



Metals Focus

贵金属月报

第62期 - 2021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



www.valcambi.com



www.asahirefining.com



www.randrefinery.com



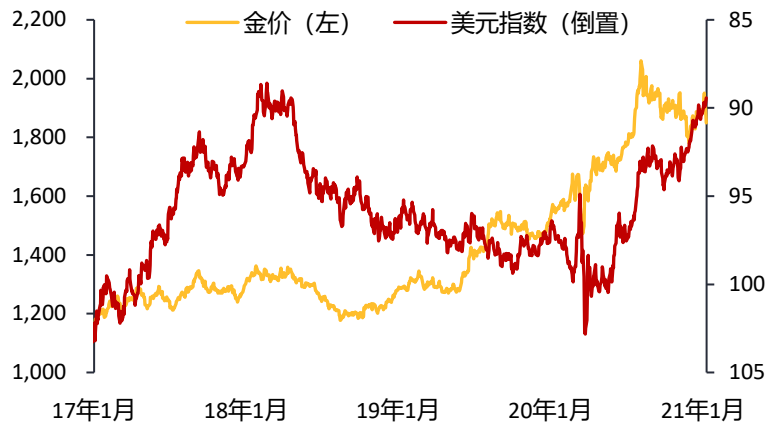
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 受新冠疫苗推动的市场乐观情绪，以及美国政府宣布推出新的财政刺激措施，使2020年12月全球股市在前一个月大幅上涨后继续创下新高。随着美元跌幅扩大，明晟新兴市场货币指数升至历史高位，贵金属价格也大幅反弹。
- 进入2021年后，虽然新冠病毒感染病例数继续上升，多地区再次进入封城状态，投资者的风险偏好仍然较高。主要原因是市场预期在民主党控制参众两院后，美国将推出进一步的财政刺激措施。
- 在这一大背景下，市场对未来通胀的预期进一步升温，美国五年期平准通胀率已升破2%，创2018年以来新高。对政府举债额增加的预期还推高了债券收益率，例如美国十年期国债的收益率就于2020年3月以来首度再次站上1%。
- 展望未来，疫苗生产和分发仍面临诸多挑战，要让较大比例的人口接种疫苗尚需要相当长的时间。
- 此外，经济环境不确定性高，复苏之路仍然漫长，意味着目前的超低利率环境仍将持续，使得持有贵金属的机会成本最小。进一步的财政刺激措施推出可期，美国债务水平不断膨胀，资金持续流入新兴市场，这些都将对美元构成压力，为贵金属价格提供支持。
- 虽然从绝对值看，通胀率仍然较低，但一旦通胀压力开始加速上升，黄金作为通胀对冲工具有望从中受益。
- 重要的是，股市表现与经济基本面存在脱节，急剧回调的风险仍然存在，考虑到近期股市增速之快、涨幅之大，则更是如此。

宏观经济现状与展望

金价与美元指数



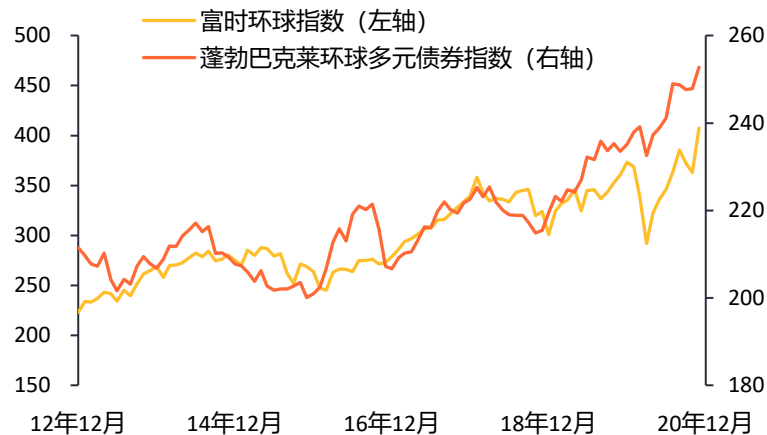
来源: Bloomberg

美国5年平准通胀率 %



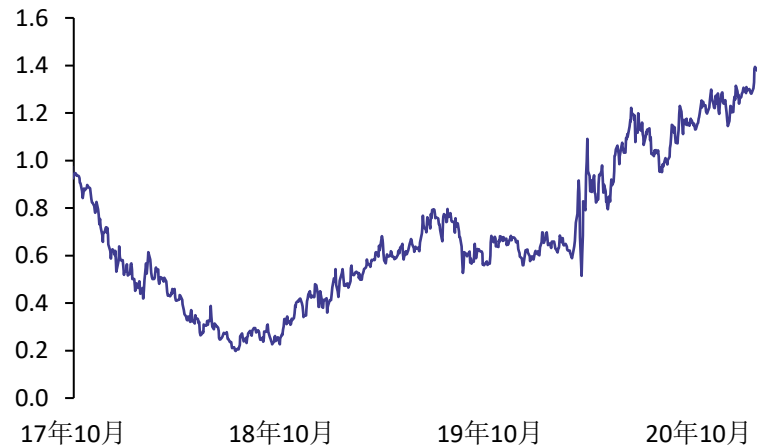
来源: Bloomberg

全球股票及债券市场



来源: Bloomberg

美国五年期-三十年期国债收益率利差，百分比%



来源: Bloomberg



黄金市场现状与展望

连续四个月下跌后，12月份黄金价格大幅回升，年末收盘价格略低于1,900美元/盎司，年内涨幅高达25%。进入2021年后，金价继续上行，于两个月以来首次逼近1,960美元/盎司。不过撰写本报告之时，黄金已回吐全部涨幅，交投于1,900美元/盎司下方。

- 近期金价自两个月来的高点回落，主要是因为市场对美国进一步增加财政支出的预期升温，推动美国国债收益率上升。不过我们认为“蓝色浪潮”（民主党赢得总统和参众两院选举）对黄金的负面影响很可能只是短暂的。
- 考虑到新冠肺炎疫情仍在恶化，失业率也居高不下，未来几月间很多经济体不可避免地会推出更多宽松措施。因此实际利率仍将处于负值，使其难与黄金竞争。同时，债券收益率从当前水平进一步上升的空间似乎也有限。
- 在这一大背景下，我们仍看多2021年金价前景，仍然预计年内价格将逼近2,300美元/盎司。
- 自上期月报发布以来，我们已小幅修订了所编制的金价预测。预计金价上涨将主要发生在今年上半年，原因是近期对很多经济体复苏乏力的担忧日益加剧。
- 具体来看供需基本面，首先来看黄金矿业动态。12月21日，加拿大政府以国家安全为由，拒绝山东黄金拟收购TMAC资源公司的交易。之后阿格尼克伊格尔矿业公司（Agnico Eagle）同意按2.20加元/股的价格（高于山东黄金1.75加元/股的出价），收购TMAC公司100%的股份。预计该交易将在今年2月8日前（含该日）完成，把TMAC公司的Hope Bay矿山纳入麾下后，阿格尼克伊格尔公司在纽纳武特地区（Nunavut）的在产矿山数量将增加。

