



Metals Focus

贵金属月报

第59期 - 2020年10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



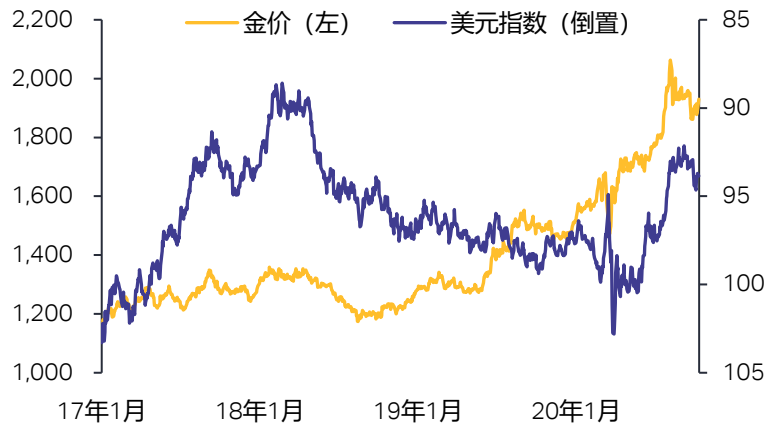
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 连续上涨五个月后，9月份全球股市回调修正，其中富时全球股票指数和标普500指数分别下跌3.4%和3.9%。尤其值得注意的是，鉴于近月来贵金属价格走势与股市走势呈正相关关系，9月份贵金属价格同样普跌。
- 欧洲多国新冠病毒感染病例持续上升，加之美国何时推出新一轮财政刺激措施存在不确定性，挫伤了市场情绪，令大多数资产承压。
- 美国首轮总统候选人辩论会场面混乱，之后特朗普总统又被确诊感染新冠病毒，导致金融市场波动率飙升。在这一大背景下，对作为避险资产的美元的需求有所回升，10月初美国十年期和三十年期国债的收益率也攀升至四个月来的高点。
- 在关键经济指标方面，尽管过去几月间多个指标已改善，但一些地区新冠肺炎疫情再度爆发，导致全球经济长时间放缓的风险增大。
- 展望未来，鉴于美国大选前市场波动率很可能保持高位，股市回调的风险也颇大，美元有望成为主要受益者，会在短期内打压贵金属价格。
- 尽管短期内面临这些挑战，但考虑到为提振经济增长势头而出台进一步的货币和财政刺激措施似乎是必然选项，宏观经济大环境仍对贵金属价格构成支撑。此外，随着负收益率高等级债券的规模日益扩大，投资者应会继续垂青贵金属，作为对冲股市风险的工具。

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 %



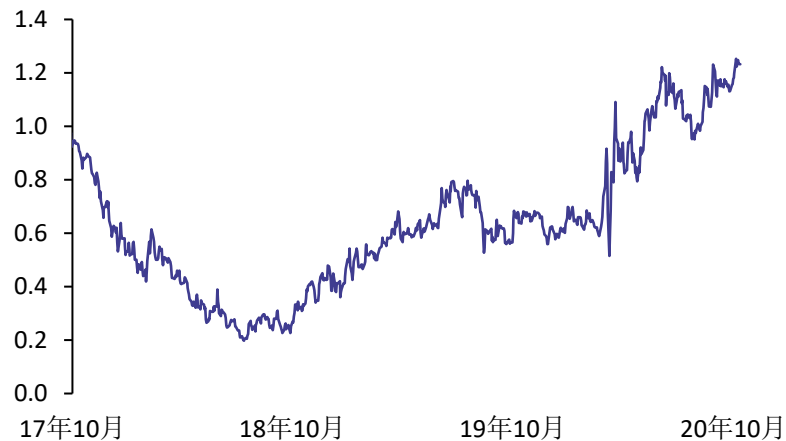
来源: Bloomberg

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

9月份黄金价格下跌4%，创近四年来最差月度表现。上半月金价在1,950至接近2,000美元/盎司区间内整固，之后持续承压下行，9月28日跌至1,849美元/盎司，创近三月来新低。撰写本报告之时，金价已收复部分失地，回升至1,900美元/盎司一线。

- 在很大程度上，近期金价走势反映出其与美元走势传统的负相关关系，而这又是市场风险偏好情绪走弱的结果，导致一些战术性投机卖盘以及获利了结。
- 卖出黄金的主要是战术性投资者。例如，截至9月22日管理基金持有的Comex（纽约商品交易所）黄金期货净多头头寸就已降至约810万盎司，创2019年5月以来新低，较7月后期创出的近期高点锐减42%。最初净多头头寸下降主要是由于多头平仓，但9月份金融市场波动率普遍上升期间，战术性空头仓位数量亦已走高。
- 相比之下，9月份黄金ETP（交易所交易产品）市场则基本未受影响，全球ETP总持仓量继续迭创新高。这也进一步印证了我们的下列研判：本年迄今流入黄金ETP的资金主要是来自实施战略性资产配置的投资者的。
- 由于美国大选前金融市场仍会剧烈震荡，近期内战术性短期投资者和战略性长期投资者很可能会继续采取不同的投资策略。
- 鉴于债券收益率处于负值、投资者警惕股票估值过高，美元持续走弱等因素都利好于黄金投资，我们总体上仍看好金价走势。不过今年剩下时间内预计金价可能继续维持震荡整固走势，到2021年可能会再创历史新高。

黄金市场现状与展望

➤ 主要实物黄金市场状况：

- 在中国，得益于首饰商在十一黄金周到来前补充库存，加之金价回调促使部分消费者买入黄金，9月份中国黄金需求有所增长。
- 由于经济不景气及其他一些因素，印度黄金需求仍疲软。近期金价走弱也令不确定性增大，并导致消费者买入黄金的意愿低迷。初步数据显示，9月份印度黄金进口量同比下降逾50%，至10-13吨。不过随着婚礼季节和节日季节的到来，我们预期未来几月间印度黄金需求将回暖，主要受农村地区较为强劲的需求所带动。
- 在中东地区，黄金零售投资需求保持强劲。在土耳其里拉贬值、通胀高企和预期金价将走高诸因素的作用下，土耳其需求尤为强劲。相比之下，由于防疫限制措施实施后很多预定在夏季期间举行的婚礼被取消，加之出口疲软，中东地区的首饰制造业则遭受进一步冲击。
- 在黄金供应方面，北星公司（Northern Star）和Saracen公司达成了涉及金额约达40亿美元的合并交易。合并后的新公司将有能力跻身全球前十大黄金矿企之列，预计明年在西澳地区和阿拉斯加州产量（黄金当量）将超过50吨。该合并交易计划于2021年2月完成。
- **价格预测风险因素：**新冠肺炎疫情演变仍是金价预测的主要风险因素。如果主要经济体再次大规模实施防疫封锁措施，将为黄金投资增长注入新动力。另一方面，新冠病毒疫苗较预期更快地面世则会导致避险需求下降。即将到来的美国大选也可能导致市场动荡，不过其对金价的影响将是短暂的。美中紧张关系进一步升级也会让黄金受益。

