



Metals Focus

贵金属月报

第52期 – 2020年3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



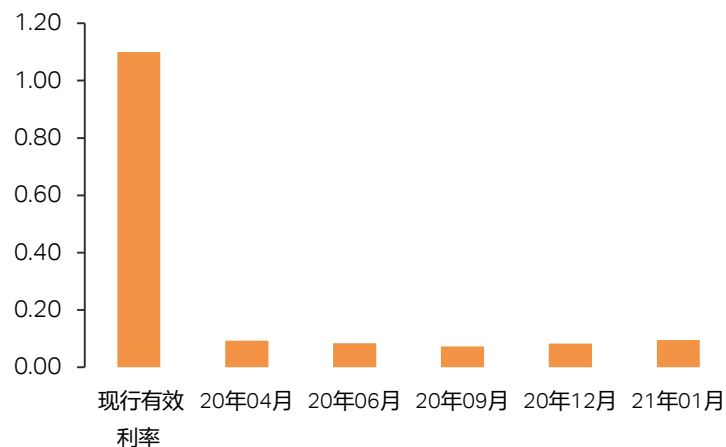
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 2月下半月全球股市开始出现抛售潮，之后，3月因对新冠肺炎疫情大规模爆发的担忧加剧了市场对经济衰退的忧虑，全球股市更遭遇恐慌性抛售。本年迄今，布伦特原油价格下跌50%以上，标普500指数也下降逾16%。
- 在3月份的联邦公开市场委员会(FOMC)会议之前，美联储试图通过两次降息(一次50个基点，一次100个基点)来刺激市场，以缓解由新冠病毒引发的包括经济放缓等在内的潜在负面影响。3月初加拿大、澳大利亚、英国也下调了政策利率。
- 尽管如此，全球股市跌势仍在继续，债券息差，尤其是美国高收益率债券的息差也急剧扩大。随着市场不确定性持续上升，对避险资产的需求在一段时间内激增。目前，美国各期限国债收益率曲线已全线降至1%下方，在历史上尚属首次。最终，随着恐慌性抛售的持续，债券和黄金也被抛售。
- 展望未来，因尚无迹象显示在越来越多国家蔓延的新冠疫情正得到遏制，市场风险情绪仍将低迷，至少短期内会如此。鉴于新冠疫情影响下全球经济增长正面临逆风，油价持续处于低位将对多个产油大国的经济增长产生更大负面冲击。
- 如果市场对经济衰退的担忧加剧，各国政府推出更多货币宽松和财政刺激措施在未来一段时间内可能仍将是主要关注点，但考虑到大多数主要经济体的债务水平已很高，货币政策也已很宽松，推出进一步刺激措施的空间有限。
- 在这一大背景下，黄金有望最终从投资者由股市撤资转投避险资产中继续受益（在此之前，可能黄金会经历有限幅度的下跌，之后再次回升）。白银和铂金最终也将因与黄金走势正相关而受益，不过在金融市场平静下来之前，尚难出现更大涨幅。

宏观经济现状与展望

美国利率预期*



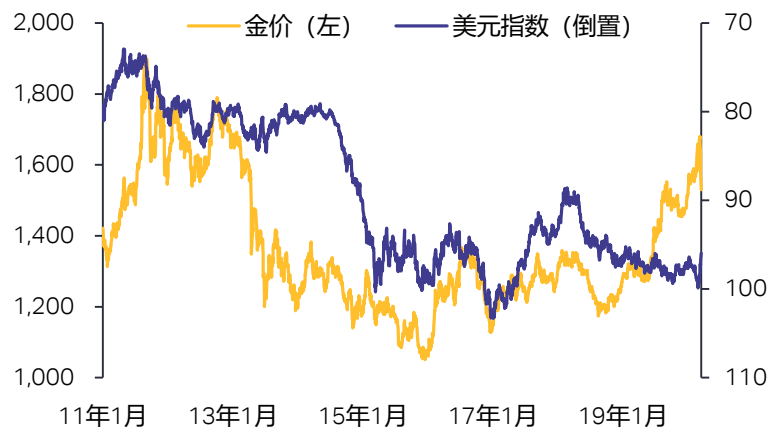
*联邦基金期货隐含利率; 2020年3月16日数据。来源: Bloomberg

美元5年平准通胀率, 百分比%



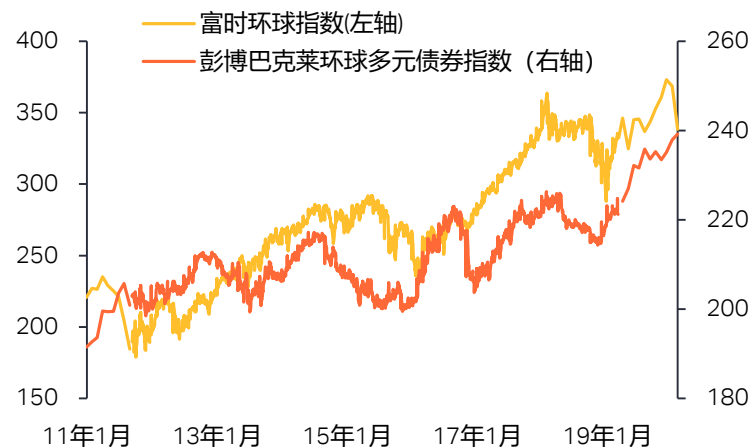
来源: Bloomberg

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

上期月报发布后，随着市场对新冠疫情的担忧升温，黄金强劲上涨，3月9日攀升至逾1,700美元/盎司，创七年来新高。随后，尽管市场对经济衰退的恐慌加剧，货币和财政政策预期也更为宽松，但金价还是遭遇了几次严重抛售，截至3月16日，金价已跌至1,550美元左右。

- 金价冲高回落，很大程度上是由于一些投资者在全球股市暴跌期间，为追加其他资产保证金而被迫卖出所持黄金仓位。这在纽约商品期货交易所(Comex)交易活动中表现得很明显，截至2月中旬，该交易所的净多头仓位已经吃紧。
- 机构投资者对黄金作为避险资产的兴趣也已上升。例如，2月份黄金ETPs（交易所交易产品）就已实现2019年8月以来的最大月度资金流入，全球黄金ETP总持仓量迭创历史新高，3月初仍延续强势。
- 展望未来，我们已上调所预测的金价。预计仍将维持低政策利率，这会使持有黄金的成本保持在极低水平。同时，投资者对全球经济大幅放缓的担忧日益加剧，也促使他们进一步从股市撤资，转投黄金等防御性资产。
- 在黄金供应方面，全球最大两家黄金矿企——纽蒙特集团和巴里克黄金——都已于2月份发布了上年产量数据，其中纽蒙特集团2019年黄金产量为630万盎司，巴里克黄金则为550万盎司。得益于去年通过并购交易新获得的资产增加了产量，两家公司的产量均同比上升逾20%。纽蒙特集团的产量指引显示，2020年产量目标为640万盎司，与2019年产量差不多。巴里克黄金的2020年产量目标则为500万盎司，低于去年水平，原因是旗下Kalgoorlie矿山将被出售，其他一些矿山的产量也将下降。

