



# Metals Focus

## 贵金属月报

第51期 - 2020年2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)

---

  
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)

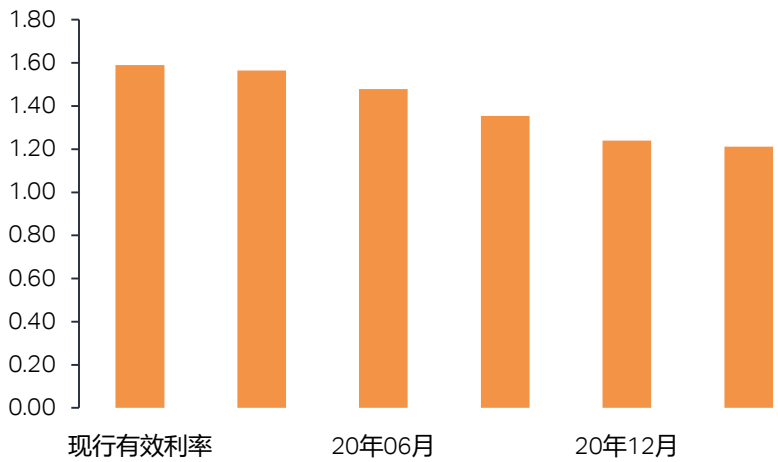
---

# 宏观经济现状与展望

- 2019年全球股市稳健上涨，但进入2020年后因地缘政治紧张局势持续升温，加之新冠病毒肺炎疫情爆发，被宣布为全球公共卫生紧急事件，导致风险偏好情绪恶化，股市随之下挫。新兴市场股市更遭受重创，1月份明晟新兴市场股票指数（MSCI）下跌4.7%，创2018年9月以来最大月度跌幅。
- 在这一大背景下，并不意外的是，黄金和债券等避险资产从中受益。1月份金价上涨4.7%，月底时负收益率债券的总规模也飙升至13.9万亿美元，环比增幅达23.4%，创2016年6月以来最大月增幅。
- 展望未来，虽然地缘政治紧张局势已显著降温，但新冠肺炎疫情对中国经济和全球经济（表现为供应链中断等方面）的冲击将支撑市场风险情绪。
- 已发布的经济数据尚未全面反映出疫情对经济的负面冲击，1月份涵盖美国、欧盟和新兴市场的花旗经济意外指数仍保持正值（表明公布的实际经济数字好于普遍预期）。其他一些影响市场情绪的不确定性也有所缓解，正如市场普遍预期的那样，美国参议院主持的弹劾审判宣告特朗普总统无罪。
- 因此全球股市已从1月份的低点大幅反弹，其中标普500指数重返创纪录高位。相比之下，近期贵金属走势则面临逆风，可能回吐1月份的部分涨幅。
- 不过从更宽广的宏观经济视角看，贵金属仍有望继续从各国央行实施的支持性政策中受益。未来，我们预期市场对全球经济下行的担忧可能将再次出现，这应会导致股市波动率上升，促使投资者增持贵金属资产。

# 宏观经济现状与展望

## 美国利率预期\*



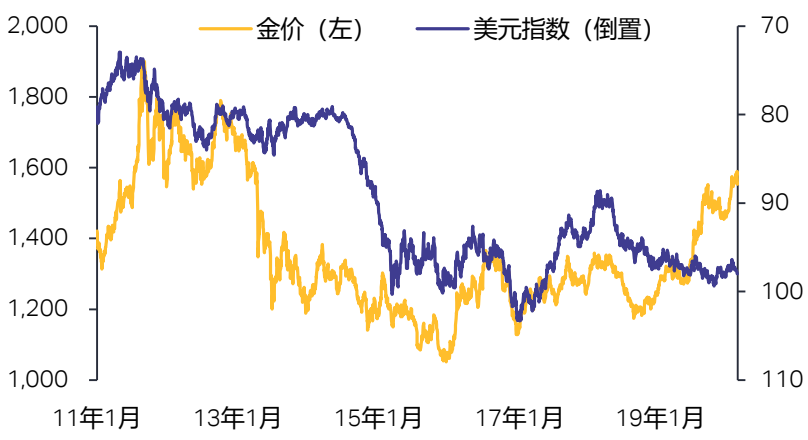
\*联邦基金期货隐含利率; 2020年2月6日数据。来源: Bloomberg

## 美元5年平准通胀率, 百分比%



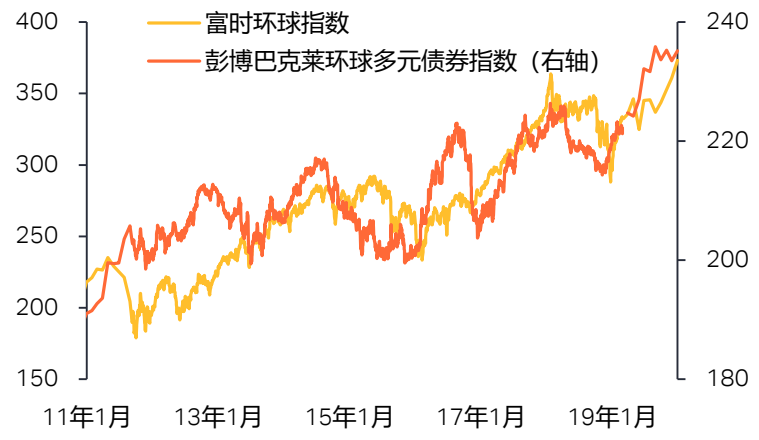
来源: Bloomberg

## 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

2020年伊始，黄金强劲上涨，1月8日攀升至1,611美元/盎司，创七年来新高。虽然之后金价涨势很快失去动力，但仍在1,550美元/盎司一线获得强支撑。经过一段时间整固后，1月底金价升势再起，2月初已回升至1,592美元/盎司。

