



# Metals Focus

**贵金属月报**

第57期 - 2020年8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)

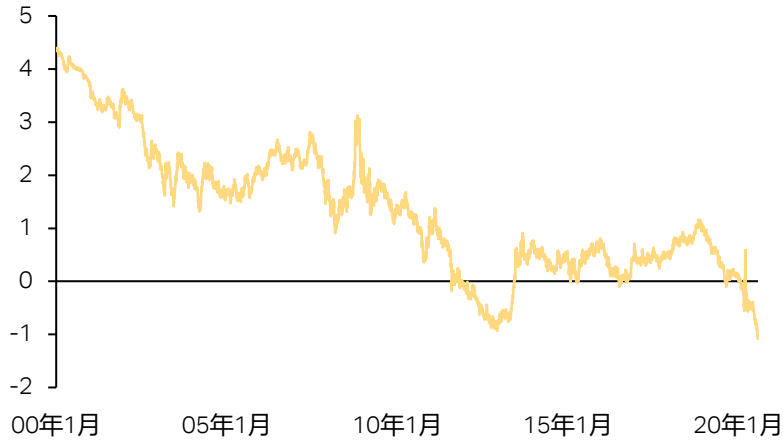
---

# 宏观经济现状与展望

- 7月份，经济指标继续趋稳，全球多个地区的经济状况出现改善。但新冠肺炎疫情并未完全得到遏制，意味着全球经济长期放缓的风险也已增大。
- 虽然疫情仍在肆虐，但7月份市场风险偏好情绪仍总体向好，全球股市已连续第四个月上涨。
- 由于全球金融市场流动性泛滥，债券收益率大幅下降，其中美国十年期国债通胀调整后的收益率已创出历史新低。除政府债券外，其他类型债券的收益率也大幅下降，例如彭博巴克莱公司债券指数显示，美国投资级债券的平均收益率已降至2%以下。
- 债券收益率大幅下降，投资者对通胀前景和全球经济复苏步伐缓慢的担忧日盛，新冠病毒感染人数不断上升，所有这些因素都提升了贵金属作为避险资产的吸引力。
- 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，尤其是美国，新冠肺炎确诊病例数仍在持续上升，加之联邦失业救济金停发，将破坏刚萌芽的经济复苏。
- 已推出的大规模财政和货币刺激措施可能进一步加码，也应会使未来一段时间债券的名义和实际收益率都处于低水平，利好于贵金属投资。
- 此外，随着主要储备货币国间的利率差不断收窄，欧洲和中国的经济更快复苏会导致美元面临更大下行压力，为贵金属价格上行提供进一步支撑。

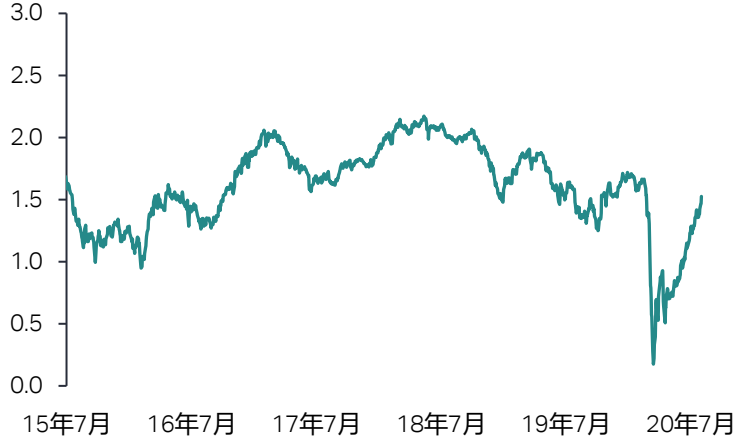
# 宏观经济现状与展望

## 美国十年债券实际收益率 %



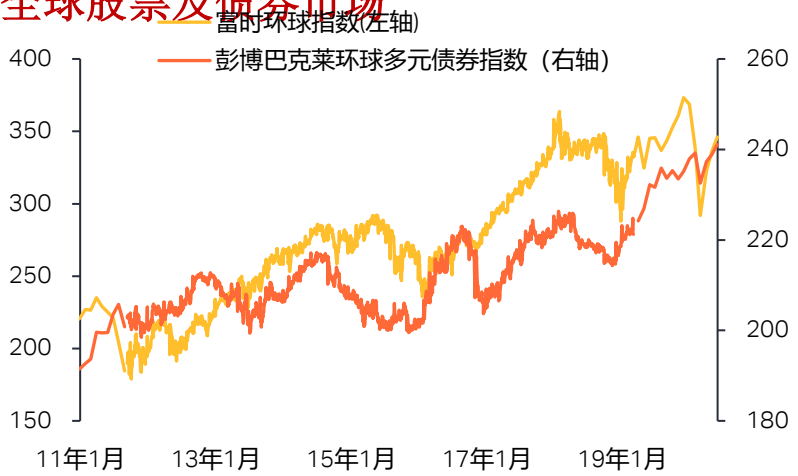
来源: Bloomberg

## 美国5年平准通胀率 %



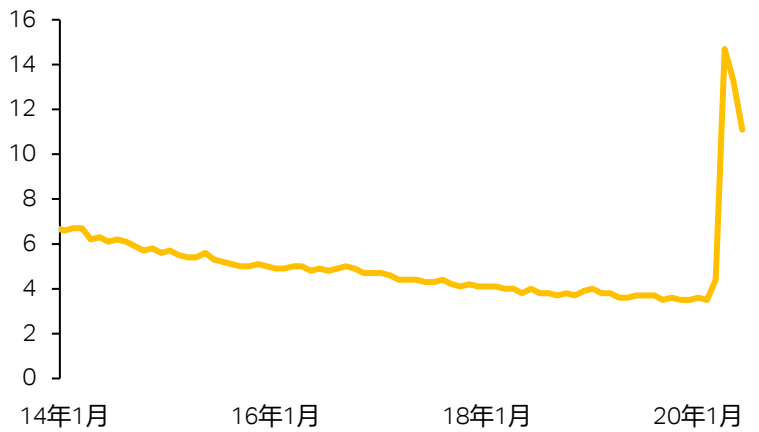
来源: Bloomberg

## 全球股票及债券市场



来源: Bloomberg

## 美国失业率，百分比%



来源: Bloomberg



# 黄金市场现状与展望

二季度黄金价格一直受阻于1,700美元/盎司这一强阻力位，7月初终于涨破1,800美元/盎司关口，27日更一举超越2011年创出的历史峰值1,921美元/盎司。8月初金价涨幅扩大，轻松突破2,000美元/盎司这一重要心理关口，创出2,070美元/盎司的新高。

