



Metals Focus

贵金属月报

第44期 - 2019年7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

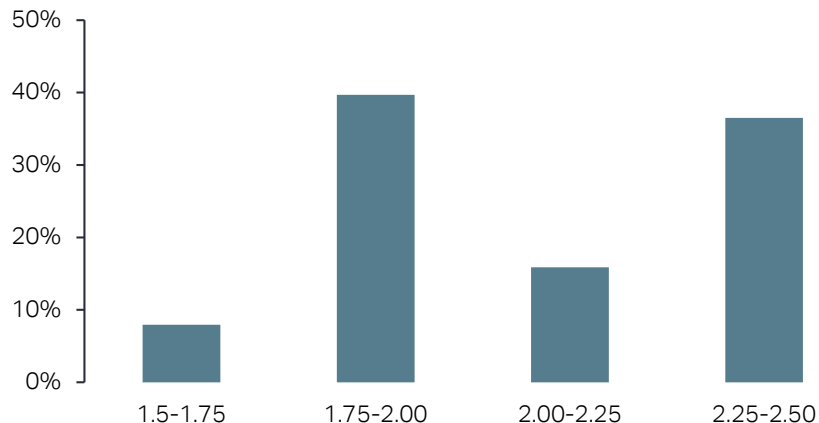
宏观经济现状与展望

- 6月份，全球金融市场普遍走强。受主要经济体央行将进一步放松货币政策的提振，股市和债市双双上扬。
- 美国联邦基金利率期货显示，市场预期7月份美联储降息已成定局，今年后期可能还将降息一两次。同时，上个月欧洲央行也已表示将重启量化宽松计划。
- 在这一大背景下，富时全球股票指数飙升6.3%，创今年1月以来最大月度涨幅。债券价格持续上扬，推动全球负利率债券规模达到12.5万亿美元，创出历史新高。
- 德国十年期国债收益率史上首次低于欧洲央行设定的存款利率，美国三十年期国债收益率也已降至低于联邦基金利率的水平，显示市场普遍预期经济将放缓。
- 上述现象反映出因美中贸易争端久拖不决，市场对全球经济前景的担忧日益加剧。中东地区地缘政治紧张局势升温，也已对地区经济增长造成冲击。
- 展望未来，上述因素将继续利好于避险资产，但股市持续走强仍将是打压贵金属升势的主要障碍。
- 总体而言，我们坚信宏观经济状况正逐步向利好于贵金属的方向转变。具体而言，在去年推出的财政刺激政策提振效应消退后，美国经济增长很可能放缓，而贸易战久拖不决，也将让中国经济继续蒙受负面影响。

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



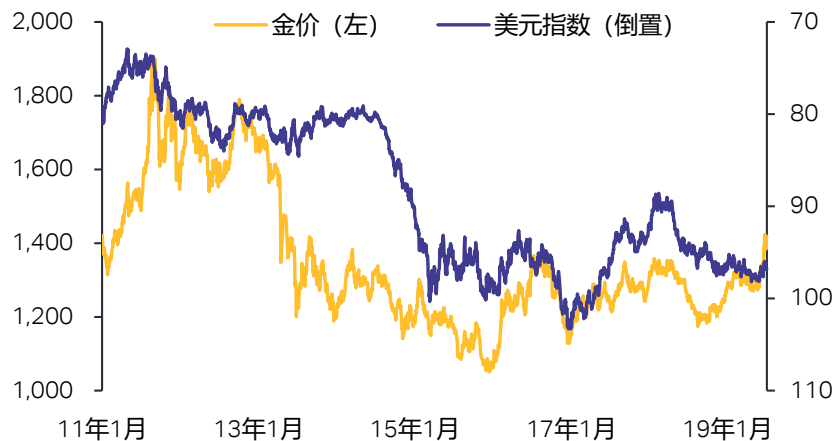
*数据截至到2019年6月7日，来源: Bloomberg

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

6月1日至25日期间，黄金价格从1,306美元/盎司上涨至1,440美元/盎司附近，创六年来新高。之后金价虽有所回落，我们还是上调了之前所预测的未来金价。

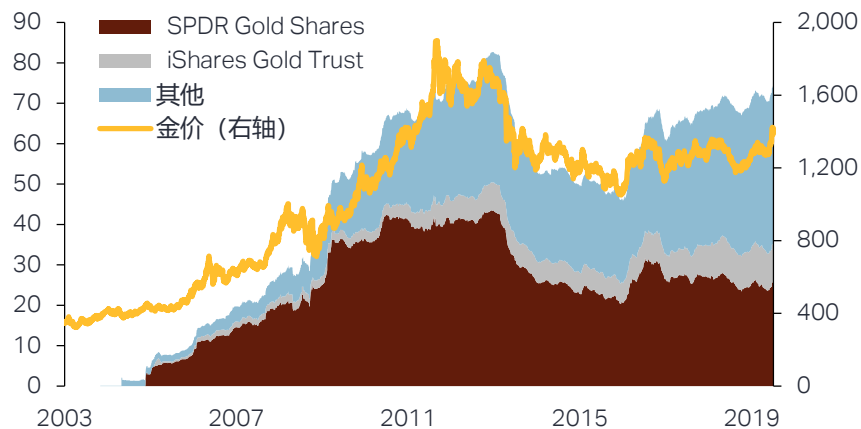
- ▶ 虽已上调所预测的未来金价，我们在此要强调指出，价格预测所依据的关键假设仍基本维持不变。这次调整很大程度上由于经济前景的不确定性增速超出预期（这已导致市场预期主要经济体将采取远比过去宽松的货币政策），从而推动预计价格回升。目前我们预计今年4季度金价有望涨至1,485美元/盎司，创出年内高点，明年上半年还将进一步走强。
- ▶ 虽然美国股市迭创新高，但欧洲和美国的货币政策日趋鸽派的立场都使黄金受益。近期美国和伊朗的对峙加剧，导致地缘政治风险加大，也让黄金受益，不过我们也要发出警告，这种地缘政治风险溢价往往是短期性的。
- ▶ 重要的是，就投资者情绪而言，金价决定性突破1,350美元/盎司这一长期技术阻力位，已激励机构投资者买入黄金。
- ▶ 机构投资者在较长时间内一直对投资黄金持谨慎态度，但目前做多情绪已升温。截至6月25日，投资资金持有的Comex（纽约商品交易所）黄金期货净多头仓数已升至1,780万盎司，创2017年底以来的新高。
- ▶ 投资者情绪改善也推动资金流入黄金ETPs（交易所交易产品），7月份其持仓量已达7,410万盎司，较6月份增加350万盎司，创六年来新高。

