



Metals Focus

贵金属月报

第60期 – 2020年11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



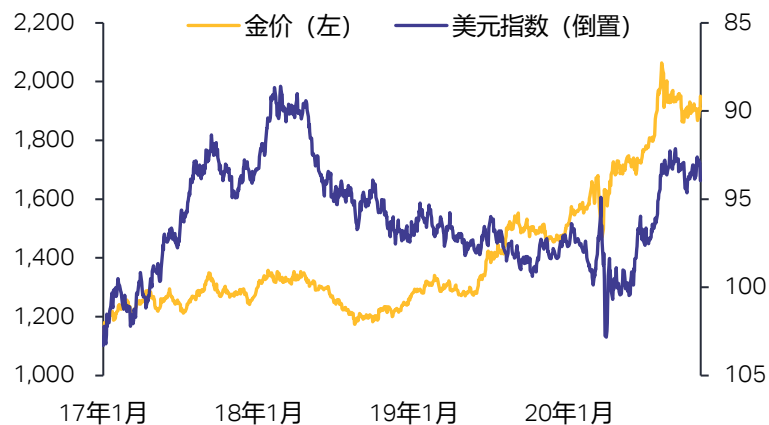
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 在大选临近前，市场风险厌恶情绪不断升温令全球股市承压，10月份富时全球股票指数跌幅扩大至2.8%。因共和党政府在财政刺激方面更为审慎，当特朗普胜选几率上升时，主要贵金属的价格亦承压。
- 欧洲地区新冠肺炎疫情蔓延之势较预期更为恶化，多国宣布实施新的封锁措施，也令经济复苏的希望受挫。目前看来欧元区经济正在陷入双底衰退。
- 11月3日举行的大选结束后，民众对拜登将胜选的信心日益上升，新国会也将维持分裂状态（共和党 and 民主党分别控制参众两院），提振了市场风险偏好情绪。11月9日，研究结果显示辉瑞和BioNTech的新冠疫苗效果超出市场预期，标普500随后创下新高。反之，在疫情期间表现良好的资产（贵金属和科技股）价格受到打压。
- 展望未来，围绕大选结果的不确定性很可能导致市场波动率高企，令未来几周内贵金属价格的涨幅受限。
- 尽管最近有关在研制COVID-19疫苗方面取得显著进展的消息令市场振奋，但即便是最乐观的假设情况下，病毒在未来几个月间仍会是一大难题。
- 从长期来看，大选结果对美国财政政策前景的影响将是有限的，在可以预见的未来美国目前的超低利率环境仍会是常态。实际利率处于负值叠加美国不断膨胀的债务，以及资金最终流向新兴市场，将继续令美元承压，为贵金属价格上行提供支撑。

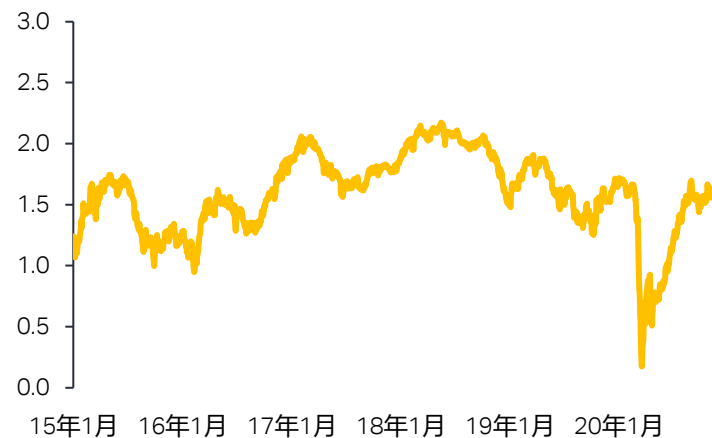
宏观经济现状与展望

金价与美元指数



来源: Bloomberg

美国5年平准通胀率 %



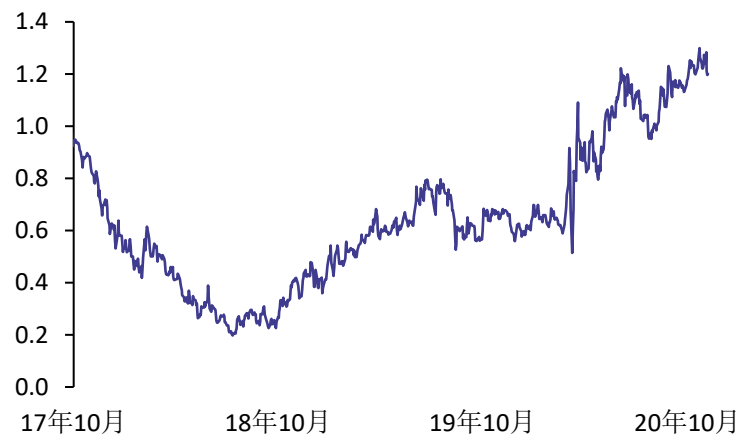
来源: Bloomberg

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

因美国大选前市场对政府将何时推出新财政刺激措施的预期不断变化，10月份大部分时段内**黄金**价格都维持窄幅波动走势。此外，大选不确定性高企也令市场承压，使得金价运行方向不明。

- 尽管不确定性高企，但总体上看10月份大部分时段内投资者仍看多黄金。受机构投资者回补其空头仓位的推动，10月份管理基金持有的Comex（纽约商品交易所）黄金期货净多头仓数劲升8%，至1,020万盎司。
- 10月份全球黄金ETP（交易所交易产品）的总持仓量再创新高，但由于投资者等待金价运行方向明确，增速已显著放缓。
- 受对拜登将胜选的乐观情绪推动，美国大选后金价急剧走高，但我们认为市场波动率进一步升高的可能性并不能排除——如果就选举结果发生对抗激烈的法律争执，则更是如此。
- 此外，两党分别控制参众两院也令对迅速推出大规模财政刺激方案的期望消退，这将使通胀预期受限。有鉴于此，我们已小幅修正四季度金价预测值，预计年底前都会在2,000美元/盎司下方整固。
- 虽然如此，我们仍相信2021年金价将迭创历史新高，其主要原因是，一旦市场关注的焦点转向宏观经济大环境之上，更多投资者对黄金的兴趣将高涨。
- 美国和欧洲新冠肺炎疫情蔓延之势恶化，最终将导致政府采取进一步的财政和货币宽松措施。在这一大背景下，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将利好于黄金投资。

