



Metals Focus

贵金属月报

第48期 - 2019年11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



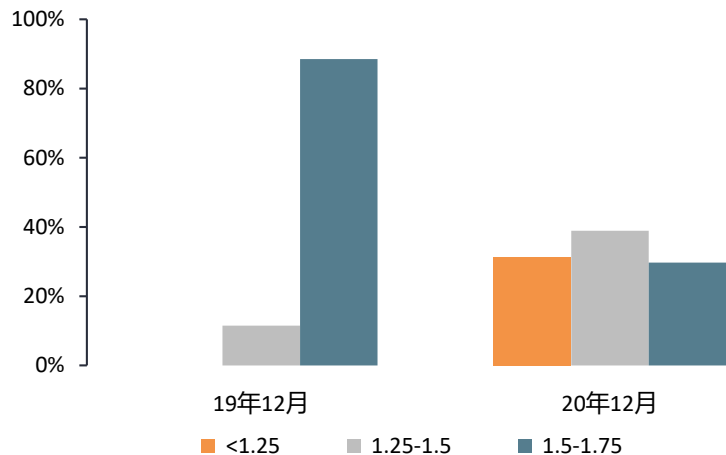
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 不断有消息称美中贸易谈判正取得建设性进展，让投资者对美中两国有望很快达成贸易协议的期望升温。11月7日更有头条新闻引述中国官员的声明，暗示将分阶段取消加征的关税，但细阅该声明我们发现，取消关税要以双方达成贸易协议为条件。
- 10月份美联储再次下调政策利率，但表示目前将暂停进一步降息。
- 11月初，美国股市再创历史新高，与此同时VIX恐慌指数剧降。鉴于无实际迹象显示全球经济风险扩散，市场弥漫乐观情绪。“美联储看跌期权”正在发挥作用。
- 过去几周债券收益率已从历史低位有所回升，但负收益率债券规模仍继续扩大。根据彭博社的数据，在全球投资级债券总量中逾五分之一仍为负收益率债券。
- 上述市场发展给黄金造成很大压力。过去几周金价窄幅盘整，投资者亦担心黄金多头仓位正变得过高，导致交易热情下降。金价已跌破1,480美元/盎司这一重要支撑位，在即将发布本报告之时，交投于1,460美元/盎司左右。
- 展望未来，因宽松货币政策提振股市和市场风险情绪，我们认为未来几月间贵金属价格很可能上下震荡。对美中两国将达成贸易协议的乐观预期也会限制黄金上行，进而打压白银和铂金走势。但把目光再放长远些，我们预期对全球经济放缓的担忧将复燃，这应能为金价走高注入新动能。

宏观经济现状与展望

美国隐含利率预期可能性* 百分比



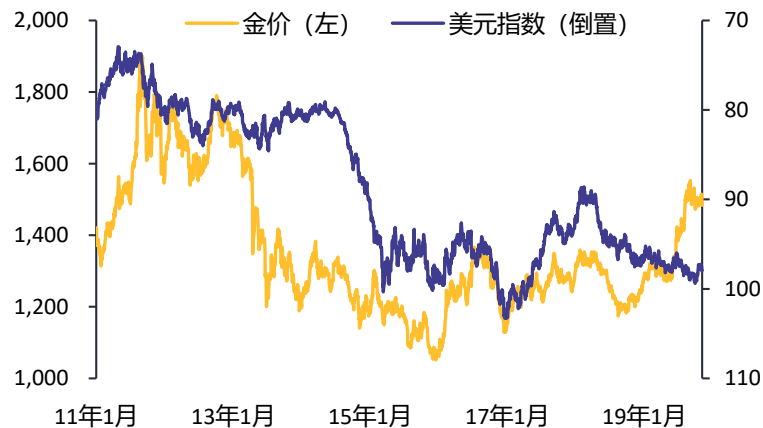
*数据截至到2019年9月5日，来源: Bloomberg

美元5年平准通胀率，百分比%



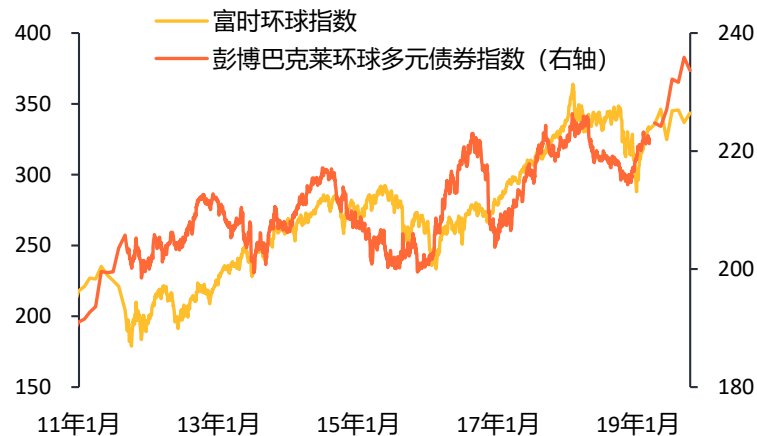
来源: Bloomberg

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

9月份温和回撤后，10月份大部分时间内**黄金**价格在1,500美元/盎司附近盘整。11月初，因对中美贸易协议的乐观预期令投资者的风险偏好回暖，且美联储表示将暂停降息，金价再次面临下行压力。

- 黄金走势近期前景很大程度上取决于中美贸易谈判的进展。目前来看，对将取得突破性进展的期望升温已推动股市走高。两国达成贸易协议，即使是部分协议，将导致金价短期内难于再次站上1,500美元/盎司。
- 鉴于夏季期间金价涨势很快，投资者的多头仓位也升幅颇大，黄金运行需要停下来盘整，似乎也无可争辩。
 - 9月初金价涨至六年来高点，促使部分Comex（纽约商品交易所）黄金多头获利减仓，但截至10月底总多头仓数仍保持在相当高的水平。
 - 资金大幅流入黄金ETPs（交易所交易产品）后，随着风险偏好回暖，目前来看机构投资者或将再次转向股市作为投资主战场。
- 虽然短期内黄金上行面临逆风，但我们仍坚信中期内全球经济和金融大环境利好于黄金投资。
- 作出上述研判，关键理由是全球经济下行压力增大，主要储备货币国进一步放松货币政策，美元走弱，全球主要股市也将回调修正。
- 上述因素应能限制未来数周金价的下行幅度，1,450美元/盎司一线将构成强支撑，该价位显著高于今年前期金价水平。经过一段时间整固后，金价有望重拾升势，2020年或将突破1,600美元/盎司关口。

