



Metals Focus

贵金属月报

第45期 - 2019年8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

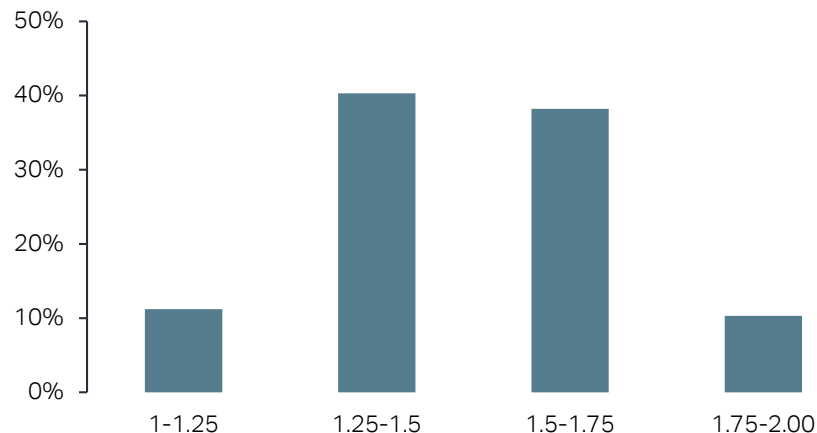
宏观经济现状与展望

- 7月份大部分时间内，美国股市保持在创纪录高位附近，但进入8月份后与全球其他股市一样遭遇猛烈的抛售潮。8月1日（该日美国宣布将对中国输美产品加征新关税；见下文）至撰写本报告之时，标普500指数和富时全球股票指数均已下跌4%。
- 导致股市大幅下跌的主要原因是美中贸易紧张局势急剧升温。特朗普已宣布从9月1日起将对余下价值3,000亿美元中国输美产品加征10%的关税。中国政府的应对措施是允许美元兑人民币汇率于2008年以来首度破7，之后美国财政部则将中国列为“汇率操纵国”。还需注意的是，美国还可能对欧盟出口商品征收新关税，贸易战范围有扩大之势。
- 在这一大背景下，市场预期美联储9月份再度降息的可能性较高（联邦基金利率期货已显示出这一点）。欧洲央行还可能在下次会议上宣布进一步的刺激措施。其他国家也放松了货币政策，最引人注目的是印度，8月7日印度储备银行出人意料地将基准利率下调35个基点，至5.4%。
- 因很多国家纷纷实施宽松货币政策，贸易加权美元指数仍保持相对高位，这显示出促使投资者资金流入贵金属市场的其他因素正发挥作用。
- 展望未来，上述诸因素将继续利好于黄金等避险资产（其积极外溢效应有望让其他贵金属也受益）。这也反映出因美中贸易争端久拖不决，市场对全球经济前景的担忧日益加剧。
- 总体而言，我们坚信宏观经济状况将继续支撑贵金属走强。具体而言，在去年推出的财政刺激政策提振效应消退后，美国经济增长很可能放缓，而贸易战久拖不决，也将让中国经济继续蒙受负面影响。

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）会议利率预期



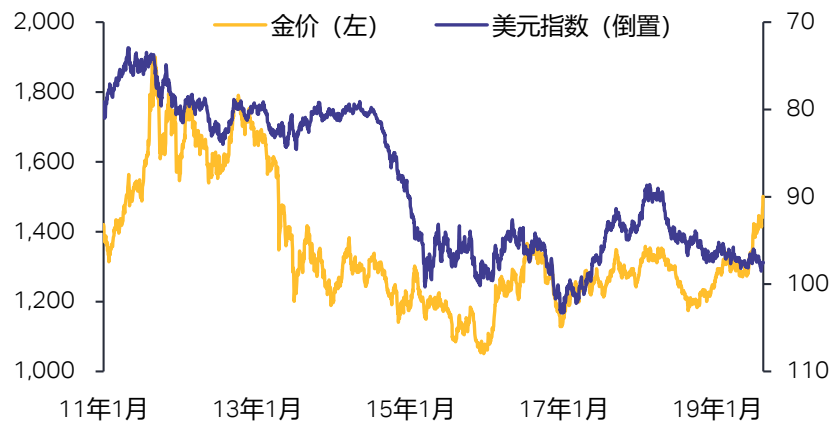
*数据截至到2019年6月7日，来源: Bloomberg

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

7月份温和上涨后，8月初黄金价格飙升。撰写本报告之时，现货黄金价格曾涨破1,500美元/盎司，创六年来新高。迄今金价已较今年5月份的低点上涨近18%。

- ▶ 贸易战、全球经济增长放缓、宽松货币政策等诸多因素支撑黄金等一系列避险资产持续走强。这有助于解释为什么十年期美国国债收益率已降至2016年以来的低点，而德国国债收益率转负的程度还继续加深。全球负利率债券规模持续扩大，促使更多投资者涌入黄金市场。
- ▶ 值得重点关注的是，目前三个月期美国国债与十年期国债收益率间的差值（显示经济衰退的领先指标）为负32个基点，收益率曲线倒挂程度已触及2008年金融危机以来的最高水平。若经济衰退压力加大，黄金应能继续受益。
- ▶ 因此，机构投资者增持黄金多头仓位，自然不会令人意外。截至7月30日，投资基金持有的Comex（纽约商品交易所）黄金期货净多头仓数已升至1,860万盎司，逼近7月初创出的2017年底来的高点1,940万盎司。展望未来，多头进一步增仓的空间犹存，若金价持续保持在1,500美元/盎司上方，则更是如此。不过需要指出的是，目前净多头仓数仅比2016年7月创出的历史峰值2,730万盎司低30%，继续增仓的空间或有限。
- ▶ 投资者情绪持续改善也推动资金进一步流入黄金ETPs（交易所交易产品）。截至8月6日，黄金ETPs的总持仓量已升至7,800万盎司，创2013年4月以来新高。
- ▶ 相比之下，黄金零售投资状况则喜忧参半。美国老鹰金币销量继续疲软，显示个人投资者的实物黄金需求仍很疲弱。投资者的回销量仍处于高位，导致对新铸金币的需求下降。

