



Metals Focus

贵金属月报

第63期 - 2021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


ASAHI
REFINING

www.asahirefining.com


RAND REFINERY

www.randrefinery.com


ZHAO JIN

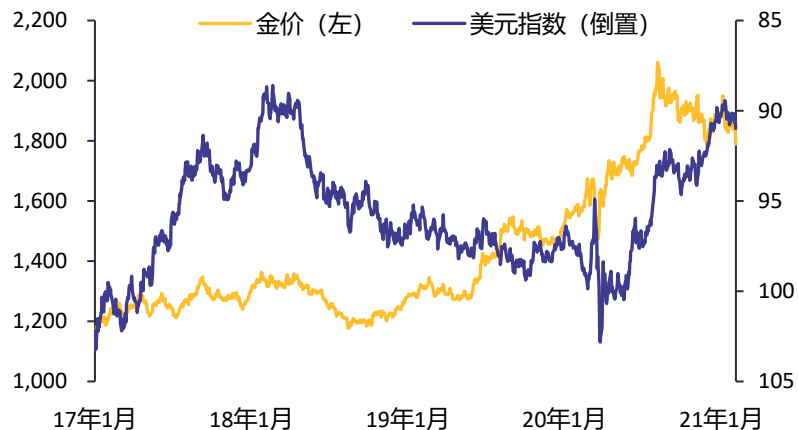
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 撰写本报告之时，1月底由Reddit论坛散户推动，造成股市和白银市场交易剧烈波动的狂潮似乎已经缓和（目前为止尚是如此）。
- 1月底小幅回落后，全球股市快速回升，2月初富时全球股票指数再创历史新高。
- 市场风险偏好升温，主要原因是新冠疫苗接种速度加快，以及全球新增病毒感染病例数已出现放缓迹象。虽然2020年末再次实施的防疫封锁措施令人怀疑全球经济复苏之路能否顺畅，但对美国将推出更多财政刺激措施的预期支撑市场情绪向好。
- 在经济增长相关的乐观情绪的背景下，对未来通胀将上行的预期也进一步升温，例如美国五年期平准通胀率就已涨超2.3%，创2013年以来新高。
- 市场预期政府将增加财政支出，推高了债券收益率，其中美国十年期国债收益率回升至1.1%以上，重返疫情前水平。尤其值得注意的是，由于市场预期美国经济将加速复苏，美国国债收益率曲线已明显变陡。例如，十年期和两年期国债收益率差已涨至2017年4月份以来的最高水平。
- 展望未来，如果经济增长动能复苏，债券收益率进一步走高则仍将是打压贵金属走强的关键阻力。此外，疫情爆发以来美元虽一直处于下行趋势之中，但其短期内的反弹也仍是贵金属价格下行的一大风险因素。
- 不过也应看到，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化。从长期来看，美国债务水平不断膨胀，资金持续流入新兴市场，也将继续令美元承压，为贵金属价格提供支持。

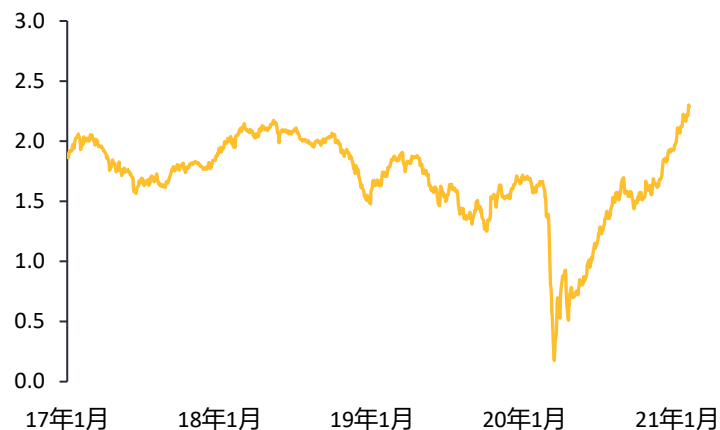
宏观经济现状与展望

金价与美元指数



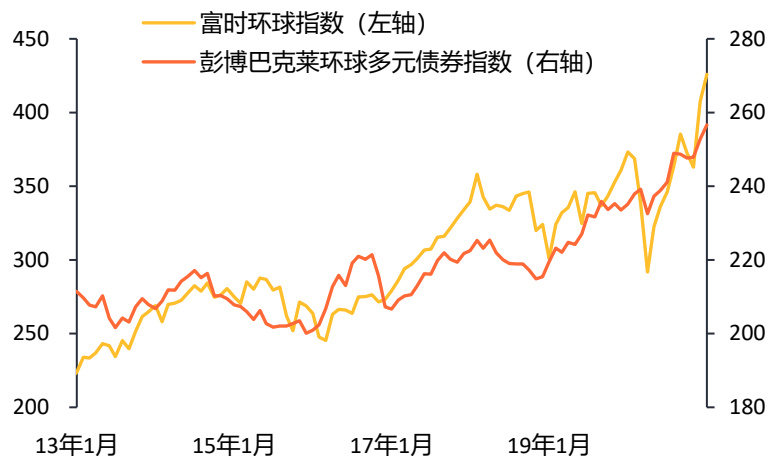
来源: Bloomberg

美国5年平准通胀率 %



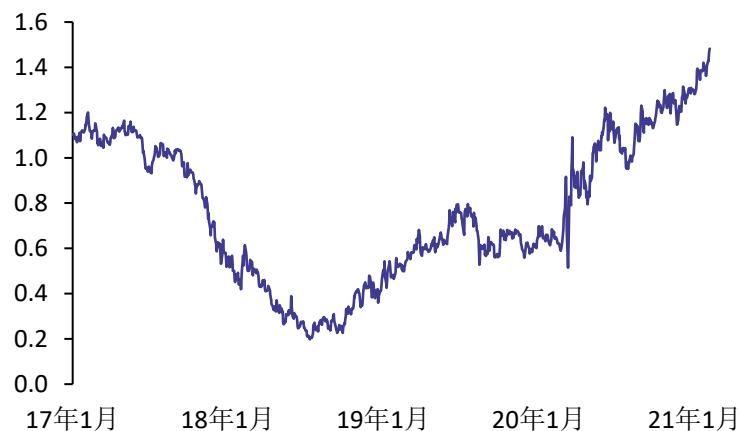
来源: Bloomberg

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

2021年初，黄金价格呈上行走势，1月6日攀升至1,959美元/盎司，创两个月来新高。随后金价回落，回吐大部分涨幅，月末前在1,830-1,870美元/盎司区间内震荡。2月初金价进一步走弱，撰写本报告时（5日）在1,800美元/盎司附近震荡。