黄金市场现状与展望

➤ 主要实物黄金市场状况：

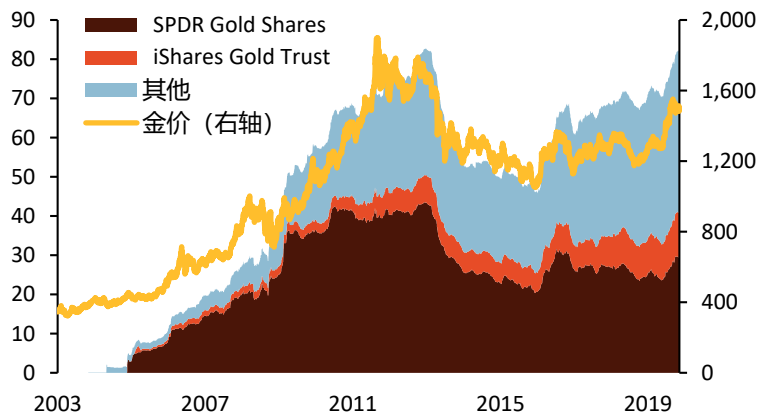
- 10月份，中国银行渠道的金条销量同比继续下滑，原因是金价回调令投资者担忧价格还将进一步下跌，同时美中贸易谈判有望取得突破减轻了对人民币继续贬值的忧虑之情，导致对作为避险资产的黄金的需求下降。
- 今年三季度印度黄金需求急剧下降，但10月份进入节日和婚礼季节后，消费者购金意愿上升，需求已温和回升。不过估计10月份印度黄金进口量仍低于去年同期。我们与印度业内人士的沟通显示，排灯节过后黄金销售已转淡。展望未来，因首饰供应链内厂商选择耗尽目前库存后才下新订单，短期内印度黄金进口量不大可能大幅回升。
- 中东地区的黄金需求仍旧疲软，金价处于高位是主因。此外，对经济前景的担忧加剧，就业市场黯淡，生活费用不断上升，也导致消费者削减用于非必需品的开支。不过也应看到，随着消费者逐渐适应高金价，该地区黄金需求有望回升，部分被压抑的需求将得以释放。

➤ **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：美中贸易谈判破裂，未达成任何协议；中东地区地缘政治紧张局势升级；美国（特朗普总统遭弹劾调查）和欧洲（英国脱欧是焦点）政局动荡；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，若全球尤其是美国的经济增长保持强势，将鼓励美联储采取更为鹰派的利率政策（目前看可能性极小），则黄金将面临很大的下行风险。

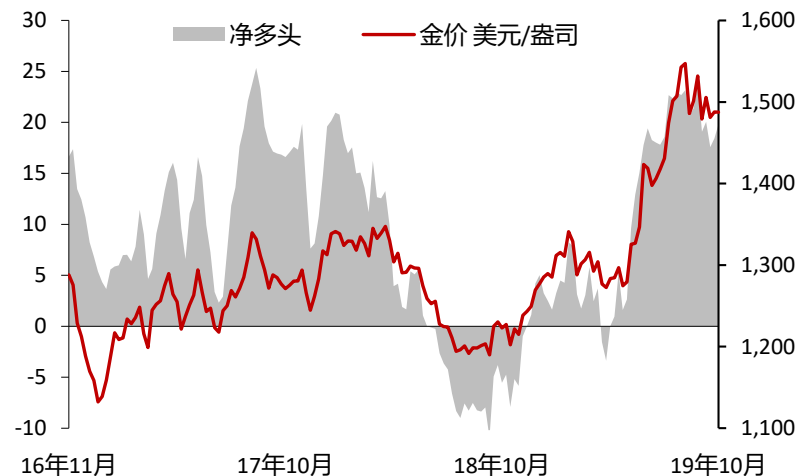
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



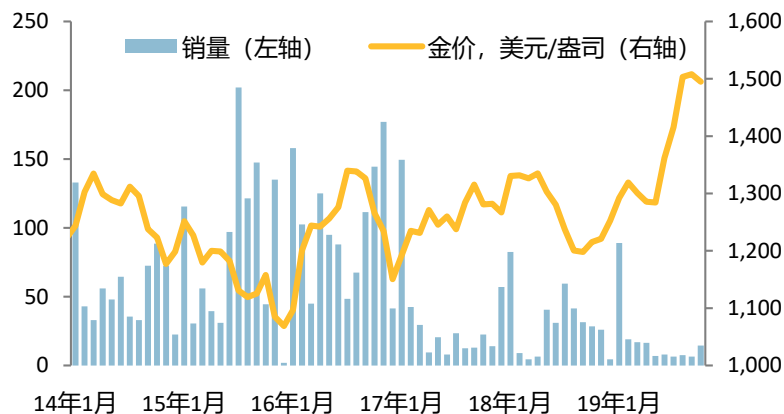
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



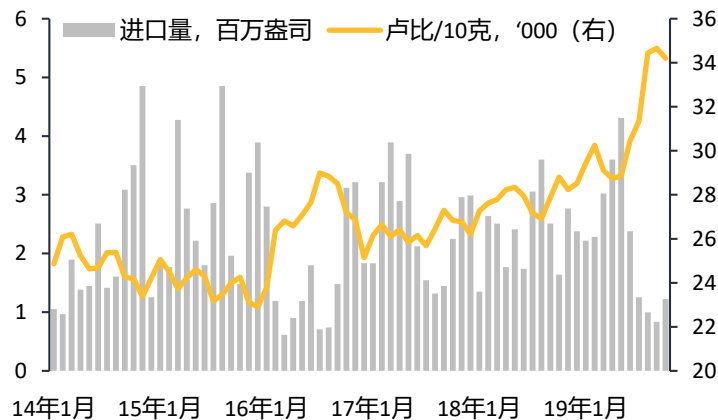
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

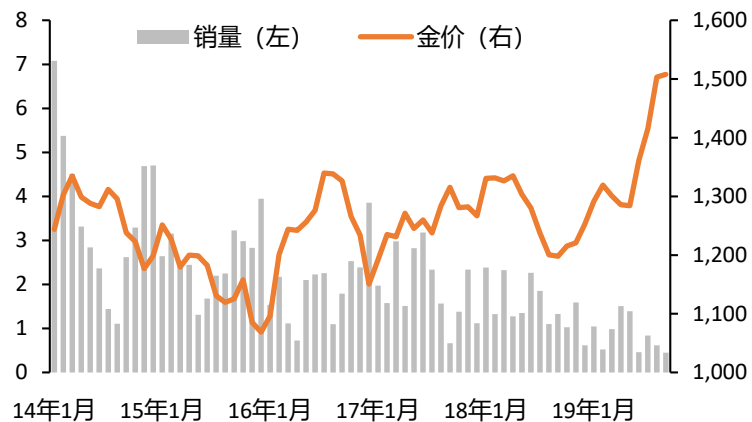
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

