



# Metals Focus

**贵金属月报**

第50期 - 2020年1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

valcambi  
suisse

[www.valcambi.com](http://www.valcambi.com)

---

  
ASAHI  
REFINING

[www.asahirefining.com](http://www.asahirefining.com)

---

  
RAND REFINERY

[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)

---

  
ZHAO JIN

[www.gold-zhaoyuan.com](http://www.gold-zhaoyuan.com)

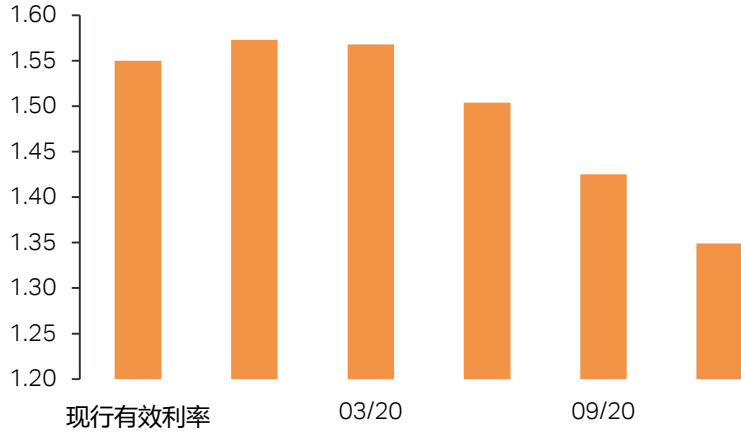
---

# 宏观经济现状与展望

- 虽然贸易紧张局势持续，2019年全球股市仍有不俗表现，例如富时环球股票指数全年就上扬24%，创2009年以来最佳表现。美国股市涨幅还更大，标普500指数劲全年升近30%。
- 由于各国央行实施宽松货币政策，同时美中贸易争端也持续，宏观经济大环境亦利好于贵金属。全年黄金上涨近19%，创2010年以来最大年内涨幅。
- 进入2020年后，美国和伊朗间的地缘政治紧张关系急剧升级，引发市场对冲突将进一步加剧的担忧，推动贵金属价格大幅上涨。
- 目前上述担忧已明显缓解，市场关注的焦点开始转向经济基本面，而且中美两国已达成第一阶段贸易协议（将于本周正式签署），英国脱欧相关不确定性也已减弱。上述发展已给债券和贵金属等防御性资产带来下行压力。
- 不过从更广泛的宏观经济视角看，贵金属仍有望继续从各国央行实施的宽松货币政策中受益。把目光再放长远些，我们预期未来市场对全球经济下行的担忧将复现，这应会导致股市波动率持续上升，促使投资者配置更多贵金属资产。
- 不仅如此，即使目前地缘政治紧张局势已缓和，但鉴于美中贸易谈判还将继续等因素，市场很可能会审慎考量风险溢价。

# 宏观经济现状与展望

## 美国利率预期\*



\*联邦基金期货隐含利率; 2020年1月9日数据。来源: Bloomberg

## 美元5年平准通胀率, 百分比%



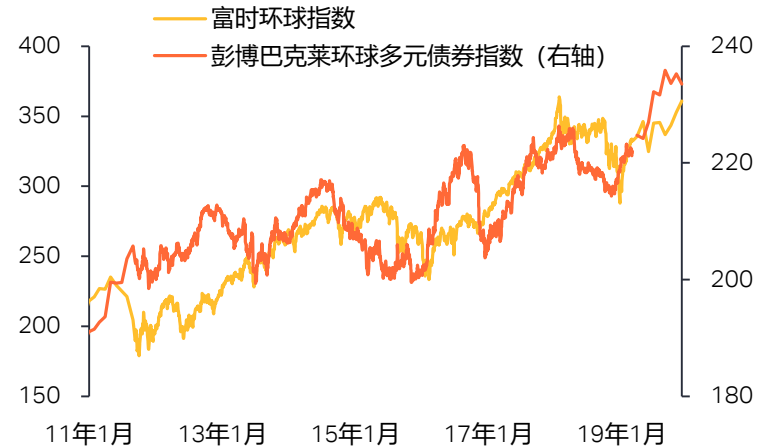
来源: Bloomberg

## 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

2019年12月，因美中贸易谈判相关不确定性挥之不去，中东地区地缘政治紧张局势亦升温，黄金价格温和回升。年末金价报收于1,517美元/盎司，年内涨幅达18%，创九年来最佳年度表现。

进入2020年后，地缘政治紧张局势急剧升级，令避险资产大受追捧，金价于七年来首度涨破1,600美元/盎司关口。不过之后金价上行之势遇阻，撰写本报告之时，已回落至1,550美元/盎司一线。

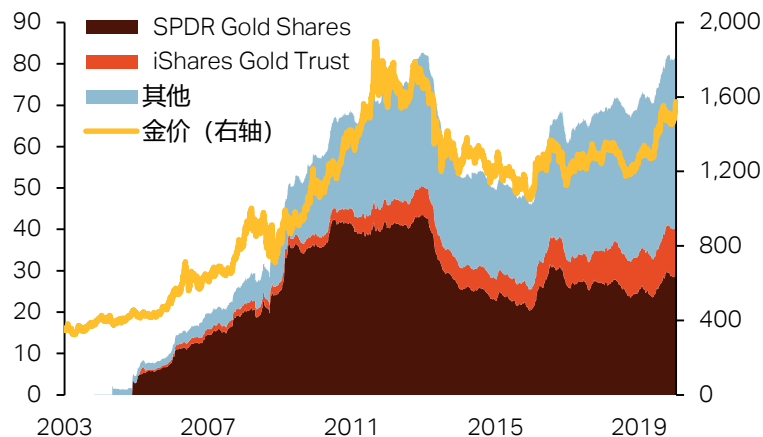
- 目前对于美伊紧张关系将升级的担忧已消退。即使整个中东地区的局势仍较为紧张，但我们要强调指出的是，地缘政治紧张局势的发展通常只能对投资者情绪产生短暂的影响。
- 因美中两国即将签署第一阶段贸易协议，短期内投资者风险偏好很可能保持在高位，这或将导致未来几周内金价进一步下行。
- 不过总体来看，我们仍坚信2020年的全球宏观经济和地缘政治大环境将继续利好于黄金投资，理由包括：全球经济增长将走弱，主要储备货币国将继续实施宽松货币政策，美元有可能走弱以及全球主要股市波动等因素。
- 2019年机构投资者持有的黄金多头仓位已增加，但其黄金配置比例仍处于低位，尤其是考虑到近年来全球投资资产总值不断上升，以及负收益率债券的规模也持续扩大，机构投资者增持黄金多头仓位的空间还相当大。