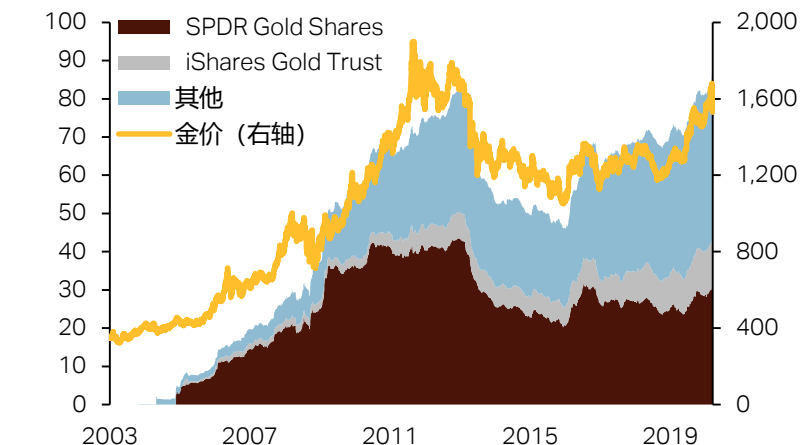
黄金市场现状与展望

➤ 主要实物黄金市场状况：

- 自2月24日起，深圳大多数珠宝首饰样品展示室已重新开门，但其中很多仍不对前往现场的访客开放，要下订单只能通过远程方式。我们所获反馈信息显示，因春节前囤积了大量存货，之后销量又剧降，首饰商的业务仍不景气。
- 受经济疲软、当地金价涨至创纪录高位、价格波动率持续上升等的叠加影响，印度黄金需求进一步放缓。虽然上周举行的印度国际珠宝首饰展人流量不错，但与我们交流的大型参展商大都确认，因价格波动率太大，以及担心新冠疫情在印度蔓延，订单取消数量正日益上升。
- 尽管当地金价已涨至创纪录高位，但中东地区大多数国家的公众仍不大愿意回售其所持黄金。该现象反映出投资者在新冠疫情爆发、地缘政治紧张局势加剧、经济状况疲弱的大环境下，对避险资产的需求日益上升，此时宁愿买入黄金，而不愿卖出获利。
- **价格预测风险因素：**新冠疫情是否会在各主要经济体继续加速蔓延是金价上行主要风险因素。若疫情加速蔓延，可能导致全球股市出现更为剧烈的抛售潮，各国政府可能会推出更为激进的货币和财政刺激措施。若出现此情景，黄金将从避险资产飙涨中受益，不过在初期因投资者为追加其他资产账户所需保证金而急于卖出黄金，金价可能暂时走低。
- 此外，中东地区地缘政治紧张局势急剧升级，美国与其主要贸易伙伴的贸易关系再度转为紧张，也将推动黄金走高。

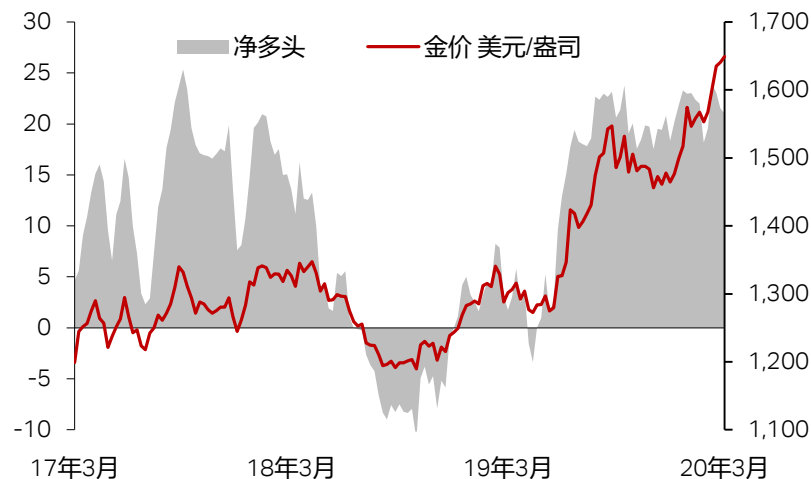
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



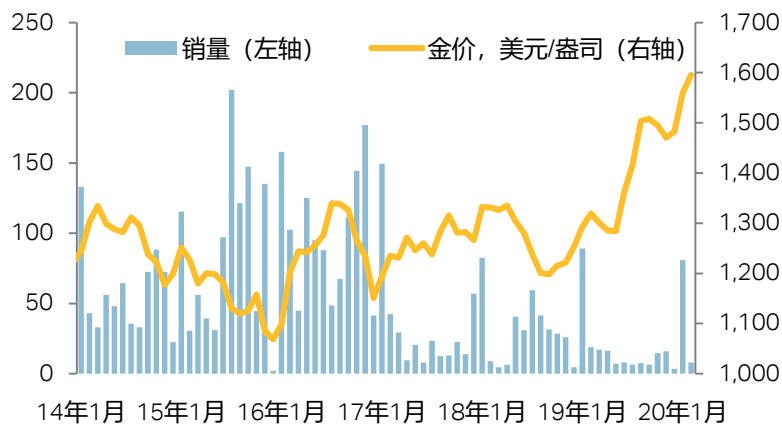
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



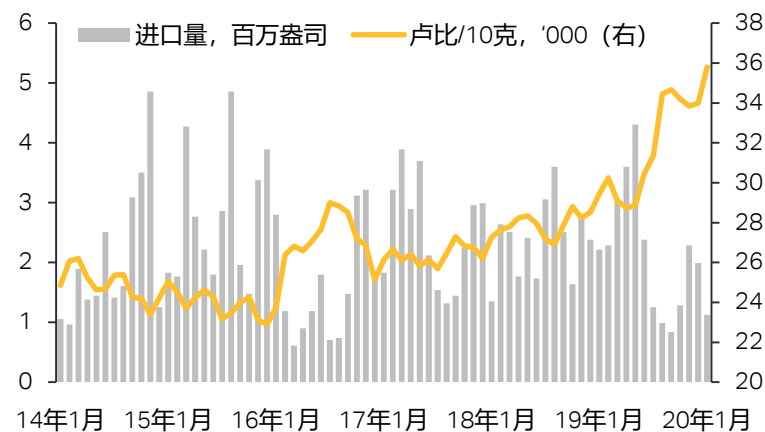
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

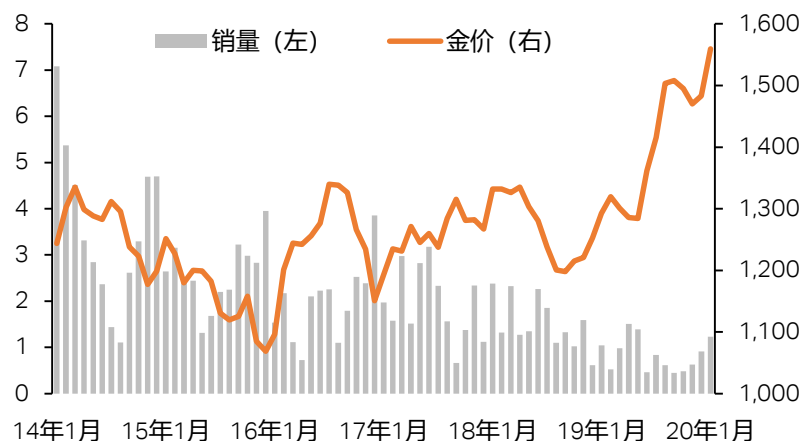
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