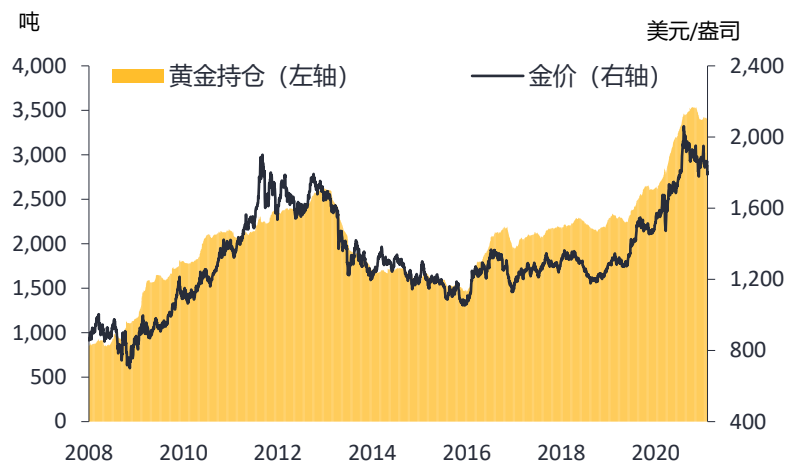
- 短线战术性交易者获利了结，加之长线战略性投资者的资金流入放缓，是导致近期金价回落的主要因素。
- 该现象部分反映出美国国债收益率回升——尽管以历史标准衡量名义收益率仍处于低位，且实际收益率仍为负值，但回升令持有黄金的机会成本上升。
- 暂且不谈Reddit交易热潮期间波动率短暂飙升，总体而言，本年迄今的投资者风险偏好一直处于高位，使其对黄金等避险资产的兴趣下降。
- 尽管有这些短期利空因素（据此我们已下调一季度黄金均价预测），我们仍看多黄金走势。目前看来，主要经济体的下行风险仍很大。同时，国债收益率显著上升后，进一步上升的空间似乎有限，也将使美元上行空间受限。
- 不仅如此，尽管日渐升温的通胀预期尚未能推升金价，但出现长期或居高不下通胀的迹象将在长时段内令黄金受益，其原因在于，在政府和企业的债务都在不断膨胀的大环境下，各国央行想要通过加息遏制通胀，面临诸多限制因素。
- 此外，鉴于股票估值已高，一些机构投资者为使其投资组合免受股价回调修正的冲击，将继续垂青黄金。
- 在供应方面，Endeavour矿业公司于1月22日宣布将以不超过8,000万美元的价格，把其在Agbaou矿山的85%股权出售给Allied黄金公司。预计该交易将于今年3月1日完成，之后Agbaou矿山将成为Allied黄金公司在科特迪瓦的在产矿山之一。

黄金市场现状与展望

- 主要实物黄金市场状况：
 - 在**中国**市场，去年2月份以来国内金价一直较伦敦金价折价，但从今年1月中旬起已转为溢价，撰写本报告之时溢价为5美元/盎司左右。市场人士一致认为，国际资金流入中国是推动本地金价转为溢价的主要因素。此外，实物黄金需求改善也有助益。近期金价回落，加之春节（2月12日）前首饰商备货，推动实物需求回暖。
 - 在最新政府预算案中，**印度**政府宣布将把黄金进口基础关税税率从12.5%下调至7.5%。但政府将加征2.5%的附加税，意味着进口总税率为10%，实际下调2.5%。在降税前，1月份印度实物黄金需求已有所改善。短期内关税下调叠加金价走弱，有望提振即将到来的婚礼季节期间的黄金需求。
 - 1月份**土耳其**里拉计价的金价下跌，该国投资者反应较为积极。此外，尽管近期里拉对美元的汇率回升，但土耳其居民担忧政治风险和不断攀升的通胀，使其储蓄仍继续流向外汇和实物黄金。相比之下，因防疫需要而实施旅行限制，加之消费者信心低迷，土耳其和中东地区其他国家的黄金首饰需求仍疲软。
- **价格预测风险因素**：虽然Reddit论坛用户引发的交易狂热已冷却，但我们并不能排除未来某些时间点黄金成为交易者关注焦点的可能性。此外，新冠肺炎疫情演变趋势仍是金价预测主要风险因素。如果无法控制疫情突变，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，在可预见的未来地缘政治风险仍然较大。

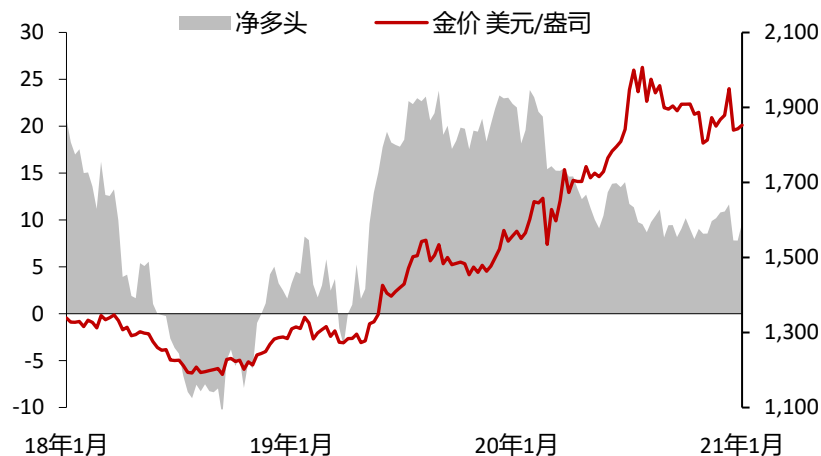
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



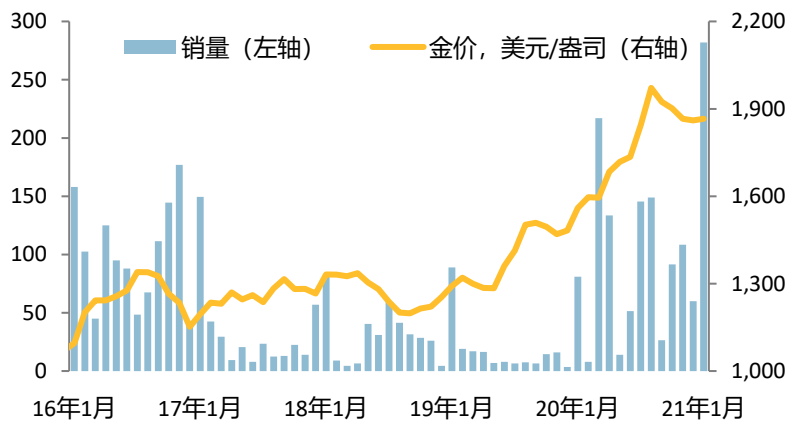
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