# 黄金市场现状与展望

- 主要实物黄金市场状况：
  - 2019年12月，因进入婚礼季节后消费者购金意愿上升，印度黄金需求温和回升。黄金进口量虽仍低于去年同期，但已较前几个月显著回升。
  - 在中国，上海期货交易所于12月首次推出黄金期权合约交易，合约标的物为黄金期货合约。
  - 因金价高企，地缘政治风险加大，多国尤其是伊朗和土耳其的失业率居高不下，加之经济问题丛生，中东地区首饰需求遭受严重负面冲击。
  - 不过目前来看，很多市场的首饰销售更多地受政治因素而非金价上涨的影响。例如，香港和贝鲁特就因当地动乱导致首饰批发业务显著放缓，而英国首饰市场也因英国脱欧成为欧洲表现最为疲软的国家。
- **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：中美贸易关系紧张紧张局势再度浮现；中东地区地缘政治紧张局势急剧升级；美国政局动荡（特朗普总统遭弹劾）；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。

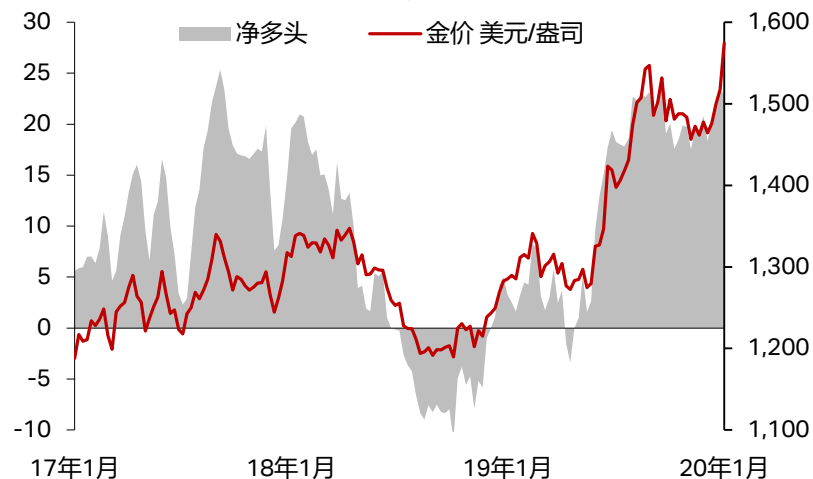
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



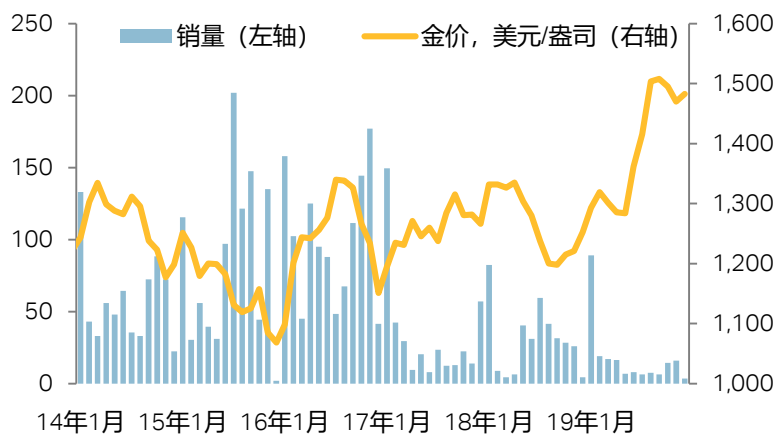
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



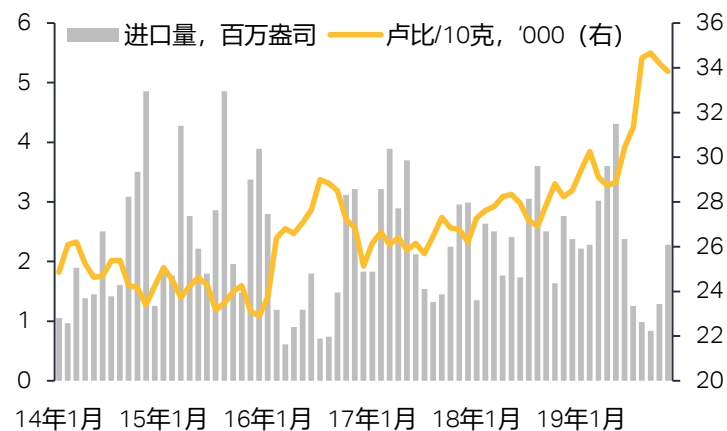
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

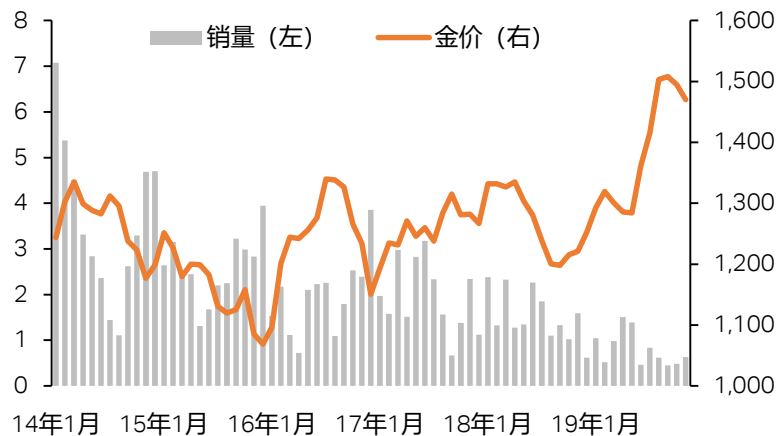
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

