAND REFINERY

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

---



ZHAO JIN

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

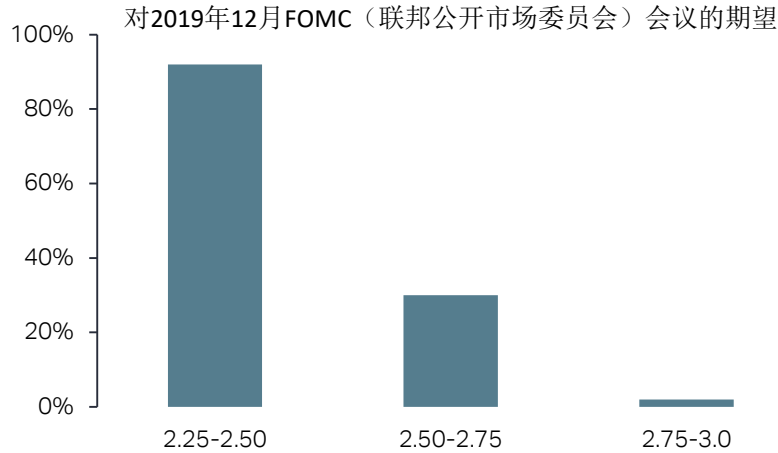
---

# 宏观经济现状与展望

- 去年12月全球股市暴跌，但今年1月份已有所反弹，原因是市场预期美中贸易谈判有望取得突破，美联储的立场也更趋鸽派。
- 在1月份举行的会议上，美联储的货币政策已转向。联邦公开市场委员会（FOMC）的声明承认全球经济增长面临挑战，暗示将对今年继续加息保持耐心。
- 尽管美联储的立场趋于鸽派，但因良好的经济数据显示美国经济仍相当强劲，美元指数依然保持在高位。
- 根据官方公布的数据，2018年4季度中国GDP增长率降至6.4%，全年GDP增长率为6.6%，创1990年以来的最低增速。
- 欧盟委员会已大幅下调今年欧元区的预期经济增长率，称全球贸易紧张局势和中国经济放缓是拖累欧元区经济增长的主要利空因素。
- 展望未来，股市走强和美元不大可能显著下行仍将是近期打压贵金属价格的两大利空。
- 但我们仍坚持认为，今年中后期宏观经济状况将逐步向利好于贵金属的方向转变，理由是我们预期全球经济增长很可能会放缓。具体而言，在去年推出的财政刺激政策提振效应消退后，美国经济可能面临重重逆风，而贸易战久拖不决，也将让中国经济增长进一步放缓。