黄金市场现状与展望

➤ 主要实物黄金市场状况：

- 在**中国**，上半年新冠肺炎疫情蔓延导致很多新人推迟举行婚礼。随着形势不断改善，人们开始举行结婚典礼，对10月份结婚首饰需求有所提振。
- 在市况连续低迷近九个月后，随着节日和婚礼季节的到来，**印度**黄金需求有所改善。需求回升推动印度国内金价从对国际金价折价转为溢价，虽然溢价幅度尚小。我们与印度业界人士的沟通显示，因金价高企，消费者的偏好已从宝石镶嵌金饰转向普通款式金饰。除首饰需求外，印度黄金投资需求也保持旺盛。
- 在**中东地区**，受金价高企、居民可支配收入下降、防疫限制措施继续实施诸因素的叠加影响，黄金首饰需求仍疲软。尽管黄金零售投资需求走强，但因实物需求不足，地区内各主要市场的金价仍较国际金价折价。
- 在矿产**供应**方面，10月15日巴布亚新几内亚政府与巴里克Niugini有限公司（“BNL公司”）达成原则性协议。根据该协议，BNL公司获准继续运营Porgera矿山，但须将一大部分股权给予巴新政府。这标志着向重启Porgera矿山的采矿作业迈出了重要一步，自4月份以来该矿山一直处于保养维护状态。不过该协议尚未最后敲定，重启矿山运营的决策也尚未作出。
- **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第二波疫情，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。近期内美国大选结果的不确定性也可能导致市场动荡，不过其对金价的影响将是短暂的。

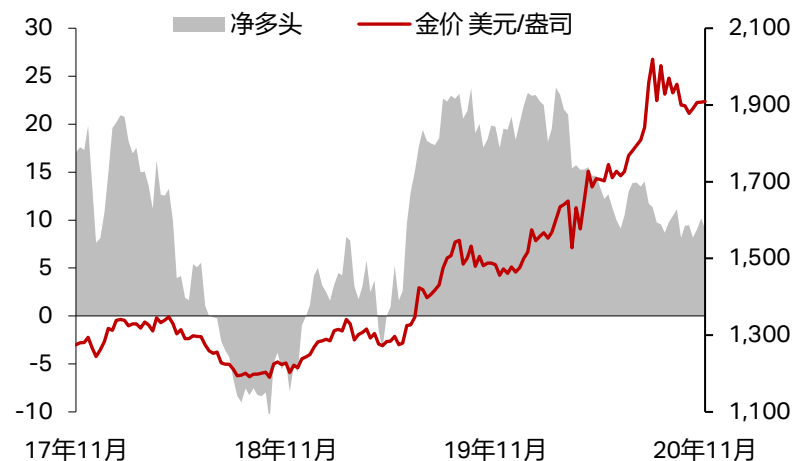
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



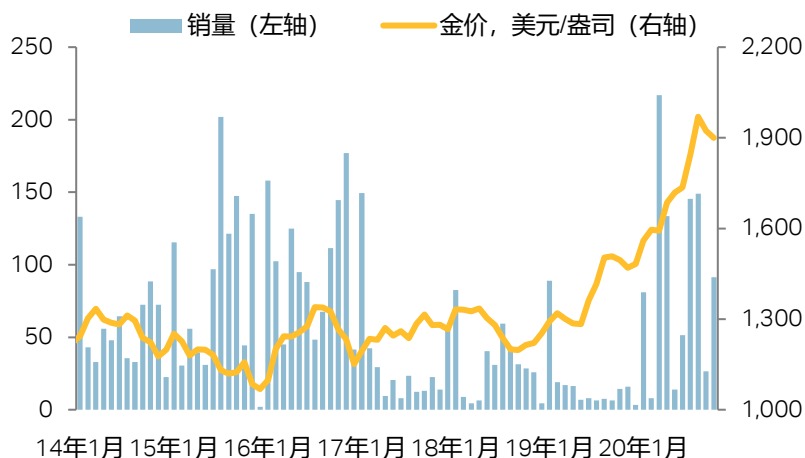
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



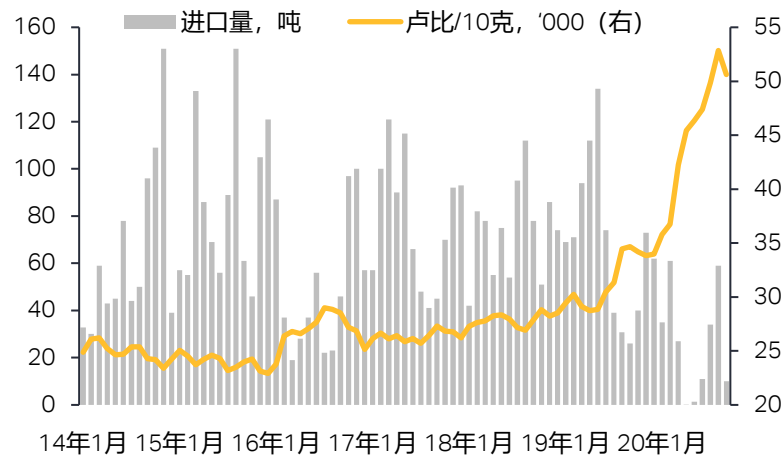
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

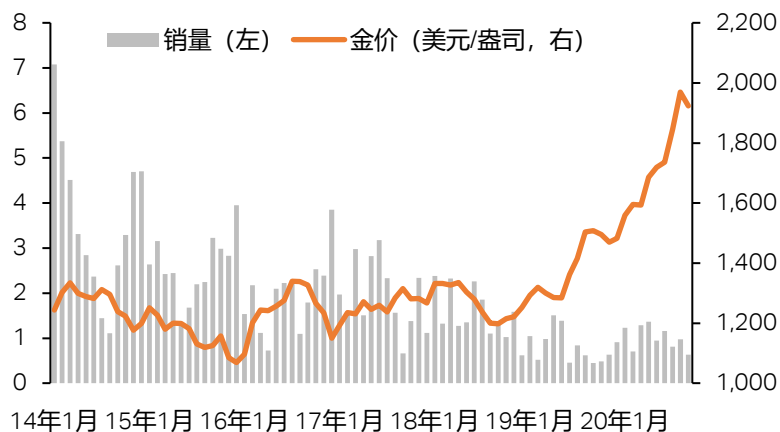
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