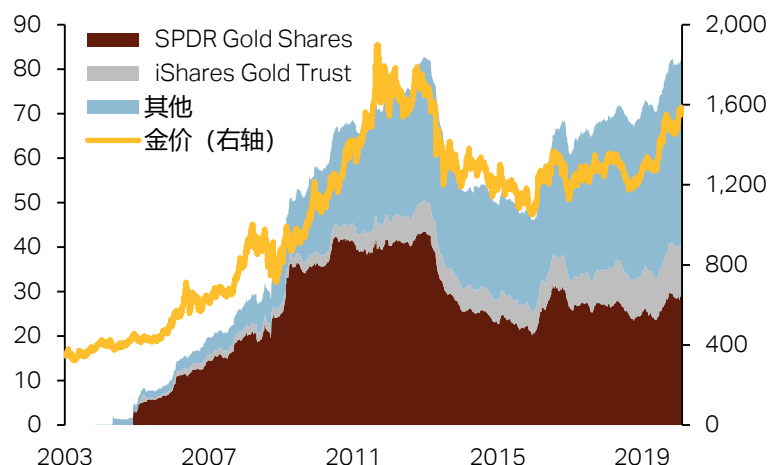
- ▶ 如前面“宏观经济”部分所述，本年迄今黄金能稳健上涨是因为中东地区紧张局势持续升温，1月下旬中国又爆发了新冠肺炎疫情，导致市场对避险资产的需求上升。
- ▶ 不过这两大因素对金价的提振作用都未能持久，根本上反映出市场预期这些事件对全球经济的冲击很可能是短暂而有限的。
- ▶ 尽管市场波动性增大，但美国经济数据较好，一些大型上市公司的业绩也保持强劲，令投资者仍对股市保持乐观。撰写本报告之时，美国股市已收复1月下旬的全部失地。
- ▶ 若市场对新冠肺炎疫情的担忧减退，则短期内金价还有进一步回调的空间。鉴于黄金ETPs（交易所交易产品）和Comex（纽约商品交易所）黄金期货持仓数量都处于高位，可能会看到部分投资者减仓。
- ▶ 不过，我们仍维持今年后期金价将强劲上涨的研判。这一研判主要基于以下假设：尽管美中两国已达成第一阶段贸易协议，但并不足以使得全球两个最大经济体间的贸易关系正常化，这会导致市场对全球经济增长的信心减退，进而推动对美国进一步降息和其他国家进一步放宽货币政策的预期升温。
- ▶ 在供应方面，2019年全球黄金产量于2008年以来首度同比下降。正如近期发布的“五年期黄金预测季报”中所指出的，我们预计今年矿产金供应量将重返增长轨道，增势有望延续至2023年。

# 黄金市场现状与展望

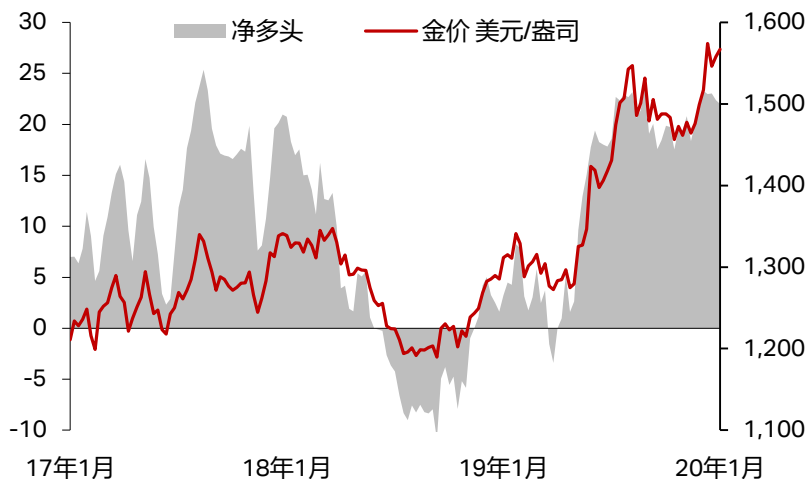
- 主要实物黄金市场状况：
  - 新冠肺炎疫情的爆发给中国黄金首饰业带来了巨大压力。由于政府鼓励公众宅在家里，春节期间及之后金饰销量毫无疑问会急剧下降。鉴于目前确诊病例数量仍在上升，未来几周内金饰零售销量仍将维持低迷。
  - 销量剧降很可能导致供应链内各厂商的存货财务成本上升。1月初，我们前往深圳进行实地调研期间发现，由于市场预期假期需求旺盛，春节前各级厂商已建立了较大数量的库存。
  - 由于经济疲软，印度黄金需求仍保持低迷。据估算，1月份印度黄金进口量同比下降40%-50%。不过一旦经济开始复苏，最近政府宣布的减税措施有助于提振需求。
  - 由于中东地区大部分国家的本地金价都较高，黄金首饰需求仍旧疲软。地缘政治经济局势升温，以及人们担忧新冠肺炎疫情的蔓延，也对消费者信心造成负面影响。
- **价格预测风险因素：**新冠肺炎疫情是否会加速蔓延或甚至发展成为流行病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，中国也将面临越来越大的爆发流动性危机风险，这两种情景都应能为黄金上行注入强劲动能。此外，中东地区地缘政治紧张局势急剧升级，以及美国与其主要贸易伙伴的贸易关系再度转为紧张，也有助于推动黄金走高。
- 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，则黄金将面临很大的下行风险。

# 黄金市场现状与展望

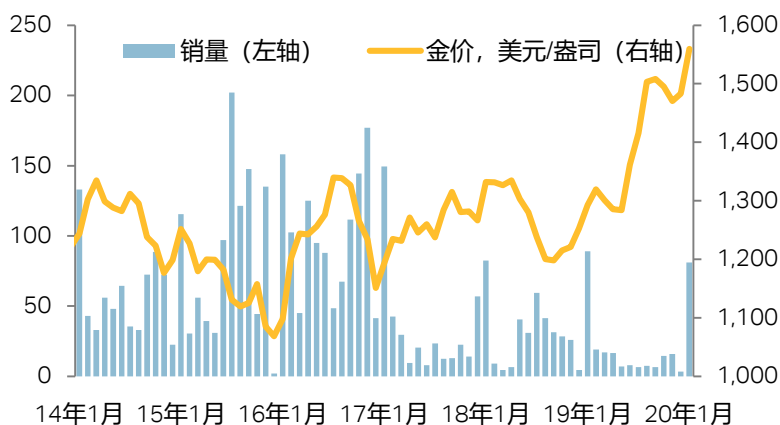
## 交易所上市基金, 百万盎司



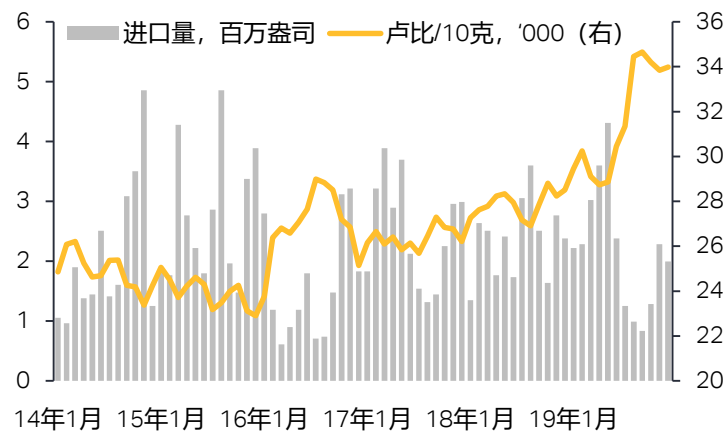
## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司