- 需要指出的是，自上期月报发布以来我们已大幅上调所作价格预测。尽管我们一直认为宏观经济大环境将日益利好于黄金投资，但近期金价增速之快远远超出我们的预期。
- 这很大程度反映出，美国未能遏制住国内新冠肺炎疫情蔓延之势，导致投资者对美国经济复苏的信心快速下降。对美国政府将推出新财政刺激措施的预期日渐升温，美元又大幅走弱，均为金价上行注入了强劲动力。
- 特朗普政府突然命令关闭中国驻休斯敦的总领事馆，凸显出两国间的紧张关系升级。由于美国大选在即，持续存在的地缘政治风险因素可能将继续存在，并促使更多资金流向避险资产。
- 我们目前预期金价将延续上行趋势，2021年二季度前有望触及2,250美元/盎司。不过我们要在此提醒，近几周金价快速上涨后，近期内部分投资者获利了结的风险已增大。
- 实际上在7月后期金价突破历史峰值后，已有迹象显示部分投资者趁机获利了结。我们注意到虽然近期大量资金流入黄金市场，将金价推升至新高，但其中至少有一部分是短线资金。不过，我们预计金价虽可能回调，但这会刺激新买盘涌出，进而推动金价重拾升势。

# 黄金市场现状与展望

## ➤ 主要实物黄金市场状况：

- 7月份，中国本地金价较伦敦金价继续大幅折价，撰写本报告之时折价达67美元/盎司。这反映出受矿产活动稳健，回收供应量较高，制造需求疲软，以及黄金出口限制持续存在等诸因素影响，中国本地市场实物黄金供应盈余。预计未来数月内以上因素仍将存在，本地金价相对国际市场金价可能继续保持折价。
- 目前印度本地金价较国际市场金价溢价6美元/盎司，创2019年5月以来新高。这一定程度上反映出非正规渠道黄金供应量急剧下降。受新冠肺炎疫情和历史高位的金价影响，印度黄金需求仍保持疲软。
- 7月份欧洲黄金首饰制造量继续较前一个月回升，但表现明显出现分化。据报道，高端品牌首饰产量已基本回升至去年同期水平；目前供在欧洲销售及出口至北美地区的首饰较去年同期仅小幅下降；相比之下，由于国际旅游尚未恢复，欧洲对香港、迪拜、巴拿马等首饰批发中心的出口则仍极为疲软。
- 在供应方面，全球最大黄金生产商纽蒙特公司已于7月30日发布今年二季度的经营业绩，其二季度黄金产量同比下降21%，至125.5万盎司。导致产量下降的原因是因实施防疫限制措施，该公司旗下五座矿山被暂时投入保养维护，加之出售了Red Lake和 Kalgoorlie这两座矿山。
- **价格预测风险因素：**新冠肺炎疫情演变趋势仍是影响金价的主要风险因素。如果主要经济体再次大规模实施防疫封锁措施，将为金价上行注入新动力。此外，美中紧张关系进一步升级也将让黄金受益。另一方面，疫苗研发成功则将导致避险需求下降。

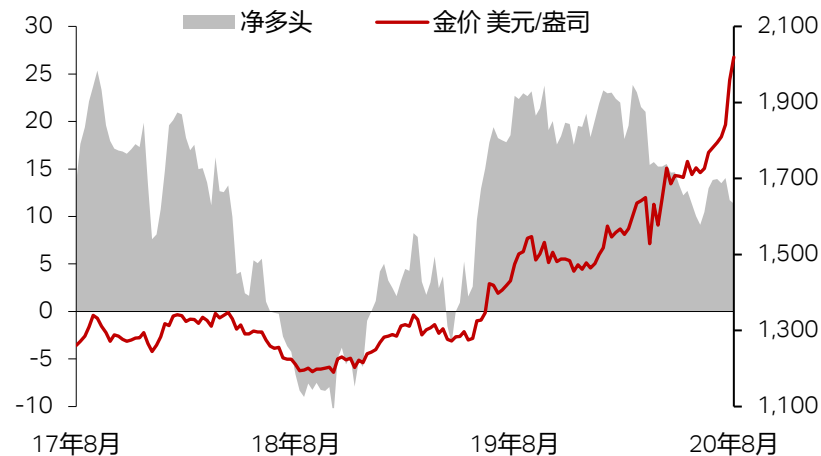
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



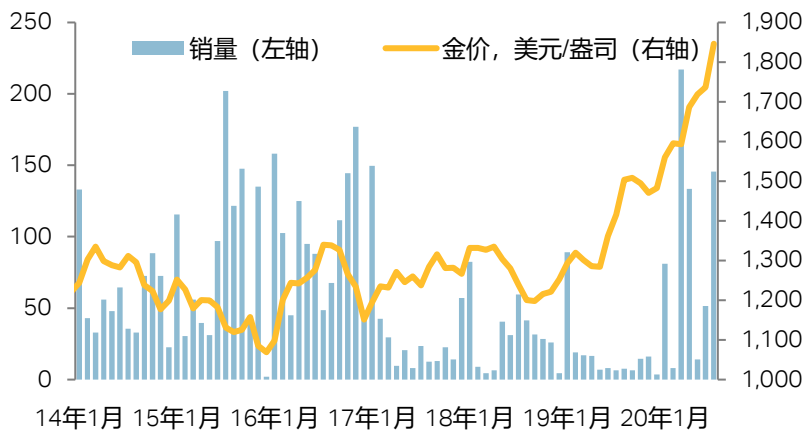
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



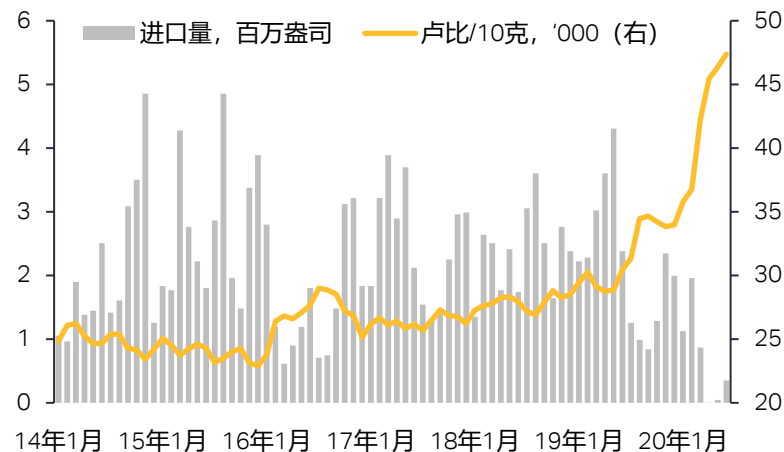
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

