



Metals Focus

贵金属月报

第40期 - 2019年3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.valcambi.com



www.asahirefining.com



www.randrefinery.com



www.gold-zhaoyuan.com

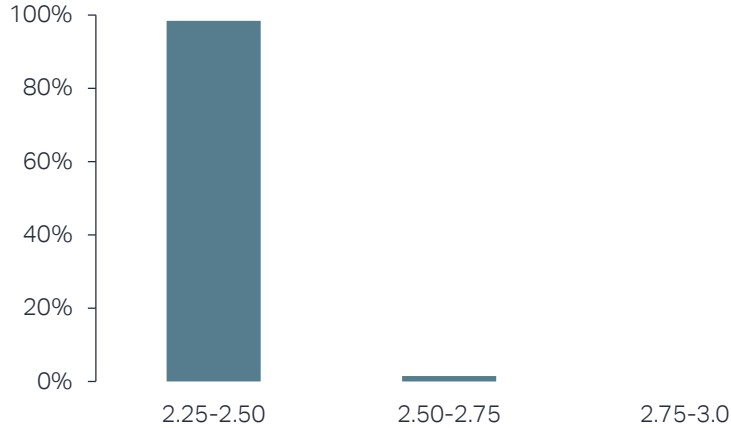
宏观经济现状与展望

- 随着中美贸易谈判取得进展，市场风险情绪得到提振，2月份全球股市延续上涨势头。但之后发布的一系列经济数据令人失望，导致对全球经济放缓的担忧重燃，令股市承压。
- 去年中国GDP同比增长降至1990年以来的最低水平。由于对国内经济和贸易战影响的担忧持续存在，中国政府已将2019年GDP增长目标下调至6.0%-6.5%之间。为提振制造业，政府还宣布将调低增值税率。
- 欧洲央行大幅下调今年欧元区的经济增长预期，并宣布将通过定向长期再融资操作（TLTRO-III），在2019年9月至2021年3月期间实施新一轮刺激计划。加息预期也被推至2020年，由于欧洲央行目前预计，至少在2019年底前将维持目前的利率水平不变。
- 因此，尽管在1月份的政策会议上美联储采取鸽派立场，欧洲央行的刺激措施还是将美元指数推升至四个月来的高点，相应的也打压了贵金属价格的上涨。
- 展望未来，鸽派的央行政策使得全球金融环境放松，应能为贵金属价格提供支撑。但也应看到，只有在美元出现实际意义的下跌时，贵金属综合价格才有望出现可持续上涨。
- 总体而言，我们仍然相信，随着我们进入2019年，宏观经济环境将逐渐变得更加有利于贵金属。这也建立在全球经济增长可能放缓的假设之上。特别是去年美国财政刺激的提振效应逐渐消退，美国经济可能面临逆风，而中国经济增长也可能受到延期的贸易战的负面影响。

