



# Metals Focus

**贵金属月报**

第43期 – 2019年6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](http://www.valcambi.com)

---



[www.asahirefining.com](http://www.asahirefining.com)

---



[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)

---



[www.gold-zhaoyuan.com](http://www.gold-zhaoyuan.com)

---

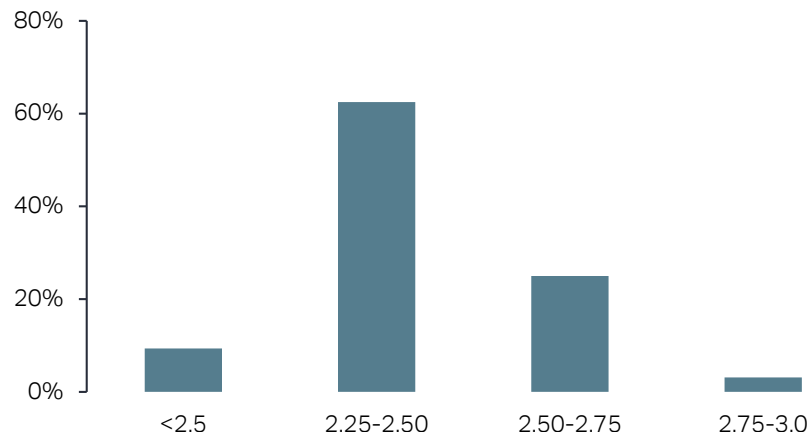
# 宏观经济现状与展望

- 5月份，全球股市升势戛然而止，全球主要股指均创2018年12月以来最大跌幅。富时全球股票指数重挫6.2%，为今年以来首次月度下跌。新兴市场国家股市的抛售潮还更为猛烈，明晟新兴市场股票指数较上月大跌7.5%。
- 相比之下，债券市场则受益于新一轮的避险情绪，美国十年期国债收益率降至20个月来的低点，德国国债收益率更首次滑入负值区域。从全球来看，收益率处于负值的债券其总价值已逼近2016年创出的历史峰值（12.2万亿美元）。
- 随着特朗普总统宣布向价值2000亿美元中国输美商品加征关税，中美贸易紧张关系升级已成为引发上述金融市场波动的主要原因。随后，特朗普总统还宣布将对墨西哥输美商品加征关税。
- 此外，对全球经济增长放缓的担忧也影响了市场风险情绪。联邦基金利率期货强烈暗示年底前美联储将至少降息一次，6月7日公布的美国就业数据远逊于预期，更强化了降息预期。
- 展望未来，若贸易紧张局势持续，将进一步打压股市，令美国国债、日元、黄金等避险资产受益。尽管美元走强一直是今年贵金属价格上行的关键障碍，但持续的市场避险情绪，以及预期美联储将采取更为鸽派的立场，可能会使得这种情况有所缓解。
- 总体而言，我们认为宏观经济状况正逐步向利好于贵金属的方向转变。具体而言，在去年推出的财政刺激政策提振效应消退后，美国经济增长很可能放缓，而贸易战久拖不决，也将让中国经济增长受到一定影响。

# 宏观经济现状与展望

## 美国利率经济学家调查\*

对2019年12月FOMC（联邦公开市场委员会）会议利率预期



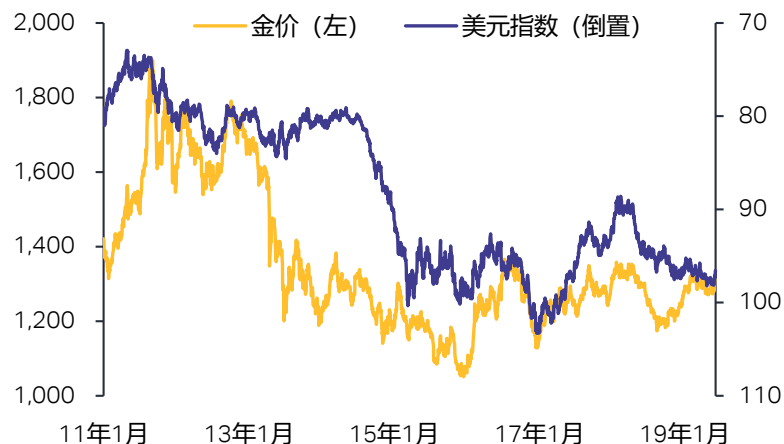
\*数据截至到2019年6月7日，来源: Bloomberg

## 美元5年盈亏平衡通胀率， 百分比%



来源: Bloomberg

## 美元指数&黄金价格



来源: Bloomberg

## 全球股票及债券市场



来源: Bloomberg

# 黄金市场现状与展望

近期**黄金**价格大幅上涨，6月7日攀升至1,348美元/盎司，触及去年4月以来的高点。不过我们所作的金价预测仍与上一期月报相同，预计四季度将涨升至1,400美元/盎司一线，创出本年高点，进入2020年后还将进一步走高。

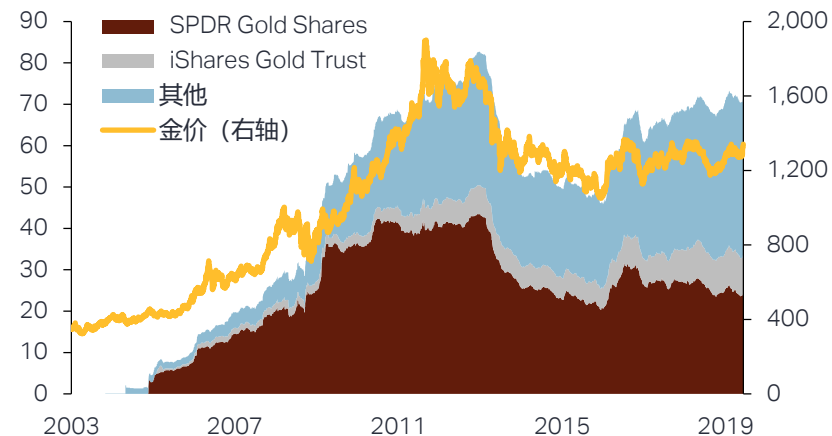
- 5月大部分时间内金价窄幅波动，但5月31日一举升破50日和100日均线，实现重大突破。重要的是，考虑到投资者情绪，金价似乎在1,300美元/盎司上方站稳整固。
- 金价大幅回升，反映出投资者为避险而大举买入黄金。推动避险情绪升温的因素包括：美国威胁将对墨西哥实施制裁及该举措对美中贸易战的影响，以及市场对全球增长前景的担忧加剧（这有助于解释为什么美国国债收益率曲线会出现倒挂）。
- 市场对今年美联储将降息的预期升温，令美元承压。近期美国股市已有所反弹，但越来越多的市场人士认为美国GDP增长将走弱，这仍是推升黄金避险需求的主要动力。
- 尽管市场对黄金的信心已增强，但机构投资者很大程度上仍对投资黄金持谨慎态度。CFTC（美国商品期货交易委员会）最新发布的管理基金黄金期货净持仓量数据（截至5月28日）虽尚未反映出近期的交易活动，但显示净多头仓数仍处于低位，仅为260万盎司。
- 我们预计目前机构投资者持有的净多头仓数已有所上升，但应该仍远低于2018年初的持仓量（当时净多头仓数高达2,100万盎司）。因此，随着投资者情绪逐步改善，Comex（纽约商品交易所）黄金期货净多头仓数应会进一步上升。