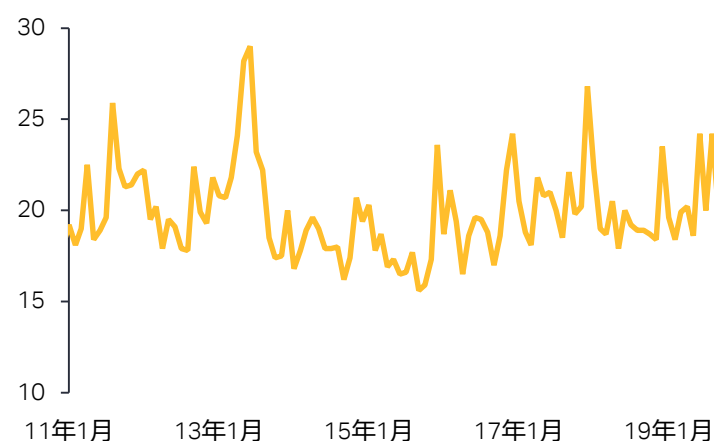
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



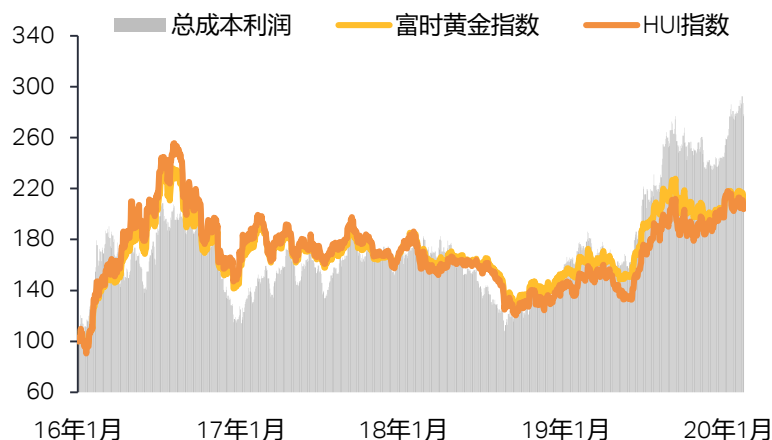
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



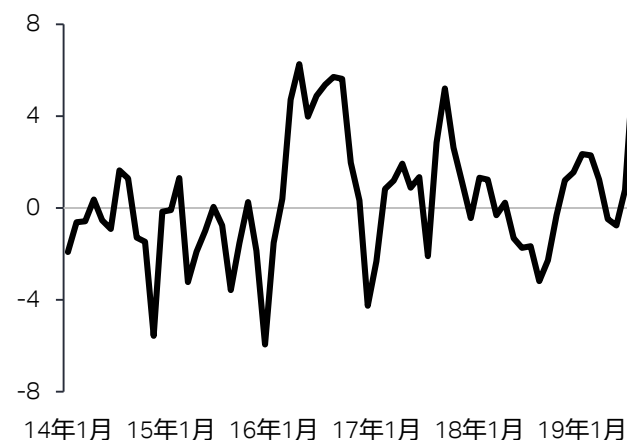
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

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

在2月底的一次小型反弹中，白银价格第二次尝试突破19美元/盎司失败。随后，全市场大量抛售，3月13日银价迅速回落至14.45美元/盎司的低点。此后银价反弹幅度甚小，撰写本报告之时，银价当前价格低于15美元。

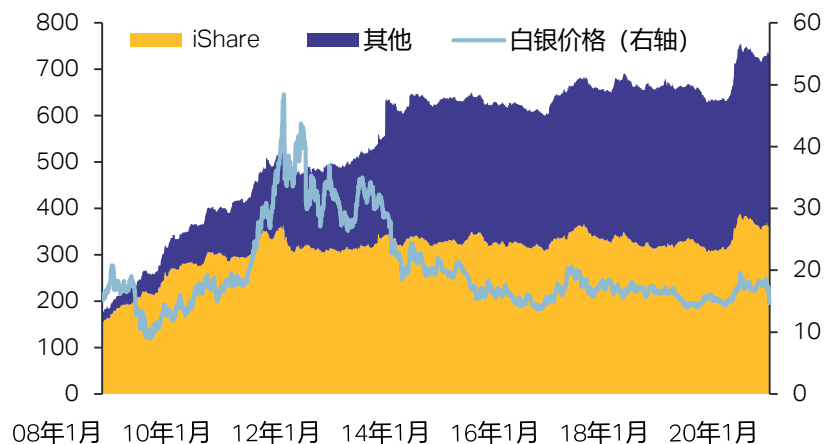
- 本年迄今银价表现好坏参半，反映出专业投资者深感白银走势的不确定性。虽然近月来白银走势日益呈现出贵金属属性，从黄金走强的正外溢效应中受益，但投资者对于随着经济增长前景转弱，银价将承压下行（基本金属面临越来越大的下行压力）的担忧仍挥之不去。
- 不过也应看到，对今年金价上行的预期升温，已推动管理基金持有的白银期货净多头仓数上升。2月中旬时净多头仓数达到3.3亿盎司，创2017年11月以来新高。但之后数量剧降，截至3月10日仅为1.34亿盎司，触及去年7月以来净多头仓数的最低点。总体来看，我们仍预期今年晚些时候多头仓位将回升，这也是支撑我们银价预测的一个必要条件。
- 3月初白银遭抛售，其猛烈程度超过黄金，导致金/银价格比率突破105:1，创出历史新高。这很大程度上是由于白银市场体量远小于黄金（意味着投资者平仓造成的影响比黄金更为明显），以及工业用金属价格受新冠疫情影响而下行的影响。
- 在银币和银条零售投资需求方面，美国需求仍旧疲软，老鹰银币销量不佳就是例证。不过我们预期今年后期随着银价重拾升势，以及美国股市可能继续面临挑战，美国实物白银市场预计将回暖。

白银市场现状与展望

- 相比之下，白银ETF的持仓量则温和上升，截至3月10日达7.41亿盎司。白银ETF的表现之所以强于银币和银条，一个原因是投资者熟悉股票，因而也熟悉在交易所上市的ETF。因此，投资贵金属时，与购买金条和金币相比，转向贵金属ETF更为容易。
- 与美国一样，印度实物白银市场也仍旧疲软，进入2020年以来需求持续放缓。1月份白银进口量同比下降近一半，至320吨，2月份进口量数据尚未发布，但很可能也低于去年同期。我们与一些印度业内人士沟通表明，印度宏观经济状况不佳对白银需求造成负面影响，银价表现弱于金价也冲击了需求。
- 新冠疫情对工业需求和供应链的冲击将不可避免地影响到白银工业需求，中国受到的影响可能最为明显，例如，中国汽车销量急剧下降就已导致汽车业的白银用量走低。零部件短缺的现象也已开始出现，导致光伏面板（长期以来的重要白银需求领域）和5G设备（新兴白银需求领域）的交货都已延迟。因韩国、日本等其他制造业中心也遭遇新冠疫情，全球需求还面临进一步恶化的风险。
- 在白银供应方面，纽蒙特集团为Peñasquito矿山制定的最新产量指引显示，得益于银矿石品位和工厂矿石处理量的提高，2020-2024年期间该矿山的白银产量有望增长30%。2019年，该矿山因承包商和当地社区发生纠纷曾几度停产，导致产量大幅下降。
- **价格预测风险因素：**除黄金相关风险因素外，由于供应链遭受的冲击巨大，电气与电子行业白银需求下行的风险尤其大。这将导致今年白银市场供应过剩量扩大，进而令银价承压。