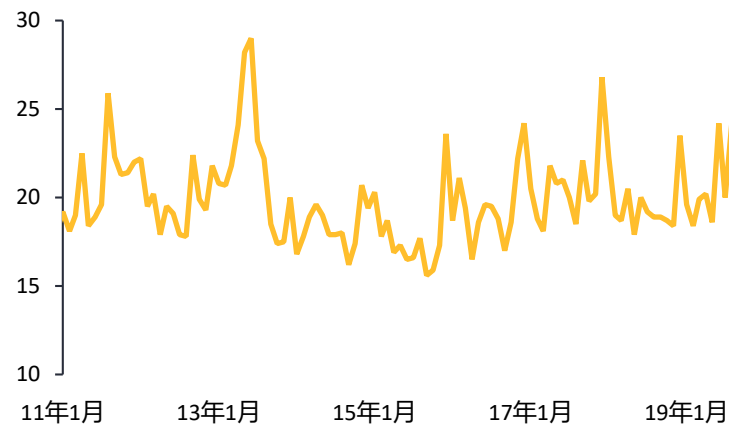
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



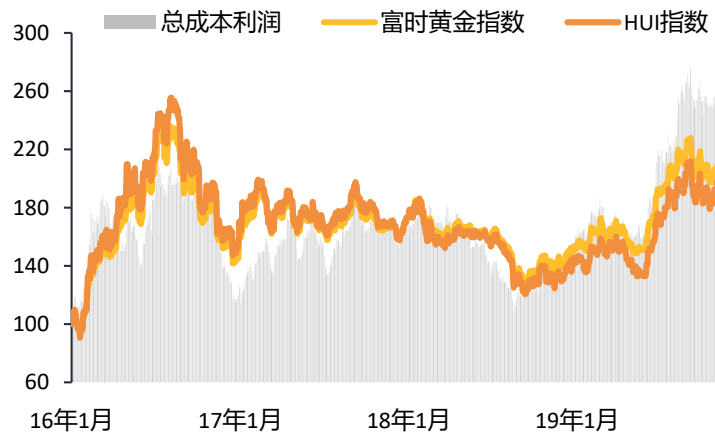
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



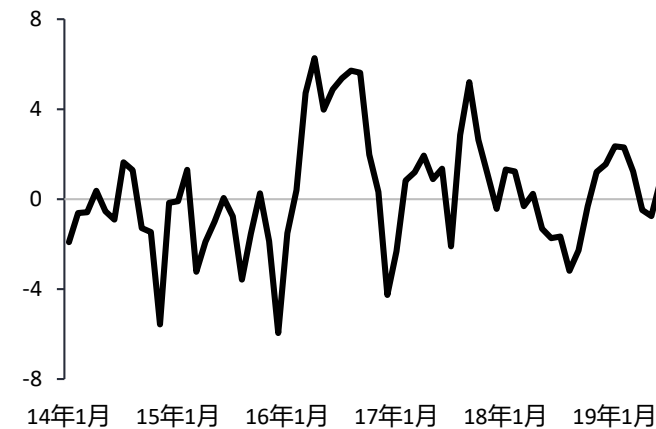
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

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

9月4日，白银价格曾攀升至19.65美元/盎司这一三年来的高点，10月初又大幅回落至16.90美元/盎司这一两个月来的低点，之后一直勉力站上18美元/盎司，但11月初又回落至略高于17美元/盎司的水平。尽管波动率增大，我们所作的银价预测仍与上一期月报相同。。

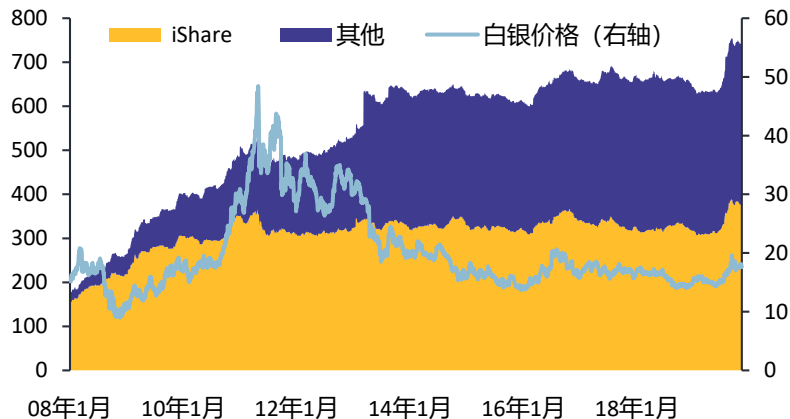
- 整个10月份期间，黄金和白银的价格都基本维持区间震荡走势，但白银走势小幅跑赢黄金，结果金/银价格比率从月初的逾86:1降至月末的83.5:1左右。我们预期白银最终将收复相对于黄金的部分失地，但很可能要到2020年后期及以后（该时段已不属于本月报的预测范围）才会发生，原因是虽然近月来白银已从黄金上涨的正外溢效应中受益，但机构投资者仍对银价上行前景持怀疑态度。
- 虽然投资者仍持怀疑态度，但投资基金持有的Comex白银期货净多头仓数仍已上升，截至10月29日达2.38亿盎司，较月初增加8%。不过以总数量计，仍远低于2017年4月创出的历史峰值（4.93亿盎司），意味着进一步增长的空间犹存。
- 相比之下，白银ETP的持仓量则小幅回落，从9月4日创纪录的7.54亿盎司降至11月5日时的7.42亿盎司。以总价值计，白银ETP的持仓总值仍比2011年4月创出的历史峰值低47%，意味着增仓空间还相当大。此外，白银ETP投资者的持仓具有粘性，意味着他们即使减仓，幅度也将有限。
- 在十分重要的美国市场，白银零售投资需求也仍旧疲软，迄今基本无迹象显示个人白银投资者已对最近一次美国降息做出积极回应。（相比之下，美国大型投资者则在持续买入贵金属，但主要是购买黄金。）