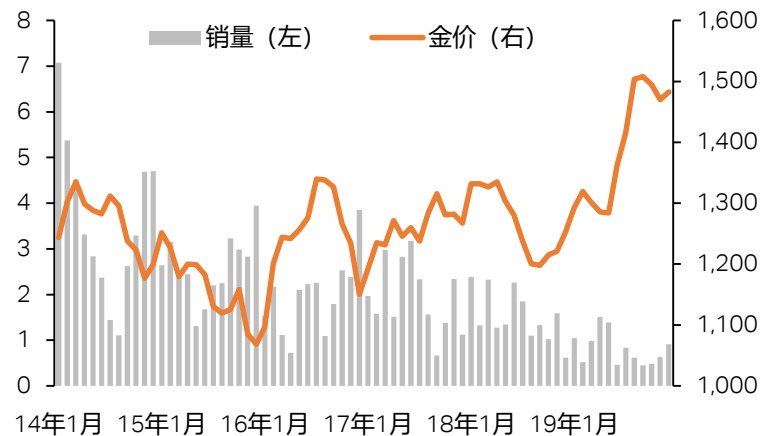


## 印度金锭进口, 百万盎司



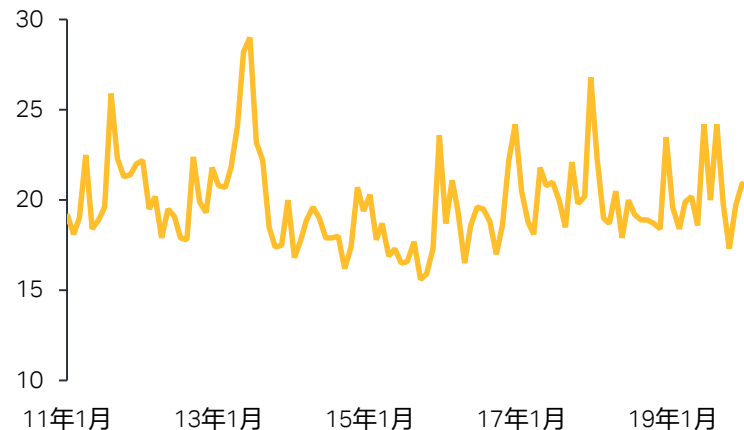
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



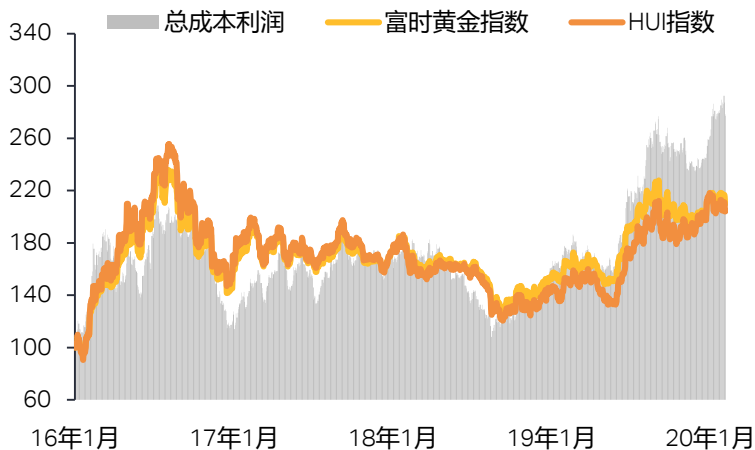
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



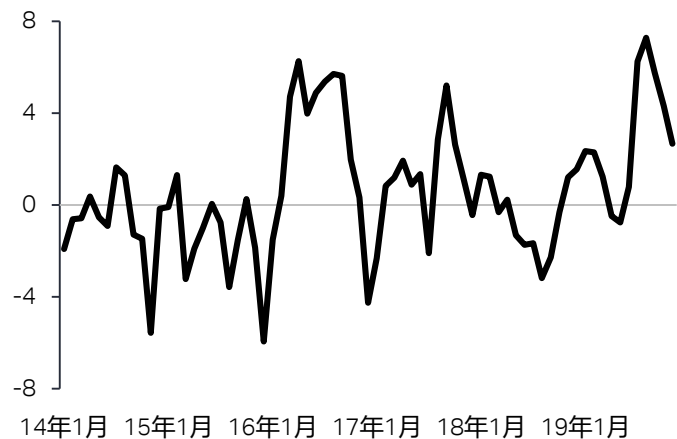
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

## 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

1月初白银未能涨破19美元/盎司，之后因地缘政治紧张局势降温，而且新冠肺炎疫情爆发开始威胁全球经济增长前景，银价逐步回落，月末报收于17.5美元/盎司左右。撰写本报告之时，受金价回升的带动，银价小幅涨至17.5美元/盎司上方。

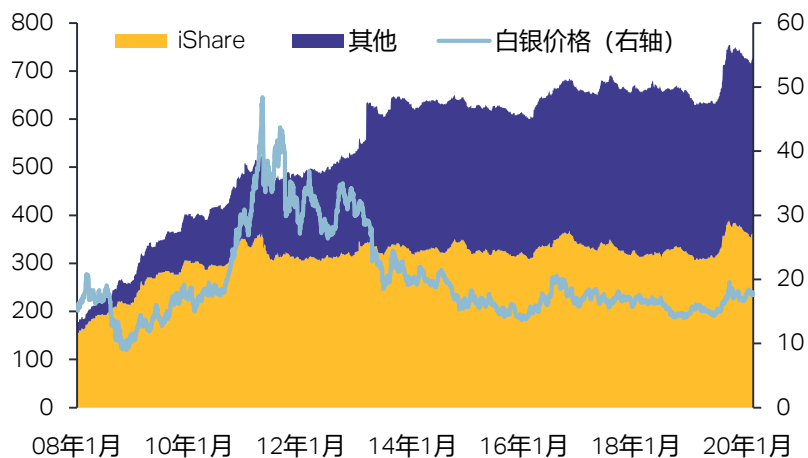
- 金/银价格比率从去年12月6日时的低点83.5:1，稳步攀升至1月29日逾90:1，反映出受新冠肺炎疫情的冲击，市场对全球尤其是中国经济增长前景的担忧日盛。
- 因中国企业开始以不可抗力为由取消一些基本金属和石油合约，工业领域的白银需求正在承压。在这一背景下，管理基金持有的Comex白银期货净多头仓数已从去年12月底时的2.94亿盎司降至1月底时的2.4亿盎司，环比降幅达19%，减仓大多发生于1月的最后一周。净多头仓数下降的主要原因是总空头仓数环比上升。
- 不过，作为全球经济放缓风险的对冲工具，黄金需求走强，其外溢效应为白银提供支撑。Comex白银期货空头仓数虽环比上涨，但仍远低于2019年3季度创出的近期高点，则很好地证明了这一点。
- 连续三个月下降后，1月份白银ETP的持仓量实际上还微幅回升，环比升幅为0.3%，至7.27亿盎司，该现象反映出银价从18.00美元/盎司下跌至17.50美元/盎司一线后，有投资者趁低买入。
- 由于黄金仍从当前的不确定性中受益，近期内白银应能继续从黄金的正外溢效应中获得支撑，本季度仍有望涨破19美元/盎司关口。