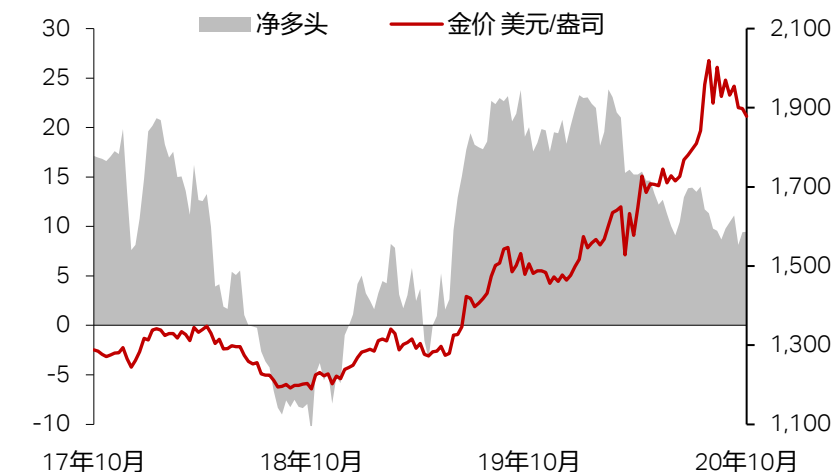
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



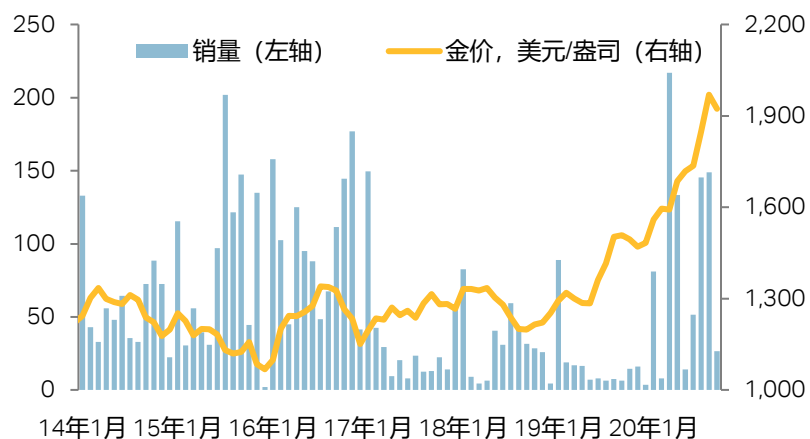
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



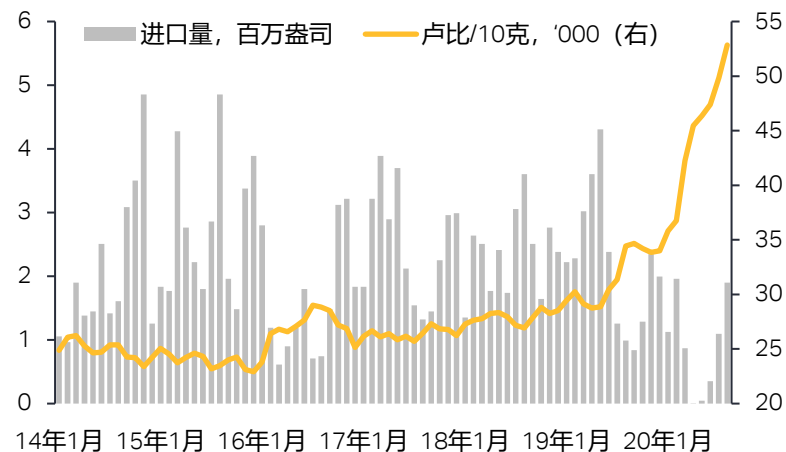
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

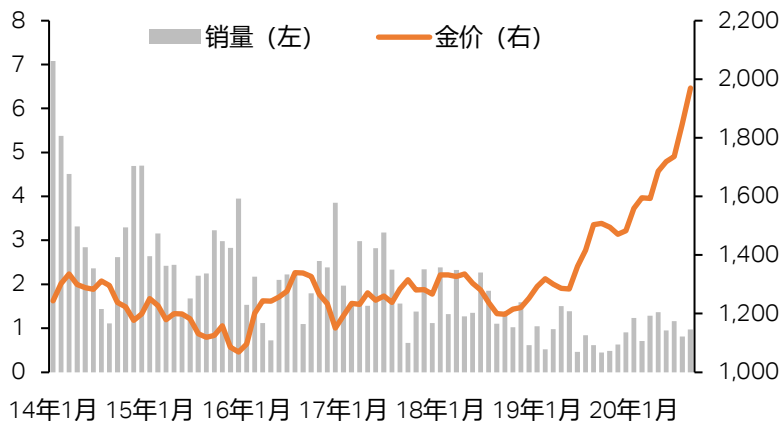
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

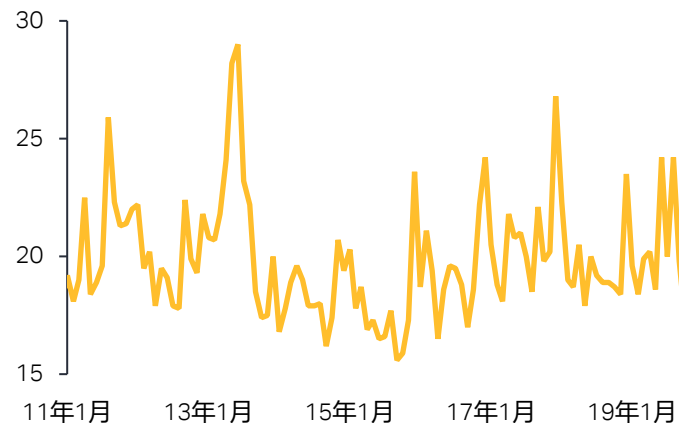
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