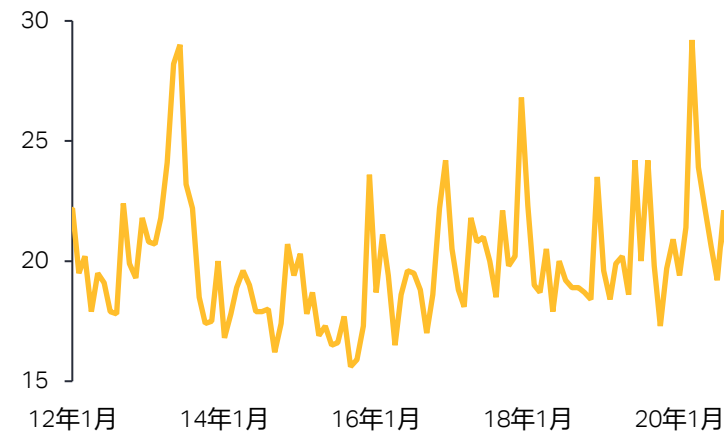
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



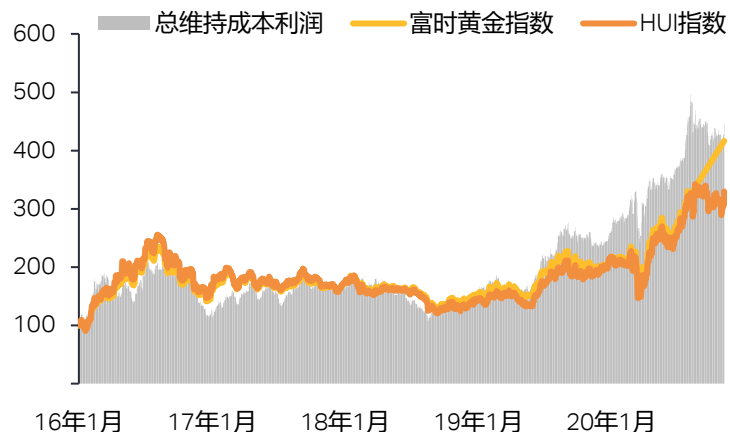
来源: Hong Kong Customs

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

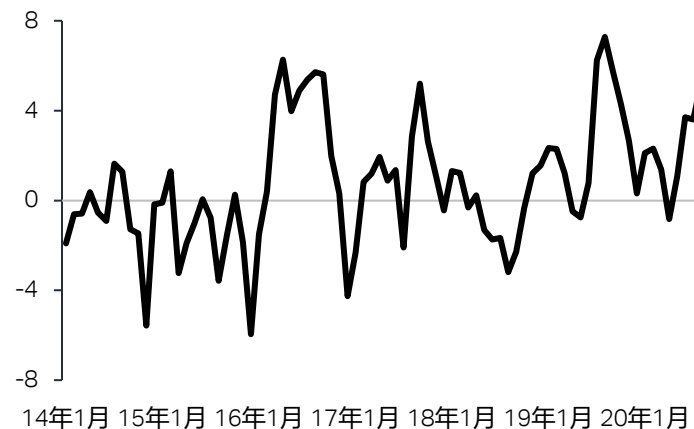
黄金矿产-经营利润*



* 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

10月份全月至11月初，白银价格主要跟随黄金走势，继续在23-25美元/盎司区间内宽幅震荡。不过撰写本报告之时，受疫苗新闻的影响，银价再次受到打压，单日跌幅达到7%。

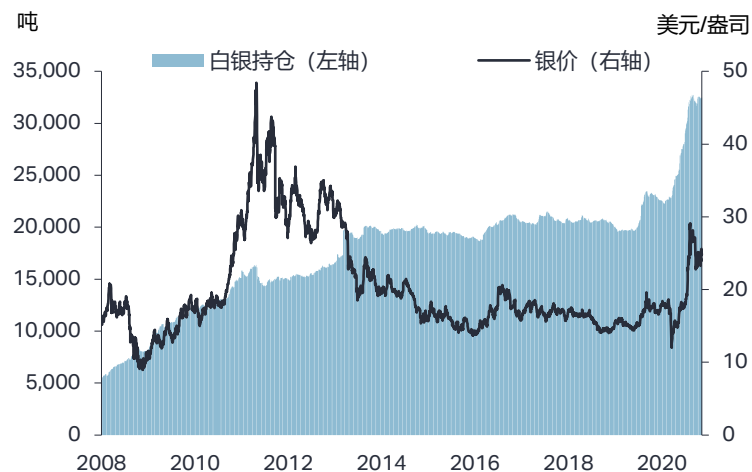
- 金/银价格比率虽有所收窄，但仍高于8月和9月大部分时段内约75:1的水平。10月份该比率升高主要归因于市场对全球尤其是爆发第二波疫情的欧洲地区经济活动放缓的担忧。此外，9月中旬银价涨至近期高点后更多投资者获利了结，也让其下行压力加大。
- 9月份银价自28美元/盎司的高点下跌，导致白银ETP的持仓量下降2%，但随着银价在23-25美元/盎司区间内持续整固，10月份持仓量已收复失地，10月末的持仓量较9月末回升2%。同样的，管理基金持有的Comex白银期货净多头仓数在9月份下滑4%后，10月份劲升7%，显示投资者从获利了结转为趁低买入。
- 该现象反映出不论是机构投资者还是个人投资者虽变得更为谨慎，在银价上行动能衰竭时会毫不犹豫地获利了结，但仍对银价走势持乐观看法，预期中期内银价将走高就会重返白银市场。值得注意的是，尽管民主党未能在美国大选中大获全胜很可能会导致新经济刺激措施的规模受限，投资者总体上仍看多白银。
- 展望未来，我们已下调今年剩下时段内基准情景和最好情境下的银价预测值，其主要原因是价格起始点已下降。考虑到美国新财政刺激措施的规模可能小于预期，大选结果存在争议，全球白银制造需求将在一定程度上走弱等因素，我们也小幅修正了2021年二季度和三季度最好情景下的银价预测值。