# 白银市场现状与展望

- 不过实物白银投资需求对银价的支撑甚微。在白银关键的美国市场，1月份美国铸币局的销量仅为386万盎司，这是2010年1月（当时销量为359万盎司）以来的又一1月销量相对低点（18年除外）。该现象反映出美国贵金属零售投资需求总体疲软，除白银外，1月份实物黄金和铂金需求也较为疲软。
- 印度白银需求也非常疲软。去年12月该国白银进口量为170吨，不到2018年12月进口量（690吨）的四分之一。我们与一些印度市场参与者的沟通还显示，因银价走高，白银回收供应量也大幅上升。2019年下半年印度白银需求低迷，原因是印度经济持续放缓，不过已有一些改善迹象（例如，1月份制造业采购经理指数已触及八年来新高），因此白银需求有望缓慢回升。
- 过去几个月来，西方国家白银首饰市场也出现回暖迹象，虽然总体上仍疲软。最新公开数据显示，去年12月美国银饰进口额同比上升1%，全年则下降11%。2019年4季度潘多拉公司的销售额下滑4%，也低于全年8%的降幅。法国银饰销量也有所回升，Société 5公司的数据显示，以件数计，去年12月银饰销量上升3%，全年则下降5%。相比之下，英国市场则无改观，12月银饰销量同比下滑13%，全年降幅为5%。
- 在供应方面，全球最大白银矿企弗雷斯尼洛公司（Fresnillo）于1月29日公布了其2019年4季度的业绩。该公司2019年白银总产量（包括产出流融资交易项下产量）为5,461.4万盎司，同比下滑11.6%，原因是旗下Saucito、Fresnillo、San Julian三座矿山开采的矿石品位均下降。2020年的产量预计为5,100万-5,600万盎司，应与2019年的产量基本持平。
- **价格预测风险因素：**银价风险因素与金价相关风险因素基本一致。若美中两国间的贸易战烽烟再起，且新冠肺炎疫情威胁加剧，预计白银将像黄金一样受益于避险需求的上升，但对全球经济增长前景的担忧将使其上行幅度受限。

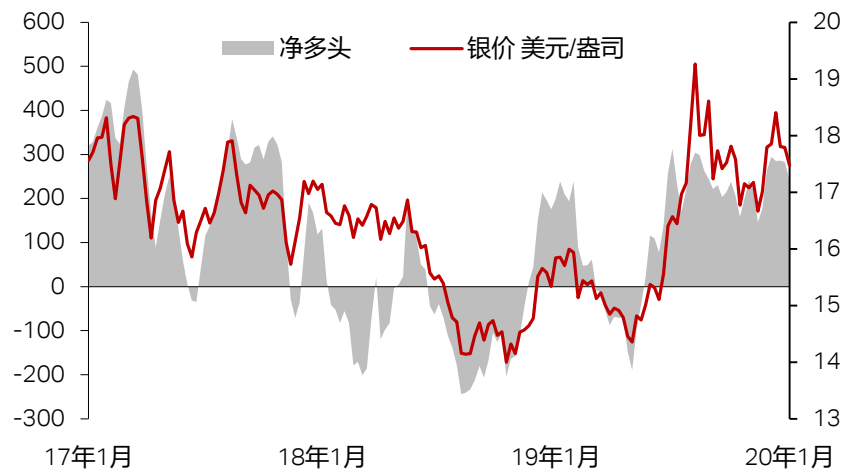
# 白银市场现状与展望

## 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



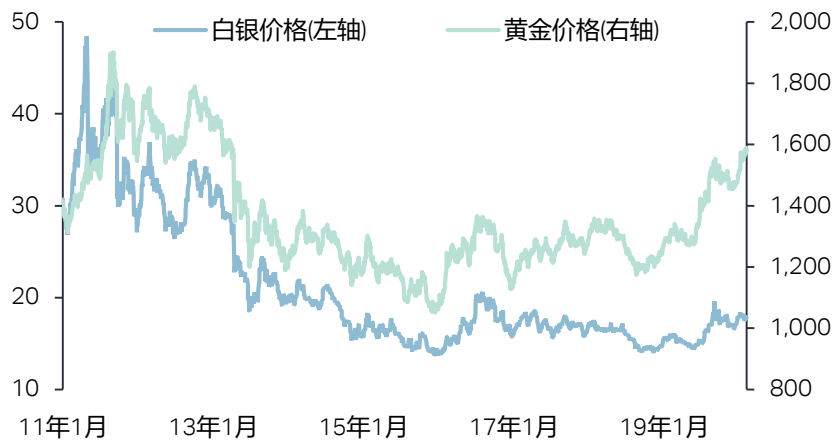
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

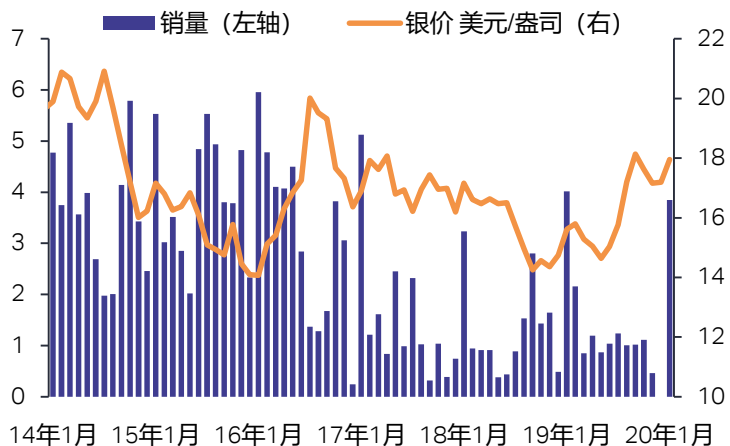
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

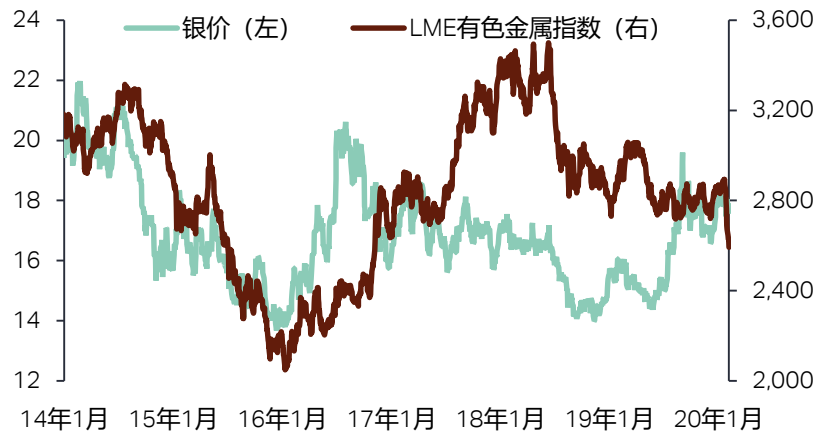
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