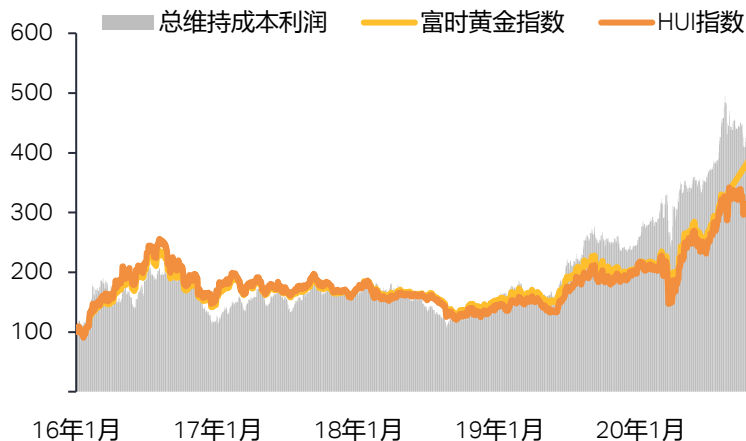
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



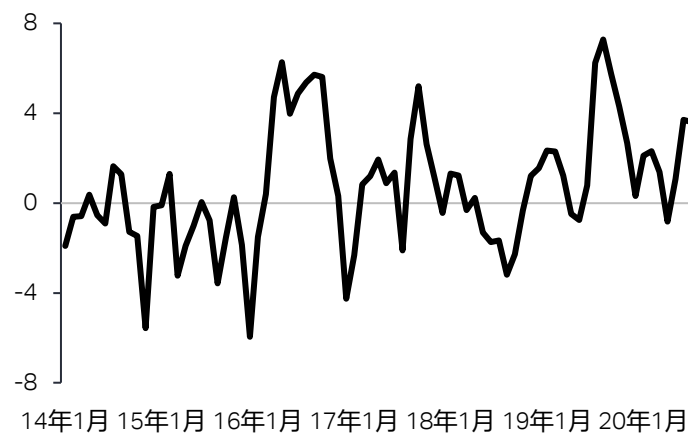
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

9月份，白银价格于六个月来首度出现月度下跌。9月初银价尚处于28.91美元/盎司的高点，但之后至24日大跌约25%，至21.68美元/盎司这一两个月来的低点。此后银价有所回升，9月后期和10月初主要交投于23-25美元/盎司区间内。

- 银价之所以回调修正，主要是由于金价因美元表现强劲而走弱。同时，9月初银价再度挑战30美元/盎司这一重要心理关口未果后，一些战术性投资者倾向于卖出所持白银以锁定利润，也并不出乎市场预料。
- 白银的贝塔系数高，也使其特别易受市况变化的影响，投资者风险规避情绪日益升温，因而削减其对风险资产的风险敞口。在这一大背景下，9月后期金/银价格比率从月初时69:1这一四年来的低点，大幅反弹至80:1上方。
- 在白银期货市场和ETP市场上，投资者获利了结现象都明显可见。9月期间管理基金持有的白银期货净多头头寸下降6%，同时ETP市场也自2月份以来首度出现月度净流出（持仓量下降2%）。不过值得强调指出的是，投资者虽然部分减仓，但其多头仓位仍处于高位。
- 展望未来，鉴于美国大选前金融市场波动率仍将高企，加之欧洲和美国新冠肺炎病例数再度飙升，我们已小幅下调今年四季度的银价预测值。
- 虽然预计未来几周银价将主要呈震荡整固走势，但我们认为进入2021年后经济大环境将促使投资者进一步将其资金转投贵金属。预计2021年金价有望再创新高，而白银也有望再次展现其跑赢黄金的能力，因此我们的2021年三季度白银均价预测值仍与上期月报所列相同，约为30美元/盎司。

白银市场现状与展望

- 在矿产白银供应方面，Alexco资源公司有望顺利实现在今年四季度将旗下Keno Hill矿山的加工厂投入试生产的目标，其设计产能为年产400万盎司白银。预计六个月后该厂将进入满负荷生产，运营时间将达八年。2011至2013年期间Keno Hill矿山曾进行白银生产，但因当时银价疲软而在之后被投入保养和维护。
- 与ETP和期货市场上投资者卖出白银形成鲜明对比的是，9月份银价回落时银条和银币需求走强，美国铸币局和澳大利亚珀斯铸币厂的实物白银产品销量均稳健。
- 因经济不景气和银价大幅波动大挫伤消费者信心，印度白银需求仍很疲软。初步数据显示，9月份印度白银进口量同比剧降逾80%。尤其值得注意的是，8月份印度国内银价创出历史新高，使得在银价见顶的2011年以来持有白银的投资者能够获利退出，印度市场上已出现投资者减持的迹象。
- 白银工业需求继续受益于各国政府推出的经济刺激措施，这些措施已推动可再生能源（光伏发电）和5G网络基础设施领域的投资增长。不过受消费者信心脆弱和可支配收入减少的影响，汽车工业和消费电子产品业仍面临压力。
- **价格预测风险因素：**正如前面“黄金市场”部分所述，即将到来的美国大选和主要经济体的新冠肺炎疫情演变趋势是影响银价走势的主要风险因素。美中贸易战进一步升级也将对工业需求和基本金属价格产生潜在负面冲击，进而对白银造成压力。

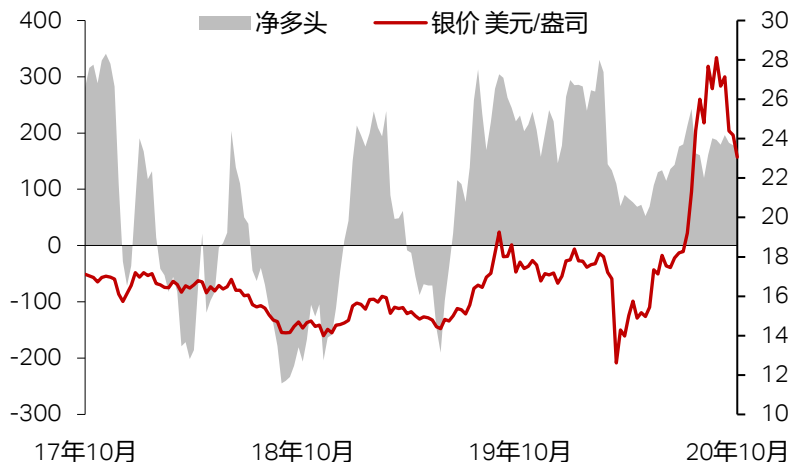
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



