



Metals Focus

贵金属月报

第49期 - 2019年12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



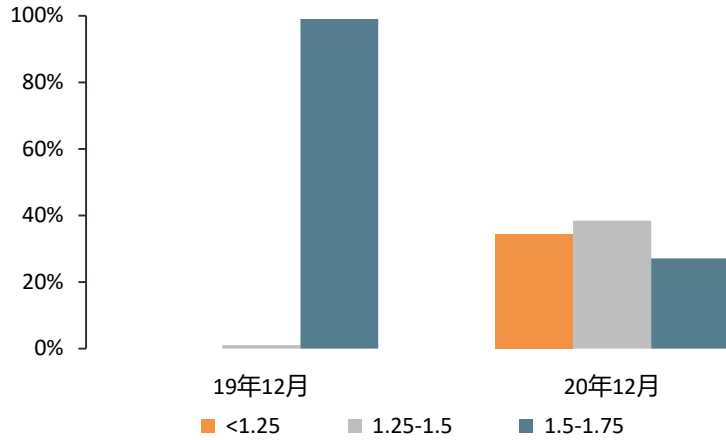
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 11月，全球股市连续第三个月延续升势，主要由于对美中贸易谈判有望取得突破的预期提振了市场情绪，其中美国股市三大股指均创出新高，标普500指数全月上扬4%。
- 虽然10月份美联储表示目前将暂停进一步降息，但鉴于美联储扩张其资产负债表，货币政策仍总体宽松。举例而言，为在9月中旬回购利率飙升后支撑回购市场，目前美联储已向市场注资近3,240亿美元。此外，购买短期美国国债可能至少会持续到2020年第二季度。
- 在上述大背景下，风险资产表现亮眼，而债券和贵金属等防御性资产则表现不佳。8月中旬美国国债收益率曲线出现倒挂，而近月利差曲线图已由平转陡。目前2年期和10年期国债收益率差目前为19.5个基点。
- 虽然负收益率仍为普遍现象，但负收益率债券的总规模已较8月份的峰值下降27%，目前为12.3万亿美元。
- 展望未来，贸易谈判的进展很可能会继续驱动贵金属价格短期运行方向。虽然市场预期贸易谈判很快就会取得突破，但特朗普总统在20国集团峰会期间的发言显示美中贸易战还将持续，而且美国还决定对阿根廷、巴西和法国加征新进口关税，这也引发金融市场新的动荡，冲击全球经济增长。
- 不过总体而言，我们认为未来几月间贵金属价格将横盘震荡，原因是在宽松货币政策的刺激下股市仍保持强势，投资者风险偏好情绪亦稳定向上。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，这应能为贵金属价格走高注入新动能。

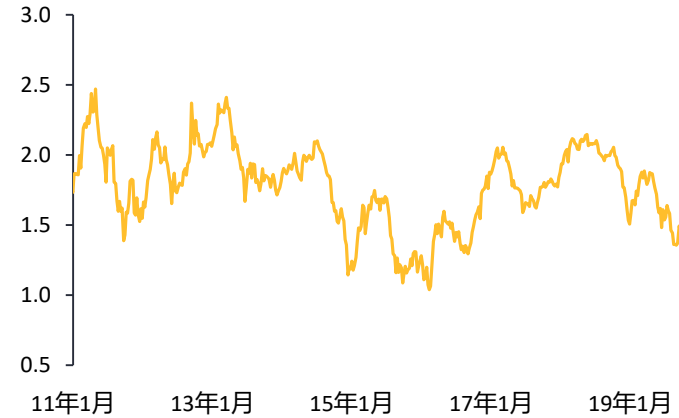
宏观经济现状与展望

美国利率预期可能性* 百分比



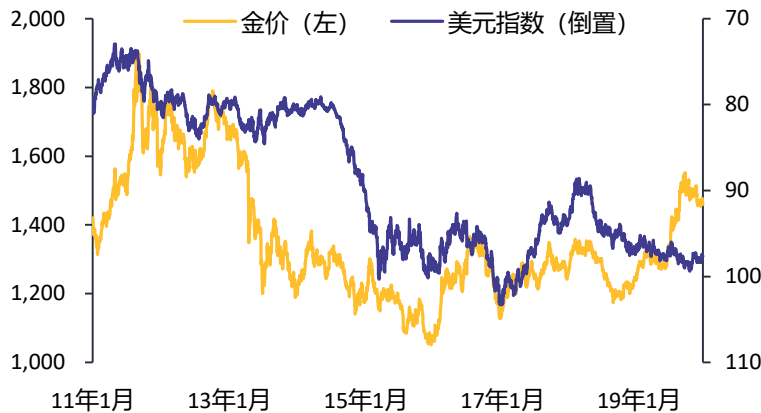
*数据截至到2019年9月5日，来源: Bloomberg

美元5年平准通胀率， 百分比%



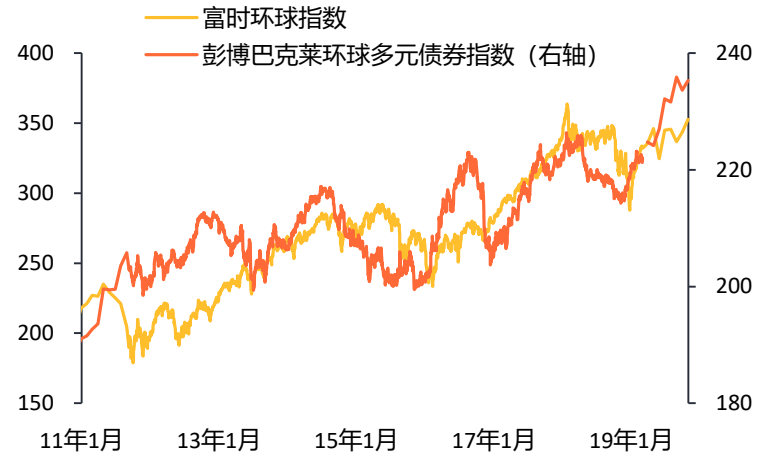
来源: Bloomberg

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

10月份温和回升后，由于美中贸易谈判的进展提振了全球市场风险偏好情绪，11月**黄金**价格再次面临下行压力，环比下跌3%。月初金价为1,516美元/盎司，12日降至1,446美元/盎司的低点。之后金价有所反弹，收复部分失地，撰写本报告之时，交投于1,460美元/盎司一线。