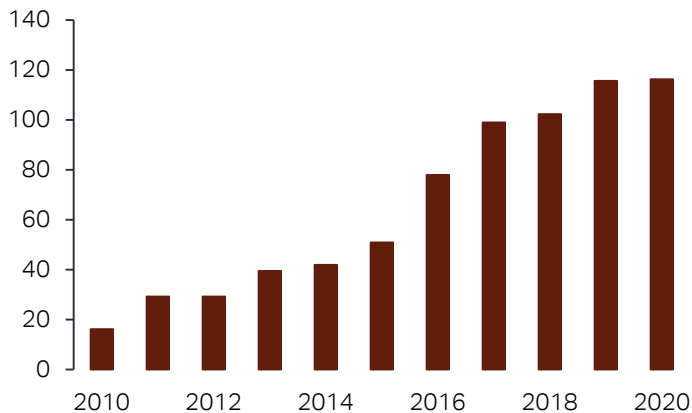
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



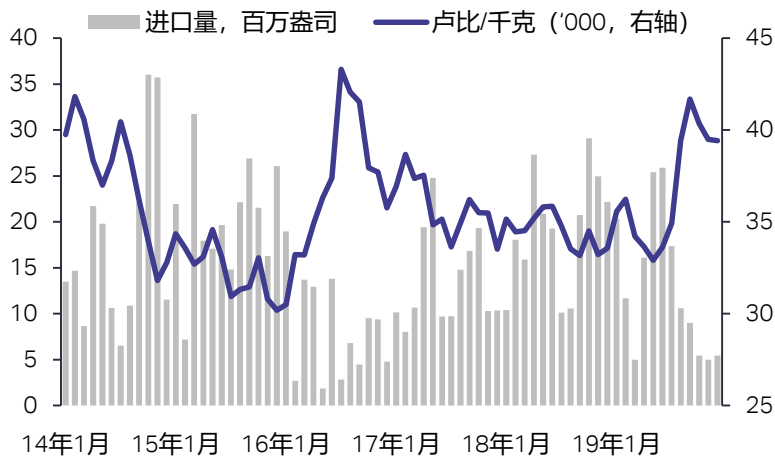
来源: Bloomberg

## 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

2020年伊始，铂金价格走势开局良好，自2018年1季度以来首度涨破1,000美元/盎司。1月16日铂价触及1,042美元/盎司，创近三年来新高，但之后涨势逐渐缓和。撰写本报告之时，铂金交投于960美元/盎司一线，较年初价格基本持平。

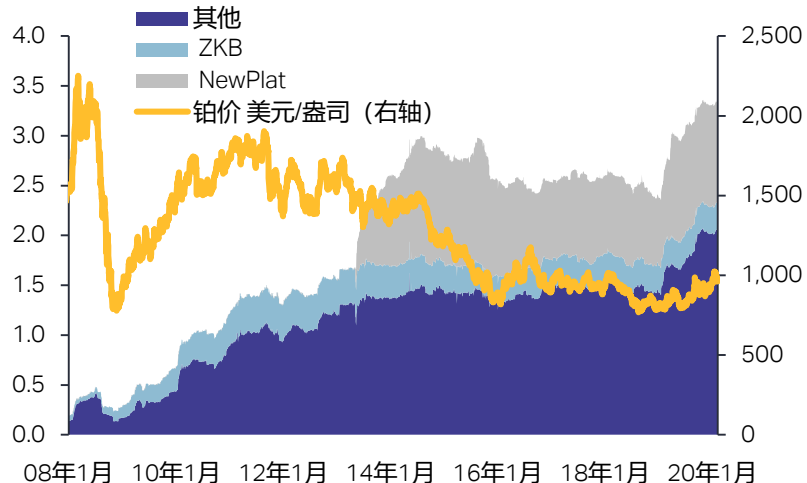
- 2020初期铂价上涨主要受短线投资者战术性买入的推动。金价涨至七年来高点，此时铂金相对于黄金大幅折价，使其看起来被不断低估。
- 同时，12月南非供电短缺也刺激了一些投机性买盘，近几周来对供电短缺影响生产的担忧有所减弱。
- 1月份Nymex（纽约商业交易所）铂金期货总多头仓数上升，也反映了上述因素。从去年末以来，管理基金持有的铂金净多头仓位持续上行，截至1月28日已升至259万盎司，升幅达13%。1月份在主要贵金属中，仅铂金期货的持仓量实现增长。
- 由于铂金基本面表现平平，长线投资者对铂金的信心仍较为低迷。早前市场对汽油车自主加工厂商（OEM）将很快以铂金替代钯金持乐观看法，而目前尚无迹象表明这种替代将会在短时间内实现。
- 在铂价下跌时不时有买盘涌出，但数量相对有限。以铂金ETF为例，在2019年1至3季度资金大量流入铂金市场后，近几个月来总持仓量一直停滞不前。
- 总体而言，我们的价格预测与前一期月报保持不变。铂金与黄金的正相关仍将是推动铂金价格上涨的主要因素。2020年预计价格高点：低点约为1,100美元/盎司；850美元/盎司，全年平均价约为950美元/盎司，同比上涨10%。

# 铂金市场现状与展望

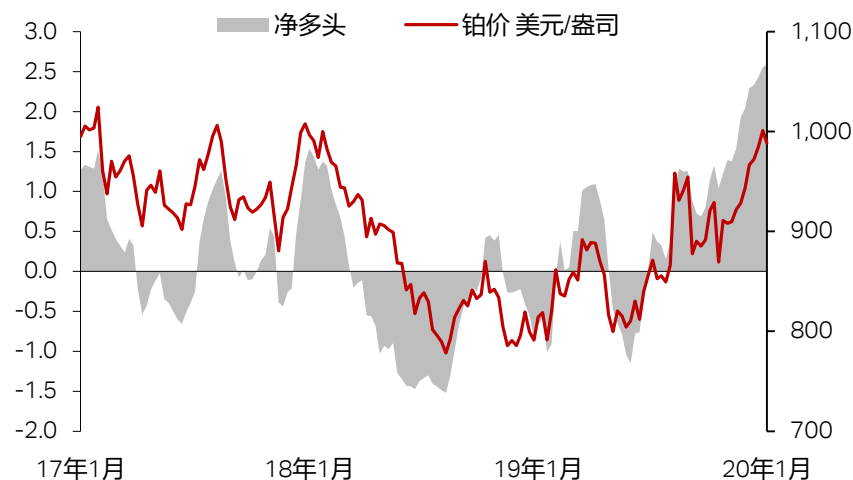
- 事实上，虽然短线投资者对铂金的兴趣上升，但我们不能忽略铂金基本面仍面临挑战。我们预计今年实物铂金供应过剩将从2019年的86.5万盎司收窄至42.3万盎司，但实物铂金供应将连续第五年出现过剩仍是不争的事实。
- 因此，预计2020年底时地上铂金存量将达到1,030万盎司，足以满足16个月的需求量。作为对比，2010年底时存量仅为690万盎司，当时可满足11个月的需求量。
- 再来看对铂金需求至关重要的汽车业，1月份西欧地区新车销量同比下降近8%。这反映出因今年初起将施行更为严格的尾气排放法规，消费者已赶在去年12月购买新车。展望未来，预计2020年西欧地区新车销量将下滑2%，至1,400万辆，创出四年来新低。（资料来源：LMC汽车市场咨询公司）
- 在供应方面，南非政府已宣布计划允许矿企为其作业点自行发电，而非仅仅依赖南非国家电力公司（Eskom）供电。该提议的政策变化有助于南非矿企避免因Eskom发电能力和基础设施出现问题，导致供电中断而使得矿业生产出现中断。
- **价格预测风险因素：**除黄金相关风险因素外，如果钯价和铑价继续走强，南非铂族金属生产商将从铂族金属一篮子价格不断上涨中受益，那么在可以预见的未来就更不大可能削减产量。另一方面，如果南非电力短缺状况加剧，有望推动铂价走高，但钯金很可能才是主要受益者。最后，如前几期月报中已指出的，我们目前并未把轻型汽油车催化剂领域铂金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实现，则无疑将有利于铂价上行，其涨幅有望高于黄金和钯金。