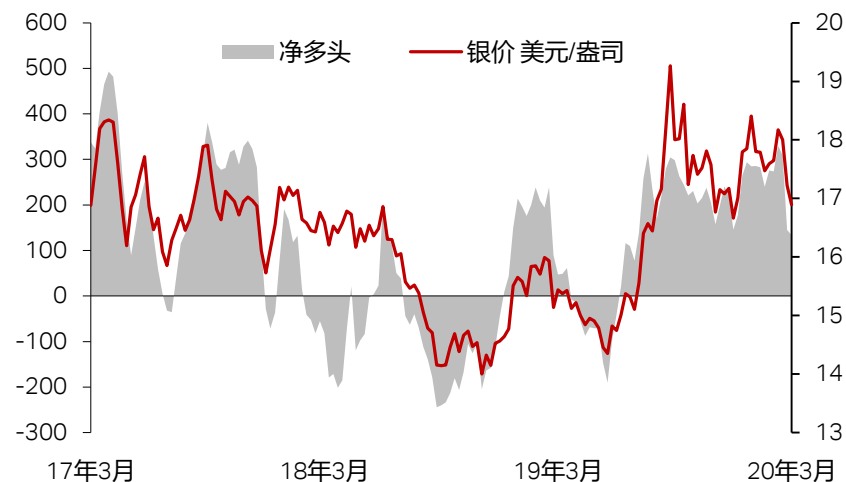
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



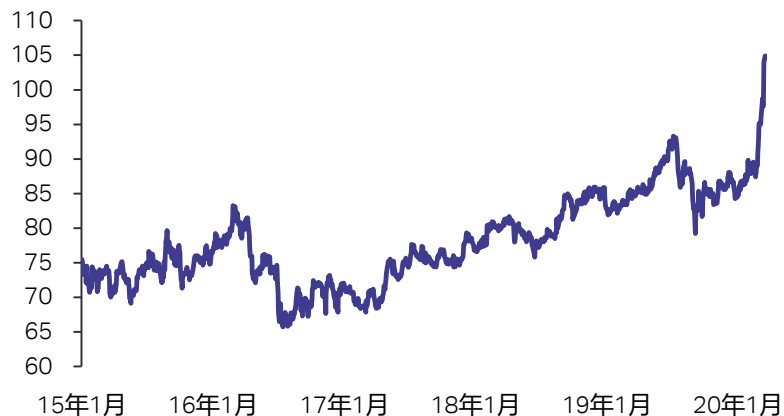
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



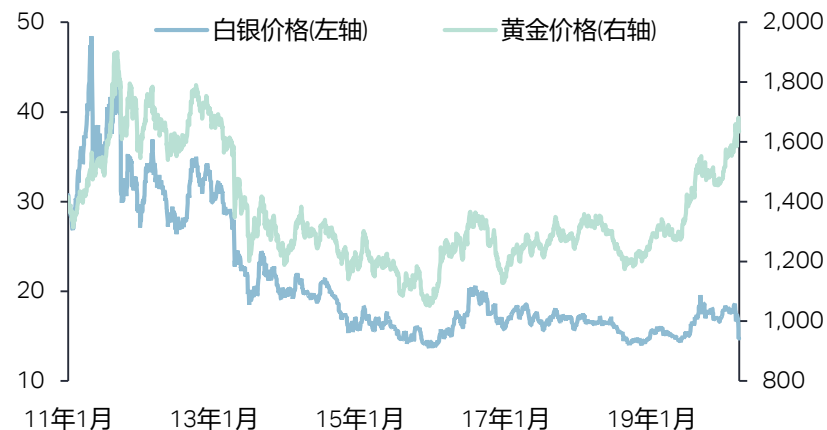
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

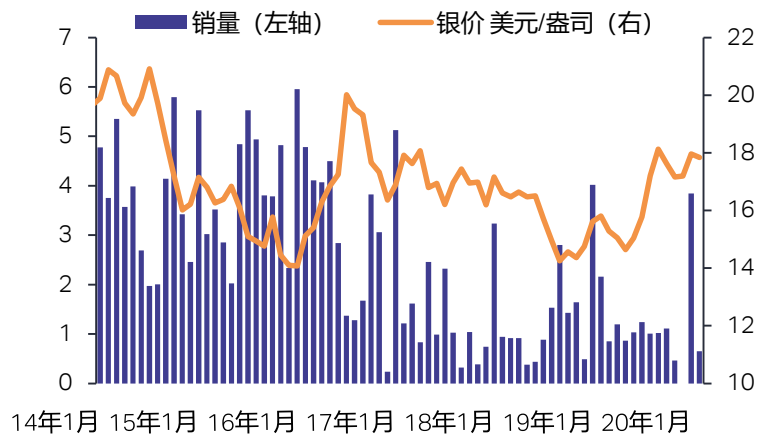
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

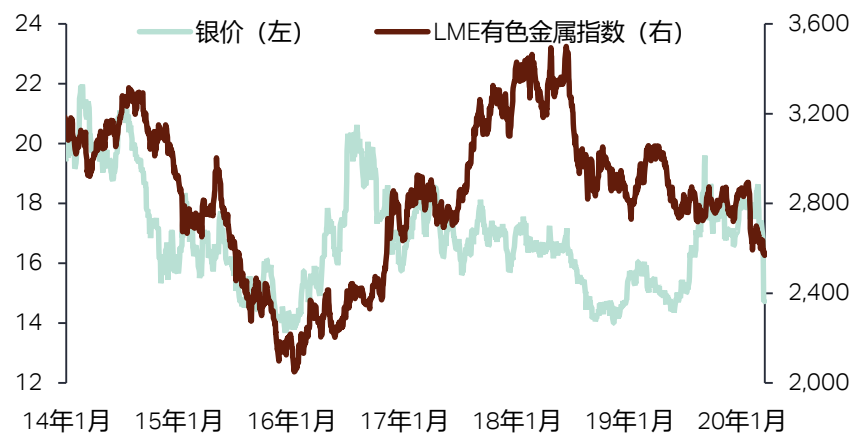
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