黄金市场现状与展望

➤ 实物黄金市场状况：

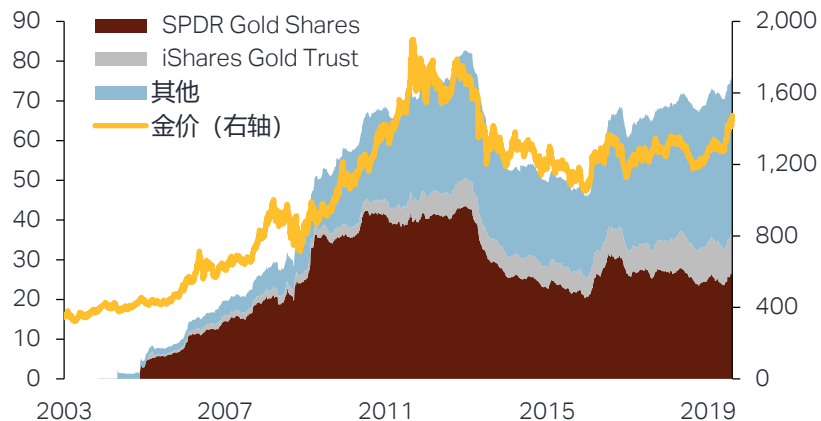
- 我们进行的实地调研显示，随着金价飙涨，西方国家尤其是欧洲的黄金回收量已上升。但即使金价进一步走高，废旧黄金回收量进一步上升的幅度仍有限，原因是可入市回收的黄金产品数量已近枯竭。
- 经济持续放缓、流动性紧张、当地金价升至创纪录高位等不利因素继续打压印度黄金需求。印度黄金零售价（含商品及服务税）涨破37,000卢比/10克后，当地金价对国际市场金价的折价已降至30美元/盎司。我们预计只有9月下旬进入节日季后，印度黄金需求才有望回暖。
- 受贸易战升级和经济放缓的冲击，消费者信心减弱，今年剩下时间内中国黄金首饰消费量可能会温和下降。另一方面，因投资者对人民币可能进一步贬值的担忧上升，黄金零售投资需求则有望稳健增长。

➤ **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：全球经济放缓；地缘政治紧张局势升级（美国退出伊核协议后中东局势尤为紧张）；股票和债券市场爆发较预期更为猛烈的抛售潮；美国财政状况显著恶化；美联储激进降息。

➤ 另一方面，若美联储因美国经济进一步走强而急剧改变其立场，转而采取鹰派利率政策（虽然可能性极小），则黄金将面临很大的下行风险。

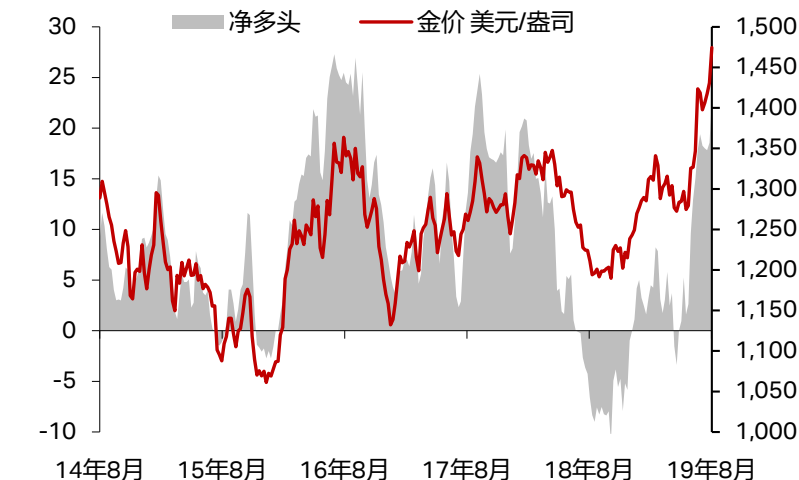
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



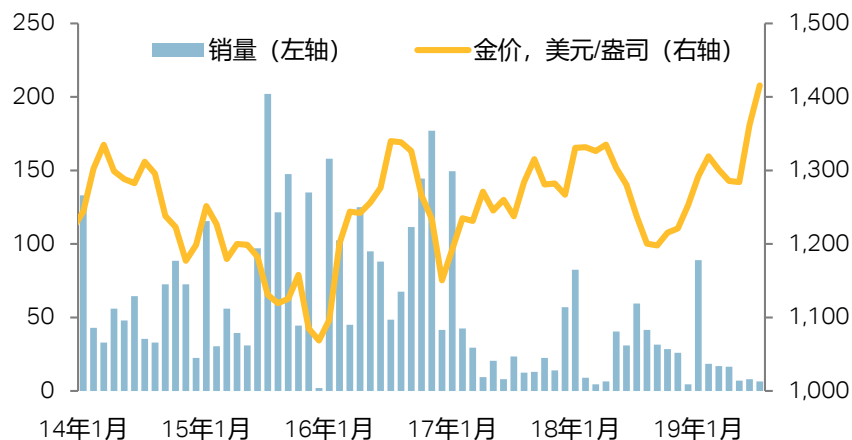
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



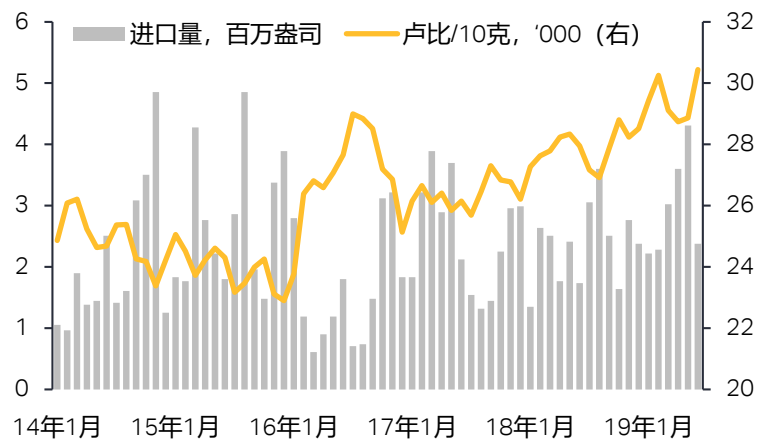
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

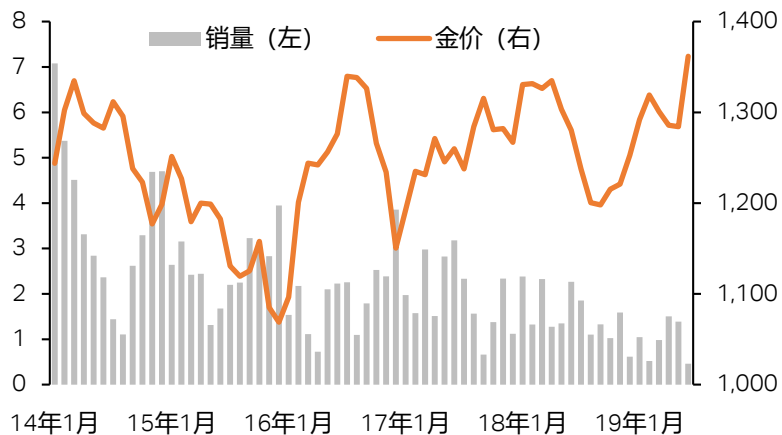
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