# 铂金市场现状与展望

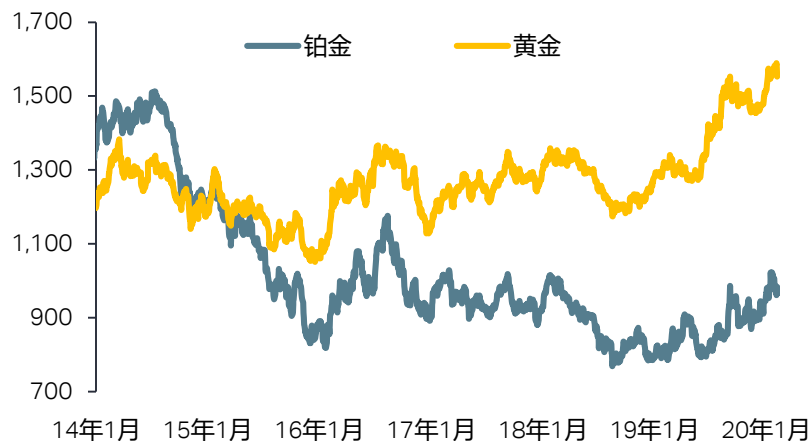
## 交易所上市基金，百万盎司



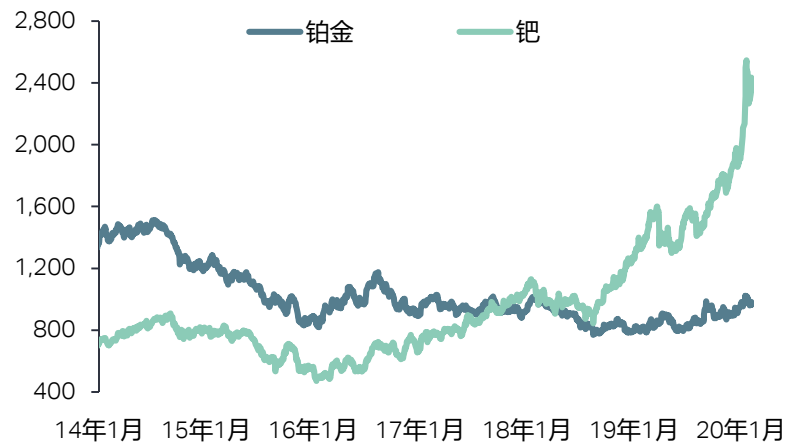
## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司

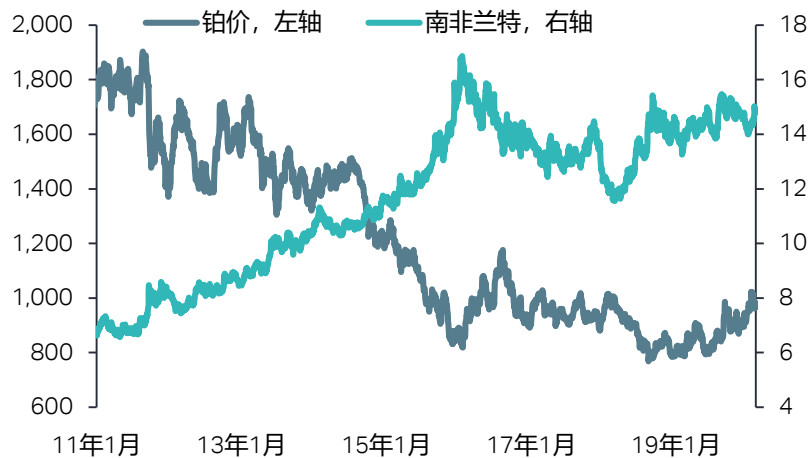


## 铂金&钯金价格 美元/盎司



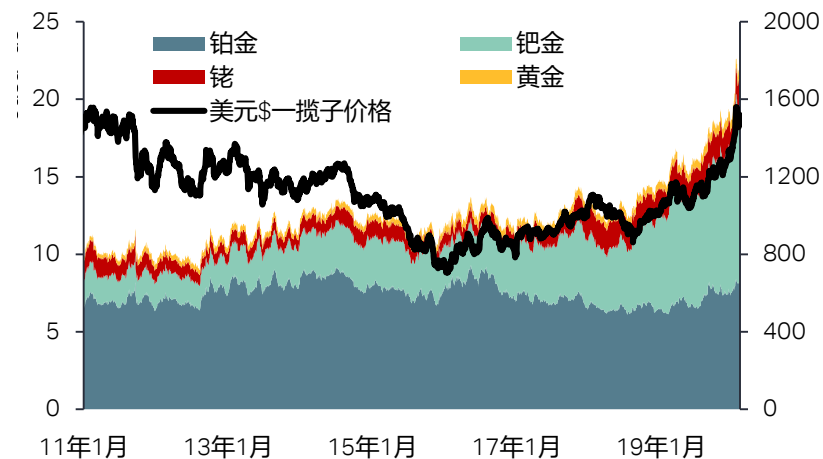
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



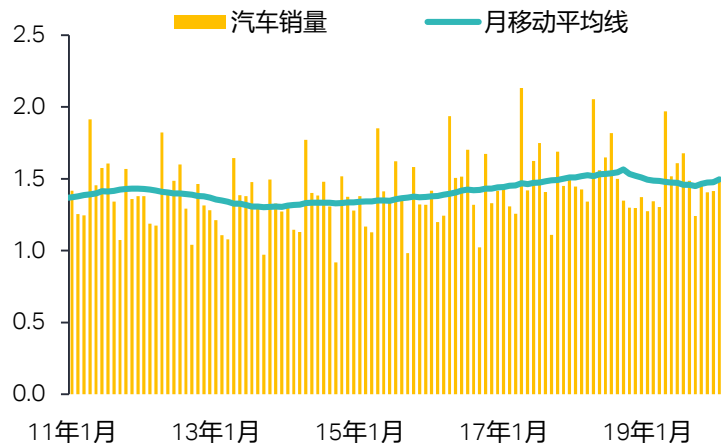
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