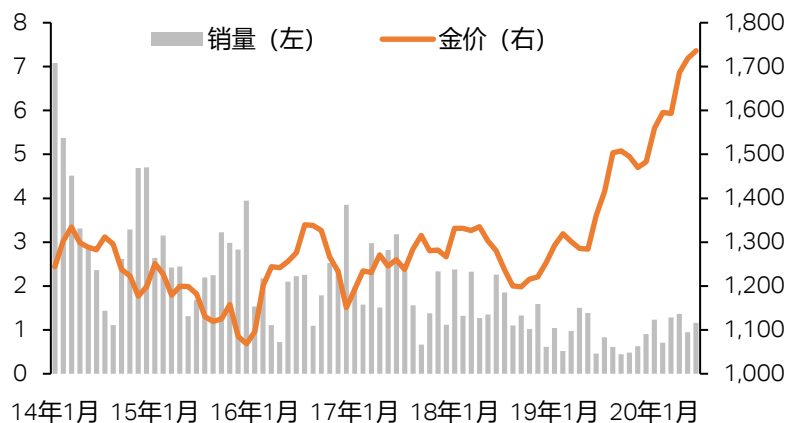
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

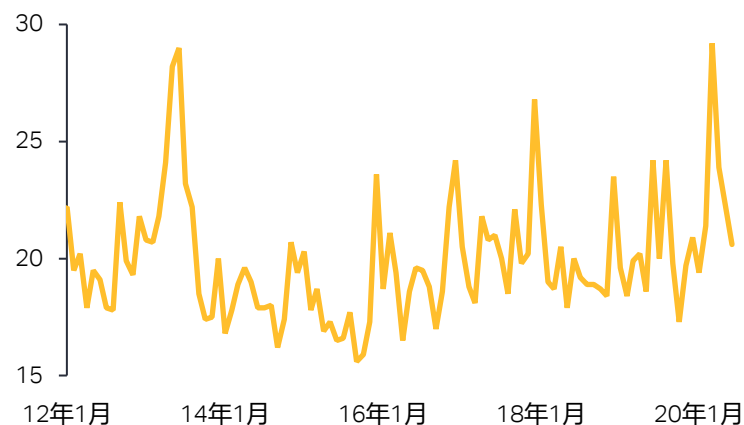
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



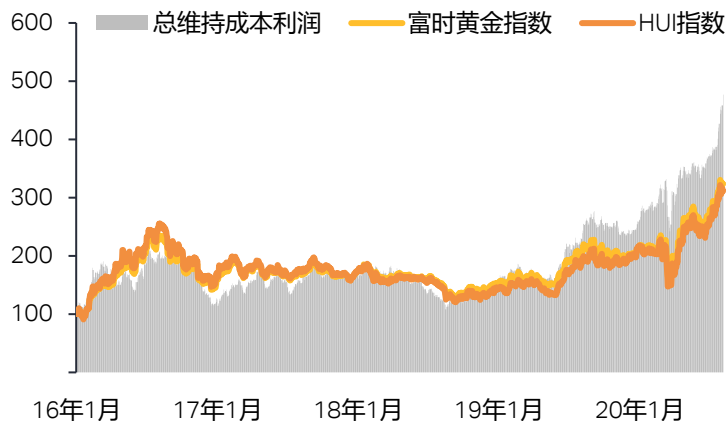
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



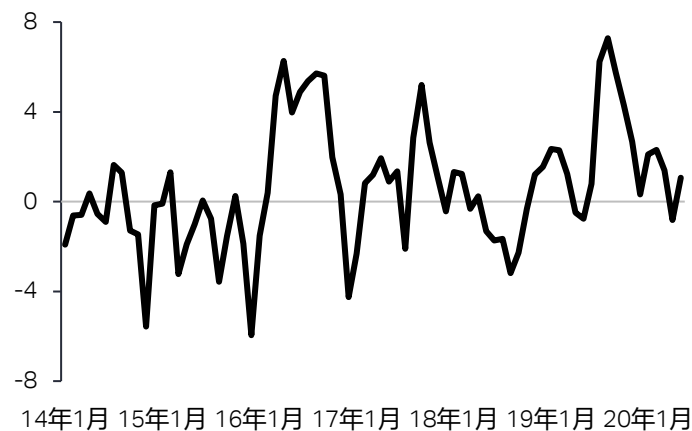
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

## 黄金矿产-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

7月份全月，在主要贵金属中**白银**的表现最佳。月初时银价为18.21美元/盎司，到28日时已飙涨至26.20美元/盎司，期间涨幅高达44%，重返2013年4月的价位。短暂回落至23美元/盎司下方后，8月初银价再度大幅上涨，撰写本报告之时交投于28美元/盎司上方。

- 白银飙涨主要得益于两大因素：一是随着避险需求日益上升，投资者越来越看好黄金；二是供需基本面改善，对中国经济复苏的乐观情绪也日渐升温，令投资者日益看多基本金属尤其是铜的走势。
- 今年早些时候白银走势大幅落后于黄金，也使得其被低估。这促使短线投资者大量买入白银，导致8月初金/银价格比率已降至72.9:1，创三年来新低。
- 展望未来，鉴于对黄金和白银走势的预期远较过去乐观，我们已上调所作银价预测。预计黄金将进一步上涨，进入未知区域，相应的投资者对白银（其被视为以加杠杆的方式炒作黄金）的兴趣也会日益上升，将推动银价走高。2021年二季度结束前，金/银价格比率预计将持续下行。
- 不过我们也要在此提醒，银价继续上涨的同时其波动率也将加大。我们注意到7月后期部分投资者已卖出其持有的Comex（纽约商品交易所）白银多头仓位，以锁定利润。在之前连升两月后，7月21日至28日期间，管理基金持有的Comex白银期货净多头仓数下降了三分之一。
- 7月份全球白银ETPs（交易所交易产品）的流入量创出新高，使其持仓量首次突破10亿盎司（约31,104吨），在推动银价上涨方面发挥了重要作用，不过仓位过重的风险也开始浮现。虽然与期货投资者相比，ETP投资者的持仓粘性往往更强，但其中一些新建仓位无疑只是短线仓位。

