



Metals Focus

贵金属月报

第61期 - 2020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



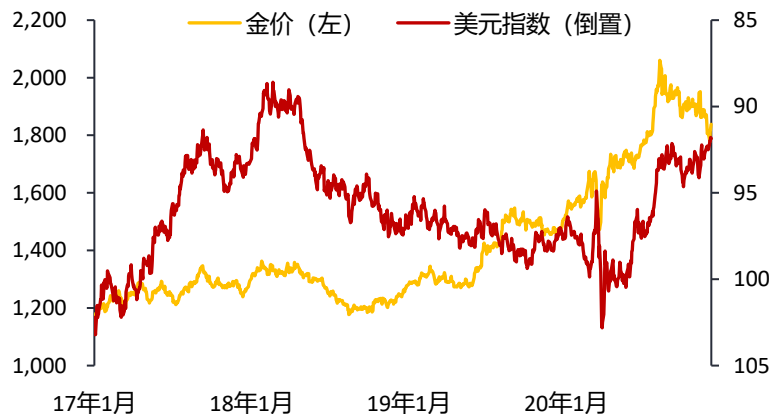
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 连续下跌两个月后，11月全球股市大幅回升，富时全球股票指数和标普500指数均迭创历史新高。投资者的风险偏好情绪显著回暖，导致避险资产的吸引力减弱，例如黄金价格就较上月下跌逾5%。
- 投资者对新冠疫苗即将面世的预期乐观，美国总统大选结果的不确定性减弱，是提振全球金融市场情绪的两大因素。此外，近期对美国财政刺激方案谈判有望取得突破的预期日益升温，更推动股市进一步走高。
- 在这一大背景下，美元指数继续走弱，撰写本报告之时已跌至2018年4月份以来的最低点。美国商品期货交易委员会（CFTC）发布的数据显示，投资者持有的美元净空头仓数已触及2012年以来的新高。
- 美元不断贬值，市场对全球尤其是中国经济复苏的预期又已升温，推动大宗商品价格上涨，进而导致通胀预期上升。例如，美国五年期盈亏平衡通胀率就已超过新冠肺炎疫情爆发前的水平，攀升至1.79%，为2019年5月以来的最高水平。
- 展望未来，新冠病毒感染病例数仍在不断上升，短期内疫苗生产和分发也面临诸多挑战，将继续对全球经济复苏构成压力。因此，股市大幅回调的风险仍较高，特别是考虑到近期其增速和涨幅则更是如此。
- 此外，目前利率维持极低水平，债券实际收益率也持续位于负值区域，将使得持有贵金属的机会成本降至最低。更多财政刺激措施将推出，美国债务持续膨胀，资金不断流向新兴市场等因素也将继续令美元承压，为贵金属价格走强提供支撑。

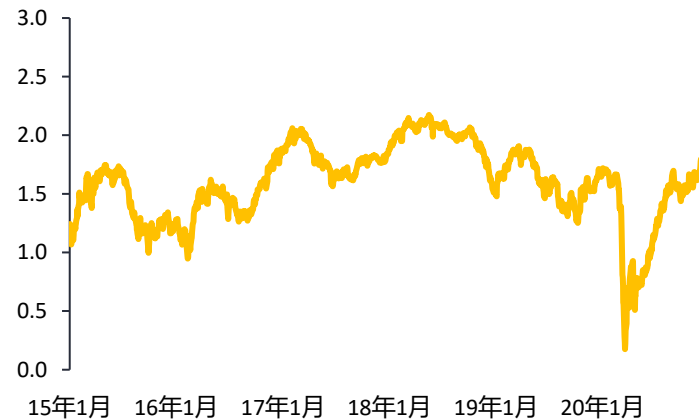
宏观经济现状与展望

金价与美元指数



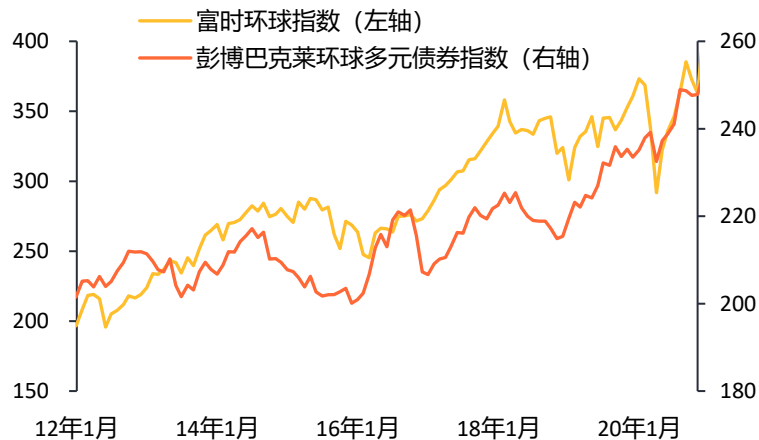
来源: Bloomberg

美国5年平准通胀率 %



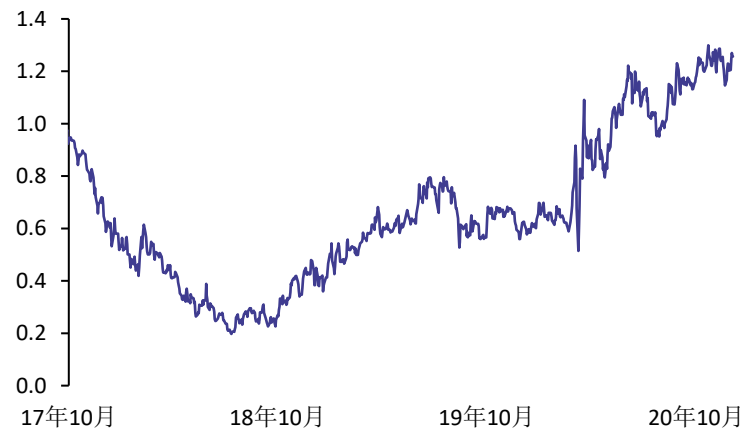
来源: Bloomberg

全球股票及债券市场



来源: Bloomberg

美国五年期和三十年期收益率利差, 百分比%



来源: Bloomberg

黄金市场现状与展望

8月份涨至新高后黄金价格持续回调，因对新冠疫苗即将面世的预期提振了市场风险偏好，11月期间金价继续下跌，自7月份以来首度跌破1,800美元/盎司关口。不过在短暂跌至1,760美元/盎司一线后，金价快速反弹，撰写本报告之时交投于1,840美元/盎司一线。