宏观经济现状与展望

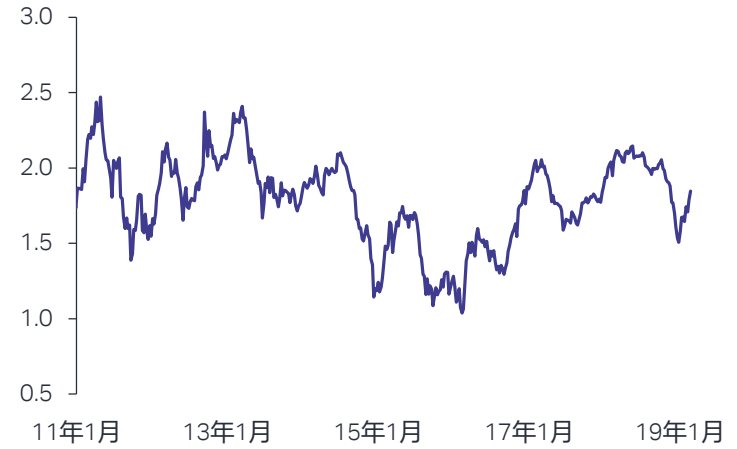
美国利率经济学家调查*

对2019年12月FOMC（联邦公开市场委员会）会议的期望



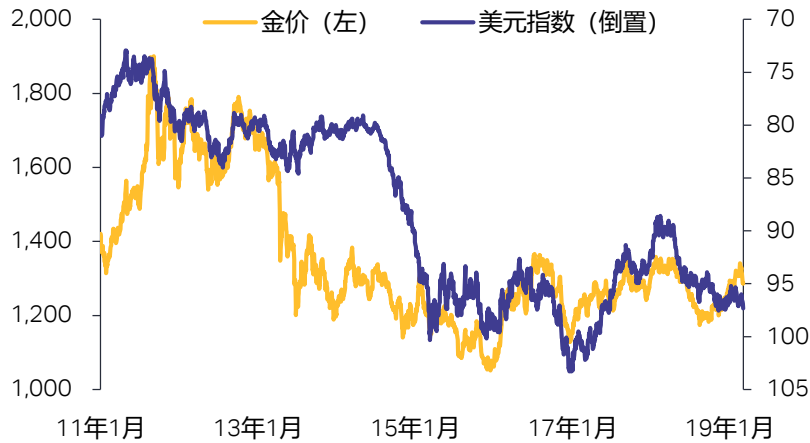
*数据截至到2019年2月，来源: Bloomberg

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

2月中旬**黄金**价格触及十个月高点后下跌，月末价格与1月相比几乎持平。重要的是，撰写本报告之时，金价已再度跌破1,300美元/盎司这一重要心理关口。

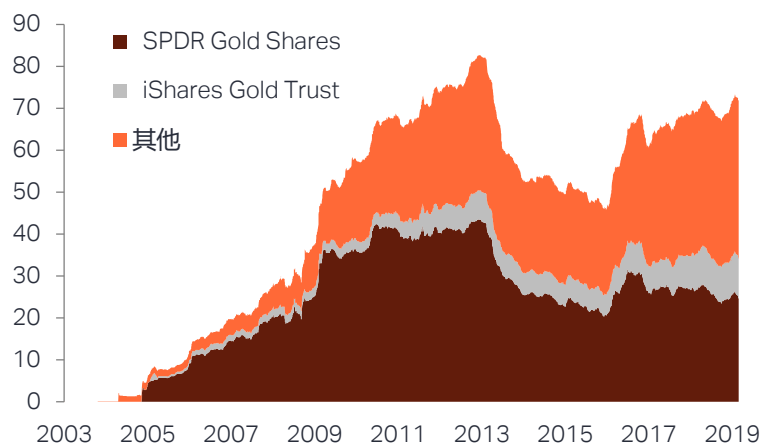
- 全球市场风险情绪得到提振，很大程度上归因于美中两国达成贸易协议取得进展。风险情绪回暖，加之美元持续走强，导致黄金投资者出现获利了结。
- 2月份，黄金ETP（交易所交易产品）持仓量下滑1.3%就证明了这一点。不过其总持仓量仍接近2018年4月创出的历史峰值。在CME（芝加哥商品交易所集团）黄金期货持仓方面，净多头仓位较1月份劲升36%，但也有证据显示近期出现了获利回吐
- 巴里克黄金公司提议以全股票方式，零溢价并购纽蒙特矿业公司，坚称此并购交易远优于纽蒙特目前拟进行的收购加拿大黄金公司的交易（预计交易于今年2季度完成）。此交易的主要战略理论依据是实现内华达矿区作业的协同效应。纽蒙特公司已拒绝巴里克公司的并购提议，转而选择在内华达矿区建立一家合资企业。
- PDAC国际矿业大会期间获得的反馈显示，鉴于黄金生产商寻求价值创造，会有更多并购活动。另一些反馈信息指出矿业企业继续面临融资难题。中小型矿企大部分资金来自公开市场，但大部分风险资本已转向区块链或加密货币、工业大麻等其他领域。资金匮乏已迫使很多矿企向私募股权基金、特许权和产出流融资公司寻求融资，同时寻求与大型生产商建立战略合作伙伴关系。
- 展望未来，我们的价格预测与上期月报基本保持一致。我们预期未来几个月内金价将维持横盘整理，在1,250-1,365美元/盎司区间内波动，但4季度有望显著上行，预计将升至1,400美元/盎司。

黄金市场现状与展望

- 主要黄金市场实物黄金需求状况：
 - 来自业内人士的反馈显示，中国春节过后当地黄金消费仍保持强势。得益于古法金日益畅销，对24K黄金首饰的需求依然强劲。此外，3D硬金首饰的销势也继续走强，无放缓迹象。
 - 在印度市场，2月期间因卢比贬值，美元计价的金价又走高，导致印度当地金价升向创纪录高位，严重冲击需求。参加孟买珠宝首饰展会期间获得的反馈信息显示，首饰订单同比下降10%至15%。不过近几日来印度当地金价已显著回落，推动需求回升，相应的首饰商也开始补充存货。
 - 由于金价上涨和持续的经济问题，2月份整个中东地区的黄金首饰和零售投资需求都受到抑制。不过若金价跌破220土耳其里拉/克，预计近期的价格疲软将引发一些逢低买盘。在其他中东国家，金价走低也已开始慢慢吸引消费者重返市场。
 - 在美国市场，已有迹象显示迄今为止的黄金首饰消费量较2018年后期有所改善，当时政府停摆严重挫伤消费者信心，并让约80万名联邦雇员无法领到工资。尽管如此，形势远没有完全好转，一些折扣零售商就已削减了所出售贵金属首饰的品种。
- **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。而下行方面，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



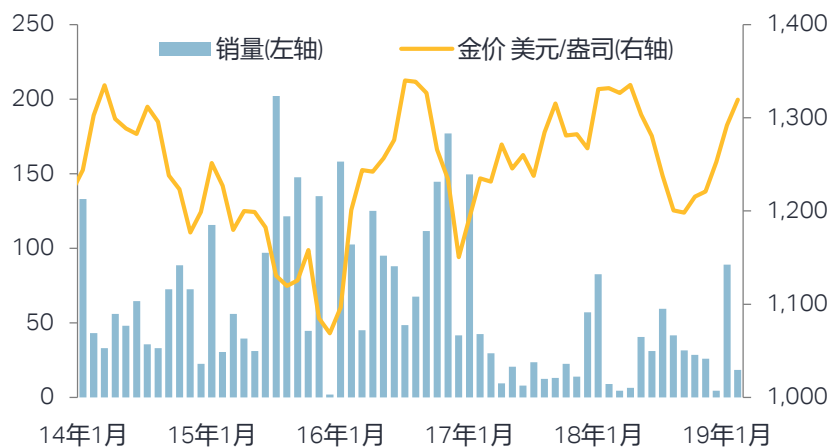
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



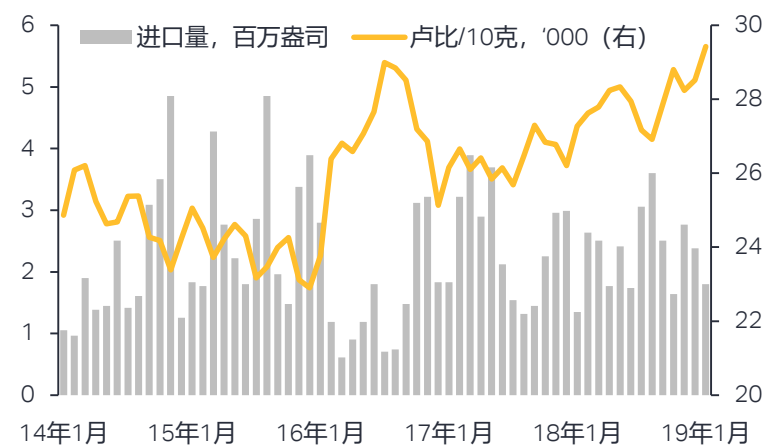
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