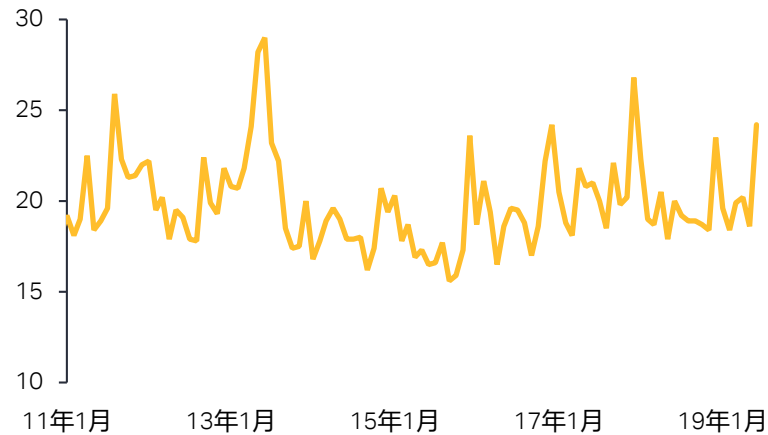
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



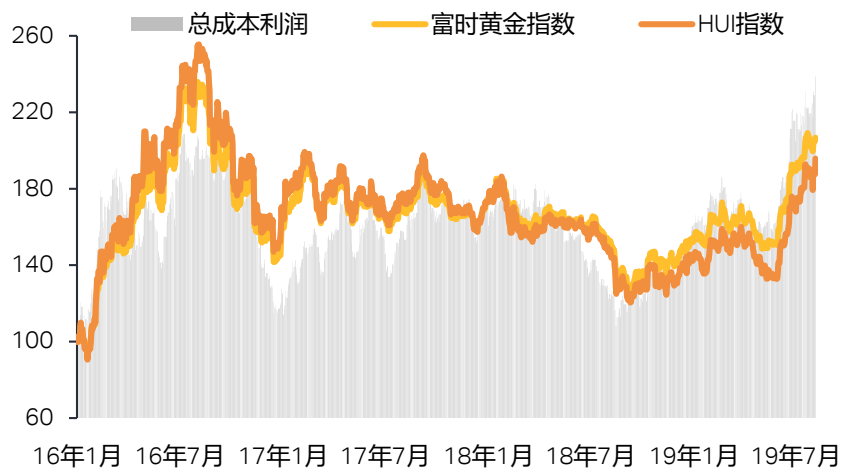
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

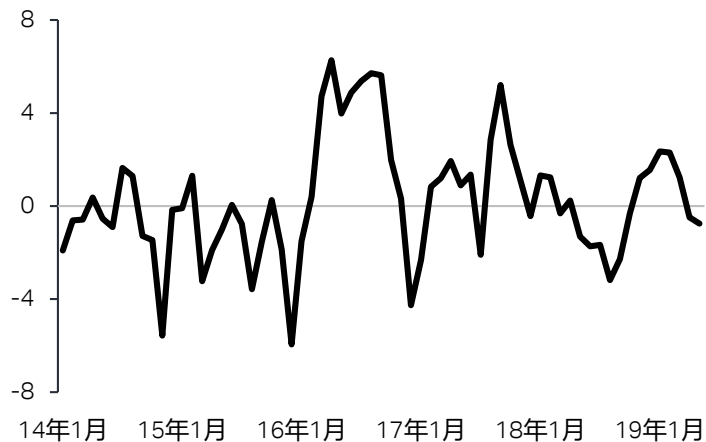
黄金矿产总成本利润*



* 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

有效突破16美元/盎司这一重要阻力位后，白银价格已涨升至2018年6月以来的最高位。因此，我们已略微上调今年下半年银价预测，但对2020年上半年银价走势的预测则保持不变。

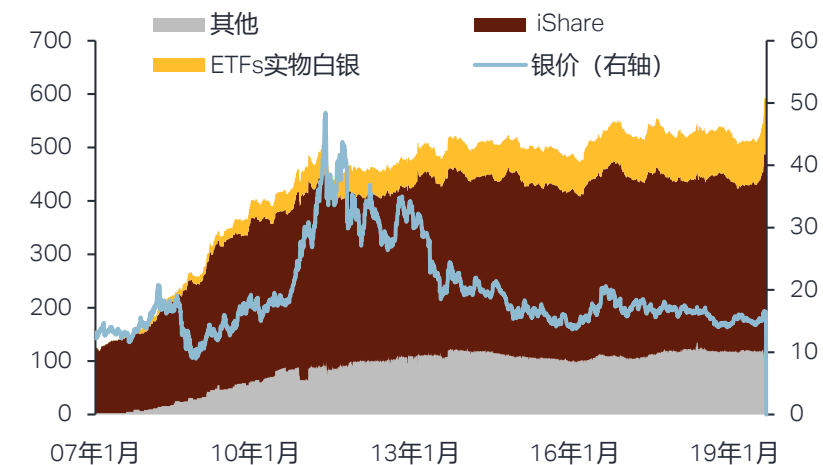
- 投资者对避险资产的需求日益上升，最初主要令黄金受益，但现在已外溢至白银，将银价推升至17美元/盎司上方（本报告撰写之时的价格）。金/银价格比率下降至88:1左右，以历史标准衡量虽仍处于高位，但与7月3日创出的数十年高位93.5:1相比，已有一定幅度下降。
- 避险需求高涨令白银受益，目前其价格走势更像贵金属，而在去年大部分时间内，白银主要被视为工业用商品，价格走势受到贸易战升级的持续冲击。
- Comex白银期货多头仓位和白银ETPs持仓量双双走高，已反映出投资者对银价走势更为乐观。截至7月30日，投资基金持有的Comex白银期货净多头仓数已跃升至3.13亿盎司，创2017年11月来的新高，但与2017年4月创出的历史峰值相比仍低40%，多头进一步增仓的空间相当大。
- 截至8月7日，白银ETPs的总持仓量已升至创纪录的7.12亿盎司，本年迄今共增仓7,400万盎司。若银价维持波动走势，部分投资者可能获利了结，但只要乐观情绪不变，投资者的净需求应能保持强劲。
- 相比之下，白银零售投资需求仍疲弱不振。本年迄今美国老鹰银币销量同比劲升46%，但增幅如此之大只是因为2018年同期的基数很低，本年迄今的绝对数量只有2010至2018年期间平均销量的51%。很多美国买家仍对特朗普管理经济的能力充满信心，因此买入白银的积极性不高。