- 尽管金价大幅回落，我们仍对黄金前景持积极看法，预计2021年一季度金价将再度涨破2,000美元/盎司关口，之后还有望挑战2,300美元/盎司。
- 新冠疫苗接种将至少需要数月时间，而当前疫情蔓延继续给欧美地区经济活动带来压力。更为重要的是，全球经济需要各国进一步推出货币和财政宽松政策，才能实质性恢复增长势头。
- 在这一大背景下，实际利率持续位于负值区域将使得持有黄金的机会成本降至最低，从而利于金价走强。鉴于目前股市已处于创纪录高位，黄金作为对冲股市回调风险的资产，对很多机构投资者仍具吸引力。
- 考虑到近期大宗商品价格持续上涨，以及进一步宽松政策的可能性，我们也不能忽视通胀预期升温的风险（虽然只是从极低通胀水平的回升）。
- 上述因素叠加持续存在的地缘政治风险，应能继续支撑黄金投资走强。而鉴于疫苗开发取得积极进展的消息已经基本反映在金融市场的价格中，未来一段时间金价下行空间应有限。
- 在行业动态方面，11月16日Endeavour矿业公司和Teranga黄金公司宣布双方将合并，交易初步估值为19亿美元。而在之前的7月份，Endeavour公司已完成了对SEMAFO矿业公司的收购。该合并交易完成后，新公司将跻身全球十大上市黄金生产企业之列，生产基地主要位于西非地区，年产量将达到150万盎司。

黄金市场现状与展望

- 主要实物黄金市场状况：
 - 在中国，包括四家国有银行在内的八家银行于上周宣布，因国际市场价格波动加大，暂停相关贵金属业务新客户开立交易账户。上海黄金交易所已提高几类合约的保证金比率，以帮助抑制价格大幅波动。
 - 得益于节日和婚礼季销势强劲，11月印度黄金需求明显改善。我们进行的调研显示，重要的财神节当天黄金销量达到20-30吨，相当于2019年同日销量的80%-85%。在财神节之前印度本地金价较国际金价折价9美元/盎司，得益于需求回升，目前已转为对国际金价溢价2美元/盎司。
 - 节日过后印度黄金首饰需求放缓，但得益于国内金价回落（自6月份以来首度跌破50,000卢比/10克），投资需求则强劲上升。
 - 虽然11月金价回落，中东地区的黄金需求仍未能实质性回升。关于新冠疫苗的好消息的确提振了市场情绪，但经济持续不景气仍继续打压消费者非必需品的支出。
 - 在西方市场，实物投资者对11月金价下跌反应积极，多家铸币厂均报道称其当月金币销量显著上升。
- 价格预测风险因素：新冠肺炎疫情演变趋势仍是主要风险因素。如果主要经济体无法控制第二波疫情，将为黄金投资增长注入额外动力。另一方面，如果新冠疫苗较预期更快地得到普遍接种，则会导致避险需求下降。最后，拜登政府上任后中美关系仍将面临困难局面，中东地区的地缘政治紧张形势也仍未得到缓解，都利好于黄金走强。

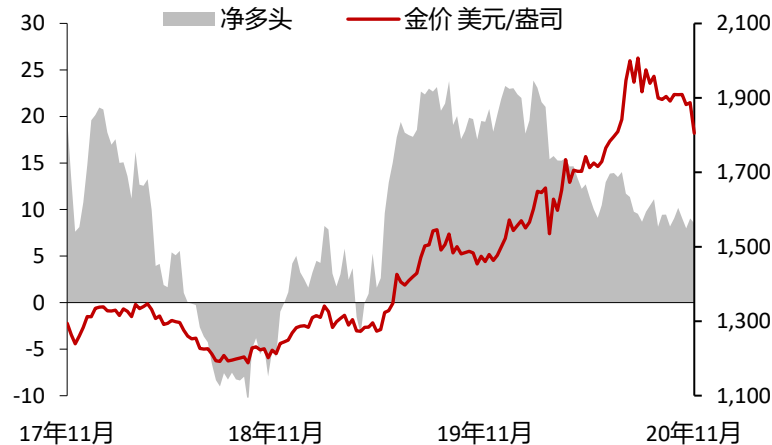
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



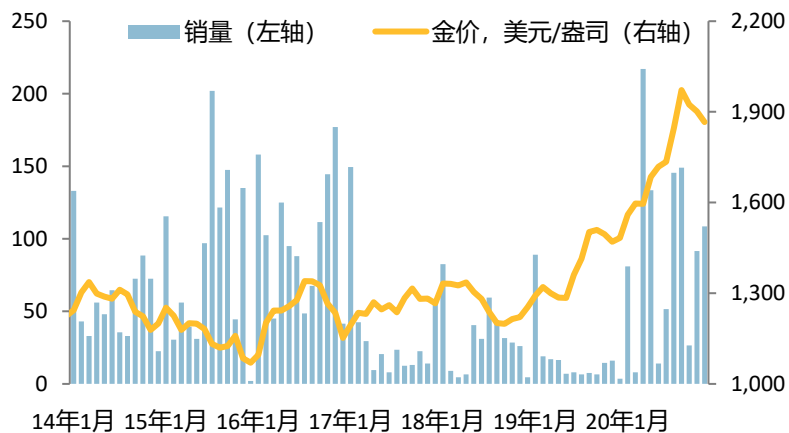
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



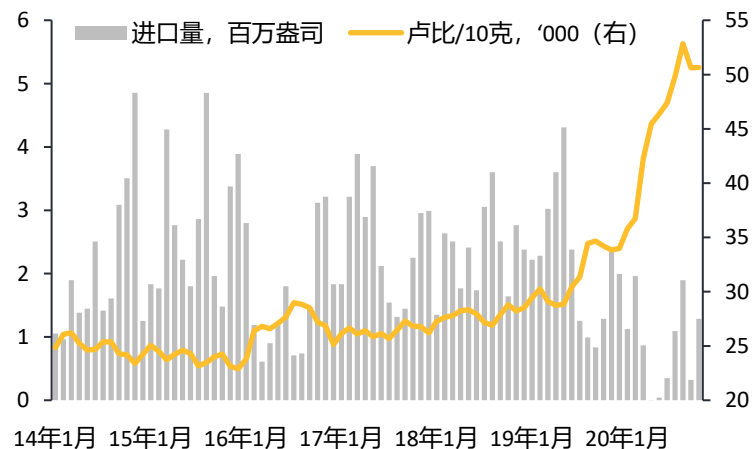
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