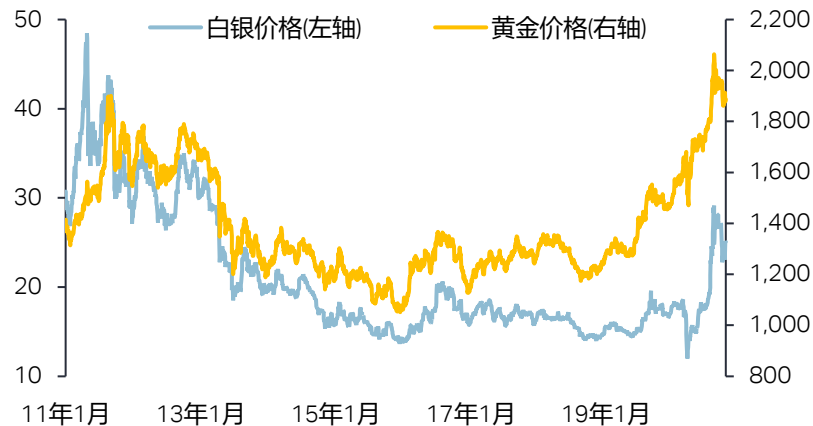
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

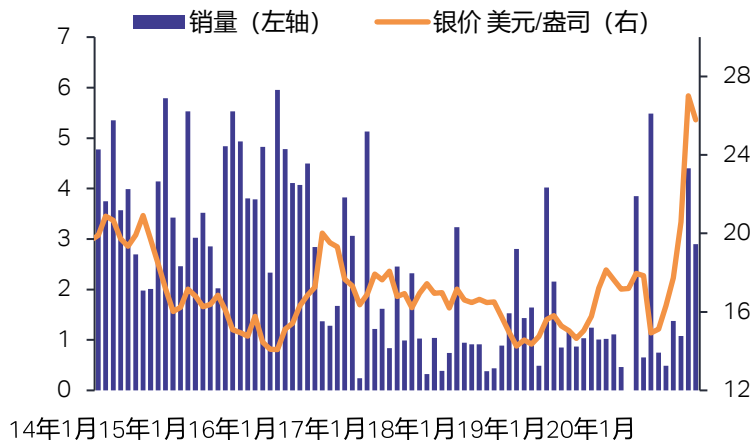
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

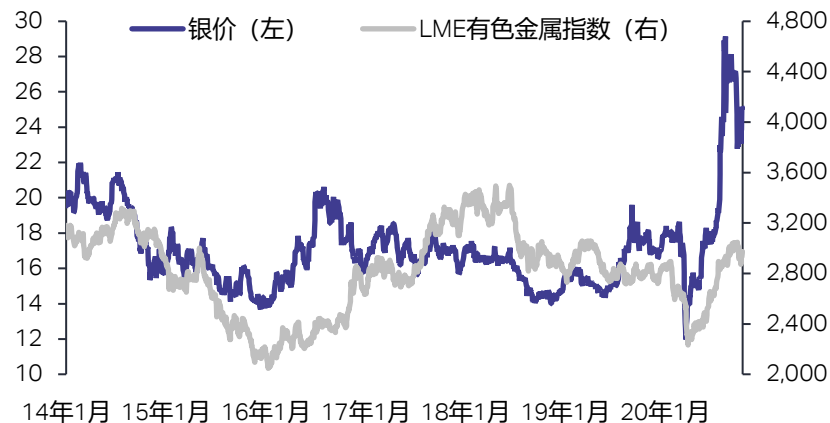
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



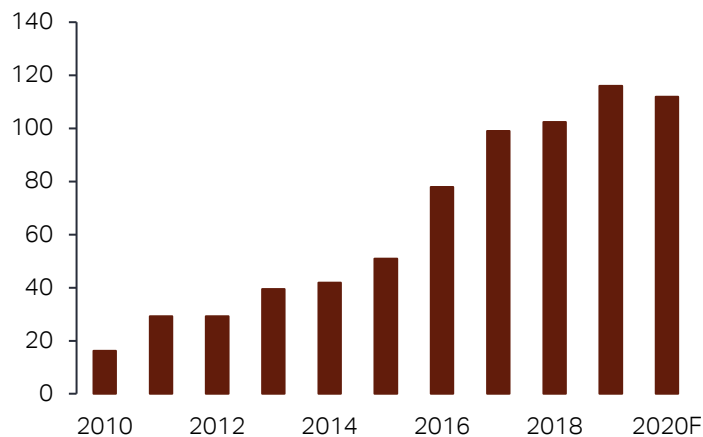
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



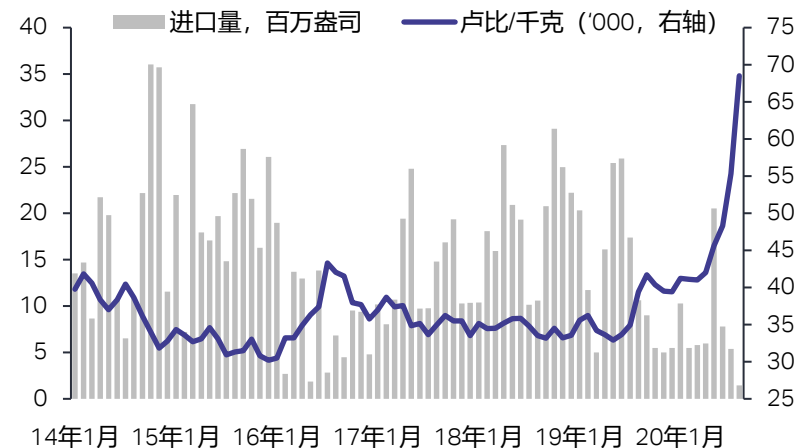
来源: Bloomberg

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

由于美元走强和市场对疫情影响经济的担忧，铂金价格从其9月15日创出的高点973美元/盎司，跌至23日时的844美元/盎司，随后在月底逐步回升至893美元/盎司。10月初黄金遭抛售，拖累铂价短暂跌至860美元/盎司下方。