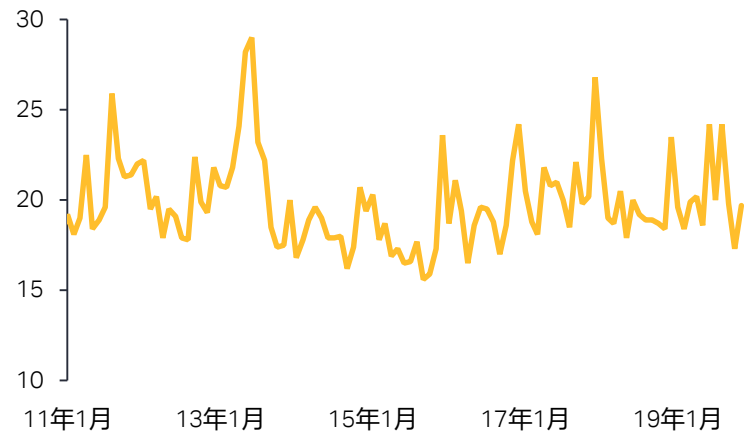
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



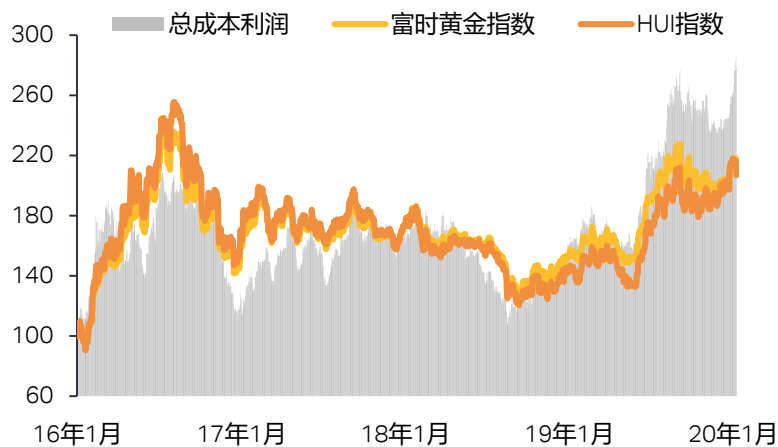
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



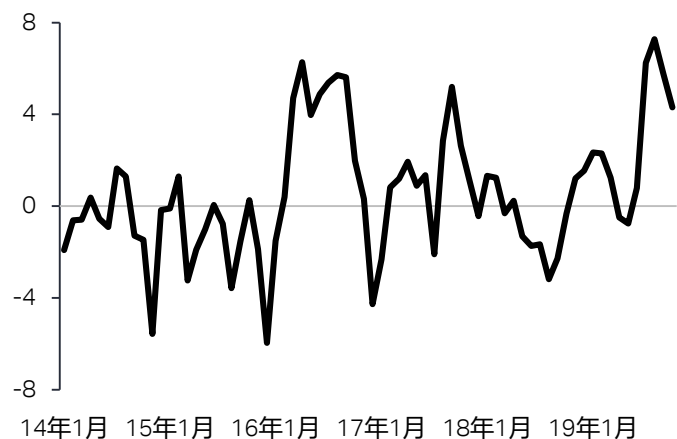
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

## 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

2019年12月9日，白银价格曾跌至16.56美元/盎司这一3个月来的低点，年末回升至接近18美元/盎司。2020年1月初，银价一度上探19美元，但之后随着地缘政治紧张局势缓和，已回落至18美元/盎司附近。

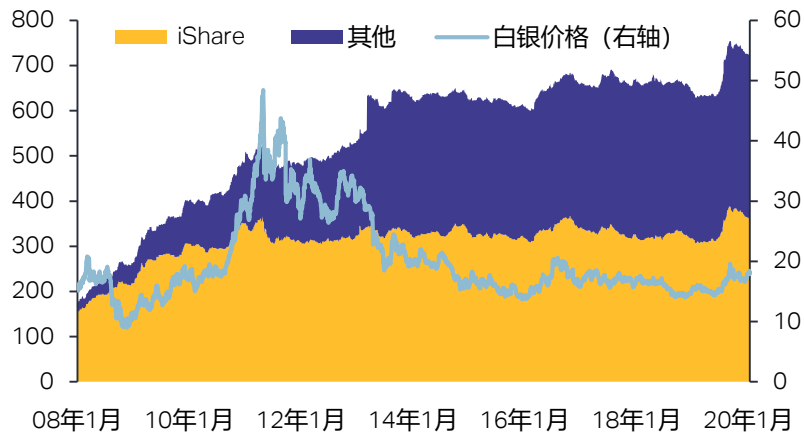
- 白银虽受益于黄金走强的正外溢效应，但因油价引发对全球经济增长的担忧加剧，白银一定程度上受到负面冲击，导致金/银价格比率从去年11月底时的84:1升至撰写本报告之时的逾86:1。
- 展望未来，随着投资需求回暖再度推动黄金上行，白银走势有望跑赢黄金。预计2020年4季度白银均价将涨至21.30美元/盎司，高点有望触及23.50美元/盎司。因此，2020年金/银价格比率将逐步收窄，4季度时的均值或将降至72.8:1。
- 已有迹象显示，机构投资者的白银需求开始回暖，例如，2019年底时管理基金持有的Comex（纽约商品交易所）白银期货净多头仓数就已较12月10日创出的低点（1.46亿盎司）翻了一番，达2.94亿盎司，创11月中旬以来新高。不过净多头仓数仍远低于2017年创出的历史峰值（4.93亿盎司），显示投资者白银多头仓位的增长空间仍很大。
- 相比之下，白银ETP（交易所交易产品）的持仓量则连续第三个月下滑，11月底至今年1月8日期间下降0.9%，至7.23亿盎司。以重量绝对值计，持仓仍处于历史高位，但以总价值计，持仓总值仍只有2011年4月创出的历史峰值的一半左右，尚有进一步增长的潜力。

# 白银市场现状与展望

- 在实物白银市场方面，我们首先来看印度市场。因印度经济持续放缓，该国白银需求仍疲弱。虽然时尚首饰的销量一直较稳定，但因农村经济状况不佳，对传统首饰的需求已走弱。
- 在美国，Comex白银库存量继续上升，本月已升至3.2亿盎司，创历史新高。除白银零售投资需求不振外，美国工业部门尤其是银粉业的白银需求疲软也是导致库存量上升的原因。就银粉业而言，因受美中贸易争端的严重冲击，去年1月至11月的出货量同比下降约三分之一。
- 主要受德国制造业因美中贸易战冲击而放缓的影响，2019年欧洲工业部门的白银需求也走弱。另一方面，虽然银价上涨，但尚不足以促使工业企业显著加大节约白银用量并用其他金属予以替代的力度。
- 在矿产白银供应方面，弗雷斯尼洛公司在其“资本市场日”活动中发布了修订后的产量预测，预期2022年前白银总产量将增加1,600万盎司。因难于实现矿石品位目标，今年该公司的白银产量将较2019年初产量指引中设定的目标低300万盎司。
- **价格预测风险因素：**银价风险因素始终与金价相关风险因素高度相关。就影响银价走势的特有因素而言，若贸易战烽烟再起，虽然白银将受益于避险需求的上升，但全球经济增长前景转弱将使其上行幅度受限。此外，投机者也有可能因对白银涨幅有限失望而离开白银市场，这或将进一步打压白银未来走势。