白银市场现状与展望

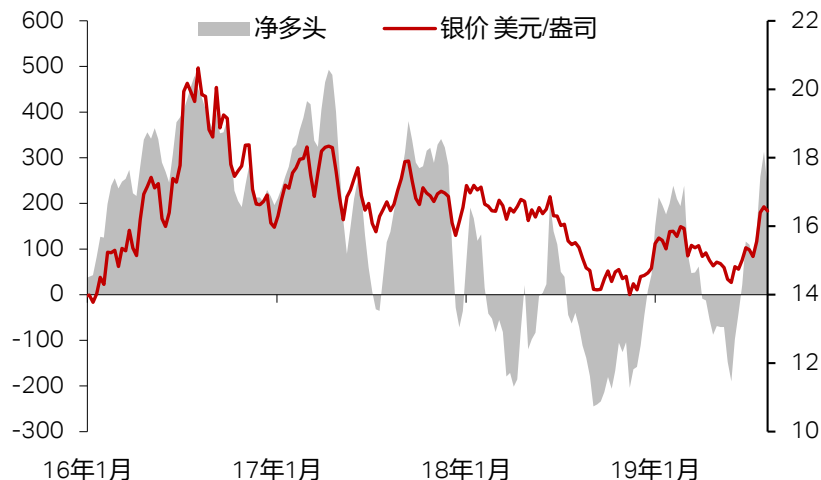
- 再来看印度市场，连降四月后，6月份印度白银进口量回升至800吨。我们最近参加印度国际黄金大会期间与业界人士的沟通显示，虽然进口商的乐观情绪推动白银进口量回升，但消费者的购买量却远非强劲。我们认为背后有两大原因：其一，印度农村地区经济放缓。其二，印度投资者已持有很大数量的白银，很多人正等待机会卖出离场。
- 在白银工业需求方面，得益于汽车工业白银需求上升（轻型汽车电气化程度日益提高是主要推手）等结构性利好因素，2019年总需求量有望温和增长，至创纪录高位。但因贸易战升级，对消费者的终端销量不及预期，供应链内的工业企业也已降低库存量，我们可能不得不下调所预测的需求数字。目前看银价上涨对需求有负面影响，但影响尚不大。只有在银价继续飙升的情况下，工业企业才会加大力度以其他金属替代白银并节约白银用量。
- 在白银供应方面，白银生产巨头弗雷斯尼洛公司报告称今年上半年产量同比下降10.4%，利润更剧降69%，原因是旗下Saucito矿山和Fresnillo矿山都遭遇经营困难。该公司已下调2019年和2020年的产量预期，预期到2021年产量才会回升。
- **价格预测风险因素：**目前影响价格的风险因素与影响金价的因素密切相关，即避险需求能上升到何种程度（若贸易战继续升级，美联储势必采取远为宽松的货币政策），或是否会消退，导致投资者大量减仓（若美国经济增长仍强劲，将迫使美联储加息）。

白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



黄金:白银 比率

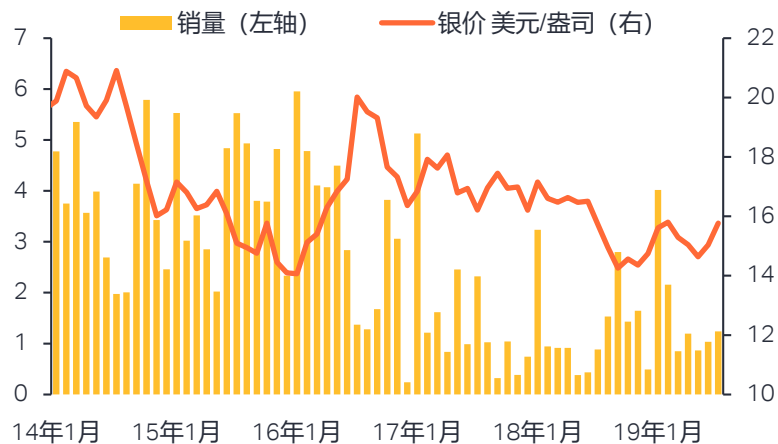


白银 & 黄金价格 美元/盎司



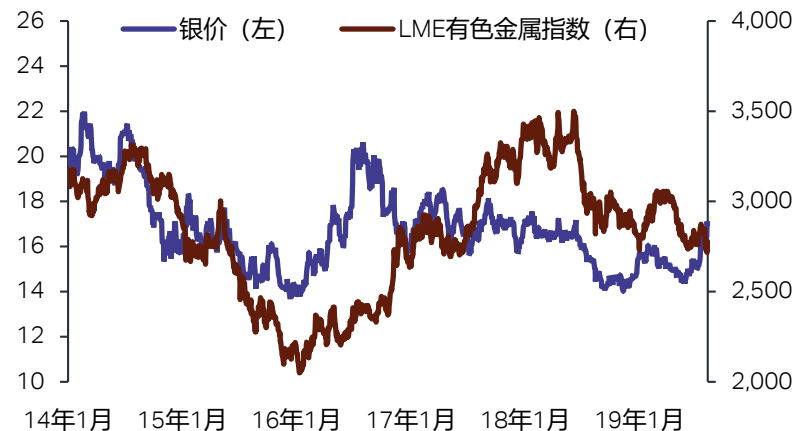
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



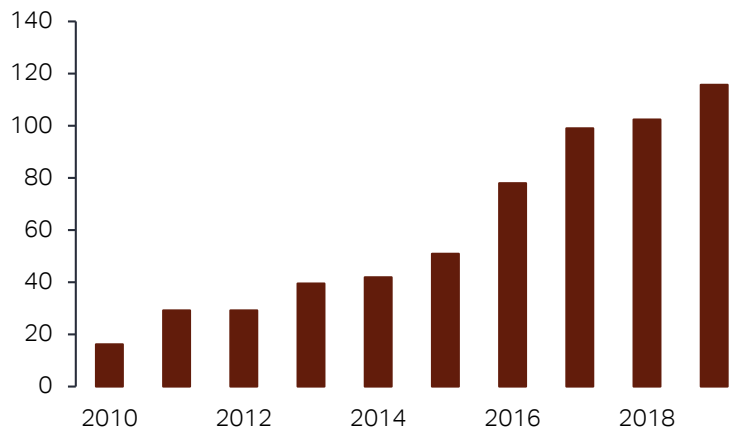
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