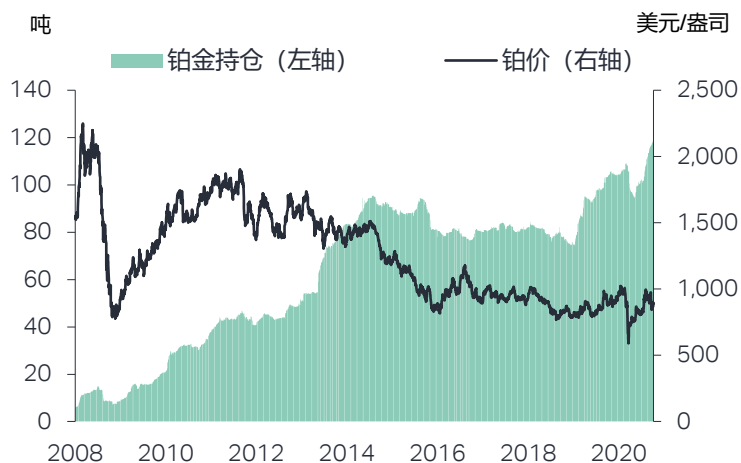
- ▶ 今年三季度铂金均价为905美元/盎司，预计今年剩下时间内将继续保持在类似价格区间。四季度铂金均价预测值为915美元/盎司，与上期月报所列相同。受投资者对铂金兴趣不减的推动，价格高点可能上试1,050美元/盎司。而由于其基本面疲软，疫情带来的不确定性可能导致四季度价格低位或将至800美元/盎司。
- ▶ 基于我们对金价走势的预测，预计今年后期至2021年铂价也将走强。因此，我们已把2021年三季度铂金均价预测值上调为1,020美元/盎司。
- ▶ 尽管我们预期明年汽车和首饰需求都将稳健复苏，实物铂金市场仍将连续第六年出现供应过剩（30.5万盎司）。由于其供需基本面偏弱，预计铂金对黄金的折价在未来几个季度内可能不会收窄，价差均值在明年三季度前或将保持在1,000美元以上。
- ▶ 9月份铂价跌破900美元/盎司后，管理基金持有的铂金期货仓位转为净空头。月末时净空头头寸为1.3万盎司，2019年7月以来首次收于净空头。
- ▶ 由于铂价下跌吸引新投资者买入，铂金ETP的持仓量则进一步增长5%。全球铂金ETP共增仓17万盎司，其中南非铂金基金的增仓量占到38%，日本铂金基金的持仓量也增长11%。
- ▶ 9月份上海黄金交易所的铂金交易进一步放缓，同比和环比降幅分别为14%和8%。交易量下滑主要是由于今年早些时候已建立较为充足的库存，加之近期铂价虽然下跌，但仍缺乏吸引力。不过截至9月底，该交易所的铂金累计交易量仍较去年同期翻了一番。

铂金市场现状与展望

- 在矿产铂金供应方面，南非Wesizwe铂业公司称因新冠肺炎疫情导致生产中断，已将其Bakubung矿山加工厂投入试生产的日期推迟六个月，延至2021年10月。投入运营后，该矿山4E铂族金属的计划年产量为11.5万盎司。
- 今年铂金需求特别容易受汽车工业尤其是柴油车需求变化的影响。8月份，柴油车在欧洲汽车市场上所占份额继续小幅下滑，至27%。本年迄今柴油车的市场占有率都位于30%下方。鉴于欧洲经济复苏仍步履蹒跚，我们预计今年全年该地区的铂金总需求量将下降21%，至110万盎司。
- 尽管我们预期2021年全球汽车业的铂金需求将较2020年大幅回升25%，但增长将主要来自于北美地区、中国和我们所称的“其他地区”，欧洲地区的需求仍难以回升至2019年的水平。预计中国将是2021年全球汽车业铂金需求稳健增长的主要贡献者。在轻型汽车方面，目前中国的国6a尾气排放标准将适用于所有新车；重型汽车尾气排放标准的适用范围也已扩大，覆盖占比更高的总重超过6吨的卡车和公交车。
- 今年上半年全球铂金首饰需求量同比下滑27%。不过，由于黄金和铂金间的价差持续存在，在中国，铂金首饰二季度需求量同比增长1%之后，今年剩下时间内消费者对铂金首饰的兴趣应会继续回升。尽管如此，全球来看，今年全球铂金首饰需求量预计仍将下降14%，至180万盎司。到2021年，全球需求有望回升，预计全球需求量将同比上升13%，重返2019年的水平。
- **价格预测风险因素：**汽车需求的回升高度依赖于中国汽车产销量的增长，以及欧洲汽车业的产销稳定。汽车电气化的加速推进，以及疫情反弹导致企业再次停工停产将是铂金价格下行风险因素。另一方面，媒体和政府日益重视氢能产业，来作为脱碳解决方案，虽然未来短期内对铂金需求影响仍然较小，但无疑会增强投资者对铂金的信心，并带来铂价上行风险。

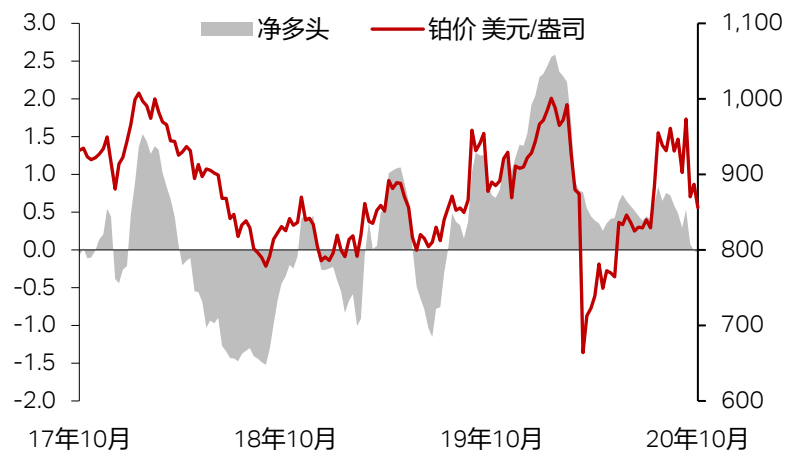
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