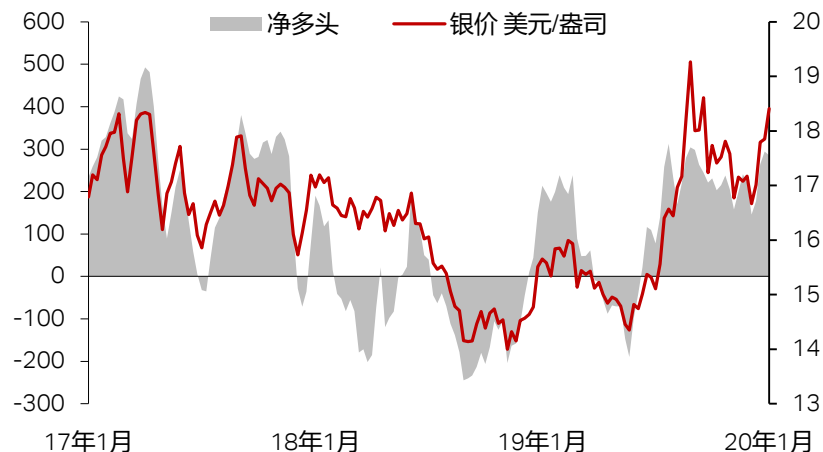
# 白银市场现状与展望

## 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



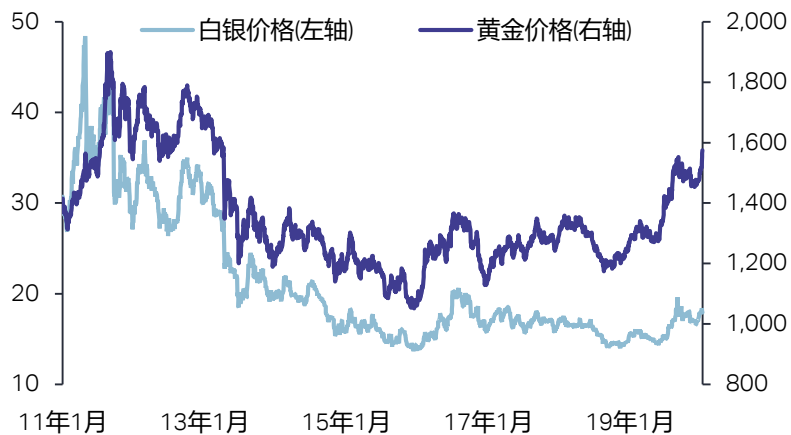
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

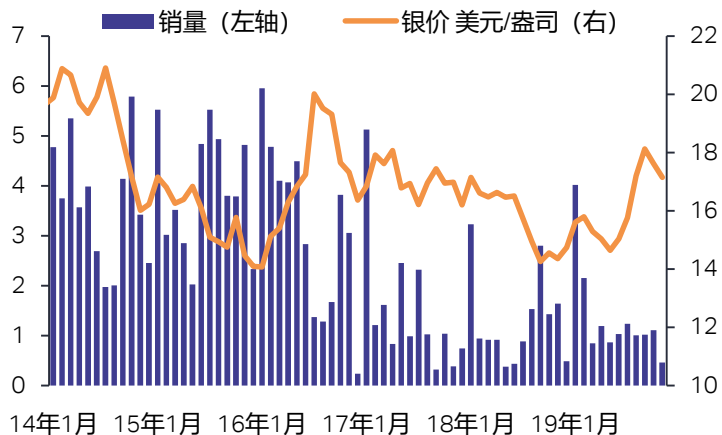
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

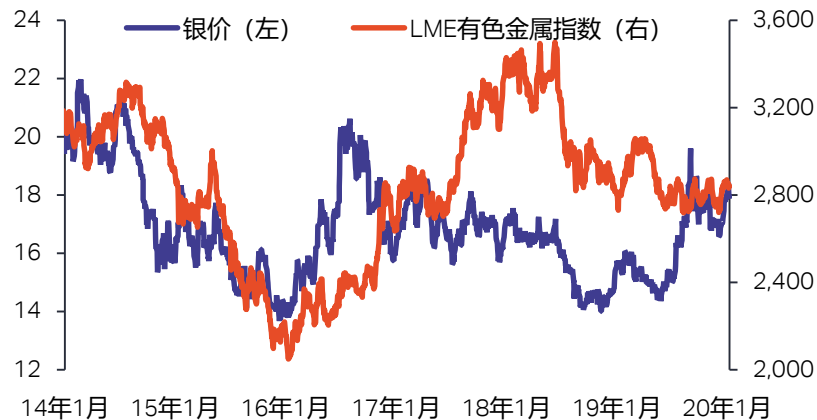
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



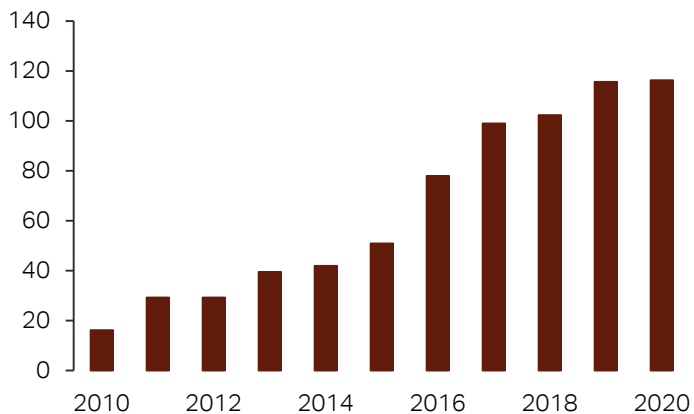
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