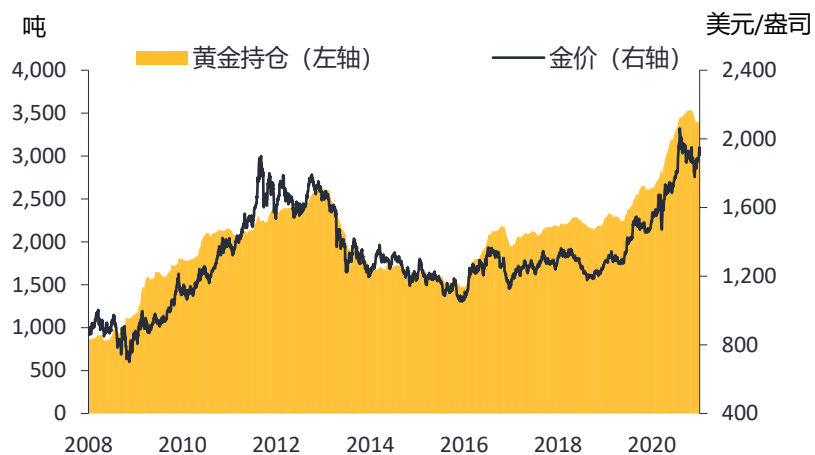
黄金市场现状与展望

➤ 主要实物黄金市场状况：

- 得益于上半月金价回调，圣诞和元旦送礼需求以及婚庆需求支持，12月份**中国**黄金首饰需求稳健回升。最近在深圳的实地调研显示，虽然春节前零售商积极备货，但因北方地区新冠病毒感染病例数持续上升，市场对春节期间的销售仍持谨慎态度。
 - 得益于节日季和婚礼季需求复苏，**印度**黄金需求继续显著改善。印度婚礼季节将持续至4、5月份，促使首饰制造商和销售商开始重建库存，虽然步伐尚缓慢。
 - 受居民可支配收入下降、消费者信心低迷、防疫限制措施持续实施的叠加影响，**中东地区**的黄金首饰需求仍疲软。相比之下，得益于对金价走高的预期，实物黄金投资需求则保持稳健。
 - 受金价回落（年末欧元计价的金价较8月份的高点回落11%）、消费者谨慎情绪、封城期间在没有大幅抛售的情况下无法前往回收商处等因素的影响，近来**西方**国家的黄金回收市场较为低迷。
- **价格预测风险因素：**新冠肺炎疫情演变趋势仍是金价预测主要风险因素。如果主要经济体无法控制疫情突变，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，即使拜登政府上任后，在可预见的未来地缘政治风险仍然存在。

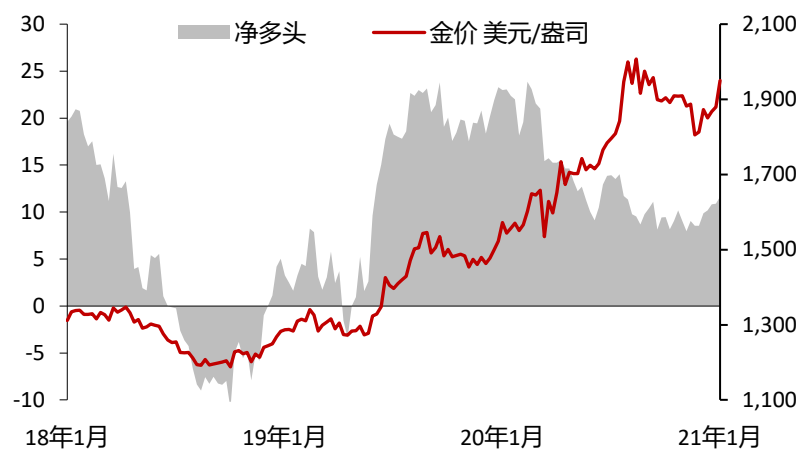
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



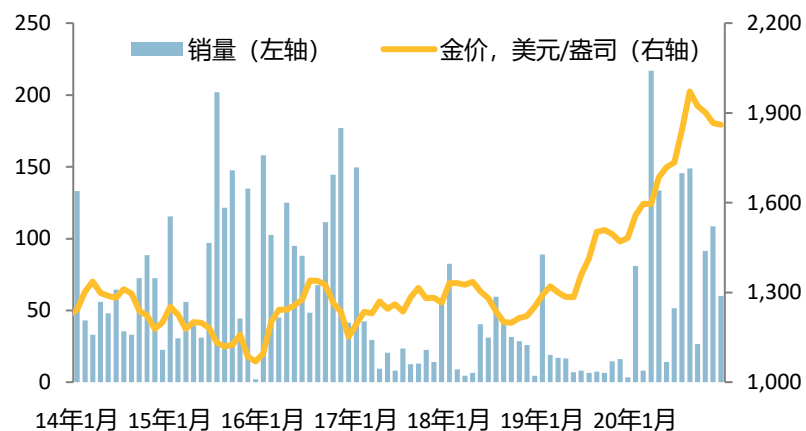
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



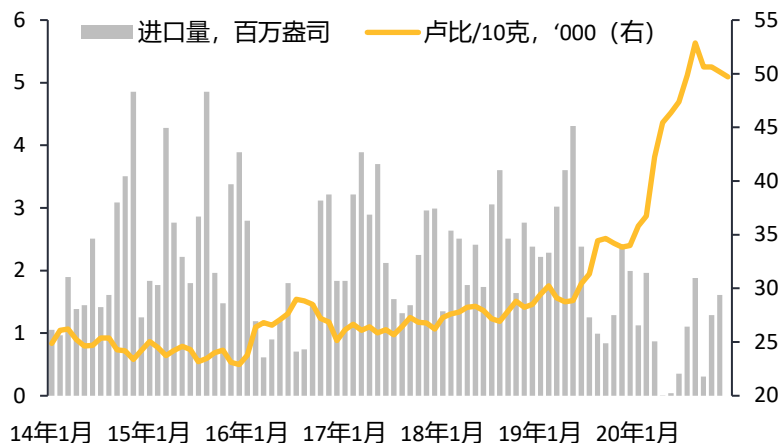
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

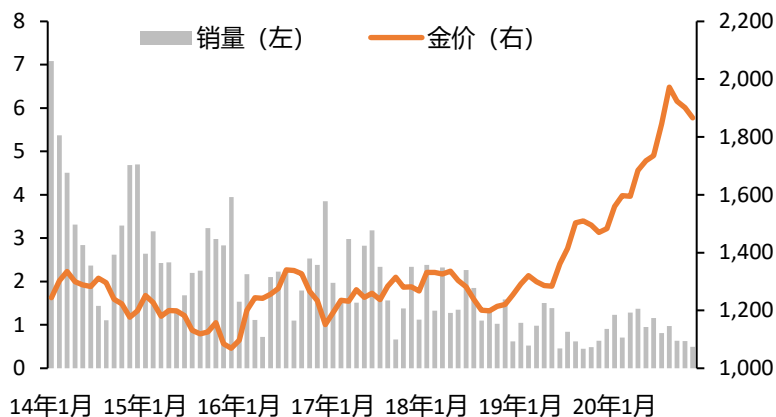
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