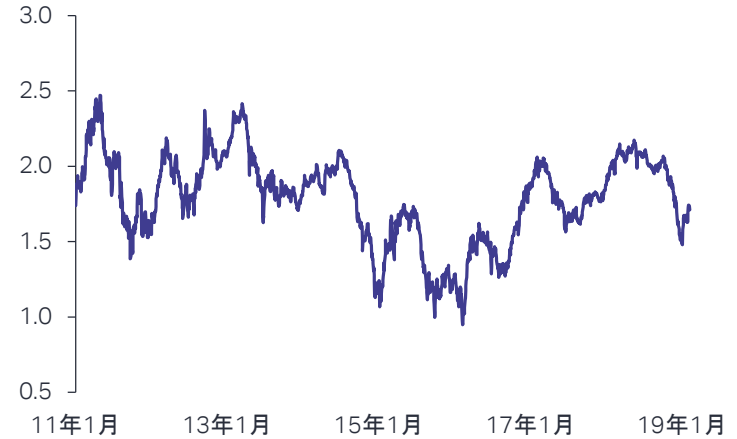
# 宏观经济现状与展望

## 美国利率经济学家调查\*



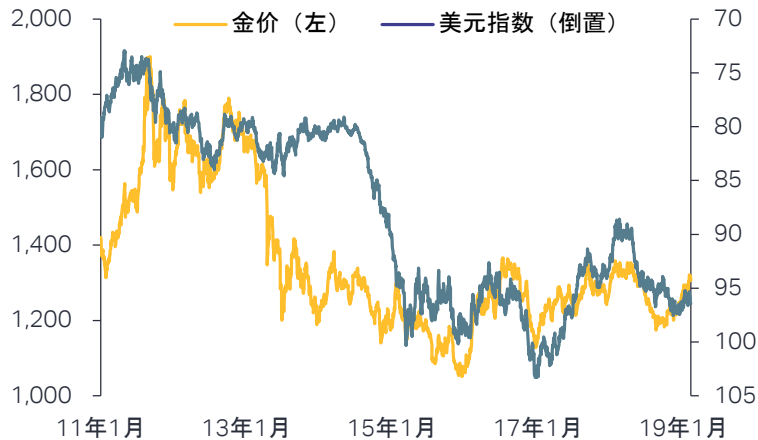
\*数据截至到2019年1月，来源: Bloomberg

## 美元5年盈亏平衡通胀率，百分比%



来源: Bloomberg

## 美元指数&黄金价格



来源: Bloomberg

## 全球股票及债券市场



来源: Bloomberg



# 黄金市场现状与展望

1月份，黄金价格延续去年12月的升势，全月上涨3%，自2018年6月以来首度升破1,300美元/盎司这一重要心理关口。

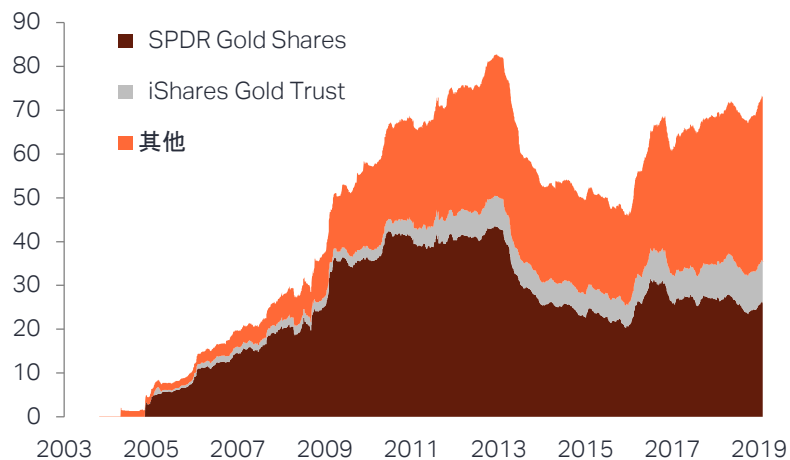
- 美国政府停摆，市场对2019年美联储继续加息的预期急剧降温，都支撑金价走强。
- 1月以来投资者对黄金的兴趣已有所复苏，黄金ETP（交易所交易产品）的持仓量上升3%，2月初的总持仓量已升至2013年4月以来的高点，即为明证。
- 还有迹象显示，已有新投机资金流入黄金期货市场。因美国政府停摆，尚无最新的CFTC（美国商品期货交易委员会）持仓量数据可用，但我们可以用CME（芝加哥商品交易所集团）的黄金期货未平仓合约数据来考察投资者活动。未平仓合约数量于去年11月急剧下降后，持续强劲回升，直至1月末。我们认为这至少部分源于净多头仓数的上升。
- 西方国家市场的金条和金币零售数量也已上升。1月份，美国老鹰金币的销量劲升12%（尽管升幅大是因为基数低），至6.6万盎司。我们参加柏林世界钱币展览会期间得到的反馈信息也显示，1月前几周欧洲地区的实物黄金销量较为强劲。
- 展望未来，我们所预测的今年余下时间段的金价与上期月报中的预测数字无甚变动。具体而言，我们仍看多黄金走势，预期未来几个月内金价将维持震荡走势，在1,250-1,365美元/盎司区间内波动，但四季度有望显著上行，将涨升至1,400美元/盎司一线。

# 黄金市场现状与展望

- 新兴市场国家实物黄金需求状况：
  - 虽然中国经济放缓已对消费者信心造成负面影响，但我们仍预期今年首饰需求量将温和上升，理由是主要品牌首饰商继续扩展其零售网络，并加大新产品开发力度，能够提振需求。
  - 2月1日，印度政府提出中期预算案，其中包含最高达500,000印度卢比的个人收入可享受免税的内容。该国政府还宣布，每年将给予土地占有量不足5英亩（含）的农民6,000卢比的直接现金转移支付。预计这两项措施能让居民可支配收入增加，进而提振印度的黄金消费。
  - 在中东地区，近期阿联酋的首饰需求已回暖，这得益于政府决定从11月起提供增值税退税，推动迪拜购物节期间首饰销量上升。受经济衰退、通胀高企和利率上升等因素的冲击，土耳其的黄金首饰需求则仍很疲软。
- 在矿产黄金供应方面，正如我们在近期发布的《五年期黄金预测报告》中强调指出的，行业整合和并购活动有望继续活跃，进而促进产量增长。金矿项目组合的合理化重组也会促使高风险偏好的黄金矿企吸纳其他矿企剥离的资产，推进项目开发。
- **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：全球经济显著放缓（这可能导致股票和债券市场爆发历时较长的抛售潮）；地缘政治紧张局势加剧；美国财政状况急剧恶化。另一方面，若美联储采取更为鹰派的立场，或美国经济数据依然保持良好，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