# 白银市场现状与展望

- 今年二季度，全球最大银矿之一Peñasquito矿山的白银产量同比翻了一番多，至350万盎司。虽然4月份因墨西哥实施防疫限制措施该矿山曾被暂时投入保养维护，但去年二季度因作业场地遭遇封锁产量大幅下降，导致基数很低，因此产量同比得以大幅增长。
- 北美地区的白银零售投资需求量仍保持活跃。7月份美国老鹰银币总销量虽仅为110万盎司，但这并未反映出市场全景。实际上很多实物白银产品（银币和银条）的供应仍短缺，导致零售价大幅溢价。
- 因国内经济疲软，本地银价又高涨（本周卢比计价的银价已涨破73,600卢比/公斤的历史峰值），印度白银需求仍很疲弱。今年上半年印度白银进口量为1,735吨，同比剧降47%。有趣的是，高银价对白银投资需求产生了正面推动作用。虽然在当前银价水平下存在投资者减持白银的风险，但我们认为对银价将进一步上涨的预期和对疫情的担忧很可能会促使投资者推迟回售其所持白银。
- 随着大多数重要制造企业复工复产，7月份全球工业部门的白银需求进一步回升。在光伏产业内，因新冠肺炎疫情而延迟实施的项目有望于三季度重启。中国政府推出一系列经济刺激措施后，今年剩下时间内5G网络的部署也有望加速。不过消费者信心低迷和可支配收入减少将拖累电子产品和汽车的销量，不可避免地会对上游制造业产生影响。
- **价格预测风险因素：**与黄金一样，主要经济体的疫情演变趋势仍是影响银价的主要风险因素。因其走势与黄金正相关，白银也将从美中紧张关系升级中受益，不过因紧张关系升级会对工业金属产生负面影响，白银上行幅度可能会受限。

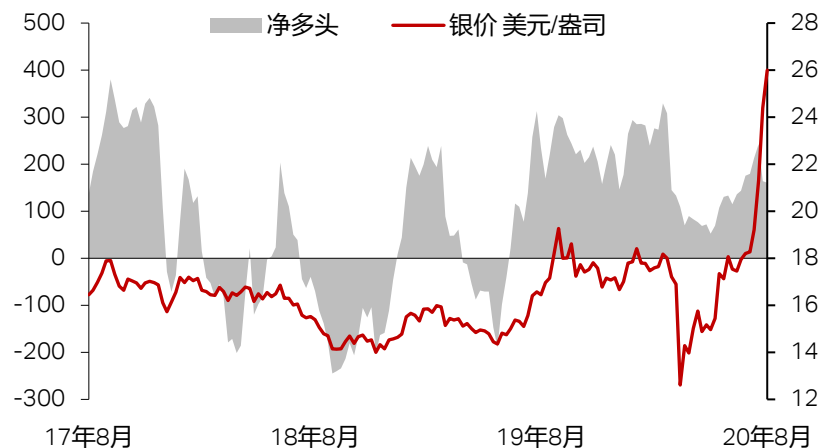
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



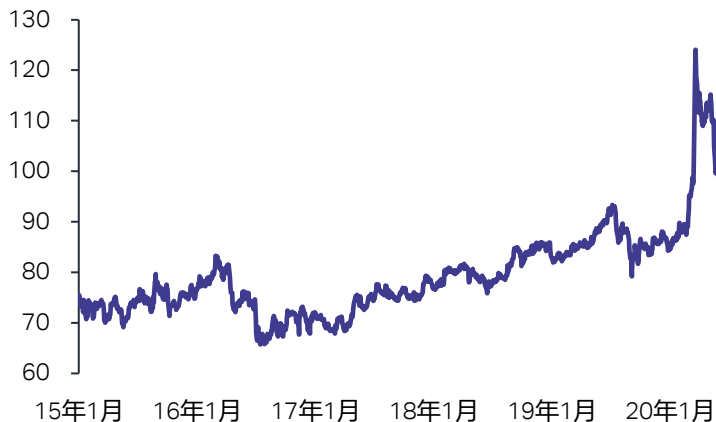
来源: Bloomberg

## Comex 白银净多头仓位\*, 百万盎司



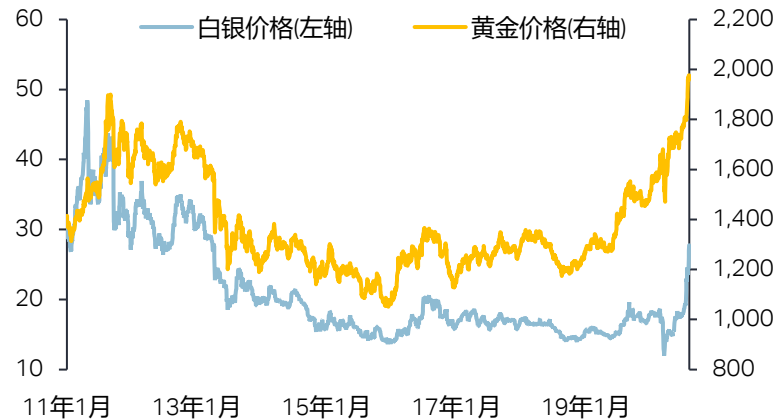
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

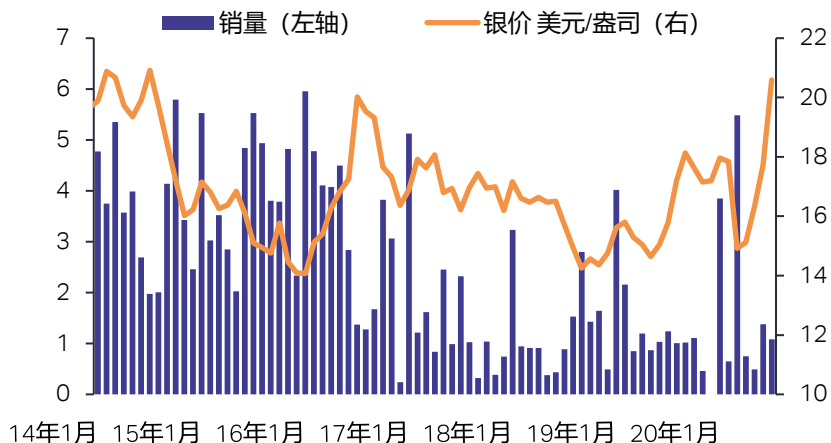
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