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



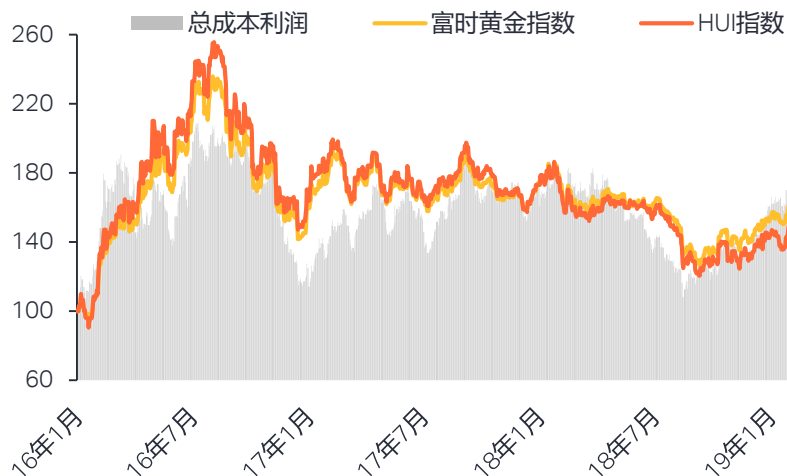
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



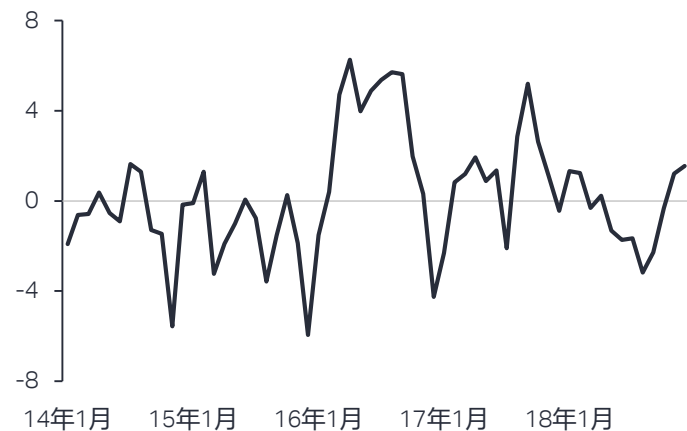
*日均黄金交割量 来源: London Bullion Market Association

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

虽然近期白银走势疲弱，我们所作的一年期银价预测仍保持不变，预期今年后期有望显著涨升，年内价格高点（19.00美元/盎司）将在4季度创出。

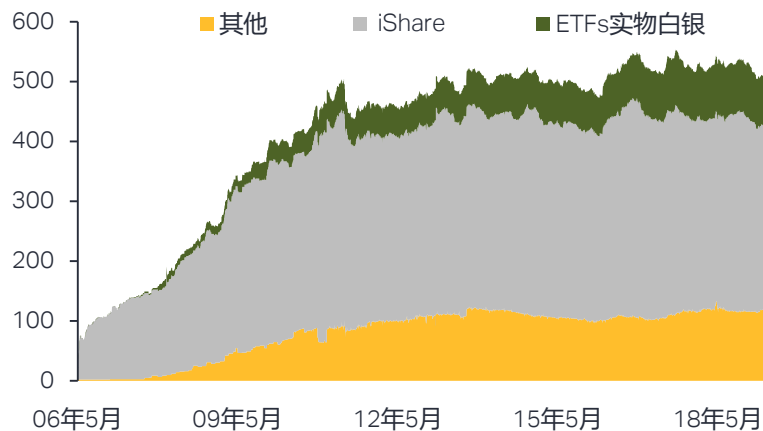
- 2月份，投资者对贵金属上行的信心温和复苏，让白银从中受益。银价曾两度升破16美元/盎司，即为明证。
- 而3月初，投资者风险偏好上升，看好今年美国股市，导致上周末金价和银价双双走低。
- 这也是白银表现跑输黄金的原因，金/银价格比率从今年开年的82:1升至3月初的逾85:1（2018年后期以来的高点）。展望未来，随着黄金和白银价格双双回升走高，市场体量更小的白银表现有望逐步跑赢黄金，到4季度时金/银价格比率的均值或降至75.8:1。
- 白银表现跑输黄金，部分归因于2016至2018年期间其不佳的供需基本面，在该时间段内地上白银存量共增加1.65亿盎司。相比之下，预计2019年白银供应过剩量将收窄至1,270万盎司（参见我们近期发布的《五年期白银预测报告》）。
- 如前所述，投资者对贵金属上行的信心已温和复苏，这在近期管理基金持有的Comex（纽约商品交易所）白银期货净持仓量中得到充分反映。2月26日，净多头仓数升至2.39亿盎司，较1月底时的2亿盎司有较大幅度增长，但与2018年末净空头头寸的大幅减少相比，这个数字并不算高，与2017年创出的净多头仓数峰值（4.93亿盎司）相比，更是瞠乎其后。此外，3月初未平仓合约数量剧降，可能反映出净多头仓数已下降（鉴于银价走低）。重要的是，这为投资者重建多头仓位留下了空间，而这对2019年末的反弹十分关键。

白银市场现状与展望

- 1月至2月期间，白银零售投资者需求上升的趋势也清晰可见。以美国为例，1月份和2月份老鹰银币的销量同比劲升48%，至620万盎司，美国铸币局暂停了老鹰银币的分销。
- 不过销量升幅如此之大，归因于去年同期基数很低，为2009年来的最低值。此外，去年后期，一家大型白银投资产品生产商关门，导致交付周期延长，给供应链带来严重冲击。尽管如此，我们仍预期今年美国零售投资者的白银需求量将较去年上升。
- 印度白银需求升势更为强劲。初步的估算显示，1月份印度白银进口量达到约700吨，创2015年以来的新高，与1月份黄金进口量强劲增长的趋势一致。
- 我们本周前往美国进行了实地调研，确认美国白银工业需求走强。具体而言，新产能的投产带动环氧乙烷需求增高，这本身又得益于汽油价格处于低位。全球光伏产业（美国银粉制造商的关键领域）的发展状况也较好，得益于新兴市场的光伏产品需求持续增长，一些进口美国银粉的中国企业所占市场份额有望进一步上升。
- 价格预测风险因素：两大银价下行风险因素为：第一，美中两国尚未休战的贸易战；第二，若政府目前实施的扩张性金融政策收效不大，中国经济或将大幅放缓。如果工业金属的需求走弱，和/或资金为避险而大举流向美元，都可能导致银价下行。在上行风险因素方面，若金价如预期的那样在今年后期大幅上涨，白银应能从中受益。