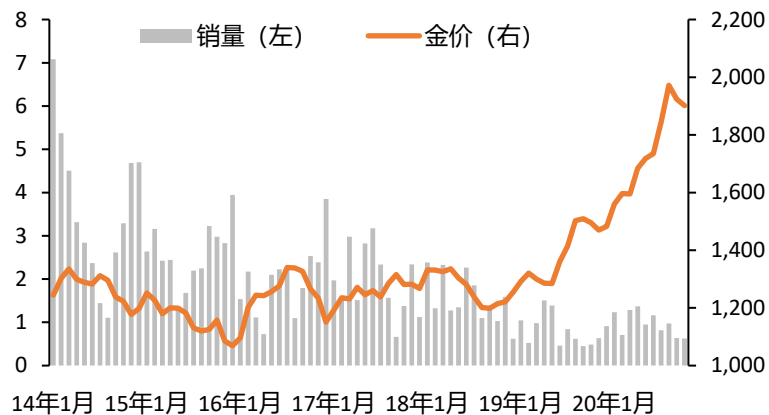
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

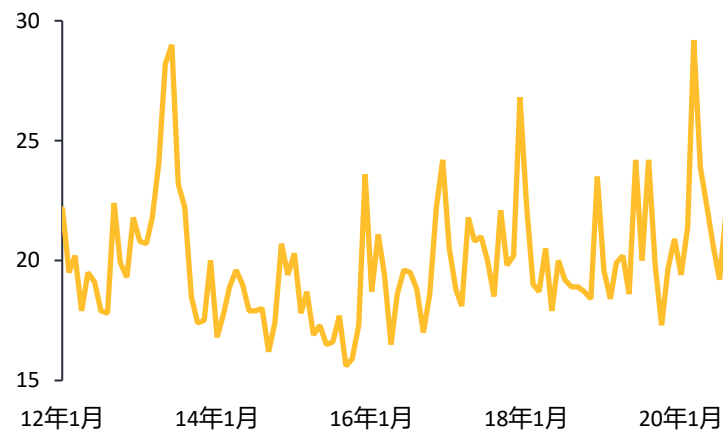
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



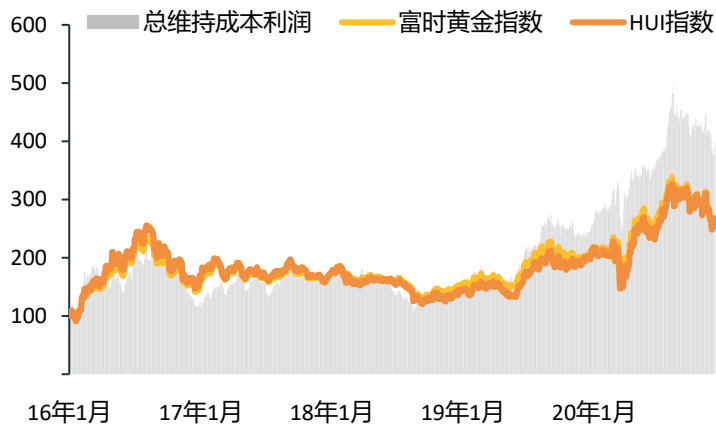
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



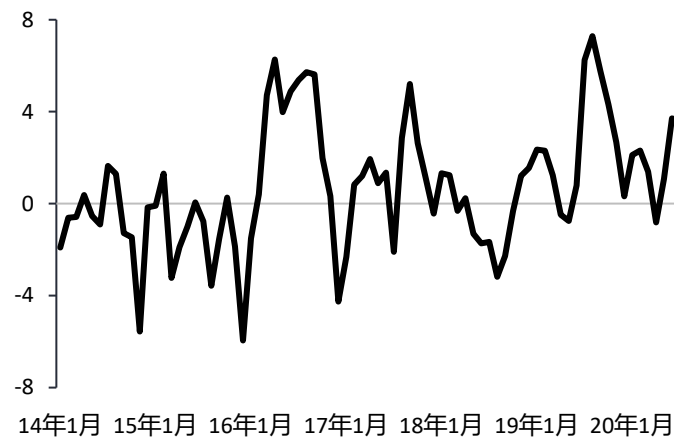
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

黄金矿产-经营利润*



* 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

与黄金一样，在辉瑞生物科技（Pfizer-BioNTech）成功开发出有效新冠疫苗的消息传出后，白银也持续承压。11月6日银价虽曾短暂反弹至26美元/盎司，但之后至月底大跌近16%，降至22美元/盎司下方，重返9月份的低位。撰写本报告之时，银价有所回升，交投于略高于24美元/盎司的价位。

- 需要强调指出的是，与黄金相比，白银价格表现更具韧性。在之前抛售潮期间，银价表现一般都跑输黄金，但这次却不同，使11月大部分时段内金/银价格比在75:1至79:1区间内震荡，较今年早期的水平已显著下降。
- 银价表现出韧性，一定程度上反映出投资者看到中国GDP实现V型回升，政府又出台了大规模基建刺激计划后，对工业金属前景的信心日益增强。举例而言，11月铜价就已触及七年来的高点。
- 各主要经济体推动疫后经济绿色复苏的呼声日益增强，促使光伏行业的白银用量增加，也为银价保持韧性作出了重要贡献。
- 正因为有上述这些利好于白银的因素，在白银ETPs（交易所交易产品）市场和纽约商品交易所（Comex），投资者减持白银的幅度都相当有限，而减持应该主要受短线战术性投资者推动。
- 展望未来，我们仍维持宏观经济前景将继续支撑贵金属投资的研判，白银将从中受益。银价近期表现出的韧性，以及对白银工业需求大幅回升的预期，也应会促使投资者买入白银，将之作为以加杠杆方式炒作贵金属的手段。
- 因此，我们预期2021年银价将稳站于30美元/盎司上方，明年四季度前金/银价格比有望降至65:1-60:1附近。

白银市场现状与展望

- 在实物白银需求方面，由于投资者看好银价前景而趁银价低企之机增持白银，过去几周来美国银币和银条销量显著上升。11月老鹰银币的销量已创出本年迄今的第二高值。
- 受节日期间销量状况良好和银价回落这两大因素的提振，11月印度白银需求回暖。因此印度本地银价对国际银价的折价已从10月份的约1.6美元/盎司收窄至1美元/盎司下方。
- 受光伏市场持续复苏和5G网络相关产品商用化加速的推动，11月期间白银工业需求量继续回升。不过夏季期间快速回升后，目前增速已放缓，背后的主要原因是欧洲和美国都再次实施严格控制新增光伏装机容量的措施。
- 在矿产白银供应方面，因有员工被确诊感染新冠病毒，Great Panther矿业公司于11月16日暂时停止了其位于墨西哥的Topia矿山的生产。预计停产时间将不超过30天。
- 因阿根廷圣克鲁兹省新冠病毒感染病例数激增，Hochschild矿业公司也被迫从11月30日起暂停旗下San Jose矿山的生产。公司计划于12月4日有限度的恢复该矿山的生产，但尚需政府部门批准。虽然遭遇生产中断，但两家公司都预期全年白银产量将达到之前产量指引中设定的目标。
- **价格预测风险因素：**主要经济体推出更为激进的货币和财政宽松政策，是银价上行主要风险因素。若这些经济体的新冠疫苗接种速度慢于预期，市场风险偏好也很可能会受挫，从而利好于黄金和白银。