# 黄金市场现状与展望

- **重要黄金市场实物黄金需求状况：**首先来看中国，经济疲软影响了对五一小长假期间黄金制品的销量。消费者花钱日益谨慎，导致高价值黄金制品的购买量下滑。在首饰消费方面，3D硬金首饰的销量仍保持强劲（反映出其市场占有率上升），而母亲节期间销量也稍有改善。
- 再来看印度，佛陀满月节（5月7日，印度最为吉祥的购金节日之一）期间全国各地黄金首饰销量强劲。预购订单数量显著上升，节日当天的销量也同比增长20%至25%左右。首饰商因库存殆尽急需补货，这是5月份印度黄金进口量大幅上升（不过尚只是暂时现象）的主要原因。供应链各环节厂商的信心也得到提振。我们预计今年印度的黄金首饰消费量有望增长5%，至625吨，创四年来的新高。
- **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：美国或全球GDP增速的降幅超出预期，这将导致股市跌幅扩大，持续低迷的时间延长。市场预计美联储随后将进一步降息（超过已经消化的降息程度），这将进一步打压美元。
- 虽然贸易紧张局势升级可能利于美元走强（假设市场仍像去年一样坚持认为新兴市场受贸易战冲击更大），我们仍预期一旦公布的美国GDP数据远弱于预期，必将推升黄金避险需求，推动金价上行。
- 另一方面，若公布的美国经济数据再次转强，受贸易争端得到解决等因素的推动股市也走强，则美联储很可能会回归中性利率政策立场。这将推动美元走强，导致黄金避险需求下降。

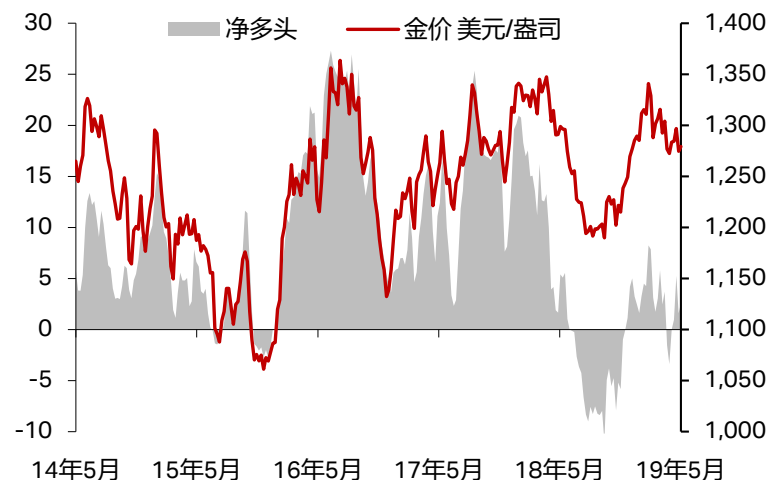
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



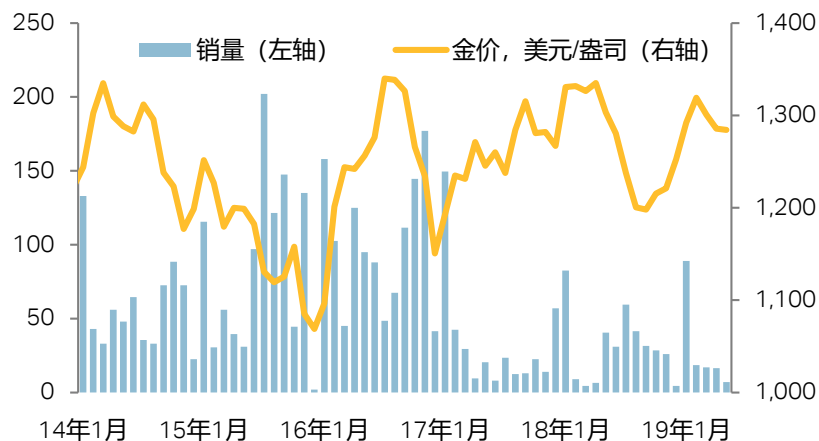
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



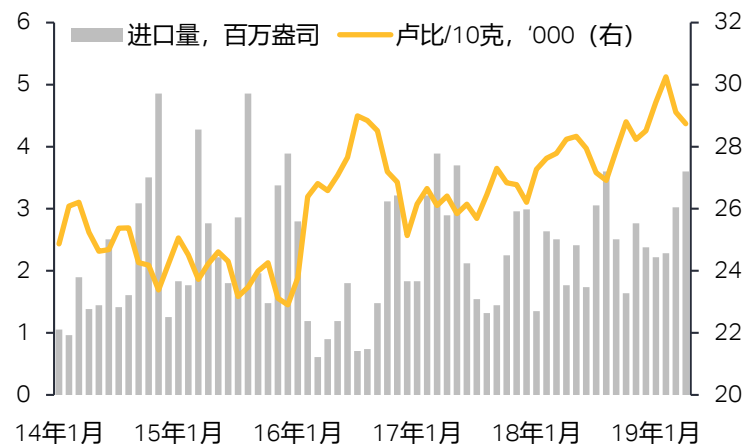
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

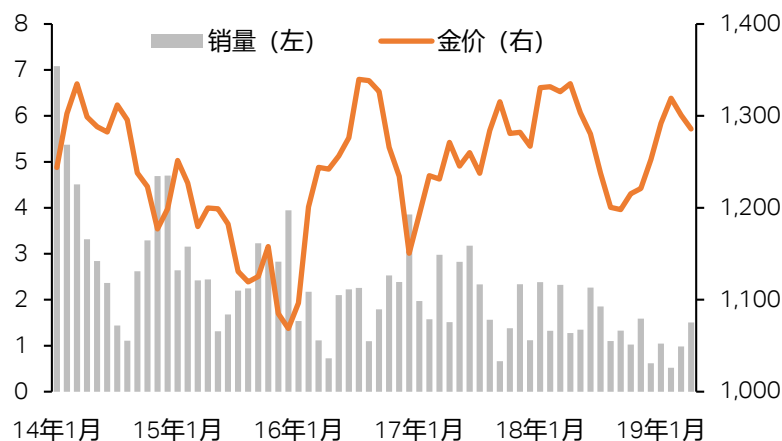
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