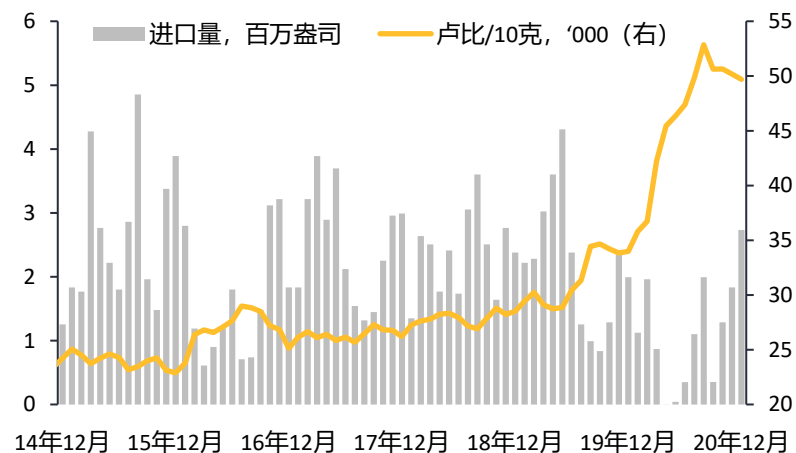
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

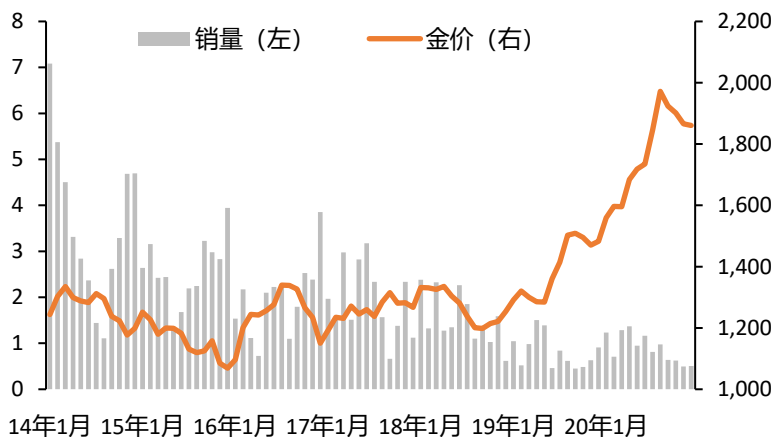
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

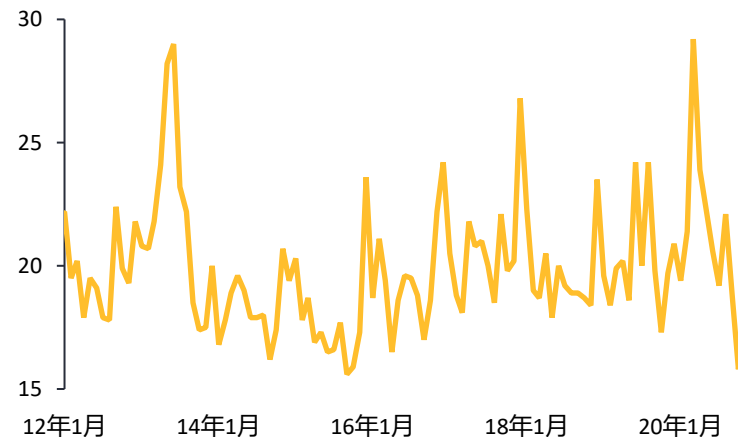
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



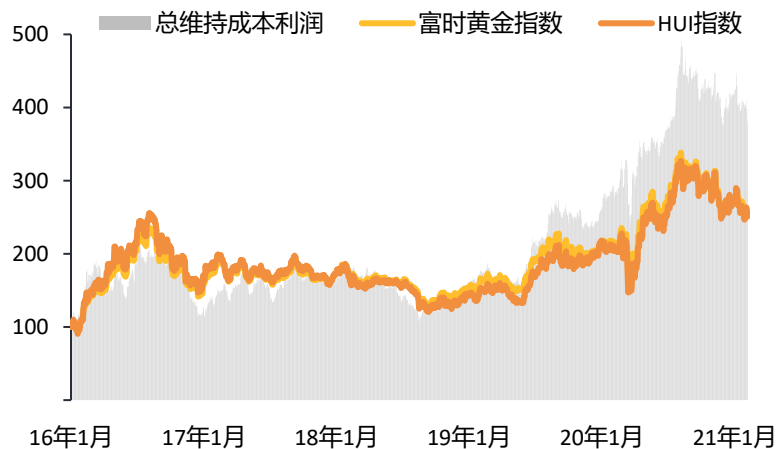
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



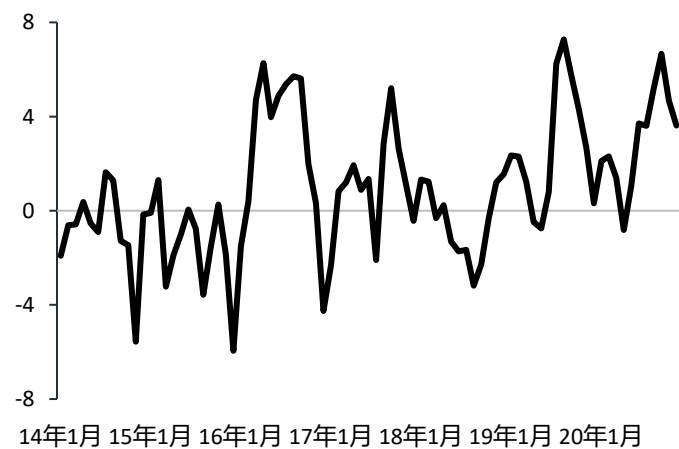
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

1月份大部分时段内，白银价格都基本跟随金价波动，1月6日曾涨破28美元/盎司，但之后回落至25-26美元/盎司区间。从1月28日起，银价表现大幅跑赢其他贵金属，飙涨20%后于2月1日触及30.10美元/盎司，创八年来新高。不过之后银价强势未能保持，撰写本报告之时已回落至27美元/盎司附近。

- 社交媒体平台上发表的评论，呼吁并号召散户投资者采取一致行动买入白银，最终推动银价暴涨。在此之前，这些散户成功地打击了做空游戏驿站等股票的基金。有趣的是，随着银价飙涨，明显可看到投资者大量买入多种白银投资产品：
 - 1月28日至2月4日期间，流入iShare白银基金（其持仓量约占全球白银ETP总持仓量的55%）的日均资金量迭创新高，共计增仓1.018亿盎司，增幅达18%。受此推动，本年迄今全球白银ETP总持仓量增加1.38亿盎司，首度突破11亿盎司。
 - 坊间证据和主要经销商发布的评论都显示，一些零售投资产品已出现缺货情况。以美国老鹰银币为例，2月份前三天其销量就已相当于过去四年间2月份合计销量的三分之一。
 - 主要大宗商品交易所的白银交易量同样出现暴涨。2月1日，纽约商品交易所白银交易量达到2020年日均交易量的3.6倍，看涨期权的交易量更激增近6倍。2月初，上海黄金交易所和上海期货交易所的白银交易量也显著上升。
- 除Reddit论坛用户引发的交易热潮退却外，白银价格的回调也反映了金价的下跌。尽管目前金/银价格比率已从七年来的新低62:1回升至68:1左右，但仍显著低于近年来的平均水平。