黄金市场现状与展望

- 波兰国家银行发布的报告显示，6月份该国买入约95吨黄金。2018年，波兰成为本世纪以来首个大幅增持黄金储备（26吨）的欧盟国家。波兰这一最新举措，以及其他国家央行购买黄金的情况，显示各国迫切希望实现国际储备多元化。
- 重要黄金市场实物黄金需求状况：
 - 首先来看中国市场，虽然金价飙涨，但因投资者对股市的兴趣持续高涨，同时对人民币贬值的担忧减弱，6月份银行渠道的金条销量仅与去年同期持平。
 - 7月5日，印度政府出人意料地宣布将贵金属进口关税从10%调高至12.5%。黄金矿石和白银矿石的关税分别从9.35%和8.5%上调至11.85%和11%。进口关税的调高把印度国内金价推升至创纪录高位，短期内将抑制黄金需求。更长远地看，因印度约一半的实物黄金销量来源于婚庆购买，需求将有所回升。
 - 再来看中东市场，虽然近期金价飙涨，但埃及和土耳其，该地区最重要的两个回收金市场的回收量均未能大幅上升。不过伊朗回收金销量提高，已导致当地金价较伦敦金价低2%。一些投资者将之视为兑现利润的机会，但伊朗回收金销量增长还有另外一个重要原因：公众因经济困难而被迫出售所持有的黄金。
- **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：全球经济尤其是美国经济增速的降幅大于预期，这将导致股市跌幅扩大，持续低迷的时间延长。市场预期美联储将被迫降息（次数多于目前金价所反映出的降息次数），令美元进一步承压。另一方面，若美国经济恢复强劲增长，股市也继续走强，则美联储很可能会回归中性利率政策立场。这将推动美元走强，导致黄金避险需求下降。

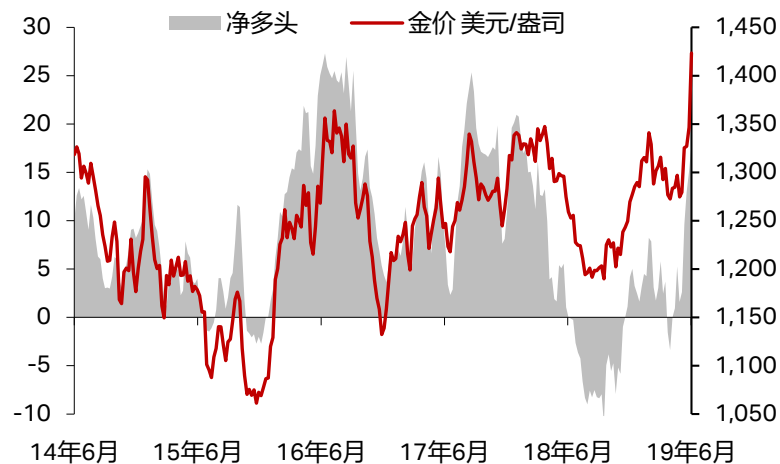
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



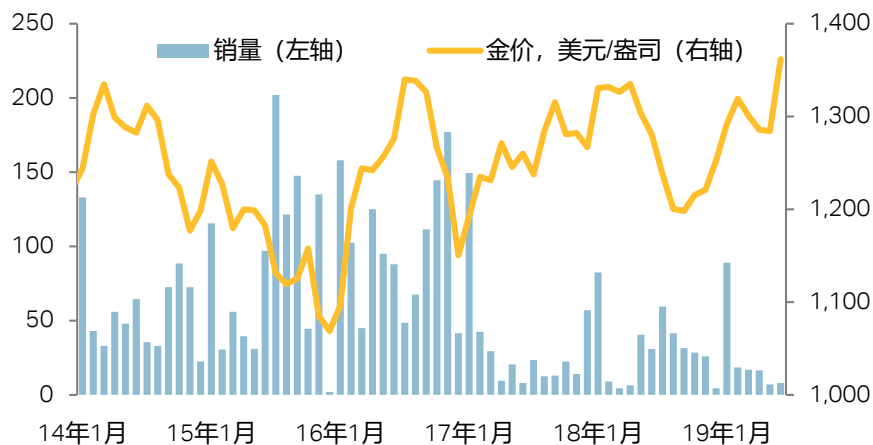
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



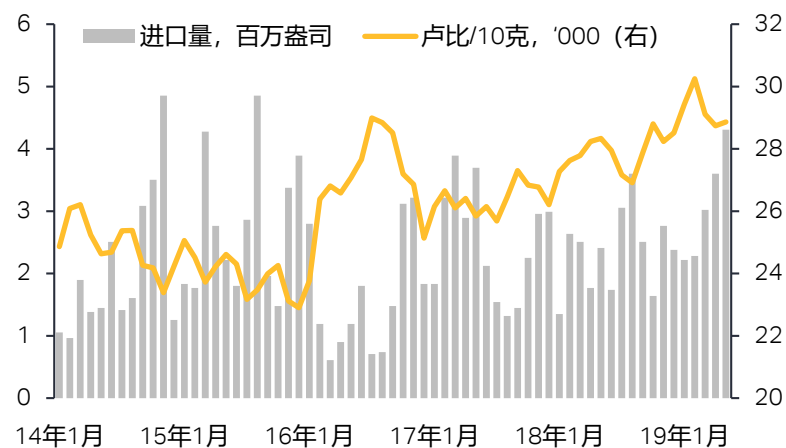
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

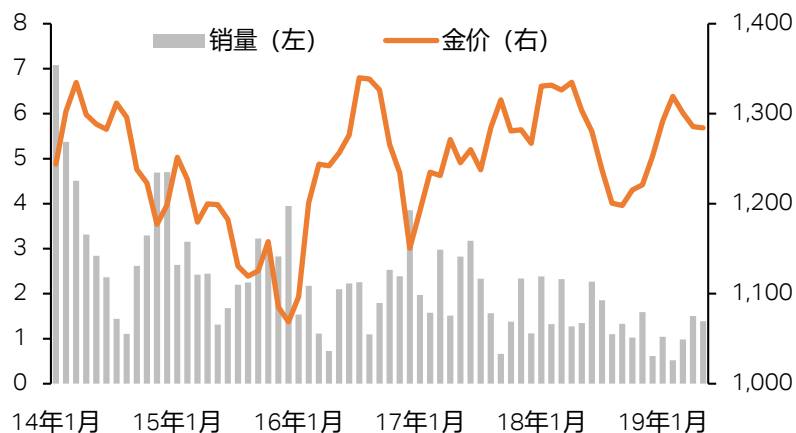
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

