



# Metals Focus

## 贵金属月报

第54期 - 2020年5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)

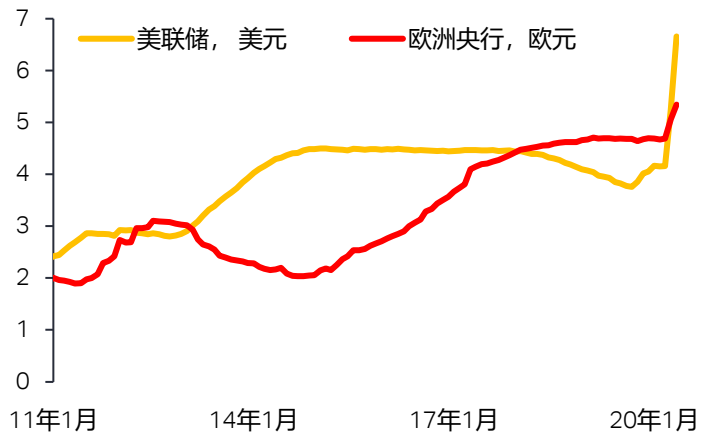
---

# 宏观经济现状与展望

- ▶ 4月份全球股市强劲反弹，富时全球股票指数劲升10.5%，创2011年以来最大单月涨幅。美国股市升势更为凌厉，标普500指数大涨12.7%，创1987年以来最大单月涨幅。不过进入5月份后，由于美中贸易紧张关系再度升温，涨幅已部分回吐。
- ▶ 经济指标继续恶化：一季度美国GDP收缩4.8%，创2008年以来最大降幅；自从3月21日以来，美国初次申领失业救济金的人数也已升至3,350万之多。
- ▶ 4月20日，因新冠肺炎疫情蔓延导致石油供应严重过剩。WTI西德克萨斯中质原油期货价格史上首次跌至负值。之后油价急剧反弹，5月初已再度站上20美元关口。
- ▶ 4月份，主要经济体的央行继续向金融系统注入巨量流动性。虽然货币刺激政策力度前所未见，但市场风险偏好情绪仍低迷，投资者继续追捧货币市场基金或避险资产。
- ▶ 展望未来，我们仍对股市近期涨势的稳定性和可持续性持怀疑态度。未来几月间上市公司的盈利前景不确定，这将使金融市场的波动性维持高位，并提振黄金作为多元化投资组合重要组成部分的吸引力。
- ▶ 黄金投资和金价还将从多个利好因素中受益，包括实际利率长期处于负值区域，以及与地缘政治和贸易争端等有关的其他尾部风险。白银和铂金也有望因与黄金走势正相关而走强，不过由于这两种贵金属的避险资产属性弱于黄金，其回升幅度将落后于黄金。

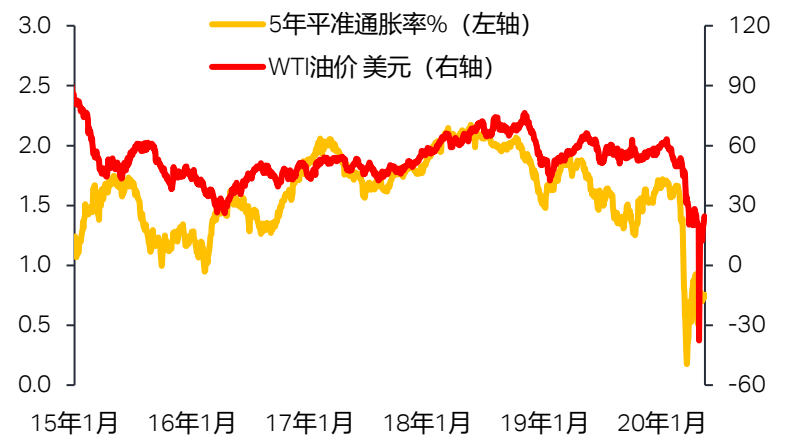
# 宏观经济现状与展望

## 美联储与欧洲央行资产负债表，万亿元



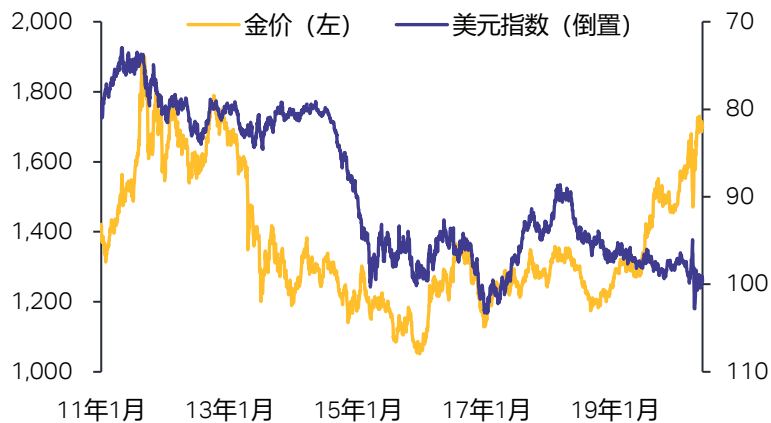
\*2020年4月3日数据。来源: Bloomberg

## 美元通胀预期与WTI油价



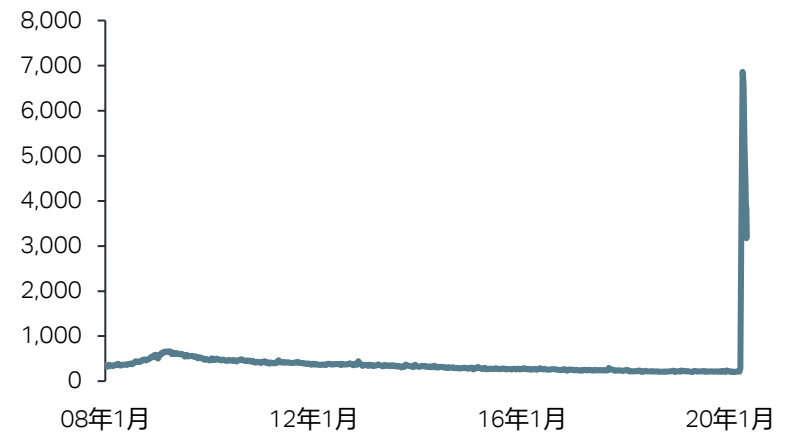
来源: Bloomberg

## 美元指数&黄金价格



来源: Bloomberg

## 美国失业救济申请人数，千人



来源: Bloomberg

# 黄金市场现状与展望

黄金价格从3月中旬创出的低点持续回升，4月14日触及1,747美元/盎司，创七年来新高，但涨势随后很快失去动力。之后金价回落，在1,700美元/盎司一线构成强支撑，并保持在该价位附近。