白银市场现状与展望

- 10月份，因节日和婚礼季节到来后销售转旺，印度白银市场相当强劲。十胜节和排灯节期间白银销量尤为强劲，我们与印度业内人士的沟通显示，销量同比增长率至少达5%至10%。鉴于印度经济放缓，白银需求量上升是尤为积极的现象。印度卢比计价的银价走高，令价格预期向好，也有利于投资需求走强。
- 白银工业需求也向好，预计今年全年总需求量将进一步增长，汽车工业内电气化程度日益提高和光伏业需求稳健增长是主要推手。5G网络快速部署也有望显著提振白银需求。不过也应看到，贸易战升级可能导致明年经济环境的不确定性上升，很多工业企业对增加产能持谨慎态度就是已出现的不利迹象。此外，光伏业仍面临成品电池产能过剩的不利形势，可能导致年底前光伏模块的价格进一步下跌，这样生产企业就会再次降低白银装填量。
- 在白银供应方面，弗雷斯尼洛公司近期宣布其2019年的白银产量可能降至产量指引中载明的下限，即5,500万至5,800万盎司。该公司下调产量预期值，是由于Saucitoare地区内的高品位矿区已逐渐开采枯竭，因此加工的矿石数量减少。因更狭窄矿脉内的稀释率更高，矿山开发延迟又导致前往高品位矿区采矿受限，弗雷斯尼洛矿山的产量也不及预期。
- **价格预测风险因素：**除前面“黄金市场”部分所述风险因素外，若美中贸易战升级，其对基本金属价格的负面冲击可能抵消避险需求上升带来的正面效应，从而会使白银走势跑输黄金。

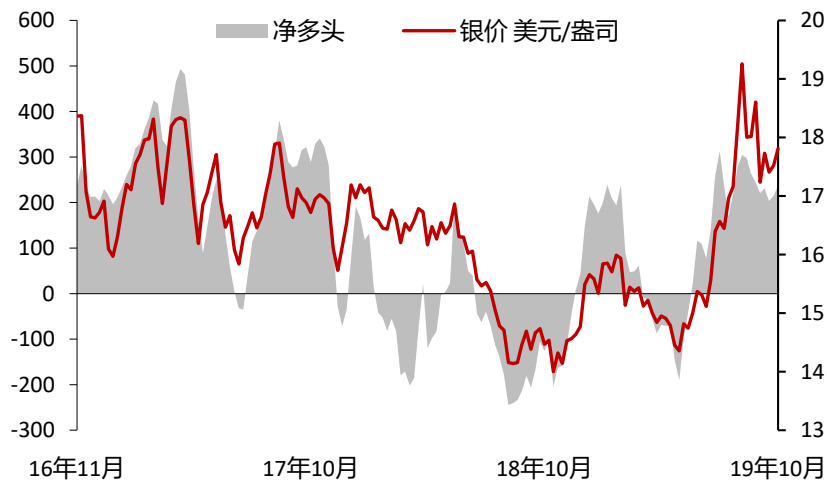
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



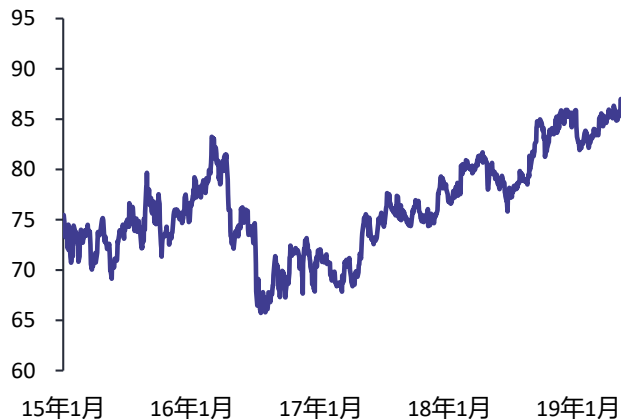
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



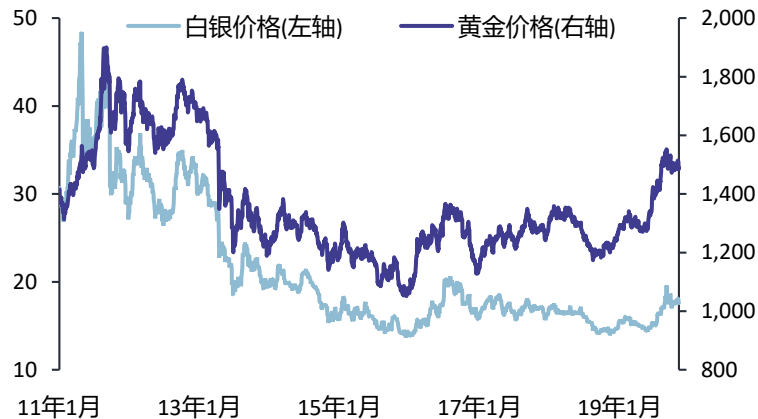
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

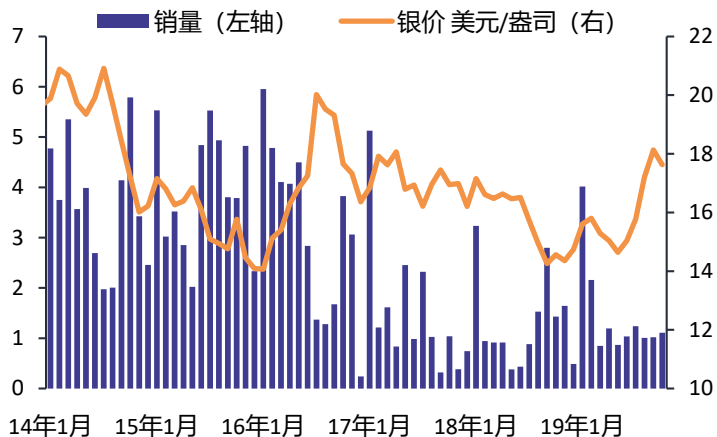
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

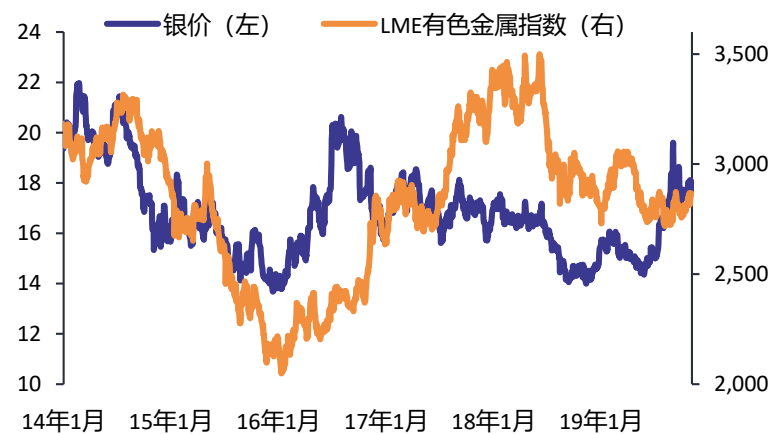
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