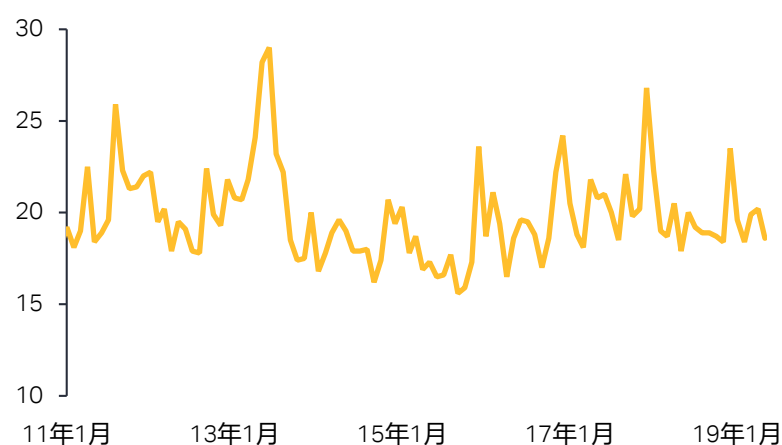
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



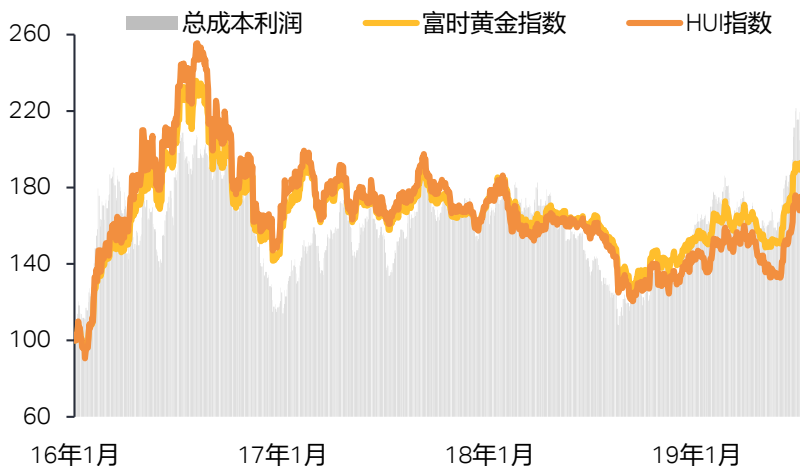
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



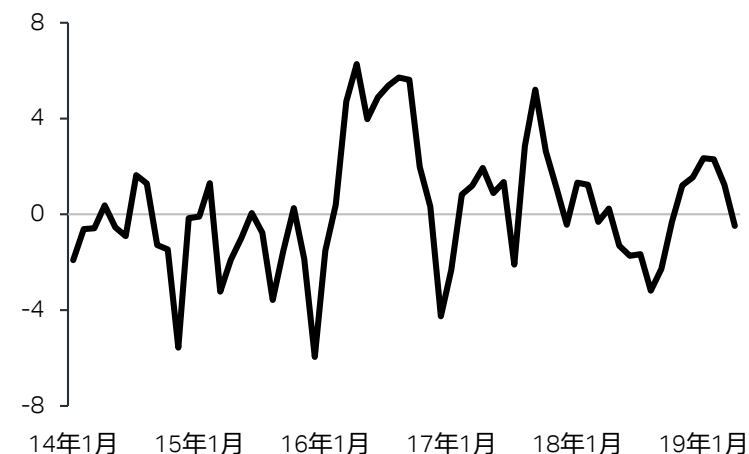
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

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

虽然近期银价和金价都已上涨，但**白银**走势继续跑输黄金。因此，尽管我们已上调了所预测的未来一年金价，但下调了所预测的银价，预计未来12个月间银价涨幅将更为温和。

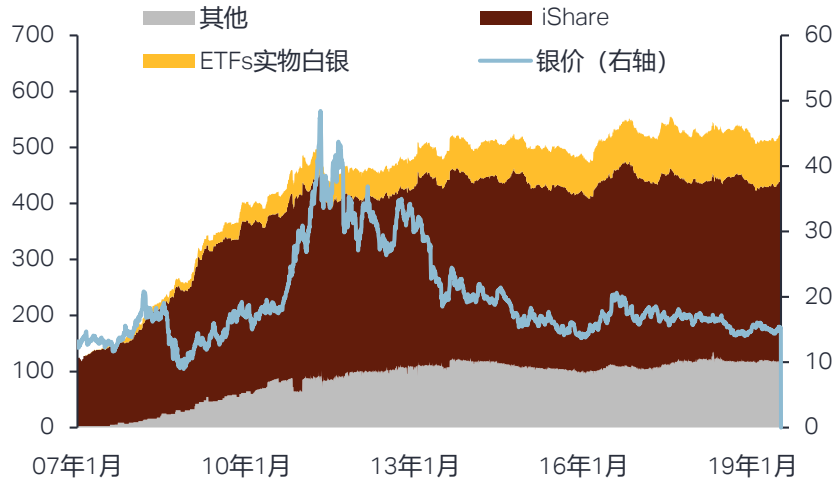
- 白银走势之所以跑输黄金，关键原因在于宏观经济大环境尤其是久拖未决的贸易战对银价不具支撑性。尽管投资者已开始为避险而买入贵金属，但买入标的主要是黄金。
- 此外，银价缺乏大幅上行动能，也令投资者失望。6月下旬银价再度尝试突破15.50美元/盎司，但以失败告终。这导致机构投资者对白银的信心减弱，7月3日金银价格比率升至93.5:1的高点，原因正在于此。
- 考察管理基金的白银持仓变动情况，有些令人惊讶的是，6月25日净持仓数急剧变为净多头，数量达1.16亿盎司，触及2月份以来的高点。这显示5月后期净空头仓数攀升至1.9亿盎司后，市况已有明显改观。6月下旬银价尝试突破15.50美元/盎司，此时多头仓位猛增。鉴于此后银价走势疲软，我们预计净多头仓数已回落。
- 在白银零售投资需求方面，我们重点关注美国市场。6月份美国老鹰银币销量较上月上升，上半年总销量同比劲升48%。不过也应看到，同比增幅如此之大主要是因为去年同期的基数很低。此外去年后期需求大幅上升期间出现了供应短缺，当时所下的一些订单在今年早期才得以执行，相应推高了1季度的销量。我们预计今年全年美国白银零售投资需求量仅能较2018年温和上升。
- 6月2日至7月初期间，白银ETP总持仓量增长近4%，至6.49亿盎司，创去年后期以来的新高。这标志着去年12月后期以来的趋势已发生改变，当时银价上涨，白银ETP赎回清算。这表明投资者预期在金价强劲上涨的背景下，银价有望进一步上行。因此，最近银价表现令人失望，可能导致部分投资者减仓，但考虑到投资者的持仓具有粘性，减仓幅度应属温和。