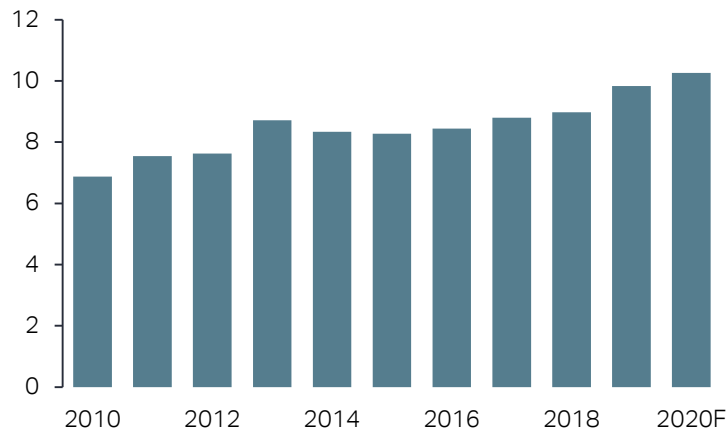
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

1月份，钯金价格从首个交易日的1,946美元/盎司飙涨至1月20日的2,577美元/盎司，涨幅高达32%。之后几日钯价回落近300美元，但月末收盘价仍比月初高18%。2月初钯价反弹，但受阻于2,500美元/盎司这一强阻力位。

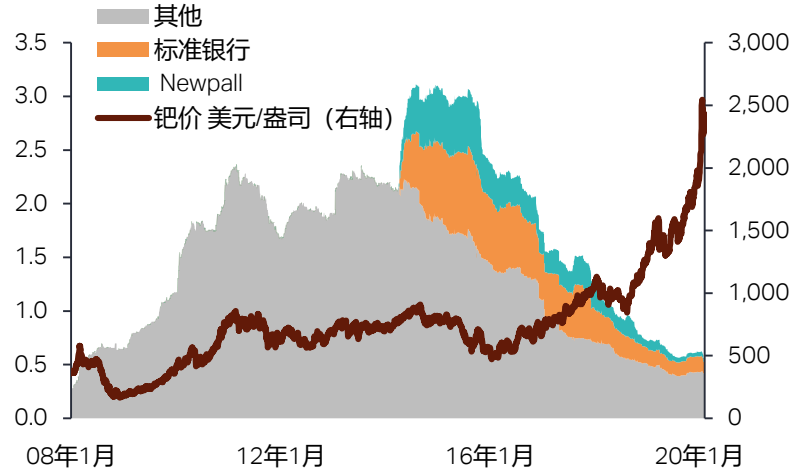
- 1月份钯锭供应紧张是推动钯价月内飙涨的主要原因。
- 钯金租赁利率飙升充分反映出供应紧张态势：彭博社发布的远期利率报价显示，1月期租赁利率在1月中旬飙升至50%（虽然此时正处于市场流动性极低的情况）。
- 如前几期月报中强调指出的，实物钯金持续供不应求，已导致地上钯金存量于2019年末降至仅足以满足14个月需求量的水平，而且其中很大一部分在租赁市场上也很难获得。
- 2020年初，多个因素导致钯锭供应紧张进一步加剧，包括：圣诞节期间一些精炼厂关闭；南非供电情况堪忧；中国市场参与者赶在春节前预先买入大量钯金，而且集中于买入钯锭而非海绵钯。
- 中国春节假期后，供应紧张态势有所缓解。新冠肺炎疫情的爆发及其对制造业供应链的冲击，意味着近期内中国工业用户需求对钯金总需求的支撑很可能减弱。
- 不过，市场人士的反馈信息继续显示，目前可买到的钯锭数量仍很少。我们认为，如果疫情危机最终消退，中国汽车行业对钯金的需求将开始上升，市场供应又将极度紧张。因此我们仍看好钯价走势，但同时也要提醒的是，价格波动率增大将是长期存在的现象。

# 钯金市场现状与展望

- 商店关门与居民消费信心疲软，已导致中国零售销售额全面大幅下降。在疫情爆发前，普遍预期中国汽车销量在连续两年下滑后，将于2020年触底回升。现在看来该预期过于乐观，不过预期政府将推出新财政刺激措施，可能会帮助汽车业最终缓解疫情危机带来的负面冲击。
- 随着感染病例数量的持续上升，预计未来几周内甚至几月内，很多中国工厂都无法满负荷生产。这将导致全球制造业出现大规模供应中断。因疫情导致零部件供应短缺，现代汽车已暂时关闭其位于韩国的生产厂。其他很多自主加工厂商（OEM）也担忧如果供应中断持续，可能不得不暂时关闭旗下工厂。
- 在供应方面，全球最大钯金生产商诺里尔斯克镍业公司于1月31日公布了去年4季度的业绩。2019年该公司采用自己的俄罗斯原料（不包括从第三方采购的原料）生产的钯金产量增长7%，至291.9万盎司，高于产量指引中预计277万-280万盎司。虽然公司制定了在2030年前将钯金和铂金产量提高逾30%的长期目标，但2020年产量指引中预计的钯金产量低于2019年目标，为264.8万-277.7万盎司。
- **价格预测风险因素：**如果新冠肺炎疫情发展较预期更为严重，可能导致中国和全球汽车工业出现长时间供应中断。这进而会导致汽车催化剂部门钯金需求下降，使得当前供应紧张态势得到缓解。
- 如果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，但目前看来该风险似乎还很遥远。
- 另一方面，如果对Eskom供电问题的担忧复燃，则将提振钯价。

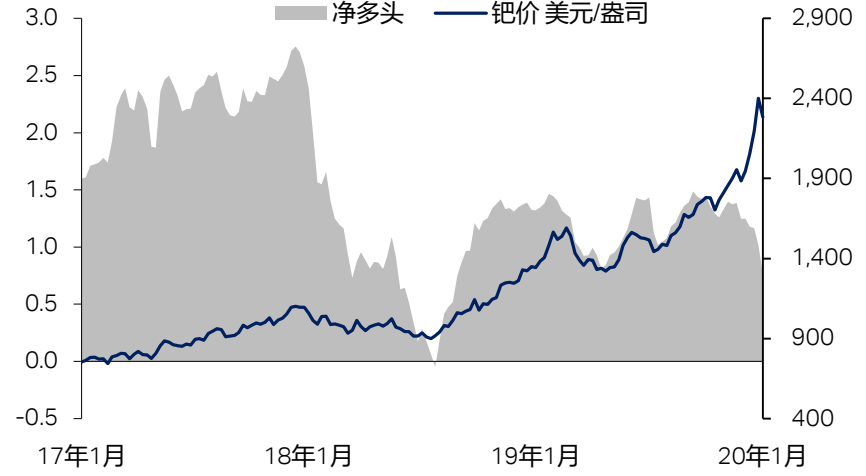
# 钯金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