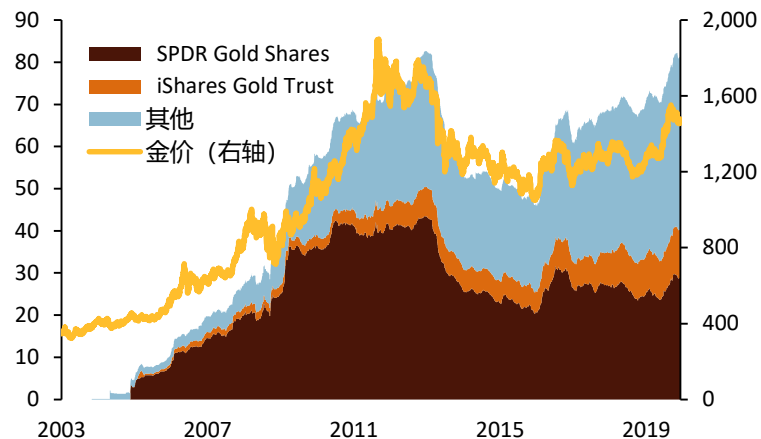
- 近期内投资者对黄金的态度主要受美中贸易谈判的进展支配，两国若能达成“第一阶段”贸易协议，将导致金价短期内难于再次站上1,500美元/盎司。
- 股市恢复强势，债券收益率也上行，也影响了投资者对黄金的兴趣，导致投资需求下降：
 - 11月Comex（纽约商品交易所）黄金期货净多头仓数降至2,190万盎司，环比降幅尚属温和，但与9月金价飙涨期间的持仓量高点相比，已大幅下降18%。
 - 在此之前的五个月期间资金大幅流入黄金ETPs市场（交易所交易产品）后，11月ETP持仓量下滑1%。因投资者风险偏好情绪升温促使资金进一步回流股市，未来几月间ETP流入可能进一步放缓。
 - 在黄金零售投资方面，美国实物黄金市场仍十分疲软，11月老鹰金币销量同比剧降46%。本年迄今总销量较去年同期下滑38%。
- 虽然短期内面临这些不利因素，我们仍坚信中期内全球宏观经济大环境将利好于黄金投资，背后的原因包括：全球经济持续低迷；主要储备货币国进一步放松货币政策；美元走弱；全球主要股市也将出现回调修正。

黄金市场现状与展望

- 主要实物黄金市场状况：
 - 11月份，**中国**商业银行渠道的金条销量继续大幅下降，原因是投资者对人民币继续贬值的忧虑消退，且担忧近期内金价还将回调，同时倾向于在面临宏观经济不确定性时持有流动资产以备不时之需。
 - 因进入婚礼季节后消费者购金意愿上升，11月**印度**黄金需求温和回升。11月黄金进口量虽仍低于去年同期，但已显著回升（估计达71吨）。印度黄金业正急切等待GST（商品及服务税）委员会定于12月18日召开会议的结果，此前有媒体报道称黄金的GST税率有可能从现行的3%上调至5%。
 - 因当地金价高企，且经济持续不景气，导致消费者离开黄金市场，**中东地区**的黄金首饰需求仍旧疲软。夏季以来伊朗黄金首饰需求有所回升，但因再次爆发街头抗议而受到影响。
 - 6月至8月期间，因金价飙涨而下降的**西方国家**黄金首饰进口量近期已温和回升，原因是首饰业已逐步习惯于更高的金价，在供应链库存逐渐耗尽后也需要补充库存。
- **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重振势头，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



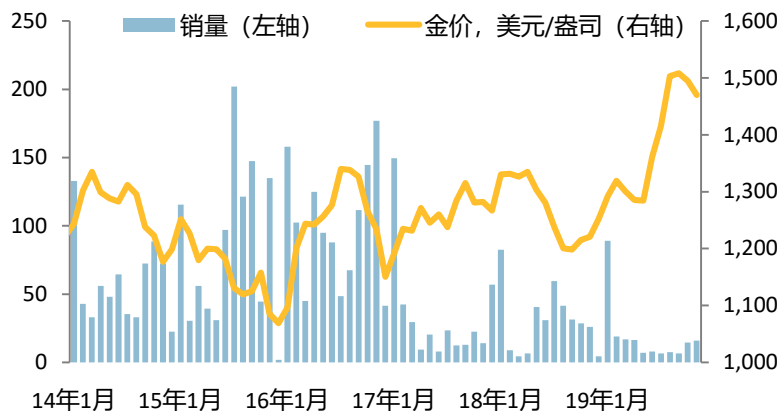
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



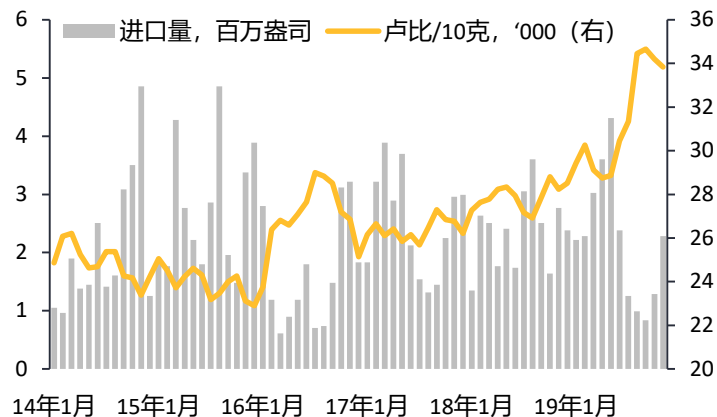
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

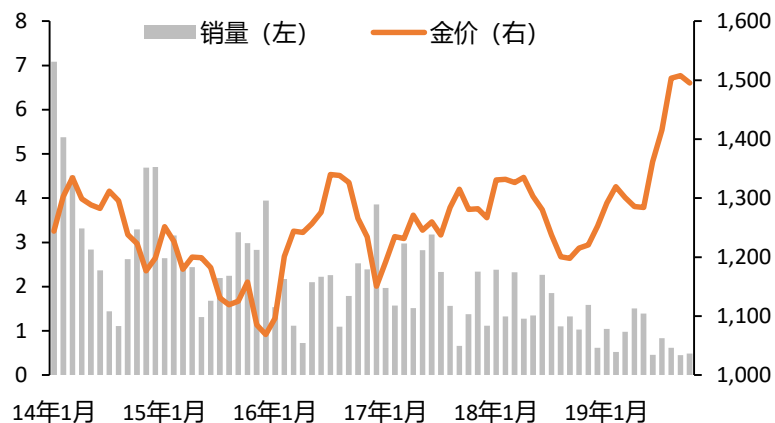
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