白银市场现状与展望

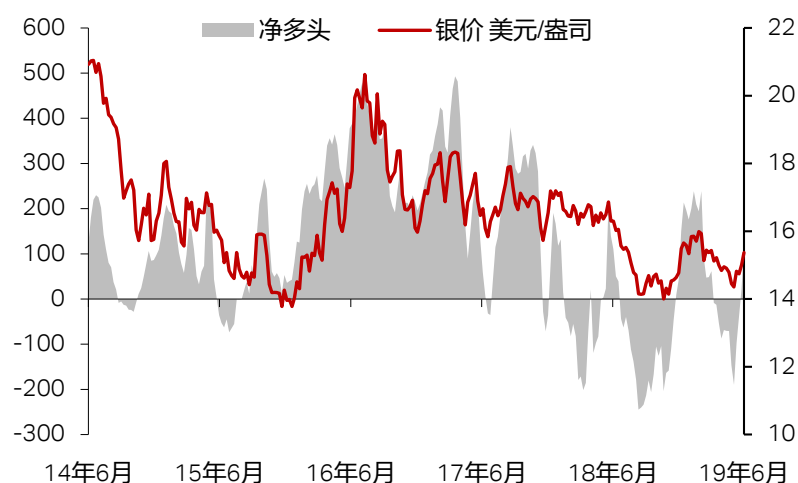
- 今年前5个月印度白银需求强劲，但随着6月份全国市场进入淡季，需求已放缓。未来几月间需求将受雨季是否风调雨顺的影响，据印度政府估计，6月降雨量低于历年平均值，这可能会对印度白银需求造成负面影响。
- 印度政府已把白银进口关税从10%调高至12.5%，不过我们认为这不会对白银首饰市场造成重大影响。政府规定从银行提款1000万卢比以上，将在税源扣税2%，则很可能对高价值银器购买量造成一定影响。
- 在白银工业需求方面，预计2019年总需求量将再创历史新高，汽车业需求的增长（这得益于轻型车电气化程度日益提高）将是主要推手。光伏产业的白银用量也有望小幅走高，原因是虽然中国光伏市场陷入疲软，各国光伏企业也努力节约白银用量，但很多国家的新增光伏装机容量上升，足以形成抵消。
- 价格预测风险因素：风险因素与上期月报所列大致相同，主要风险是贸易战升级，这将令工业商品（包括白银）的价格承压。虽然白银会从避险需求回暖中受益，但如果工业商品的价格继续深陷疲软，银价涨幅或将受限。

白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



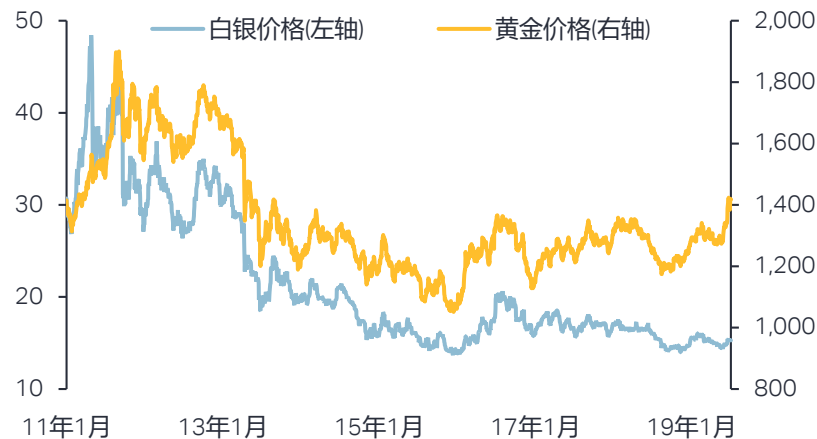
Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



黄金:白银 比率

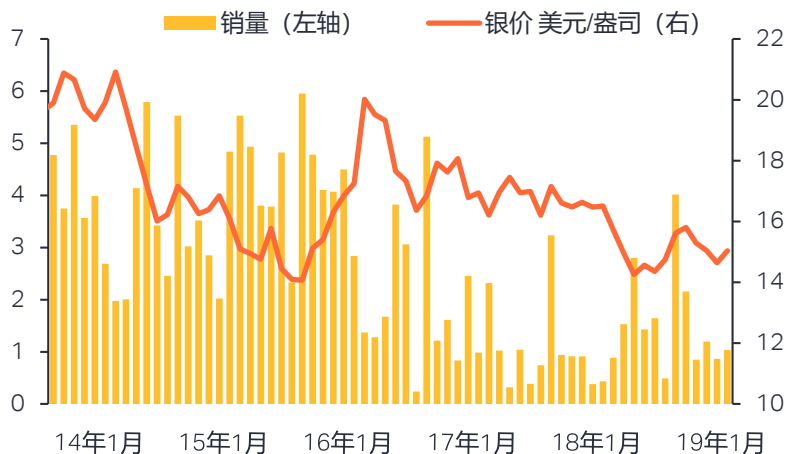


白银 & 黄金价格 美元/盎司



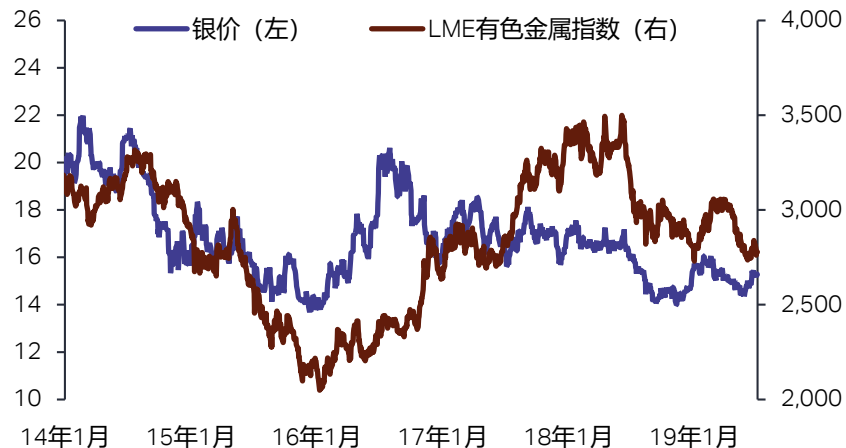
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