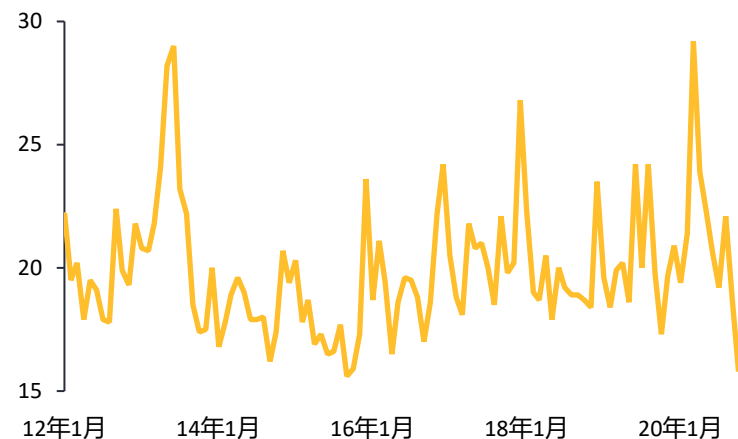
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



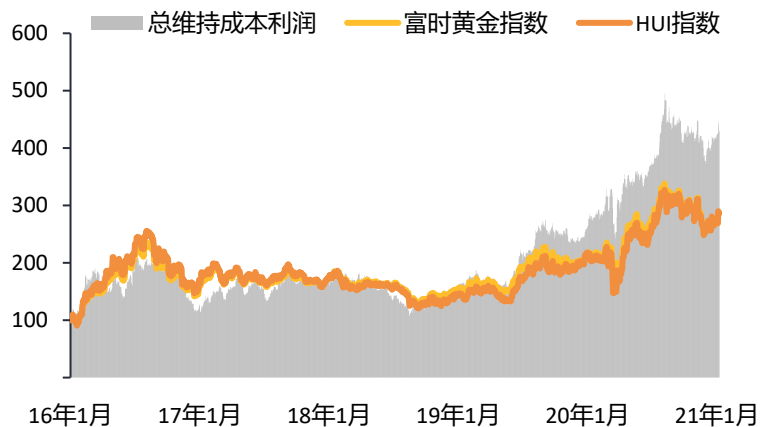
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



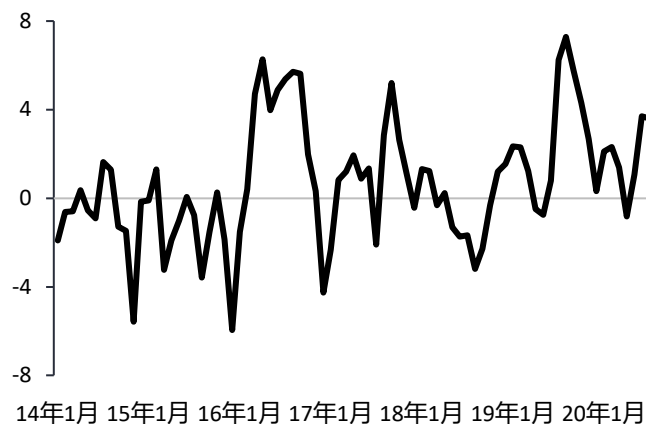
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

11月30日触及21.90美元/盎司这一两个月来新低后，12月份白银价格稳健回升，年末报收于26.35美元/盎司。进入2021年后，银价继续走强，1月7日几乎触及28美元/盎司。尽管之后有所回落，但26美元/盎司一线构成银价强支撑位。

- 除其价格强劲反弹外，还需强调指出的是，白银表现好于黄金。撰写本报告之时，金/银价格比率已从去年12月初的80:1降至72:1，创近四年来新低。与去年3月份127:1的历史峰值相比，已大幅下降。
- 除上涨期间白银涨幅通常跑赢黄金这一因素外，白银还受益于市场对中国经济前景的乐观预期（12月该预期将铜价推升至近八年来高点）。
- 各国政府推出的一系列刺激措施亦为白银走强注入额外动力。尽管2020年年尾很多经济体的经济复苏步伐放缓，但光伏容量增加、对5G产品的需求不断增长、汽车电气化进程持续等因素将推动2021年工业部门的白银需求量稳健回升。
- 此外，民主党控制美国参议院后，这将使美国向清洁能源过渡的进程加速，相关新刺激方案推出可期，也有助于白银需求走强。
- 展望未来，鉴于经济大环境总体上利好于贵金属投资，预计2021年银价将延续其优异表现，考虑到金融市场上流动性充裕，以及投资者在债券低收益率环境下渴望高收益，则更是如此。
- 鉴于未来几月间将进一步出台的货币和财政宽松措施，与黄金一样，我们也已上调了今年一至三季度期间的银价预测值。今年晚些时候，预计随着经济复苏加速，投资资金流入贵金属市场的步伐将放缓，银价上涨步伐也将随之放缓。

白银市场现状与展望

- 在实物白银需求方面，2020年美国老鹰银币销量（美国实物白银投资基准指标）同比增长逾一倍，创四年来新高。
- 印度白银进口量继续走弱，11月份仅有13吨。根据目前的估算，2020年总进口量较2019年下降60%-70%。2020年后期白银进口疲软，反映出印度实物投资需求不振，当地白银回收供应量又增加，导致国内银价较国际银价的折价幅度扩大。不过印度已开始组织国民接种疫苗，经济复苏也逐步加速，因此预计今年该国白银需求将显著改善。
- 在矿产白银供应方面，12月18日，VanGold矿业公司同意以1,500万美元的价格，收购Endeavour白银公司旗下的El Cubo矿山。该矿山位于墨西哥，自2019年11月起一直处于保养和维护状态。VanGold公司计划重启该矿山的运营，加工处理产自El Pinguico项目（位于El Cubo矿山西南8公里）地表和地下矿藏的材料。
- 近期从西方国家高品位含银废料回收商处获得的反馈信息显示，一些相互冲突的因素对白银回收产生影响。在防疫限制措施较宽松，消费者愿意也能够前往回收商处的地区，高银价推动回收量显著上升。相比之下，在防疫限制措施严格，消费者不大愿意或无法前往回收商处的地区，近期回收量则可能同比下降了20%。
- **价格预测风险因素：**除前面“黄金市场”部分所述因素外，若拜登政府上台后，美国更为迅速地转向使用清洁能源，将进一步提振投资者对白银的信心。在下行风险方面，2020年末中国债券违约数量创出历史新高，使得爆发债务危机的风险加大，这将可能令工业金属承压，对白银产生负面影响。

