



Metals Focus

贵金属月报

第46期 - 2019年9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

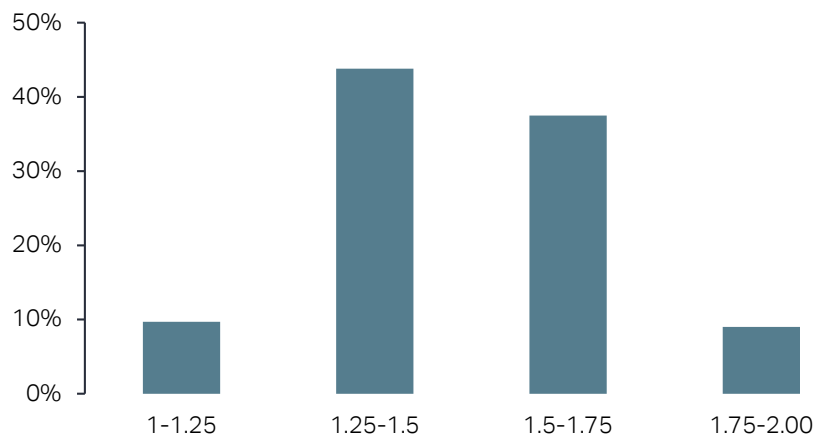
宏观经济现状与展望

- 7月份大部分时间内，全球股市保持在创纪录高位附近，但8月份均显著下跌。新兴市场国家股市更遭受重创，明晟新兴市场股票指数较上月下跌5%。不过最近中国宣布将于10月初在华盛顿重启中美两国高级别贸易谈判后，市场情绪有所回暖，推动股市回升。
- 8月份新兴市场国家货币也同样承压，明晟新兴市场货币指数创七年来最大月度跌幅。事实上目前人民币汇率已处于十年来的最低位。
- 上述现象反映了美中贸易紧张关系持续升级带来的负面影响，若谈判失败，两国均计划对从对方进口的产品加征新关税。除贸易争端外，有越来越多的迹象显示全球经济正在放缓，对市场预期有强烈影响，美国联邦基金利率期货显示，9月份美联储再次降息的概率很高。9月份欧洲央行也很可能会宣布推出进一步的刺激措施。
- 虽然贸易加权美元指数仍处于创纪录高位，但实际利率可能进一步下降，令贵金属对投资者的吸引力不减。
- 展望未来，宏观经济大趋势仍利好于黄金和白银等避险资产，但短期内的价格回调修正（如近几日金银价格的回落）可能再次出现，而美中贸易谈判进展将在很大程度上左右贵金属价格走势。
- 作出上述研判，主要是因为我们坚信从长期来看宏观经济大环境仍支撑贵金属走强。具体而言，在去年推出的财政刺激政策提振效应消退后，美国经济增长将放缓，而贸易战久拖不决，也将让中国经济继续蒙受损害。

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



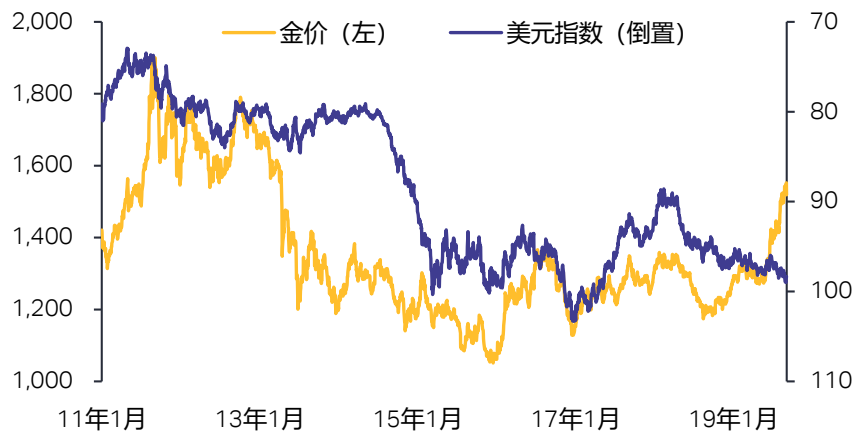
*数据截至到2019年9月5日，来源: Bloomberg

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

8月份黄金价格上涨7.5%，9月4日更触及1,557美元/盎司，创六年来的新高。但投资者对计划于10月份举行的美中贸易谈判可能取得突破性进展的乐观情绪导致获利了结，在撰写本报告之时，金价已回落至1,510美元/盎司下方。

- 支撑黄金走强的主要因素包括：全球市场风险厌恶情绪普遍升温；债券收益率大幅下降；主要经济体的央行推出更加宽松的货币政策。避险情绪升温还将全球负收益率债券的总规模推高至17万亿美元上方。
- 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39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。德国国债收益率曲线也处于全球金融危机以来最平坦化的水平。
- 鉴于目前经济环境下黄金吸引力增大，机构投资者继续增持其黄金多头仓位。截至8月27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2,260万盎司，创2017年底以来的新高，仅比2016年创出的历史峰值（2,730万盎司）低17%。
- 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）。8月份黄金ETPs的总持仓量已连续三个月上涨，截至8月底，总持仓量已达7,890万盎司，刷新六年来的高点。如果股市再次爆发抛售潮，将有投资者有可能退出股市后进入黄金市场。
- 相比之下，黄金零售投资需求情况则好坏参半。美国市场仍异常疲软，因金价飙涨促使投资者回售，使得二级市场为仍希望买入金币的人提供了充足的供应源，8月份新老鹰金币销量同比剧降82%。经销商的库存水平仍处于高位，即使从获利了结转向紧跟趋势买入也尚需一定时间才能在老鹰金币销售统计数据中得到反映。