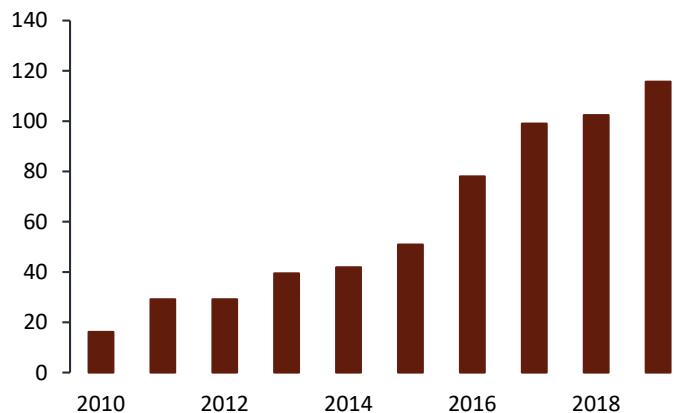
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



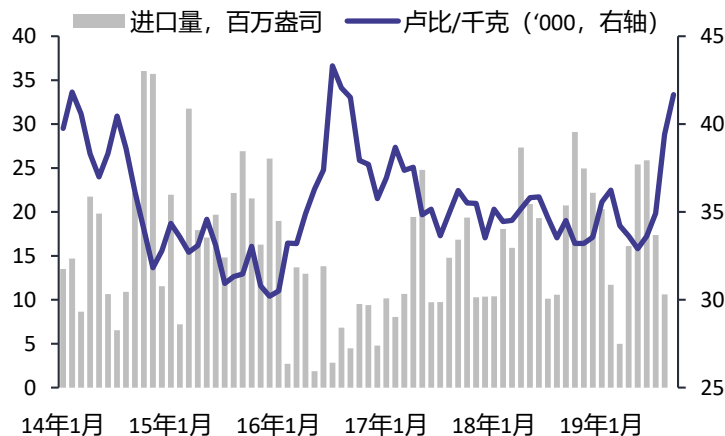
来源: Bloomberg

全球光伏装机容量 GW (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

9月下旬**铂金**价格大幅回调后，10月初稳定在距离800美元/盎司不远的水平。经过一段时间整固后，10月最后一周铂价温和反弹，月末报收于939美元/盎司，但进入11月后再次回落。

今年大部分时间内铂价走势都跑输钯价，10月份该趋势延续，结果其对钯金的折价首度逼近900美元/盎司，进入11月后更突破900美元/盎司。

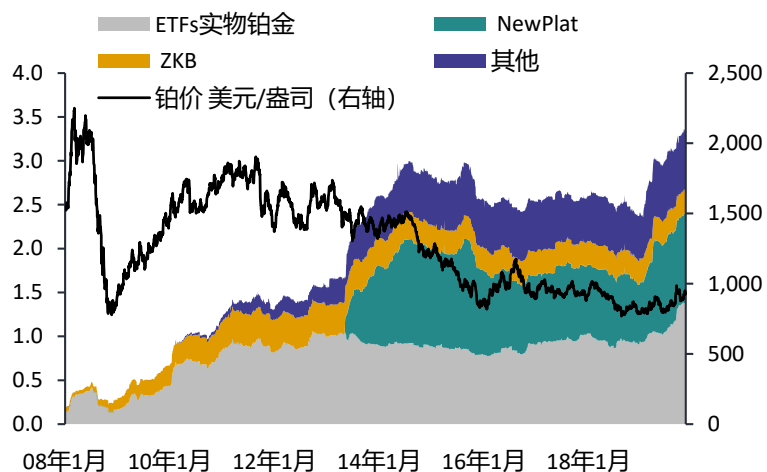
- 10月份，投资者仍缺乏做多铂金的信心，因此铂金走势主要追随黄金走势运行。
- 以期货交易为例，10月份多数时间内Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓数仍停滞不前，之后空头温和回补，才在月末将净多头仓数推升至五周来的高点。铂金ETP的持仓量虽迭创历史新高，但10月份新资金流入速度已放缓。
- 展望未来，虽然铂金对钯金的折价已升至创纪录水平，但尚无证据显示汽油车制造商有意在近期大规模以铂金替代钯金作为汽车催化剂。
- 铂金供需基本面若无显著改观，则2020年铂金市场料将连续第九年出现结构性供应过剩，这将打压投资者对铂金的信心。
- 有鉴于此，我们仍维持铂价走势将依赖于黄金上涨带来的正外溢效应这一研判，未来12个月间铂价料将走高。

铂金市场现状与展望

- 10月份西欧地区乘用车销量同比上升8%，不过升幅颇大是因为去年同期世界轻型汽车排放测试规程出台后导致乘用车销量剧降，基数处于低位。总销量虽然增长，但柴油车销量继续下滑，9月份其市场占有率在2015年升至峰值后已首度降至30%以下。
- 就轻型柴油车销量而言，德国仍是西欧地区的亮点，本年迄今只有该国的柴油车销量和市场占有率双双走高。德国之外的所有西欧国家，今年柴油车销量均走低。
- 10月份欧盟最高法院裁决法国败诉，认定法国大城市（巴黎、尼斯等）超过污染物排放限值，柴油车被认为是主要污染源。在英国，布里斯托市成为首个立法禁止私家柴油车在白天驶入市中区的城市（该禁令将于2021年生效）。这些事件都突出显示随着空气质量和气候保护成为欧盟重点议程，欧盟各国政府都面临控制污染的难题，必须采取应对措施。
- 在铂金供应方面，羚羊铂业公司9月份发布的季度产量数据显示，在完成2020财年产量目标方面，开局不利。因旗下密摩萨矿山和两河矿山的加工厂发生非计划维修，该公司铂金精矿产量同比下滑4%。因冶炼炉进入计划维修期，精炼铂金产量同比大降24%。羚羊铂业公司重申有信心完成2020财年产量目标，预期将在该财年剩下时间内精炼更多在制品库存。
- **价格预测风险因素：**因铂金走势与黄金正相关，前面“黄金市场”部分所述风险因素也将影响铂金。就影响铂价走势的特有因素而言，南非铂矿业爆发大规模罢工仍是价格上行主要风险因素（不过目前看来可能性甚微）。