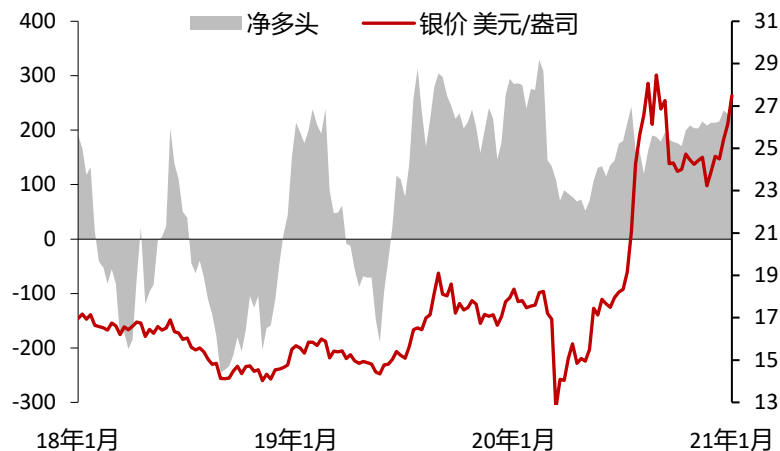
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



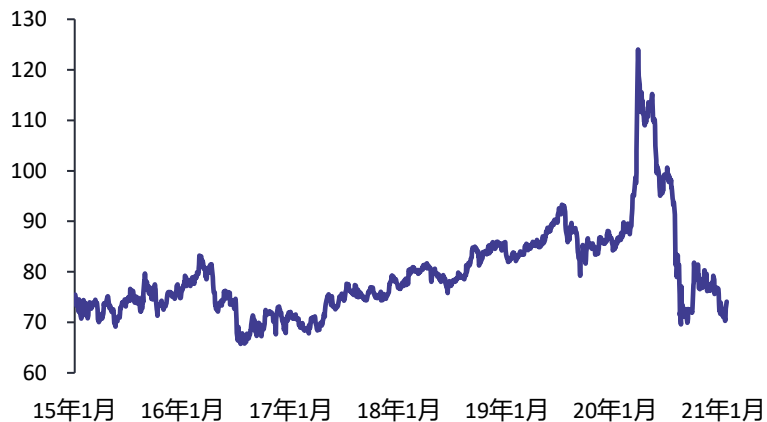
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



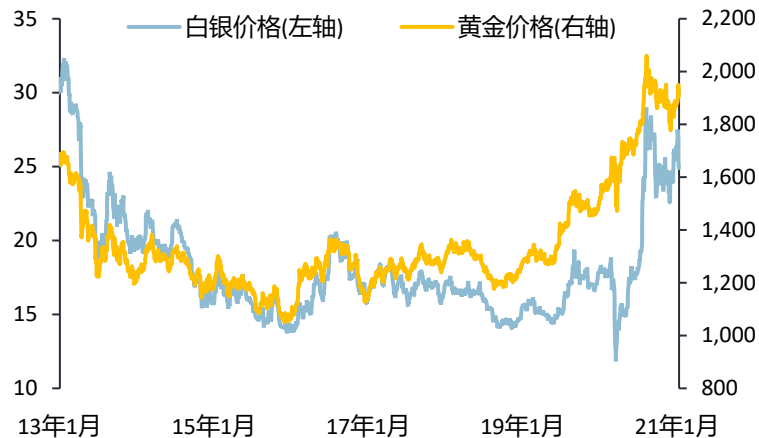
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

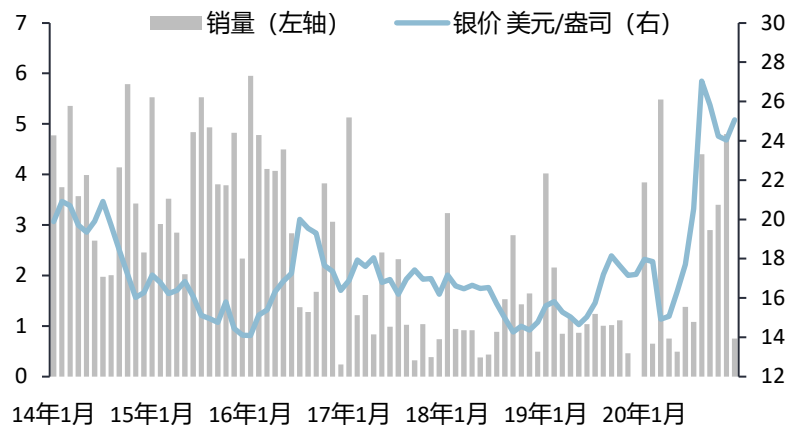
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

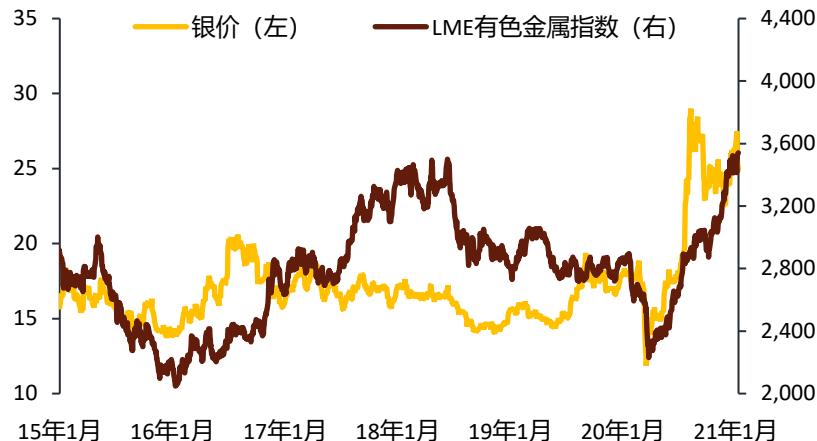
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



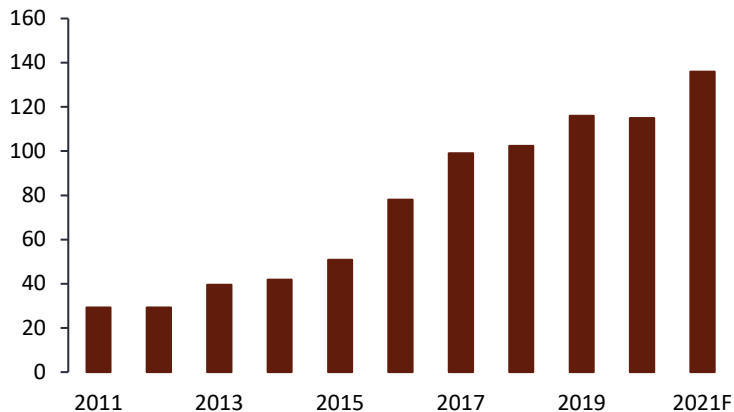
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