黄金市场现状与展望

➤ 实物黄金市场状况：

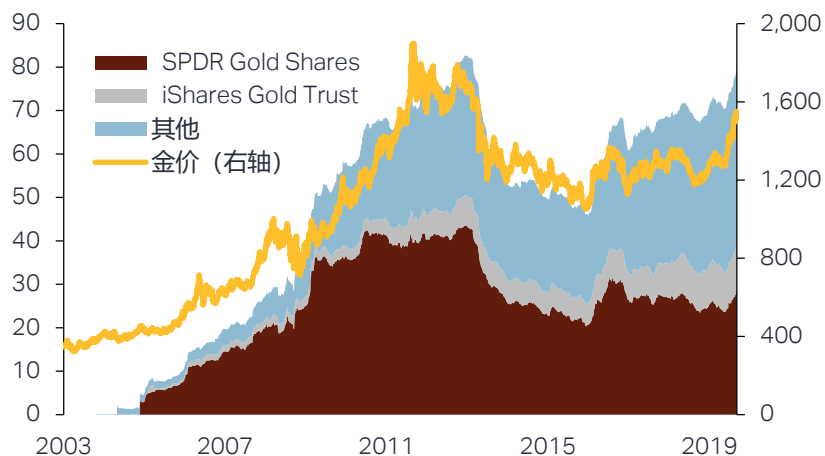
- 因投资者对金价前景的信心增强，又担忧人民币贬值，8月份中国金条销量较上月显著上升。虽说如此，黄金零售投资需求仍同比下滑。这反映出经济放缓已对中国居民的可支配收入产生负面影响，而且只有有限的资金退出股市而转投黄金。
- 我们的实地调研显示，因美元计价的金价走高，7月份和8月份土耳其和其他中东国家的黄金首饰消费量和零售投资需求量均同比下降两位数。仅伊朗例外，因去年同期的基数极低，且本年迄今伊朗里亚尔对美元升值（这有助于抵消美元计价金价上涨的影响），该国黄金需求量同比稳健增长。
- 过去两个月印度黄金交易活动疲软，金店客流量显著下降，7月和8月的黄金进口量（分别约为39吨和30吨）也大幅下滑。当地金价升至创纪录高位和经济放缓都影响到消费者的购买意愿，同时有传言称政府将把黄金现金交易的最高限额从200,000卢比调低至50,000卢比（大致相当于从2,800美元调低至700美元），也令印度黄金业担忧。

➤ **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；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。

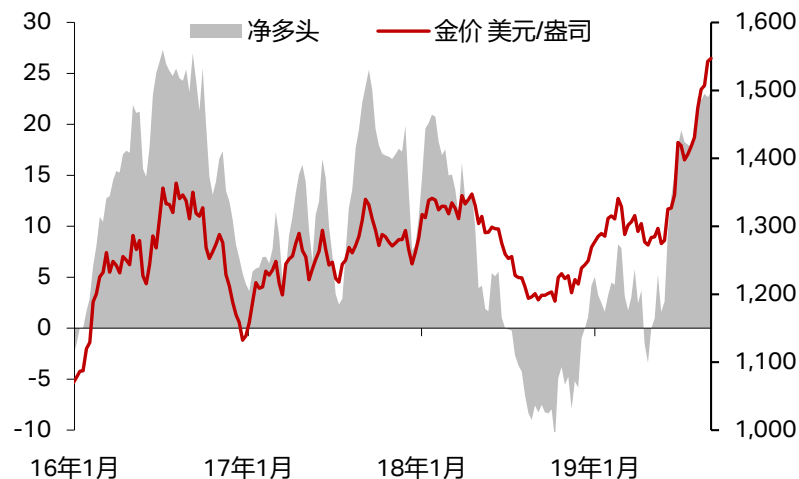
➤ 另一方面，若美联储因美国经济进一步走强而急剧改变其立场，转而采取鹰派利率政策（目前看可能性极小），则黄金将面临很大的下行风险。