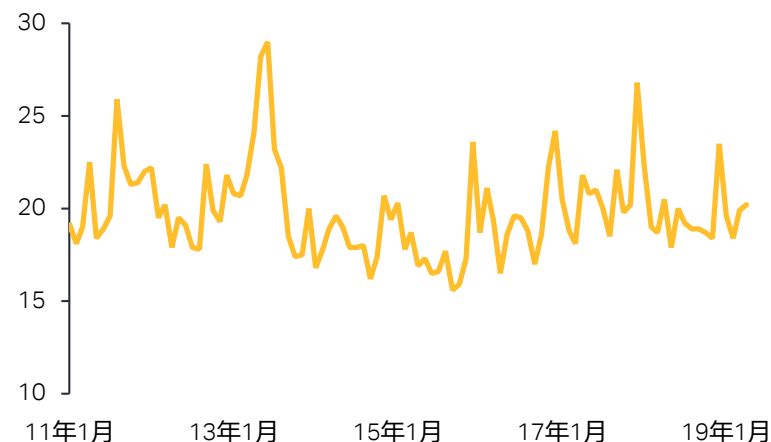
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



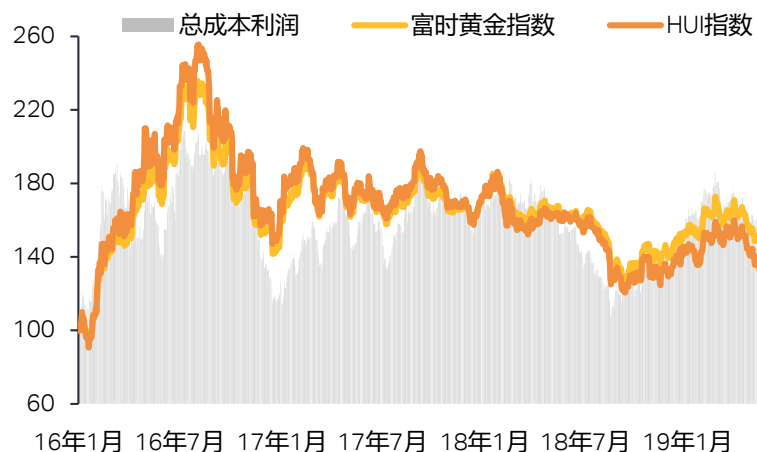
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



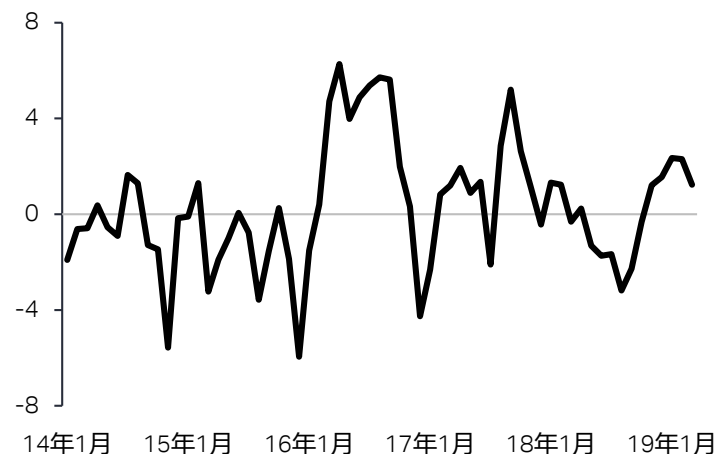
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

## 黄金矿产总成本利润\*



\* 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

虽然近期白银价格有所回升，但总体表现平平。有鉴于此，我们已小幅下调了所预测的未来一年银价。尽管如此，我们仍对白银走势持谨慎乐观看法，我们预计银价将在四季度创出年内价格高点（18美元/盎司），并在2020年一季度有望升至19美元/盎司。

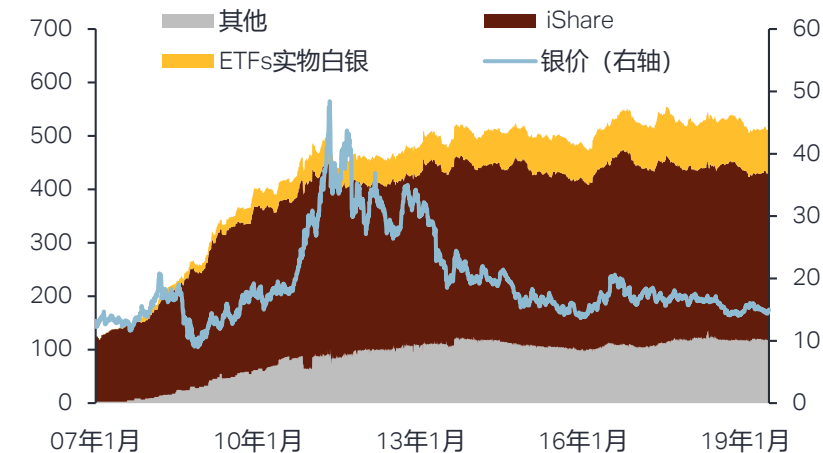
- 近期黄金得益于避险性买入而走强，但对银价的拉动作用很有限，这充分反映出投资者对白银兴趣冷淡。
- 这正解释了5月下旬黄金:白银比率升至90:1，触及二十五年来高点的原因。不过我们预期年底前至2020年，银价有部分复苏的空间，金/银价格比率或将回落至80:1一线（基于二者的季度均价计算）。
- 日趋恶化的宏观经济环境促使投机者提高其白银期货空头仓位，而总多头仓数则变动甚微。截至5月28日，管理基金持有的白银期货净空头仓数已升至1.9亿盎司，创去年10月以来的新高。
- 与黄金的情况类似，我们预计6月初Comex白银期货持仓状况已有所改善，但很可能仍处于较高的净空头状态。
- 长远来看，银价最终将从金价上行中受益，这应能吸引投资者新资金流入白银市场，从而让银价表现逐步跑赢金价。