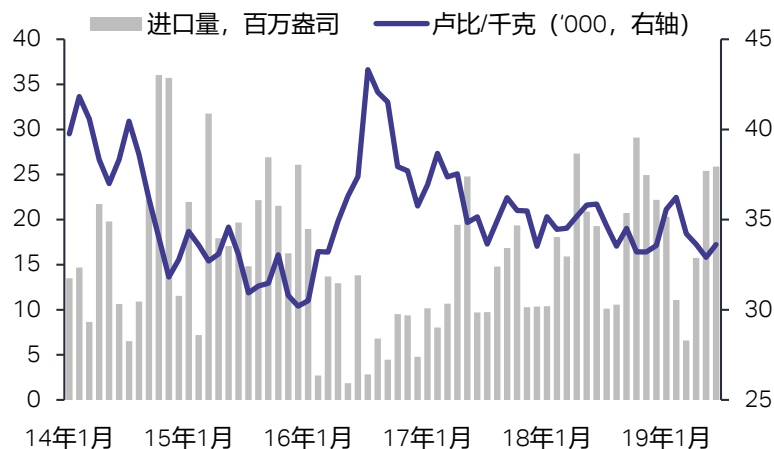
来源: Bloomberg

全球光伏装机容量 GW (千兆瓦特)



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

7月份铂金价格稳健反弹，从月初的835美元/盎司上涨至25日的885美元/盎司，触及三个月来的高点。因贸易紧张局势加剧打压工业用商品价格，8月初铂价回吐部分涨幅，跌至842美元/盎司。撰写本报告之时，铂价温和回升至860美元/盎司一线，仍在波动。

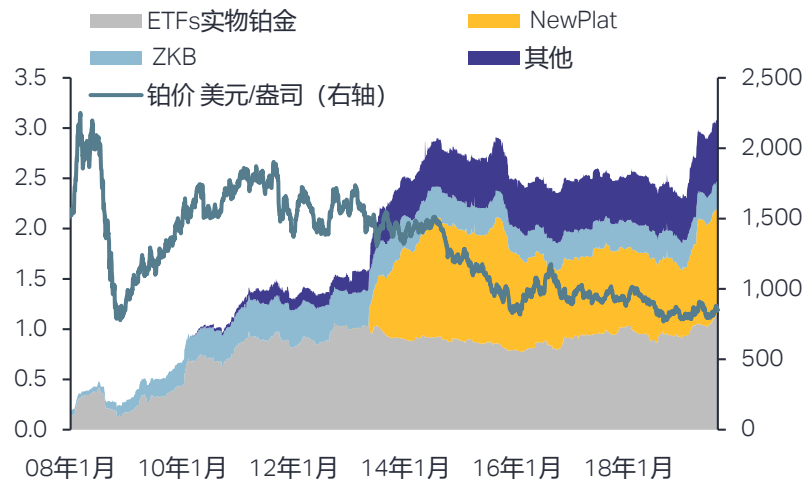
- ▶ 铂金供需基本面无力为铂价涨升提供催化剂，因此7月份铂价反弹主要归功于投资者对黄金的信心改善。7月份铂金对黄金的折价保持在550美元/盎司左右，原因正在于此，直到8月初二者价差才升至600美元/盎司以上。
- ▶ 因空头大量回补，7月下旬投资者持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货仓位已转为净多头。6月25日至7月底期间，总空头仓数从224万盎司（去年9月以来的最高值）下降至77万盎司，减少近三分之二。同一期间总多头仓数上升逾16%。
- ▶ 6月下旬刷新历史最高持仓记录后，7月份全球铂金ETPs的总持仓量继续上升，8月初才小幅回落。铂价处于历史低位，市场也对铂金在汽车尾气净化催化剂领域更快速替代钯金的前景感到乐观（但我们并不认同这一看法），是推动资金流入铂金ETP的主要力量。
- ▶ 展望未来，我们仍认为未来12个月期间铂金将从黄金价格不断上涨中受益，但在上调所预测金价的同时，我们所作的铂价预测仍保持不变。
- ▶ 虽然投资者的风险厌恶情绪升温能提升贵金属的吸引力，但其选择的避险投资标的首先是黄金，其次是白银。在供需基本面实现重大改善之前，铂金对黄金和钯金的折价仍将保持在创纪录高位，甚至可能进一步扩大。

铂金市场现状与展望

- 正如我们最近一期《铂族金属五年期季度预测》报告中强调指出的，结构性供应过剩持续上升仍是铂金市场面临的一大问题，预计今年供应过剩量将升至六年来新高。
- 铂金供应过剩部分归因于汽车催化剂工业的铂金需求持续疲软，预计今年全年需求量将降至六年来的最低位，之后才有望回升。LMC汽车市场咨询公司发布的数据显示，7月份西欧地区新车销量仅同比微升0.1%（主要归功于工作日数量多于去年同期），而本年迄今的总销量下降3%。同时，6月份柴油车的市场占有率已从去年同期的36.6%降至31.5%。
- 有趣的是，不同于西欧其他国家，德国柴油车的市场占有率不降反升，从去年6月份的32.1%升至今年6月份的33.3%。这主要归因于两个因素：其一，大排量高价位汽车的销量上升（在该领域柴油车仍是消费者的首选）。其二，在多个城市出人意料地出台限制柴油车的措施后，德国汽车制造商大力向柴油车购买者提供支持。
- 中国铂金首饰销量持续下滑，是今年铂金需求陷入疲软的另一大原因。近期前往深圳考察期间，我们发现进一步的迹象显示，因黄金首饰的产品周转率和利润率都更高，一些铂金首饰制造厂正转向生产黄金首饰。
- 在铂金供应方面，南非铂族金属矿企正从铂族金属价格上涨和本币贬值中获益。7月22日，英美铂业公司宣布派发总额达30亿南非兰特的中期股利，强调指出今年一篮子铂族金属价格已同比上涨16%。预计该国其他铂族金属矿企也将适时发出业绩喜报。
- **价格预测风险因素：**影响铂价走势的特有风险因素与上期月报中所列大致相同，即欧洲柴油车销量的下滑速度较预期更快，以及南非爆发旷日持久的矿业工人罢工。