黄金市场现状与展望

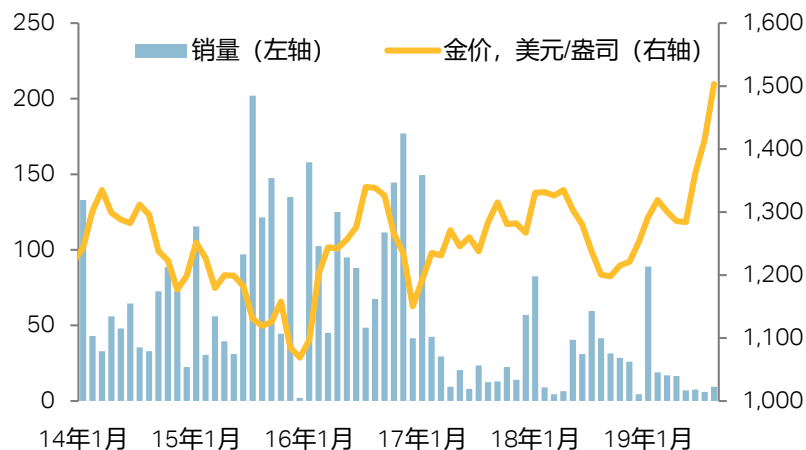
交易所上市基金, 百万盎司



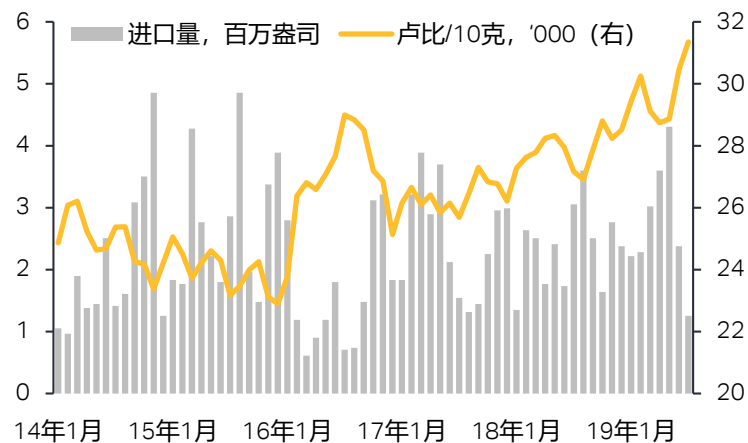
Comex 净多头仓位*, 百万盎司



美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司

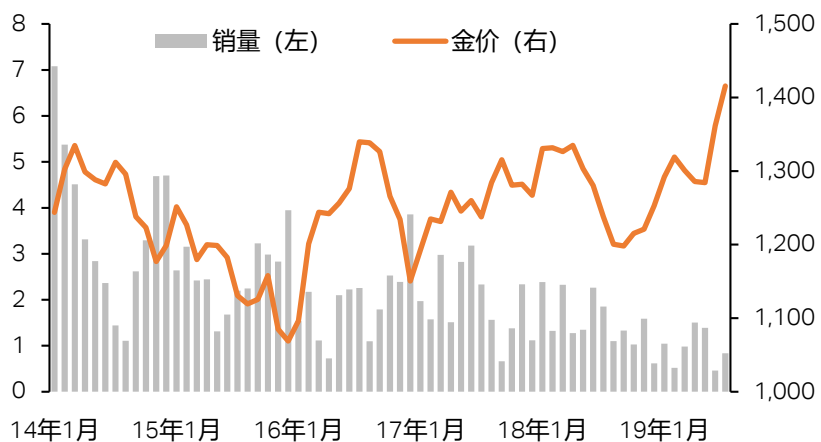


印度金锭进口, 百万盎司



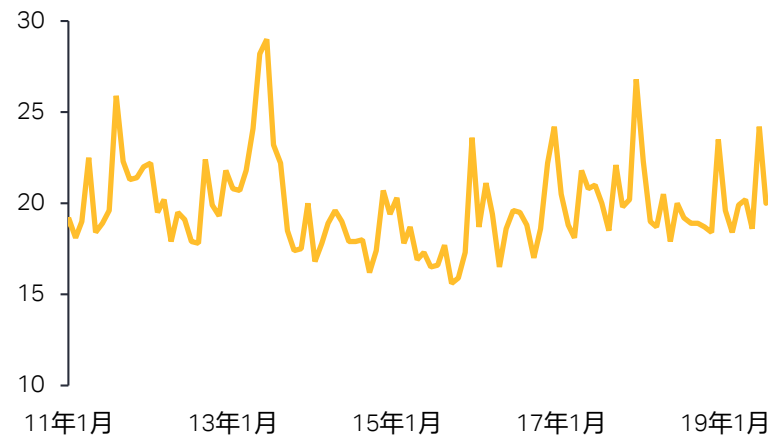
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



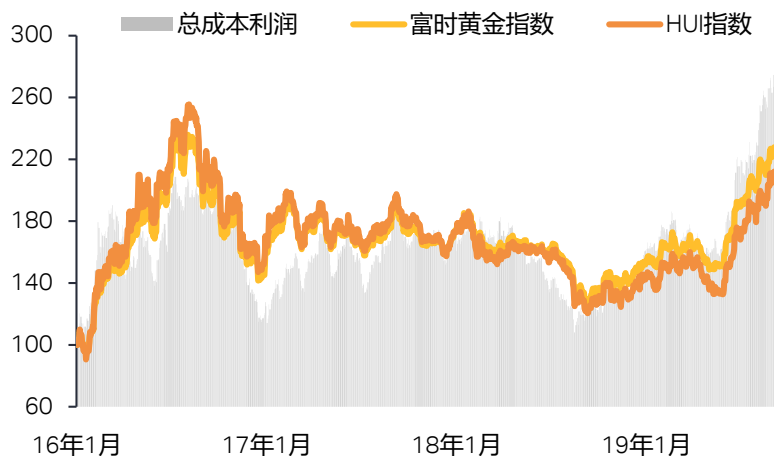
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



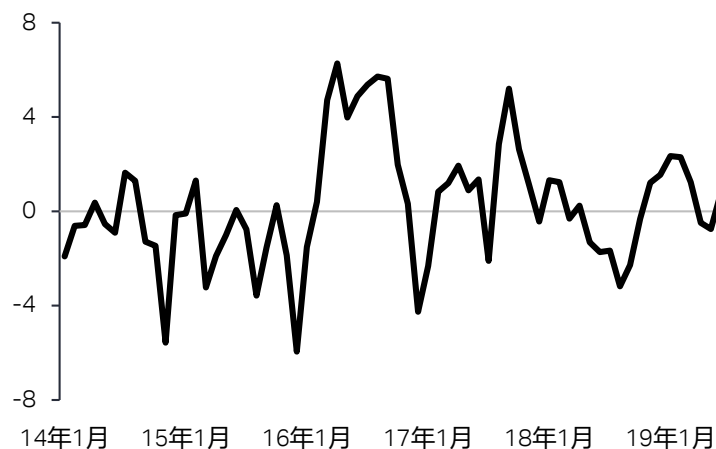
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

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

白银价格延续升势，9月4日已涨至19.65美元/盎司，刷新2016年9月以来的高点。虽然之后部分投资者获利了结，但考虑到白银所呈现出的新韧性，我们仍上调了至明年二季度的预测银价。

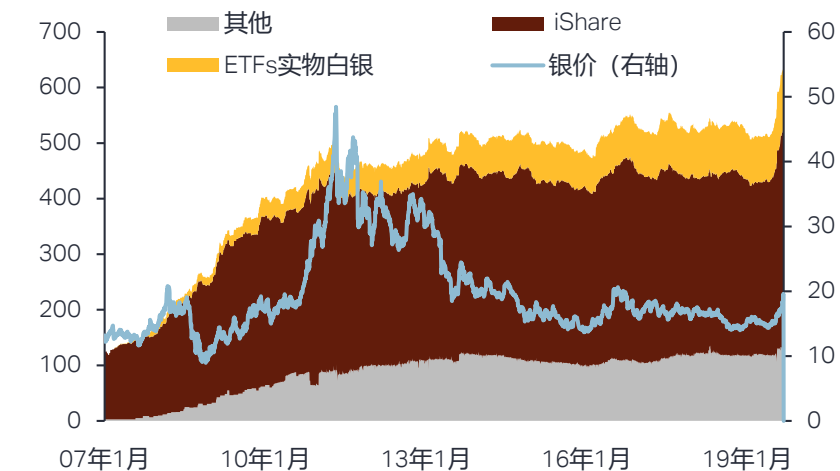
- 投资者避险需求上升是驱动银价走强的关键因素。虽然这些避险资金最初主要流向黄金（在贵金属综合市场中来看），但目前金价走强的外溢效应已显著提振银价。因此，目前白银走势反映出其日益被视为贵金属而非工业金属。此外，白银市场体量远小于黄金市场，使其近期涨幅跑赢黄金，9月初金/银价格比率已降至79.1，触及2018年8月以来的最低点。
- 不过也应看到，投资者对于银价在近期上涨后能否在此高位站稳的担忧犹存，投资基金持有的Comex白银期货净仓位变动趋势就反映出这一点。7月30日，净多头仓数升至3.13亿盎司（与5月28日净空头仓数达1.9亿盎司相比市况已有很大改观），但两星期之后就下降近一半，至1.7亿盎司。不过之后机构投资者再次建立大量白银多头仓位（截至8月27日的数据），同时总空头仓数已下降，这显示投资者对白银将走牛的信心日益增强。
- 投资者对白银ETPs的需求继续走强，7月底至九月初期间白银ETPs的总持仓量增长6%，至7.46亿盎司。但以持仓总价值计，仍比2011年4月的历史峰值低43%，显示进一步增仓的空间还相当大。
- 在银币零售投资需求方面，我们重点关注更为重要的美国市场。因老鹰银币的销量受到供应链内产能受制约的影响，目前美国铸币局老鹰银币销售业绩反映总体市况的代表性可能已降低。我们收集的季度银币销量数据显示，今年上半年银币销量同比劲升35%，不过这要归因于去年同期的基数极低。