# 白银市场现状与展望

- 在白银零售投资需求方面，我们重点关注美国市场。5月份美国老鹰银币销量较上月下滑，但本年迄今的总销量仍比去年同期高42%。不过也应看到，同比增幅如此之大主要是因为去年同期的基数很低。此外，去年四季度零售投资需求大幅上升期间出现了供应短缺，一些去年末的购买订单在今年年初才得以执行，可能也推高了销量。
- 虽然5月份白银市场弥漫看空情绪，但截至6月6日的数据显示，自5月初以来全球白银ETP（交易所交易产品）的总持仓量变动甚微，为6.28亿盎司，仅较年初小幅下滑1.6%。这显示零售投资者作为ETP持仓主力，有较强粘性，是白银ETP的主要投资者。
- 印度佛陀满月节期间白银产品尤其是首饰和银币的销量甚佳，印度白银需求得到提振。不过今年印度白银进口量已下降，这可能是因为印度本地白银库存（其中一部分是今年早期囤积的）被释放用于满足国内需求，相应减少了进口量。
- 在白银工业需求方面，我们预期今年工业白银用量将再创新高。在供应方面，矿产白银产量有望在去年下降后有所回升。有鉴于此，我们认为今年白银市场仍将出现明显的供应过剩。
- **价格预测风险因素：**在银价下行风险因素方面，若中美两国间的贸易战升级，很可能导致银价进一步承压。但投资者转向买入避险资产，将让白银受益，其提振效应将超过贸易战的负面影响。

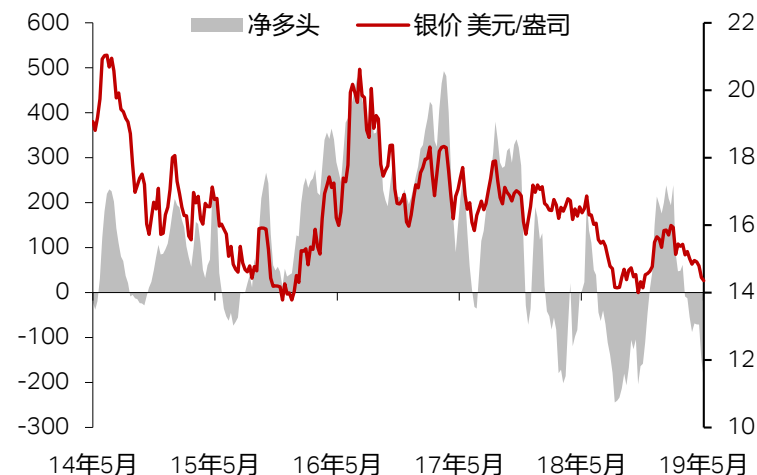
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

## Comex 白银净多头仓位\*, 百万盎司



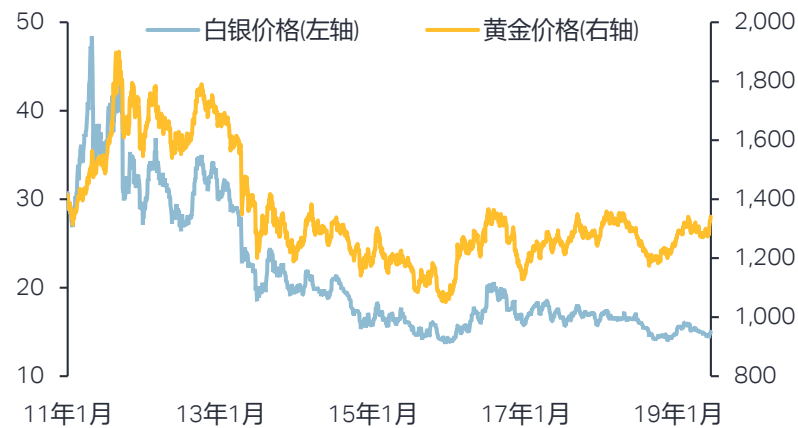
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

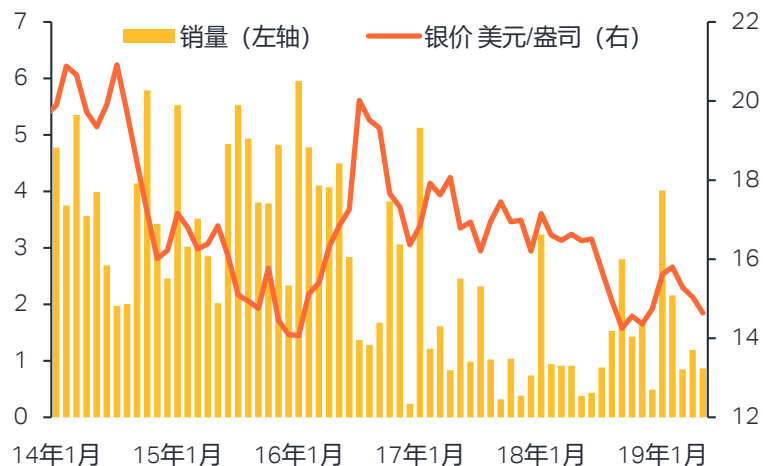
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

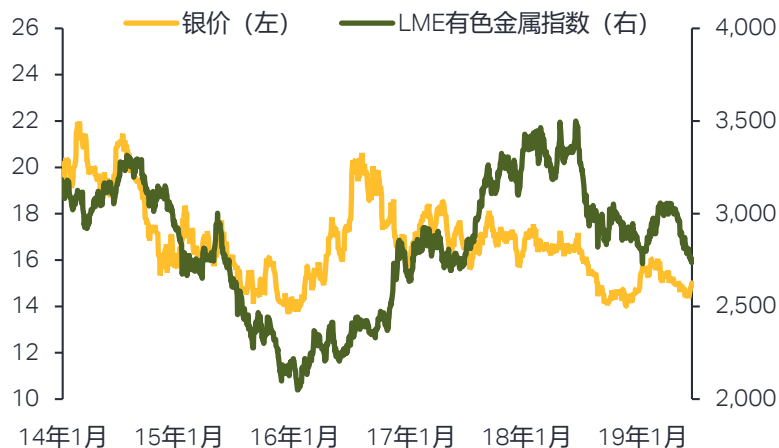
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



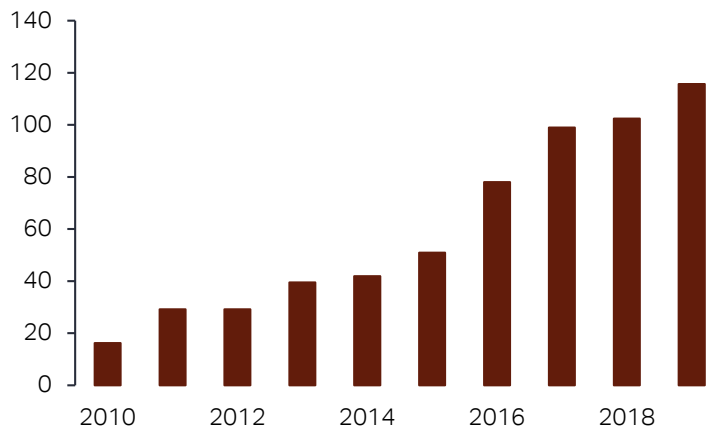
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