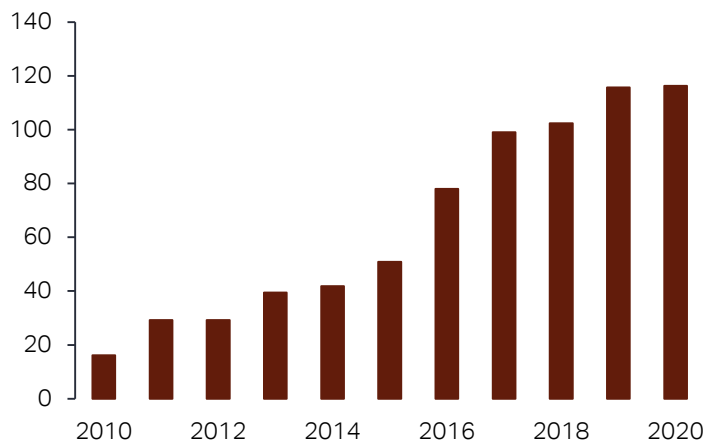
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



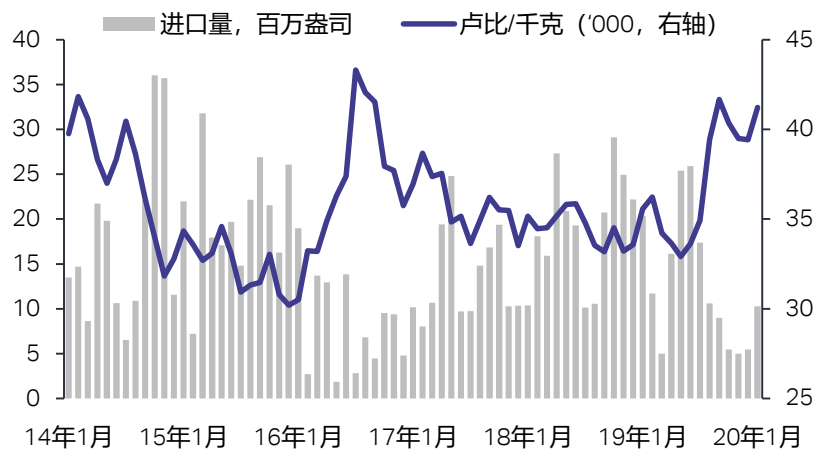
来源: Bloomberg

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

3月6日，英美铂业公司突然宣布遭遇不可抗力，导致**铂金**价格波动率短暂飙升，2020年铂金供需平衡状况也因此发生重大变化。

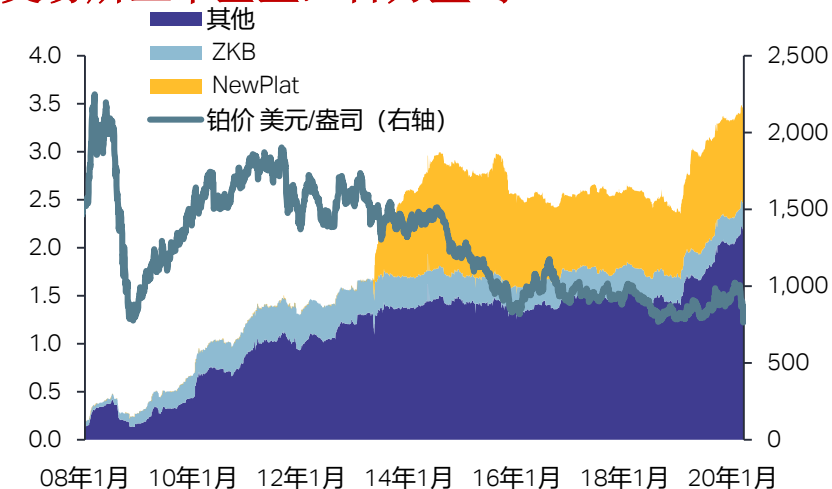
- 3月6日，英美铂业称因旗下ACP（Anglo Converter Plant）工厂暂时关闭，只得宣布遭遇不可抗力。ACP工厂A期工程转炉车间因发生爆炸事故被关闭，之后备用的B期工程转炉车间也因检测到漏水而遭关闭。B期工程修复预计需80天，A期工程则要停产至2021年二季度。
- 这导致英美铂业将其2020年精炼铂金产量目标下调50万盎司，至150万-170万盎司。减产数量相当于2020年全球矿产铂金供应量预测值的8%。该公司的采矿和冶炼作业将按原计划继续进行，在制铂金存货数量会因此堆积而增加。
- 其中一些原材料也许可以交其他矿企收费加工，但难于预测这种安排在多大程度上可行。不过几乎可以肯定的是，2020年铂金市场供应过剩量将收窄，低于我们此前预测的逾60万盎司。
- 过去十年间几乎每一年铂金供应都过剩，结果2019年底时全球地上铂金存量已升至970万盎司（相当于16个月的需求量）。因此，即使英美铂业意外遭遇不可抗力会迫使一些制造企业寻找新供应源，但目前地上存量庞大，意味着实物铂金供应量足以填平缺口。
- 供应出现中断应能支撑铂价走强，但因市场总体上仍处于供应过剩状态，仅会温和提振投资者吸纳铂金的意愿。

铂金市场现状与展望

- 巴斯夫公司（BASF）/西班牙耶公司（Sibanye）/ 因帕拉公司（Impala）关于开发含有铂金的汽油车催化剂的公告，总体上也利好于铂金。不过我们要在此提醒的是，该举措能对铂金需求产生影响程度将取决于这种催化系统能否得到广泛采用。汽油车催化剂转向使用铂金，预计也需要一段时间。根据我们的基准假设预测，该转向对今年的铂金需求，可能将不会产生实质性影响。
- 事实上，我们关于今年后期铂价将回升的预测，仍主要建立在金价攀升带来的正外溢效应之上。
- 因德国、法国、意大利（欧洲轻型柴油车前三大市场）新冠病毒感染人数在快速增长，短期内欧洲汽车销量可能会明显下降。虽然已下调了预测的汽车销量，我们仍坚信为满足日趋严格的尾气排放法规，每辆车的铂族金属装填量势必增高，因此今年汽车催化剂工业的铂金需求量将可能逐步触底回升。
- 2019年中国铂金首饰销量占全球总销量的42%（黄金首饰销量占比则为30%），预计今年铂金首饰消费将受到影响。如前面黄金市场部分所述，春节期间首饰销量已断崖式下降，之后的复苏步伐仍缓慢。多个持续存在的结构性因素（例如来自黄金首饰的竞争等）更令铂金首饰市况恶化，2010-2019年期间中国铂金首饰销量已下降了近一半。
- **价格预测风险因素：**新冠疫情在欧盟国家蔓延仍是短期内铂价下行最大风险因素。在上行风险因素方面，如果英美铂业的供应中断情况较其预期的更为严重，应能为铂价上行注入额外动力。最后，如前所述，我们并未把轻型汽油车催化剂领域铂金今年就将规模化替代钯金这一情形纳入考虑，但如果规模化替代真的发生，则无疑将利于铂价上行。