白银市场现状与展望

- 在**矿产供应**方面，泛美白银公司三季度的白银产量同比剧降39%，至409万盎司，其原因包括：旗下Huaron和Morococha矿山受新冠肺炎疫情冲击而暂时停产；公司采取更为严厉的防疫措施；旗下La Colorada矿山开采高品位矿石的时间推迟；旗下Dolores矿山的堆浸厂延迟补充在制品库存。因此该公司已把今年全年产量指引从1,900-2,200万盎司下调至1,800-1,900万盎司。
- 我们编制的季度银币调查报告显示，今年1-9月份期间**北美和欧洲**的银币销量同比分别飙涨66%和75%。10月美国铸币局的老鹰银币销量进一步走高，环比增幅达15%，同比更增长逾一倍。产品供应也已得到改善，相应的溢价已略有下降。
- 得益于节日季节开始后市场情绪改善，**印度**国内银价对到岸成本价的折价已收窄至不到1美元。不过由于当地银价涨至创纪录高位后白银回收供应量强劲增长，印度白银进口量仍疲软。此外，现货价和期货价间存在的套利空间促使很多投资者将其持有的白银运至交易所出售，也导致白银进口量下降。
- 由于很多国家政府推出的经济刺激计划推动可再生能源（光伏发电）和5G网络行业在防疫封锁措施放松后加速增长，白银**工业需求**稳步回升。相比之下，由于消费者面临的财务压力颇大，汽车业和消费电子产品的经营业绩仍在下滑，但我们预期到明年将会改善。
- **价格预测风险因素**：如果主要经济体的经济形势因第二波疫情爆发而不断恶化，或将引发对避险资产的需求飙升，这是银价上行主要风险因素。若政府推出进一步财政刺激措施，或美国利率降至负值区域，也将使得持有贵金属的机会成本下降，并使作为通胀对冲工具的固定收益资产的吸引力降低。

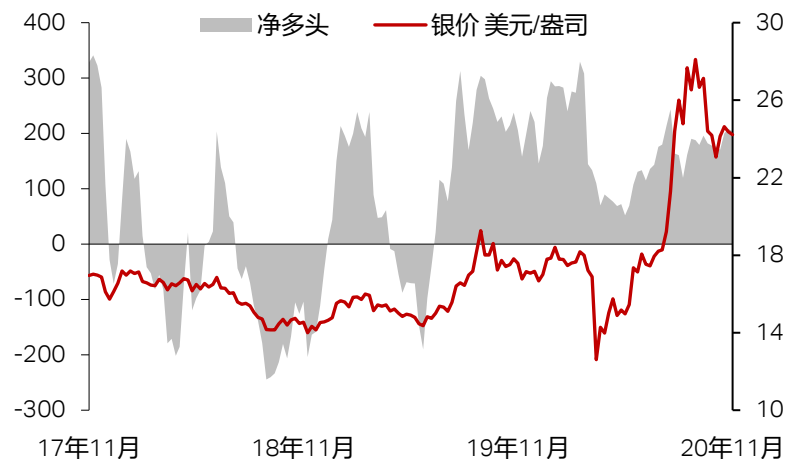
白银市场现状与展望

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

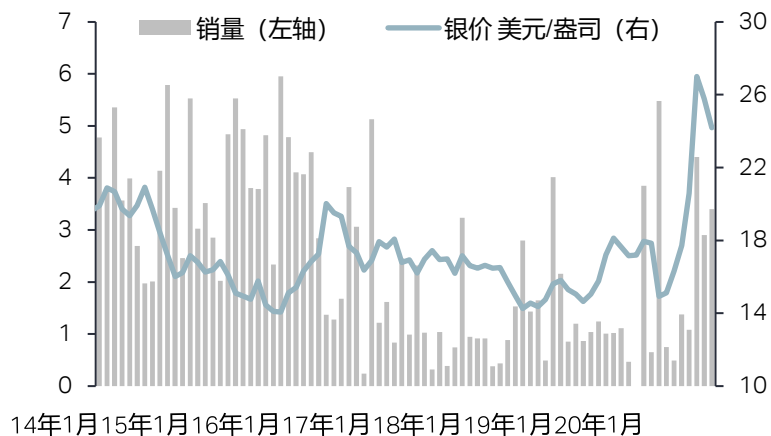
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

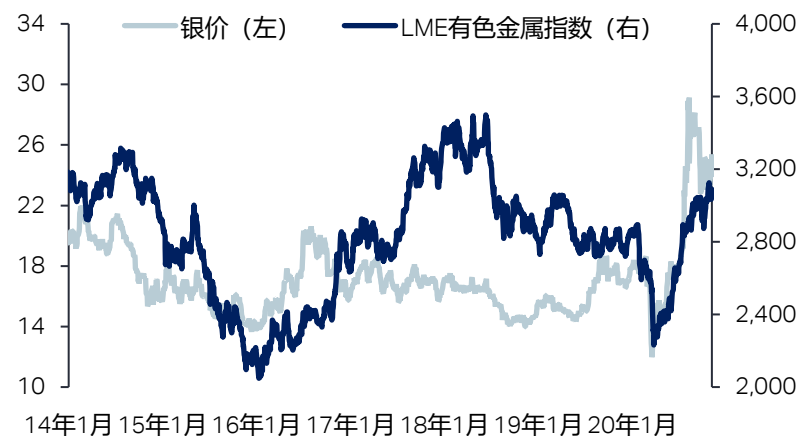
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