白银市场现状与展望

- 展望未来，考虑到目前投资者对买入黄金和白银持谨慎态度，我们已下调一季度白银均价预测值，不过今年剩下时段内的银价预测值则保持不变。尽管社交媒体上事件显示出推高银价的潜力，但我们看多银价前景是基于不同的研判，更多地是由于机构投资者的白银买入将更为强劲，而非散户投资者的兴趣回升。
- 印度实物白银需求回暖之势虽明显可见，但当地白银回收量增加和投资者获利了结仍继续打压白银进口，印度本地银价仍对国际银价折价，虽然折价幅度已收窄至0.4美元/盎司。展望未来，印度政府在最新预算案中将白银进口关税税率从12.5%下调至7.5%后，国内白银市场有望从中受益。
- 在白银工业需求方面，多种经济指标均显示在再次实施防疫封锁措施，疫苗接种速度缓慢的大背景下，本年迄今，全球（尤其是欧洲）工业部门的白银用量增速已进一步放缓。同时，半导体供应链中断也已对汽车生产造成影响。不过我们仍维持今年白银工业需求量将回升的研判，理由是供应链内的厂商都将补充存货，一些结构性因素（例如能源开发日益转向绿色能源，汽车电气化进程持续进行等）也有助推作用。
- 在矿业动态方面，墨西哥的弗雷斯尼洛公司报告称其2020年的可归属白银产量为5,310万盎司，同比下滑2.9%。产量下降主要归因于旗下Saucito矿山开采的矿石品位下降。该公司预计因疫情导致Juanicipio矿山开发项目和弗雷斯尼洛矿山硫化铁加工厂建设项目延迟，2021年的白银产量为5,350万至5,950万盎司之间。
- **价格预测风险因素：**与黄金一样，白银价格上行主要风险因素是新冠病毒变异株的出现打压经济复苏之势，以及债务水平高企引发主权债务危机。此外，如果散户投资者购买热潮再现，也可能为银价注入强劲动力。

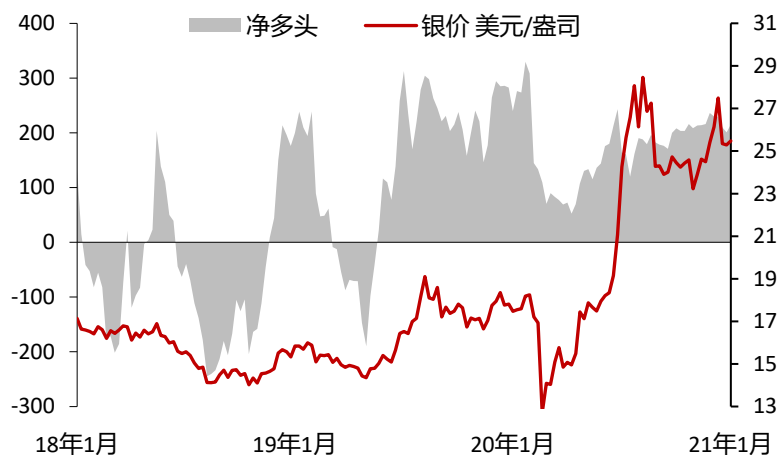
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



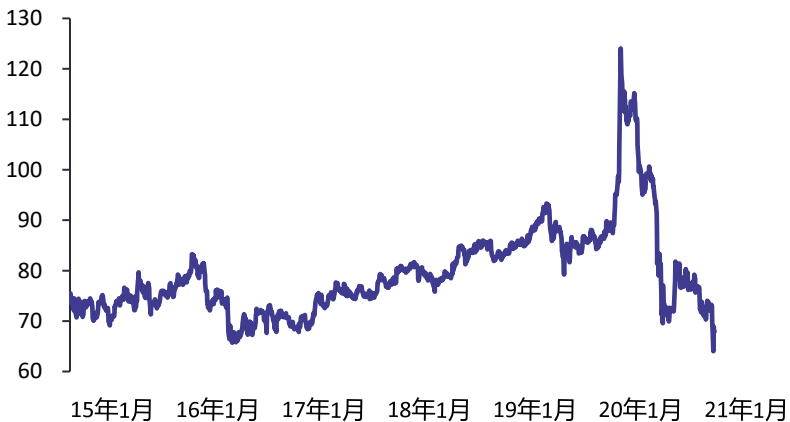
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



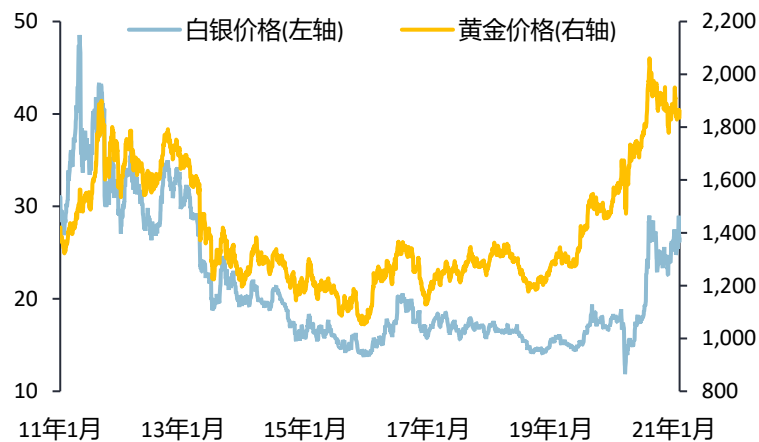
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

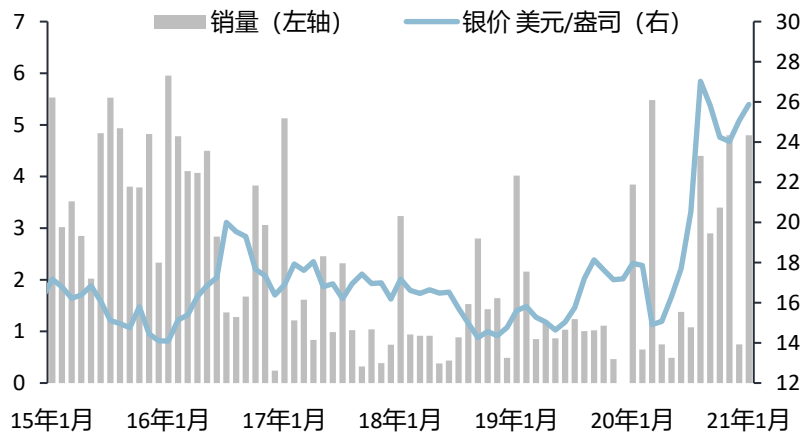
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