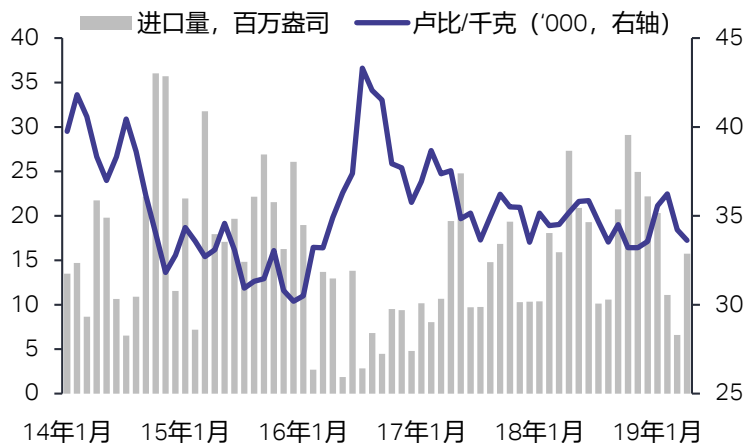
来源: Bloomberg

## 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

2月至4月期间，**铂金**价格大幅反弹，但5月份升势戛然而止。5月初铂价高开于888美元/盎司（月内高点），之后大幅下跌，月末报收于789美元/盎司，创三个月来的新低。铂金对黄金和钯金的折价亦已再次扩大，撰写本报告之时，其对黄金的折价已达537美元/盎司，触及历史新高。

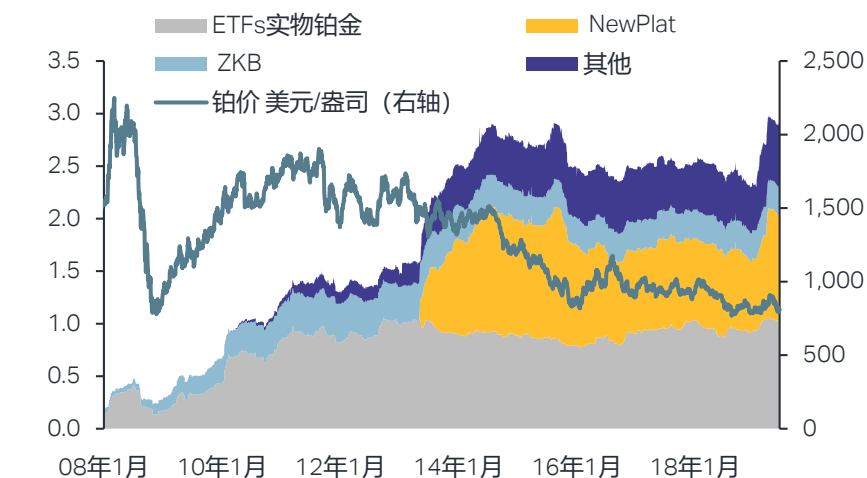
- 在前几期月报中，我们多次强调指出，最近铂价强劲反弹是两大因素共同作用的结果，即投资者趁低买入，以及部分投资者相信汽车尾气净化器中铂金替代钯金作为催化剂已指日可待，因此买入铂金。
- 换言之，投资者情绪的改善并未反映出铂金和钯金基本面前景的变化趋势。一季度资金大举流入铂金ETP，但之后持仓量已有一定幅度回落。截至五月下旬，投资基金持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货仓位也已于今年2月以来首度转为净空头。
- 我们仍坚持认为，出于技术限制、预算有限和成本效益不确定等诸多因素，轻型汽车制造商使用铂金大规模替代钯金的情景不大可能发生，中期内这两种铂族金属基本面发生重大逆转的可能性极低。
- 事实上，正如我们在最新发布的《2019年全球铂钯年鉴》中强调指出的，今年铂金市场将继续出现结构性供应过剩，数量将达63万盎司，较去年几乎翻番，升至六年来的高点。

# 铂金市场现状与展望

- 有鉴于此，我们的铂价预测与上期月报几乎没有变化。预计今年后期受金价上涨的带动，铂价将回升，但因基本面欠佳，上行空间或将有限。
- 今年铂金供应过剩量将扩大，部分原因是我们预计汽车尾气净化催化剂铂金需求量将下降2%。看起来降幅不大，但需求量将连续第三年下滑，今年的总需求量或触及六年来的新低。这反映出柴油车在欧洲汽车市场上所占份额持续下滑，铂金规模化替代钯金的情形亦未出现。
- 首饰业的铂金需求也仍旧疲软，中国铂金首饰需求加速下跌（2018年其铂金首饰产量占全球总产量的46%）。主要由于来自黄金首饰的竞争日趋激烈，同时面向年轻消费者推广铂金首饰的力度有限。
- 在矿产铂金供应方面，西班牙-静水矿业公司的股东已批准收购隆明矿业公司的议案，扫除了完成该交易的最后障碍。该公司的首席执行官Neal Froneman自2014年以来一直致力于实施该收购，6月7日交易终告完成。合并后的实体成为全球第一大铂金生产商和第二大钯金生产商。西班牙-静水矿业公司收购隆明矿业公司的理由包括利用后者的下游加工设施，实现加工链的一体化。不过目前隆明矿业公司位于勒滕斯堡矿区的精矿加工厂仍根据与英美铂业公司达成的付费处理安排进行加工作业，至少要到2020年底才会结束。
- **价格预测风险因素：**因铂金走势与黄金正相关，前面“黄金市场”部分所述风险因素也将影响铂金。就影响铂价走势的特有因素而言，若欧洲柴油车销量的下滑速度较预期更快，将打压铂价。另一方面，若南非出现大规模供应中断，和/或汽车催化剂领域铂金规模化替代钯金，则将为铂价上行注入新动能。