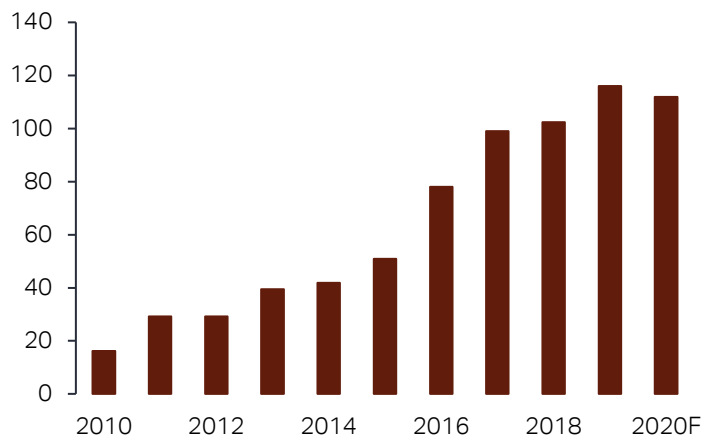
来源: US Mint

白银（美元/盎司）& 有色金属价格



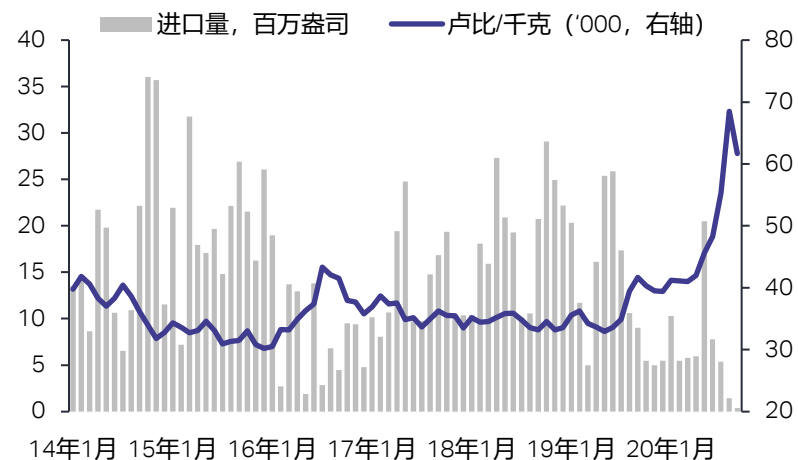
来源: Bloomberg

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

10月份，**铂金**价格继续以主要跟随黄金走势而波动，因此未能突破850-900美元/盎司这一交易区间。在价差方面，23日铂金对黄金的折价降至981美元，创五周来新低，但折价收窄之势未能持久，到11月初又短暂扩大至1,050美元（重返8月份的高位）。

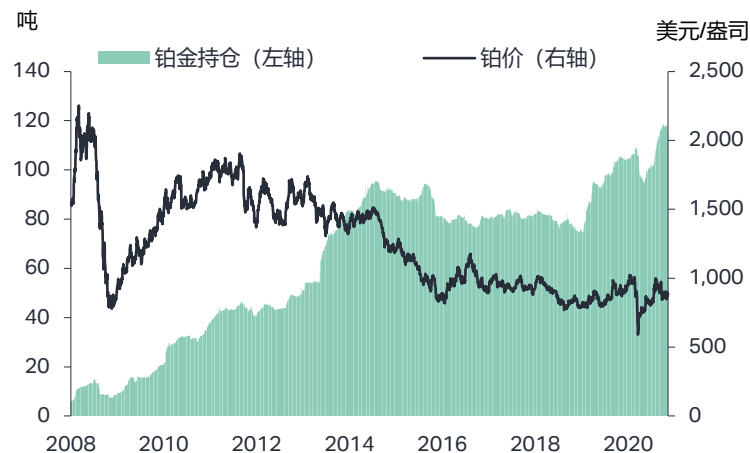
- 鉴于10月铂价未能持续涨破900美元/盎司，我们已把今年四季度的铂金均价预测值小幅下调至890美元/盎司。考虑到市场不确定性加大期间铂金易因投资者风险偏好下降而遭抛售，四季度铂价低点或将触及800美元/盎司（与上期月报所列相同）。
- 受南非矿产铂金供应状况继续令人担忧、汽车业复苏、金价将继续上行等因素的支撑，我们预计2021年三季度铂金均价有望上涨。
- 鉴于今年铂金供应量的降幅会大幅高于需求量的降幅，全年实物铂金供应或将自2015年以来首度出现短缺。
- 10月份大部分时段内，NYMEX（纽约商业交易所）管理基金持有的铂金期货净头寸处于净空头状态，仅在最后一周由于投资者趁铂价下跌而增持多头仓位才转为净多头。即便如此，10月末净多头仓位仅为1.7万盎司。
- 欧洲和北美的铂金基金虽增仓，但被南非铂金基金减仓（数量达10万盎司）所全部抵消，10月份全球铂金ETP的总持仓量于23个月来首度回落。
- 10月份上海黄金交易所的铂金交易量（以净量计）同比飙升51%，至9.1万盎司。对交易活动的分析显示，近60%的交易量来自工业和首饰业用户，反映出国内铂金需求已开始回暖。

铂金市场现状与展望

- 在**矿产供应**方面，英美铂业再次被迫关闭其ACP转化炉工厂的B期作业区。2021年B期区需要进行全面重建，备用的A期作业区目前也尚未能投入运行。因此，该公司已将其全年铂族金属产量指引下调至约250万盎司，预期的铂金和钯金产量较上月给出的指引分别进一步减少约30万盎司和20万盎司。
- 西班牙-静水矿业公司旗下勒斯滕堡矿山产量同样由ACP转化炉进行加工。在前一次的ACP工厂关闭期间，一小部分原料由马里卡纳剩余产能进行处理，而本次关停将使更多勒斯滕堡矿山产出受到影响。在该新闻发布后，预计今年南非矿产铂金产量或将降至400万盎司以下，而2021年虽有望强劲回升，但仍可能低于公司产量指引中确定的目标值。
- 在**需求**方面，我们观察到三季度轻型汽车和重型汽车的产量都显著回升。就重型柴油车而言，2021年其产量增幅有望超过重型汽车总产量的增幅，这有利于推动汽车业的铂金需求走强。特别是在中国，2021年中国将全面施行国六尾气排放标准。
- 在西欧地区，9月份轻型柴油车的市场占有率进一步下滑，降至26%。预计全年市场占有率都将低于30%。不过欧6d尾气排放标准将从2021年1月1日起全面施行，适用于所有新车，有望为汽车业铂金需求提供一定支撑。
- 在中国**首饰**市场上，厂商推广铂金首饰的力度已加大，消费活动也恢复正常，有望提振今年后期的铂金首饰需求，预计需求回升之势将延续至2021年。
- **价格预测风险因素**：南非一些矿山持续遭遇生产问题，该国能源供应也令人担忧，可能导致铂金供应下降，进而可能推动铂价上行。另一方面，汽车总产量虽回升，但回升主要倾向于汽油车和电动汽车，这可能打压铂金需求，进而令铂价承压。

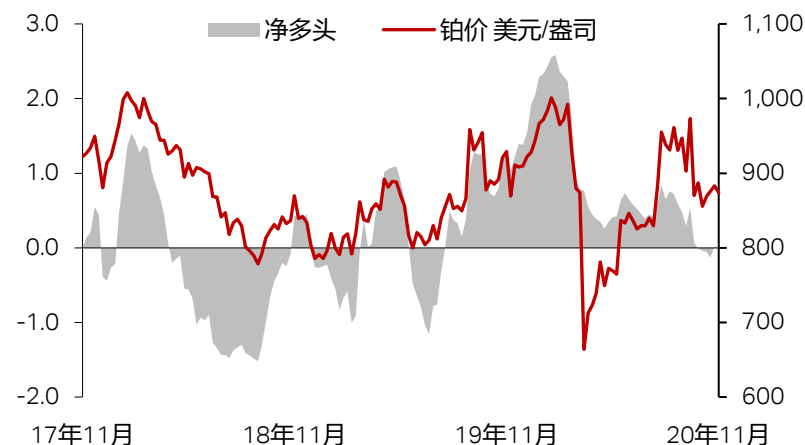
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