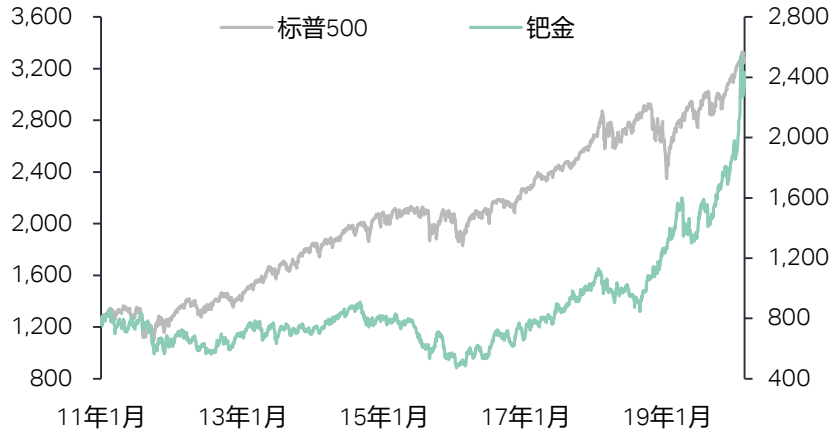
来源: Bloomberg

## Nymex 钯金净多头仓位\*, 百万盎司



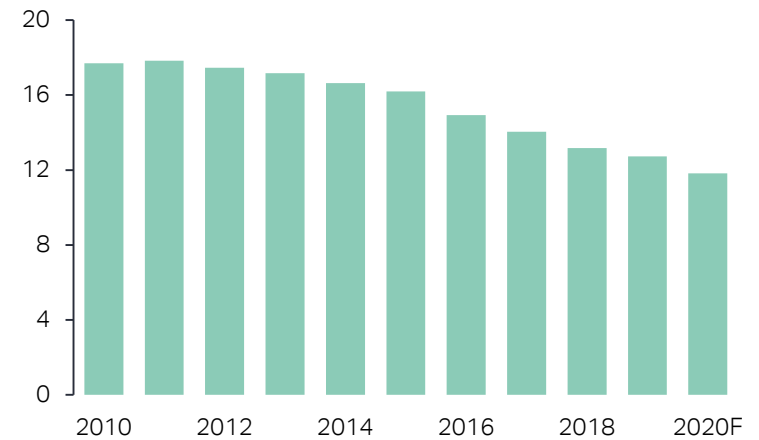
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

## 钯金地上存量\*, 百万盎司

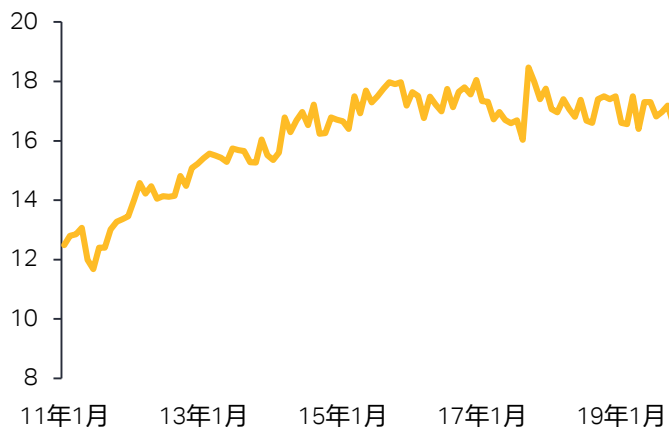


\*年末数; 来源: Metals Focus



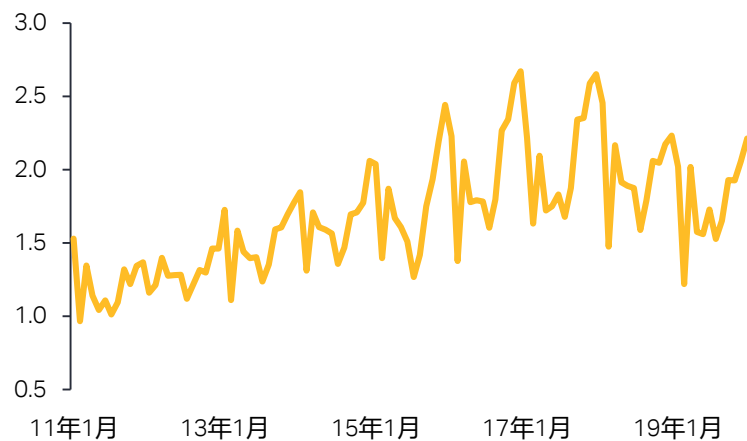
# 钯金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



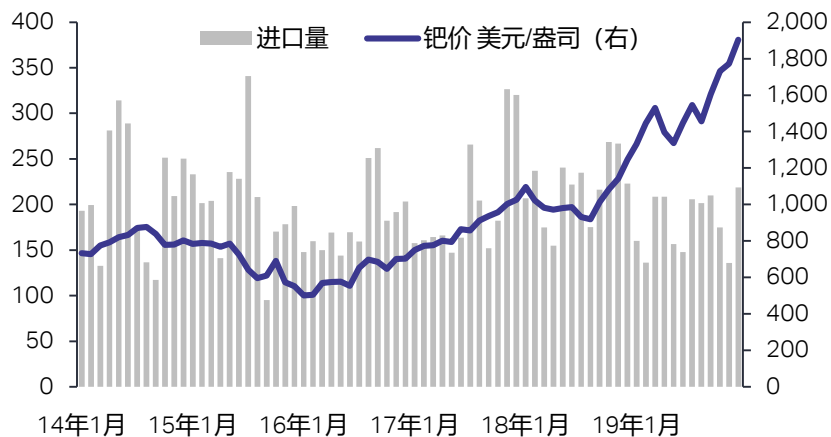
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



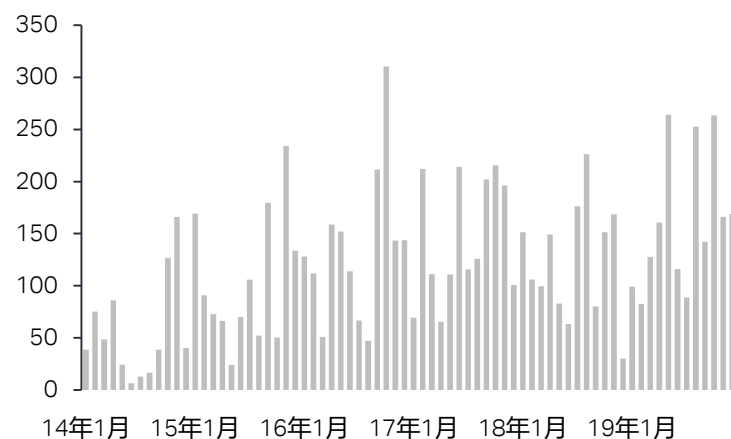
来源: Bloomberg

## 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](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。