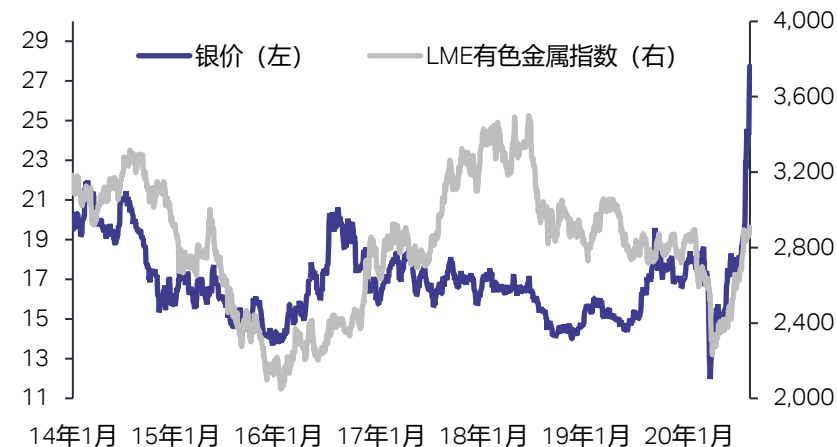
来源: Bloomberg

# 白银市场现状与展望

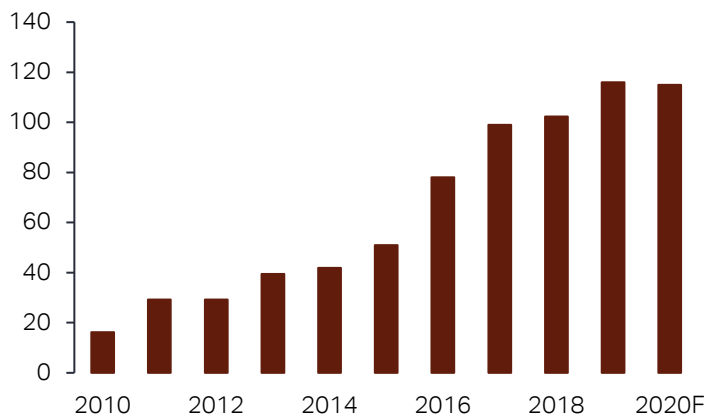
## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



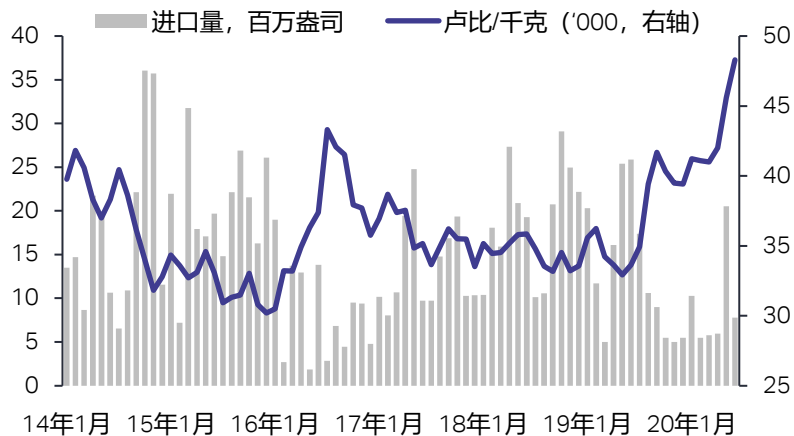
## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



## 全球光伏装机容量 GW (千兆瓦特)



## 印度白银进口, 百万盎司



# 铂金市场现状与展望

7月底铂金价格报收于905美元/盎司，重返今年3月初的价位。因其需求基本面仍较为黯淡，推动铂价上行的根本因素是在全球经济不确定性持续加大的大背景下，投资者对贵金属的需求上升。

7月28日铂价触及968美元/盎司的高点，之后两个交易日因期货合约平仓，下跌了63美元。进入8月份后铂价反弹，撰写本报告之时交投于980美元/盎司一线。

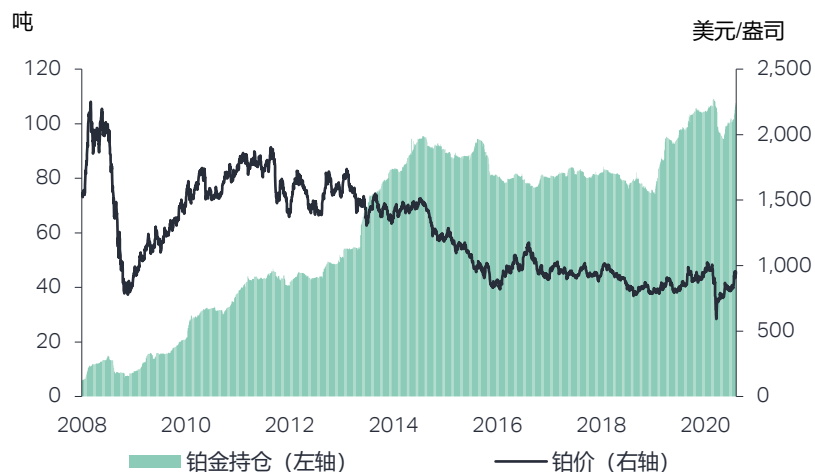
- 鉴于三季度铂价强势开局，金价亦有望进一步上行，我们已把三季度铂金均价的预测值上调至925美元/盎司。基于对宏观经济和黄金走势前景的研判，并考虑到南非的铂金供应继续面临挑战，我们预期铂价不会再下探至之前的低点，相应的已把三季度铂价低点预测值调整为750美元/盎司。
- 此外，鉴于金价已创出新高，而迄今为止铂价涨幅仍落后于金价，三季度铂价有望涨破1,000美元/盎司。至于四季度，我们预计铂价可能会随金价一同回落，均价或跌至900美元/盎司，但预测的价格变动范围仍大致保持不变。随着2021年汽车产量恢复至正常水平甚或实现增长，我们预计明年一季度和二季度的铂金均价将分别涨至950美元/盎司和995美元/盎司。
- 7月份，管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓数翻了一番，月末时达到83.7万盎司。虽然升幅颇大，但净多头仓位的绝对值仍然不到今年1月份创出的历史峰值的40%。
- 今年1至5月期间，Nymex铂金库存量变动甚微，但从6月份起大幅上升，6月和7月分别增加13万盎司和10万盎司。7月底时总库存量已达39.4万盎司。
- 铂金ETP持仓量也增加15万盎司，只有南非铂金基金的持仓量小幅下降2%。目前全球铂金ETP的总持仓量为344万盎司，不仅略高于年初水平，较历史峰值也仅低6%。