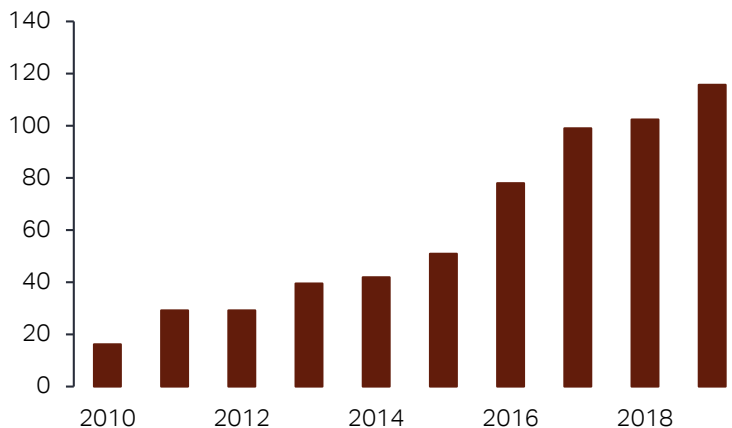
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



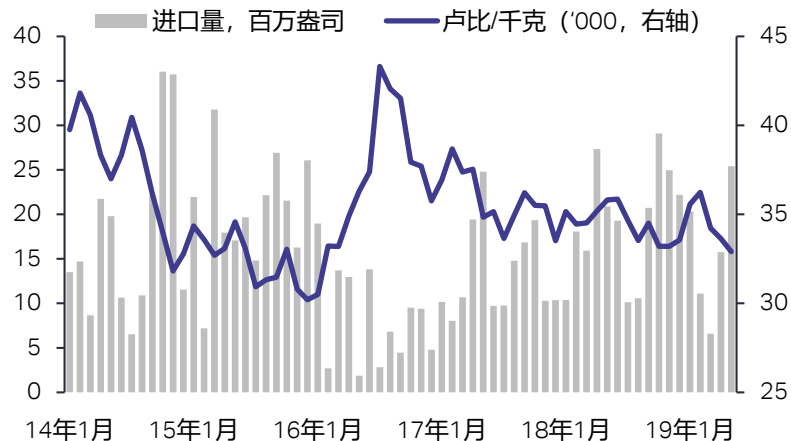
来源: Bloomberg

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

6月1日至7月初期间，铂金价格上涨约2%，但其表现仍是主要贵金属中最差者。因此，虽然我们已上调了所预测的黄金价格，但所作铂价预测仍与上期月报同。

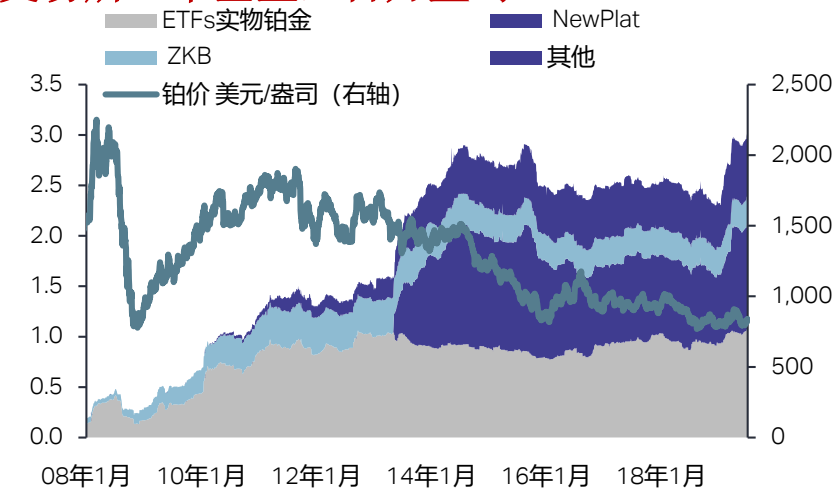
- 投资者仍不能确信铂价已进入上行通道，但认为铂价跌破800美元/盎司已触及低点，因此部分人趁低买入。但这部分买盘涌入较为短暂，集中在6月27日至7月1日期间铂价从808美元/盎司升至847美元/盎司（5月中旬以来的高点），涨势未能持久，无力突破850美元/盎司后，部份投资者选择减仓。这充分显示投资者对铂价走势缺乏信心。
- Nymex（纽约商业交易所）铂金期货市场管理基金总空头仓数急剧上升，反映出投资者情绪低迷。截至6月25日，总空头仓数达220万盎司，创2018年9月11日以来新高。6月末净空头仓数升至120万盎司，也触及去年9月以来的低点。相比之下，铂金ETP的持仓量则自3月份以来首度上升，6月1日至7月4日期间，持仓量增长4.6%，增幅在所有贵金属中名列第一，使其总持仓量已升至创纪录的307万盎司。
- 美国个人投资者的实物铂金需求保持2018年以来的上行之势，继续稳健增长。这一定程度上归功于铂金币和铂金条供应量的增加，随着供应量增加，经销商也加大了营销力度。铂金零售投资需求保持强势，与黄金和白银形成鲜明对比，今年实物金银的需求继续低迷。
- 随着金价升至六年来的新高，钯价也逼近历史新高，二者对铂金的溢价已升至创纪录水平。6月28日，钯金对铂金的溢价达749美元/盎司。6月25日，黄金对铂金的溢价也升至622美元/盎司。尽管如此，我们仍预期未来12个月间铂价有望走强，考虑到其基本面不佳，推动铂价上行的主要动力将是金价上涨带来的外溢效应。

铂金市场现状与展望

- ▶ 欧洲汽车销量对铂金供需基本面有重要影响，而近期欧洲汽车市场的消息喜忧参半。一方面，LMC汽车咨询公司最近发布的报告显示，柴油车在轻型汽车市场中所占份额与上月大致相同，约为33%。但另一方面，LMC公司关于6月新车销量（未细分汽油车和柴油车）的数据显示，销量同比下滑8.4%。不过也应看到，今年6月的销售天数少于去年同期，预计全年总销量将大致与去年持平，达1,400万辆左右。
- ▶ 在矿产铂金供应方面，诺瑟姆铂业公司已宣布将重启其Eland矿区的采矿作业，该作业点自2015年以来一直处于养护期。初步开发将于2020-2021年间启动，到2025年时4E（3种铂族金属+黄金）矿产量将达10万盎司/年，2029年起产量将稳定在15万盎司/年。
- ▶ 南非铂金矿业内最大的工会——南非矿工和建筑工人协会（AMCU），计划于7月9日至11日期间与三大铂金生产商会谈，提出加薪48%的要求。回顾历史，2016年该工会要求加薪47%，但罢工5个月后最终与资方达成的加薪幅度仅为12.5%。我们在进行铂价预测时已把可能爆发的罢工纳入考虑，但鉴于生产商有库存可用，罢工对供应的冲击将有限。如前几期月报中所述，若爆发罢工，其对钯价的影响将远大于铂价。
- ▶ 我们预计今年铂金市场将连续第四年出现供应过剩，数量或达63万盎司（而实物钯金则将出现很大数量的供应赤字）。相应的地上铂金存量将升至近1,000万盎司，而2010年时存量才仅为约700万盎司。
- ▶ **价格预测风险因素：**影响铂价走势的特有风险因素与上期月报中所列大致相同，即欧洲柴油车销量的下滑速度较预期更快，以及南非爆发旷日持久的矿业工人罢工。