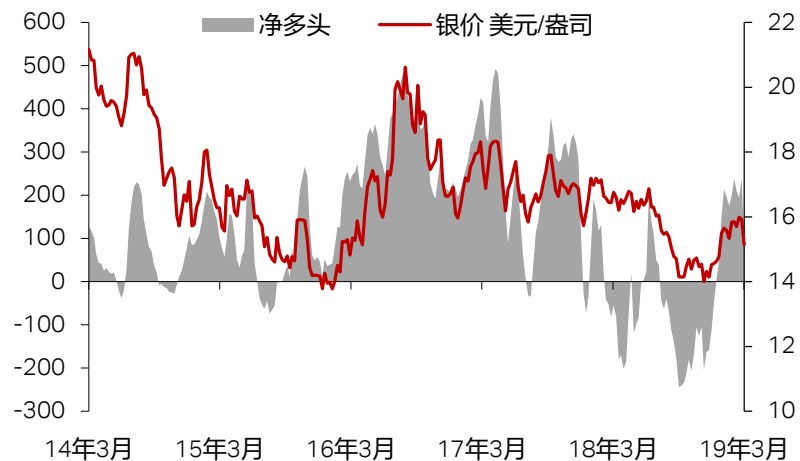
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



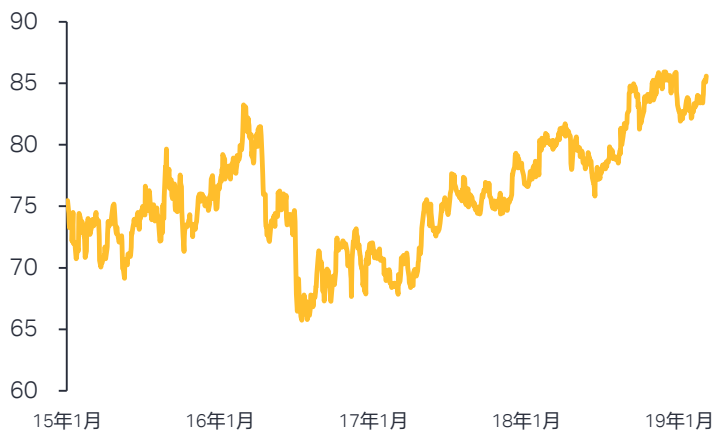
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



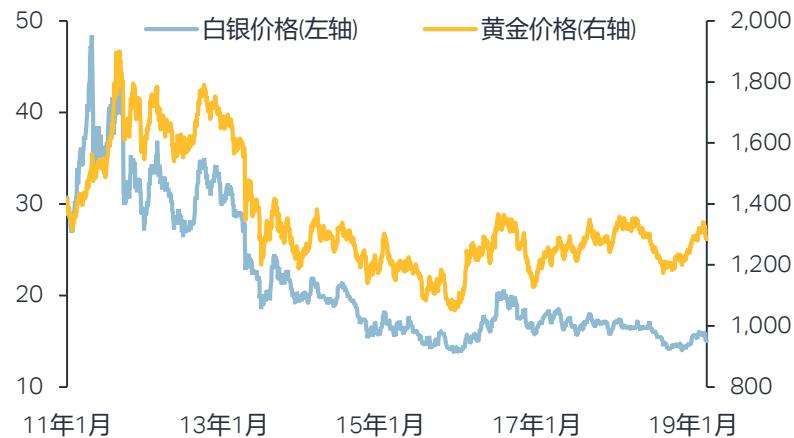
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

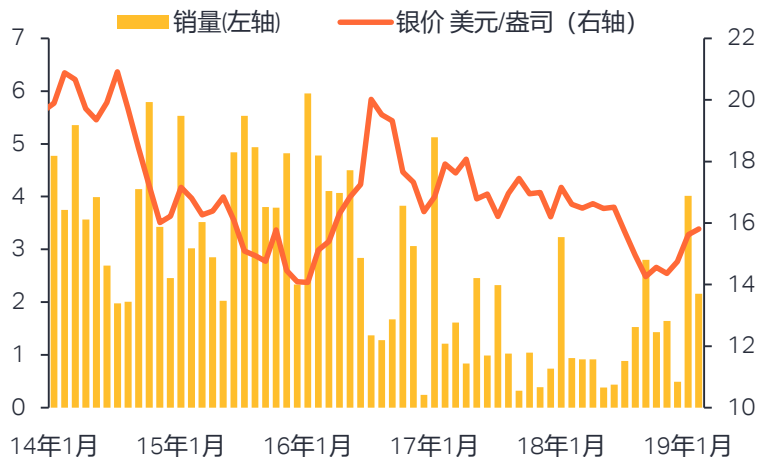
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

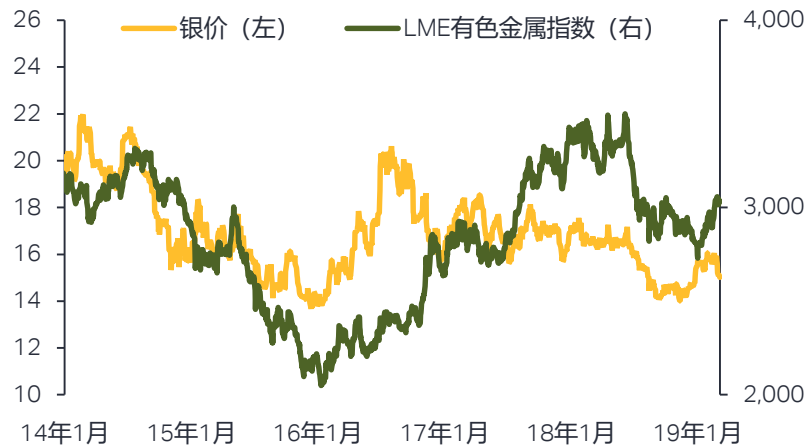
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