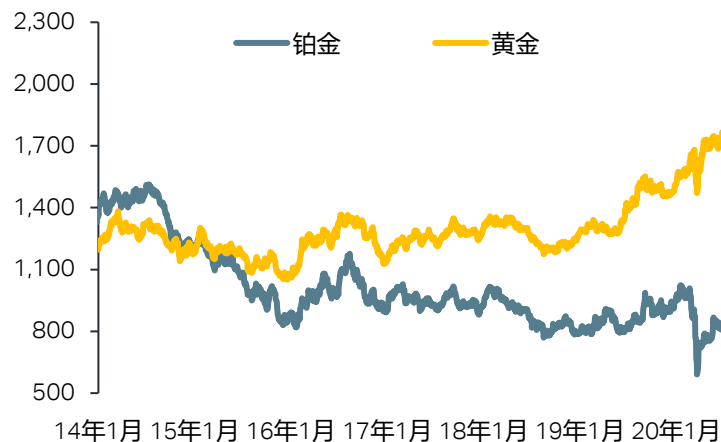
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



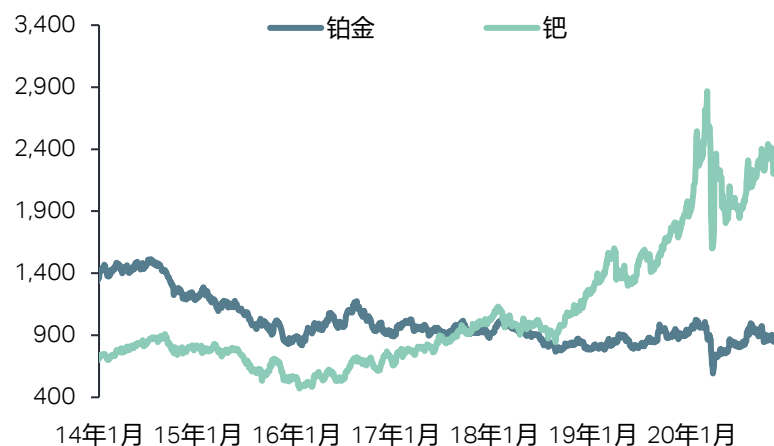
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

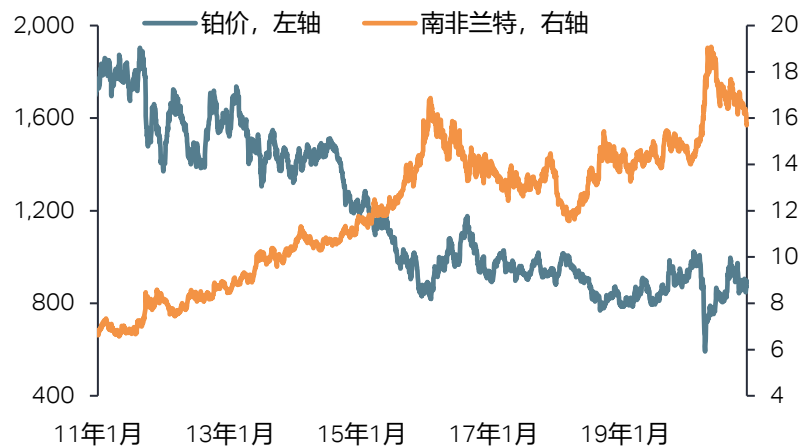
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

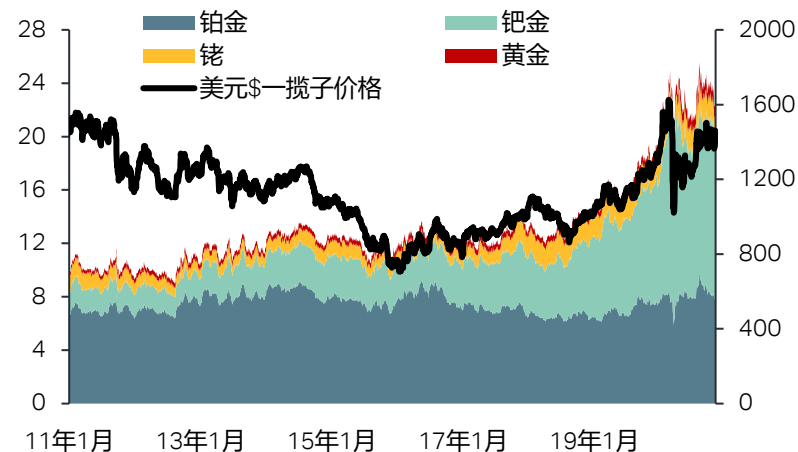
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



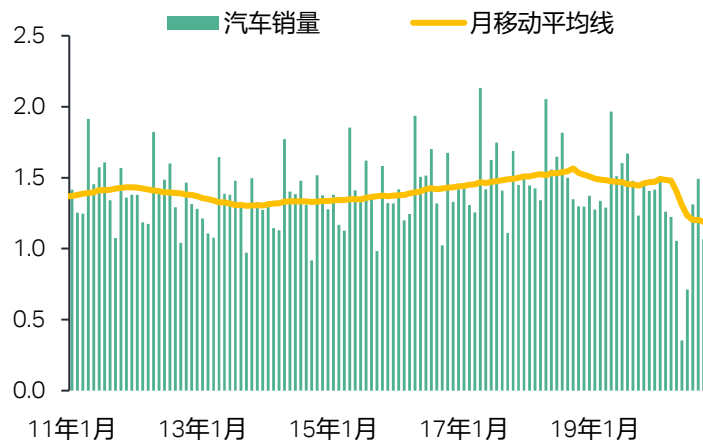
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