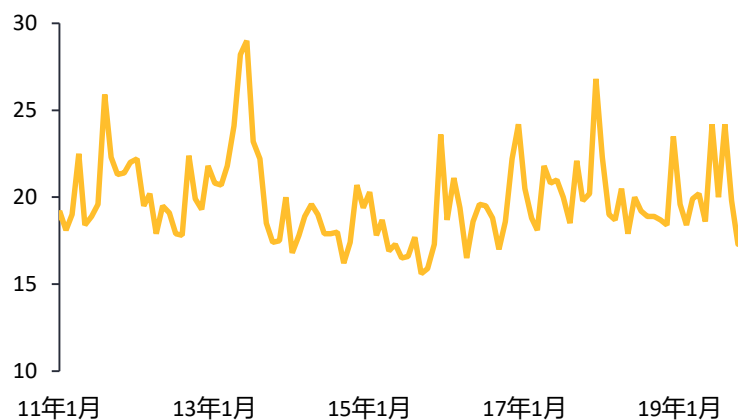
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



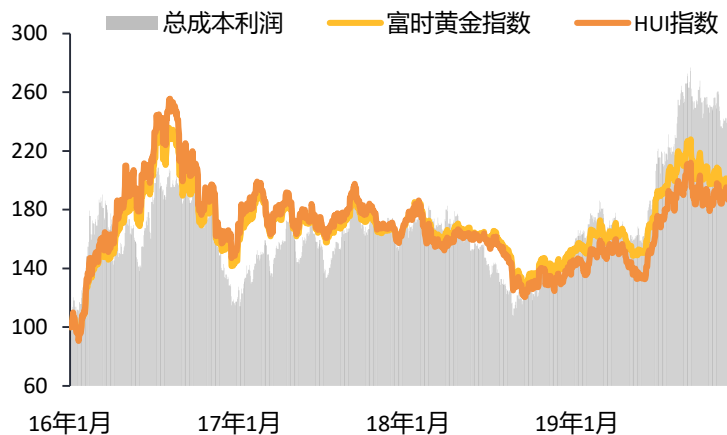
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



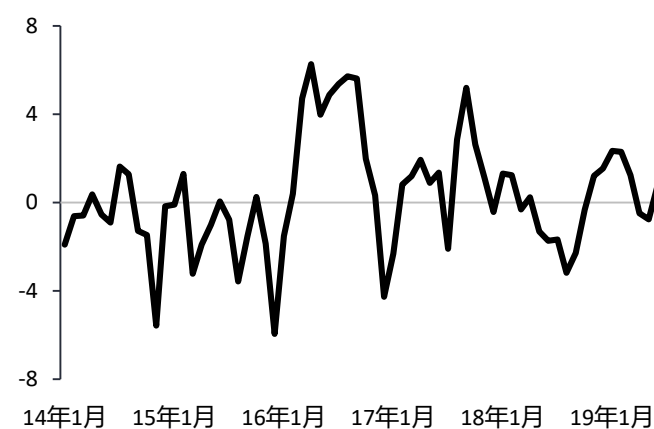
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

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

11月份，白银价格下滑6%，月末报收于略高于17美元/盎司的水平。12月初银价继续在16.50美元/盎司一线整固。

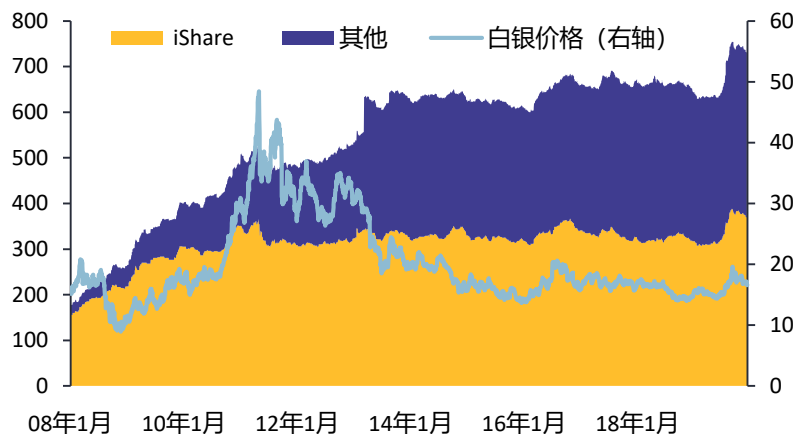
- 11月大部分时间内，银价走势跟随金价走势，在12日白银和黄金都跌至月内低点。
- 鉴于白银的贝塔系数高，而且供需基本面黯淡，近期其表现跑输黄金并不令人意外。12月初金/银价格比率升至近四月来的高点，触及88:1，但仍远低于7月份93:1这一数十年来的高点。
- 在上述背景下，尽管银价回落，但管理基金持有的Comex白银期货净多头仓数仍较10月底数字上升1%（比9月底上升8%）。总体而言，这显示投资者对白银的信心已增强。不过目前净多头仓数仅为2.41亿盎司，远低于2017年创出的历史峰值4.93亿盎司，显示增仓空间还很大。
- 相比之下，白银ETP的持仓量则连续第二个月下滑，11月初至12月5日期间降幅为1.6%，至7.3亿盎司。持仓总价值仍只有2011年4月历史峰值水平的一半左右，显示短期至中期内ETP增仓空间还相当大。
- 展望未来，我们预期白银走势将很大程度上呈现贵金属属性。鉴于贸易战可能持续，白银应能从资金进一步流入避险资产中受益。因此，我们仍预期明年白银将进一步走强，实际上我们已上调截至2020年四季度的银价预测。

白银市场现状与展望

- 在白银零售投资方面，尽管美国市场持续面临供应问题，但今年1至11月期间老鹰银币总销量下滑2%，降至2008年来的低点也说明市场需求较弱。
- 在一些市场，金价上涨已开始导致消费者转向购买白银首饰。而非品牌零售商的银饰销量增长，并不足以抵消品牌零售商销量的下滑，因此11月份西方国家银饰销量仍旧疲软。
- 节日季节结束后，印度银饰需求一如预期地放缓，因经济疲弱，印度卢比计价的银价又高企，降幅还呈扩大之势。
- 因对贸易战的担忧导致全供应链减少库存，预计今年白银工业需求量将下滑1%。明年工业企业需要补充库存，应能推动白银用量提高。
- 随着汽车工业电气化程度日益提高，以及对新兴5G网络的需求日益旺盛，明年白银工业需求应能受益。另外，因光伏发电装机量的增长应足以抵消企业节约白银装填量产生的不利影响，光伏业的白银用量也有望进一步上升。
- **价格预测风险因素：**价格风险因素大致与上期月报所列相同，主要与黄金走势相关。若美中贸易战持续，避险需求上升有望推动银价走高。另一方面，若近期美国强劲的经济数据得以保持，则可能令进一步降息的预期消退，拖累银价走低。