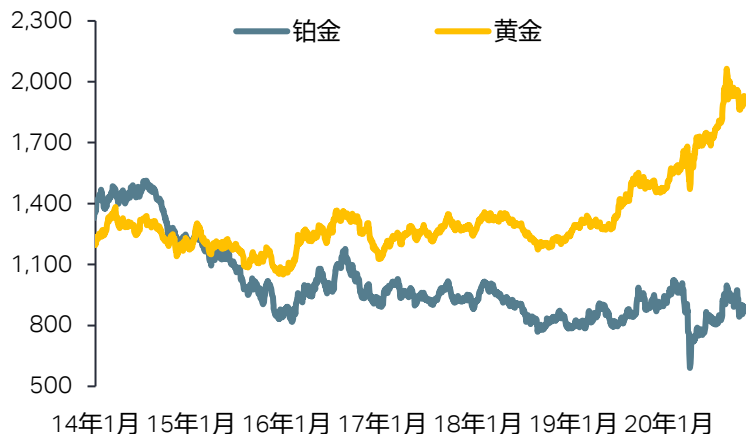
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



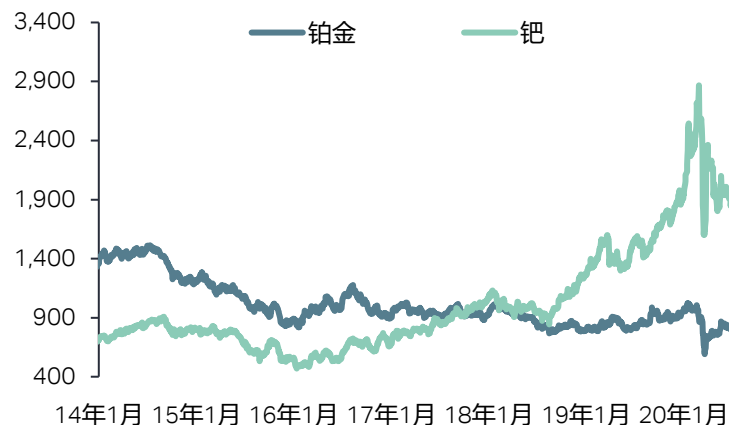
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

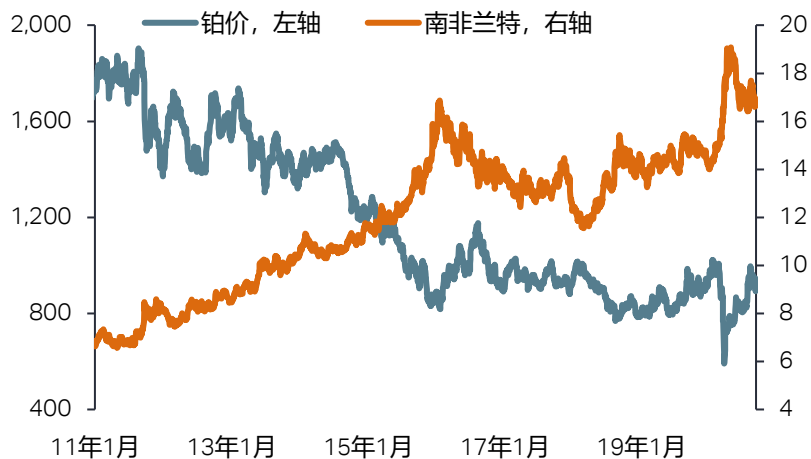
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

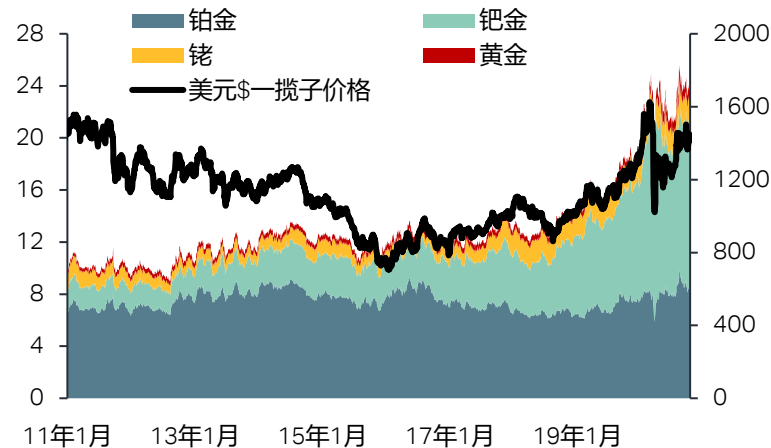
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



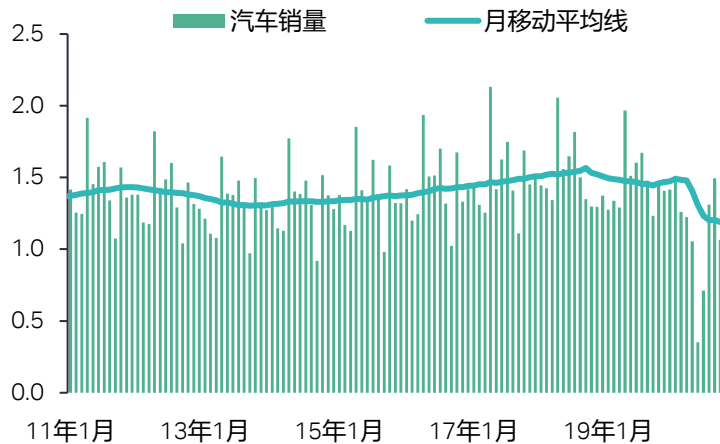
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



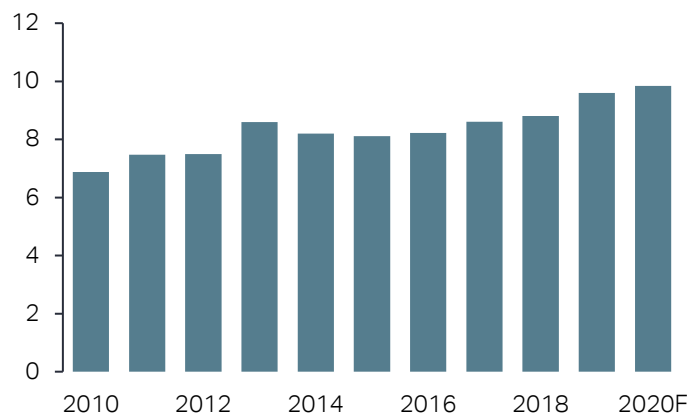
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