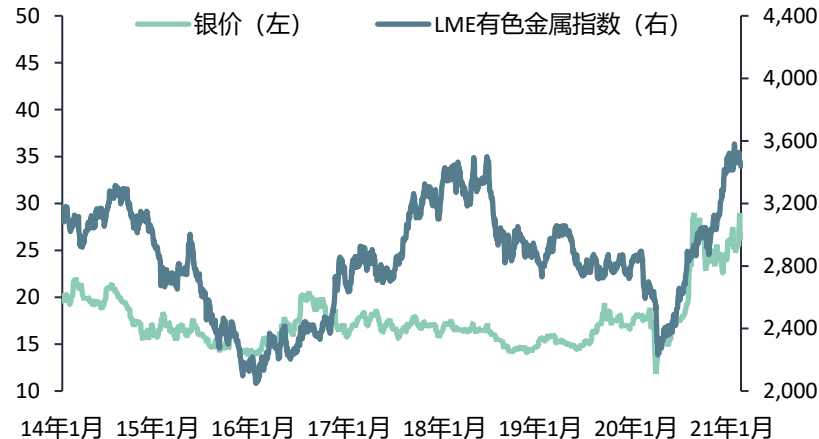
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



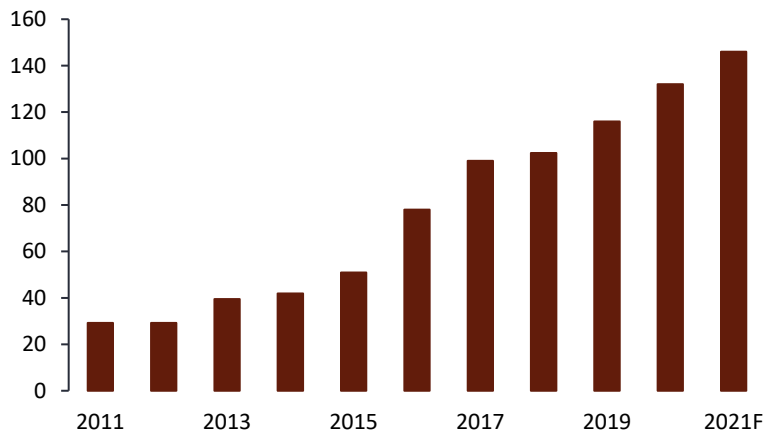
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



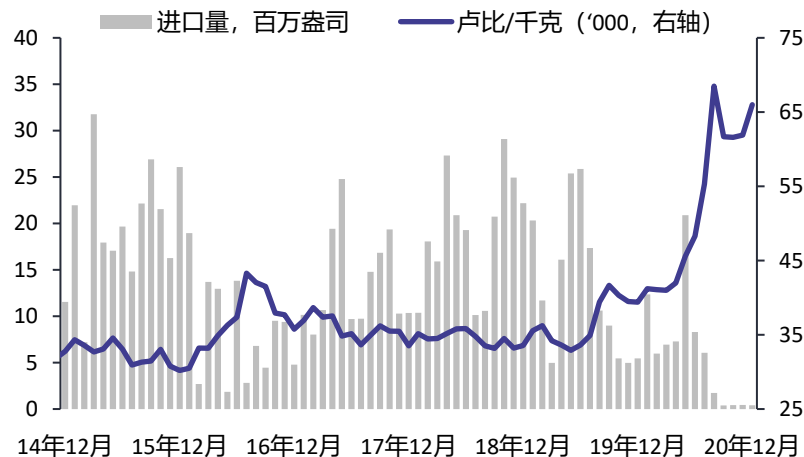
来源: Bloomberg

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

1月份全月，**铂金**价格保持在1,000美元/盎司上方，月底前还曾涨破1,150美元/盎司，原因是南非的供应虽逐步回升，但工业需求走强和投资者兴趣上升带来的提振效应更大。

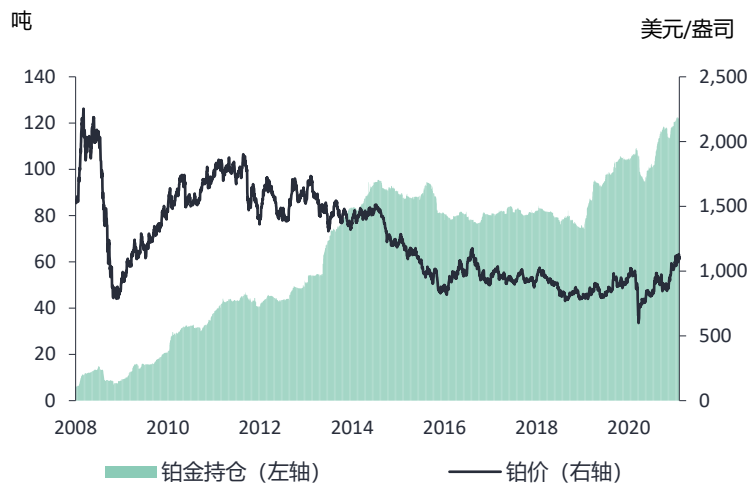
- 我们所作的2021年铂价预测较上期月报保持不变。预计随着英美铂业的ACP转化炉工厂恢复生产，今年一季度初铂价走强态势将部分消退。此后多个因素的变化将对年内铂价走势产生影响。
- 在这些因素中，最重要的是金价将上涨，会为铂价继续提供支撑。不过，ACP工厂停工带来的供应紧张对铂价的支撑效应消失后，两种金属之间的价差将有所上升，以季度均价计，二季度至四季度期间铂金与黄金间的价差将可能从一季度的860美元/盎司扩大至逾1,000美元/盎司。背后的根本原因是生产商释放存货，将使供应增幅超过需求增幅。相应的实物铂金供需情况，将从2020年出现小幅短缺后再次转为供应盈余。
- 最后，随着铂金季度均价自2016年三季度以来首度涨破1,000美元/盎司，部分投资者可能会获利了结，这将进一步打压铂价涨势。
- 由于铂金的长期基本面正逐步改善，1月份期间投资者继续看好铂金，NYMEX（纽约商业交易所）铂金期货多头仓位进一步上升。全月总多头仓位继续保持在100万盎司上方。与此同时，因预期铂价将走软的投资者数量减少，总空头仓位下降，月末时管理基金持有的净多头仓位达100万盎司。
- 1月份铂金ETP的持仓量共计增加4.5万盎司，所有地区的ETP均有增仓，月末时总持仓量达到390万盎司，同比上升15%，创出历史新高。