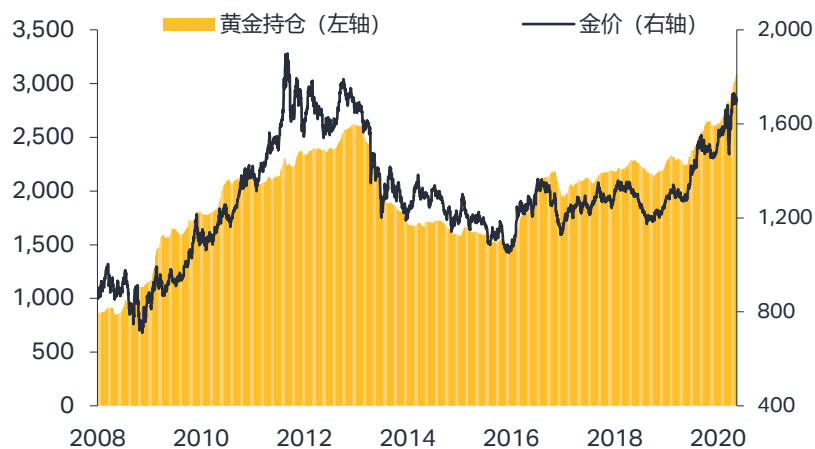
- ▶ 投资者涌向优质资产仍是推动资金流入黄金市场的主要驱动力。3月份全球黄金ETP（交易所交易产品）已创出历史新高，进入4月份进一步走高。
- ▶ 西方国家个人投资者对金币和小金条的需求也保持旺盛，但由于受精炼厂关闭、商店停业、物流受阻等的影响，经销商面临供应瓶颈。
- ▶ 3月份一大批持仓不坚定的投资者被洗出后，4月份Comex（纽约商品交易所）黄金多头减仓潮已消退；同时，投资者做空黄金的意愿持续低迷，因而月内净多头仓位变化较小。
- ▶ 展望未来，我们仍对2021年一季度结束前的金价走势持积极态度，季度均价和波动范围已较上期月报上调。这主要是缘于各国纷纷推出了大规模货币和财政刺激措施，促使金融市场有所稳定。
- ▶ 不过我们也要提醒大家，投资者仍对疫情发展保持高度紧张的状态。由于市场波动率居高不下，未来几月间股市和债市再次爆发抛售潮的风险不容忽视，一旦爆发，金价可能会短暂受拖累下行。
- ▶ 3月份为遏制新冠肺炎疫情多个重要产金国实施了封锁措施，这些国家的黄金矿山被迫暂时关闭，但目前大多已复工复产。墨西哥和南非的黄金矿企仍受到疫情冲击，但预计5月份这两国的防疫限制措施都将有所放松。

# 黄金市场现状与展望

- 主要实物黄金市场状况：
  - 在中国，由于首饰零售商赶在五一长假前补充库存，4月后期深圳很多首饰展厅较为繁忙。虽然对感染新冠病毒的担忧相对下降，人们仍倾向于待在家中。因此，零售商开展了多种多样的促销活动，以提高五一假期期间的商店客流量。
  - 由于全国实施防疫封锁措施，3月中旬以来印度黄金市场一直处于停摆状态。受此影响，印度本地金价对国际市场金价的折价飙升至50-70美元/盎司，初步数据显示，4月份印度黄金进口量仅为60公斤。在最吉利的传统购金节日——佛陀满月节期间，黄金销量也十分疲软。不过印度几个邦的政府已允许位于新冠肺炎低发地区的首饰店从本月起恢复营业。
  - 在中东地区，由于需求下降，加之越来越多的消费者因现金不足而回售其所持黄金，4月份地区内几乎所有重要市场的金价都对伦敦市场金价大幅折价。
- **价格预测风险因素：**当前经济下行之势是否会长时间延续，是金价上行主要风险因素。若经济持续下行，可能导致全球股市爆发新一轮抛售潮，预计各国政府推出更为激进的货币和财政刺激措施。若出现此情景，对避险资产的需求将比我们当前预测的更为强劲，不过在初期会因投资者为筹集现金而急于卖出黄金，金价或可能暂时走低。
- 此外，中东地区地缘政治紧张局势急剧升级，或美国与其主要贸易伙伴的贸易关系再度转为紧张，也将推动黄金走高。

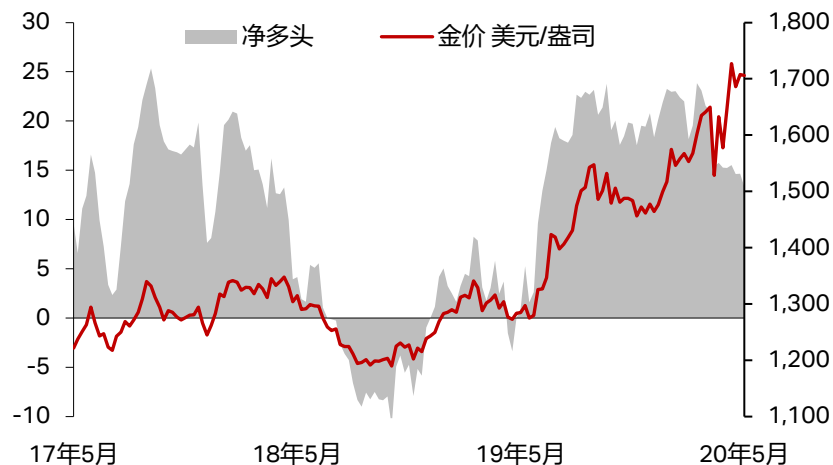
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



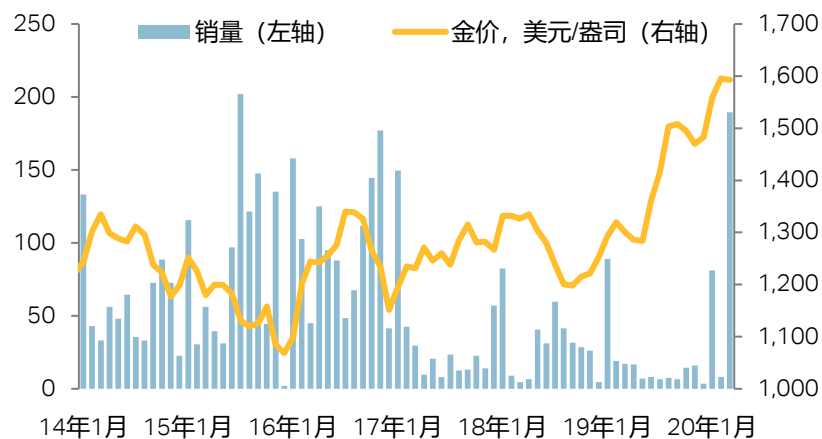
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