# 铂金市场现状与展望

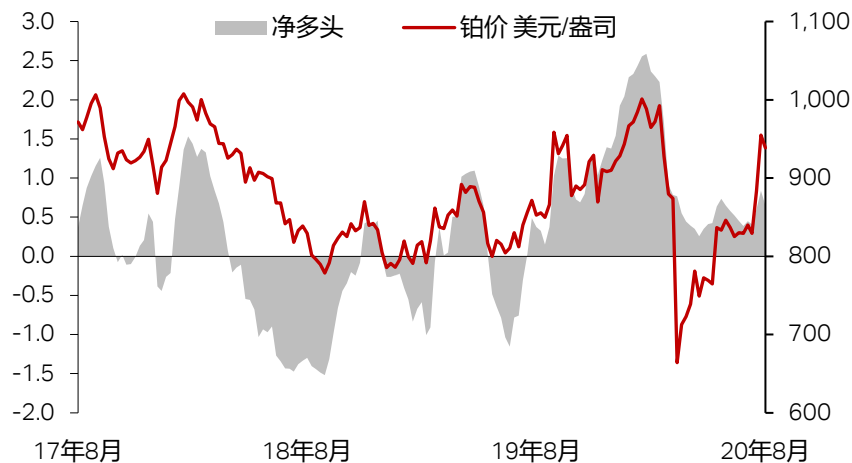
- 7月份，上海黄金交易所的铂金交易量环比下降21.4%，但截至7月底的累计交易量（86.2万盎司）已比2019年全年总交易量（68.7万盎司）高出25.3%。交易量上升得益于铂金工业用户和投机性交易者都认为铂金可能被低估。
- 受投资需求和对交易所标准可交割铂金条需求双双走高的推动，6月份瑞士成为最大铂金进口国，进口量达18万盎司。
- 在供应方面，7月份南非铂金企业的新冠病毒阳性病例数增长两倍多，达到4,516例，预计8月末或9月初才会升至峰值。由于全国实施防疫封锁措施，企业被迫减少上岗工人数量，二季度南非铂金生产受到严重冲击。二季度，英美铂业(Amplats)和皇家班肯弗铂业(RBPlats)报告称自有精矿的铂产量同比分别下降45%和23%。
- 在需求方面，虽然政府推出了刺激措施，柴油车在西欧汽车市场上所占份额仍继续下滑，市场占有率已降至28.5%，其中在英国的市场占有率更低至17.7%（2001年以来第二次降至20%以下）。由于二季度欧洲汽车总销量略低于预期，而且刺激措施主要向油电混合动力车和纯电动车倾斜，欧洲汽车业的年铂金需求量可能会降至100万盎司以下，低于我们《2020年全球铂钯年鉴》中的预测值。
- 得益于半导体和硬盘驱动器的需求增长，其他一些领域的铂金需求量则有所上升。在封锁期间人们希望与其他人保持联系，对个人电脑的需求不断上升，而为满足消费者对云服务日益增长的需求，服务器需求也走高。
- **价格预测风险因素：**西欧国家汽车需求下降，电动车的市场渗透率提高，都可能对铂金需求产生负面冲击，导致铂价下行风险增大。铂价上行风险因素则包括受疫情冲击南非铂金供应受限，金价持续上涨带来正外溢效应，以及汽车制造商以铂金替代钯金的步伐加快。

# 铂金市场现状与展望

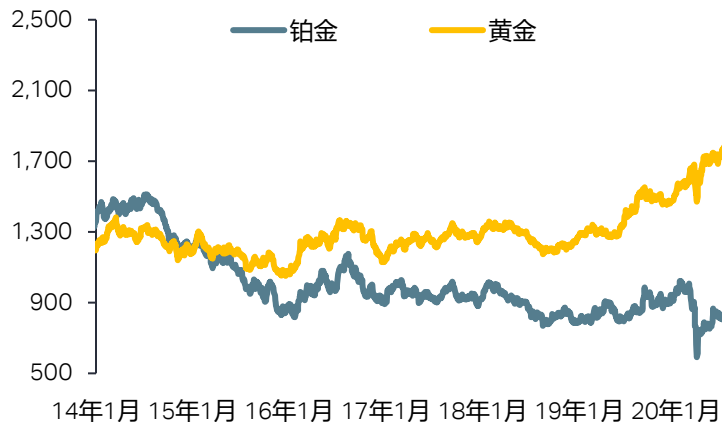
## 交易所上市基金，吨



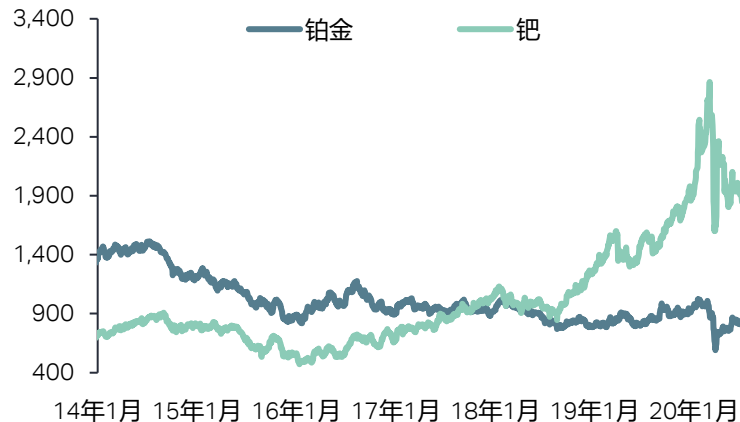
## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司

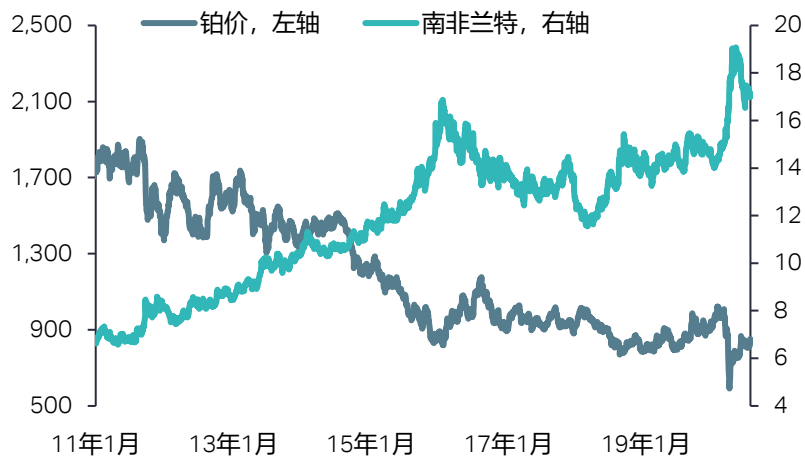


## 铂金&钯金价格 美元/盎司



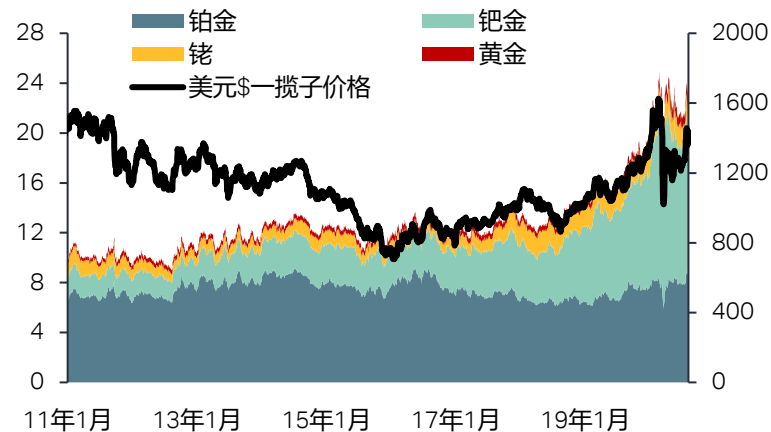
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