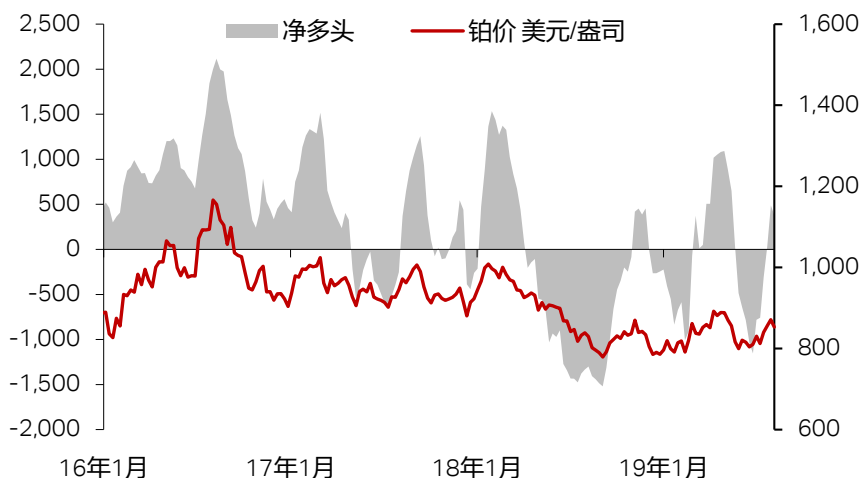
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



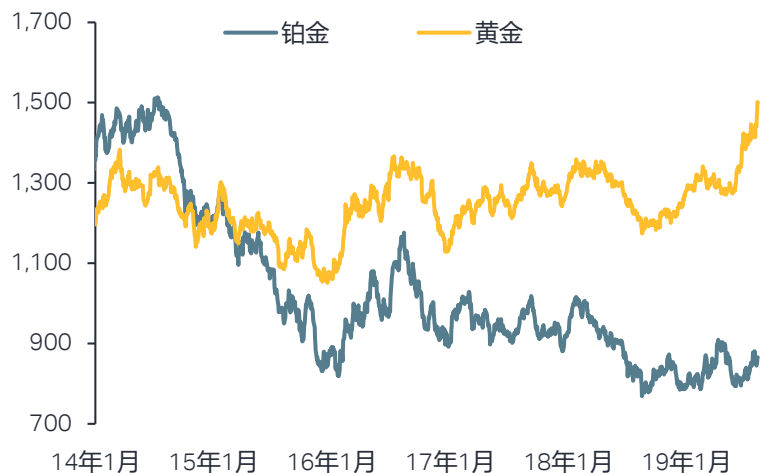
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 千盎司



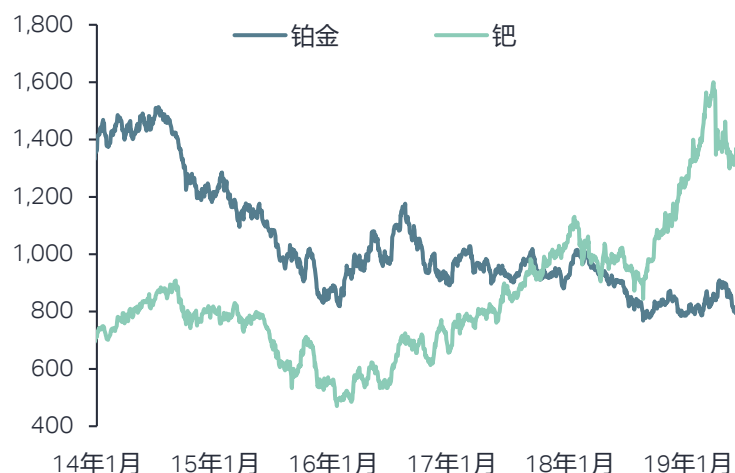
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

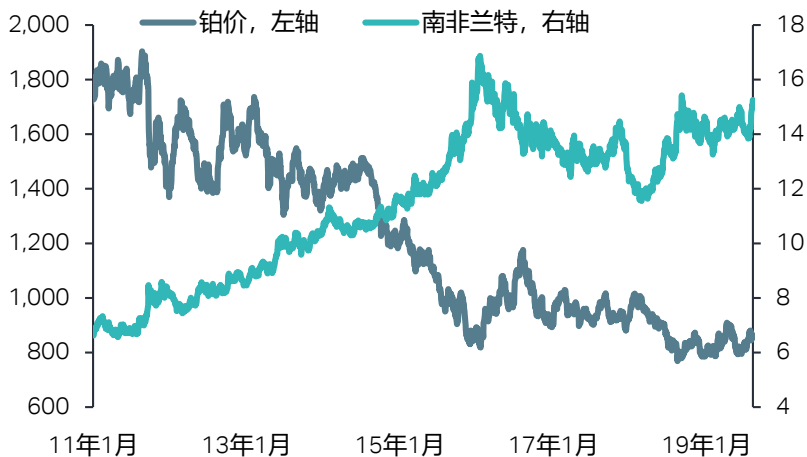
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

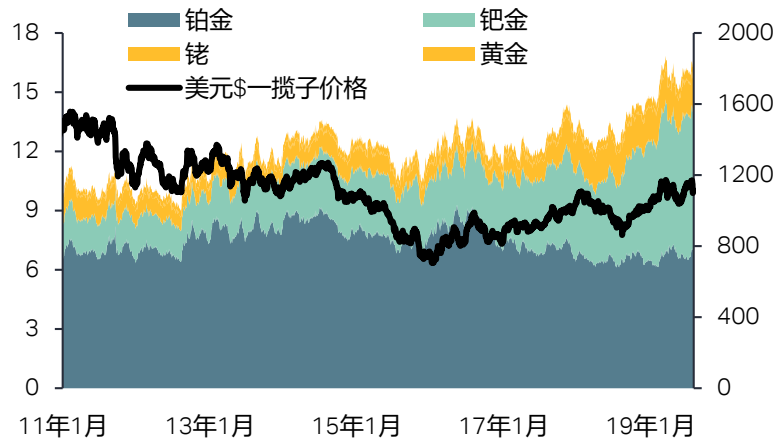
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