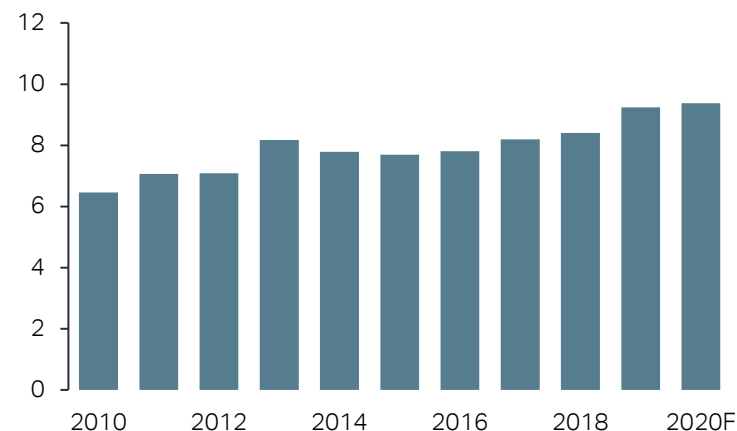
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

钯金价格延续其9月末以来的上行走势，于10月9日涨破2,400美元/盎司。但与铂金市场的情形一样，投资者趁此机会锁定利润，之后价格波动率升高，在2,201-2,412美元/盎司区间内宽幅震荡。

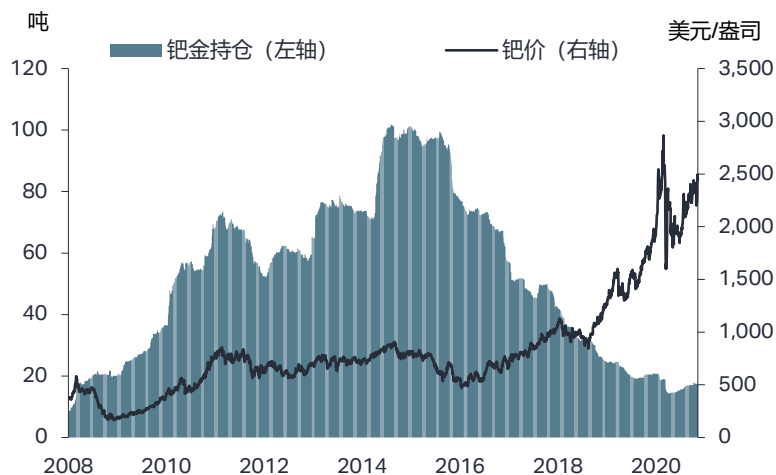
- 鉴于今年三季度和四季度汽车产量呈回升之势，因此尽管美国经济环境存在的不确定性可能会导致生产活动回落，预计四季度钯金均价仍将达到2,350美元/盎司。进入2021年后，需求有望基本恢复至疫情爆发前的水平，因此我们预计一季度钯金均价将涨至2,500美元/盎司。2021年全年预计将维持上行走势，全年均价达到2,600美元/盎司，还有上试3,000美元/盎司的潜力。
- 虽然汽车业持续复苏，但近期内钯金需求仍会继续受到疫情冲击，预计今年全年总需求量将同比下滑12%，至960万盎司。需求下降后，实物钯金供应短缺量将收窄至22.3万盎司，创九年来的最低值。不过在ACP工厂关闭后，该数字可能会上升。
- 2021年钯金需求量有望回升10%，至1,050万盎司。在ACP工厂关闭前，我们预测明年钯金供应量也将增长10%，至1,030万盎司。由于生产商可以释放存货，目前就判断ACP工厂关闭将对供应量产生多大影响还为时过早。目前我们预计明年的供应短缺量为20万盎司，年底时地上钯金存量为1,200万盎司左右，与此对比，2010年底时地上钯金存量为1,800万盎司。
- 由于三季度汽车产量回升和钯价走强让部分投资者产生乐观情绪，10月份管理基金持有的Nymex钯金期货净多头仓数劲升16%，至40.9万盎司。不过即便如此，净多头仓数仍远低于2019年后期和2020年初期的水平。
- 在汽车产销量回升的数据发布后，10月份钯金ETP的持仓量上升3%，月底时达到59万盎司。欧洲上市钯金基金的持仓量增加8%，而北美钯金基金的持仓量则下滑1%。南非钯金基金的持仓量未发生变化，仍仅为其最高记录的4%。

钯金市场现状与展望

- 在**矿业生产**方面，西班牙-静水矿业公司已进一步推迟其Blitz矿山项目的开发计划，原因包括新冠肺炎疫情的冲击，以及尚缺乏对矿体的地质学和岩土工程研究。目前预计要到2024年该矿山的年产能才能达到30万盎司2E铂族金属。
- 在**需求**方面，预计今年四季度轻型汽油车产量将回升，仅比去年同期下降1%。不过全年汽油车的总产量仍将同比下降17%，这将导致汽车业的钯金总需求量减少逾100万盎司，至约780万盎司。
- 连续上升五个月后，10月份美国季节因素调整后的**汽车**年化销量较上月微降1%，至1,621万辆。运动型多用途车（SUV）的销量继续走强，但中小型汽车的销量仍远低于2019年的水平，显示美国汽车市场可能会出现K型复苏。预计今年全年美国汽车业的钯金需求量将下降40万盎司，至150万盎司以下，创2011年以来新低。
- 虽然全年汽车产量将下滑11%，但国六a和国六b尾气排放标准施行（尽管后者的施行期推迟）带来提振效应，因此预计今年中国汽车业的钯金需求量将同比上升2%，至210万盎司。不过尽管汽车销量回升，但经销商的库存量正在小幅上升（尤其是国产品牌的库存量），明年钯金需求可能因此受到影响。
- 在**化工**业的需求方面，虽然今年塑料容器消费市场受到严重冲击，但中国企业扩张精对苯二甲酸（PTA）产能的计划并未改变，因此预计今年全年PTA生产企业的钯金需求量将大幅增加，但不足以抵消其他领域需求量的下降。据此我们预计全年化工业的钯金总需求量将同比下滑5%，至40.8万盎司。
- **价格预测风险因素**：北美地区新冠肺炎确诊病例数处于高位且不断攀升，其带来的负面冲击可能会令钯价承压。同样的，若汽车制造企业从2021年起更大规模地以铂金替代钯金，可能也会打压钯价。