9月初，钯金价格与铂金价格走势大体一致，上行突破2,400美元/盎司。从15日开始，又与铂价一样下行，25日跌至2,228美元/盎司的低点。之后9月底10月初，钯价回升至2,300美元/盎司上方，表现好于铂金、黄金和白银。

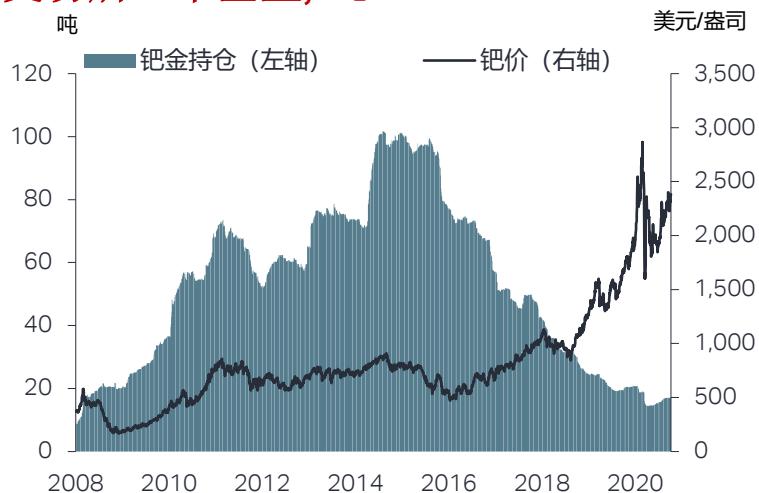
- 今年三季度钯金均价为2,176美元/盎司，预计四季度将上升至2,350美元/盎司。因市况趋紧，钯价预计将保持在2,000美元/盎司上方。钯价涨势有望延续至明年三季度，预计季度均价将攀升至2,800美元/盎司，并有上试3,000美元/盎司的潜力。
- 上述价格预测基于我们对钯金市场供需情况的预期，即今明两年实物钯金的供应都将继续出现短缺，数量分别为22.3万盎司（尽管较2019年的58.8万盎司有所收窄）和20.5万盎司。
- 虽然今明两年实物钯金供应短缺量较前几年明显收窄（2014-2019年期间短缺量均值达79万盎司），但2021年将是钯金连续第十年出现供应短缺。预计2021年底时，钯金地上存量预计将降至1,200万盎司，仅能满足不到14个月的需求量。对比来看，2010年底时地上钯金存量达1,770万盎司，尚可满足24个月的需求量。
- 9月份管理基金持有的钯金期货净多头头寸下滑5%，不过月内交易活动显示一些投资者将钯价回落视为买入机会，推动中旬时总多头头寸升至50万盎司上方。随着之后钯价收复失地，投资者的买入兴趣下降，月底时净多头头寸为35万盎司。
- 由于投资者似乎更倾向于能立即从中获利的其他大宗商品，9月份钯金ETP的持仓量仅微升1%，至57万盎司。其中北美钯金基金的持仓量增长5%，但被其他地区基金持仓量的下降大部分抵消。

钯金市场现状与展望

- 在供应方面，诺里尔斯克镍业公司位于诺里尔斯克的仓储设施发生燃料泄漏事故，俄罗斯环境监管机构要求其支付18.9亿美元环境损害赔偿金。诺里尔斯克镍业公司正就此决定提出异议；该公司认为赔偿金额仅应为2.74亿美元。法庭诉讼程序将于本月启动。
- 在需求方面，预计虽然中国需求量有望实现增长，北美地区的需求也强于预期，今年全球汽车行业的钯金总需求量预计仍将下降12%，至780万盎司，创出五年来新低。2021年需求量则有望上升12%，至870万盎司，收复大部分失地。
- 9月份，美国季节因素调整后的汽车年化销量较上月上升8%，至1,634万辆。经销商均称汽车销量好于预期，其中卡车和SUV（运动型多用途车）的销量尤其旺盛。不过虽然有这些销量持续回升的好消息，我们预计今年北美地区汽车业的钯金需求量仍将下滑19%。
- 预计今年中国汽车业的钯金需求量将增长5%，与多数其他地区需求走弱形成对比。随着更为严格的国六尾气排放标准的普遍施行，2021年需求量将进一步增长11%。9月下旬，近期少有的允许访客到场的北京国际汽车展览会开幕，虽然人流量少于往年，汽车制造商展出的新车型数量也有限，但反映出中国汽车市场韧性十足。初步数据显示，进入汽车销售旺季，9月和10月份的销量将表现不俗，例如，9月份前20天乘用车的销量就上升12%。
- 欧洲各国政府重点推动清洁能源车的发展，传统汽油车和柴油车的销量都因此受到影响。9月份德国汽油车销售受到的冲击尤其大，销量锐减18%；柴油车销量也下滑6%。
- **价格预测风险因素：**中国汽车需求过热和之后回落的风险因素可能会对钯价造成负面影响。铂金和钯金之间的价差不断扩大，也可能导致汽车厂商从2021起更为积极地用铂金替代钯金，令钯价前景承压。

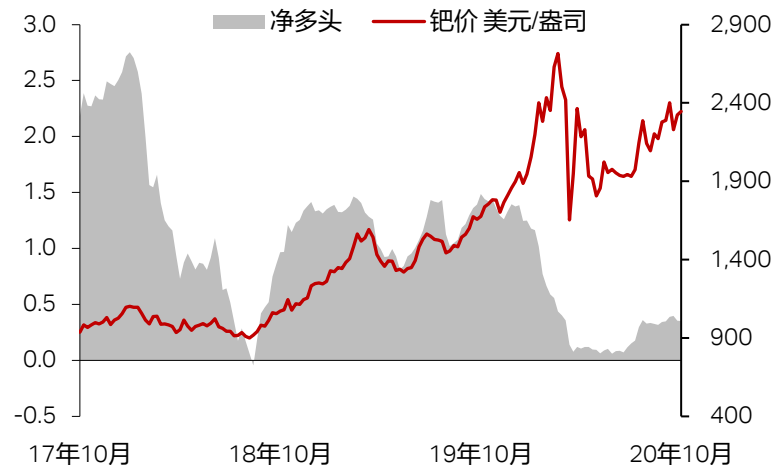
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