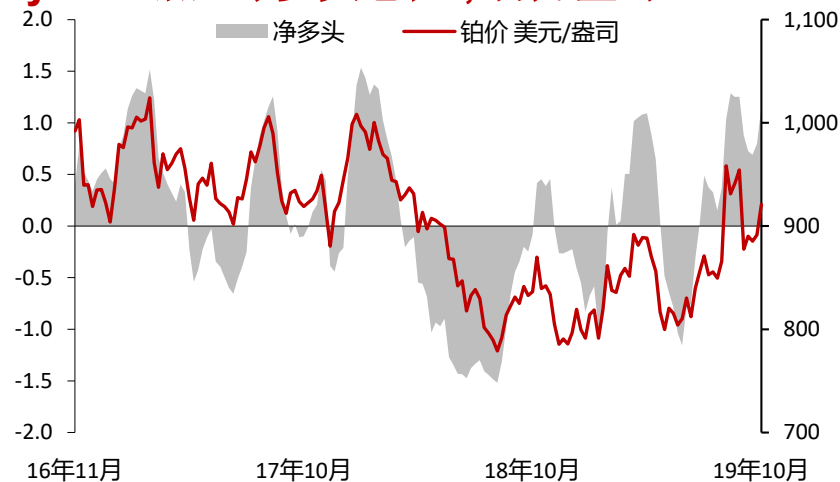
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



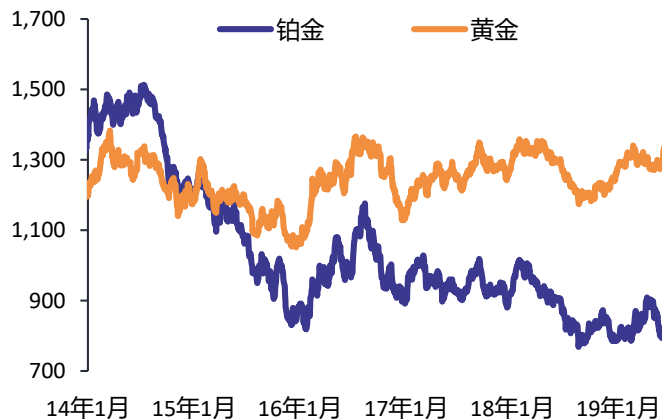
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



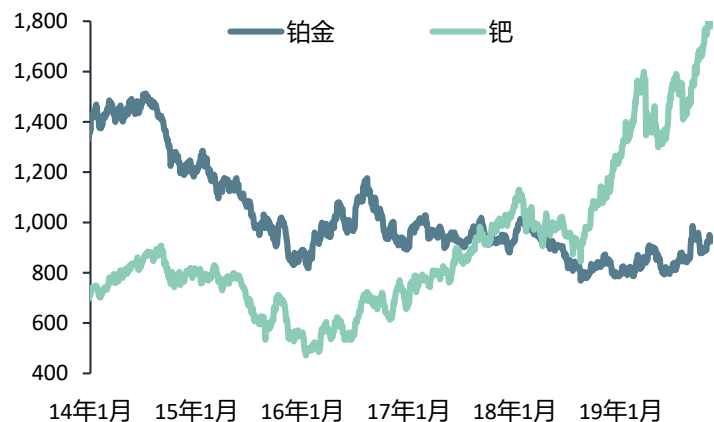
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

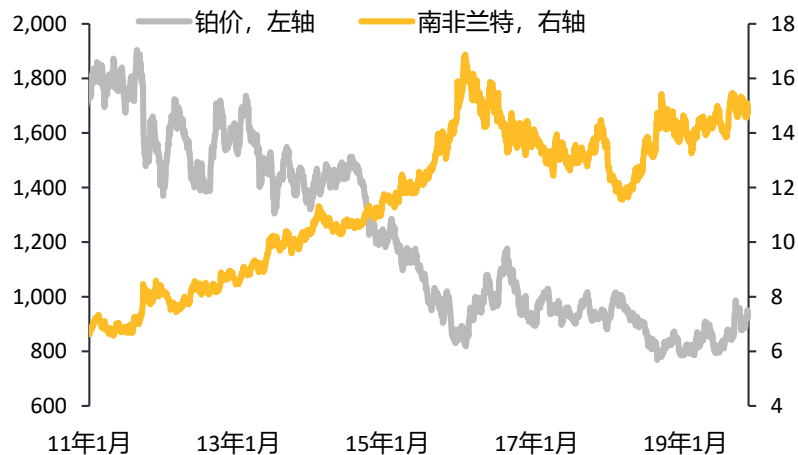
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

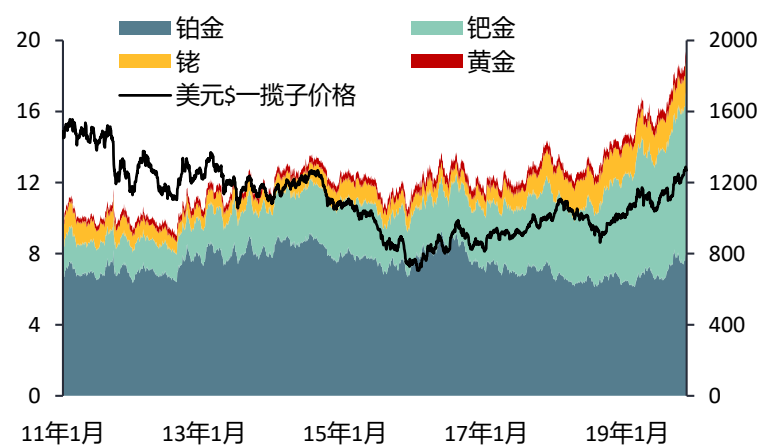
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



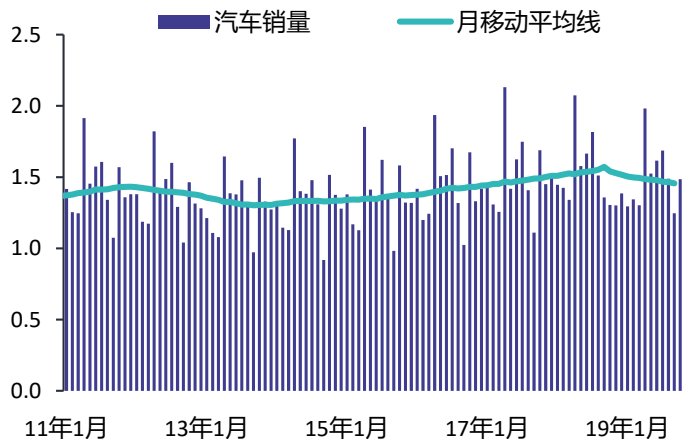
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