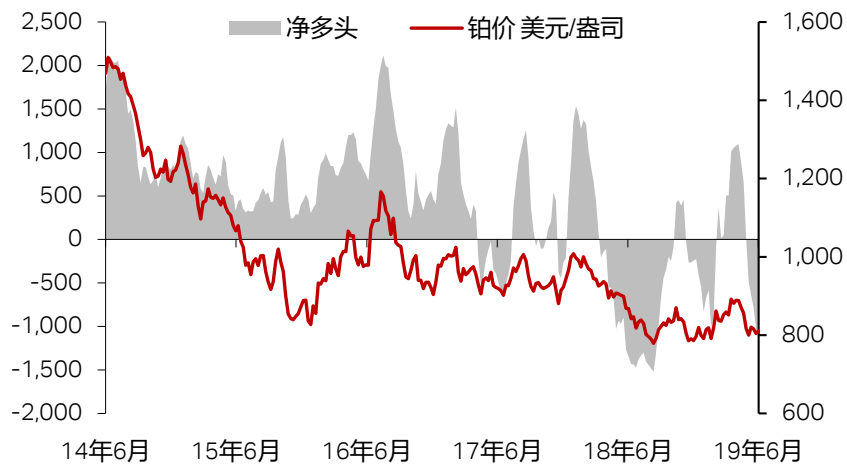
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



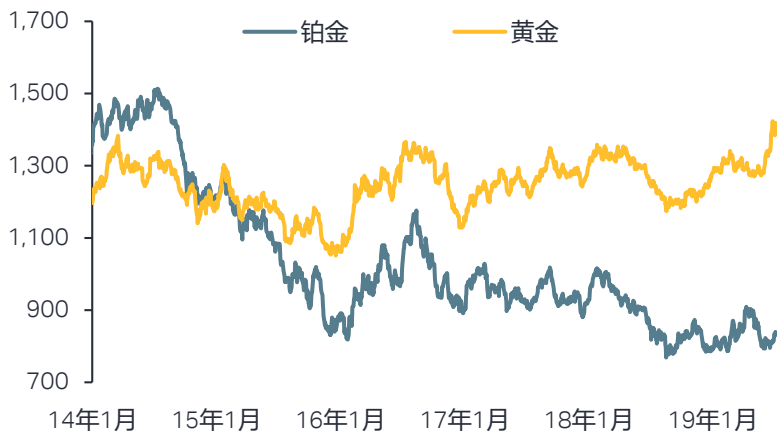
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 千盎司



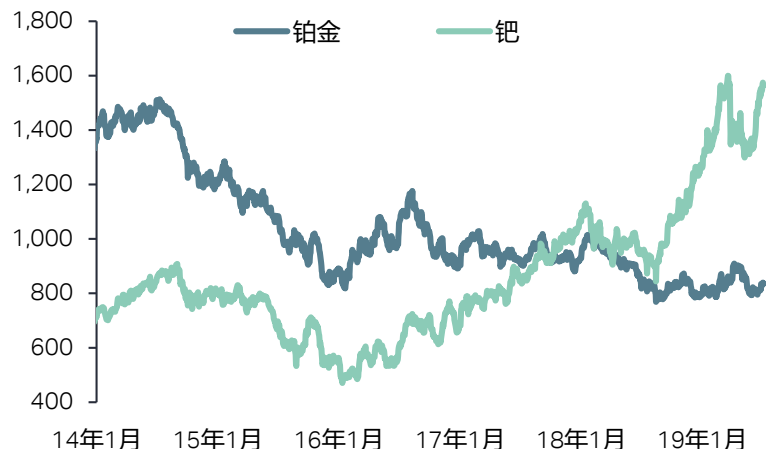
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

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

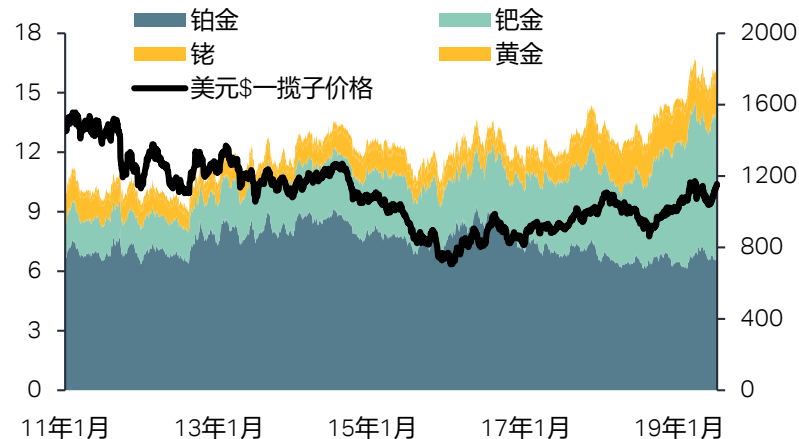
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



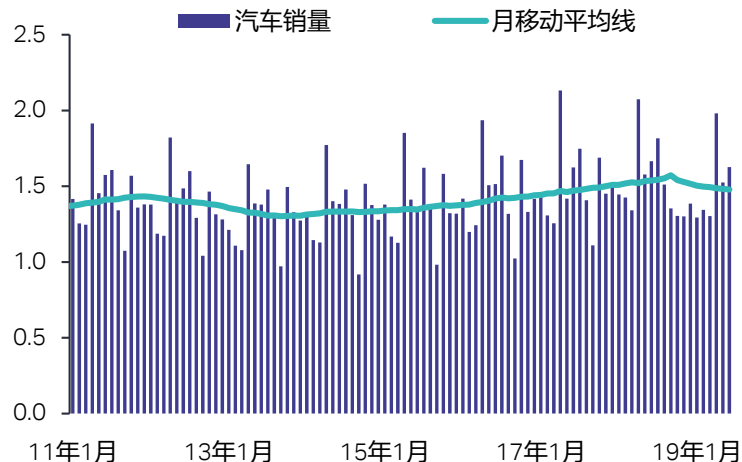
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