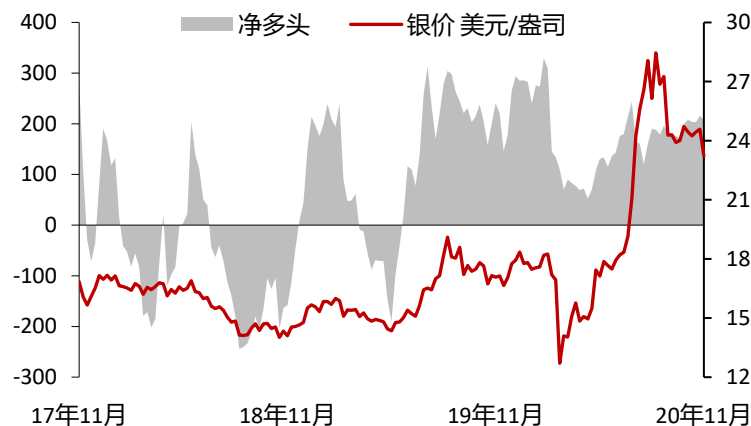
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



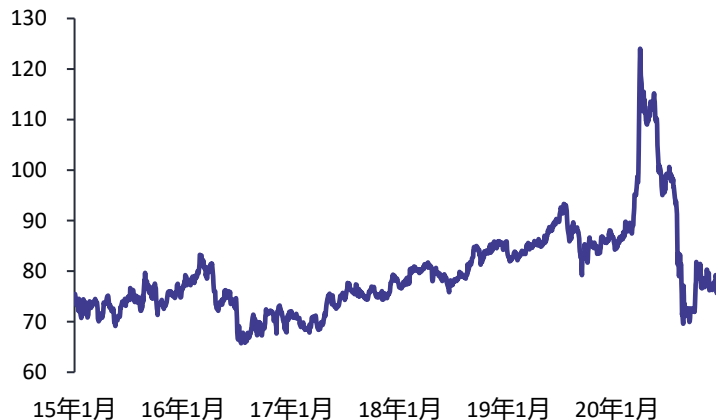
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



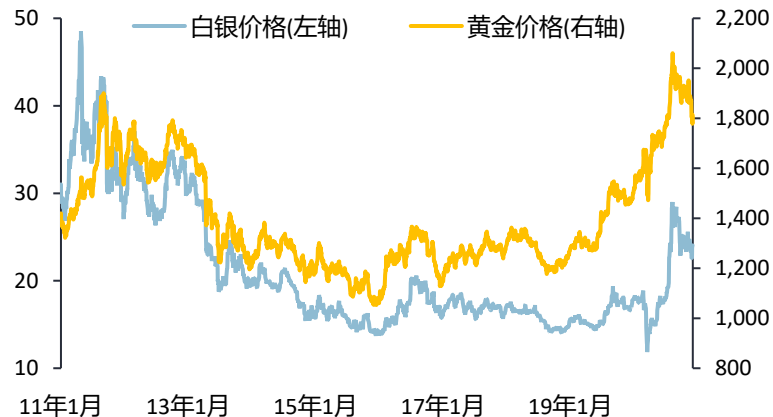
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

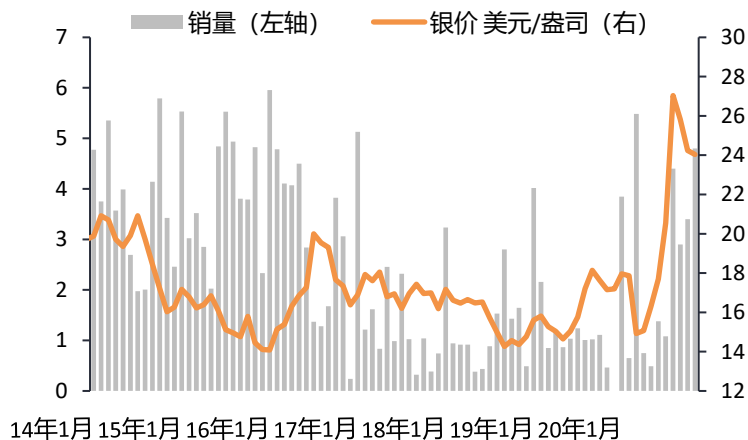
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

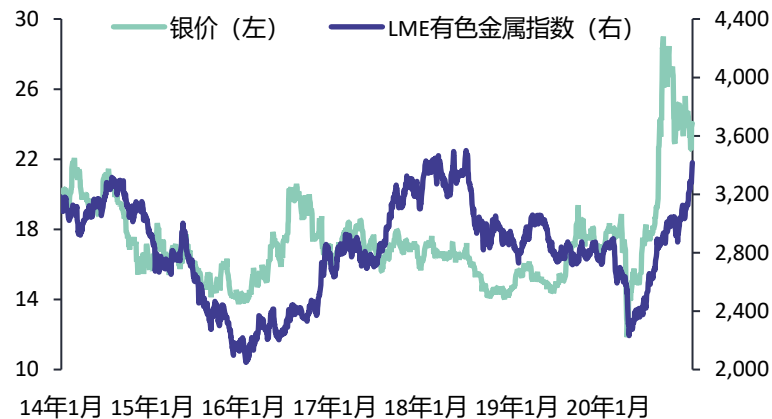
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



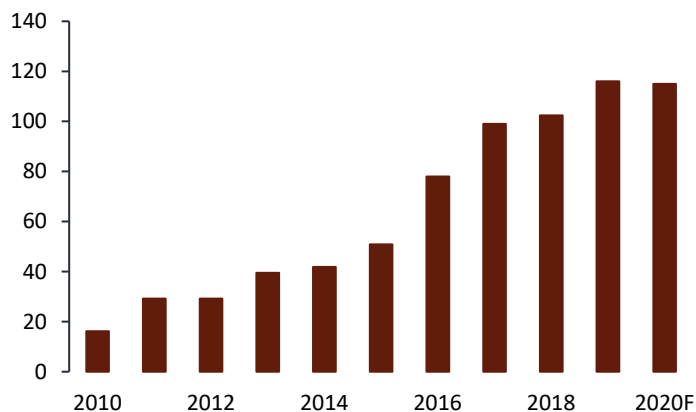
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