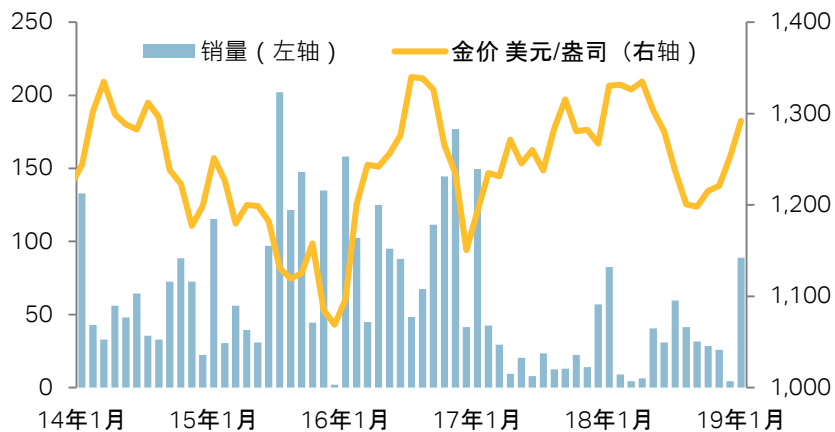
来源: Bloomberg

## Comex 黄金未平仓合约, 百万盎司



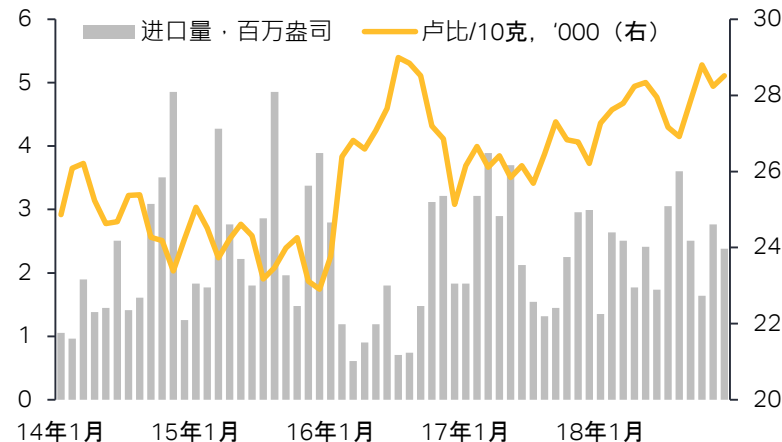
来源: Bloomberg

## 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

1月份，白银价格走势与金价走势大致相当，金/银价格比率在82:1至84:1之间波动。1月下旬银价和金价都受到美联储鸽派声明的提振，银价涨幅还跑赢金价。2月初银价有所回落，但15.50美元/盎司一线有强支撑。这符合我们的预期，因此所作的银价预测无甚变动。

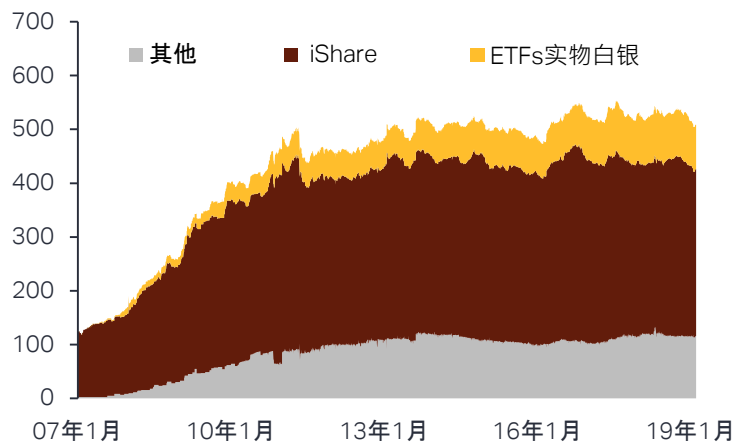
- 有迹象显示，投资者对银价走势的预期正在改善。以Comex（纽约商品交易所）白银期货投资者的活动为例，未平仓合约数量上升（最新的CFTC持仓量数据尚无法获取），显示有新资金流入。
- 1月份，零售投资者的白银买入量也已上升，美国老鹰银币销量达400万盎司，创两年来的新高。我们进行的实地调研还显示，美国投资者的银条零售需求也稳健增长，但需指出的是，交货时间延长，部分反映出美国实物白银供应出现中断（去年四季度一家白银精炼厂关闭）。
- 值得一提的是，Comex白银库存量仍高达2.97亿盎司，接近去年12月中旬创出的高点。有鉴于此，我们认为Comex以外的部分白银库存已经流入市场，以满足美国零售投资者的白银需求。（虽然难于计量，Comex以外的白银总库存量应该能与Comex库存量相当。）
- 相比之下，白银ETP的持仓量则继续下滑。去年12月ETP持仓量已环比下降2.2%（减少1,400万盎司），今年1月2日至2月7日期间进一步下滑1.4%，减少900万盎司。这反映出银价上涨后部份投资者获利了结，不过全球白银ETP的总持仓量仍高达6.23亿盎司，处于历史高位。展望未来，ETP温和减仓的趋势可能还会延续，至少在投资者相信白银进入牛市的大势已稳稳确立之前，不会停止。

# 白银市场现状与展望

- 再来看白银首饰需求。本周潘多拉公司（全球主要时尚银饰商，其银手镯深受欢迎）报告其2018年四季度的销量同比下降7%，全年销量下滑4%。我们预计今年全球银饰总需求量将微降1%（参见我们去年12月发布的《五年期白银预测报告》，下一期报告将于本月下旬发布）。
- 2018年印度白银进口量飙升37%，至6,983吨，创近十年来的第二高值。进口量猛增主要归因于印度旺盛的银饰和银器需求，以及实物投资需求。得益于婚礼用银饰销量稳健增长，今年1月份该趋势延续。我们预计今年全年印度白银总进口量将继续增长，但鉴于2018年的基数已高，增幅应该不大。
- 在白银工业需求方面，伍德麦肯兹咨询公司1月份发布的能源市场研究报告显示，2018年全球光伏装机容量小幅下降。该公司预计今年全球光伏装机容量有望上升9%，这也支持了我们的下列研判：2019年光伏产业的白银需求量在去年下滑后将回升。
- **价格预测风险因素：**贸易战升级是最大的风险因素。贸易战升级将令美元走强，导致工业用大宗商品的价格承压，进而拖累银价走低。