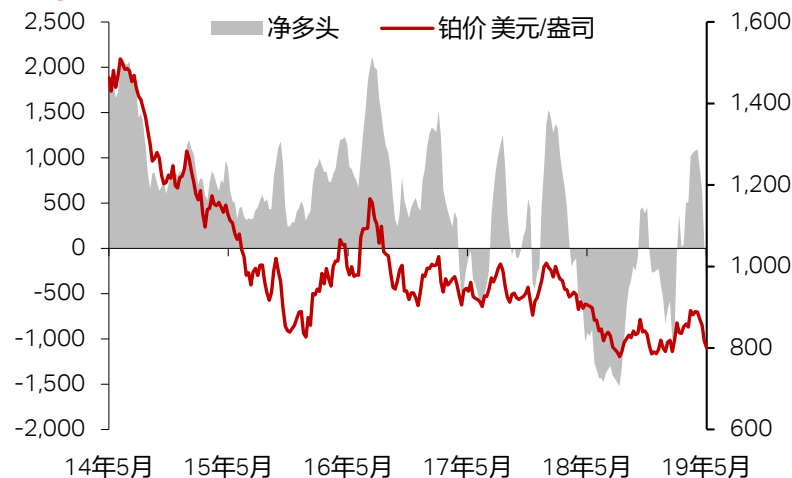
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，百万盎司



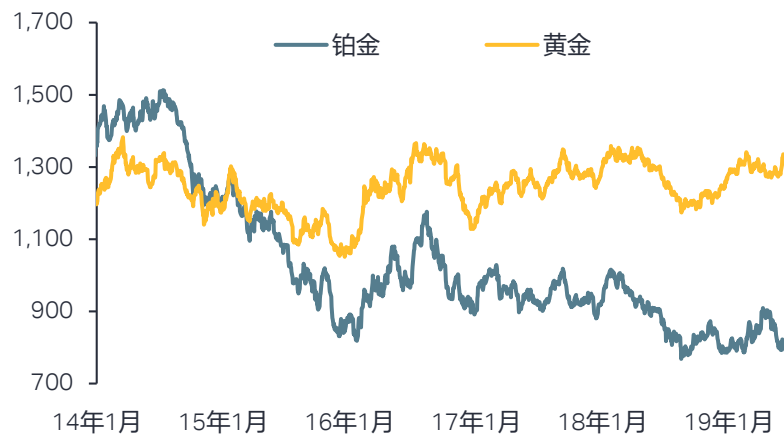
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 千盎司



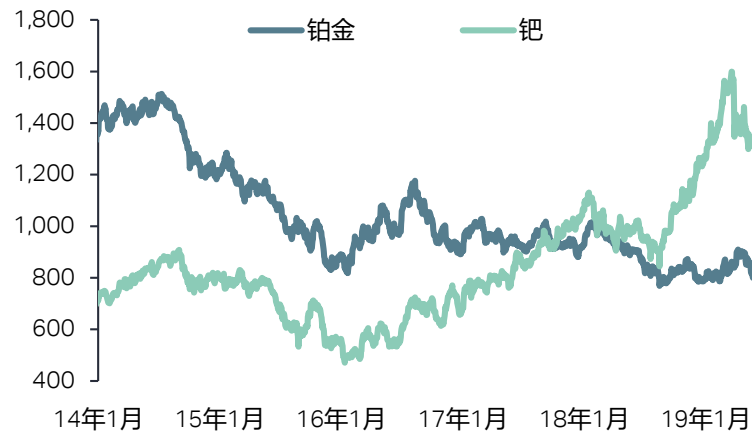
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 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

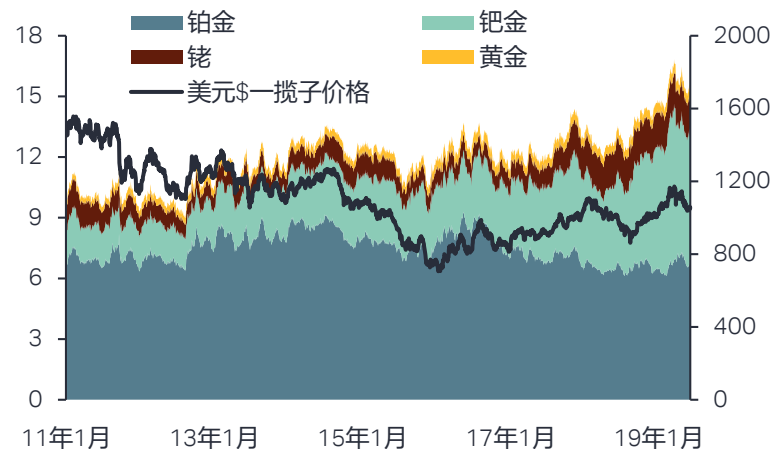
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



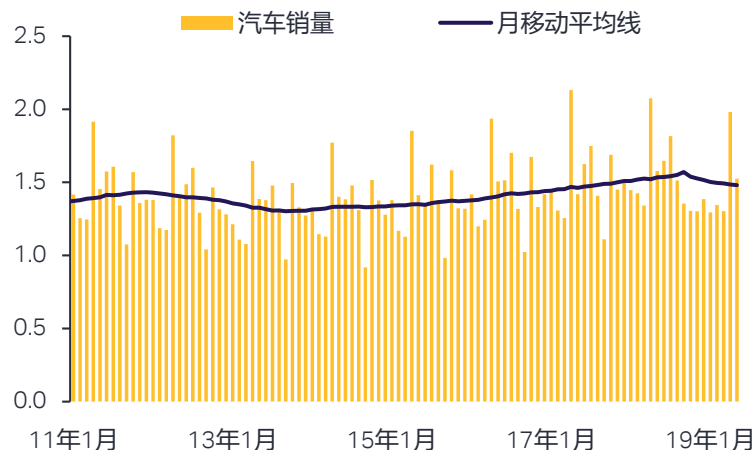
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



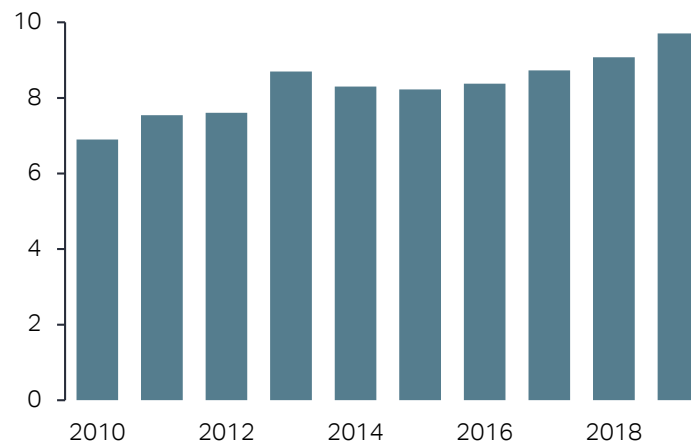
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