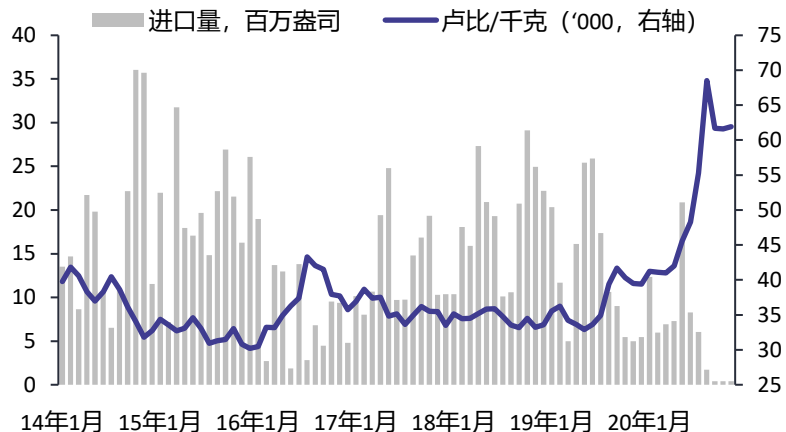
来源: Bloomberg

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

铂金价格从11月份起开始上涨，12月份延续涨势。虽然传来英美铂业旗下转化炉工厂修复的好消息，但南非出现变异新冠病毒后政府实施旅行禁令，令铂金用户和投资者深感紧张，推动铂价较上月大涨12%，目前交投于1,110美元/盎司左右。

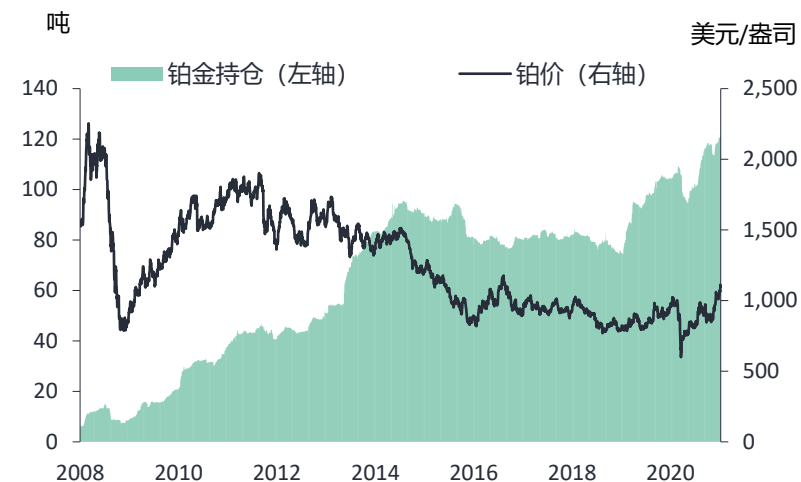
- ▶ 我们预计2021年铂金走势将继续大致追随黄金走势。此外，南非兰特走强、南非供应量恢复延迟、对疫苗接种率提高后工业生产复苏的乐观预期等因素都支撑铂价走高。据此我们上调了2021年铂金均价预测至1,055美元/盎司。
- ▶ 鉴于供应商勉力履行其合同义务、投资者需求上升、兰特走强等因素将推高今年一季度的铂价，我们预计季度均价为1,100美元/盎司。随着二季度南非产量完全恢复，一些投资者可能会获利了结，二季度和第三季度的均价或将降至1,050美元/盎司和1,025美元/盎司。在此期间，铂价有可能短暂跌至920美元/盎司的低点。
- ▶ 今年四季度时，全球免疫计划应已广泛实施，工业生产复苏将提振汽车业的铂金需求，季度均价有望回升至1,050美元/盎司。不过鉴于2021年铂金实物市场将再次转为小幅供应过剩，以及今年后期黄金上涨步伐也将减速，铂价上涨幅度可能会受限。
- ▶ 铂金供应状况的变化引起了投机者的兴趣，因此12月初铂金期货总多头仓数自9月份以来首度升破100万盎司，同时空头仓位大幅下降。月末时管理基金持有的净多头仓数达91万盎司，重返2020年3月时的高位。
- ▶ 连续两个月减仓后，12月铂金ETP（交易所交易产品）的总持仓量增加9万盎司，至390万盎司，背后的原因是投资者情绪改善，并根据市场活动的变化作出反应。北美和欧洲地区铂金基金的增仓幅度最大，南非基金也增仓2.2万盎司，扭转其近期持续减仓之势。

铂金市场现状与展望

- 据估算，2020年汽车行业的铂金需求量下降16%，至240万盎司。虽然中国需求量劲升41%，但不足以抵消欧洲需求量的下降（降幅达22%）。2020年柴油车在西欧汽车市场上所占份额已降至28%，预计今年将进一步下滑至25%。不过也应看到，2020年全球轻型汽车销量好于预期，达7,800万辆，比该年5月份的预测值多700万辆。预计2021年全球轻型汽车销量将增长11%，至8,700万辆，加之中国国六和欧洲6d尾气排放强制性标准将施行，全年汽车业的铂金需求量有望增加57.5万盎司。
- 据估算，2020年首饰业的铂金需求量下降13%，至180万盎司。虽然中国需求量仅下降6%，但印度和北美地区的需求量分别大降45%和20%，拖累全行业需求下滑。世界银行预测2021年中国GDP将增长8%，鉴于有这种乐观预期，加之铂金仍较黄金大幅折价，全年中国需求量有望增加10.7万盎司，至92万盎司，高于2019年的水平。欧洲和北美地区的需求量也有望稳健回升。总体来看，今年全球铂金首饰需求量有望超过200万盎司。
- 预计随着经济活动的改善，2021年化工业的铂金需求量有望加速回升。政府倡导的向绿色能源转型进程，可能已经达到枢轴点。随着交通运输和其他工业部门对化石燃料的需求下降，化学制品在石化工业中的份额可能会上升。因此，我们预计化工业的铂金需求量将基本回升至2019年的历史峰值水平，而石油业的需求则将保持疲软。
- 12月份羚羊铂业公司宣布向AP合资项目投资，有利于促进绿色能源解决方案的研发及其最终的广泛应用。因此，尽管规模不大，我们预计2021年固定式和移动式燃料电池系统的铂金需求量将温和增长。
- **价格预测风险因素：**一篮子铂族金属价格处于高位，对其他贵金属的需求旺盛，可能导致矿产和铂金回收供应量上升，令铂价面临一定下行压力。