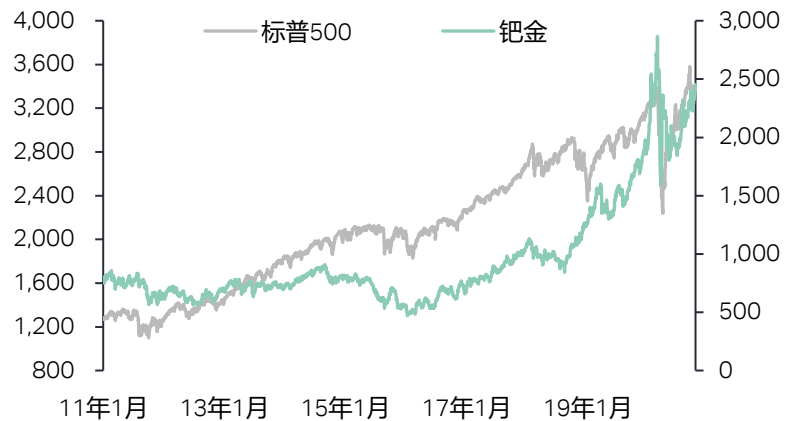
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



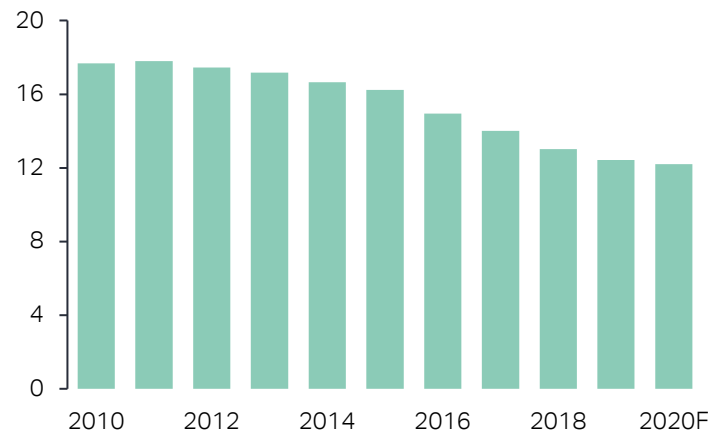
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

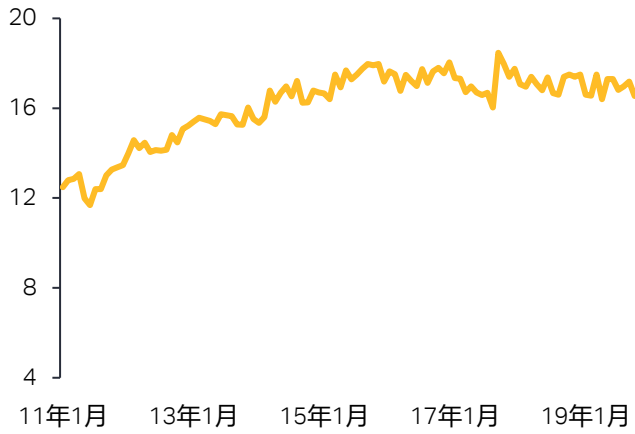
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

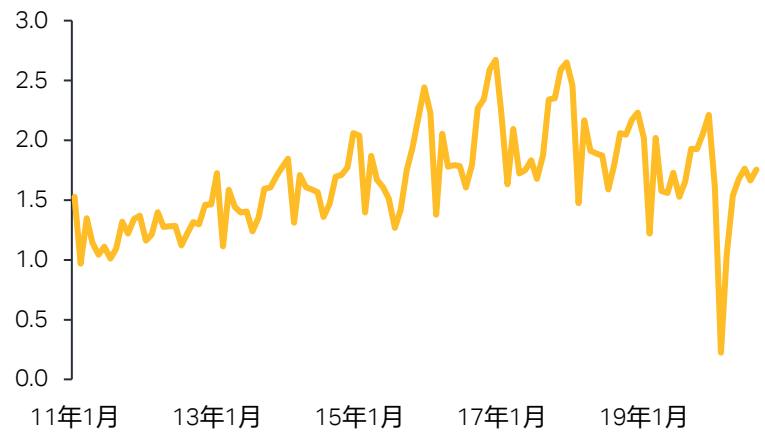
钨金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



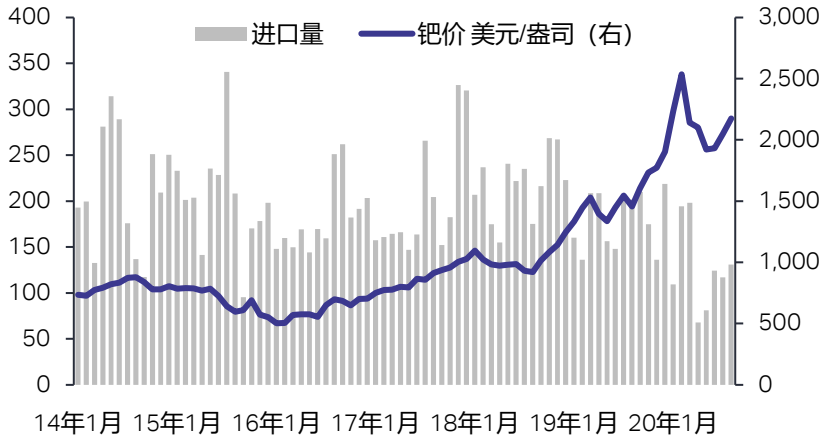
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



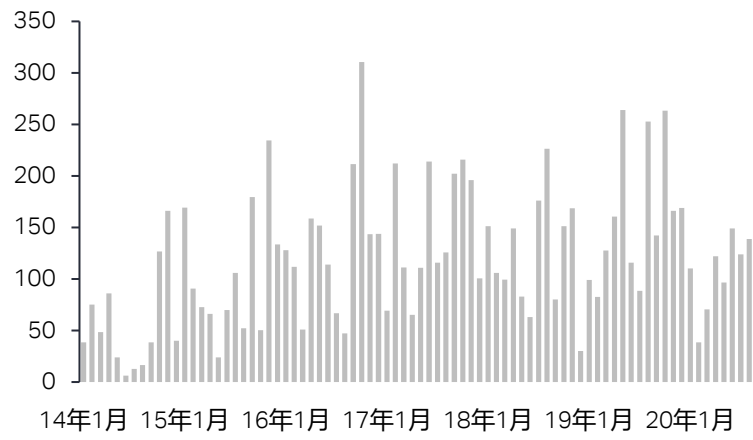
来源: Bloomberg

美国钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钨锭进口, 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。