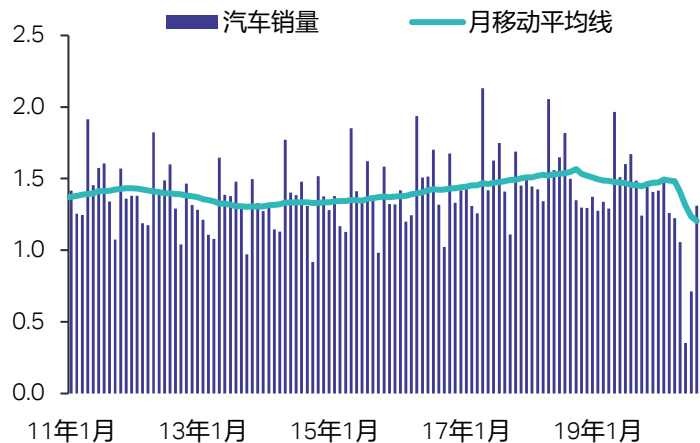
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



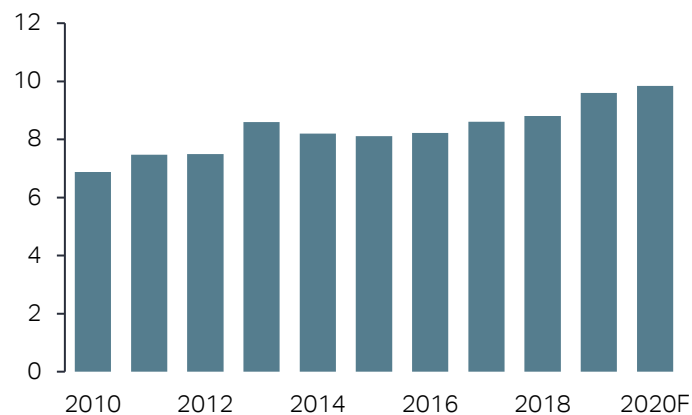
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

跟随其他贵金属的上涨步伐，7月17日**钯金**价格突破2,000美元/盎司这一重要心理关口。之后至月底钯金一直交投于该价位上方，28日曾触及2,343美元/盎司的高点，随后大跌254美元，月末报收于2,088美元/盎司。

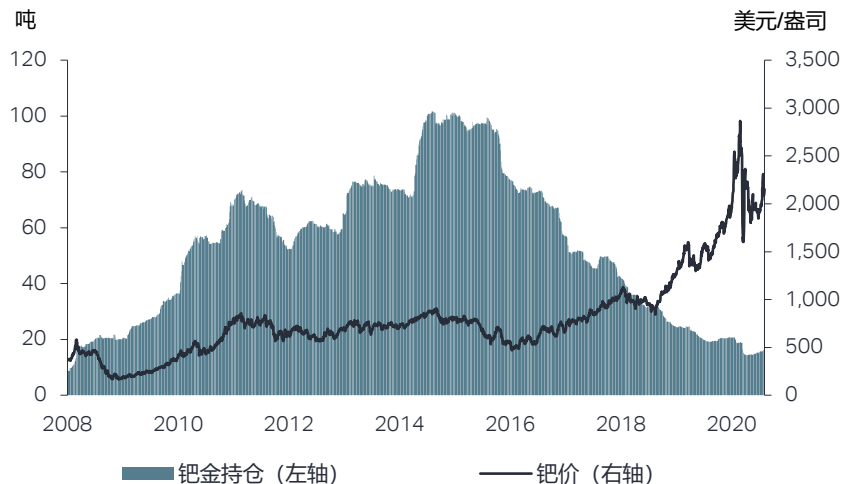
- 钯金继续保持主要贵金属中最为强劲的供需基本面，因此尽管经济大环境不佳，也应继续有良好的表现。我们已把所预测的今年三季度钯金均价上调50美元，至2,150美元/盎司，价格低点预测值也上调为1,890美元/盎司，其余预测值则保持不变。
- 鉴于中国汽车需求持续超出预期，下半年美国汽车需求也有望转强，而南非的钯金供应量又下降，四季度钯金均价或将涨至2,400美元/盎司，甚至有望上试2月份所创出的价格高点。
- 预计2021年一季度汽车需求将强劲复苏，受此推动钯价可能攀升至3,000美元/盎司的新高点。第二季度的均价和高点则将有所回落，分别为2,500美元/盎司和2,900美元/盎司。
- 在当前宏观经济大环境下，投资者对钯金的兴趣升温，使得7月份管理基金持有的Nymex钯金期货净多头仓位较上月翻了一番多，月底时达到35.9万盎司，不过仍比年初时的数字低30%。
- 在6月份期货合约到期前，5月份Nymex的钯金库存量劲升63%。之后库存量变化甚微，7月份的库存量也与6月份持平，月末时为4.7万盎司。
- 7月份全球钯金ETP的持仓量上升8%，南非和美国的基金都已增仓。目前总持仓量为54.9万盎司，仅比年内低点48.7万盎司高出15%。