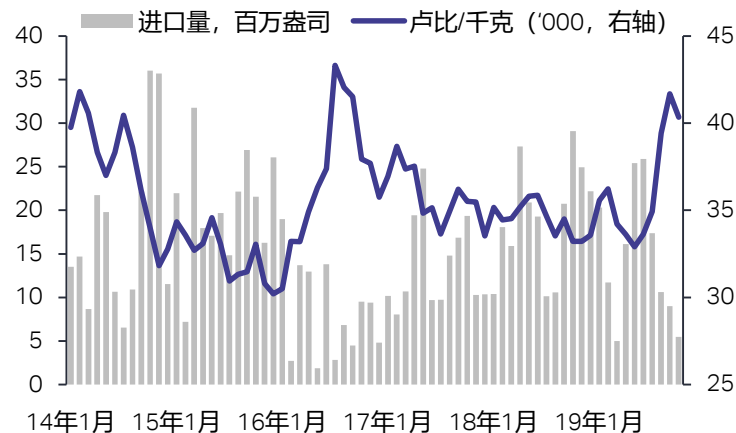
来源: Bloomberg

## 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

2019年12月初，铂金价格尚处于900美元/盎司下方，之后温和回升，年末报收于966美元/盎司，触及三个月来新高。全年均价为865美元/盎司，同比下跌2%，在主要贵金属中只有铂金的均价同比走低。进入2020年后，铂金再度走强，但反弹之势维持较短。冲击1,000美元/盎司关口未果后，铂价已回落，目前在970美元/盎司附近盘整。

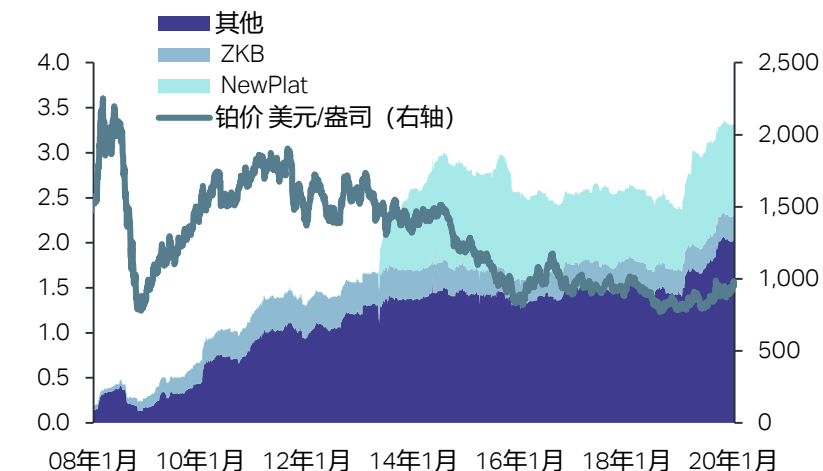
- 铂价反弹主要受金价上涨的推动。因此，黄金上行势头受阻后铂金即开始承压。
- 不过总体来看，12月南非供电短缺对该国主要铂族金属矿企的生产造成严重冲击后，投资者对铂金供应的担忧复燃，因而对铂金的兴趣回升。铂金走势因此小幅跑赢黄金，对黄金的折价降至550美元/盎司，创六个月来新低。
- 进入2020年后南非供电仍受限制，但并未能推高铂价。在于地上铂金存量仍庞大，而预计供应持续过剩意味着今年存量还将进一步上升。
- 展望未来，我们的铂价预测仍与上一期月报所列相同。因经济大环境仍利好于黄金投资，而历史上铂价又一直与金价正相关，铂金应能从黄金走强中受益。
- 但另一方面，铂金供应持续过剩将继续打压投资者买入铂金的意愿，因此铂价上行幅度或将受限。

# 铂金市场现状与展望

- 在铂金供应问题方面，南非国家电力公司本周称供电系统“严重受限并易出故障”，目前有30%的额定发电能力处于停机状态。若该情况未得到改善，有可能再度实施更大规模的拉闸限电。如果启动四级以上限电措施，矿山将被迫像2019年12月一样停产，当时这些矿山损失了24小时的产量。
- 2019年12月，西欧轻型汽车销量同比增长20.6%，全年总销量同比微升0.7%。前五大汽车市场12月份的销量都实现增长，其中德国的增幅尤其强劲，达19.5%，这归功于汽车制造商赶在2020年欧盟开始施行更为严格的二氧化碳排放限值前，加大了高排放量汽车的促销力度。
- 因此，年底前汽车销量飙升之势不大可能延续至2020年（LMC汽车市场咨询公司目前预测2020年西欧汽车销量将下滑2%），而且柴油车在轻型汽车市场所占份额也将继续下滑，将仍是拖累汽车业铂金需求增长的主要因素。不过随着重型汽车行业的需求量日益上升，2020年汽车催化剂工业的铂金总需求量有望上升，尽管幅度较为温和。
- **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，若南非供电危机恶化，应能推高铂价，但地上存量庞大会令涨幅有限。同时，我们的基准预测情形并不包括汽油车催化剂领域铂金将很快规模化替代钯金这一情形，但若该研判被证明有误，则规模化替代将为增强投资者信心，进而大幅推高铂价注入新动能。

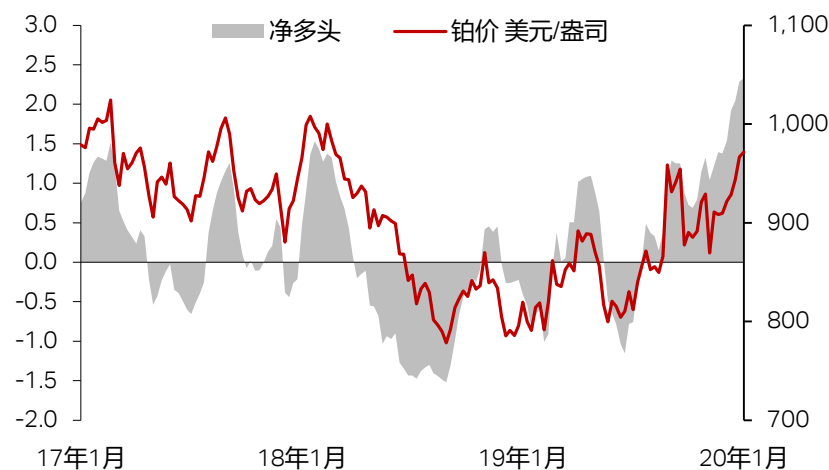
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，百万盎司