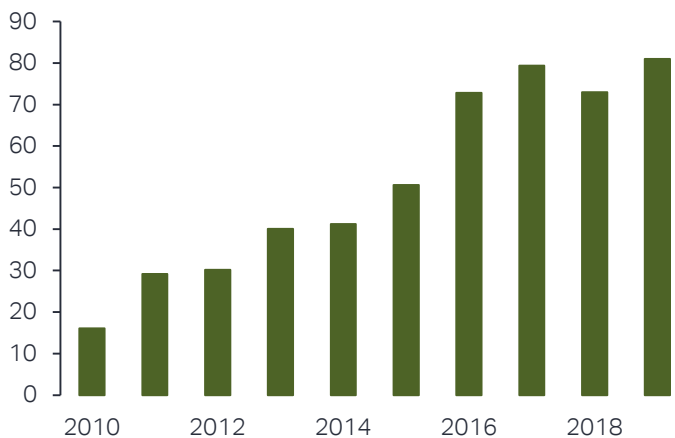
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



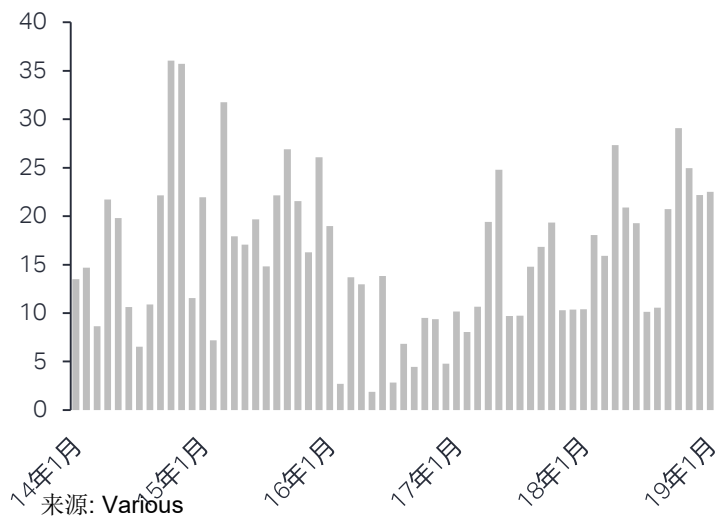
来源: Bloomberg

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

2月前期**铂金**价格表现疲弱，14日曾跌至780美元/盎司，创本年迄今的新低。之后铂价稳健回升，月末报收于877美元/盎司，触及三个月来的高点。

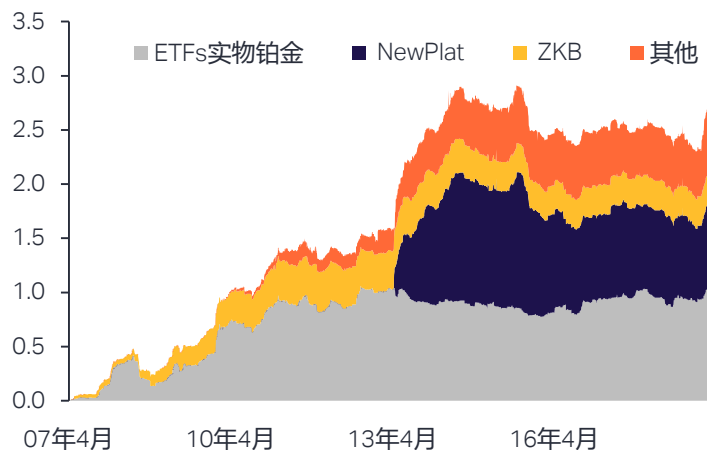
- 铂价反弹归因于金价上涨的积极外溢效应，以及市场对南非铂金矿业可能爆发罢工的担忧持续上升。而3月初这两大因素都已消退，因此铂价再度下行也就毫不奇怪，撰写本报告之时，铂价已再度跌破800美元/盎司。
- 铂金的基本面缺乏亮点，是2月份和3月初其走势弱于黄金和钯金的根本原因。铂金对黄金和钯金的折价都已升至创纪录高位，分别为529美元/盎司（2月14日）和721美元（3月7日）。
- 投资者的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货仓位清楚显示他们看空铂金走势。虽然大量空头回补，但截至2月26日投资者的持仓仍为净空头，为主要贵金属综合中唯一处于净空头持仓的金属。
- 相比之下，因铂价跌至十年来的低位鼓励新资金流入，铂金ETP的持仓量则继续增长。持仓量增加近40万盎司后，目前全球铂金ETP的总持仓量仅较历史峰值低8%。
- 展望未来，我们所作的铂价预测无甚变动。我们预期今年后期宏观经济大环境将向更利好于贵金属的方向转变，金价有望持续上涨，因此预期铂价也会上涨。