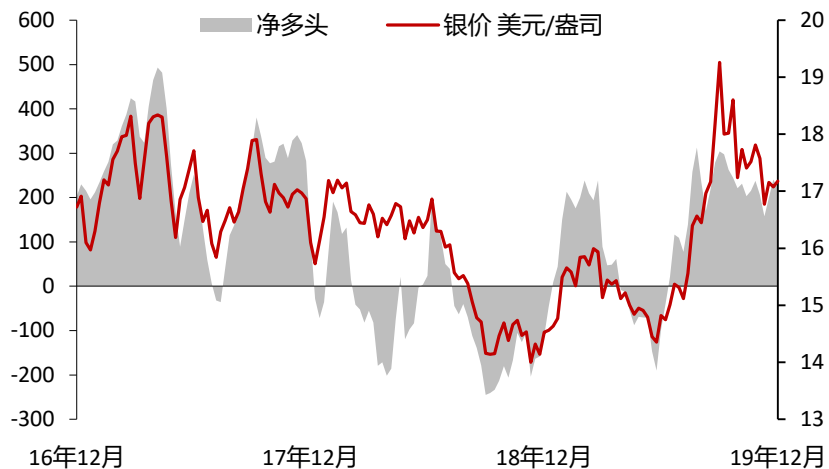
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



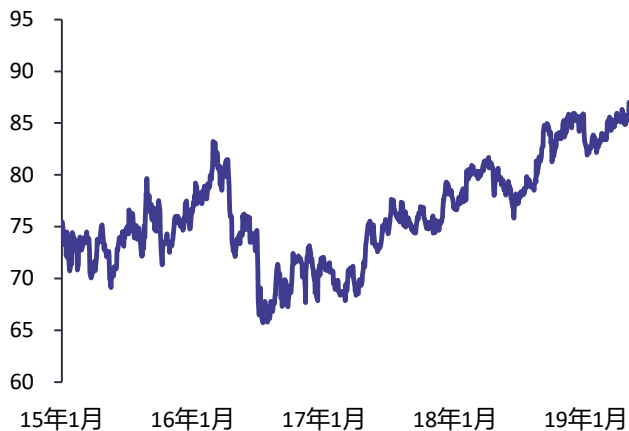
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



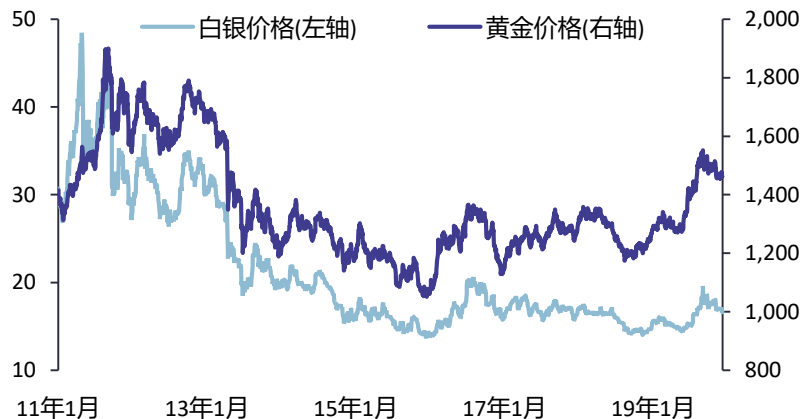
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

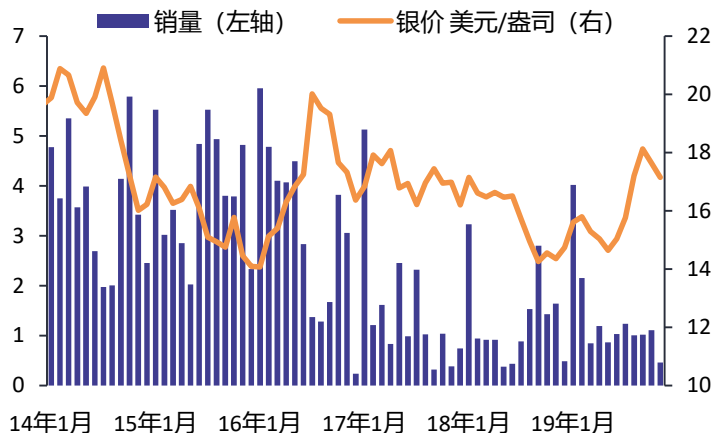
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

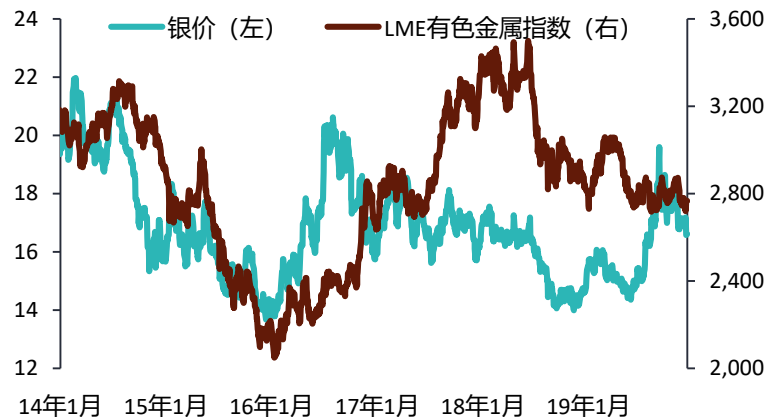
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