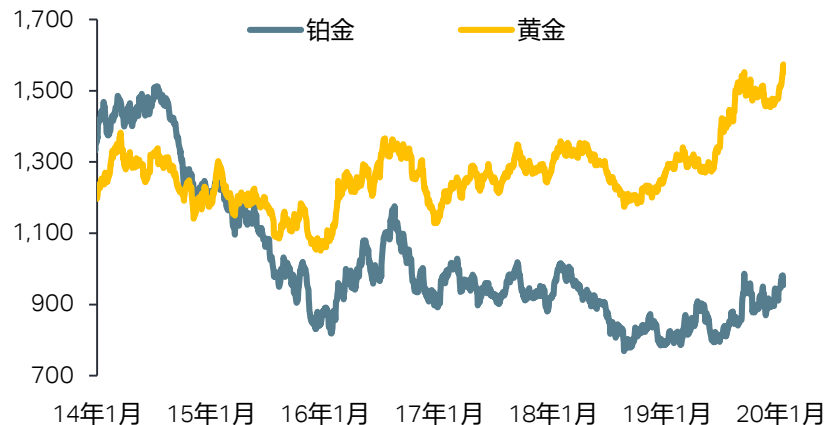
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



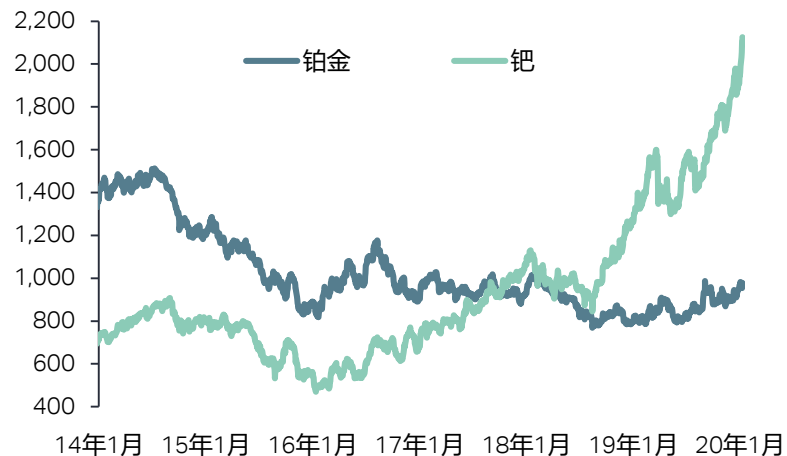
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

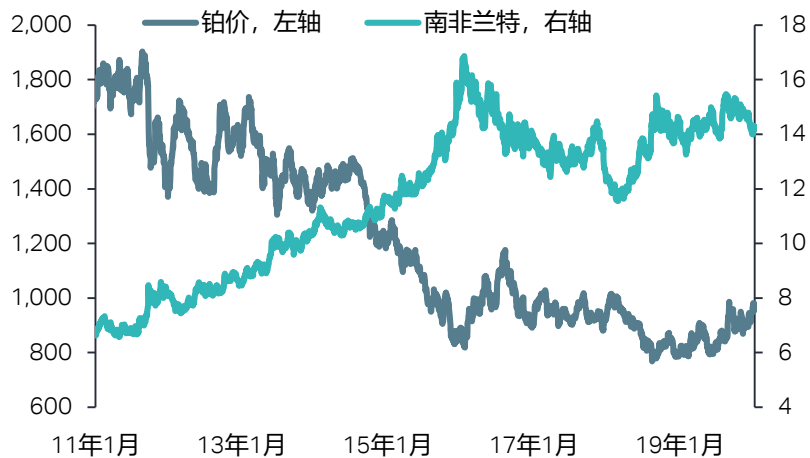
## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

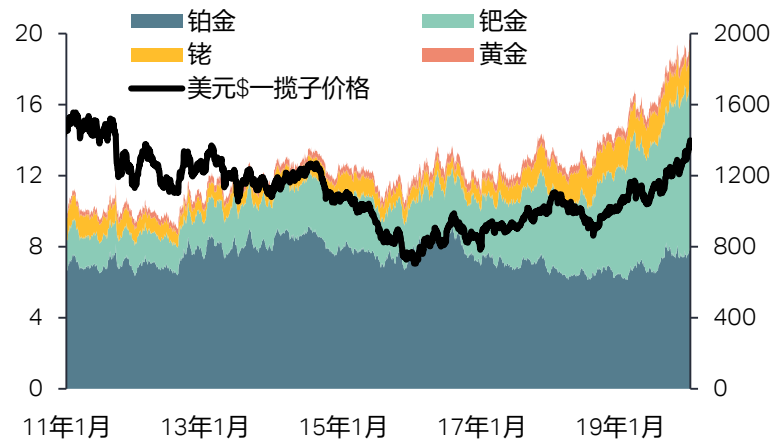
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



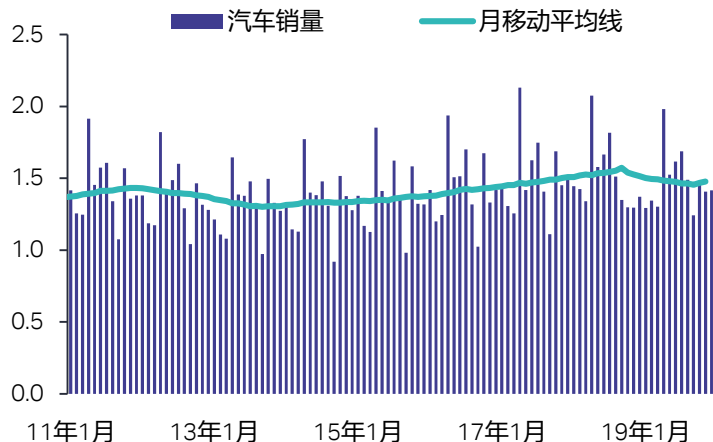
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



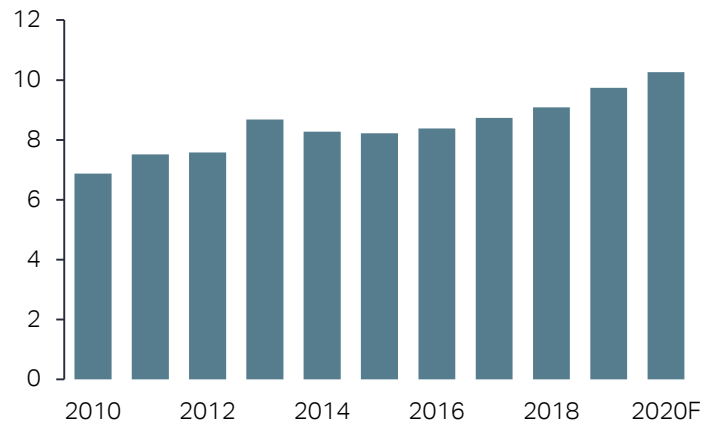
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