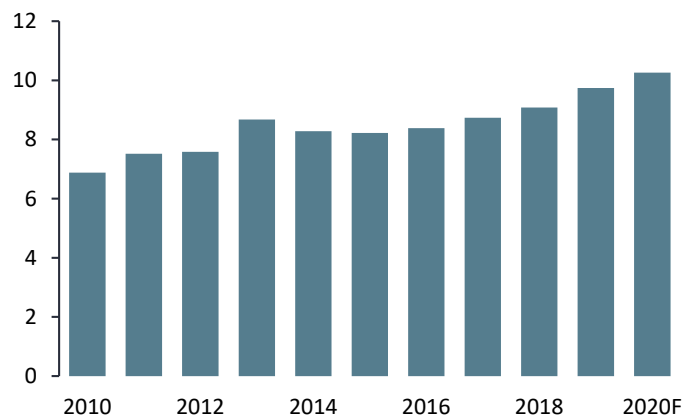
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

10月份**钯金**价格再创新高，30日攀升至1,825美元/盎司。这反映出供需基本面支撑钯价上行，其走势继续跑赢黄金、白银和铂金。11月初其他三种主要贵金属均下跌，钯金仍韧性十足，尤其引人注目。结果11月7日，钯金对黄金的溢价已逼近350美元/盎司，创出新高，对铂金的溢价更短暂升破900美元/盎司。

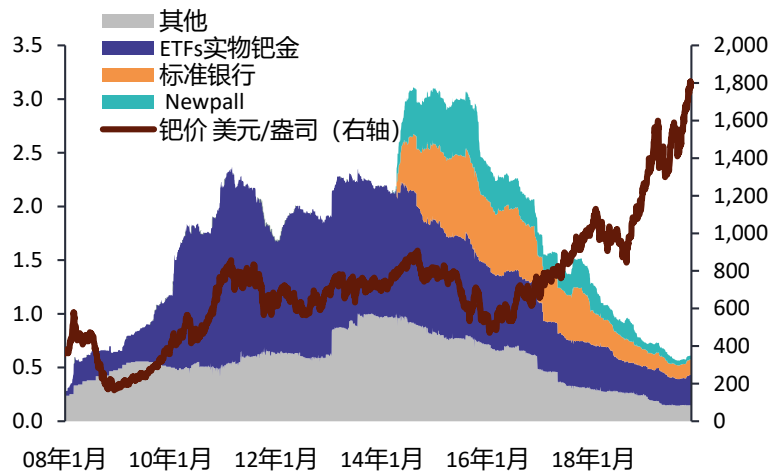
- 钯价升至创纪录高位后，我们上调了12个月期间的钯价预测值，预计今年4季度的高点有望涨至1,900美元/盎司，均价或达1,620美元/盎司。不过之后我们看到钯价有所回落（原因包括投资者获利了结，制造商在钯价迭创新高后推迟买入等），但相信2020年钯价最终将刷新历史高点。
- 目前来看，投资者钯金交易活动对近期钯价走强的推动甚微。以Nymex钯金期货交易为例，10月下旬投资基金持有的净多头仓数从8月中旬的近期低点100万盎司回升至140万盎司，但也仅为2018年1月创出的高点280万盎司的一半。这显示多头仓位还有相当大增长空间，但尚无迹象显示增仓已开始，原因是很多机构投资者对钯价处于高位和汽车业需求不振都感忧虑。
- 钯金ETP的持仓量也已增长，但增幅不大，且总持仓量仍处于历史低位。截至11月6日，总持仓量为65.9万盎司，较8月份的低点61.6万盎司小幅上扬。回顾历史，2017年底时总持仓量尚高达140万盎司。
- 需求走强继续推高钯金租赁利率，尤其是12月期的租赁利率，10月份该利率已创出2018年3月以来的新高。不过租赁利率仍显著低于2018年后期至2019年初期的水平。如上所述，钯价飙涨归功于实物钯金需求强劲，其中中国的需求尤为强劲。考虑到今年全年中国轻型汽车产量预期将下滑5%，该现象有些令人惊讶。

钯金市场现状与展望

- 中国汽车业的钯金需求走强归因于环保立法更为严格，推动汽车催化剂中的钯金装填量升高。近期中国钯金进口保持强势，部分原因正在于此。8月份进口量超过30万盎司，9月份回落至19万盎司，本年迄今的总进口量为170万盎司，同比下降19%。
- 中国国务院宣布将出台一系列政策（例如鼓励地方政府放松限购等）支持汽车业，但两个月过去了，计划尚未转化为具体行动。
- 9月份美国汽车销量年化数字为1,745万辆，较8月份增加46.3万辆。本年迄今总销量为1,270万辆，同比下降1.1%。
- 我们预计今年全球汽车业的钯金总需求量将上升约4%，2020年更有望首度突破900万盎司。
- 在钯金供应方面，多金属矿业公司的首席执行官Vitaly Nesis明确了开发Viksha铂族金属矿山项目的时间表。他预计2021年将完成可行性研究并做出投资决策。该公司之前发布的产量指引显示，该项目有望在2025年投产。基于露天采矿法测算的最新可采资源量包含390万盎司钯金和140万盎司铂金。该项目投产后，有望年产至少20万盎司钯金和铂金。
- **价格预测风险因素：**南非爆发矿业工人罢工的威胁已消退，因此影响钯价走势的最大风险因素是全球经济增长显著下行。如果美中两国未能敲定贸易协议，不仅将对两国的GDP增长前景造成负面影响，也将冲击其他国家，导致全球经济大幅放缓。另一方面，如果全球经济增长显著改善（尽管还显遥远），使得美中两国汽车销量均回升，则将带来钯价大幅上行的风险。

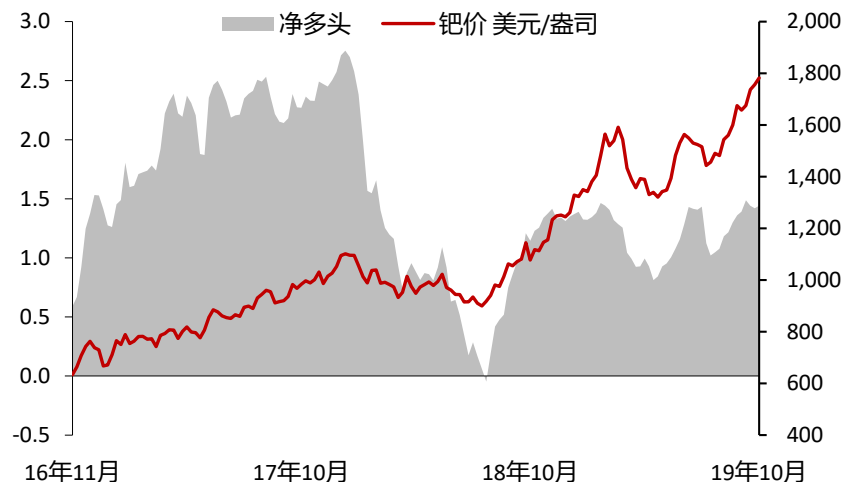
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