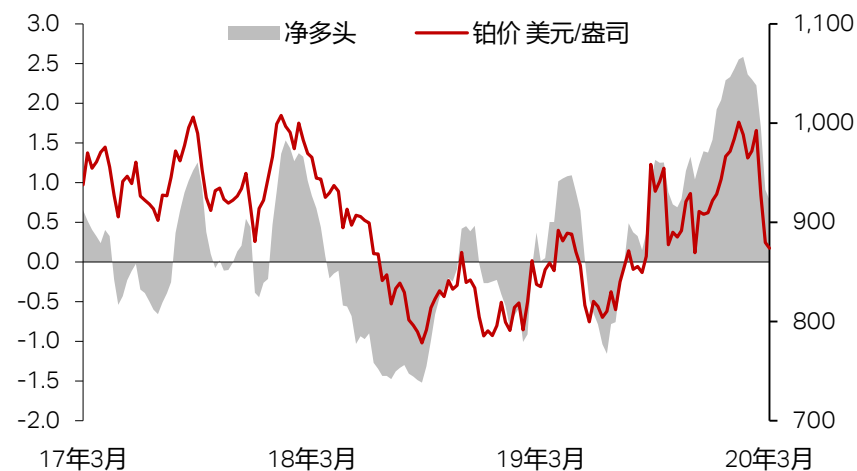
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



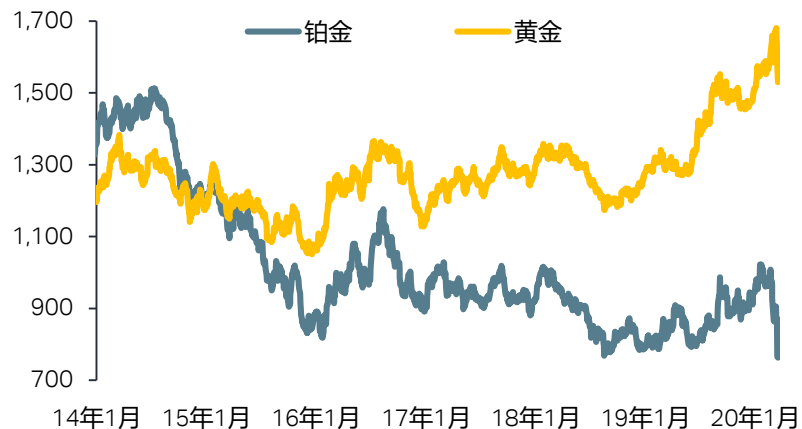
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



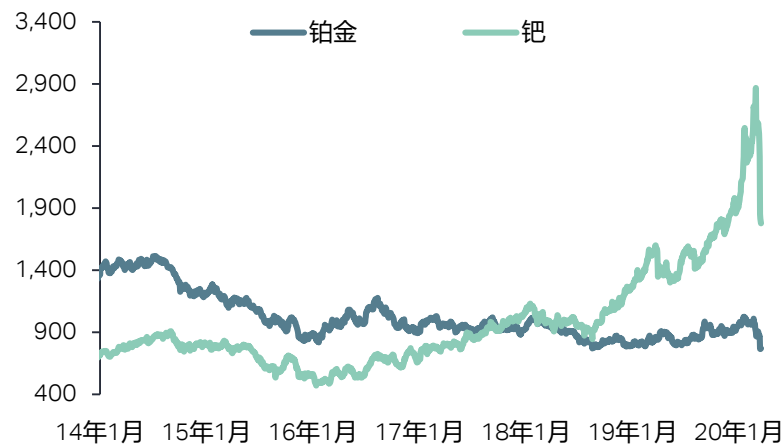
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

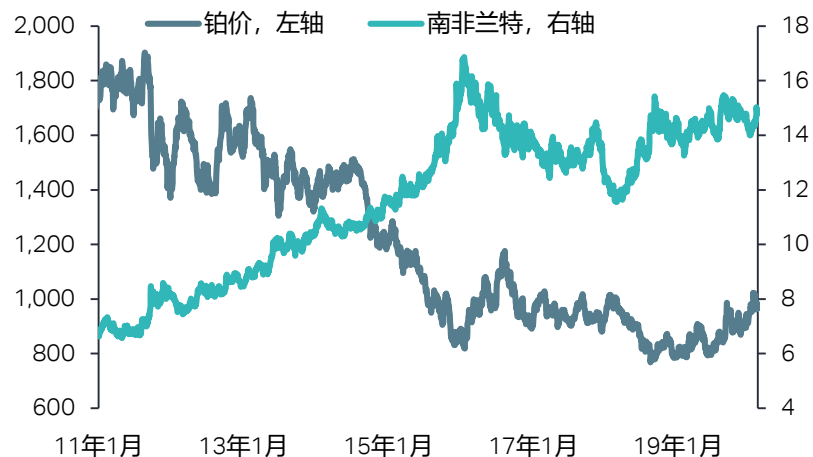
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

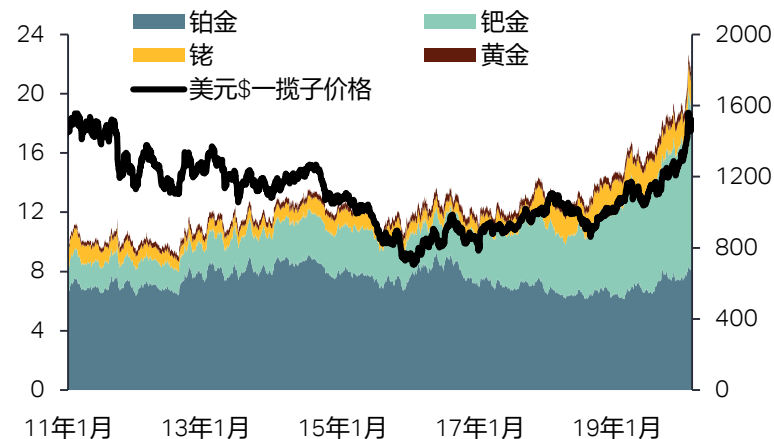
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



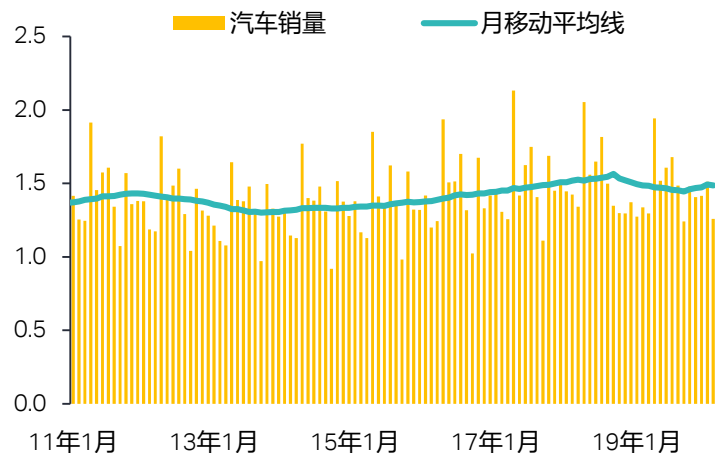
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