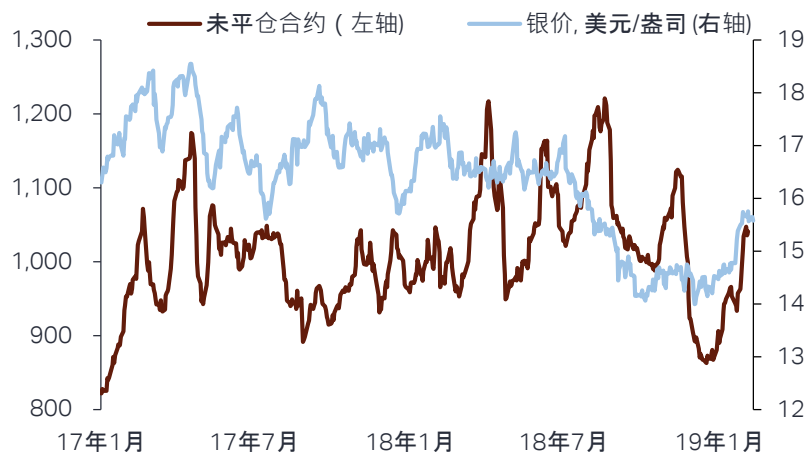
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



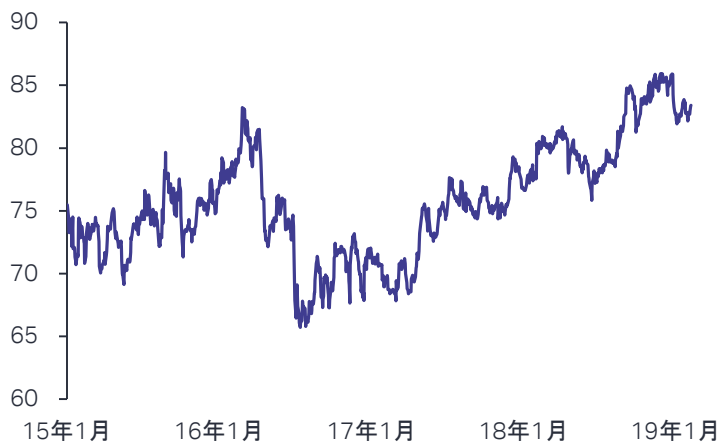
来源: Bloomberg

## Comex 白银未平仓合约, 百万盎司



来源: Bloomberg

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

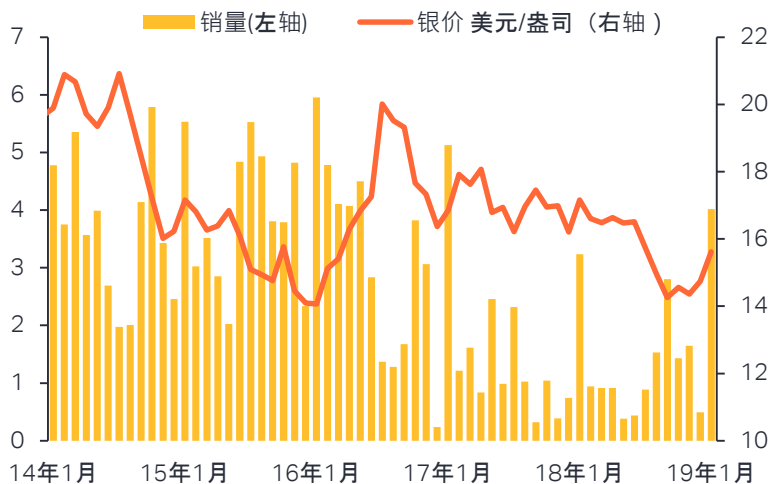
## 白银 & 黄金价格



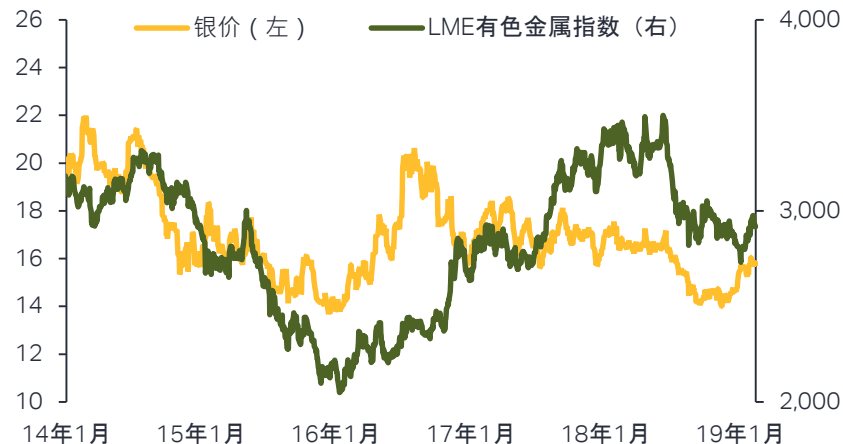
来源: Bloomberg

# 白银市场现状与展望

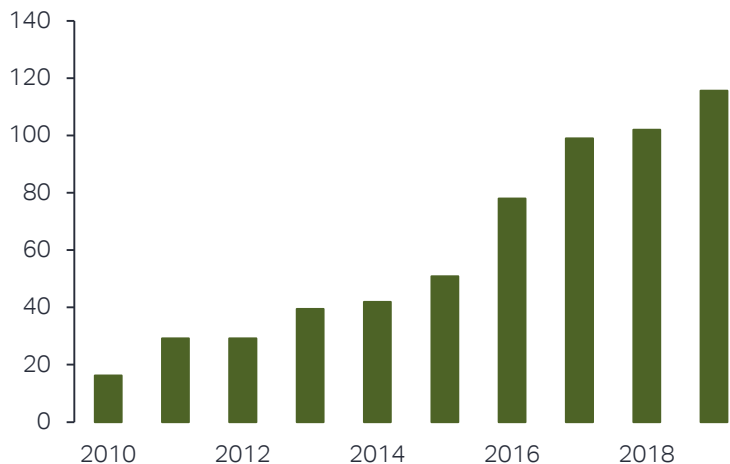
## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