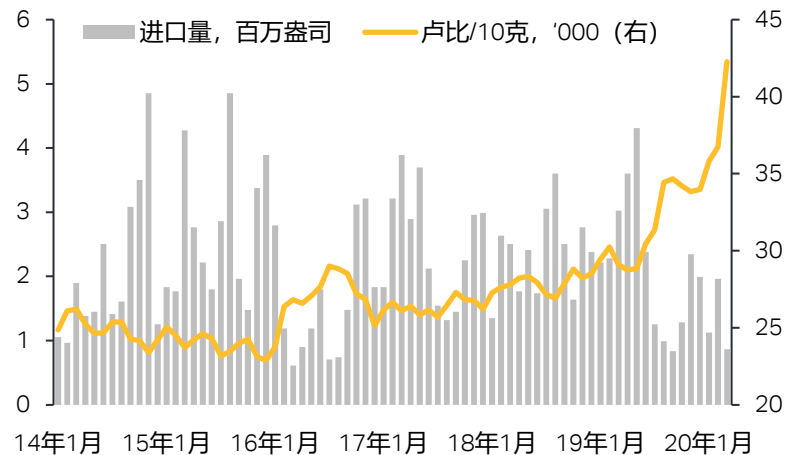
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

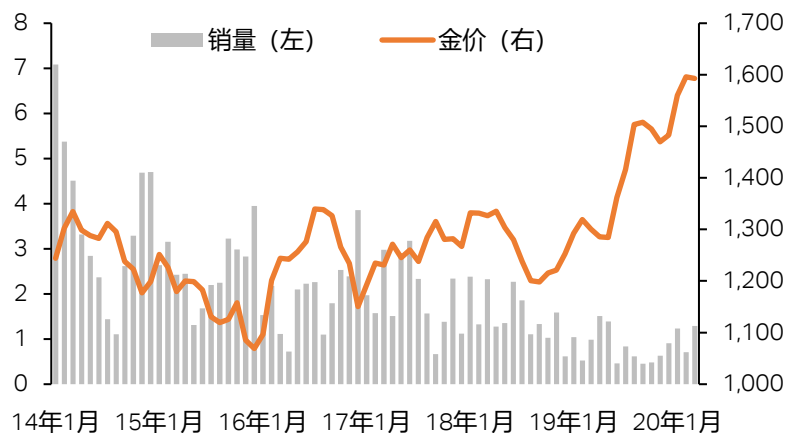
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

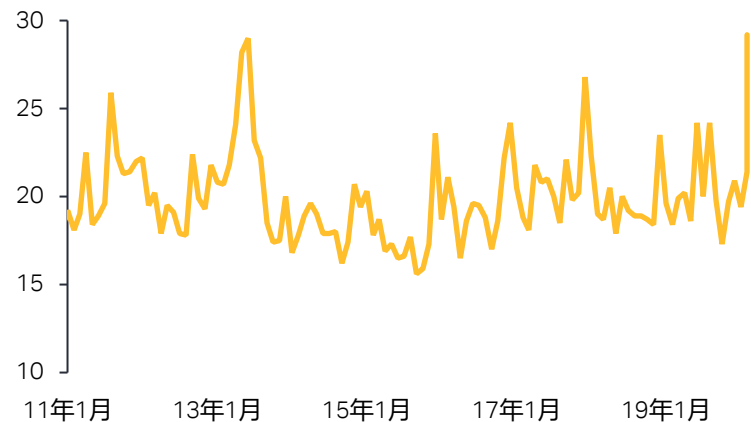
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



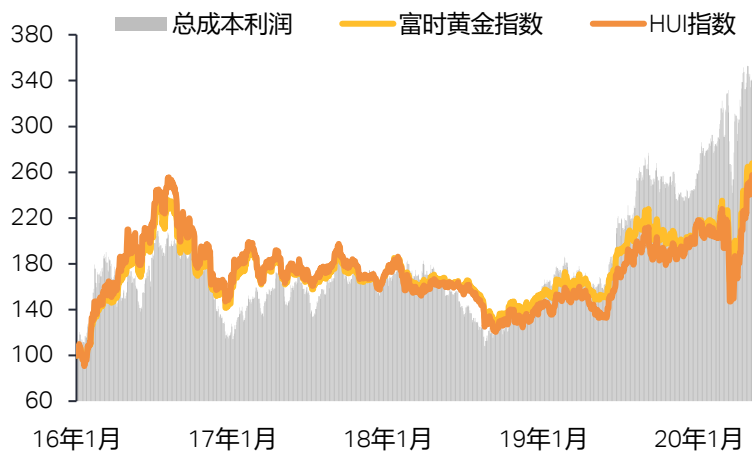
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



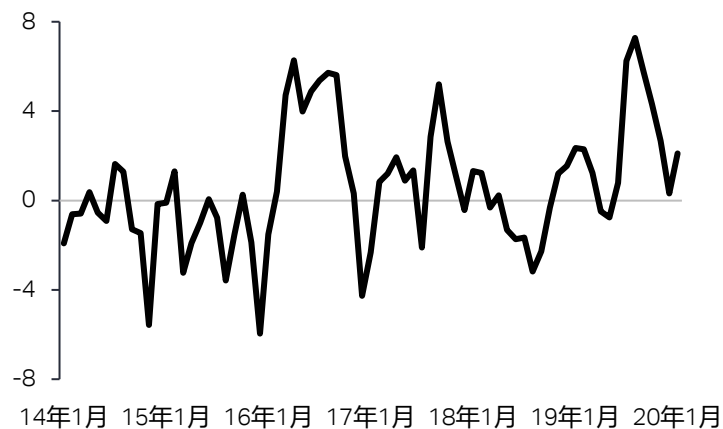
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

## 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

3月18日，白银价格触及11.64美元/盎司这11年来的低点，之后持续稳健回升，4月10日已涨至接近16美元/盎司，期间涨幅达37%。不过之后白银再遭抛售，回吐部分涨幅，撰写本报告之时交投于接近15美元/盎司的价位。

- 3月份大幅减仓后，4月份Comex白银期货投资者的卖出步伐已放缓。截至4月28日，白银净多头仓位较3月底下降19%，与2月中旬创出的近期高点相比剧降78%。
- 相比之下，4月份资金继续流入白银ETPs，推动全球白银ETPs的总持仓量首次突破8亿盎司。与3月份一样，投资者之所以对白银ETPs兴趣高涨，是因为发现低吸良机，且急欲购入硬资产。
- 投资白银ETPs的成本低，并且方便获得，使其对投资者的吸引力上升，在银条和银币零售受供应链断裂的严重冲击之时，其吸引力尤大。一个有趣的现象是，3月至4月间，全球白银ETP的增仓量中超过90%来自在北美上市的白银基金。
- 展望未来，我们所作银价预测基本没有变化。近期内因宏观经济不确定性持续，投资者仍将对投资白银持谨慎态度。一旦有明确信号显示黄金持续上涨之势已成型，白银应有能力再次跑赢黄金，以季度均价计，2021年一季度金/银价格比率有望降至100:1下方。
- 在全球最大产银国墨西哥，为遵守3月底以来持续实施的防疫封锁政策，各矿山仍处于停产状态。不过很多矿企正计划于5月18日复工复产。同时，从五月初起，全球第二大产银国秘鲁的矿山已获准复工复产。