除5月9日曾短暂跌破1,300美元/盎司外，5月份绝大部分时间内**钯金**价格在1,300至1,380美元/盎司之间盘整。

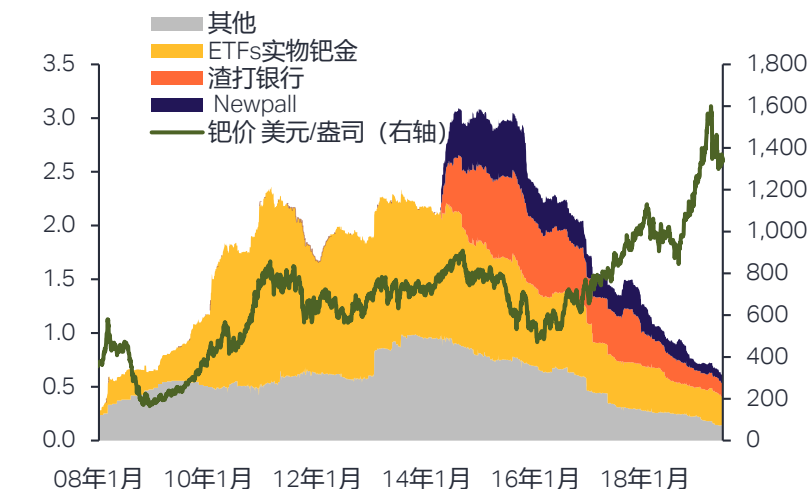
- 钯价维持区间震荡部分反映出一些短期不利因素，例如中国和美国汽车销量疲软、轻型汽车制造企业可能使用铂金替代钯金等因素的影响。同时，去年末至今年初实物钯金供应曾非常紧张，但目前已得到缓解。。
- 出于上述原因，近几周来投资者似乎对钯金的态度仍然比较冷淡：
  - 自4月中旬以来，投资者持有的Nymex钯金期货净多头仓数一直徘徊不前，在80万至100万盎司间波动，直至5月下旬。
  - 5月份资金继续流出钯金ETP，但总持仓量变动有限，意味着今年赎回步伐已显著放缓。6月初，全球钯金ETP总持仓量为65.9万盎司，重返2009年早期的低位。
- 伦敦铂金周期间，参会者对近期钯价平淡走势是否即将终结意见不一，但普遍预期钯价最终将重返上行通道，其对铂金的溢价还将扩大。
- 基于对这两种铂族金属供需基本面前景的分析，我们的看法与市场普遍共识高度一致。具体而言，在四种主要贵金属中，钯金的基本面最佳，今年仍将出现数量达57.4万盎司的供应赤字。

# 钯金市场现状与展望

- 在钯金贸易方面，年初香港钯金进口增速放缓之后（该指标可大致反映中国大陆的钯金需求），4月份已回升至16.1万盎司，重返去年11月的高位。
- 值得注意的是，除钯金库存绝对数量下降以外，近几年我们还观察到西方终端市场持有的部分钯金库存已转移至中国等较难获取钯金的国家。展望未来，未来数月内钯金市场再次出现供应紧张，也并不会令人惊讶。
- 尽管本年迄今中美两国的汽车销量都较疲软，我们仍预期今年汽车催化剂钯金需求量将进一步上升，理由包括：随着大多数国家的汽车尾气排放标准更趋严格，催化器中钯金的装填量将不断上升；在欧洲汽车市场上汽油车所占份额日益扩大；尚无迹象显示汽油车制造企业正着手使用铂金来替代钯金。
- 在供应方面，虽然钯价走高，但今年钯金总供应量仅有望增长4%。撇开矿山生产的小幅增长不谈，废汽车催化剂的二级供应链仍面临挑战，包括产能限制和供应中断。此外，钯价和铑价大幅上涨，或提高回收加工商的融资成本。
- **价格预测风险因素：**新兴市场国家尤其是中国的经济疲软，仍是钯价下行主要风险因素。若美国经济急速恶化，不仅汽车销量会下滑，还会挫伤投资者对风险资产的信心，因此将对钯金产生严重负面影响。在钯价上行风险因素方面，若南非爆发旷日持久的矿业工人罢工，势必会推高钯价（对钯金的提振效应还远大于铂金）。

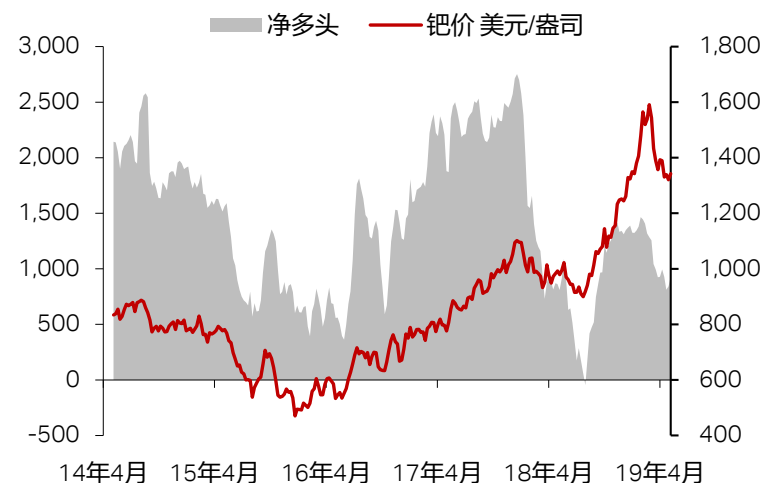
# 钯市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

## Nymex 钯金净多头仓位\*, 千盎司



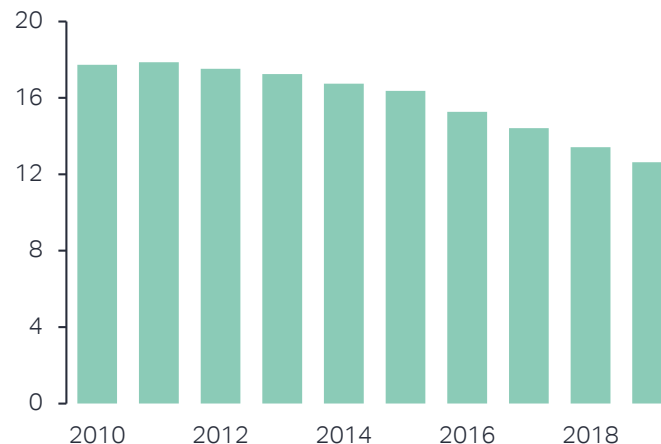
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