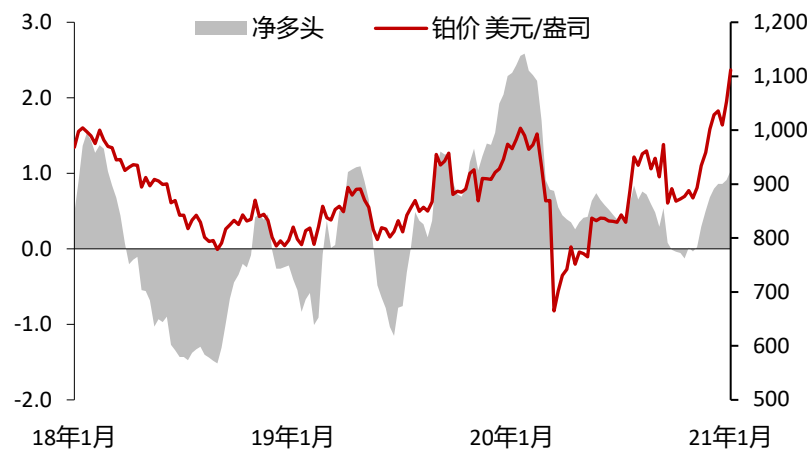
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



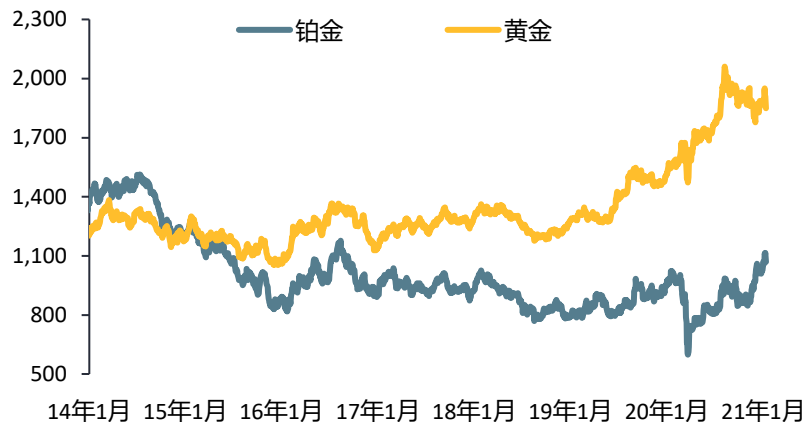
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



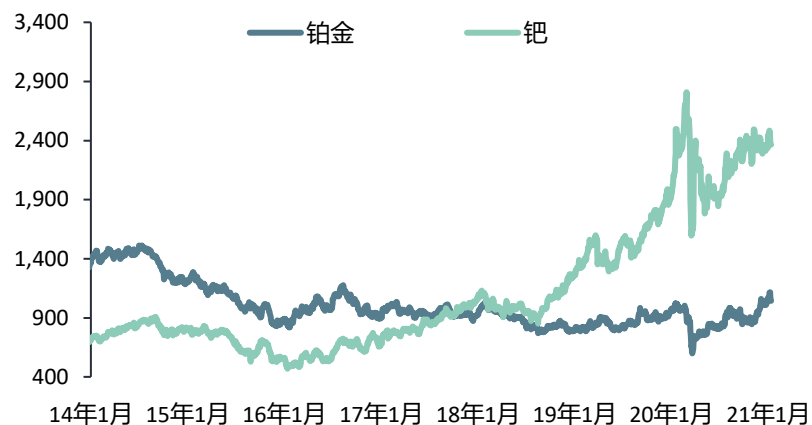
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

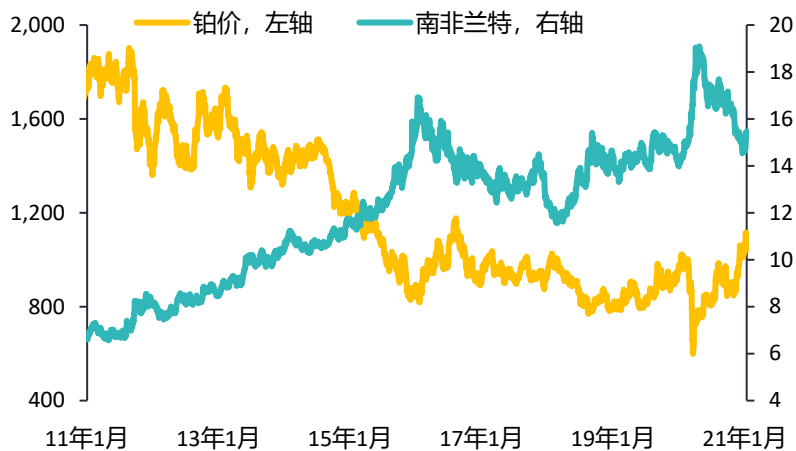
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

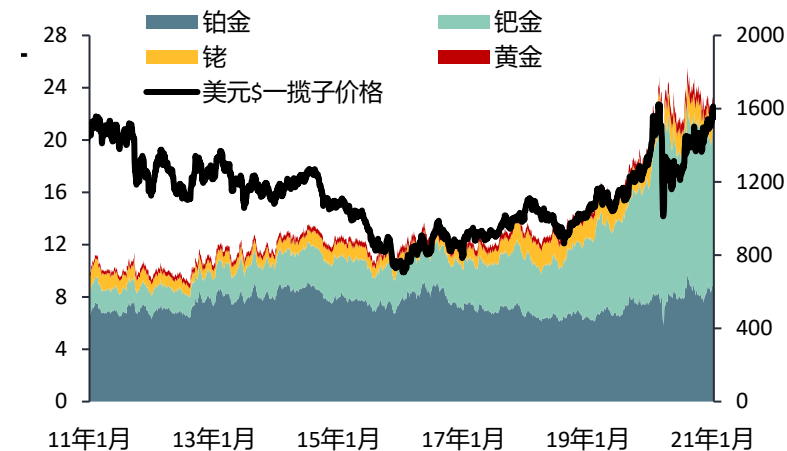
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



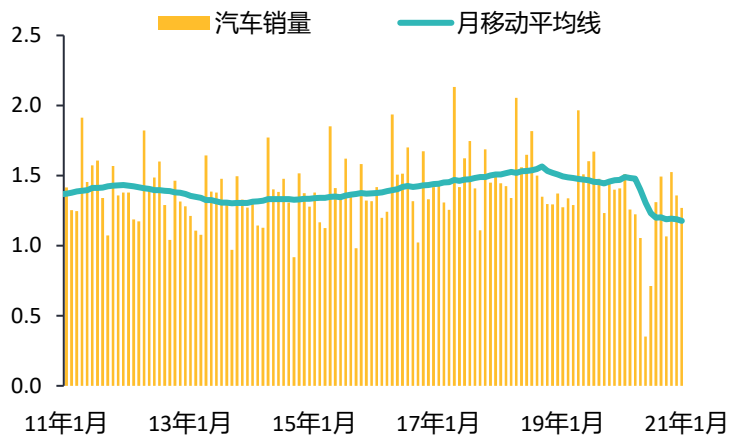
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