2019年12月上半个月，钯金价格几乎直线上涨，17日触及2,000美元/盎司的高点。回撤至1,800美元/盎司一线后，钯价迅速回升，年末报收于1,946美元/盎司。全年均价为1,547美元/盎司，同比上涨49%，创历史新高（以年均价计算），连续第三年在主要贵金属中表现名列第一。

进入2020年后，钯价继续走牛，不断刷新历史高点，9日触及2,149美元/盎司，对铂金的溢价亦扩大至创纪录的1,188美元/盎司。

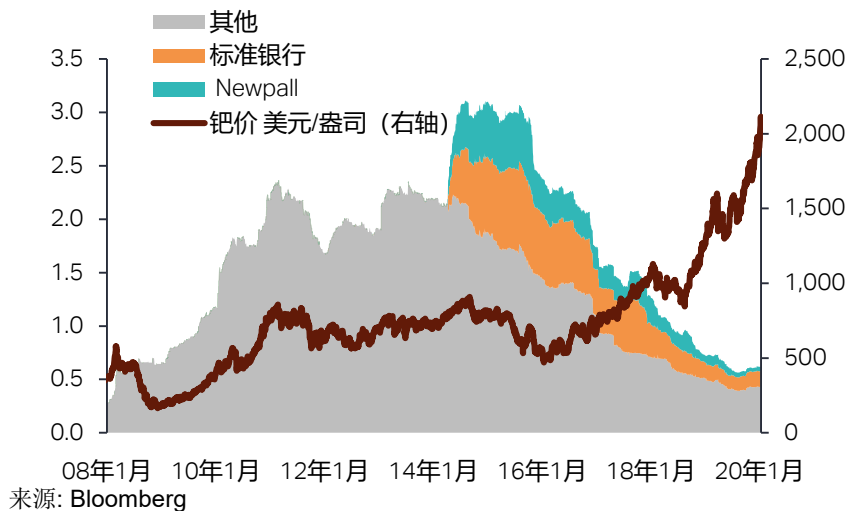
- 如上一期月报中强调指出的，随着尾气排放控制标准日趋严格，汽车工业的钯金需求量稳健增长，是推动钯价飙涨的主要力量。由于地上钯金存量日益减少，实物钯金供应仍很紧张。
- 南非国家电力公司遭遇供电危机，也为钯价飙涨注入强劲动能。2019年，南非矿产钯金产量占全球总产量的38%，出现大规模供应中断无疑将加剧实物钯金供应紧张态势。
- 近十年来，实物钯金市场几乎每一年都出现供应赤字。据估算，2019年底时地上钯金存量已降至1,280万盎司，较2010年初时的存量下降28%。
- 目前地上钯金存量大约可以满足14个月的制造需求量，乍看之下，供应或许仍然充足。
- 但是，我们要在此提醒的是，很大一部分钯金存量或储藏在中国，或是由终端用户持有的在制材料，并不易于在市场上买到。

# 钯金市场现状与展望

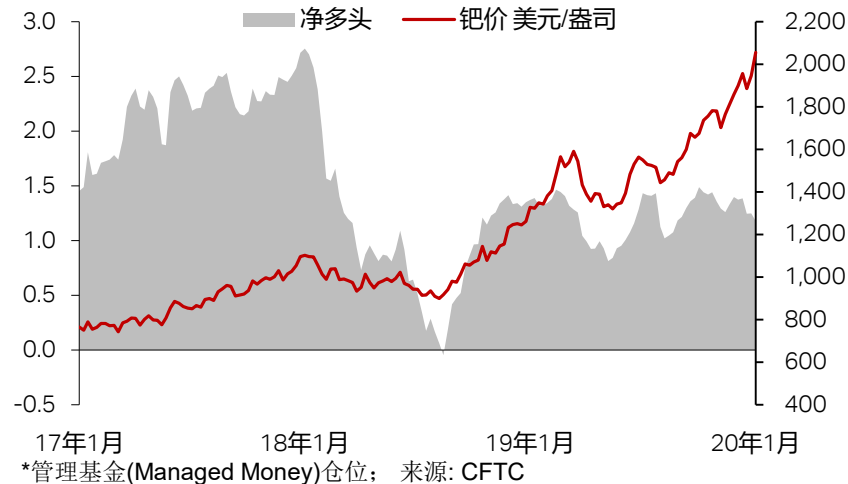
- 展望未来，预计2020年实物钯金仍将供不应求，地上存量还将进一步下降，实物钯金供应紧张不能得到缓解，因此，钯价继续大幅上涨可期。
- 事实上在投资者大幅减持其囤积的钯金（资金大幅流出钯金ETP就是一个例子）后，不坚定的投资者持有的一部分钯金多头仓位可能已清仓。
- 目前投资者对钯金市场的参与度有限，也意味着近期钯价即使回调修正，幅度也会受限。更为重要的是，因实物钯价供应日趋紧张，一旦钯价回落，部分终端用户就会趁低吸纳。
- 鉴于钯金市场的体量很小，因而流动性也低，要预测2020年钯价高点相当困难。考虑到1月份前几天钯价就已经飙涨200美元，更难于预测年内将攀升至何种高位。
- **价格预测风险因素：**全球经济显著放缓仍是钯价下行最大风险因素。不过鉴于市场投资者对过去12个月间钯价飙涨的贡献度有限，且钯金基本面仍很强劲，因此钯价即使下行，也会是短暂的，且幅度会较为有限。
- 就影响钯价走势的特有因素而言，若南非国家电力公司供电状况进一步恶化，无疑将推动钯价走高。而如果传来汽油车制造商用铂金规模化替代钯金的新闻，则将令钯金承压，尽管目前看来该风险似乎还尚遥远。