铂金市场现状与展望

- 南非劳工法院暂停了南非矿工和建筑工人协会（AMCU）为期七天的第二轮罢工计划，直至法院就15家受影响的企业（包括南非所有主要铂金生产商）申请禁止令作出裁决。若爆发罢工，羚羊铂业公司旗下拉滕斯堡矿山将受到特别大的影响，其正在进行的业务重组会受到严重冲击。
- 南非兰特疲软，钯金和铑的价格又强劲上涨，已把兰特计价的一篮子铂族金属价格推升至数十年来的高点，本年迄今已上涨12%。羚羊铂业公司的首席执行官Nico Muller评论说，全行业正在寻找“潜在增长领域”。
- 在铂金需求方面，2月份西欧地区轻型汽车销量同比下降1.6%，不过季节性因素调整后的销量则继续增长。2018年西欧轻型汽车销量下滑0.8%，LMC汽车咨询公司将今年全年的销量预测调至增长0.6%。即使总销量增长，轻型柴油车的市场占有率仍进一步萎缩，无法带动铂金需求走强。
- 总体来看，我们仍预期铂金供应过剩量将扩大，从而会导致地上铂金存量升高。预计到今年年底时，地上铂金存量将超过900万盎司，相比之下，2010年时地上铂金存量尚不足700万盎司。
- **价格预测风险因素：**南非主要铂金矿企爆发旷日持久的罢工，是推动铂价上行的特别风险因素。不过鉴于地上铂金存量庞大，爆发罢工对铂价的提振效应可能有限，也只是暂时的。在下行风险因素方面，欧洲柴油乘用车市场占有率的下滑速度较预期更快仍是一大风险。

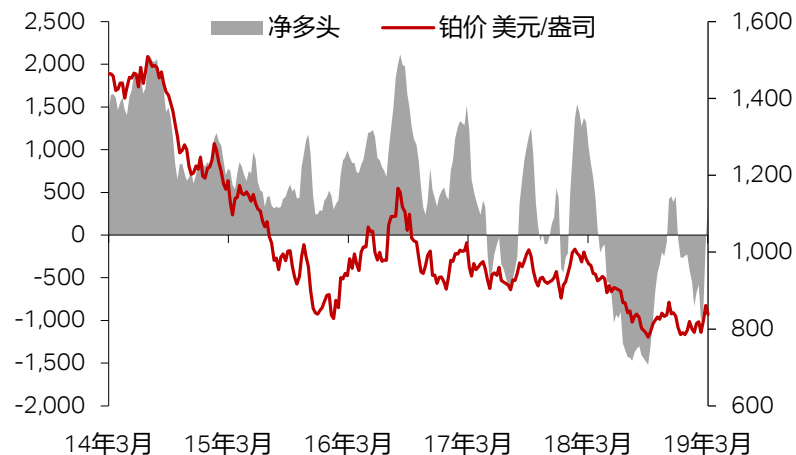
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



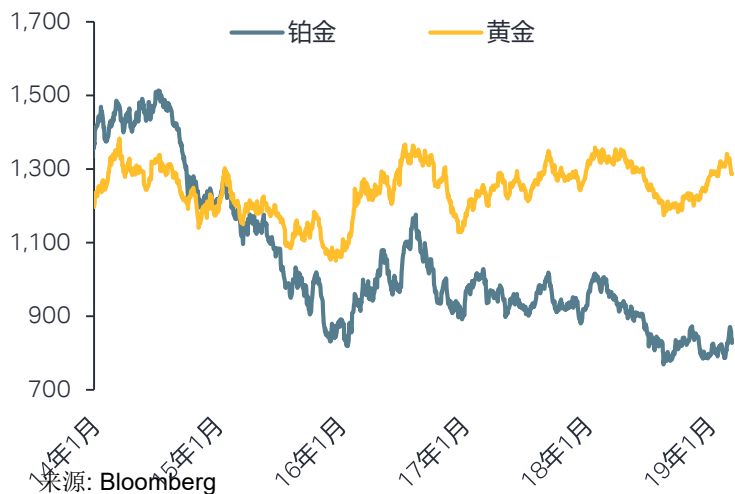
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



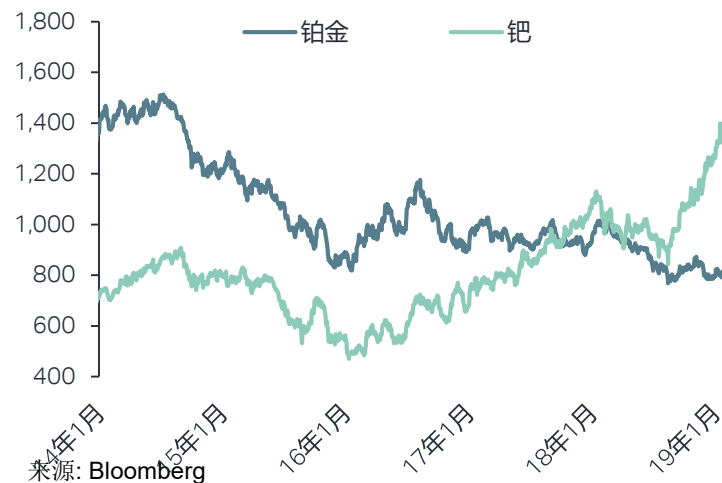
*管理基金(Managed Maoney)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

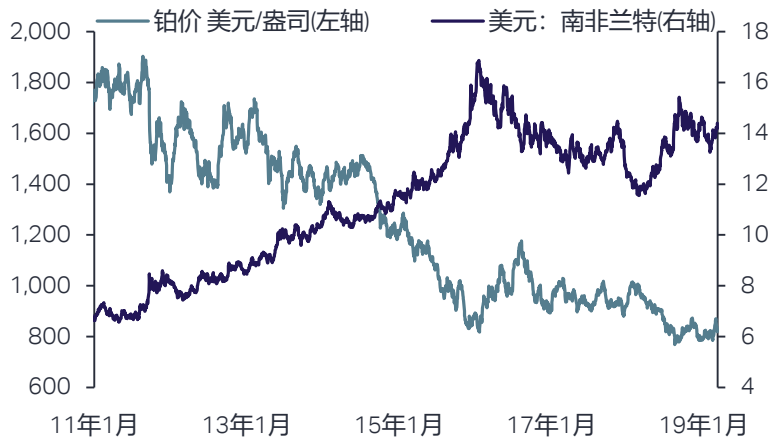
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