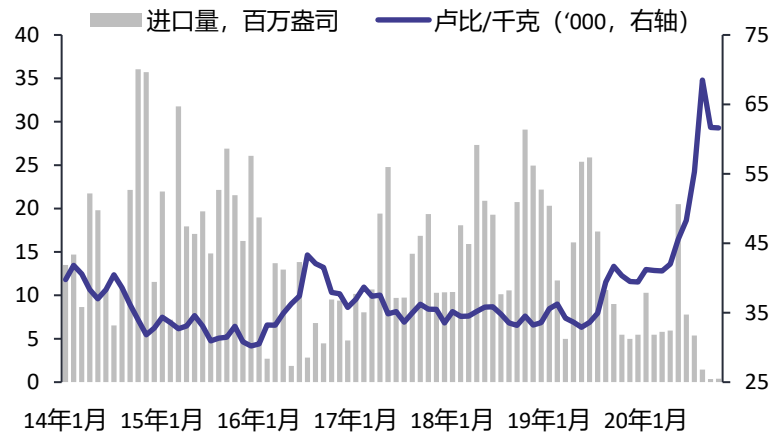
来源: Bloomberg

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月份**铂金**价格表现跑赢黄金和白银，月内共上涨123美元/盎司。到11月底时，由于关于新冠疫苗的好消息导致金价重挫，而铂价则因南非出现供应紧张而上扬，铂金与黄金的价差收窄逾200美元，至800美元/盎司。也正是因为供应紧张，今日发布本报告时铂价高点触及1,072美元/盎司，创四年来新高。

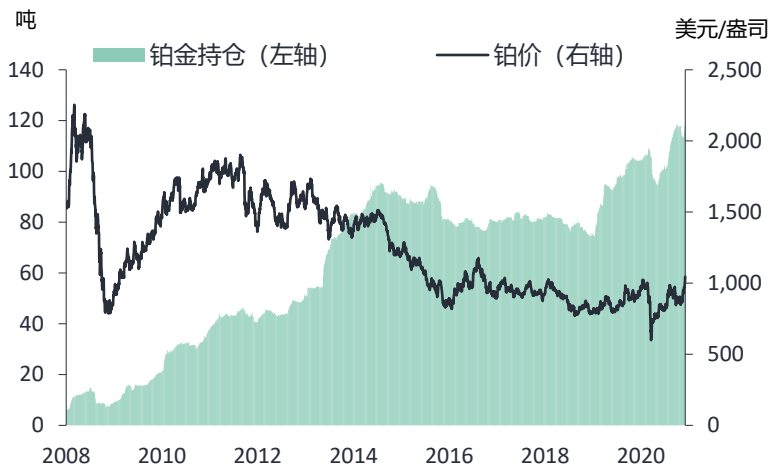
- 由于南非铂金供应紧张，加之生产商纷纷采取行动尽力履行合同承诺，对铂价的影响强于其跟随金价波动的趋势，11月铂价表现好于预期，因此我们已把今年四季度的铂金均价预测值上调至950美元/盎司。
- 鉴于2021年南非铂金供应将回升，我们预计明年全年铂金均价为1,000美元/盎司，高点则有望触及1,250美元/盎司。考虑到汽车行业的铂金需求有望在明年强劲回升，预计2021年三季度和四季度的铂金均价将分别升至1,020美元/盎司和1,050美元/盎司。
- 矿产铂金供应趋紧将导致2020年供不应求，出现19.1万盎司的供需缺口。不过进入2021年后，南非矿企面临的运营问题有望得到解决，而铂金需求量尚无法完全回升至疫情爆发前的水平，因此市场预计将重返小幅供应过剩（数量为3.6万盎司）状态。
- 10月底管理基金持有的铂金期货仓位就已由净空头转为净多头。因传出供应紧张的消息，加之市场对铂金需求前景的预期乐观，使投资者情绪进一步转好，11月期间净多头仓数继续攀升，月底时达到50.3万盎司。
- 11月份全球铂金ETP的总持仓量小幅下滑，但仍高于380万盎司。关于新冠疫苗的好消息传出后部分投资者获利了结，从金属市场转向股市，北美地区铂金基金的持仓量减少3.3万盎司。

铂金市场现状与展望

- 在供应方面，艾芬豪（Ivanhoe）矿业公司完成了其Platreef矿山项目的最新可行性研究，目标产量为年产22.8万盎司铂金和23.3万盎司钯金。按计划2025年后期将产出首批精矿，但这取决于该公司获取融资的能力。在另一种可能情景下，将分阶段进行项目开发，调低资本投入，目标是在2024年中期产出首批精矿。分阶段开发的详细工程设计已经启动，预计明年将编制出更新版可行性研究。
- 2020年铂金总需求量将受新冠肺炎疫情的冲击，其中汽车生产企业和其他工业用户需求量受影响最大。虽然三季度需求量回升，但由于欧洲再度实施防疫封锁措施，打压汽车需求，四季度汽车行业的铂金需求量可能由升转降。预计汽车业的铂金需求量将下降16%，至240万盎司。而进入2021年后，在汽车产量回升16%，混合动力汽车产量增长60%，强制性尾气排放标准更为严格、铂金少量替代钯金诸因素的共同作用下，汽车行业的铂金需求量有望劲升24%，至290万盎司。
- 在实物投资需求和铂金首饰需求方面，日本和美国实物铂金投资需求量的增长将把今年全球总量推高至62.9万盎司，创出历史新高。今年以来全球尤其是中国的铂金首饰需求量也强劲回升，预计四季度的增幅将达到32%，欧洲和美国的需求量也有望恢复至疫情前的水平。预计2021年铂金首饰需求量将继续回升，但仍会低于2019年的水平。2021年投资者铂金条和铂金币购买量虽有望在五年均值之上，同比预计仍下滑23%。
- 应对气候变化已成为当务之急，促使很多国家出台相关政策声明，日益重视大力发展作为替代能源的绿色氢能。虽然今明两年这对铂金需求量增长的贡献率仍会很低，但我们坚信未来这一细分领域将强劲增长。
- **价格预测风险因素：**矿产铂金供应问题持续存在，可能导致供应趋紧，给铂价带来上行压力。

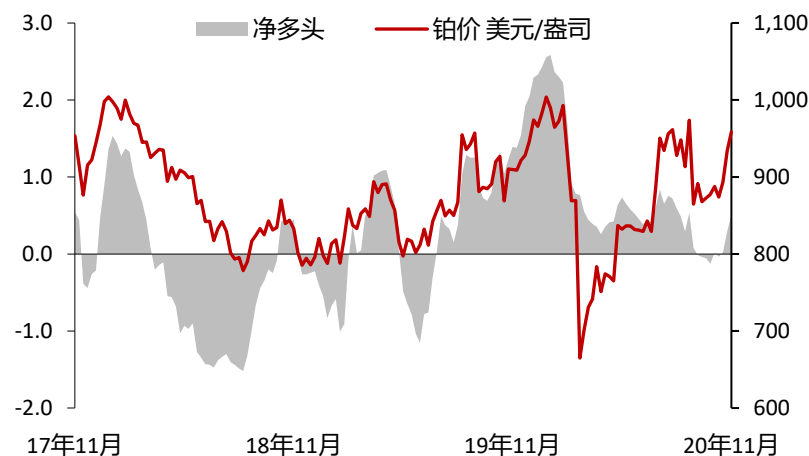
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