# 白银市场现状与展望

- 3月份，印度国内银价急剧回调，推动白银投资需求飙升。今年头两个月印度白银进口量同比下降一半，但3月份同比飙升16%，至180吨，不过仍远低于近五年来3月份进口量的均值466吨。展望未来，随着一些首饰制造产业园区已获准从本月起复工复产，银饰制造活动有望温和回升。
- 3月份西方国家银饰消费量已大降，由于4月份防疫封锁措施更加严厉，消费量更进一步走弱。以法国为例，根据Société 5公司发布的数据，以件数计，1月份和2月份黄金首饰之外首饰的销量分别同比上升4%和6%，但3月份转为剧降54%。
- 新冠肺炎疫情危机已导致很多白银用量很大的工业部门的产品销量大幅下降，还导致供应量链严重断裂。以汽车业为例，由于汽车销量剧降，业内企业的白银用量就很可能从多年来连续增长逆转为下降。由于疫情防控措施导致光伏发电装机项目延迟实施，另一白银用量领域——光伏行业也已受到不小影响。
- **价格预测风险因素：**新冠肺炎疫情还会持续多久仍是影响银价的重大风险因素。如果全球经济因爆发第二波疫情而遭重创，银价将面临很大下行压力。
- 在11月份总统大选来临前，特朗普针对疫情爆发和蔓延而指责攻击中国的言辞日益严厉，可能导致美国与中国的贸易战重燃战火，使本已疲弱的白银工业需求更进一步走弱，这会打压投资者的信心，进而拖累银价走低。

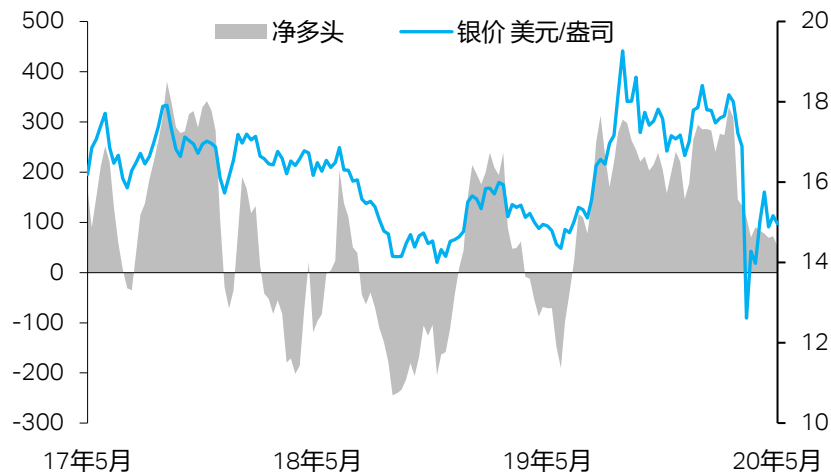
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Comex 白银净多头仓位\*, 百万盎司



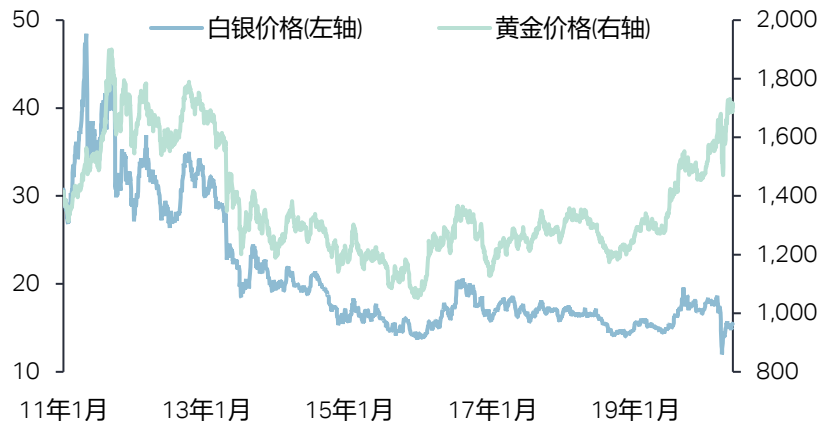
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

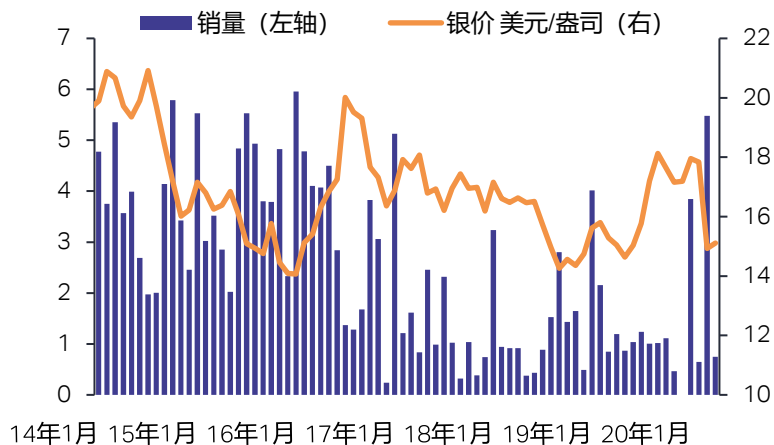
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

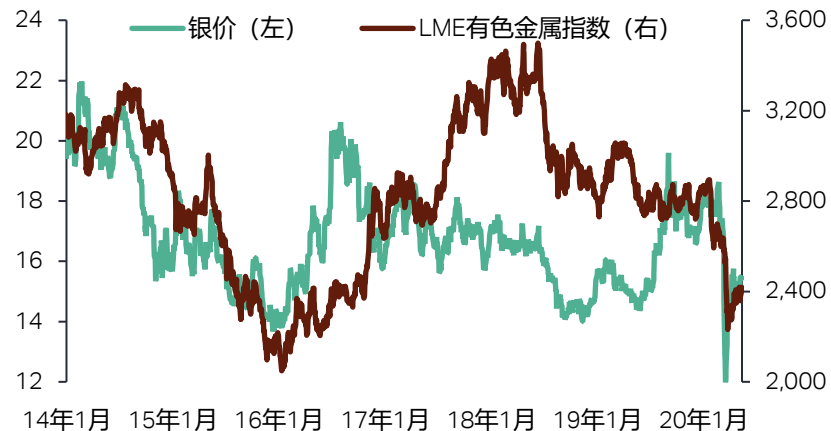
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



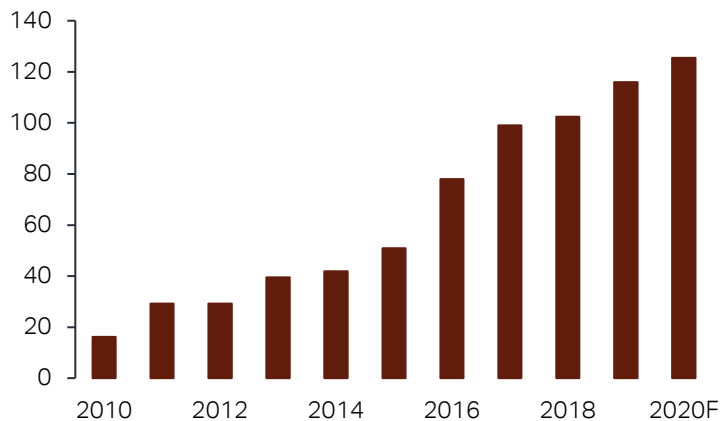
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