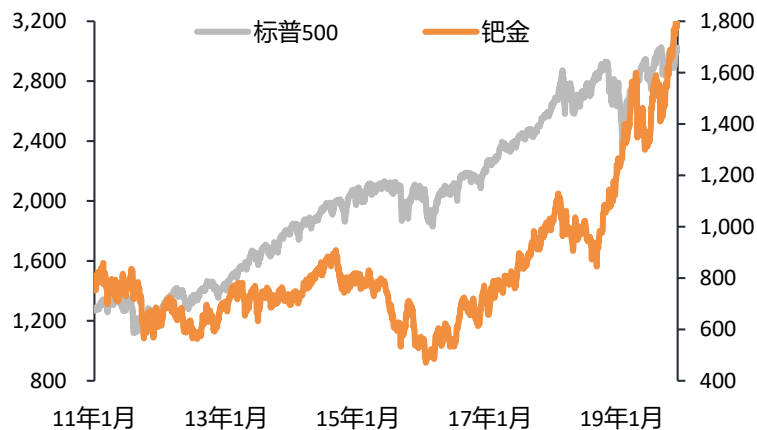
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



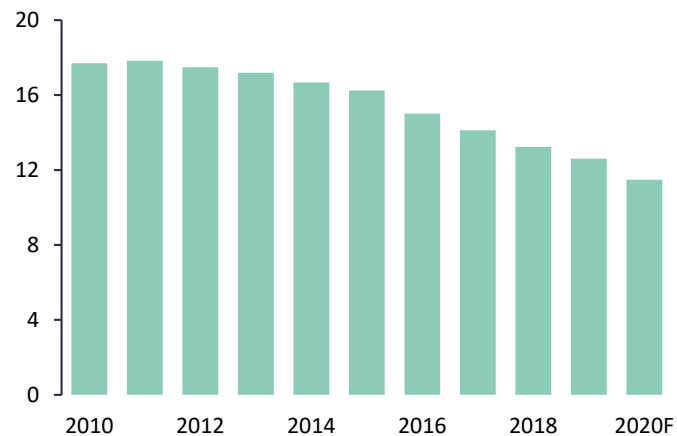
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

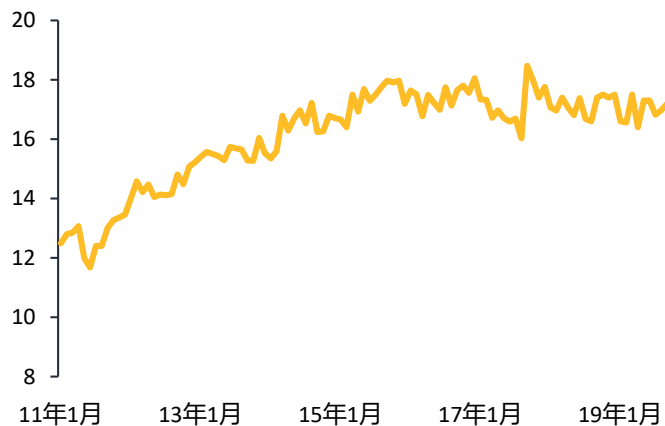
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

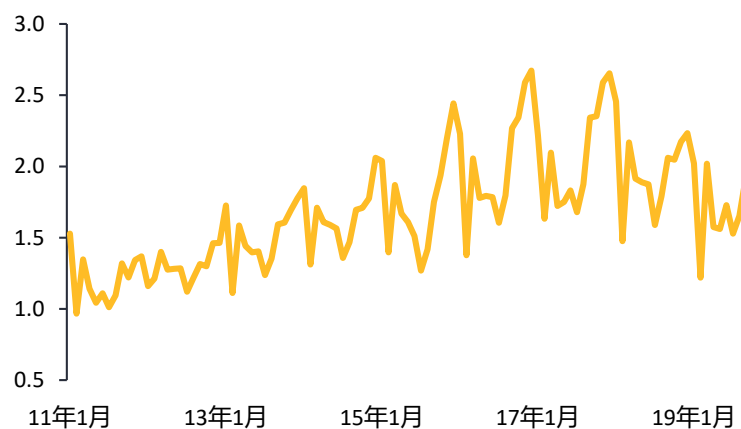
钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



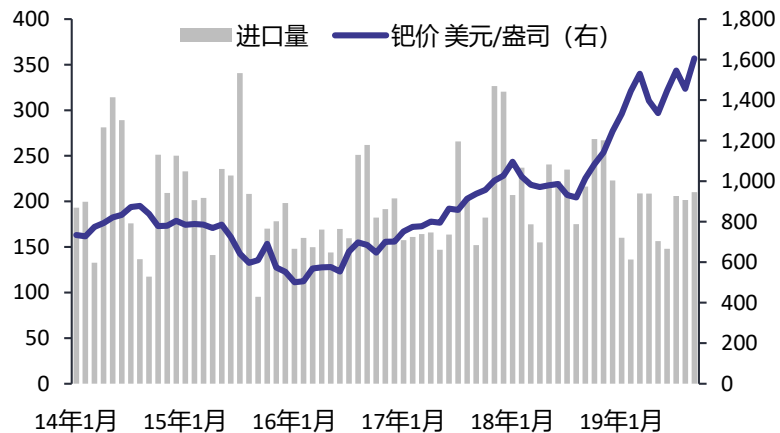
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



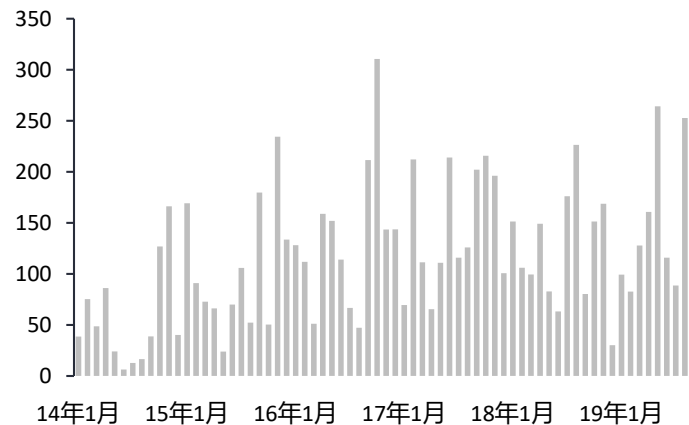
来源: Bloomberg

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。