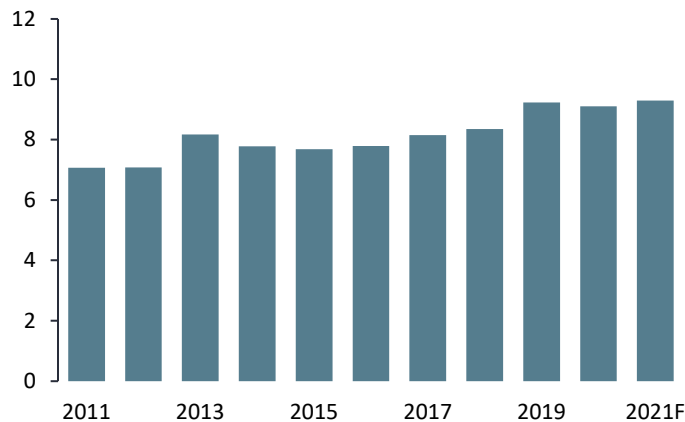
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

与铂金不同，12月份钯金价格主要呈横盘震荡走势，月度均价为2,345美元/盎司，仅较11月份小幅下跌1%。进入2021年后，疫苗开始接种的好消息传来，投资者对钯金的兴趣复燃，自1月4日起其成交价都位于2,400美元/盎司上方。

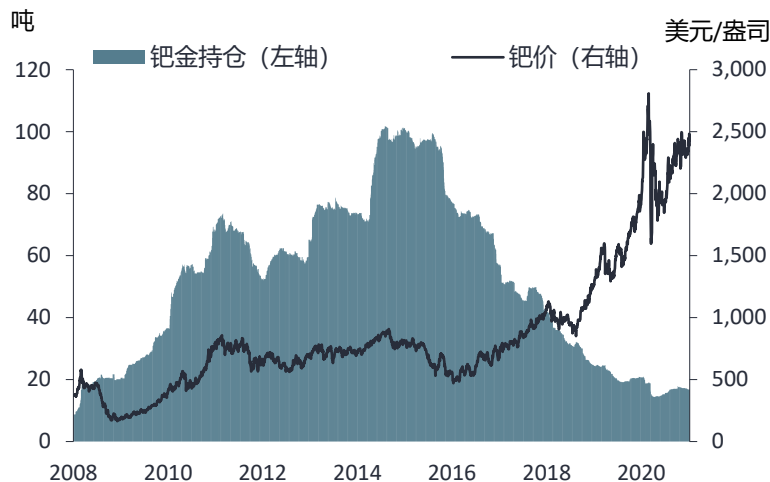
- 与铂金的情况一样，英美铂业旗下的ACP转化炉厂修复后于12月开始试运行，应能减轻钯金供应压力，因此我们预计今年一季度钯金均价为2,375美元/盎司，而在更多存货释放后，二季度钯价低点或将触及2,250美元/盎司。
- 尽管预计钯价或将出现回调，但从今年全年看，其2021年整体上行趋势并未改变。随着接种疫苗人数的增加，全球工业生产活动将逐步复苏，目前我们预计2021年全球汽车销量将增长11%。
- 今年钯价有望重拾涨势，四季度均价或达2,700美元/盎司，下半年高值还有上试3,000美元/盎司的潜力。
- ACP工厂修复后于12月份开始试运行，可能导致存货较预期更早地释放，但受汽车行业强劲复苏的提振，从今年全年看，钯金供应仍将出现短缺，数量将从去年的35.5万盎司扩大至45万盎司。相应的年末时地上钯金存量将降至1,200万盎司以下，远低于五年前的1,600万盎司。
- 在投资方面，因投资者增持铂金而减持钯金，12月期间管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）钯金期货净多头仓数下降15%，至32.8万盎司。
- 12月份，钯金ETP的持仓量回吐前几月增幅，月末时为56.7万盎司。南非钯金基金减仓8,000盎司，北美和欧洲的基金也有减仓，尽管数量较小。

钯金市场现状与展望

- 预计2021年全球精炼钯金总产量将上升13%，至700万盎司，所有产钯国的产量都将增加。英美铂业27万盎司的在制品存货将部分释放。得益于Skalisty矿山和South Cluster项目开采的矿石投入加工，俄罗斯的钯金产量有望增加14万盎司。另外，东卵石矿山（East Boulder）FTM项目增产，美国钯金产量也有望增加7万盎司。
- 在需求方面，2020年全年轻型汽车销量好于预期，目前预计2021年销量将至8,700万辆，可能会进一步上调。即使在目前预测销量下，2021年全球汽车行业的钯金需求量也将增长15%，至890万盎司。
- 在北美地区，因消费者支出从购买服务转向商品支出，商用车销量有所受益。随着制造商提高产量，预计2021年商用车销量增长之势将延续。据报道，去年12月份北美商用车订单数量较上月增长28%，同比增幅达73%。此外，消费者偏爱排量更大的SUV车，以之取代普通小轿车，将使得每辆车的钯金装填量上升，据此我们预计2021年北美汽车行业的钯金需求量将增长19%。
- 2020年中国汽车行业实现了V型复苏，全行业的钯金需求量上升5%。在轻型汽车中，高端汽车销量增幅继续高于其他类型的汽车。2020年11月乘用车销量增长率达16%。预计2021年中国汽车业的钯金需求量将增长11%，这得益于两大因素：其一，消费者购车数量将继续上升；其二，受政策导向推动，用户将转向购买更为清洁的商用车。国三商用车上路已受到限制，在一些地区国四商用车甚至也如此，将为汽车业钯金需求增长预期提供进一步的支撑。
- **价格预测风险因素：**如果政府为激励消费者转向购买电动车而推出进一步的汽车报废计划，钯金回收的供应量可能将增加。拜登政府上台后，北美市场上的汽车电气化进程或将加速，可能会给钯价带来一定下行压力。

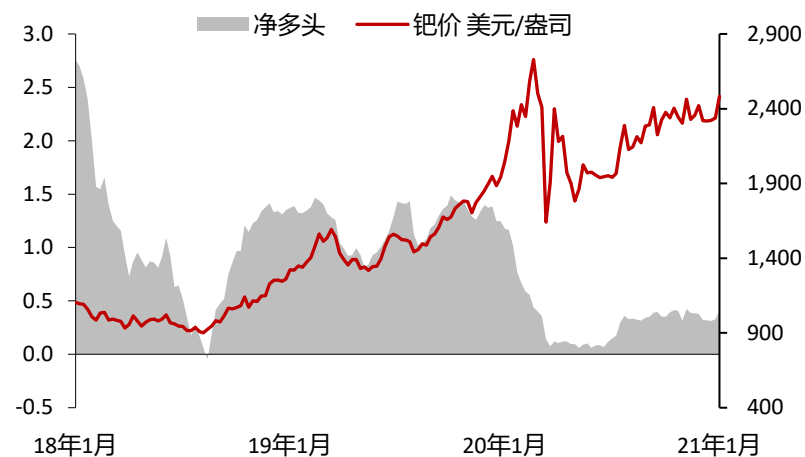
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