白银市场现状与展望

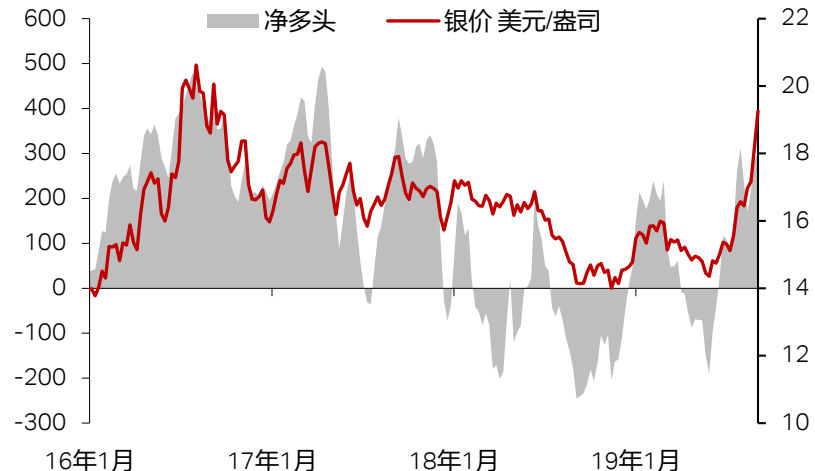
- 再来看印度市场，银价突破长期箱体后，近月来印度白银需求强劲上升。7月份白银进口量升至920吨，不仅创年初以来新高，还创出2015年3月以来月度进口量的新高。鉴于卢比计价的金价处于创纪录高位，印度投资者对白银的兴趣已显著上升，他们预期白银涨幅可能继续跑赢黄金。
- 在白银工业需求方面，预计2019年总需求量将温和增长，再创历史新高，其中汽车工业需求上升（原因是轻型汽车电气化程度日益提高）和光伏业需求温和增长是主要推手。此外，5G网络快速部署也有望提振白银需求。不过也应看到，贸易战升级可能导致我们不得不下调预测数字，原因是销量会因经济大环境不确定性上升（同时工业企业也可能将减少库存）而受到负面影响。总体来看，虽然银价已走强，但尚未涨至足以促使工业企业加大力度替代白银或节约其用量。
- 在供应方面，我们近期发布的2季度“银矿成本分析报告”显示，二季度白银矿山的总维持成本为10.85美元/盎司，虽比一季度下降5%，但同比上升35%。因此以总维持成本计，约有13%的主产白银矿山出现亏损。上周我们还发布了“五年期白银预测季报”，其中指出今年矿产白银供应量有望回升1.6%，至8.63亿盎司，且2020年进一步增长可期。
- **价格预测风险因素：**除前面“黄金市场”部分所述因素外，影响银价的风险因素还包括：若美中贸易战进一步升级，虽然银价也有可能追随金价而走高，但基本金属价格大跌拖累白银下行的风险始终存在。

白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



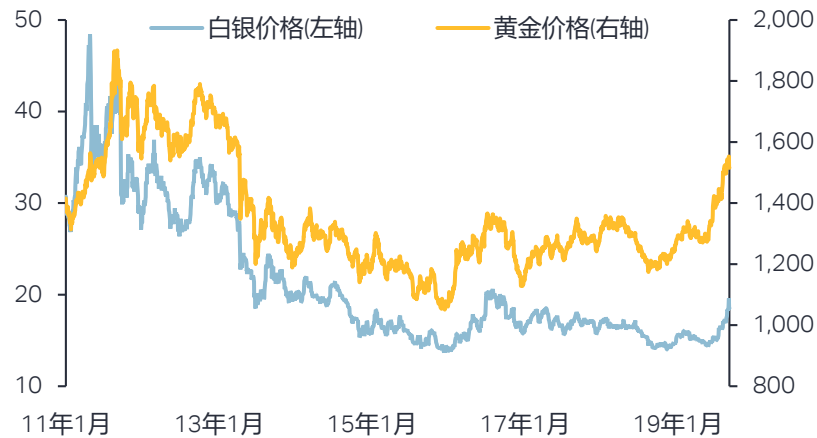
Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



黄金:白银 比率

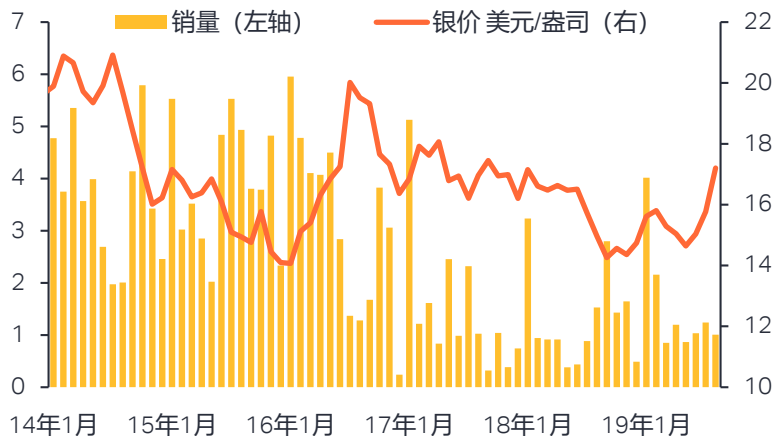


白银 & 黄金价格 美元/盎司



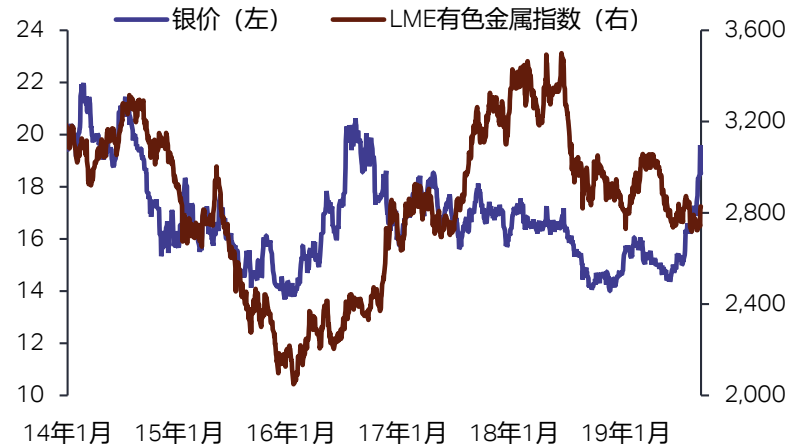
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