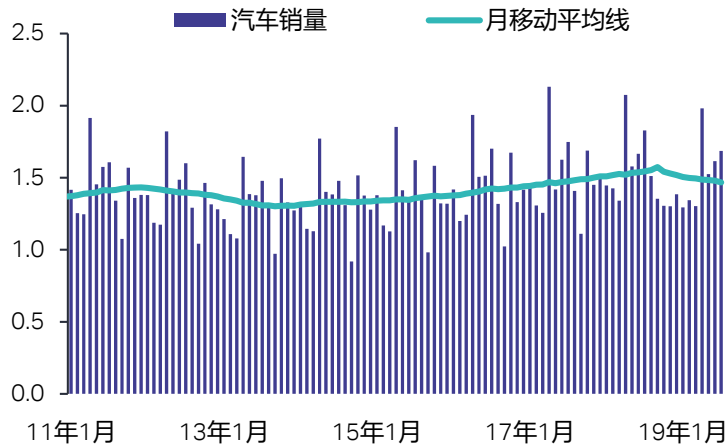
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



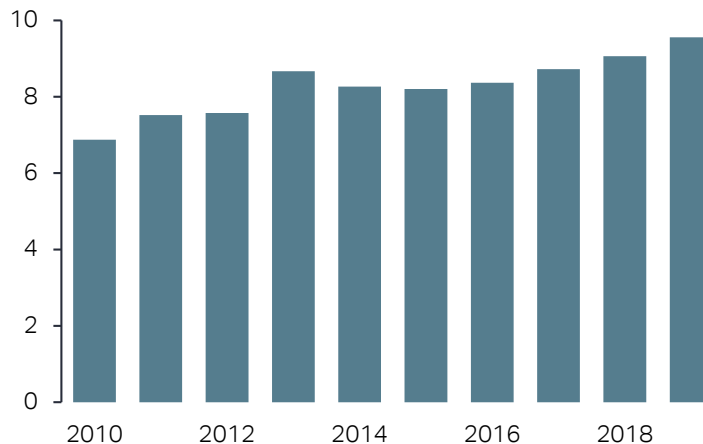
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

7月初钯金价格于年内第二次涨破1,600美元/盎司关口，但与3月份的情况一样，钯价未能在该关口上方站稳。虽然7月剩下时间段内，抛售规模尚有限，但进入8月份后一天内盘中钯价就曾大跌逾100美元（创3月下旬以来最大跌幅）。目前钯价在1,400美元/盎司上方整固。

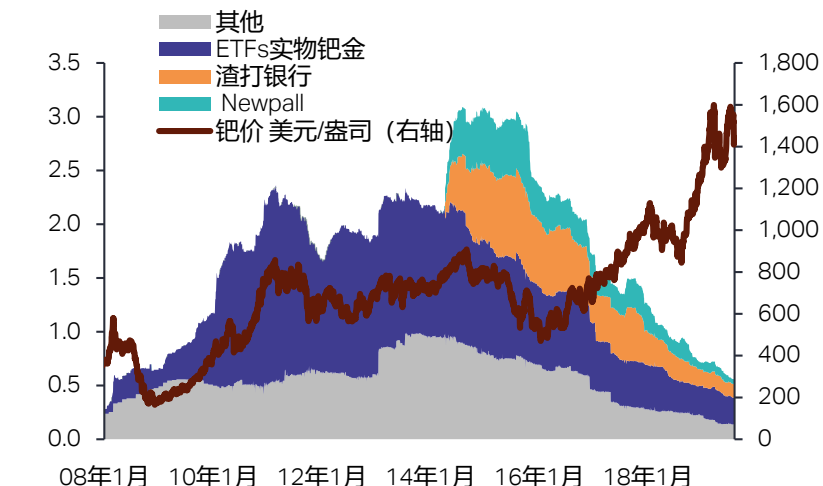
- 钯价再次未能在1,600美元/盎司上方站稳，因此很多投资者急于兑现利润便不足为奇。
- 同时，受美中贸易战的冲击金融市场波动性日益增大，也导致钯金易遭投资者抛售，鉴于5月中旬以来Nymex钯金期货净多头仓数急剧上升，抛售压力尤其大。
- 截至7月30日，Nymex钯金期货净多头仓数已升至五个月来的高点，较4月份的低点已劲升76%。我们认为8月初投资者对全球经济放缓的担忧加剧，导致大宗商品价格承压下行之时，部分多头仓位可能已平仓。
- 7月至8月初期间，钯金ETP的持仓量继续下滑。撰写本报告之时，全球钯金ETP的总持仓量仅为61万盎司，较年初已下降22%，创2008年5月以来新低。鉴于我们预期钯价将走高，未来12个月间钯金ETP可能会继续温和减仓。
- 展望未来，虽然投资者风险厌恶情绪日渐升温，我们仍认为2019至2020年期间实物钯金供应持续短缺，地上钯金存量不断减少，最终将推动钯价上行。因此，我们预期未来12个月间钯价能够刷新历史高点。

钯金市场现状与展望

- 受经济放缓、美中贸易战、新尾气排放标准实施尚不规范等因素的影响，6月份中国汽车销量连续第12个月下滑。目前我们预计2019年中国轻型汽车产量将下滑几个百分点，不过汽车催化剂工业的钯金用量仍有望温和增长。之所以上调预测用量，主要原因是进行实地调研和阅读公开资料后，我们发现适用新国六排放标准的车型数量较之前预测的为多，因此催化器中的铂族金属装填量将提高。
- 得益于催化器中铂族金属装填量的提高，欧洲和美国汽车工业的钯金用量也有望上升。欧洲汽车市场上汽油车所占份额日益上升，也有助于推升钯金需求。
- 诺里尔斯克镍业公司报告称，今年上半年其钯金和铂金产量同比分别上升10%和16%，至153.3万盎司和38.8万盎司。
- 预计今年全球钯金总产量将达到711万盎司，增长4.1%。得益于冶炼和精炼设施利用率的提高，南非钯金产量有望上升。诺里尔斯克镍业公司采取措施消除瓶颈和提高生产率，也将推动俄罗斯钯金产量增长。
- **价格预测风险因素：**南非矿业内的工资谈判仍在进行，出现大规模供应中断仍是钯价上行主要风险因素。在下行风险方面，美中贸易战升级可能给全球经济造成大于预期的负面影响，挫伤投资者的风险情绪。此外，若有更确实的消息显示汽油车制造商正计划以铂金替代钯金，也将令钯价承压。