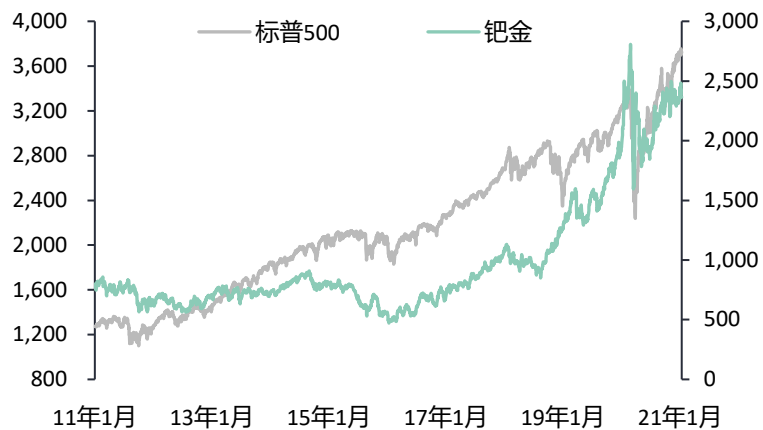
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



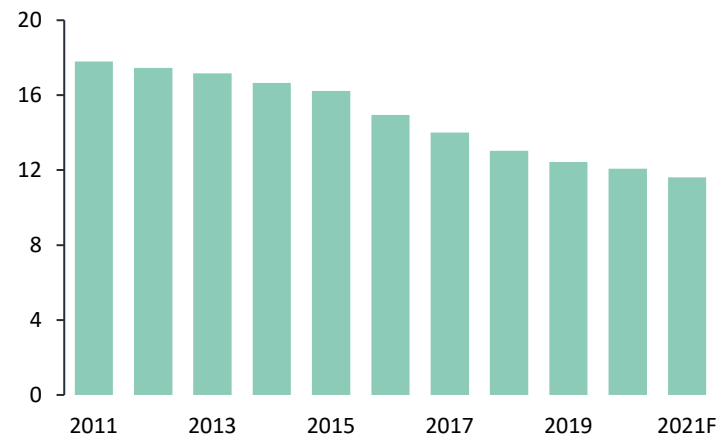
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

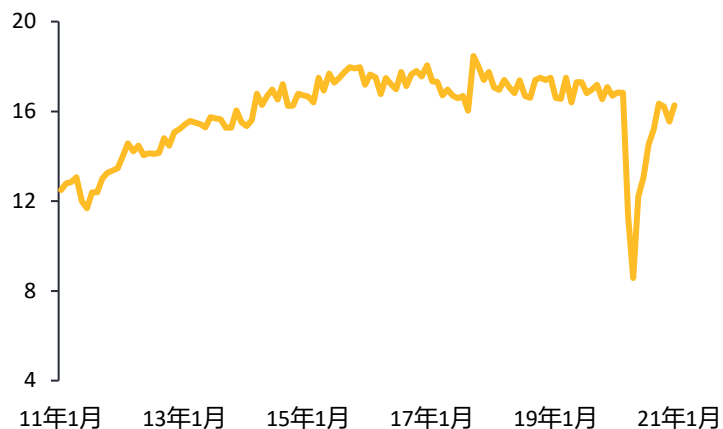
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

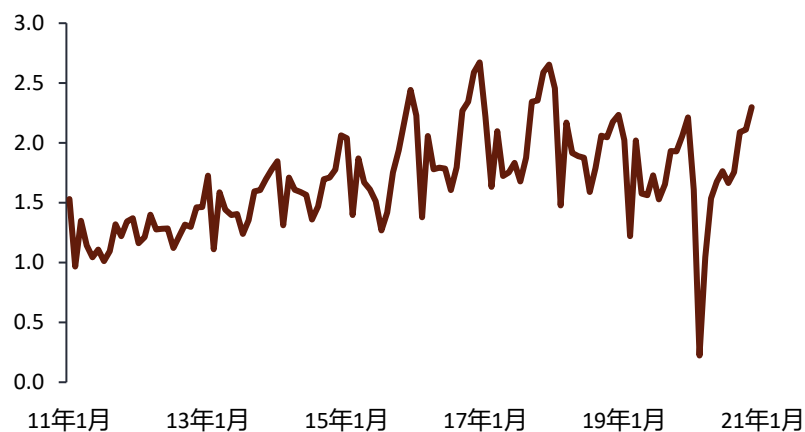
钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



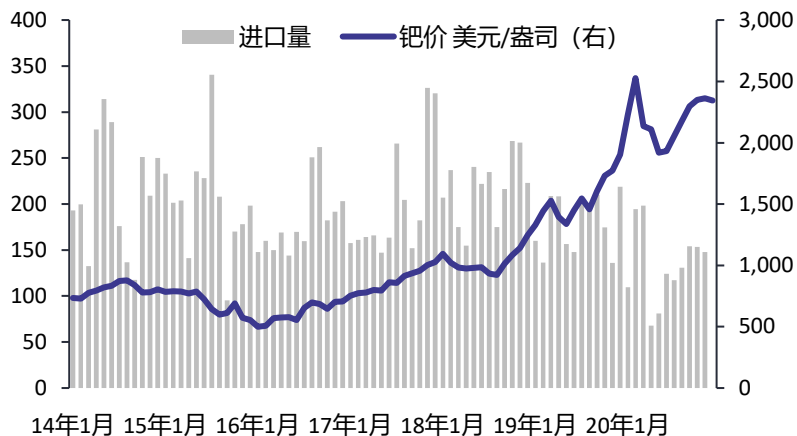
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



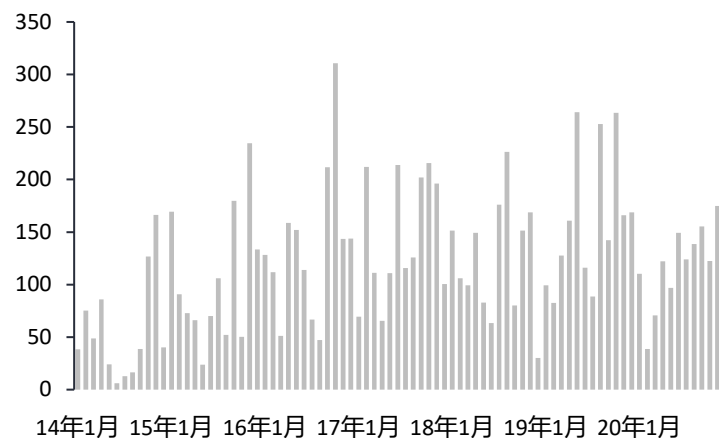
来源: Bloomberg

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

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

M# METALS FOCUS

联系方式:

地址

6th Floor, Abbey House,
74-76 St John Street
London EC1M 4DT
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。