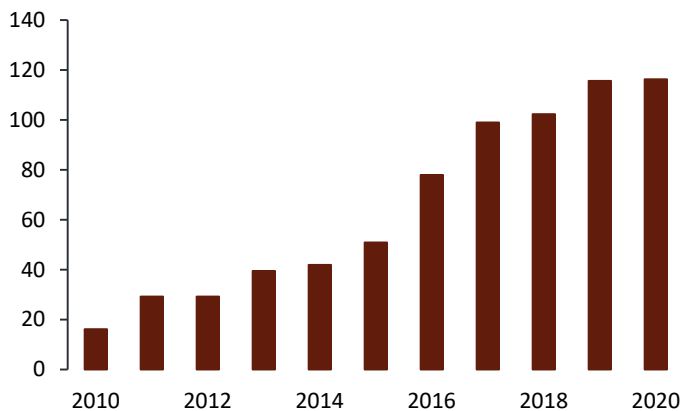
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



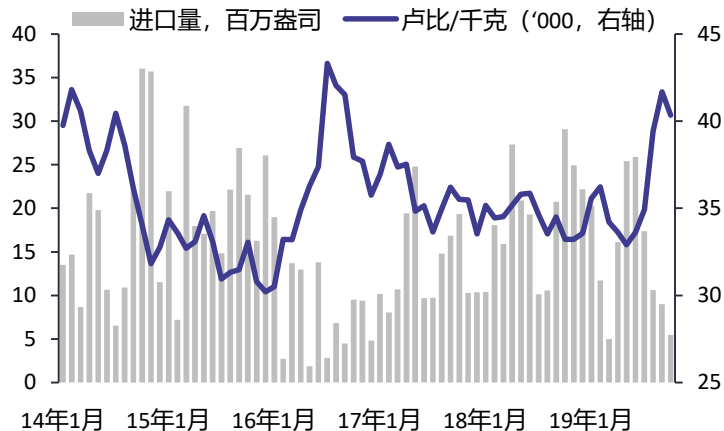
来源: Bloomberg

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

11月前几日，**铂金**价格回落90美元，12日跌至866美元/盎司，触及近三个月来的低点。之后铂价有所回升，11月末、12月初围绕900美元/盎司关口上下震荡。

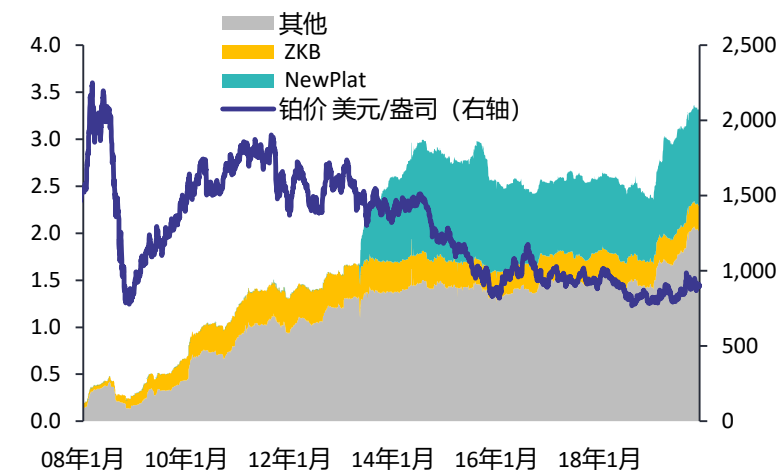
- 11月大部分时间内，铂金表现继续跑输钯金，使其对钯金的折价在12月初扩大至964美元/盎司，再创历史新高。
- 11月初铂价走低主要是由于投资者风险偏好改善，导致黄金价格再次走弱。
- 11月中旬南非铂矿业内的三年期工资协议签署，供应中断的风险大为降低，令投资者对铂金的兴趣进一步下降。
- 11月大部分时间内，Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓位都保持在120万至130万盎司左右，增长乏力，就是投资者缺乏对铂金信心的明证。
- 11月铂金ETP的持仓量于六个月来首度净减少，不过降幅甚微。截至11月底，全球铂金ETP的总持仓量为334万盎司，较10月30日创出的峰值低1%。
- 展望未来，我们所作的铂价预测没有较大变动。铂金供应持续过剩，导致地上存量不断上升，这仍将是打压投资者对铂金信心的主要不利因素。我们虽仍预期2020年铂价将走强，但这主要建立在黄金走强带来正外溢效应这一前提之上。

铂金市场现状与展望

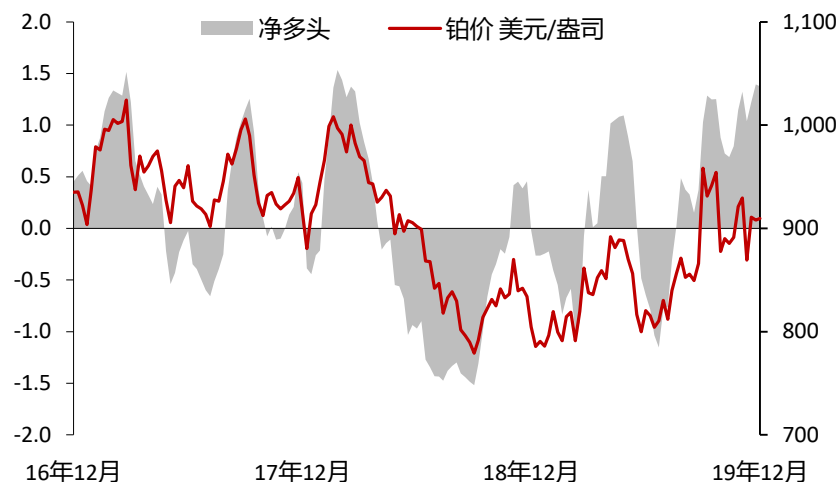
- ▶ 欧洲市场中轻型柴油车销量持续下滑仍是打压铂金需求的主要因素。据LMC汽车市场咨询公司估算，10月份西欧地区柴油乘用车销量同比下降2.9%，其市场占有率已从1年前的34.2%降至31.3%。
- ▶ 尽管近月来轻型柴油车在欧洲汽车市场份额的下降速度已放缓，但下行趋势很可能延续至明年。即使重型柴油车销量上升有望形成抵消，全球汽车业的铂金总体需求量仍将保持疲软。
- ▶ 首饰业的铂金需求也疲弱不振，中国市场疲软是主要原因。因消费者偏好发生变化导致首饰市场结构性变化，铂金首饰需求下滑，加之经济放缓，未来12个月间铂金首饰销量将继续受到负面影响。
- ▶ 在供应方面，11月中旬南非矿工和建筑工人协会已与英美铂业公司、羚羊铂业公司和西班牙-静水矿业公司签订三年期工资协议，数月来存在的不确定性得以消除。协议达成后，对2014至2015年间为期达五个月的铂矿工人大罢工（导致铂金产量剧降）将重演的担忧已消散。
- ▶ **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，出现供应问题而冲击铂金市场的可能性已消退。因此，未来数年内是否有具体证据显示汽油车制造商转向会以铂金规模化替代钯金，将是铂价上行主要风险因素。