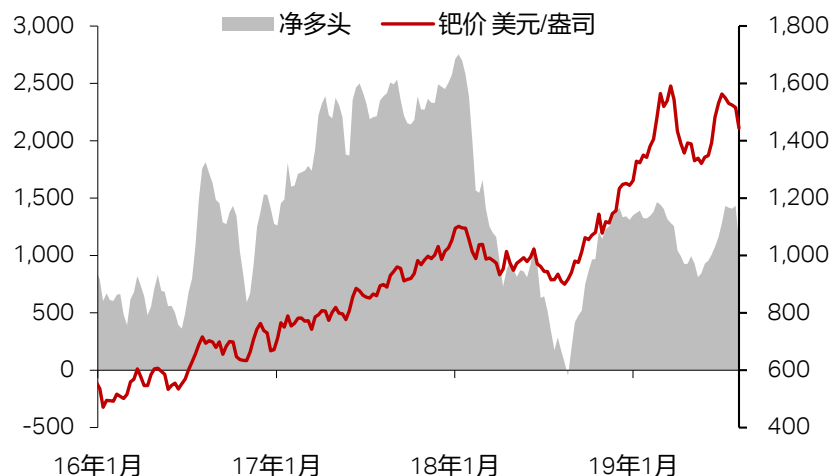
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 千盎司



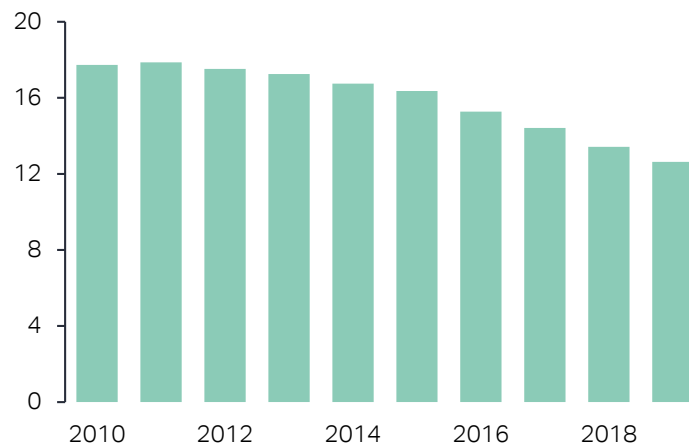
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

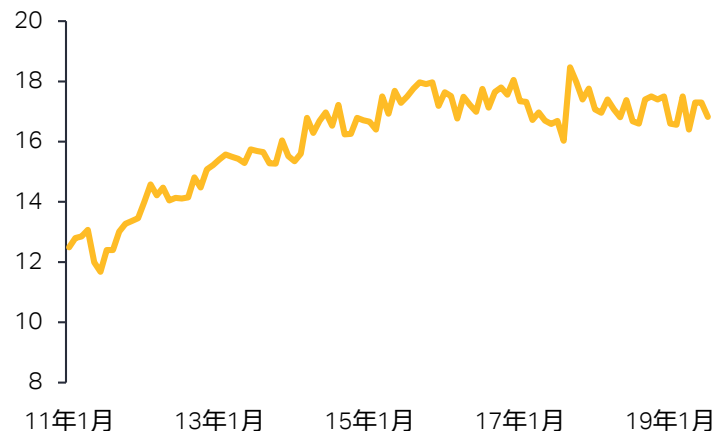
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

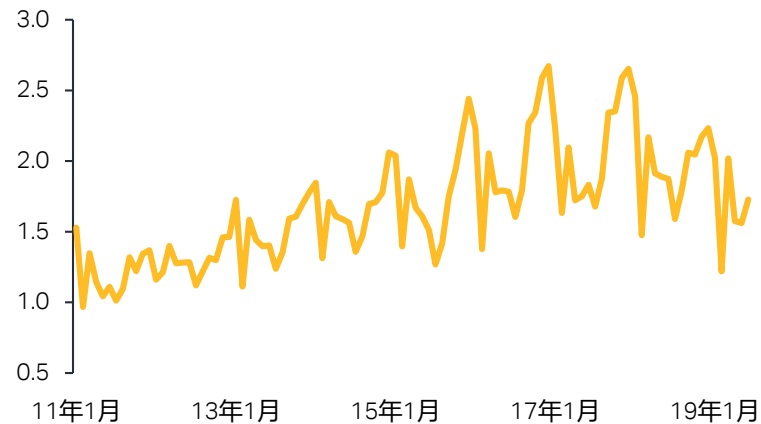
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



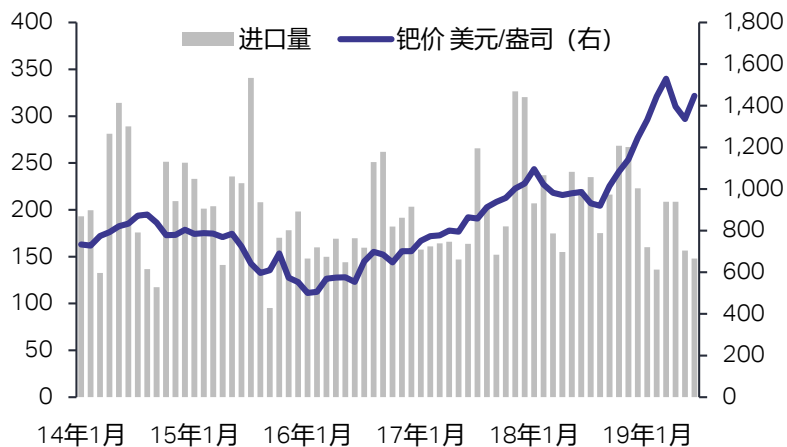
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



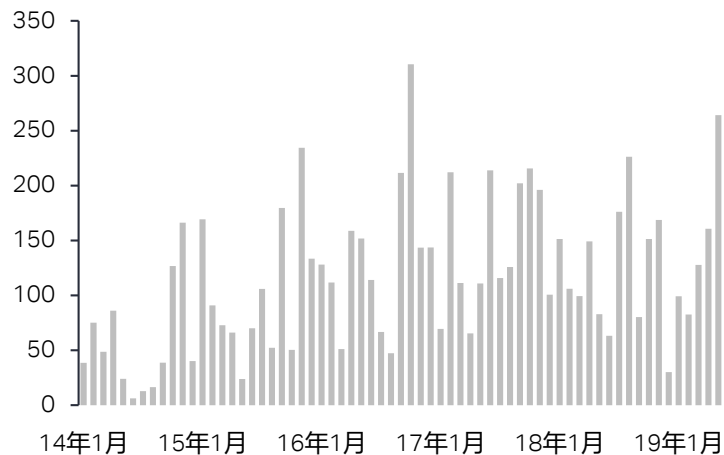
来源: Bloomberg

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

Michael Bedford, 顾问
Minchael.bedford@metalsfocus.com

Neelan Patel, 销售经理
neelan.patel@metalsfocus.com

Mirian Moreno, 业务经理
mirian.moreno@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

Celine Zarate, 研究员, 马尼拉
celine.zarate@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责任：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。