铂金市场现状与展望

- ▶ 英美铂业将其预期精炼铂金总产量上调100万盎司，将推动2021年一季度矿产铂金供应量回升。产量能否达到预期，取决于完成重建的转化炉工厂A期作业区能否稳定运行，而后备的B期作业区要到今年后期才能复产。该公司指出，已通过对控制系统进行改造，应对再次关闭的风险。
- ▶ 2020年四季度中国铂金进口量为67.6万盎司，创出过去四年间季度总进口量的第二高值。该数量相当于四季度全球矿产铂金总产量的54%，超过前三个季度的进口量水平。前几季度，铂价大跌曾促使中国买家史无前例地大手笔增持铂金。四季度铂价较二季度高150美元/盎司，进口量却仍然增长，反映出中国铂金需求上升。
- ▶ 在汽车行业需求方面，由于汽车制造商难于采购到足够的所需半导体芯片，原来预期今年全球轻型乘用车产量将增长17%，现在看来实现该目标面临压力。在疫情高峰期来自汽车业的订单急剧下降，芯片生产商将销售重点转向消费市场，因此在汽车产量显著回升后，生产商面临产能限制。如果这种芯片短缺持续，可能导致轻型乘用车产量较预期减少多达200万辆。鉴于欧洲汽车市场柴油车需求量持续下滑，今年其市场占有率将降至25%，之前预期欧洲汽车业的铂金需求量将增长15%，现在看来可能面临风险。
- ▶ 在化工业需求方面，化工商品价格总体上升，反映出得益于封锁措施放松和企业提升产能，需求有所回升。预计今年该行业的铂金需求量将增长15%，其驱动因素是中国新增产能上升。
- ▶ **价格预测风险因素：**一篮子铂族金属价格涨至创纪录高位，可能导致铂金矿企放松产量控制，使供应过剩量扩大，令铂价走软。此外，汽车供应链内各厂商的复苏步伐不同步，可能导致汽车产量回升幅度受限，令铂价承压。另一方面，精炼产能瓶颈风险加大，或将阻碍铂金回收供应量增长，将支撑铂价上行。

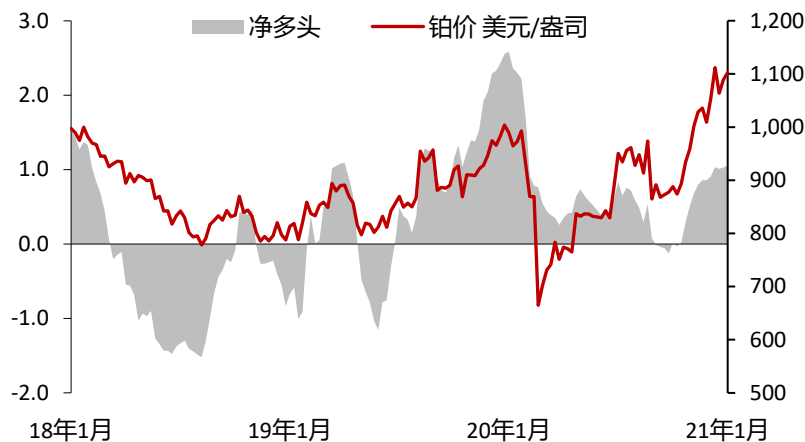
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



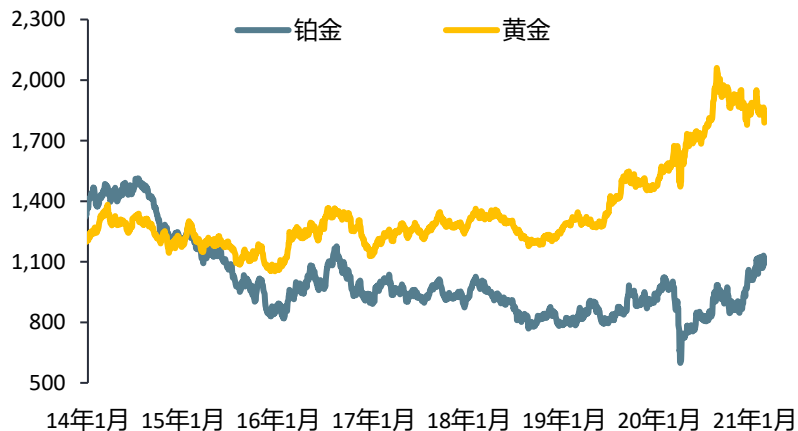
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



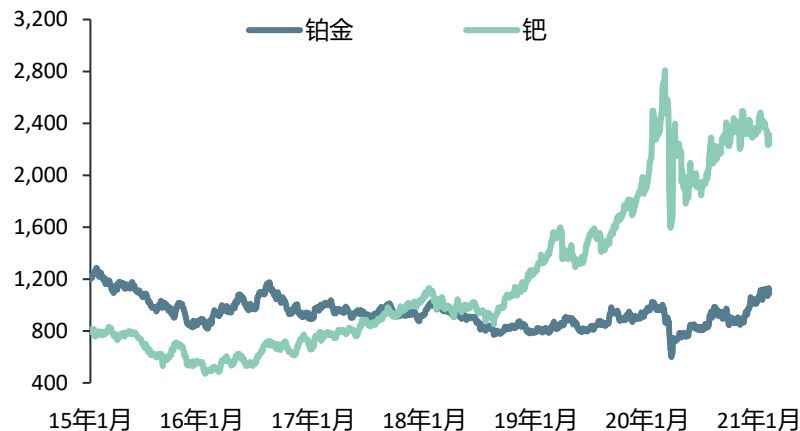
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

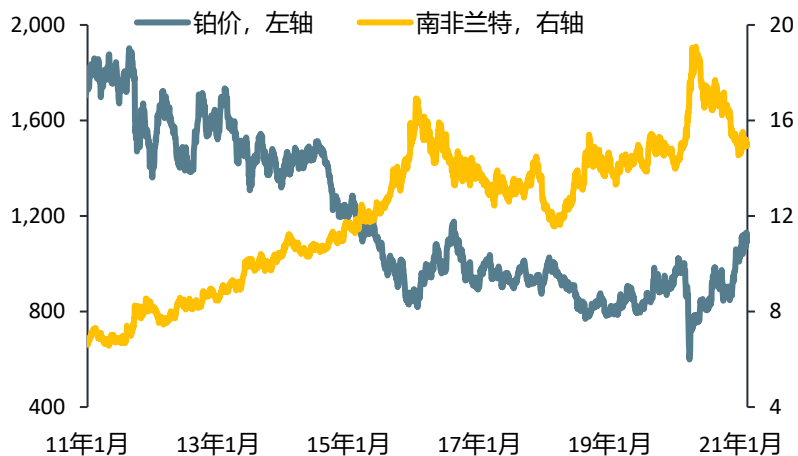
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

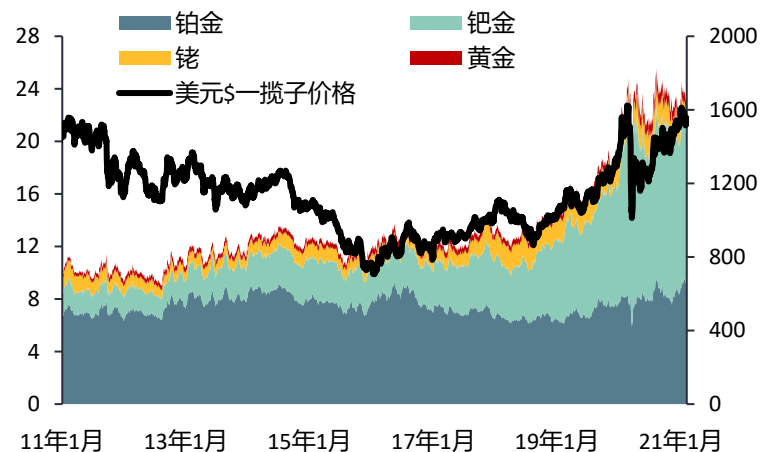
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