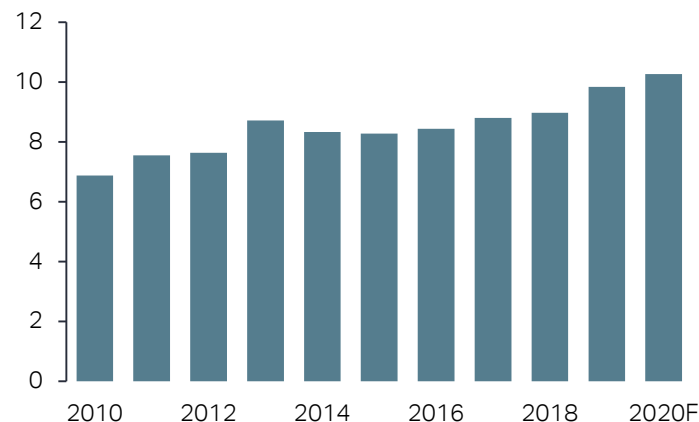
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

今年年初**钯金**价格涨幅惊人，从1月2日的1,940美元/盎司上涨到2月27日的2,884美元/盎司，刷新历史高点。最近的市场下跌严重冲击了钯金，钯价跌至1,628美元/盎司的低点，随后反弹至1,750美元/盎司上方。总体来看，目前钯价仍处于历史高位-相比于一年前价格，最近的价格谷底相当于当时的历史高点。

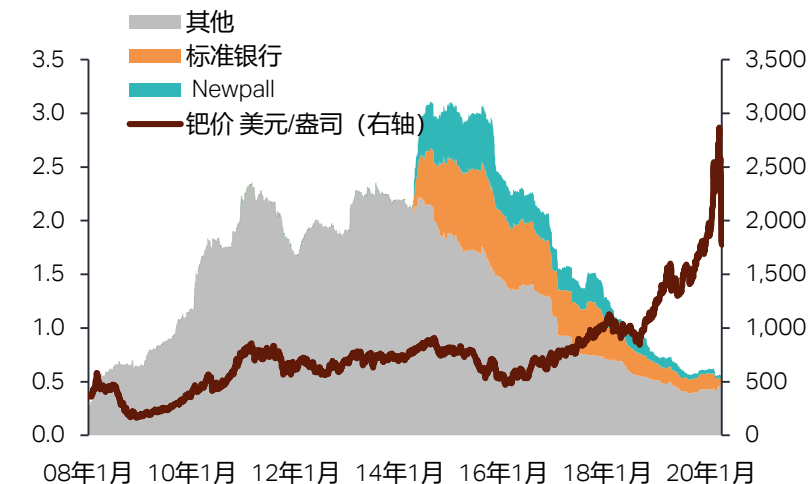
- 首先来看供应状况，3月6日英美铂业宣布遭遇不可抗力（详见前面铂金部分），其2020年精炼钯金产量目标因此下调30万盎司，至110万-120万盎司。减产数量相当于2020年全球矿产钯金供应量预测值的4%。
- 从理论上说，英美铂业减产意味着2020年实物钯金供应赤字量将扩大约40%。不过我们预计一些原材料能由第三方加工处理，因此对今年供应赤字量的影响并没有那么大。之前我们预测今年钯金供应赤字量将超过80万盎司，年底时地上钯金存量将降至1,160万盎司，较2010年减少约600万盎司。
- 英美铂业作出公告前，钯金供应就已很紧张，供需缺口大，推动钯价创出新高，2月下旬对铂金的溢价亦升至创纪录的1,984美元/盎司。钯价飙涨部分得益于短线投资者投机买入，这在场外交易市场表现得最为明显。相比之下，Nymex（纽约商业交易所）钯金期货净多头仓数则大幅下降，3月3日仅为35.7万盎司，创2018年8月以来新低。
- 新冠疫情对中国供应链的冲击导致对钯锭的需求下降，是推动钯金租赁利率走低的关键因素。在钯价处于高位的情况下，钯金租赁利率低企仍属一大挑战。这有助于解释近期海绵钯金的溢价上升，可能就在于一些公司认为有必要对租赁安排或直接购买重新进行评估。

钯金市场现状与展望

- 就中国汽车业的钯金需求而言，虽然汽车销量将进一步下降，但每辆车的钯金装填量提高，总需求量应能上升。正因如此，我们预计今年全球汽车业的钯金总用量将同比上升近2%，至920万盎司，再创新高。
- 就钯价前景而言，虽然我们预期今年晚些时候钯价还将迭创新高，但短期内可能会横盘震荡。钯价走势将主要取决于新冠疫情的蔓延程度，目前病毒主要在欧洲主要地区和美国传播。
- 在矿产钯金供应方面，2月19日西班牙-静水矿业公司公布了2019年业绩数据。2019年6月该公司完成了对隆明矿业及旗下Marikana矿山的收购，得益于此，2019年位于南非矿山的钯金产量同比劲升34%，而位于美国矿山的钯金产量（不包括再生钯金）则大致与2018年持平，为46万盎司。影响东卵石（East Boulder）和静水西（Stillwater West）矿山的运营问题在2019年底已得到解决，2020年这些位于美国矿山的钯金产量有望走高。
- 在汽车催化剂回收方面，今年的回收量仍将处于历史高位，但将从2019年的历史峰值水平略有下降。原因在于汽车回收企业消除库存的速度放缓，由于钯价高企，铑价还涨至新高，供应链厂商在购买催化转化器方面也遭遇困难。产能受限也是一个问题，尤其是冶炼产能，这将导致加工周期延长，进而影响今年的铂族金属回收量。
- **价格预测风险因素：**虽然中国的新冠疫情看起来已得到遏制，但对国内需求不能随政府将推出的刺激措施而快速回暖的担忧仍然存在。其他国家的制造和消费需求也可能遭受严重冲击。因此，汽车催化剂工业的钯金需求存在自2010年（我们开始编制需求数据之年）以来首度下降的可能性。

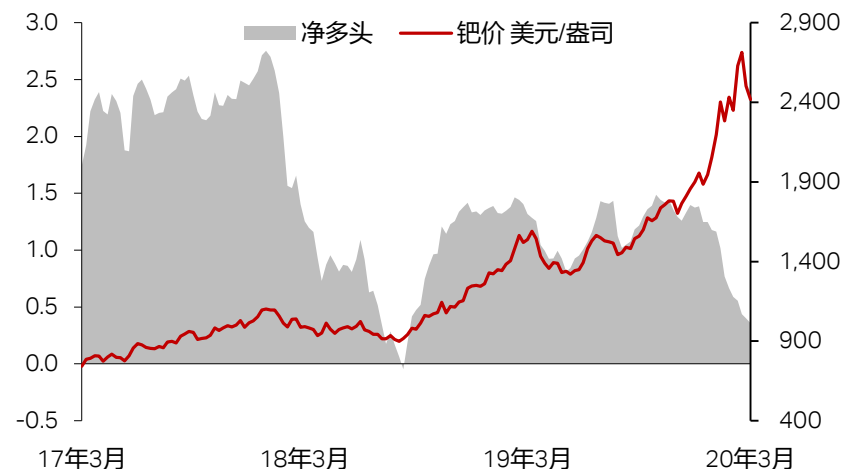
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