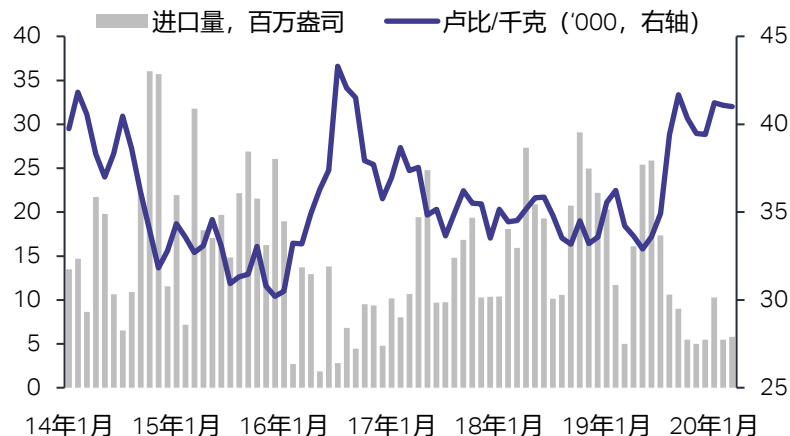
来源: Bloomberg

## 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

过去几周间，**铂金**价格大体追随黄金走势，4月2日以来上涨6.8%，涨幅与黄金相差无几，但4月13日其对黄金的折价却扩大至972美元/盎司，创出历史新高。这反映出避险需求提振金价，对铂价的提振作用却并不显著。

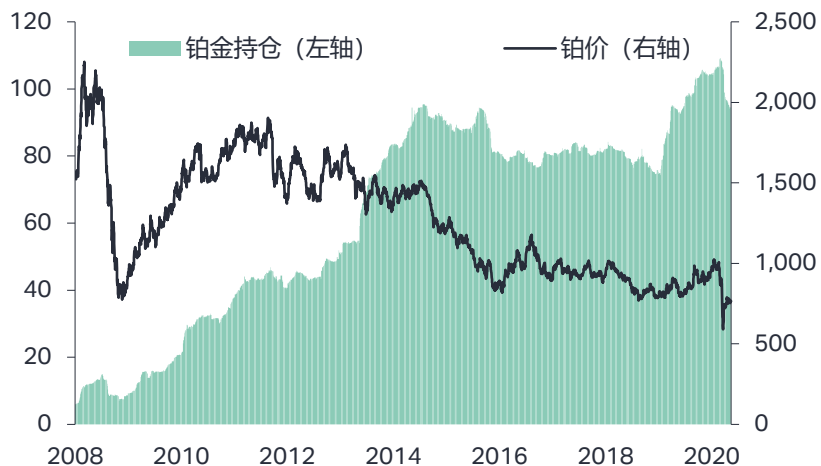
- 我们对所作铂价预测的修正不大，但目前预计要到2021年一季度，而不是今年四季度，铂价才有望上试1,000美元/盎司。相比之下，预计今年四季度金价高点就将达到1,800美元/盎司，较上期月报预测的明年一季度提前。这反映出对铂金来说，黄金上涨产生的正外溢效应有限。
- 铂金不佳的供需基本面仍是制约铂价表现的原因。虽然为遏制新冠肺炎疫情南非全国实施封锁措施，英美铂业旗下ACP工厂也发生停产事故（现已解决），导致精炼铂金产量下降，但另一方面很多国家的汽车制造厂也遭暂时关闭，导致汽车业的铂金需求急剧下降，对供需平衡变化的影响部分抵消。
- 3月份，中国铂金进口量达55.7万盎司，而2019年全年的进口量才为120万盎司。今年进口量猛升，反映出3月份铂价急剧下跌期间，中国实体（其中很多是自己买入或代客买入的制造企业）的投机性买入。我们认为这些囤积的铂金最终将回流入市场，因此今年晚些时候中国铂金进口量可能受抑制。
- 相比之下，铂金ETP投资对铂价的支撑已弱化。4月全月ETP持仓量下降约12.5万盎司，降幅为3.4%，月末时降至354万盎司，重返2019年6月的低位。虽然4月份铂金ETP减仓数量远小于3月份，但减仓都主要来自南非上市的铂金基金。
- 业内人士向我们反馈的信息显示，过去几周间日本和美国的铂金条与铂金币需求飙升，3月份铂价大跌，对黄金的折价迭创新高期间，需求尤其旺盛。我们认为今年全年需求都有望保持强劲，但3月份零售投资者抢购实物铂金的景象则可能不会重演。

# 铂金市场现状与展望

- ▶ 展望未来，我们预计今年年底前和明年铂价将上行，主要理由是预期专业投资者对铂金的兴趣将复燃。本年迄今铂金ETP持仓量虽下降，但有望收复部分失地。此外，Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头持仓量也有望实现一定幅度回升。
- ▶ 英美铂业公司完成对旗下ACP工厂B号机组的大修，预计工厂将从5月12日起恢复满负荷生产，较原来公布的日期提前两周。新冠肺炎疫情在全球蔓延，导致的供应中断仍在继续，很多工厂的产能持续受限。总体而言，供应链断裂等因素将导致2020年全球矿产铂金供应影响预计达到33万至40万盎司。
- ▶ 在铂金需求方面，截至今年3月的最新数据显示，柴油车在西欧轻型汽车总销量中的占比已降至27%，创出20年来的新低。3月份西欧国家汽油车和柴油车的销量均较去年同期下降一半，合计销量仅为90万量。本年迄今总销量为310万量，同比下降27%。
- ▶ 4月份，油价暴跌至20美元下方（甚至曾短暂跌至负值）。随着石油需求急剧放缓，精炼企业正在重新评估其维护开支和资本支出，精炼催化剂领域的铂金需求将因此受到间接影响。
- ▶ **价格预测风险因素：**与其他贵金属的情形一样，对铂金供应和需求冲击最大的风险因素仍是新冠肺炎疫情的变化趋势。防疫封锁措施实施期延长和/或爆发第二波疫情，铂金供需都将受到冲击。例如如果失业率不能快速下降，导致汽车销量较预期更低，那么汽车业的铂金需求还可能受到更大冲击。