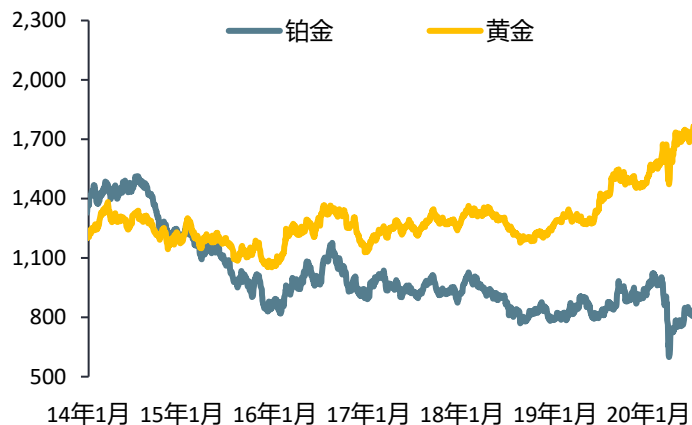
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



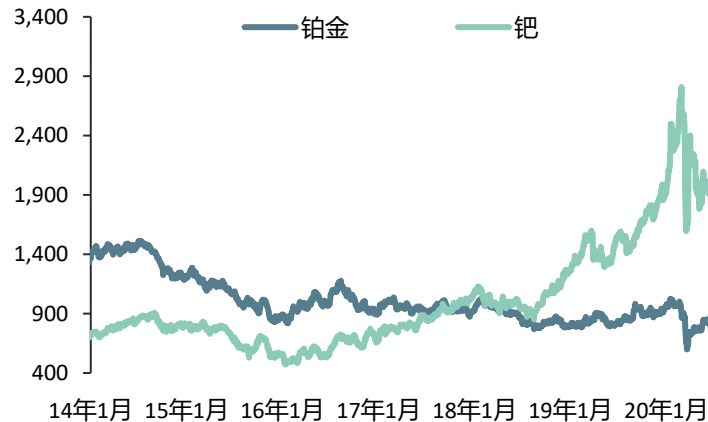
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

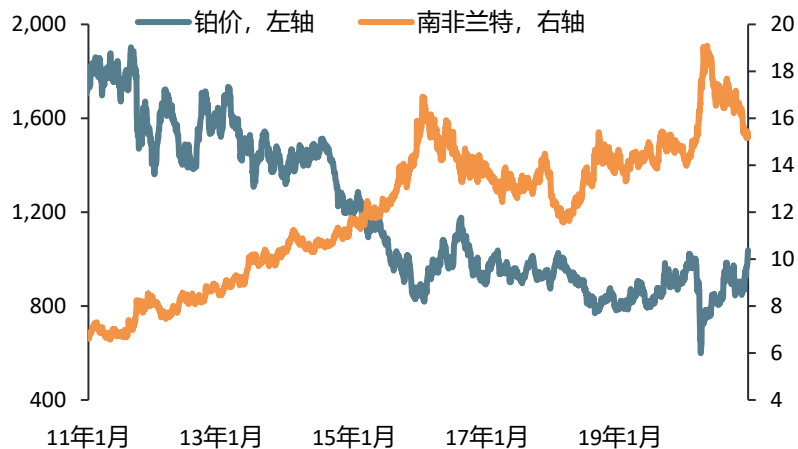
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

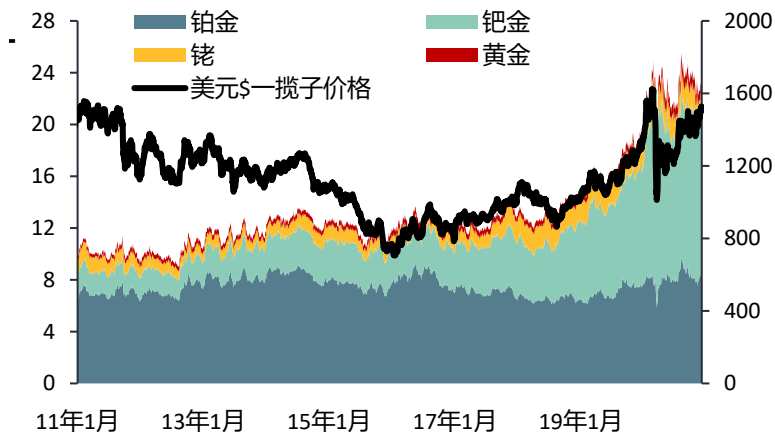
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



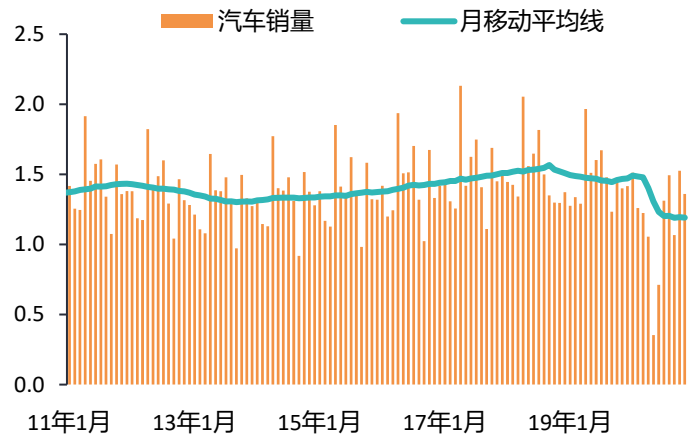
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



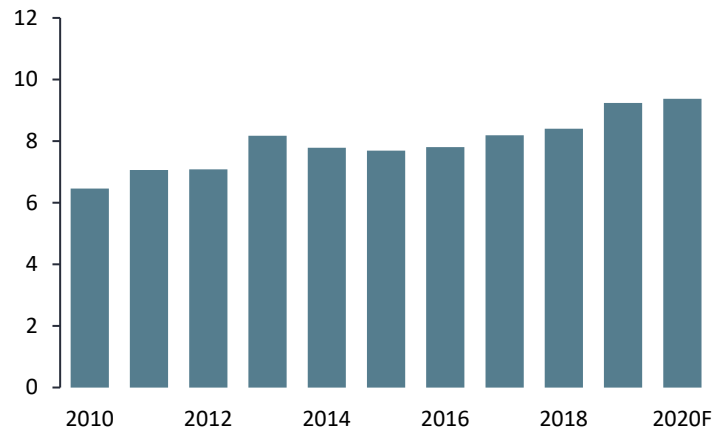
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