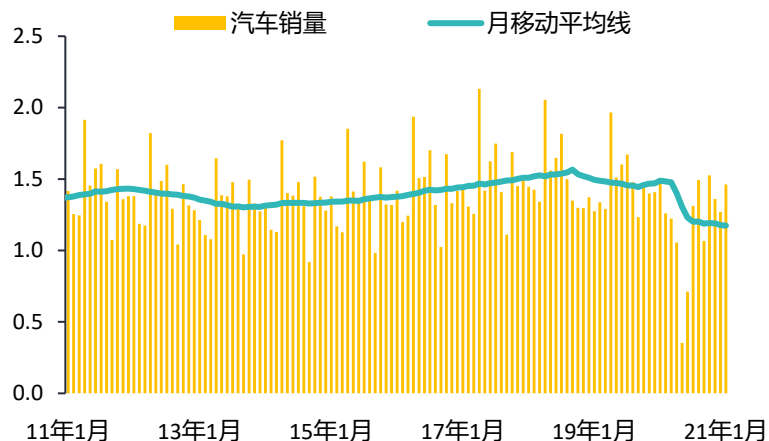
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



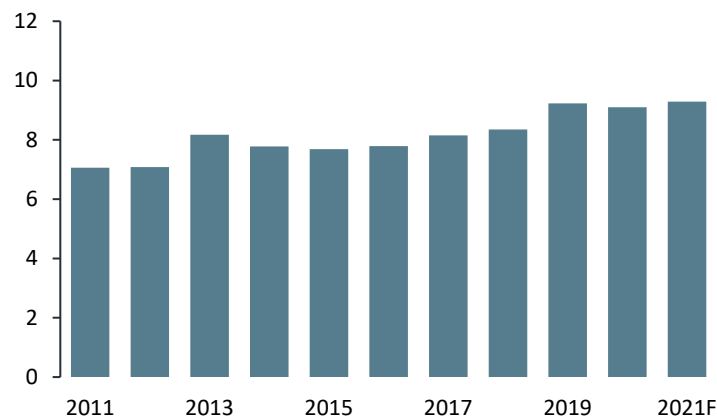
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

1月份钯金价格走弱，29日曾跌至2,250美元/盎司，为三个月以来的低点。月末价格较月初下跌137美元，跌幅为6%。之后钯价有所回升，撰写本报告之时交投于2,350美元/盎司附近。

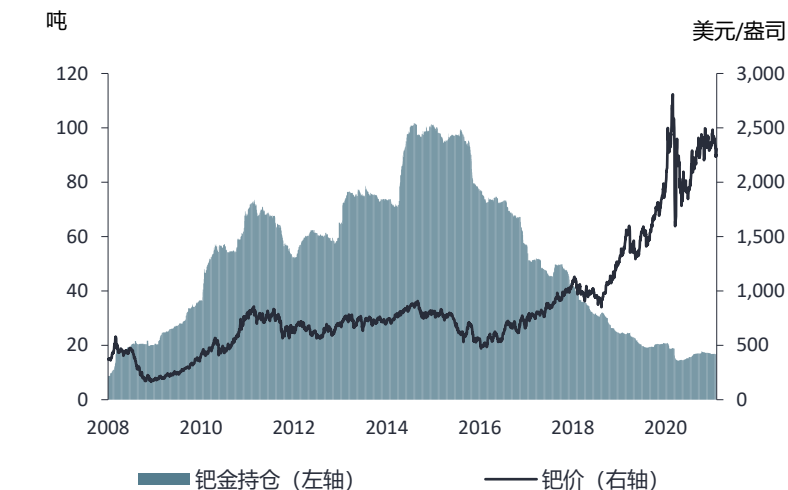
- 钯价走弱主要原因是1月份期间，英美铂业已恢复满负荷生产。此外，因半导体短缺导致汽车制造商下调产量计划（详见下文），企业用户补充存货的步伐也已放缓，进一步打压钯价。
- 不过我们的中性预期依然是，今年二季度期间汽车产量将重拾升势。之后钯金市场将日趋紧张，有望推动钯价在未来几个月再度走强，年底前或将触及3,000美元/盎司，再创历史新高。
- 从今年全年来看，汽车行业有望实现复苏，其钯金需求量增幅将超过矿产钯金和钯金回收供应量增幅，因此供应短缺量将达45万盎司。虽然这一供应短缺量将较2016-2018年期间的历史高位大幅收窄，但2021年钯金制造需求量仍将连续第十年高于供应量。相应地年底时地上钯金存量将降至1,200万盎司，较2010年底时的数字（近1,800万盎司）大幅下降。
- 投资者对钯金的信心仍低迷，例如1月份NYMEX钯金期货净多头仓位进一步下滑34%，至26.8万盎司，创2020年7月份以来新低。
- 在钯金ETP持仓方面，市场人士的反馈信息显示，一些投资者因相信铂价上行潜力更大，已减持钯金而转投铂金。因此1月份全球钯金ETP的持仓量仅小幅下滑1%，令人有些意外。不过这可能预示着未来钯金ETPs的持仓量或将进一步下滑。

钯金市场现状与展望

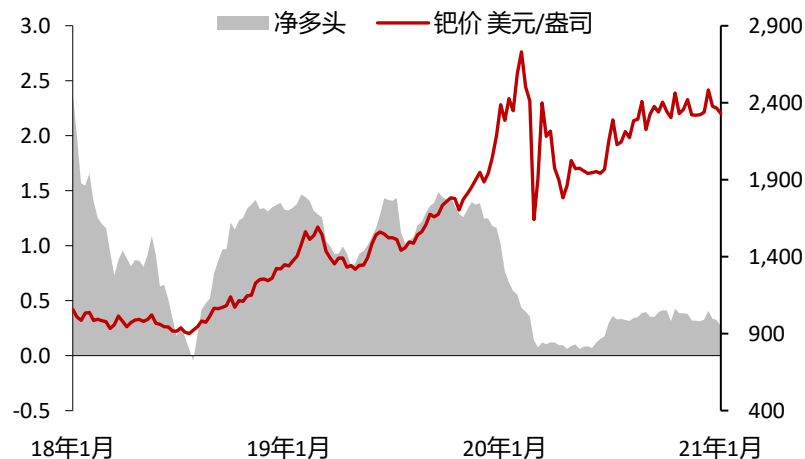
- 2020年四季度诺里尔斯克镍业公司的钯金产量超出预期，较年度产量指引中设定的上端值高5万盎司，但全年总产量仍同比下滑3%。预计2021年俄罗斯钯金产量将基本与2020年持平，而全球总产量预计增长11%，主要受南非产量上升影响。从长期来看，由于一些项目未能敲定融资，加之疫情爆发后矿企的风险偏好下降，抑制其资本支出，后备项目的开发正被延迟。
- 尽管年内钯价大幅走高，但受汽车行业强劲复苏和总体经济稳健增长的推动，2020年四季度中国钯金进口量（包括香港进口）达到近80万盎司，与2020年之前的均值相比增加17万盎司，与2017年和2018年的季度进口均值相比，增加近30万盎司。
- 中国汽车市场呈现分化走势。乘用车销势与2016和2017年相似，当时政府出台的购车激励措施大幅提振销量，因此我们预计2021年轻型汽车产量将增长8%。与此形成对比的是，2020年中国重型汽车产量大幅上升，但预计升势将不会在2021年持续，虽然产量仍将高于2019年，但预计将较2020年下滑17%。
- 之前预计2021年北美汽车产量将回升25%，但和欧洲一样，受半导体芯片短缺的冲击，目前看来该目标可能难于实现。1月份福特公司报告称已提出计划，将设在肯塔基州的SUV车生产厂暂时停产。丰田汽车公司已削减其Tundra皮卡产量达40%。若OEM厂商不能夺回产量损失，2021年北美地区汽车业的钯金需求量可能低于目前预测的170万盎司。
- **价格预测风险因素：**除与经济复苏情况相关的价格上行和下行风险外，如果芯片短缺状况更为严重并长时间持续，将导致汽车需求增长受限，进而令钯价承压。