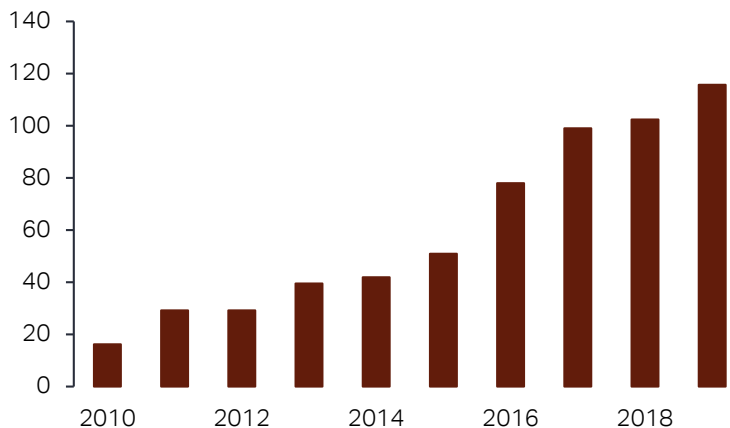
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



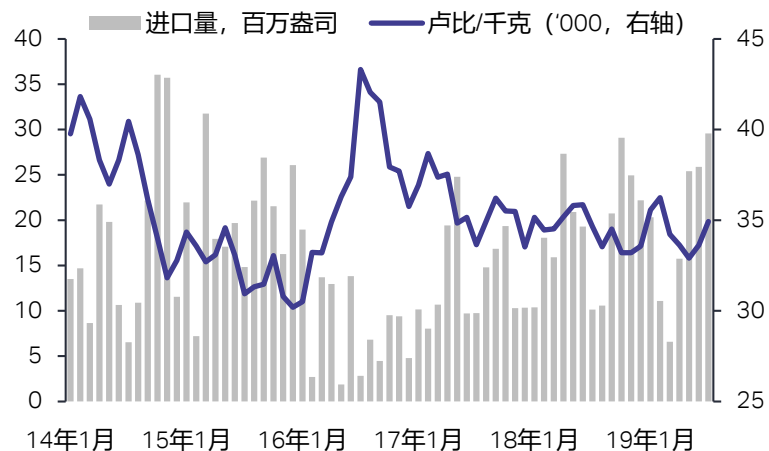
来源: Bloomberg

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

8月初至27日期间，铂金交投于830-870美元/盎司区间内。8月28日，铂价一天内就跳升逾40美元，自4月份以来首度突破900美元/盎司关口。9月初铂价继续走强，但逼近1,000美元/盎司关口（2018年2月份时的价位）时随即回落，撰写本报告之时，已降至950美元/盎司下方。

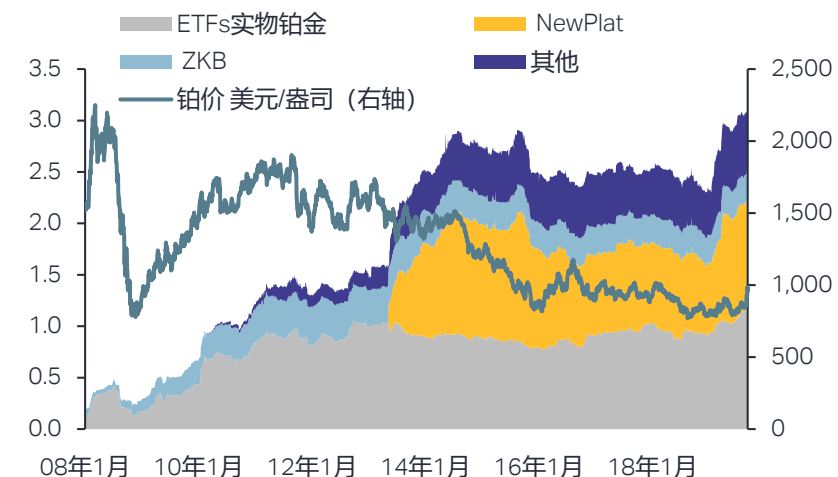
- ▶ 近期铂价走高，主要归功于金价飙涨的带动作用。夏季期间市场动荡加剧，推高了金价，结果8月25日铂金对黄金的折价已扩大至693美元/盎司，创历史新高。之后铂金开始追赶黄金涨幅，不过虽强劲反弹，铂金对黄金的折价仍处于历史高位。
- ▶ 最新公开数据显示，截至8月27日，Nymex（纽约商品交易所）铂金期货净多头仓数仍处于低位，仅为37.4万盎司。之后未平仓合约数量上升，显示9月初净多头仓数已稳健回升。即便如此，净多头仓数的绝对数量仍远低于2016年8月创出的历史峰值（212万盎司），进一步上升的空间很大。
- ▶ 投资者看多黄金，加之铂价又处于低位，刺激新资金流入铂金ETPs。得益于此，全球铂金ETPs的总持仓量已升至创纪录的315万盎司，较7月底增长2%。
- ▶ 中期内铂金供需基本面若无重大改观，很难促使机构投资者的资金大规模流向铂金。就供需基本面而言，我们预计2019年实物铂金供应仍将出现过剩，数量为49.5万盎司，相应的地上铂金存量将升至960万盎司，而2010年底时地上铂金存量仅为690万盎司。（我们将在本月后期发布的下一期“五年期铂族金属预测季报”中更新这些数据。）

铂金市场现状与展望

- 有鉴于此，虽然我们已上调了所预测的金价，但与上一期月报相比所作铂价预测则变动甚微。这意味着铂金对黄金的折价将高于此前预计的水平。
- 7月份，西欧地区柴油车销量继续下滑，在新车总销量中的占比已从去年同期的36.7%降至31.7%。只有德国一国的柴油车销量延续6月份的升势继续上升（销量和市场占有率双双上扬），这归功于当地OEM厂商为吸引柴油车购买者推出了刺激措施。
- 预计2019年全球汽车催化剂工业部门的铂金需求量将下滑1.5%，至300万盎司。在其他需求领域，首饰业的铂金用量将连续第六年走低，下降2.4%，至210万盎司，这主要归因于中国铂金首饰需求进一步走弱（抵消美国和印度需求量的上升）。
- 在铂金供应方面，铂族金属价格持续上涨使得羚羊铂业公司旗下勒滕斯堡矿山的利润率压力减轻，计划进行的减产因而被推迟。此前出现亏损计划于2020财年下半年关闭的第12号矿井已扭亏为盈。根据修改后的矿山生产计划，关闭行动已被推迟，相应的2021财年产量指引中增加了8万盎司铂金产量。2021财年之后，长期产量水平仍保持不变，6个矿井的铂金总产量预计为52万盎司。
- **价格预测风险因素：**就影响铂价走势的特有风险因素而言，南非铂矿业正在进行工资谈判，出现供应中断的风险仍存。一旦出现供应中断，将在短时间内推高铂价（不过钯金将是主要受益者）。