铂金市场现状与展望

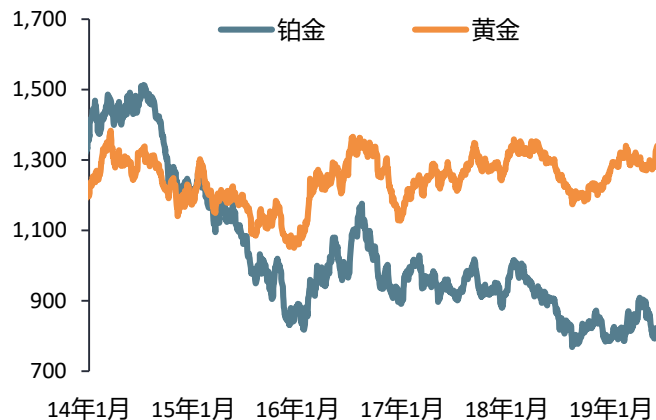
交易所上市基金，百万盎司



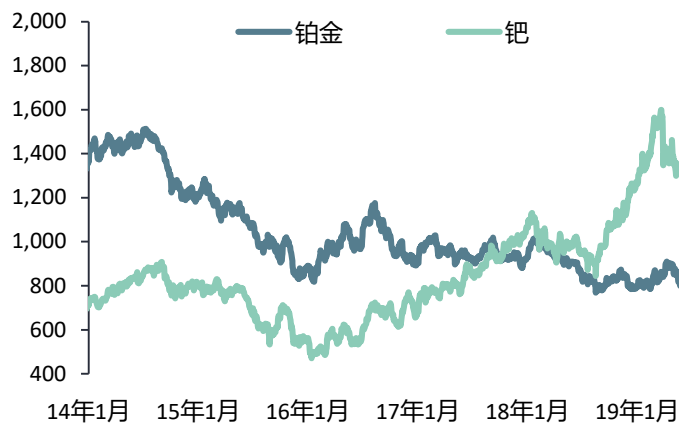
Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



铂金 & 黄金价格 美元/盎司

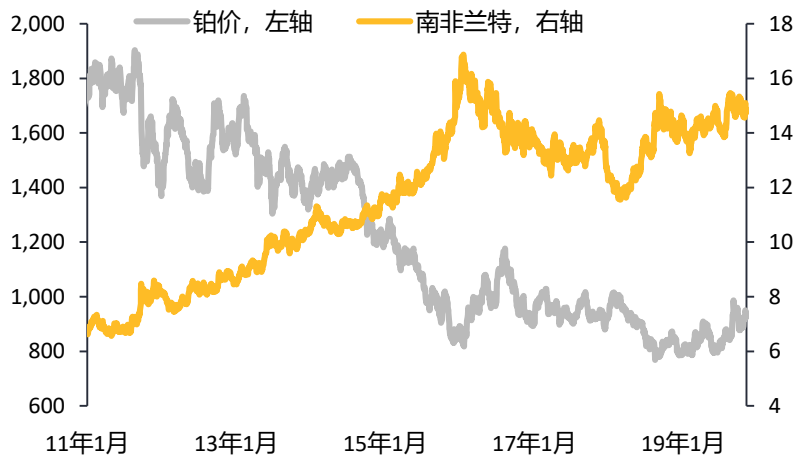


铂金&钯金价格 美元/盎司



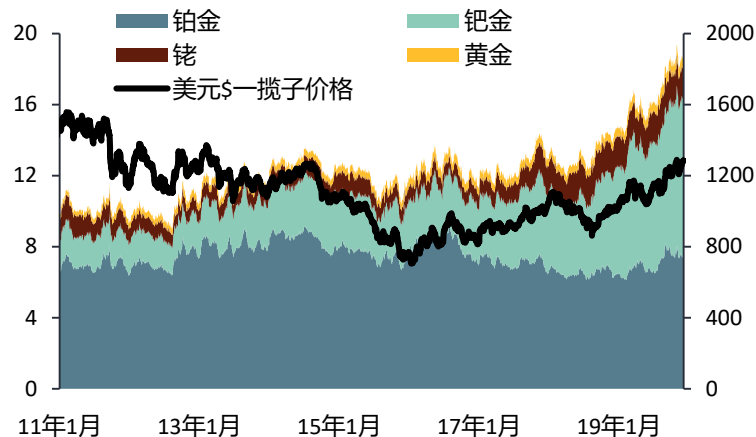
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



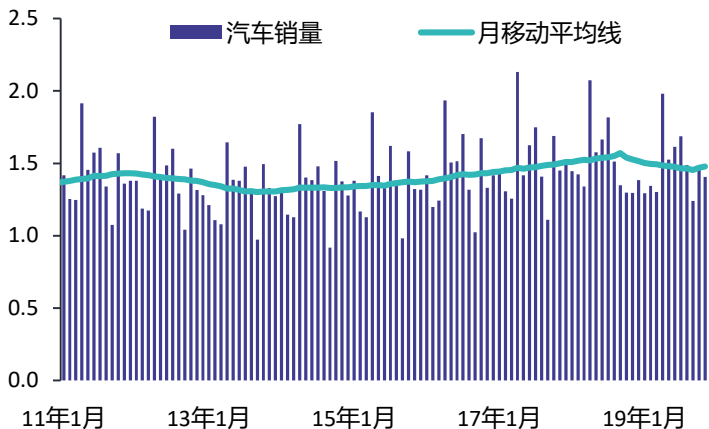
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



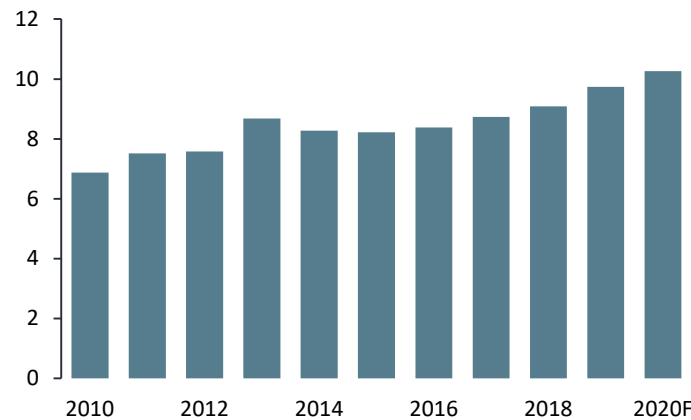
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