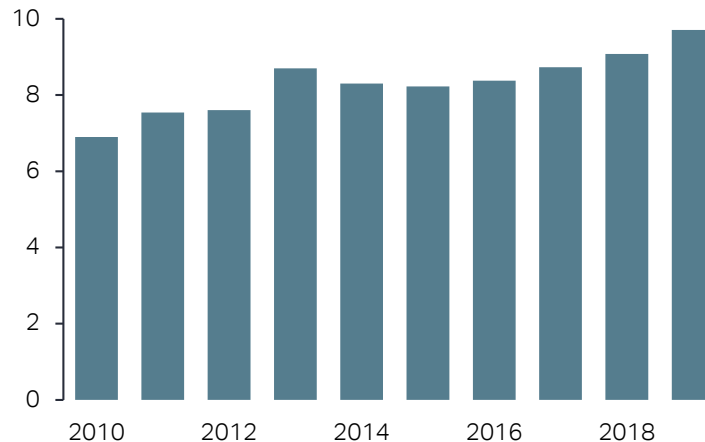
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

经过一段时间整固后，6月份钯金价格几乎直线上涨。7月初钯价继续走强，3号触及1,575美元/盎司的高点，较5月份的近期低点上涨约300美元，距3月份创出的历史最高点也仅低40美元。

钯价大幅回升后，其对铂金的溢价再次扩大，自3月份以来首度逼近750美元/盎司。

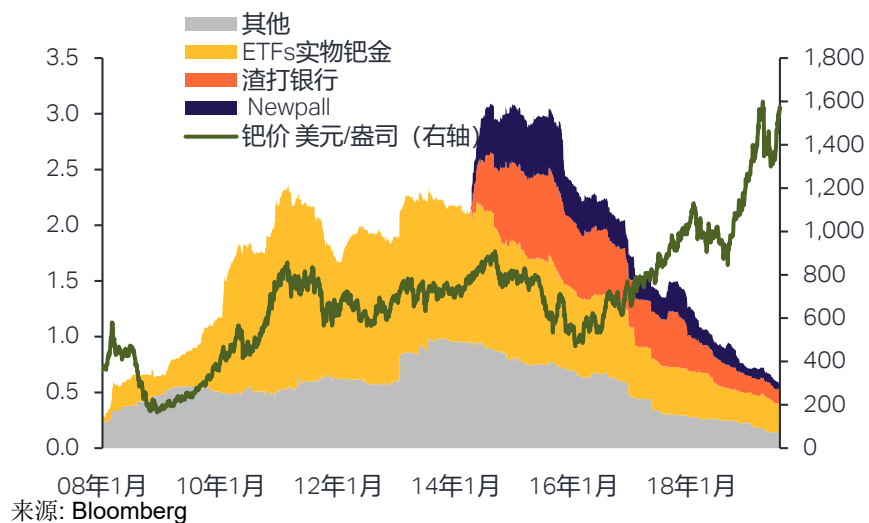
- 有趣的是，我们注意到近期钯价飙涨得益于投资者对钯金兴趣回暖。这一定程度上归功于投资者风险偏好上升，对美联储将降息的预期已令美国股市再创新高即为明证。
- 5月份钯价在从3月-4月间的高点回落300美元，跌至1,300美元/盎司一线时，得到有效支撑，充分反映出钯金基本面强劲。钯价回落也让投资者的兴趣重燃。
- 随着新资金的不断流入，截至6月25日Nymex钯金期货总多头仓数连续六周上扬，将净多头仓数推升至116万盎司，创三个月来新高，但仍较今年前期的高点低20%（与2018年1月创出的历史峰值275万盎司相比更远远落后）。
- 相比之下，因部分投资者获利了结，6月份大部分时间内资金继续流出钯金ETP，但鉴于前几年全球钯金ETP的持仓量已大幅下降，减持规模有限。
- 展望未来，鉴于未来几年钯金市场将继续出现供应赤字，地上存量会逐步下降，钯价继续走高可期，所以我们仍看好其未来走势。另外，目前投资者持有的钯金多头仓数仍处于较低水平，投机资金进一步流入的空间也较大。

钯金市场现状与展望

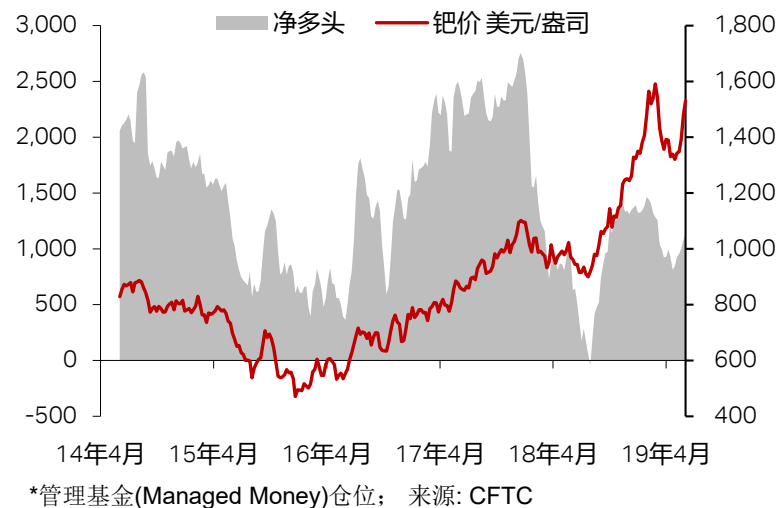
- 5月份，中国汽车市场延续颓势，销量同比下降16.4%，连续第11个月下滑。除经济问题外，一些省份开始施行“国六”汽车尾气排放标准（较中央政府规定的2020年最后期限提前），令一些汽车制造商面临不确定性，也是导致新车销量下滑的原因之一。
- 尽管本年迄今汽车销量放缓，中国终端用户和贸易公司的实物钯金购买量仍保持稳健，他们对未来几年用量前景充满信心，因此利用钯价下跌之机建立库存。5月份香港钯金进口量（该指标可大致反映中国大陆的钯金需求）飙升至26.4万盎司，创2016年10月以来的新高。
- 今年上半年美国轻型汽车销量下滑2.4%，预计下半年降幅还将延续。上半年车价上涨和高利率导致新车需求走弱，还推高了二手车需求。
- 上月参加国际贵金属会议（IPMI）期间得到的反馈信息，增强了对下述研判的信心：2019年，来自废弃汽车催化剂的钯金回收量仅能增长4%。尽管钯价上涨促使废旧汽车回收场出清库存，但不断升高的融资费用和精炼产能瓶颈（因为处理柴油车颗粒过滤器需花更长时间）已给汽车催化剂回收商带来严峻挑战。
- **价格预测风险因素：**与铂金一样，南非爆发大规模罢工仍是钯价上行主要风险因素。另一方面，若中国经济硬着陆，和/或美国经济陷入衰退，则将导致汽车销量下滑并挫伤投资者对风险资产的信心。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。