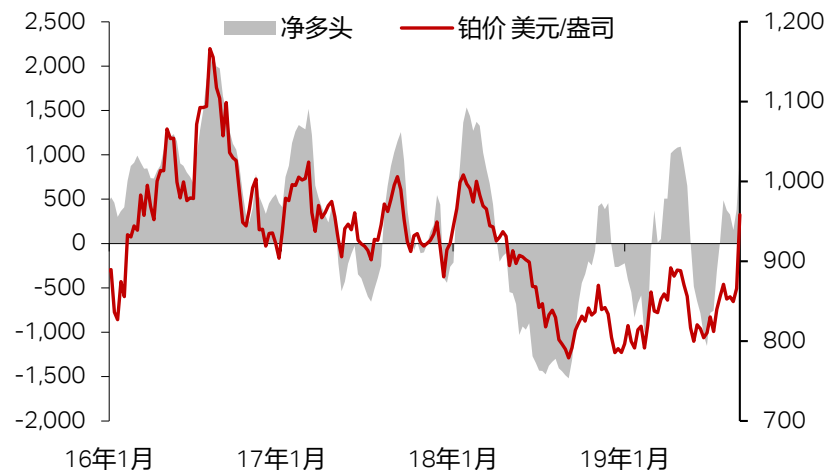
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



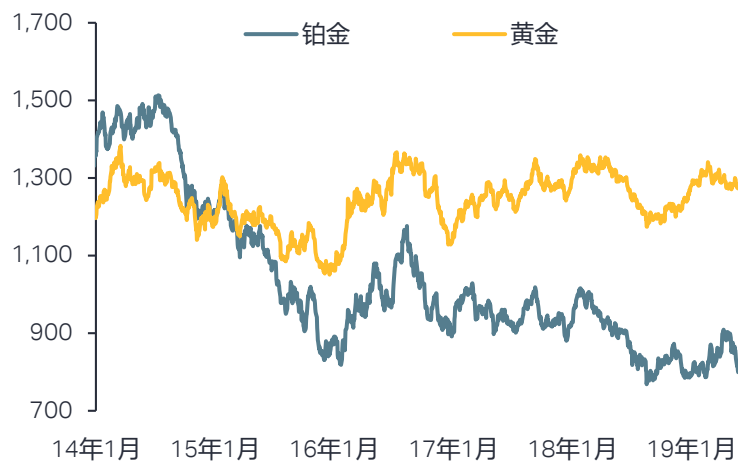
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 千盎司



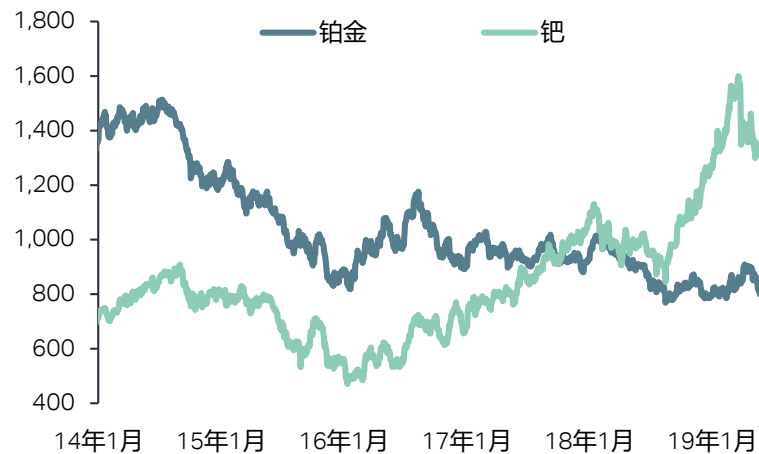
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

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

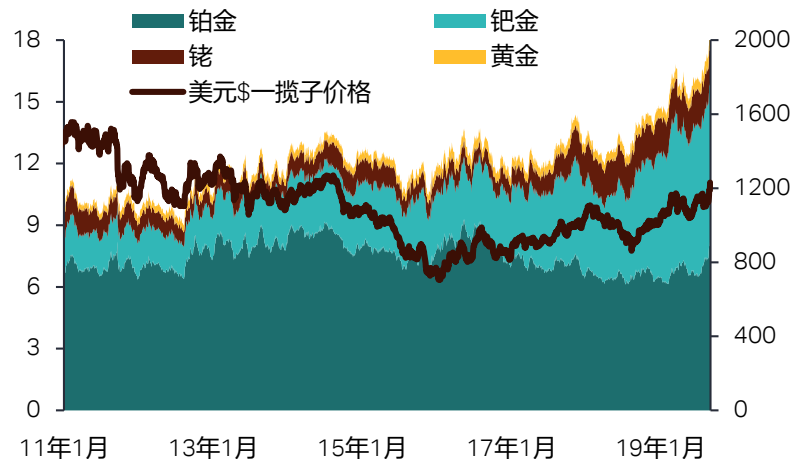
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



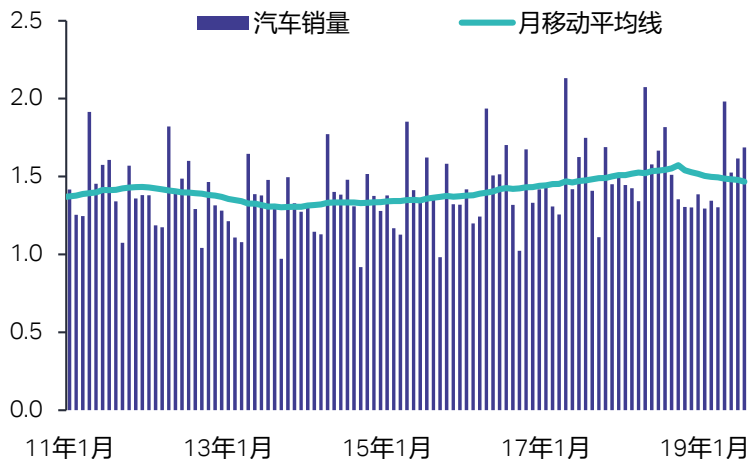
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