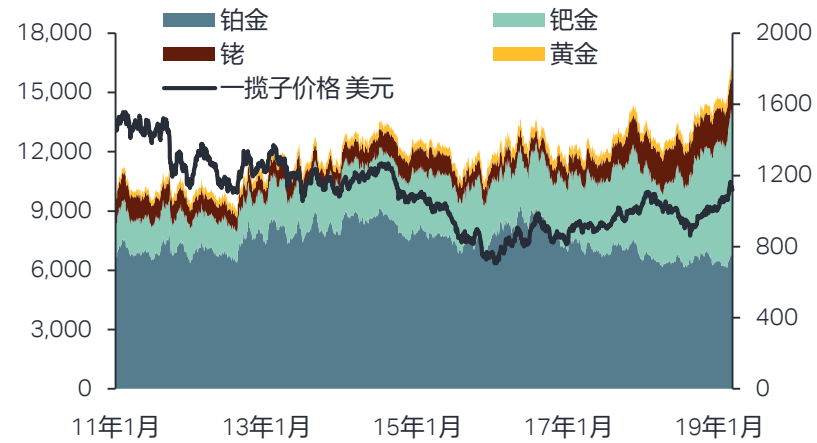
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



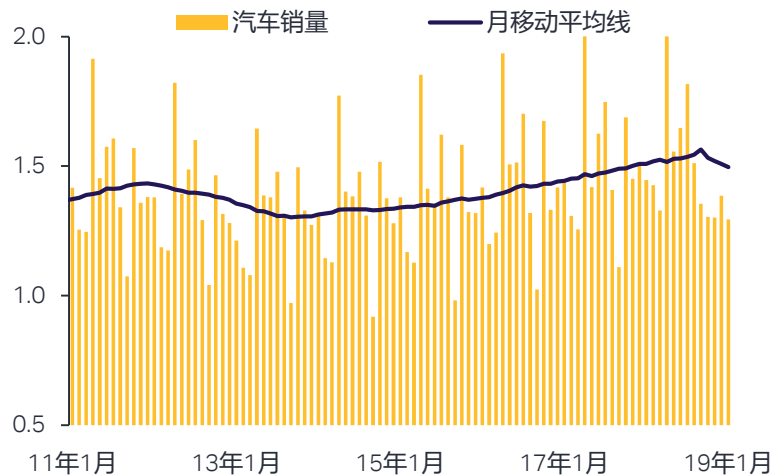
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



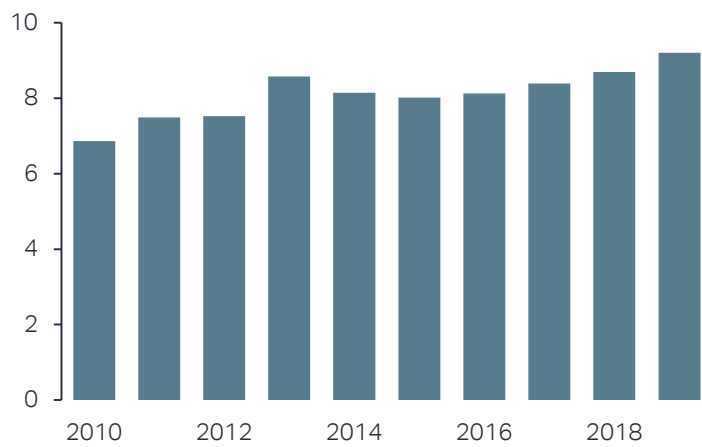
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

2月份，钯金价格呈直线上升之势。月初开盘价为1,341美元/盎司，之后迭创历史新高，26日触及1,567美元/盎司。3月初，钯价回撤至1,500美元/盎司一线，但目前已重拾升势。撰写本报告之时，钯价本年迄今已大涨逾20%，在四种主要贵金属中表现最佳。

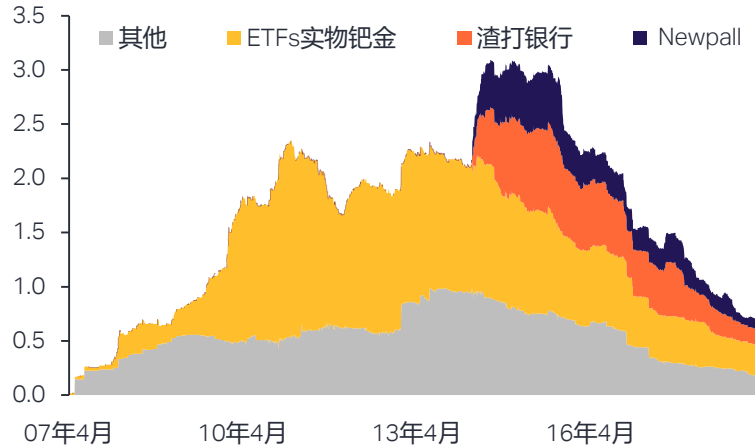
- 钯金强劲的供需基本面（地上钯金存量持续下降尤其引人注目）仍是推动其价格飙涨的主要力量。2月下旬，投资者风险偏好上升，亦担忧南非铂金矿业爆发罢工，为钯价上行注入了额外动能。
- 本年迄今投机者的钯金多头仓位增长有限，令钯价飙涨更为引人注目：
 - 截至2月26日，Nymex钯金期货净多头仓数仅较2018年底时增长10%，约为2018年1月创出的历史峰值的一半。
 - 2015年至2018年，资金大量流出钯金ETP。本年迄今，钯金ETP的持仓量仍处于数十年来的低位。
- 鉴于投机性多头仓位增幅有限，未来几月间出现大规模获利了结（2018年1季度曾出现此现象）情形的可能性不大。
- 综上所述，我们已上调了所预测的钯价，预计未来12个月间钯价将继续走强。2019年1季度钯金均价有望达到1,625美元/盎司，高点为1,780美元/盎司。