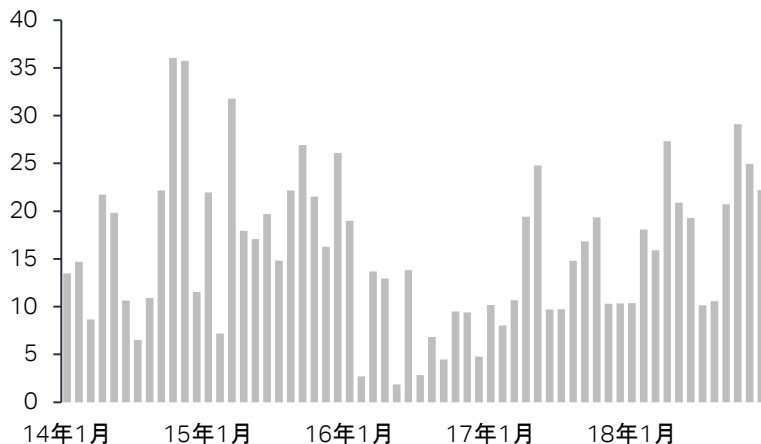
## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



## 全球光伏装机容量 GW (吉瓦)



## 印度白银进口, 百万盎司



# 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515美元/盎司。鉴于铂价表现继续跑输其他贵金属，我们已小幅下调所预测的2019年铂价。尽管如此，我们仍预期今年尤其是4季度铂价有望走强，但这建立在金价将上涨的预期之上。在可以预见的未来，铂金自身的供需基本面并不能为铂价走高注入动能。

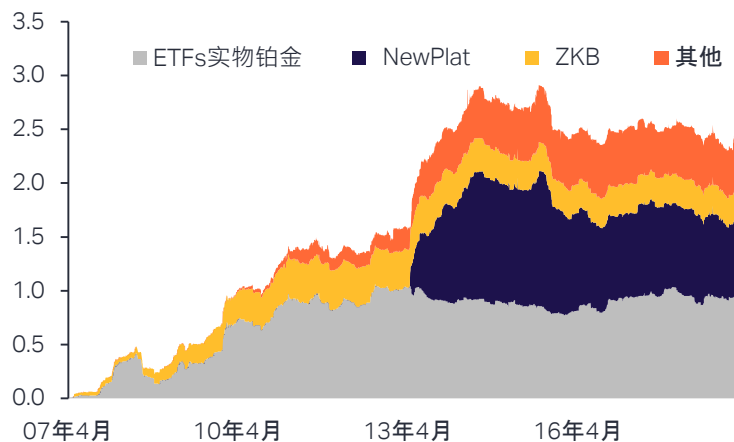
- 开年以来，铂价走势持续跑输金价，换言之，对贵金属温和的避险需求主要促使资金流向黄金和白银（其中流入白银的资金低于黄金），基本上未让铂金受益。因此，本年迄今铂价变动甚微，而金价已上涨约2%。
- 铂金表现不仅逊于黄金，其对钯金的折价也高达600美元/盎司左右，1月17日二者之间的价差曾升至创纪录的615美元/盎司。这反映出铂金的供需基本面黯淡，导致专业投资者对铂金兴趣索然。
- 因缺乏CFTC持仓量数据，我们可以通过分析Nymex（纽约商业交易所）铂金期货未平仓合约数量来考察投资资金流入和流出铂金的状况。1月初未平仓合约数量上升，但之后已回落至去年12月底时的水平。我们认为，因专业投资者看空铂金，未平仓合约数量的下降可能显示出Nymex铂金期货总多头仓数已下滑。

# 铂金市场现状与展望

- 相比之下，今年铂金ETP的持仓量则上升12%，至260万盎司，创2018年1月以来的新高。去年ETP持仓量急剧下降，但因铂价大跌后部分投资者趁低买入，不时也有所反弹。今年铂价重返800美元/盎司一线，买入机会似乎已重现。
- 考察铂金的供需基本面，我们首先来看矿产铂金生产状况。今年南非出现供应中断的风险已增高。据报道，南非矿工和建筑工人协会（AMCU）威胁说若西班牙矿业公司金矿作业区的工资谈判迟迟未能达成协议，则将举行第二次罢工。此外，今年6月份南非铂金矿业将举行工资谈判，AMCU反对隆明矿业公司被收购，都是潜在供应风险点。
- 在铂金需求方面，最为关键的西欧市场1月份轻型汽车销量同比下滑5%，不过这主要归因于2018年同期的基数高。LMC汽车市场咨询公司预计2019年西欧轻型汽车总销量在2018年下滑0.7%后，有望微升0.9%，但轻型柴油车的市场占有率将进一步萎缩。
- 我们预计2019年铂金供应过剩量为47.4万盎司，与上期月报中的预测数字相同，铂金市场将连续第四年出现供应过剩。因此年底时地上铂金存量或将升至920万盎司，作为对比，2010年时地上铂金存量还仅为690万盎司。
- **价格预测风险因素：**影响铂价走势的主要风险因素包括：南非爆发旷日持久的矿业工人罢工；欧洲柴油乘用车市场占有率的下滑速度较预期更快。

# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，百万盎司



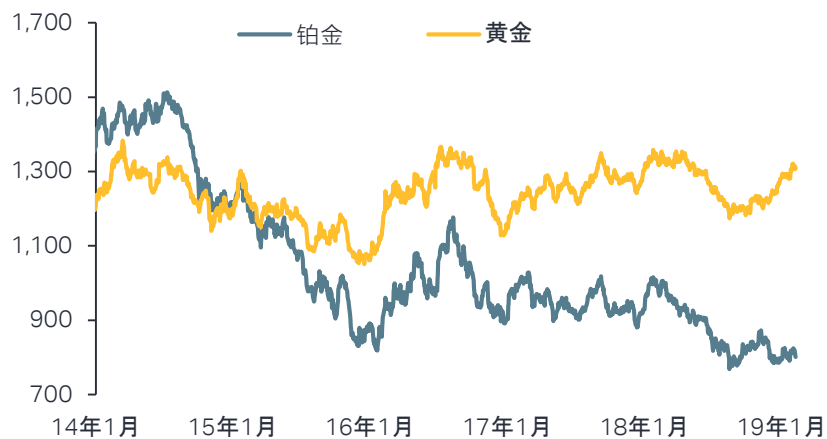
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金未平仓合约, 百万盎司



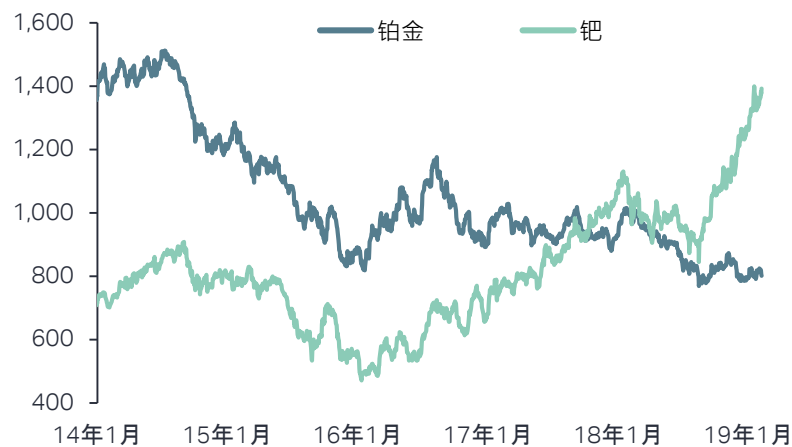
来源: Bloomberg

## 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

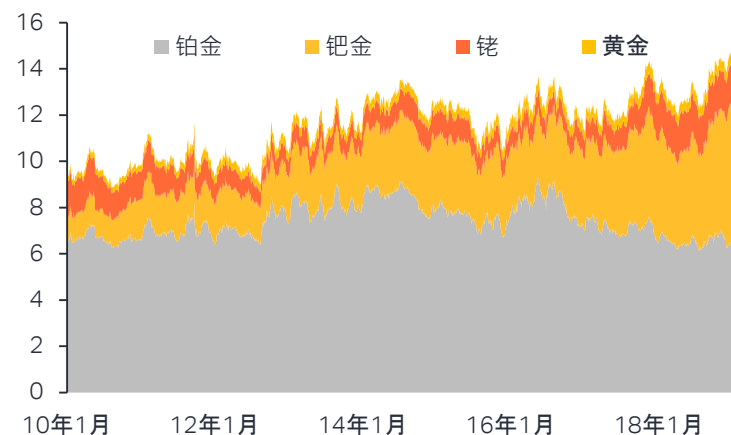
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



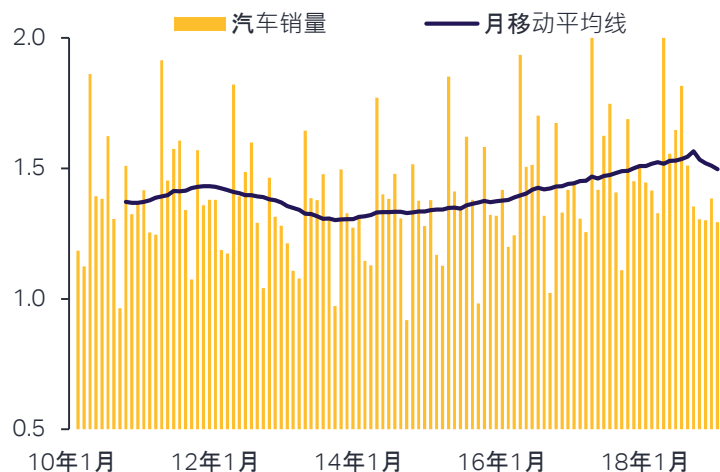
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