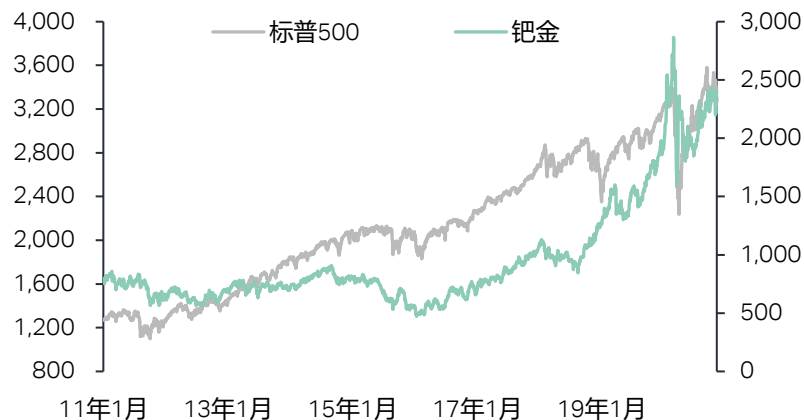
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



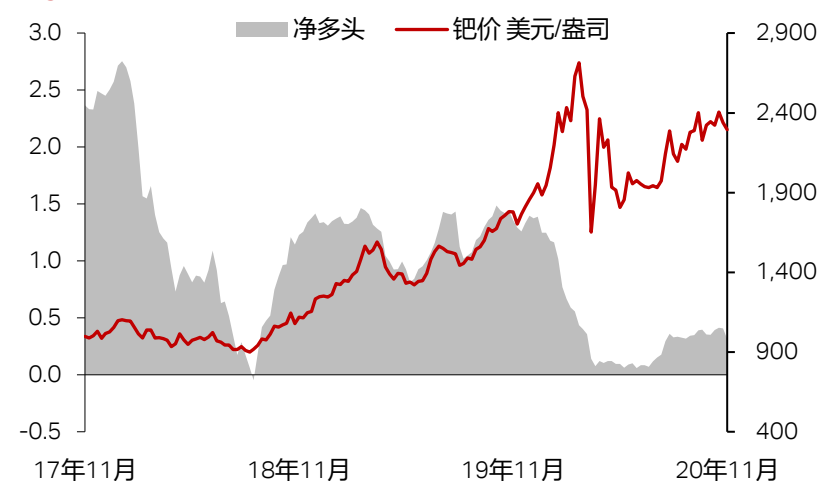
来源: Bloomberg

钯价 & 标普 500



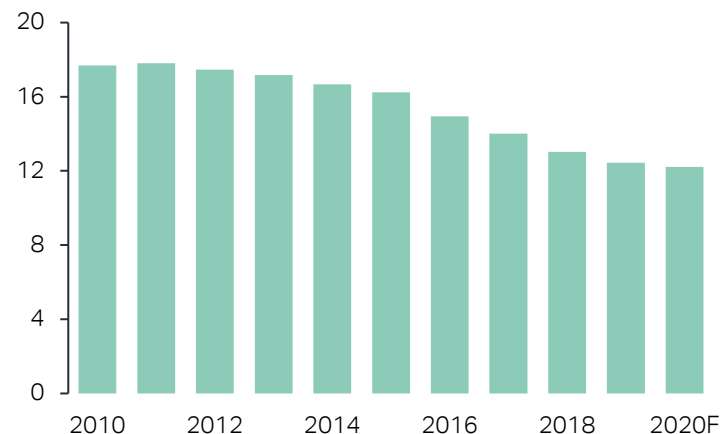
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

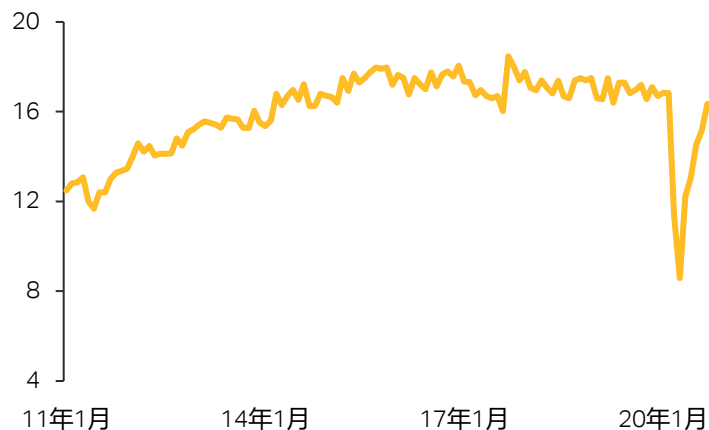
钯金地上存量*, 百万盎司



*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



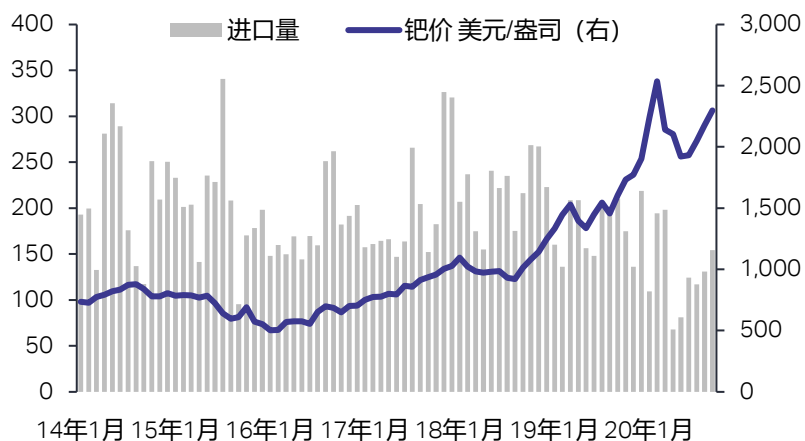
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



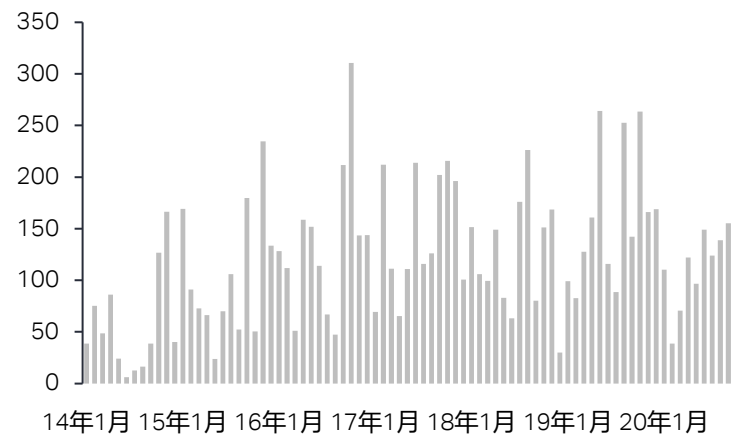
来源: Bloomberg

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。