# 钼金市场现状与展望

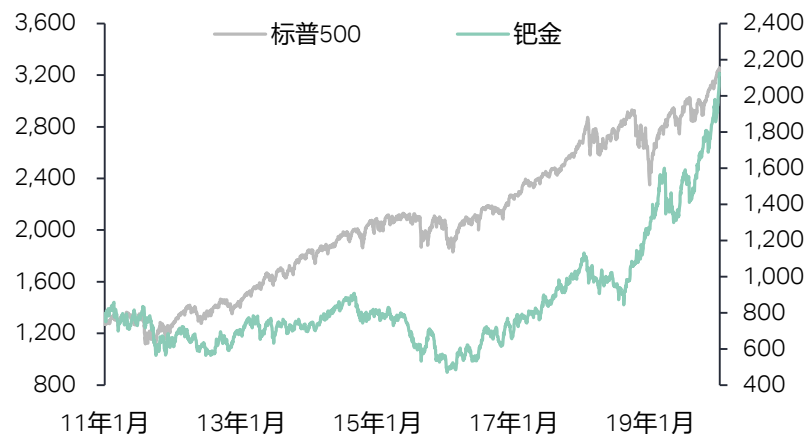
## 交易所上市基金, 百万盎司



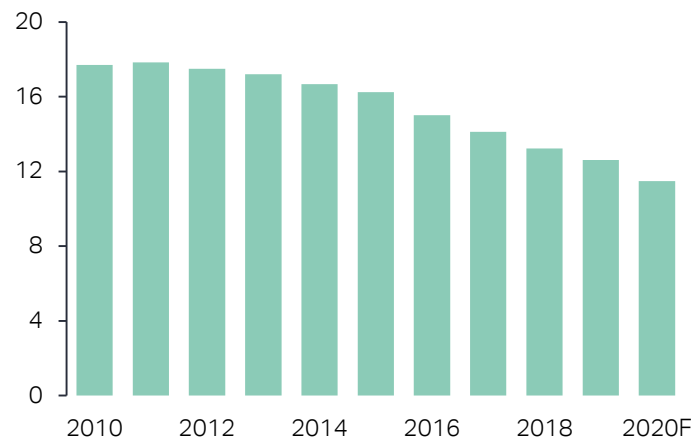
## Nymex 钼金净多头仓位\*, 百万盎司



## 钼价 & 标普 500



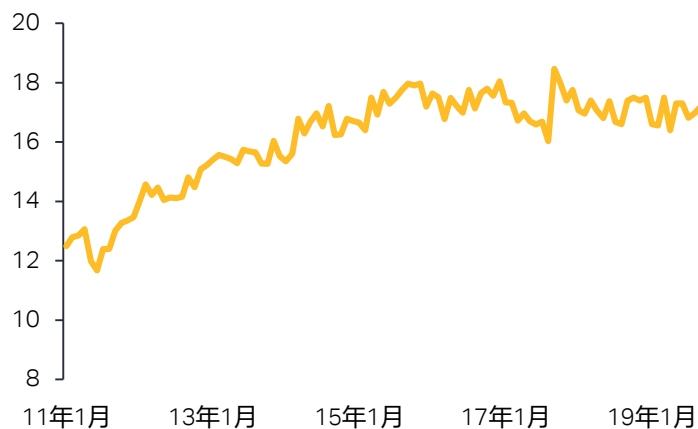
## 钼金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

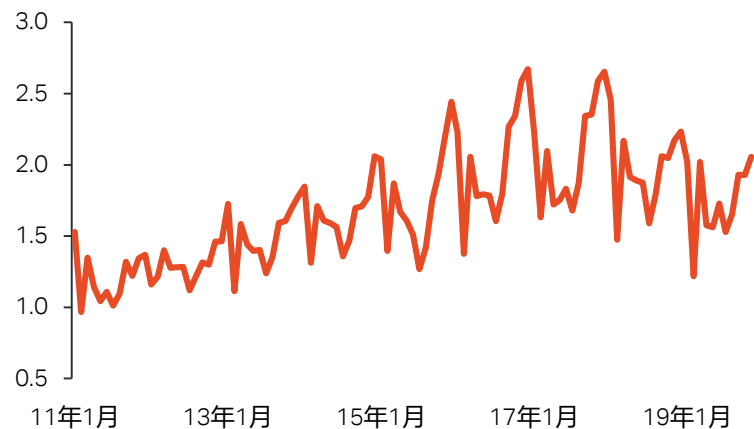
# 钯金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



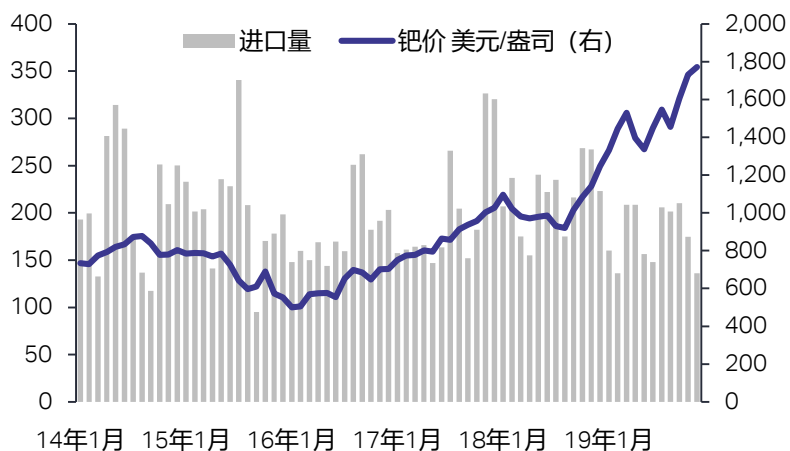
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



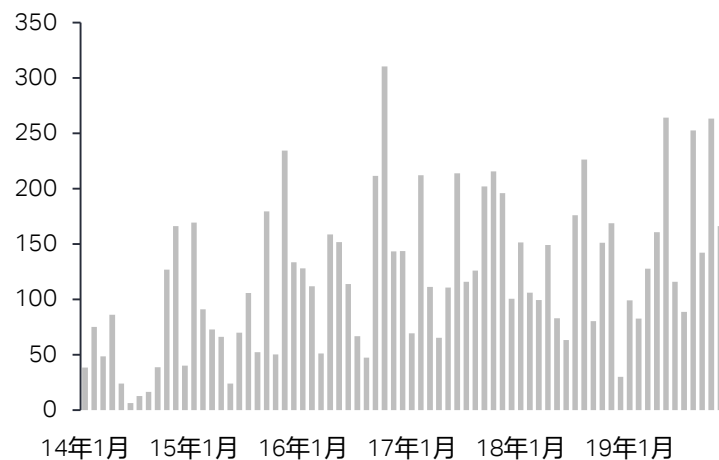
来源: Bloomberg

## 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

**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**

cagdask@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](mailto:info@metalsfocus.com)

[www.metalsfocus.com](http://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。