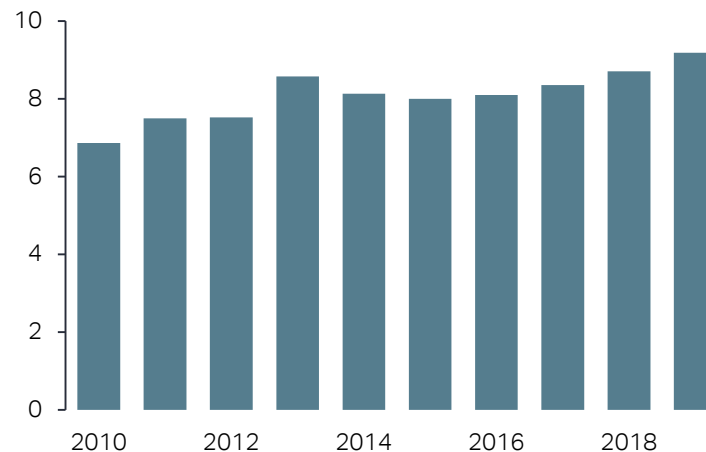
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

进入2019年后，钯金价格大幅上涨，1月19日创出1,439美元/盎司的历史新高。虽然之后钯价回撤，但仍稳稳站于1,300美元/盎司上方。1月大部分时间内钯金成交价都高于黄金，对铂金的溢价更是首度突破600美元/盎司。

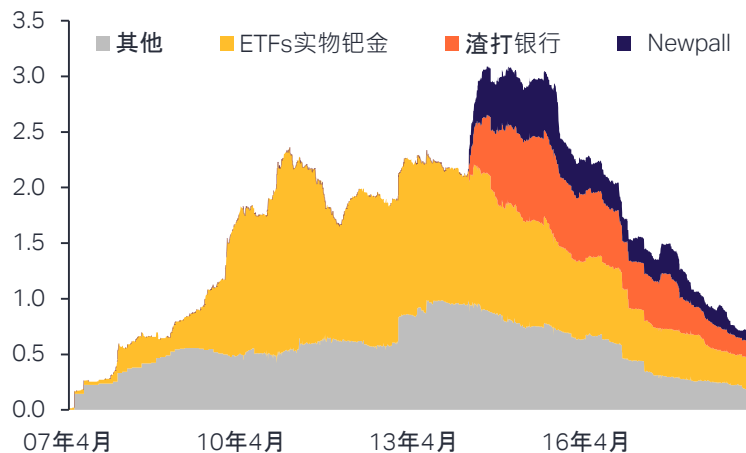
- 钯金强劲的供需基本面仍是推动其价格飙涨的主要力量。值得注意的是，虽然钯价飙升，却没有迹象显示供应相应上升，这是因为至少在近期内矿产钯金生产仍面临结构性制约。
- 有鉴于此，我们预计在可以预见的未来，2010至2018年期间持续出现的结构性供应赤字问题仍不能得到改观，地上钯金存量还将进一步下降。
- 2018年底以来，1月期钯金租赁利率已有所回落，目前为14%左右（彭博社发布的最新租赁利率报价），但仍显示实物钯金供应持续紧张。
- 展望未来，我们仍看好未来12个月间的钯价走势。鉴于近期钯价走势十分强劲，我们已上调了上期《一年期钯金预测报告》发布以来所作的钯价预测。
- 但也应看到，钯价升至创纪录高位后投资者获利了结的风险也在增大，如果投资者对风险资产的态度转为更为谨慎，则更是如此。不过即使投资者选择卖出钯金，历时也会甚短：
  - CME钯金期货未平仓合约增量有限，显示近期投机性钯金期货多头仓位的增幅不大，钯金ETP的持仓量也已降至多年来的低点。
  - 今年中后期南非矿业将举行工资谈判，应能为钯价上行注入额外动力。

# 钯金市场现状与展望

- 受政府停摆和严寒天气的影响，消费者需求减弱，1月份美国轻型汽车销量下滑1%。季节性因素调整后的轻型汽车年化销量数字为1,690万辆，自去年8月以来首度跌破1,700万辆。
- 因政府终止实施购置税优惠政策，中国经济又放缓，导致消费者需求下降，2018年中国乘用车销量下滑4.1%。在连续增长三十年后，中国市场已成为全球汽车制造商的重要利润源，但去年销量下滑可能预示着这一黄金时代的终结。
- 虽然今年中美两国汽车业的前景都面临挑战，但全球汽车尾气净化催化剂工业部门的钯金需求量仍有望增长，原因是今年中国将施行国六尾气排放标准，美国汽车排放限值也日趋严格，加之汽车制造商必须符合全球统一轻型车排放测试规程的要求，因此汽车催化器的平均铂族金属装填量势必增高。
- 在矿产钯金供应方面，2018年诺里尔斯克镍业公司的钯金产量为272.9万盎司，略高于产量指引中设定的目标。该公司重申了其矿业生产前景，同时西班牙矿业公司旗下Blitz矿山（位于该公司美国铂族金属矿区）的产能也持续提升，据此我们预计未来五年间全球矿产钯金产量的年均增长率为1.5%。不过因钯金生产高度集中于少数几家大型矿企，产量增长依赖于核心资产，任何一家大型矿企出现运营中断都可能给全球矿产钯金供应造成严重冲击。
- **价格预测风险因素：**南非出现长时间的供应中断是钯价上行主要风险因素。另一方面，若美国股市大幅回调，投资者对风险资产的兴趣减弱，将钯金短期内面临价格风险。如果美国和/或中国公布的经济数据令人失望，上述情景就很可能出现。