11月初短暂回撤至1,700美元/盎司下方后，中旬起**钯金**价格再次飙涨，不断刷新历史新高。撰写本报告之时，钯金交投于逼近1,880美元/盎司的新高位。

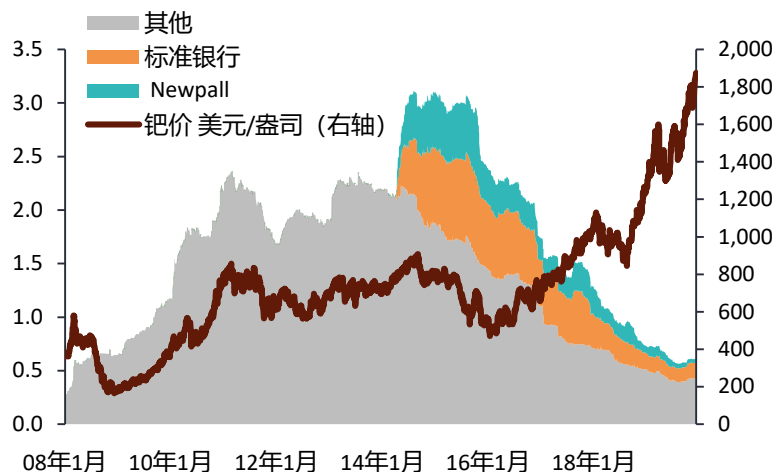
- 与前些月的情形一样，纯投资者对11月期间钯价飙涨的贡献有限。举例而言，11月19日投资者持有的Nymex钯金期货净多头仓数就降至三个月来的低点。在资金大幅流出导致9月末持仓量降至十年来新低后，近期全球钯金ETP的总持仓量则已稳定下来。
- 换言之，推动钯价持续上涨的主要力量是钯金优越的供需基本面，即持续出现结构性供应赤字，导致地上存量不断下降。
- 实物钯金市场供应日趋紧张，也有助于解释为什么近月来钯价走势看起来已与美国股市走势及其他工业用金属的走势脱钩。
- 展望未来，强劲的供需基本面应能确保未来12个月期间钯价进一步上涨，预计2020年四季度钯价高点有望涨至2,100美元/盎司。
- 虽然不能排除不时出现严重供应紧张的可能性，但地上钯金存量（今年末将至1,260万盎司，相当于可满足14个月的制造需求量）应足以填补供需缺口（预计2020年为140万盎司）。我们之所以在预测钯价时采取保守方法，预期未来12个月期间钯价“仅”会上涨250美元/盎司（远低于本年迄今650美元/盎司的涨幅），部分原因正在于此。
- 不过随着钯价走高至前所未有的高点，而且几乎完全是由于基本面因素推动的，钯价存在继续上涨至远高于当前预测价格的可能性。

钯金市场现状与展望

- 钯金汽车催化剂的工业需求量持续上升，仍是导致实物钯金供应紧张的主要因素：
 - 虽然中国汽车销量持续走弱，但从今年7月起多个省级地区已决定采用新尾气排放标准，较原定的最迟日期2020年7月提前，这有利于汽车业的钯金用量上升。明年新排放标准将在中国全国实施，能继续缓解汽车销量走软带来的负面影响。
 - 在中国以外的其他国家，全球经济持续放缓无疑将打压汽车销量，但鉴于汽车尾气排放控制标准日趋严格，每辆汽车的钯金装填量势必增高，汽车业的钯金用量温和增长仍然可期。
- 在供应方面，诺里尔斯克镍业公司在其“年度资本市场日”活动中提出了长期战略计划，指出该公司预期2030年钯金和铂金的合计年产量将增长30%—95%，至160—205吨。今年三季度，该公司的钯金和铂金产量（均完全产自在俄罗斯开采的原材料）分别为72万盎司（环比下降6%）和16.4万盎司（环比下降11%）。
- **价格预测风险因素：**全球股市大幅回调修正的威胁仍是钯价下行最大风险因素。若股市大幅回落，最初阶段钯金很可能遭遇投资者抛售。但因钯金基本面强劲，下行幅度应有限。若传来汽油车制造商用铂金规模化替代钯金的新闻，也将令钯金承压，但目前看来该风险还很遥远。
- 在钯价上行风险方面，若中国汽车市场较预期更快地重返增长轨道，将带来显著的钯价上行压力（钨价也将被推高）。

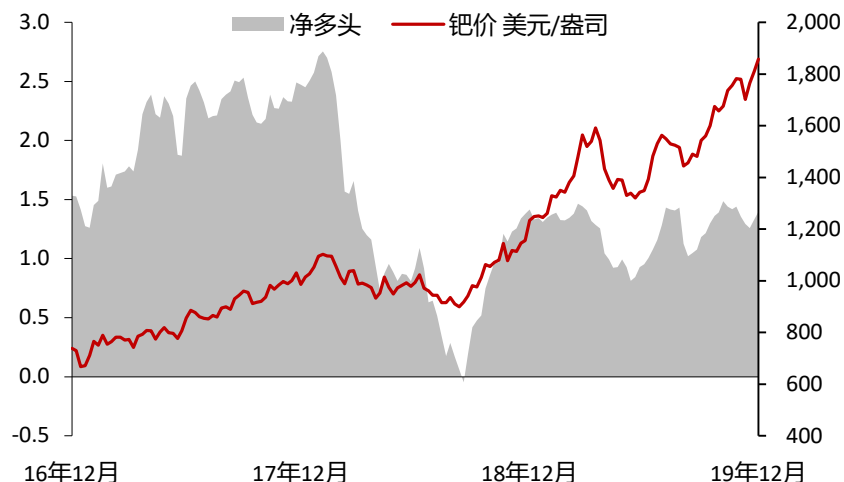
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