钼金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



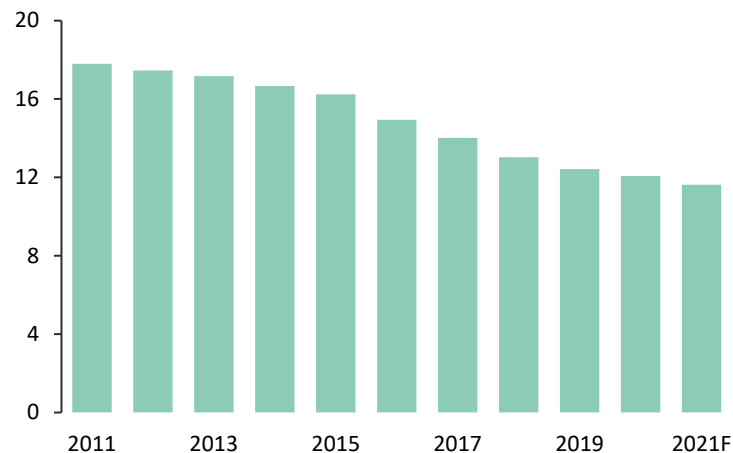
Nymex 钼金净多头仓位*, 百万盎司



钼价 & 标普 500

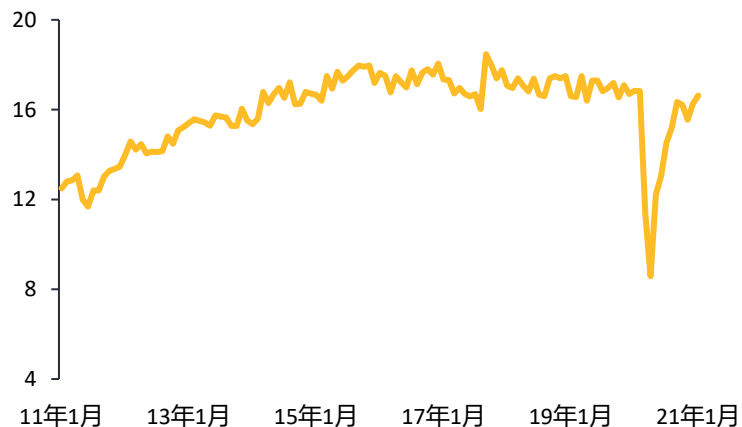


钼金地上存量*, 百万盎司



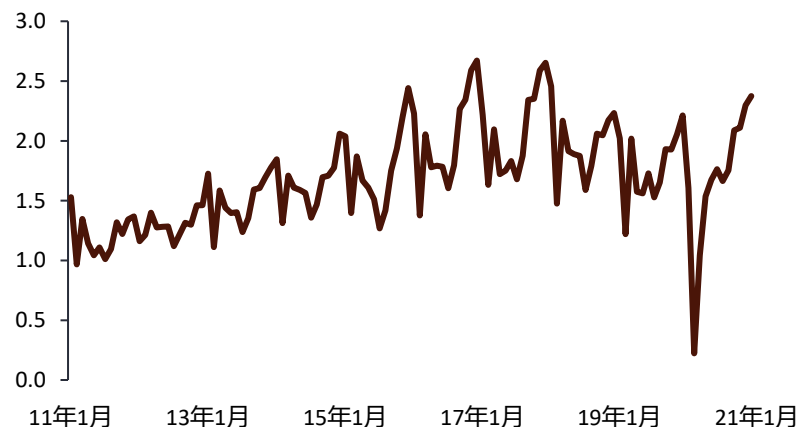
钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



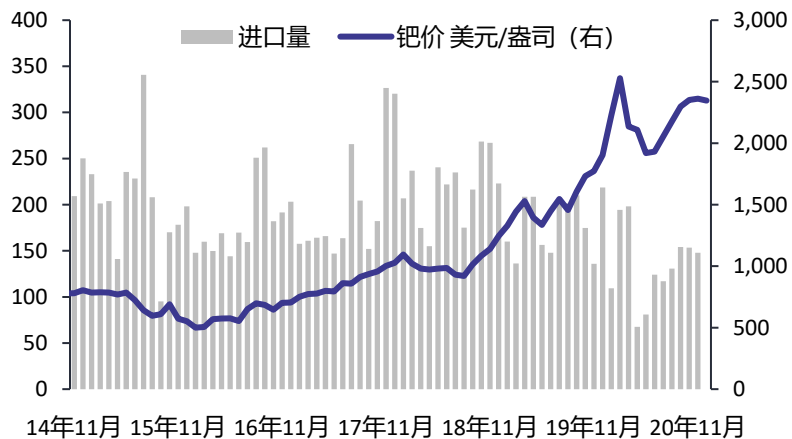
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



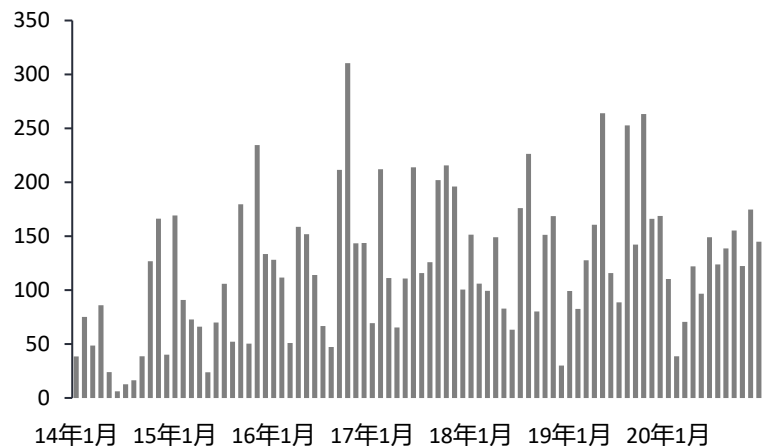
来源: Bloomberg

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。