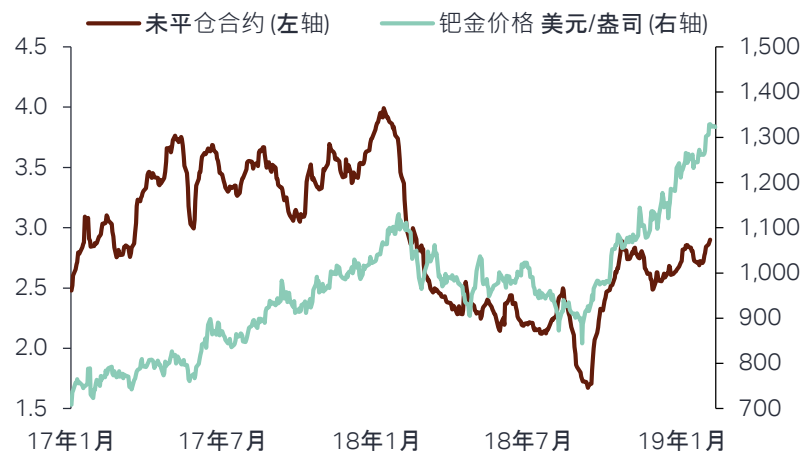
# 钼市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

## Nymex 钼金未平仓合约, 百万盎司



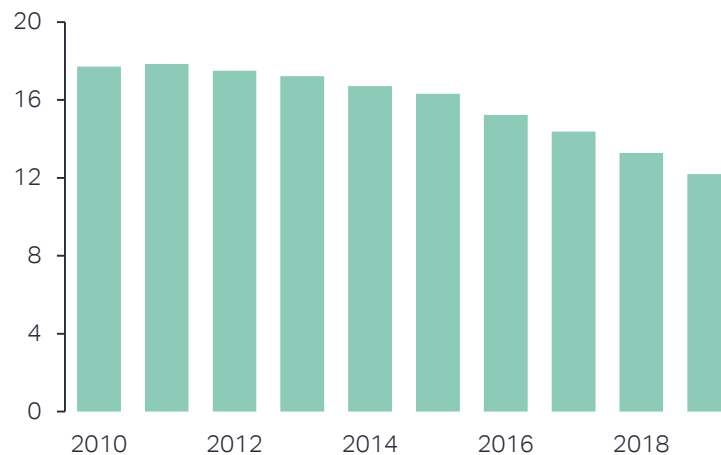
来源: Bloomberg

## 钼价 & 标普 500



来源: Bloomberg

## 钼金地上存量\*, 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



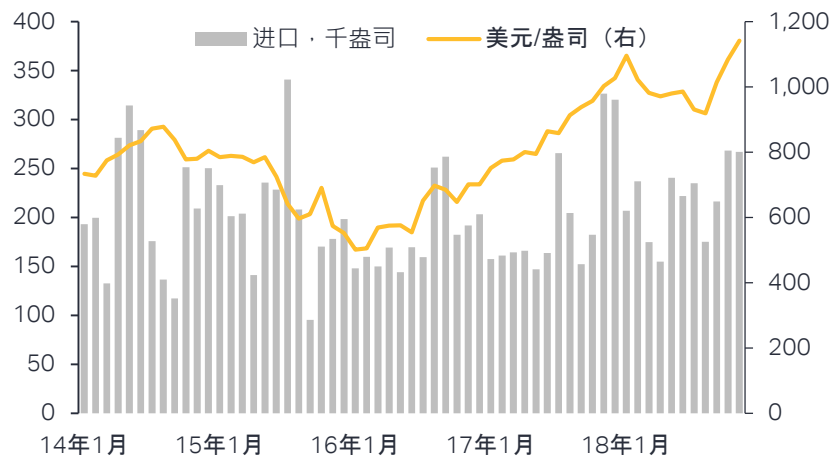
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



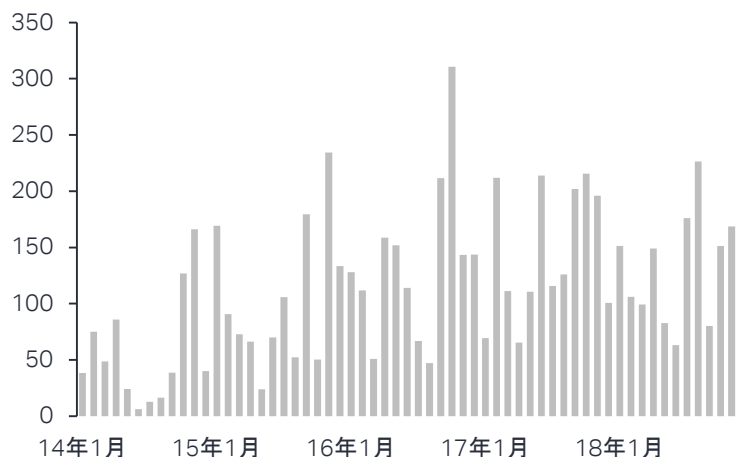
来源: Bloomberg

## 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。