钯金市场现状与展望

- 有趣的是，主要汽车市场的销量数据令人失望，但钯金市场参与者似乎对此视而不见：
 - 1月至2月期间，美国汽车销量同比下滑2.6%，创2009年来同期最大降幅。汽车价格上涨、利率升高、天气严寒、政府停摆，以及对退税问题的担忧，所有这些因素导致汽车销量疲弱。
 - 1月份，中国汽车销量连续第七个月下降。销量连续数月下降后，汽车经销商和制造商再次推出给予购车者慷慨折扣和低息贷款的措施，但消费者仍保持观望，原因是中国经济放缓与美国的贸易战令股市承压，打击消费者信心。
- 尽管开局不利，我们仍预期今年全球汽车尾气净化剂工业部门的钯金需求将实现温和增长，理由是随着尾气排放控制标准日趋严格，每辆车的铂族金属装填量势必增高。
- 在钯金供应方面，我们所作的预测变动甚微。尽管钯价飙涨，但预计今年钯金供应量仅将小幅增长2%。因此，今年钯金市场仍将出现数量很大的供应赤字，导致地上钯金存量进一步下降。
- **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，若美国股市爆发历时长久的抛售潮，投资者的避险情绪升温，短期内钯金将面临下行风险。如果美国 and/或中国公布的经济数据令人失望，上述情景就很可能出现。

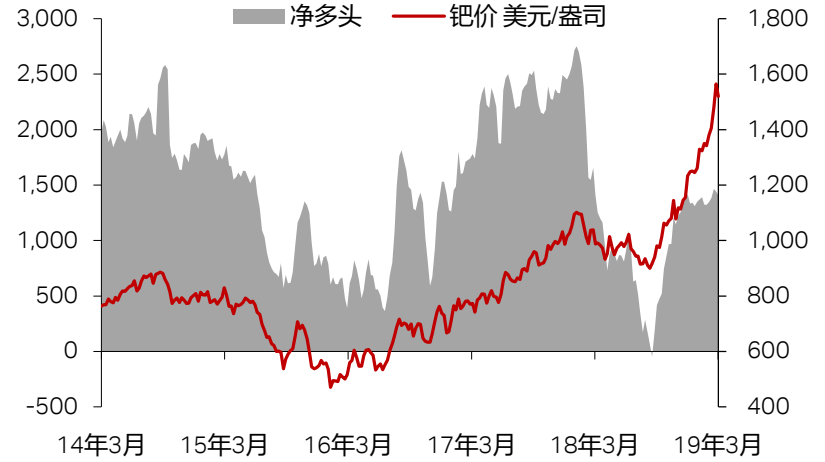
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



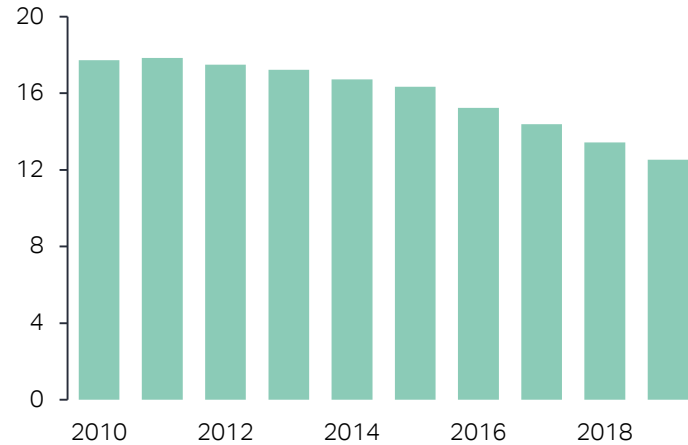
*管理基金(Managed Maoney)仓位; 来源: CFTC

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



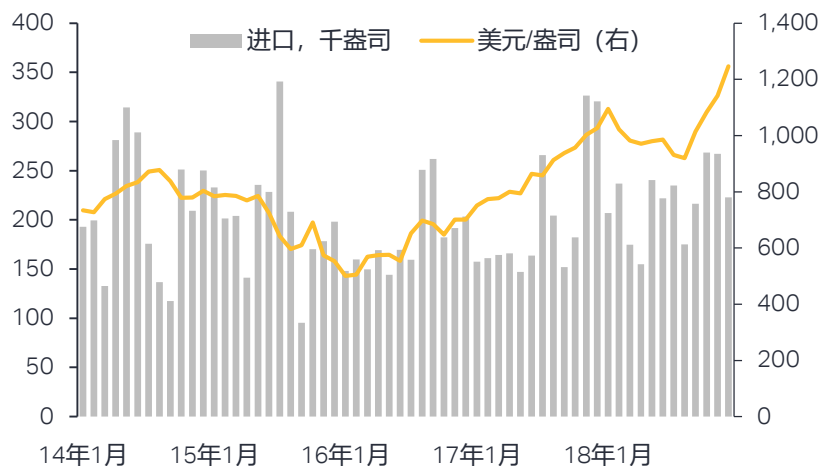
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



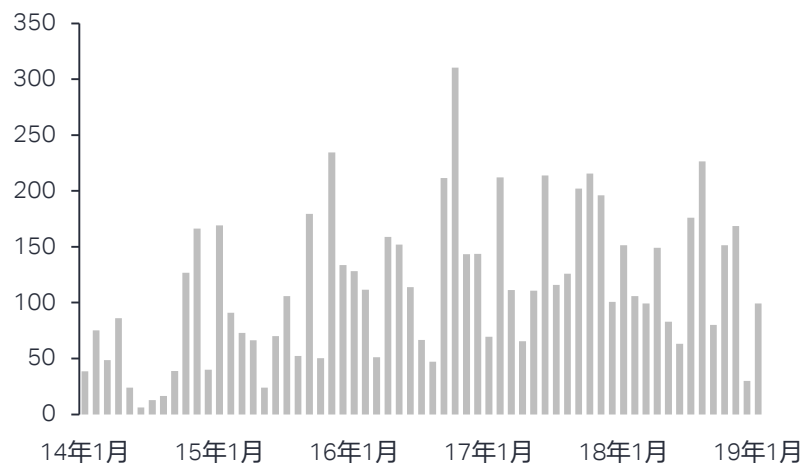
来源: Bloomberg

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

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

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。