钼市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



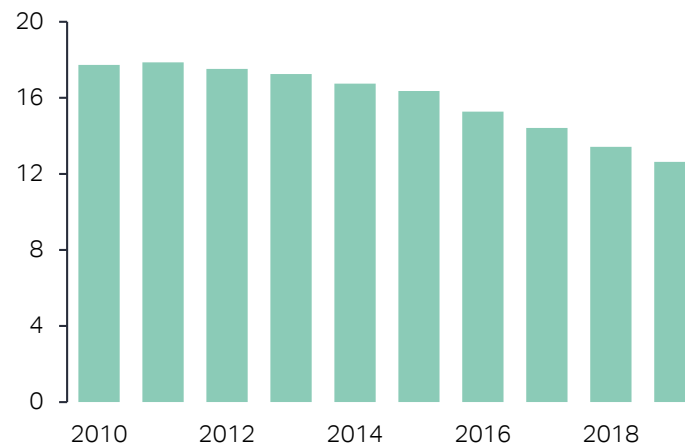
Nymex 钼金净多头仓位*, 千盎司



钼价 & 标普 500

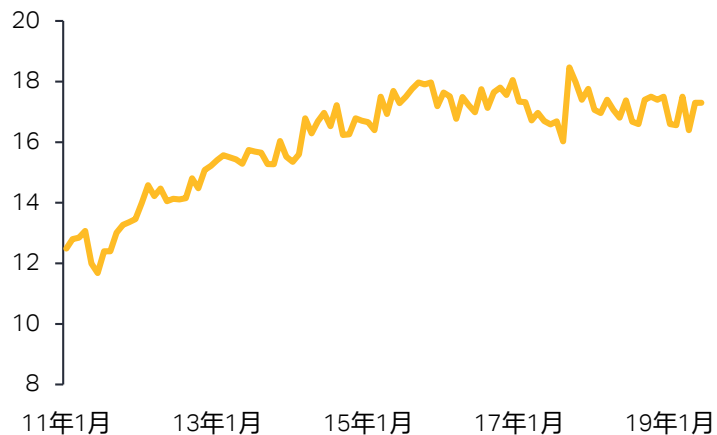


钼金地上存量*, 百万盎司



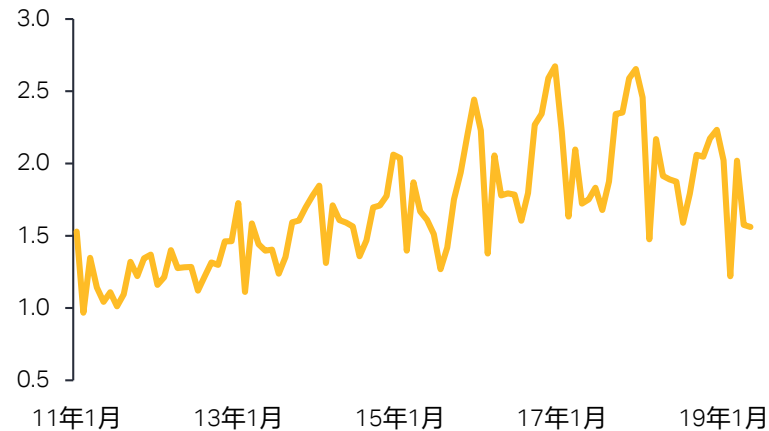
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



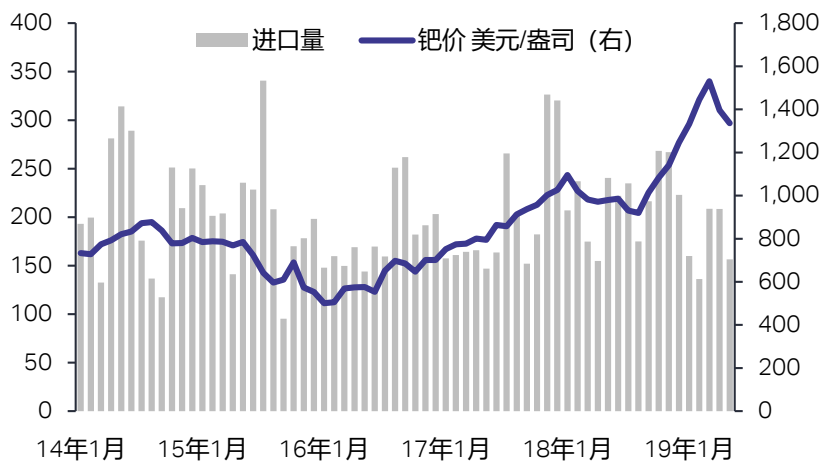
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



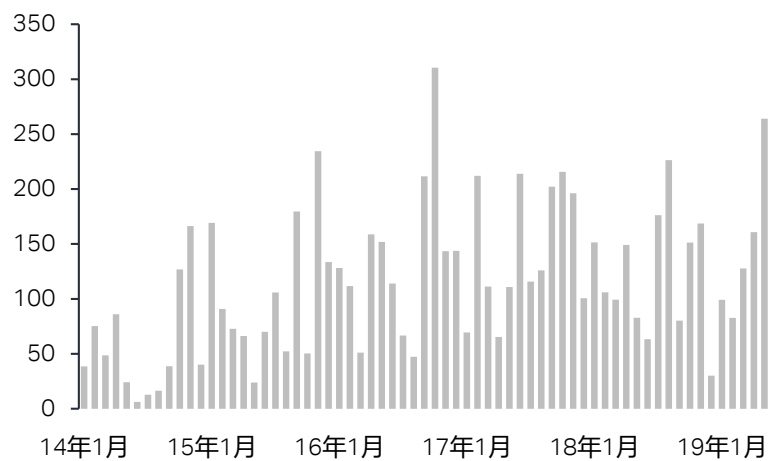
来源: Bloomberg

美国钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钚锭进口, 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

Michael Bedford, 顾问
Minchael.bedford@metalsfocus.com

Neelan Patel, 销售经理
neelan.patel@metalsfocus.com

Mirian Moreno, 业务经理
mirian.moreno@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, 高级研究员
dale.munro@metalsfocus.com

Francesca Rey, 顾问, 马尼拉
francesca.rey@metalsfocus.com

Jie Gao, 研究员, 上海
jie.gao@metalsfocus.com

Celine Zarate, 研究员, 马尼拉
celine.zarate@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对：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。