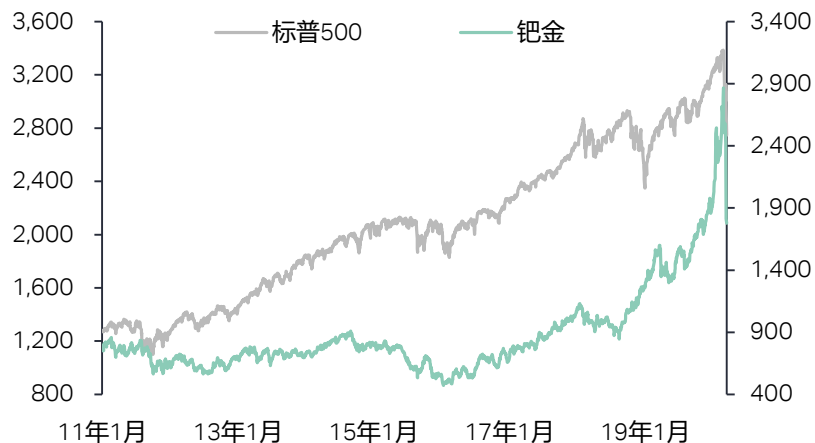
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



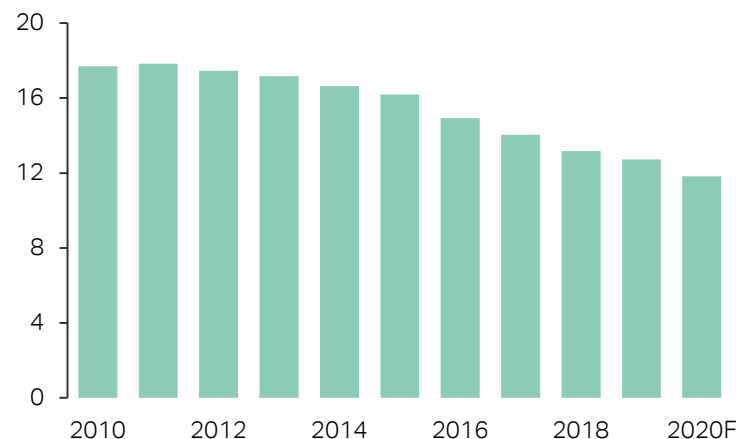
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

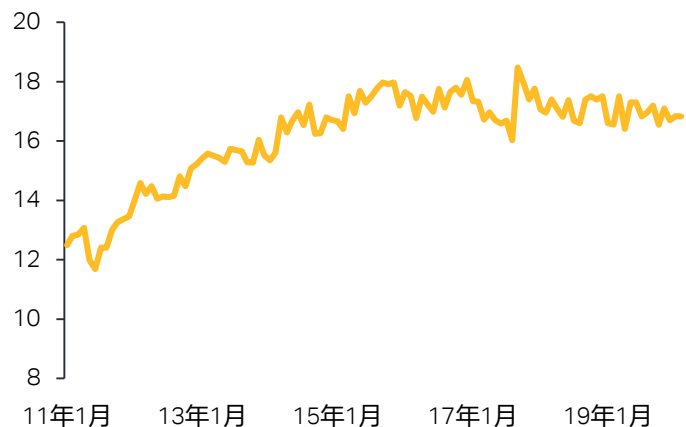
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

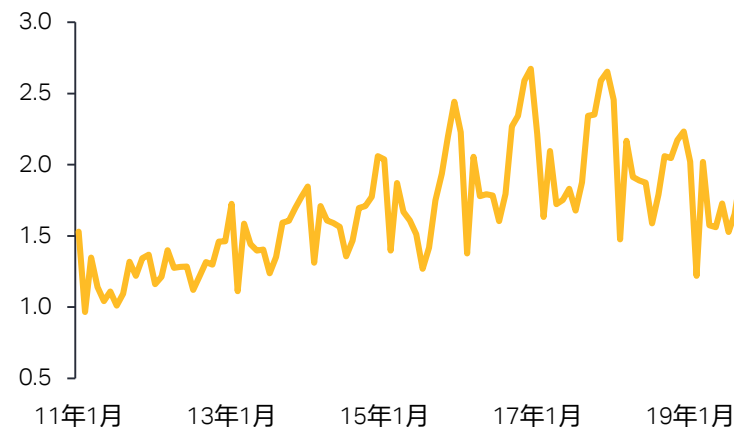
钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



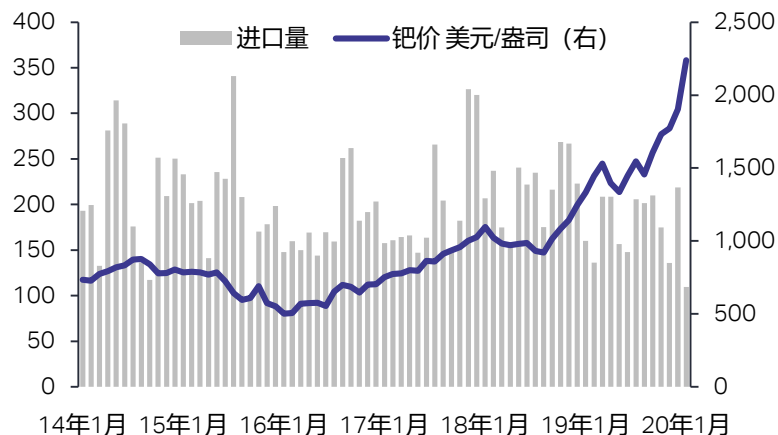
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



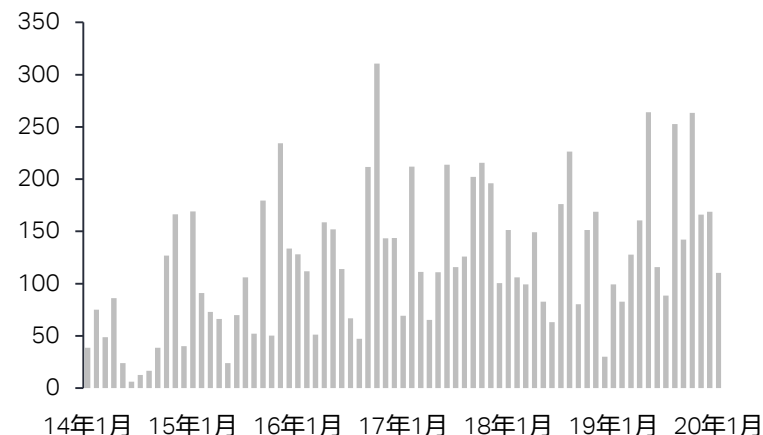
来源: Bloomberg

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

Charles de Meester, 董事

Philip Klapwijk, 首席顾问

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 顾问, 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问, 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Sanjay Saraf, 区域销售总监

Mirian Moreno, 业务经理

Mansi Belge, 研究助理, 孟买

Adarsh Diwe, 研究助理, 孟买

Mark Fellows, 顾问

Charles Cooper, 顾问

Nikos Kavalis, 董事

Adam Webb, 矿业组主管

Neil Meader, 研究和咨询经理

Chirag Sheth, 顾问, 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员, 上海

Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 顾问, 孟买

Francesca Rey, 顾问, 马尼拉

Celine Zarate, 顾问, 马尼拉

Jie Gao, 研究员, 上海

Sarah Tomlinson, 研究员

Neelan Patel, 区域销售经理

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。