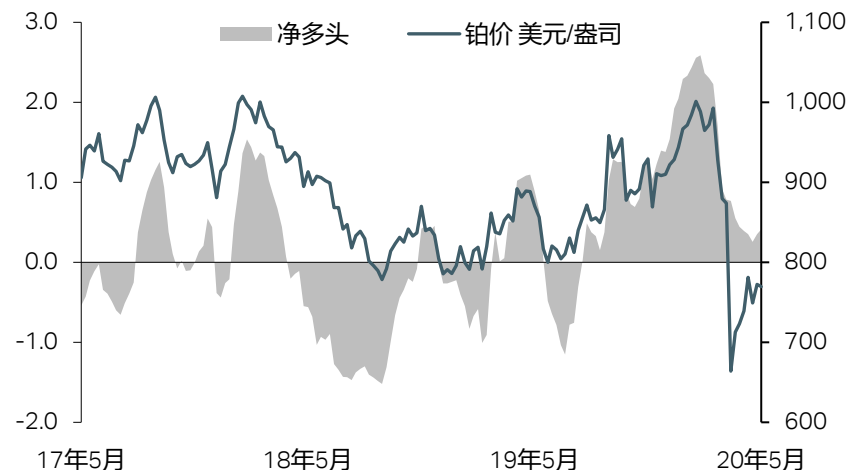
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，吨



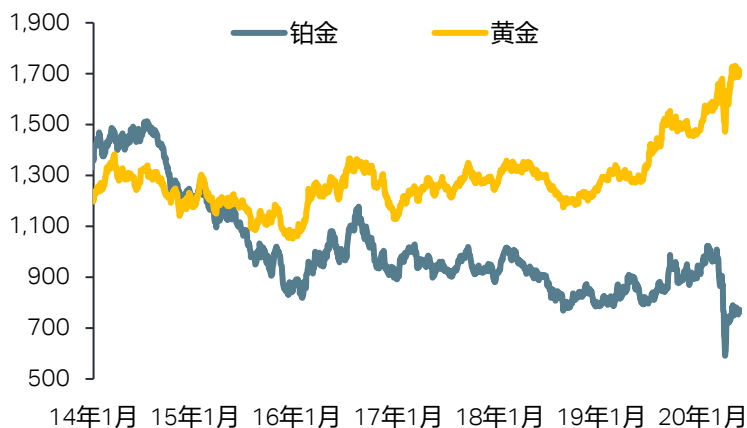
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



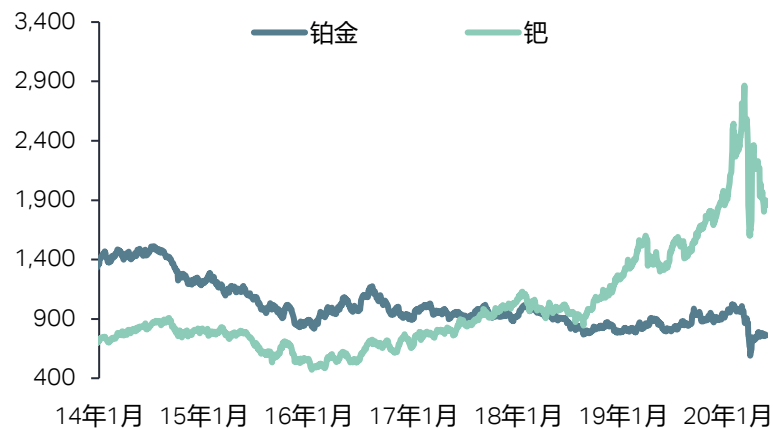
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

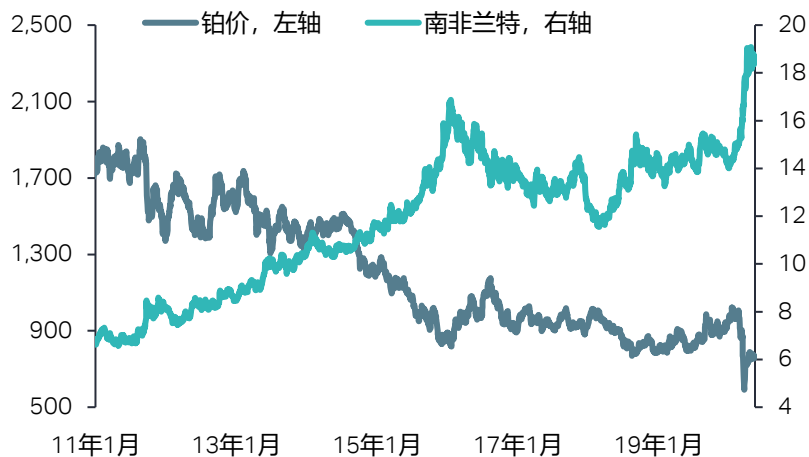
## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

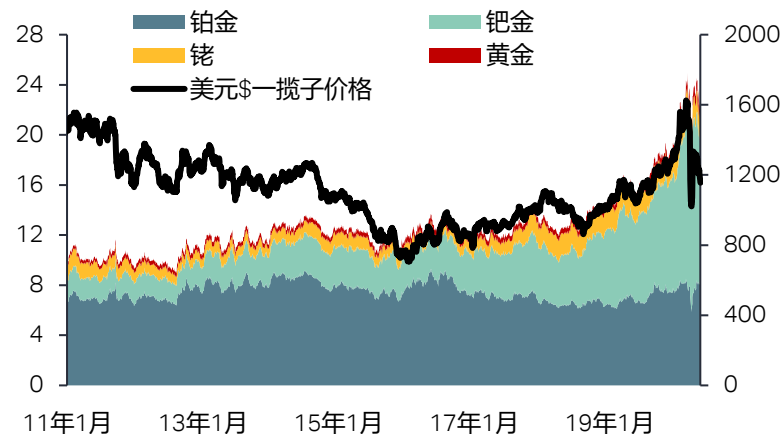
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



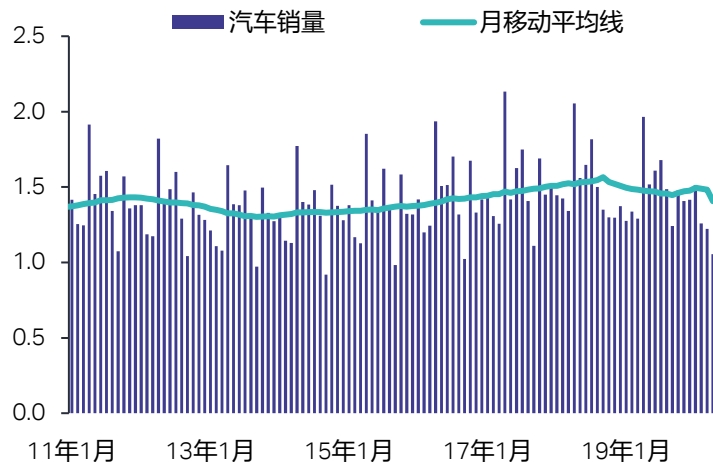
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