与铂金一样，钯金走势也受到南非矿产供应紧张的消息传出，以及疫苗即将面世使经济复苏的预期转向乐观这两大因素的影响。南非出现供应问题的消息传出后，钯价曾短暂上试2,500美元/盎司，但之后回落，11月底略低于2,400美元/盎司。

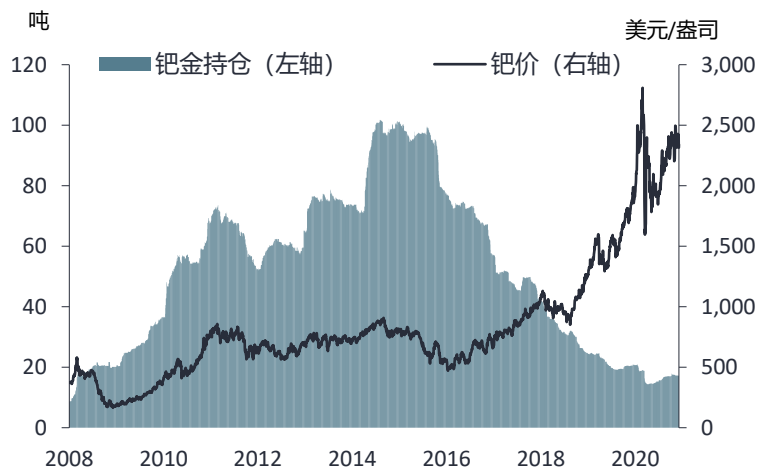
- 鉴于11月钯价表现较好，供应问题也将推动钯价在四季度剩下时段走强，我们已将四季度钯金均价的预测值上调至2,370美元/盎司。四季度钯价不仅有望再创新高，年度均价也将连续第四年刷新新高。
- 尽管对第二波疫情的担忧仍存，但对新冠疫苗的乐观预期已促使市场人士上调2021年的汽车产量预测值。有鉴于此，我们预计2021年一季度钯价将一举突破阻力位，均价有望涨至2,500美元/盎司，还有上试2,700美元/盎司的潜力。之后钯价有望继续保持涨势，全年均价有望达到2,800美元/盎司，还有上试3,000美元/盎司的潜力。
- 11月初英美铂业宣布其ACP转化炉工厂因事故而今年第三次停工，因此我们已下调了钯金供应量预期，今年钯金供应短缺量或将扩大至39.8万盎司。鉴于ACP工厂停工后待加工存货需要24个月才能完全释放，而2021年汽车产业的钯金需求又有望大幅回升，我们预计2021年钯金供应短缺量将进一步扩大至49.8万盎司。
- 11月初钯金供应出现问题的消息传出后，管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）钯金期货净多头仓位激增10万盎司，之后变化甚微，月底时为38.5万盎司。
- 11月钯金ETP的持仓量下滑1%，至58.3万盎司。尽管交易量较小，但月内减仓的基金基本都利用钯价走高兑现利润。一些钯金基金还报告称部分ETP投资者因预期铂金的长期投资价值高而卖出钯金，转投铂金。

钯金市场现状与展望

- 诺里尔斯克镍业公司公布了更新后的产量前瞻指引，将2022年的钯金产量目标下调了约13万盎司。该公司再次重申其长期战略目标，即到2030年后使其铂族金属产量增长50%。
- 在需求方面，预计2020年全球汽车总产量为7,460万辆，2021年则有望上升16%，至8,670万辆。虽然2021年的总产量仍将比2019年少200万辆，但我们预计得益于各国尤其是中国的强制性尾气排放标准日益严格，汽车行业的钯金需求量有望回升至2019年的水平。预计2020年全行业的钯金需求量将下降13%，而2021年则将增长15%至890万盎司。
- 11月份，美国季节因素调整后的汽车年化销量连续第二个月下降，降幅为3%，至1,550万辆。中型SUV车的销量再次优于小型车（小型车销量降幅达25.4%）。虽然OEM厂商在汽车库存大量减少后正重建库存，预计今年美国汽车行业的钯金需求量仍将下降21%，2021年则有望大幅回升至170万盎司（不过仍比疫情前的需求量低5%）。
- 相比之下，今年中国汽车行业的钯金需求量则有望上升5%，至230万盎司。国六a尾气排放标准预定从2021年1月起恢复施行，虽然该标准与欧6排放标准很类似，但也有一点关键区别，即国六a标准设定了颗粒物排放限值，为此需要在汽油车中广泛安装颗粒物过滤器，其中很多除需涂装铂和铑外，还需涂装钯。
- 与石油业相比，化工业的钯金催化剂需求受新冠肺炎疫情的影响相对较小，尽管中国化工业催化剂需求量大幅增长（翻了近一番），但今年化工行业的总需求量仍将下降5%，至40.8万盎司。进入2021年后，硝酸和药用催化剂的需求将显著增长，因此尽管对二甲苯和其他催化剂的需求量将走弱，全年化工业的钯金总需求量仍有望增长11%。
- **价格预测风险因素：**拜登政府上任后，美国的汽车电气化进程有望加速，虽然短期内这对钯金需求的冲击并不大，但会影响市场情绪并抑制价格预期。目前铂金与钯金的价差已高达近1,500美元，若汽车制造商更为广泛地使用铂金来替代钯金，钯价也可能将承压。

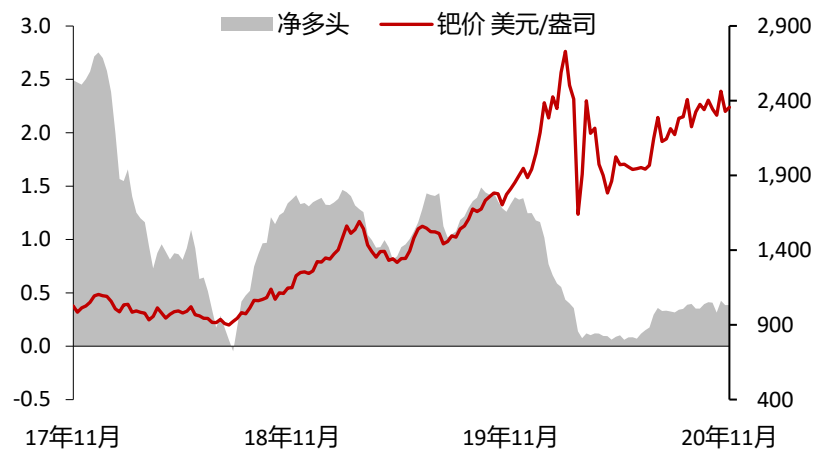
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