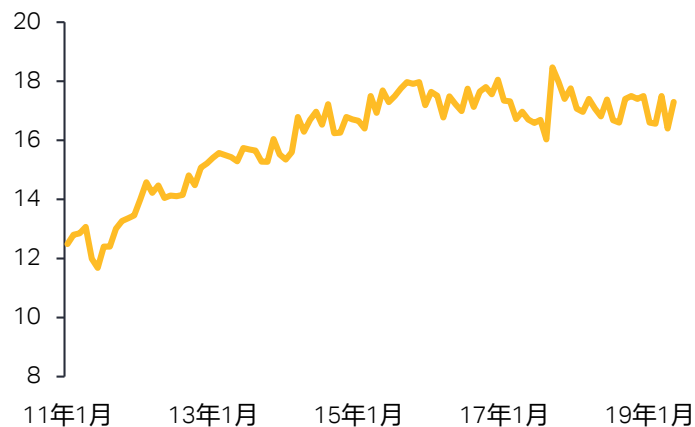
## 钯金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

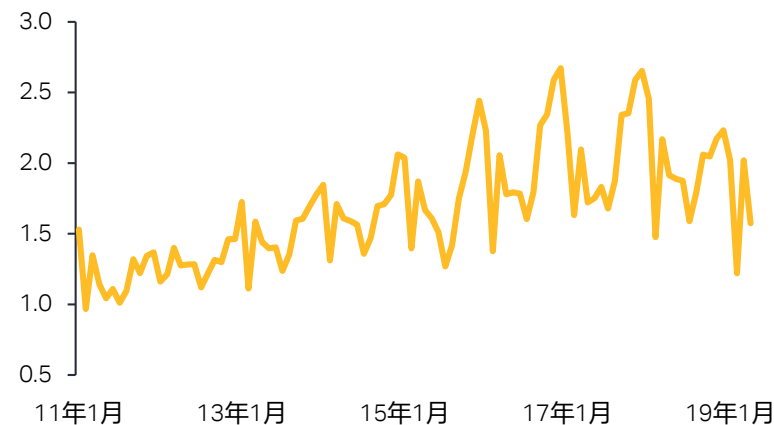
# 钚市场现状与展望

## 美国汽车滚动年销售, 百万辆



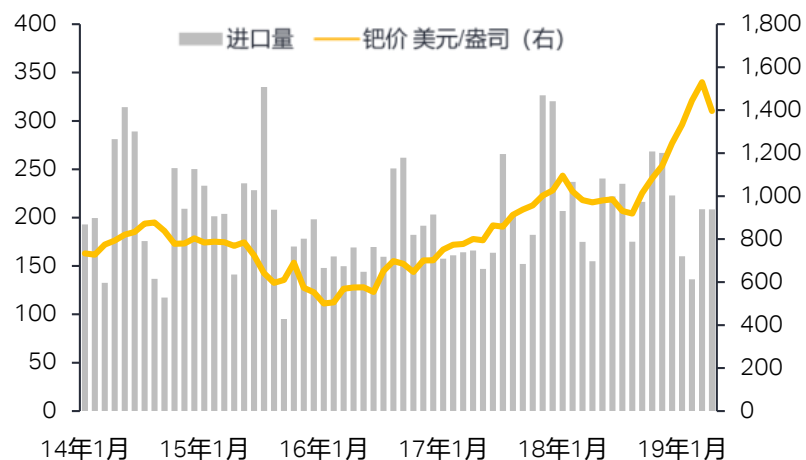
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



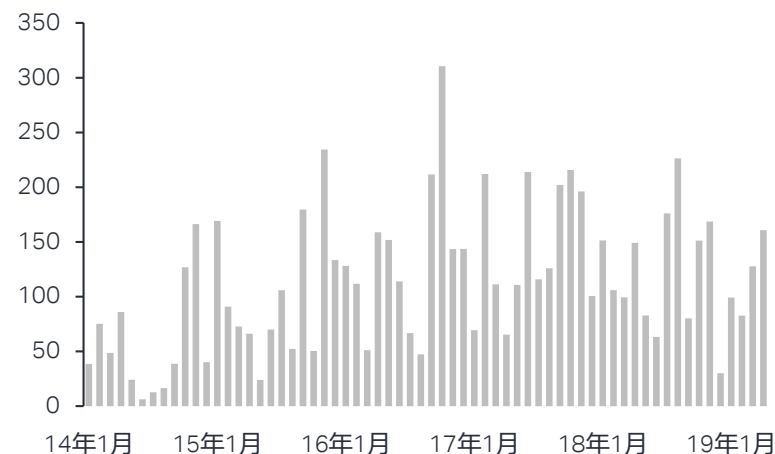
来源: Bloomberg

## 美国钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

## 香港钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

# The Metals Focus Team

**Philip Newman, 董事**  
philip.newman@metalsfocus.com

**Charles de Meester, 董事**  
charles.demeester@metalsfocus.com  
Tel: +44 (0)7809 125 334

**Neil Meader, 研究和咨询经理**  
neil.meader@metalsfocus.com

**Junlu Liang, 高级研究员**  
junlu.liang@metalsfocus.com

**Simon Yau, 高级顾问, 香港**  
simon.yau@metalsfocus.com

**Peter Ryan, 顾问**  
peter.ryan@metalsfocus.com

**Elvis Chou, 顾问, 台北**  
elvis.chou@metalsfocus.com

**Harshal Barot, 顾问, 孟买**  
Harshal.barot@metalsfocus.com

**Michael Bedford, 顾问**  
Minchael.bedford@metalsfocus.com

**Craig Elstow, 顾问**  
craig.elstow@metalsfocus.com

**Neelan Patel, 销售经理**  
neelan.patel@metalsfocus.com

**Nikos Kavalis, 董事**  
nikos.kavalis@metalsfocus.com

**Mark Fellows, 矿业组主管**  
mark.fellows@metalsfocus.com

**Charles Cooper, 矿产经济学主管**  
charles.cooper@metalsfocus.com

**Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔**  
cagdas@metalsfocus.com

**Yiyi Gao, 高级研究员, 上海**  
yiyi.gao@metalsfocus.com

**Chirag Sheth, 高级顾问, 孟买**  
chirag.sheth@metalsfocus.com

**Dale Munro, 高级研究员**  
dale.munro@metalsfocus.com

**Francesca Rey, 顾问, 马尼拉**  
francesca.rey@metalsfocus.com

**Jie Gao, 研究员, 上海**  
jie.gao@metalsfocus.com

**Celine Zarate, 研究员, 马尼拉**  
celine.zarate@metalsfocus.com

**Mirian Moreno, 业务经理**  
mirian.moreno@metalsfocus.com

# 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](mailto:info@metalsfocus.com)

[www.metalsfocus.com](http://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对：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。