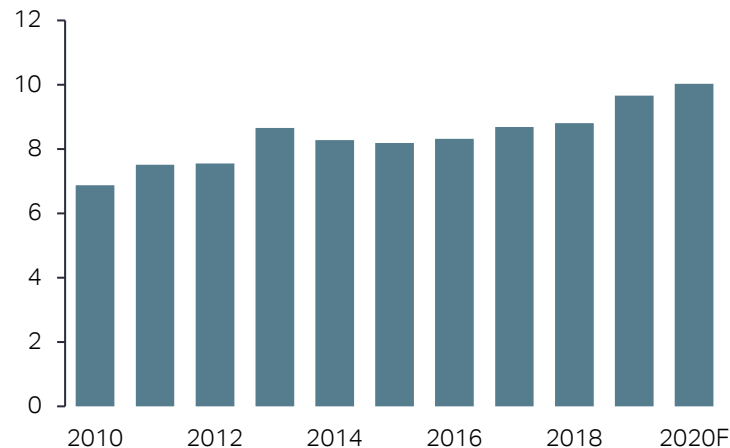
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

尽管近期钯金价格走弱，但我们所作的钯价预测仍保持不变，预计今年晚些时候恢复上行，并延续至2021年，一季度可能将上探3,000美元/盎司新高。

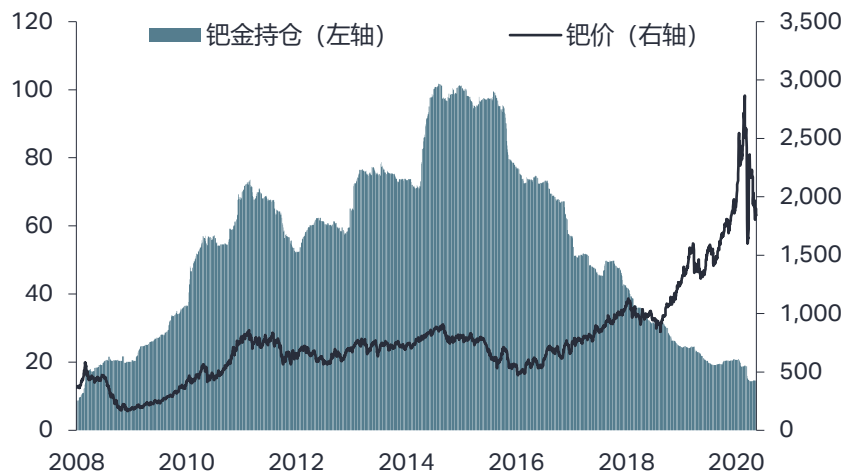
- 近几周来钯金虽再度急剧下跌，但以历史标准来看，成交价仍处于高水平。4月下旬以来最近一波下跌，主因是新冠肺炎疫情导致汽车产销量不佳，其中产量同比降幅预计达14%-20%。
- 就汽车需求而言，3月份全球轻型汽车销量同比下降38%，至340万辆，本年迄今总销量则下降14%。在使用钯金的汽油车占主导地位的重要汽车市场中，中国一季度汽车销量下降44%，至350万辆。相比之下，美国汽车销量也为350万辆，但13%的降幅更为温和。不过4月份中国汽车销量已有所回升，其中20-25日的周销量同比上升12%，1月之内周销量第二次实现两位数升幅。
- 预计二季度美国汽车销量降幅将扩大。虽然4月下旬美国政府决定将汽车销售归类为基本服务，可在线和通过展厅交货，但预计4月份销量仍将同比下降一半。此外，如本公司“贵金属周报”中强调指出的，美国汽车贷款违约率本已处于极高水平，随着近几周来申领失业救济金的人数猛增，还将进一步上升。
- 如上所述，中国汽车销量有所回升，但积压的库存车数量仍相当大。为提振汽车销量，消化库存。4月30日中国政府部门宣布尚未实施国六排放标准的省市可以延期六个月实施新标准，这意味着仅符合国五排放标准的汽车在年底前都还可以上牌。

# 钯金市场现状与展望

- ▶ 在矿产钯金供应方面,为遏制新冠肺炎疫情蔓延而实施的措施继续冲击钯金供应。近乎完全停产3周后,目前南非矿企已复产,但产能尚低。我们预计至少在6月份之前,南非矿企的钯金产量都将比先前的计划产量低50%以上。在津巴布韦,矿企已获准在全国封锁期间继续从事生产,因此目前该国钯金产量基本未受疫情影响。
- ▶ 发现新冠病毒阳性病例后,羚羊铂业公司在加拿大的矿山已暂停运营,于4月13日投入维护保养,计划本月复产。西班牙-静水矿业公司旗下美国矿山的项目开发已推迟进行,但设在北美其他矿山的矿业生产则基本未受影响。此外,没有关于俄罗斯生产方面受到疫情干扰的报告。总体而言,我们预计受疫情影响,今年全球矿产钯金供应影响将达21万至26万盎司。
- ▶ 在钯金投资方面,近几周钯金ETF的持仓量小幅走高,4月末达到49.3万盎司,创3月25日以来的高点。不过与1月中旬创出的峰值69.5万盎司相比则黯然失色。虽然近期持仓量呈增长态势,但我们预计未来几月间钯金ETF持仓量不大可能显著提高。
- ▶ 3月份遭大幅抛售后,Nymex钯金期货持仓量仍持续处于低位,截至4月28日,净多头仓位只有9.6万盎司,作为对比,2019年底时的净多头仓数高达125万盎司。
- ▶ **价格预测风险因素:**虽然钯金生产分散化程度高于铂金,但新冠肺炎疫情在俄罗斯的蔓延和政府的防疫措施都可能加剧供应中断,导致市场供应紧张,进而推高铂族金属尤其是钯和铑的价格。在需求方面,相关风险大致与前述三种贵金属面临的风险相同,即汽车销量大幅下降的风险。

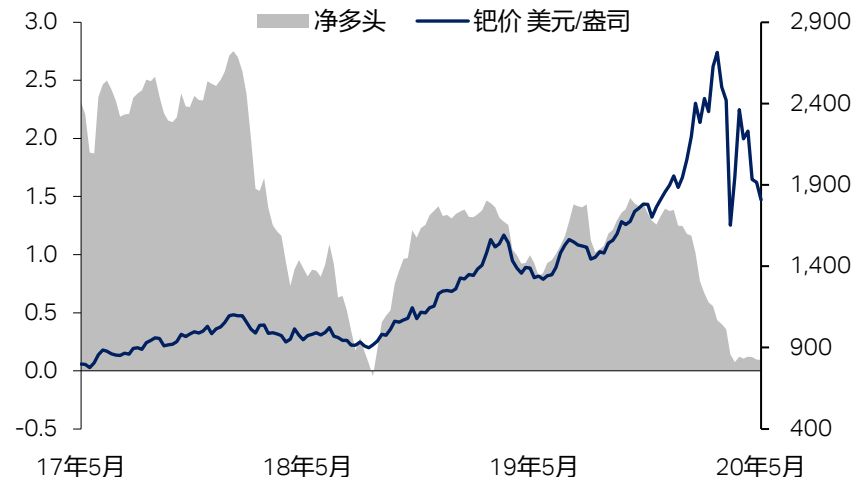
# 钯金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