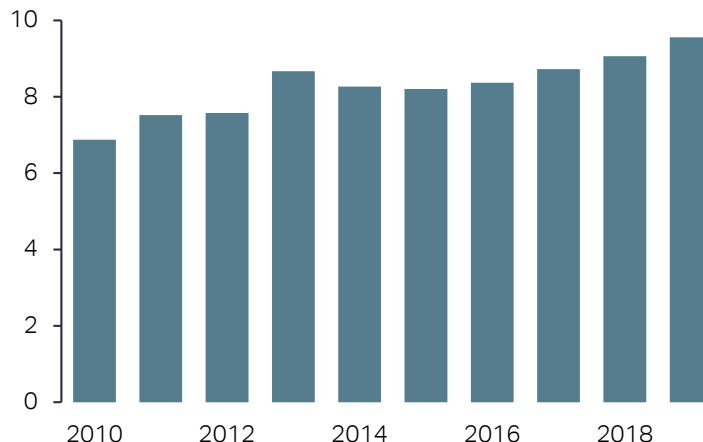
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

8月初钯金价格大幅回调，两天内就下跌近140美元。8月2日触及1,384美元/盎司这一两个月来的低点后，钯价开始反弹。反弹幅度并不大，直至8月30日飙涨70美元，突破1,500美元/盎司关口。9月初钯价继续上涨，目前交投于1,550美元/盎司上方。

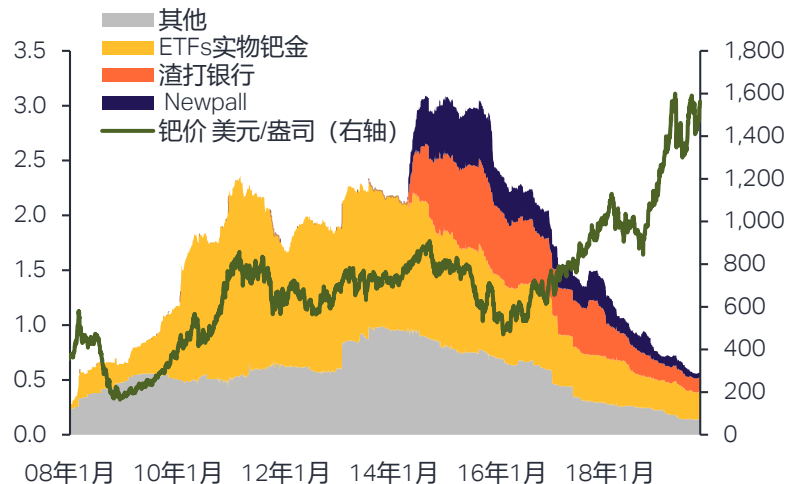
- 7月中旬钯价再次未能在1,600美元/盎司上方站稳，因此7月底和8月初一些投资者急于兑现利润也就不足为奇了。
- 美中贸易战升级导致风险厌恶情绪持续升温，也导致投资者对钯金的信心减弱。此外，中国（全球最大使用钯金催化剂的汽车市场）汽车销量持续下滑，也令钯金承压。
- 不过也应看到，因钯金的供需基本面强劲，且投资者（尤其是短线/战术性投资者）持有的钯金多头仓位处于较低水平，投资者获利了结的规模有限。8月上半月，Nymex钯金期货净多头仓数下降近30%，之后至月底大致保持在略高于100万盎司的水平。
- 相比之下，8月份钯金ETPs的持仓量则自1月份以来首度上升。7月份降至十年来的低点后，8月份总持仓量回升1.3%。不过我们不认为这标志着近年来资金大幅流出钯金ETP的趋势已逆转。
- 展望未来，我们所作的钯价预测与上期月报无甚变动。虽然对全球经济增长的担忧日渐加剧仍是打压钯价上行的关键因素，但钯金仍属良好的基本面将使得其下行空间相当有限。

钯金市场现状与展望

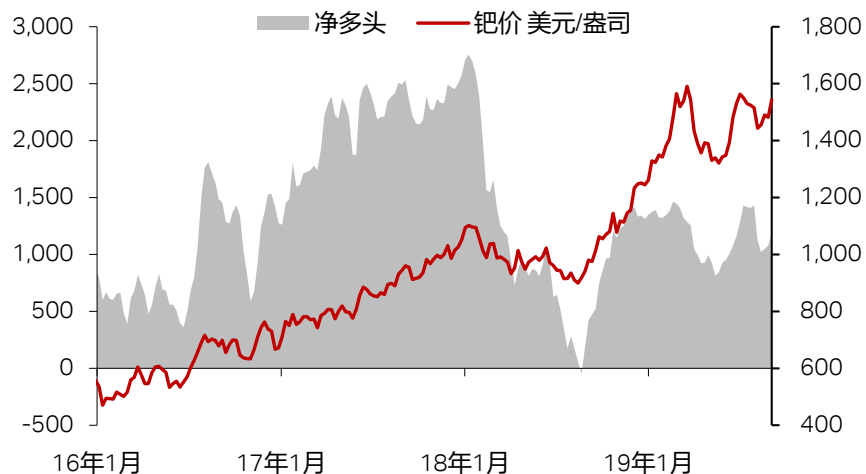
- 预计地上钯金存量将继续下降，这预示着钯价在未来12个月期间很可能继续上涨。目前我们预计2019年实物钯金供应赤字量将达65.5万盎司，较2018年的92.2万盎司有所下降。2019年底时地上钯金存量预计将降至1,280万盎司，远低于2010年底时的1,770万盎司。
- 在钯金需求方面，汽车业的需求最为重要。截至7月份，中国汽车销量已连续十三个月下滑。8月底，中国国务院要求实施汽车限购的地区，应探索推行逐步放宽或取消限购的措施。作为全球最大汽车市场，今年中国汽车总销量或将创新低，但汽车尾气排放标准日趋严格将推高汽车催化器中的铂族金属装填量，能在很大程度上形成抵消。
- 因劳工节（2019年为9月2日）周末销量纳入8月份销量数据，估计8月份美国汽车销量连续第二个月上升。
- 诺里尔斯克镍业公司旗下全球钯金基金（Global Palladium Fund）计划于年底前买入30万至50万盎司钯金。为满足关键用户日益增长的需求，该公司于2016年建立了全球钯金基金。根据公司发布的数据，2018年底时全球钯金基金的储备量为13万盎司，今年年底时将降至10万盎司左右。
- **价格预测风险因素：**与铂金一样，南非爆发矿业工人大罢工仍是短期内钯价上行主要风险因素。在下行风险方面，若贸易战给全球经济造成大于预期的负面冲击，风险资产势必受到影响，钯金无疑也不能幸免。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。

钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



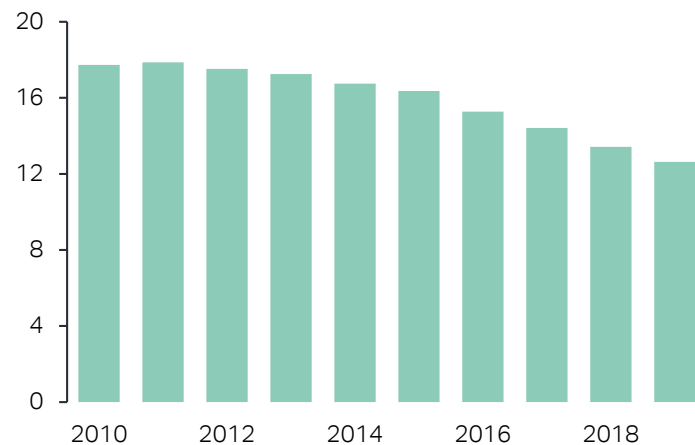
Nymex 钯金净多头仓位*, 千盎司



钯价 & 标普 500

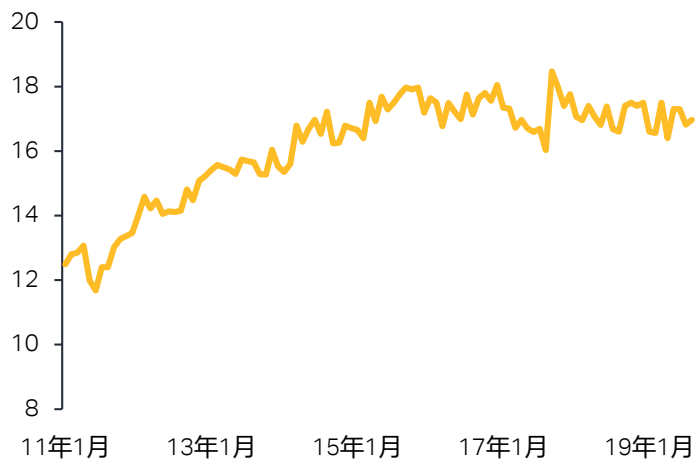


钯金地上存量*, 百万盎司



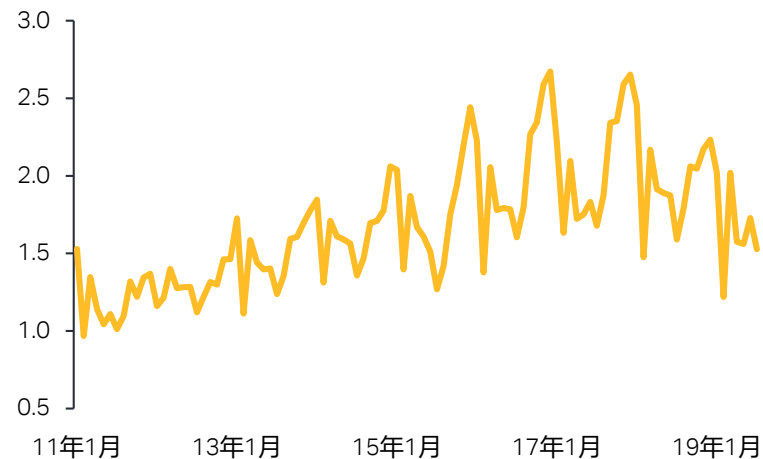
钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



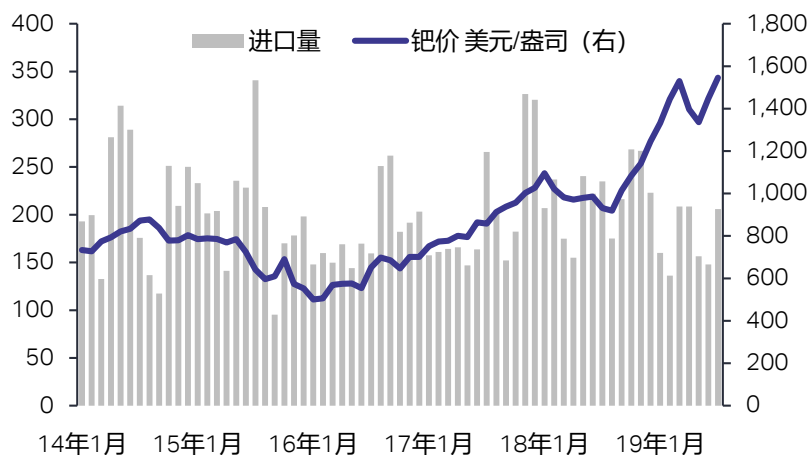
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



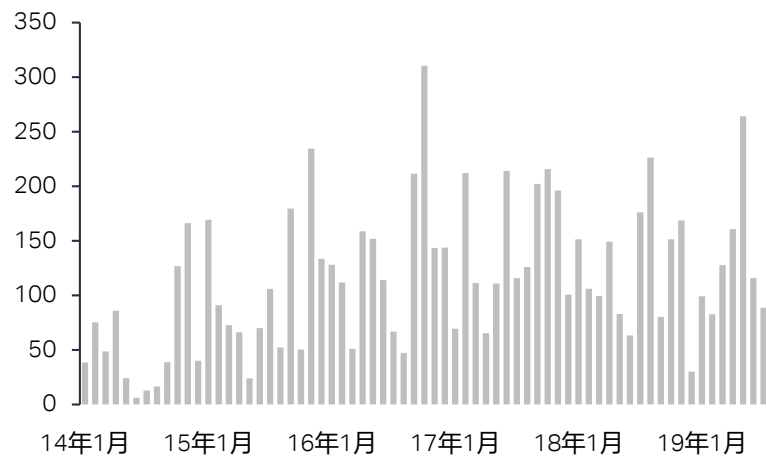
来源: Bloomberg

美国钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钯锭进口, 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

Jie Gao, 研究员, 上海

jie.gao@metalsfocus.com

Neelan Patel, 区域销售经理

neelan.patel@metalsfocus.com

Mirian Moreno, 业务经理

mirian.moreno@metalsfocus.com

Sanjay Saraf, 区域销售总监

Sanjay.saraf@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, 顾问

dale.munro@metalsfocus.com

Francesca Rey, 顾问, 马尼拉

francesca.rey@metalsfocus.com

Michael Bedford, 顾问

Minchael.bedford@metalsfocus.com

Celine Zarate, 研究员, 马尼拉

celine.zarate@metalsfocus.com

Craig Elstow, 顾问

craig.elstow@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。