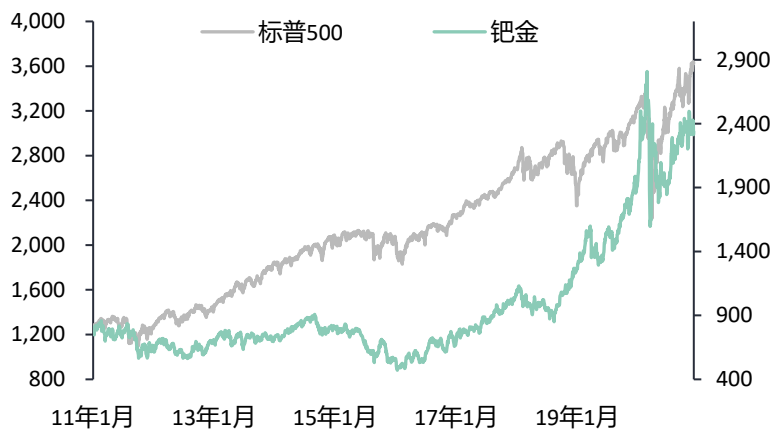
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



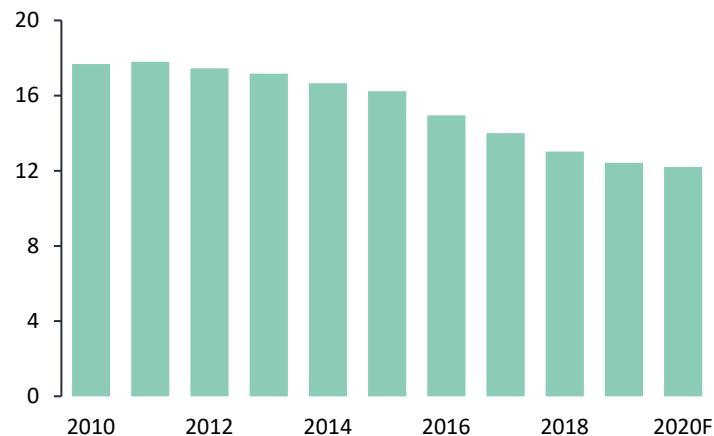
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

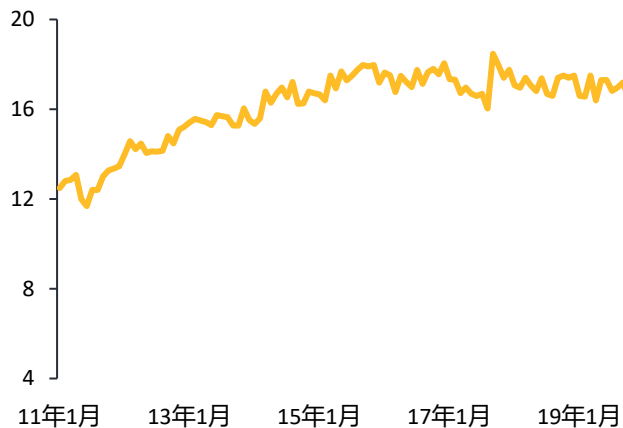
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

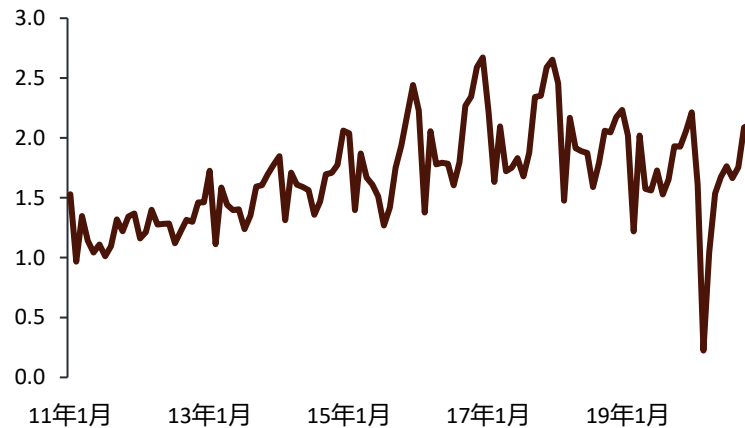
钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



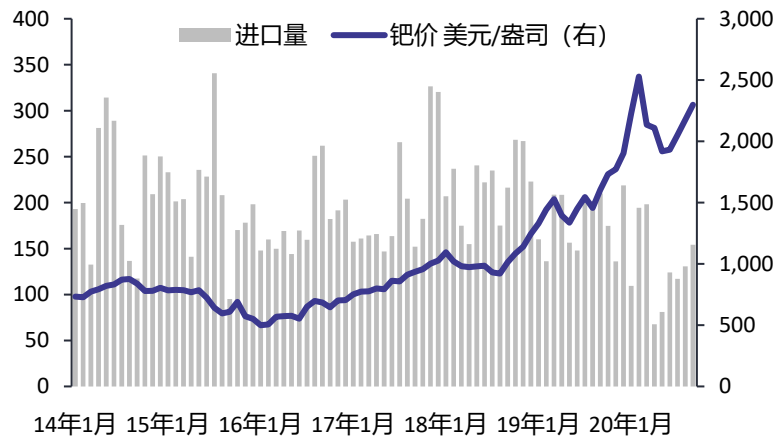
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



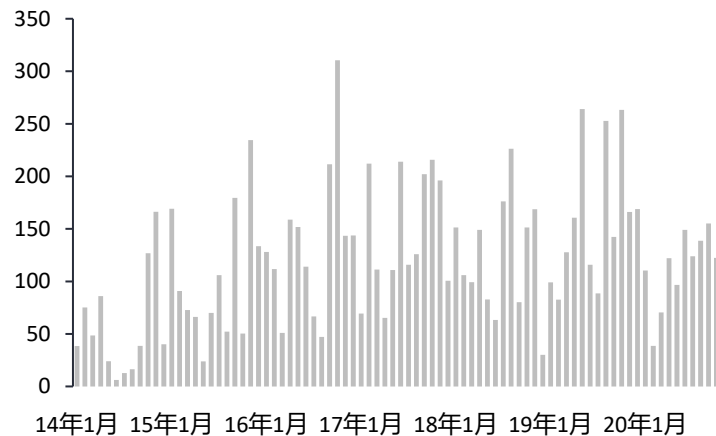
来源: Bloomberg

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, 董事总经理

Charles de Meester, 董事总经理

Wilma Swarts, 铂组金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Junlu Liang, 高级分析师

Simon Yau, 高级顾问, 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问, 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Ana Monsivais, 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

Nikos Kavalis, 董事总经理-新加坡

Adam Webb, 矿业组主管

Neil Meader, 黄金与白银主管

Chirag Sheth, 主要顾问, 孟买

Yiyi Gao, 高级分析师, 上海

Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 高级顾问, 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, 区域销售总监

Gloria Titilayo, 办公室经理

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。