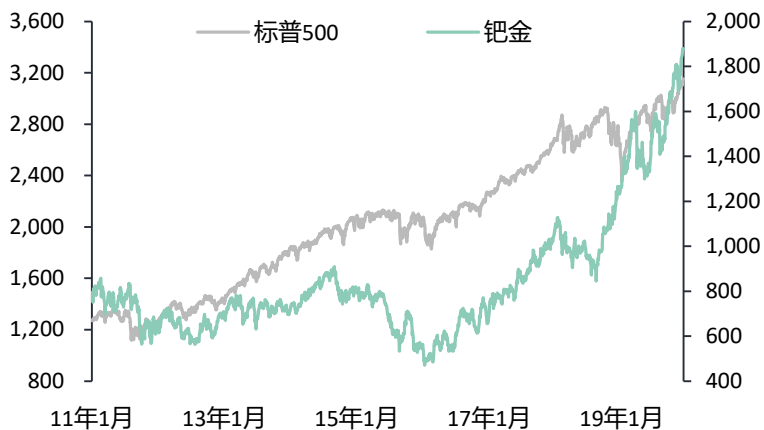
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



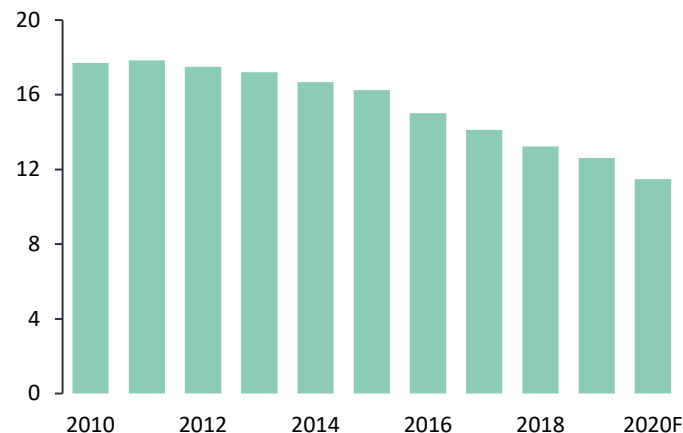
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

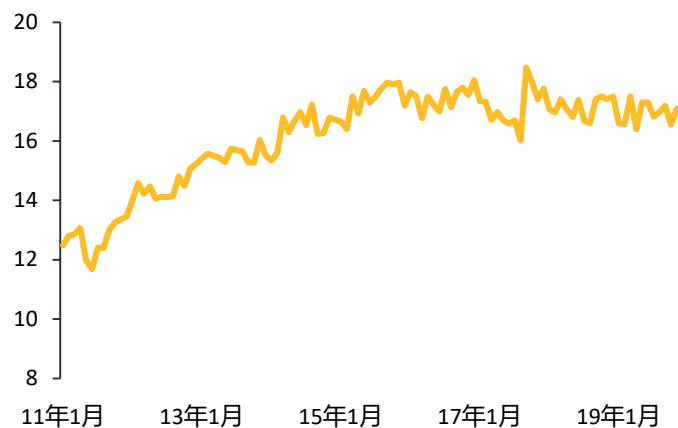
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

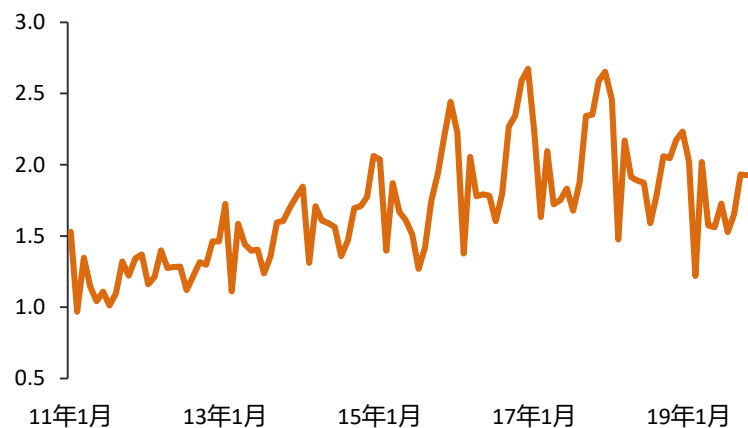
钨金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



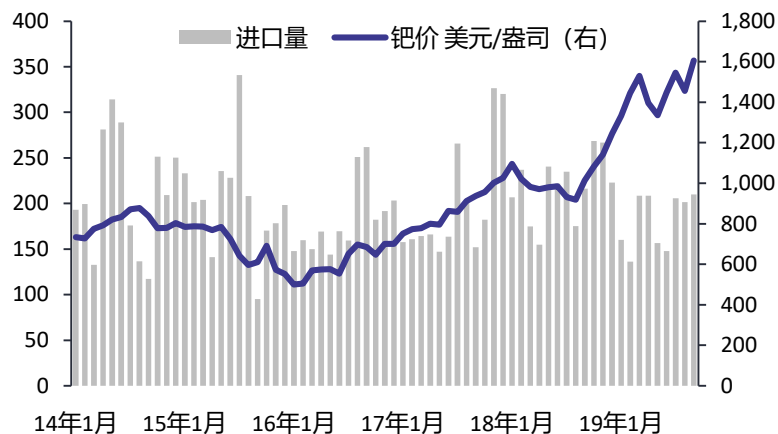
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



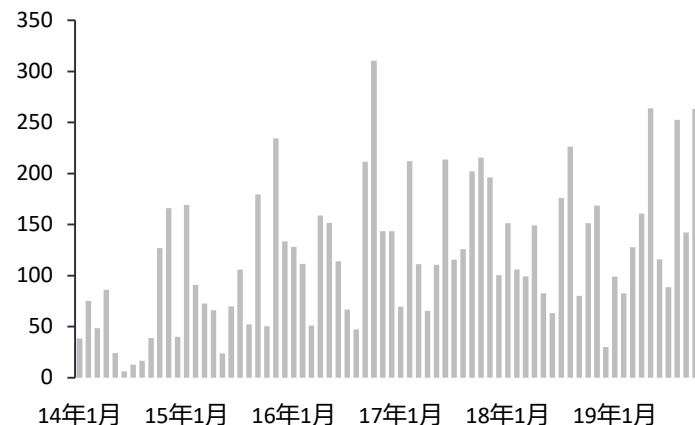
来源: Bloomberg

美国钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钨锭进口, 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

Charles Cooper, 矿产经济主管
charles.cooper@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

Neil Meader, 研究和咨询经理
neil.meader@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
michael.bedford@metalsfocus.com

Celine Zarate, 研究员, 马尼拉
celine.zarate@metalsfocus.com

Sarah Tomlinson, 研究员
sarah.tomlinson@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。