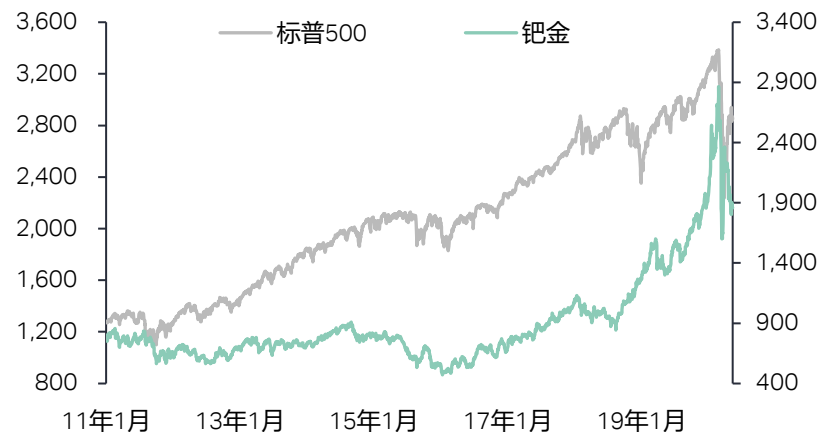
来源: Bloomberg

## Nymex 钯金净多头仓位\*, 百万盎司



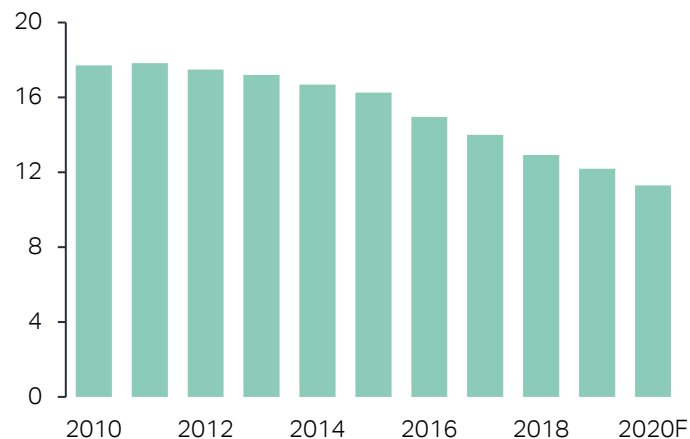
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

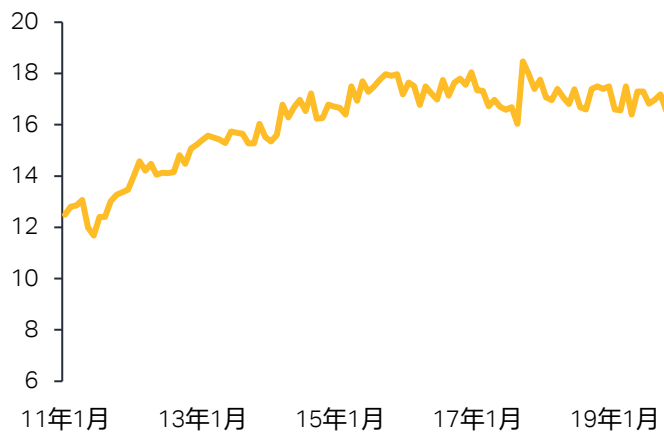
## 钯金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

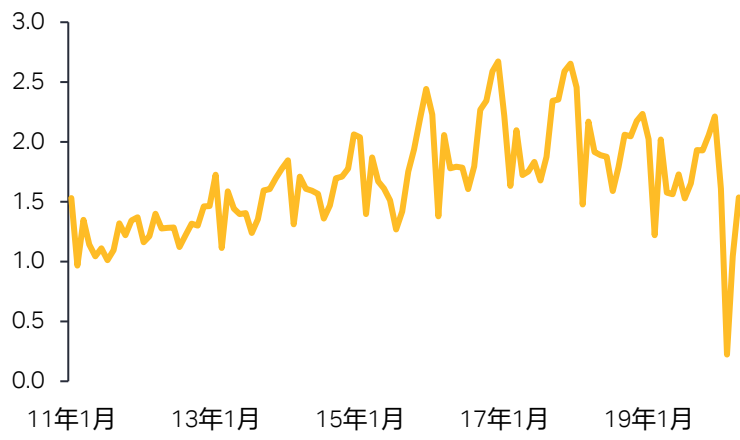
# 钯金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



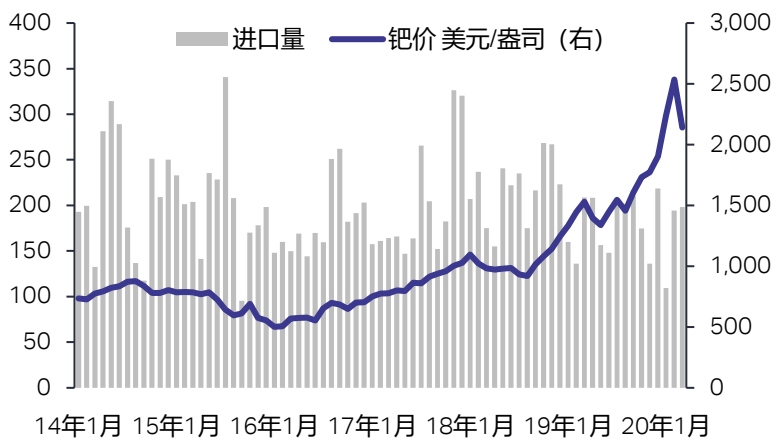
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



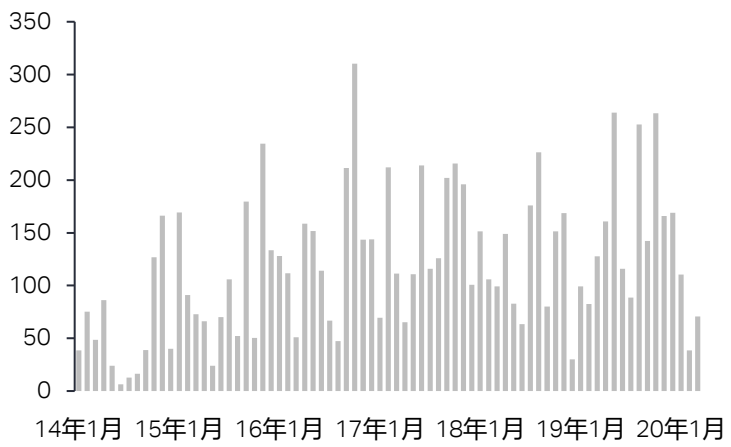
来源: Bloomberg

## 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

**Charles de Meester**, 董事

**Wilma Swarts**, 铂组金属主管

**Philip Klapwijk**, 首席顾问

**Junlu Liang**, 高级研究员

**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

**Sanjay Saraf**, 区域销售总监

**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

**Adam Webb**, 矿业组主管

**Neil Meader**, 研究与咨询经理

**Chirag Sheth**, 南亚顾问, 孟买

**Yiyi Gao**, 高级研究员, 上海

**Çağdaş D. Küçükemiroğlu**, 顾问, 伊斯坦布尔

**Dale Munro**, 顾问

**Harshal Barot**, 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

**Sonya Boromand**, 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](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。