# 钯金市场现状与展望

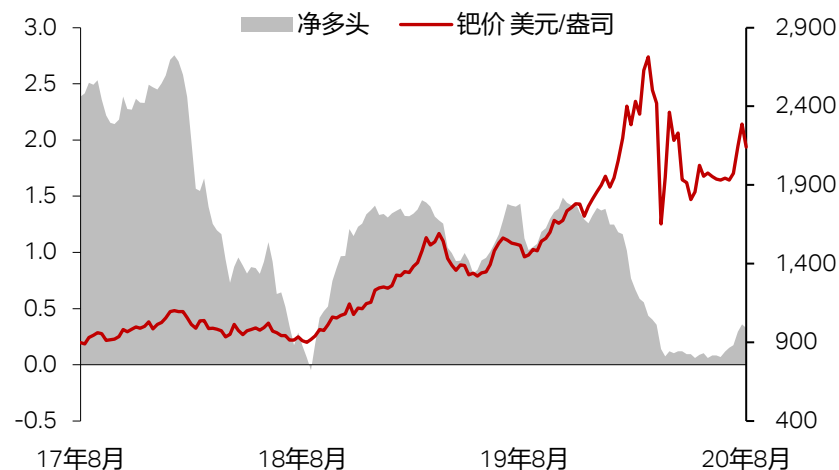
- 在矿产钯金供应方面，因存货加工数量减少，今年上半年诺里尔斯克镍业公司的钯金产量同比下降17%。该公司维持全年产量指引不变，意味着下半年产量至少需增长9%。
- 此外，由于越来越多的人在家办公，汽车的平均使用寿命将进一步延长，受此影响，钯金回收的供应可能受限。IHS信息咨询公司近期发布的报告显示，2002年以来美国轻型汽车的平均使用寿命已提高2.6年，随着疫情爆发后人们的买车和用车行为发生更大变化，还可能进一步提高。
- 7月份，美国季节因素调整后的汽车年化销量连续第四个月上升。目前预计全年销量为1,450万辆，已较4月份时的预测数字800万辆大幅上调。
- 再来看中国汽车需求，7月份汽车业库存指数上升5.9个百分点，显示市场需求走低。汽车销量放缓归因于两个因素，一是季节性因素，夏季往往为消费者购车淡季；二是各地促销活动透支消费者购车需求。总体来看，今年中国汽车市场仍有望保持强劲，预计总销量将达2,300万辆，仅较去年下降6%。
- 由于公共交通工具使用量下降24%，而且一个家庭拥有两辆汽车已成为潮流，6月份韩国汽车销量增长7.6%。
- **价格预测风险因素：**美国停发联邦失业救济金，中国刺激措施实施期限届满，都可能打压汽车需求，导致汽车业销量预期遭进一步下调。若汽油车发动机后处理系统中铂金的应用量大幅增长，钯价下行风险也将增大。

# 钯金市场现状与展望

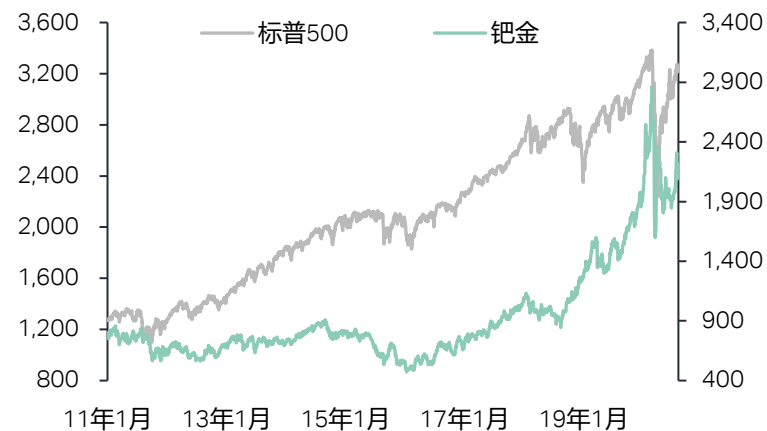
## 交易所上市基金, 吨



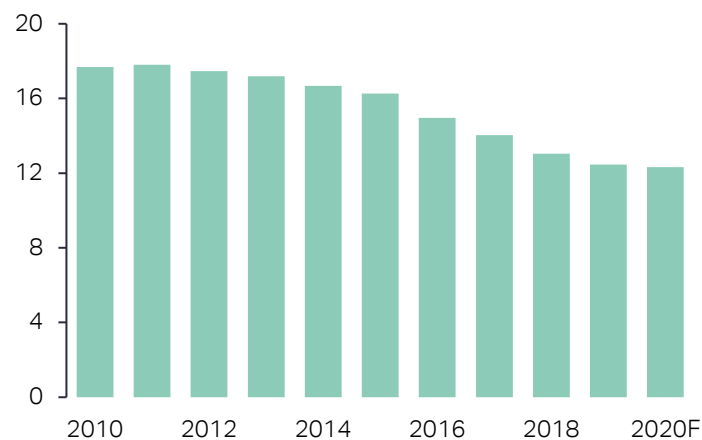
## Nymex 钯金净多头仓位\*, 百万盎司



## 钯价 & 标普 500

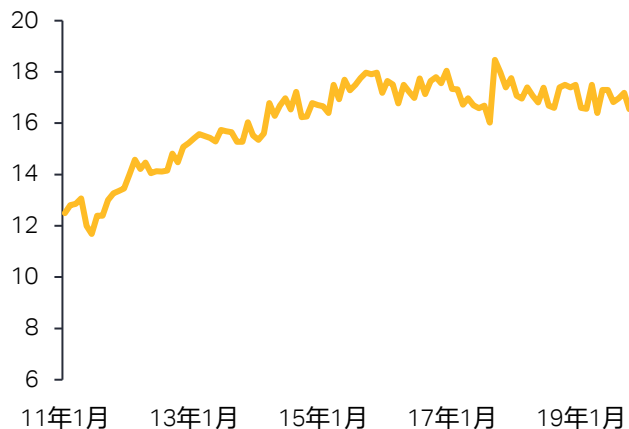


## 钯金地上存量\*, 百万盎司



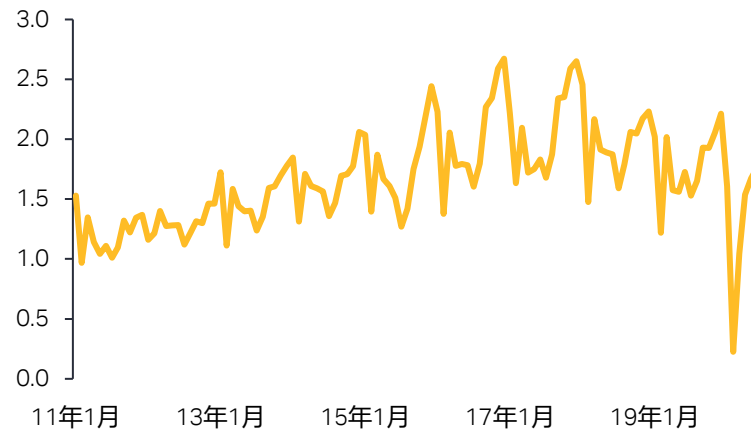
# 钯金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



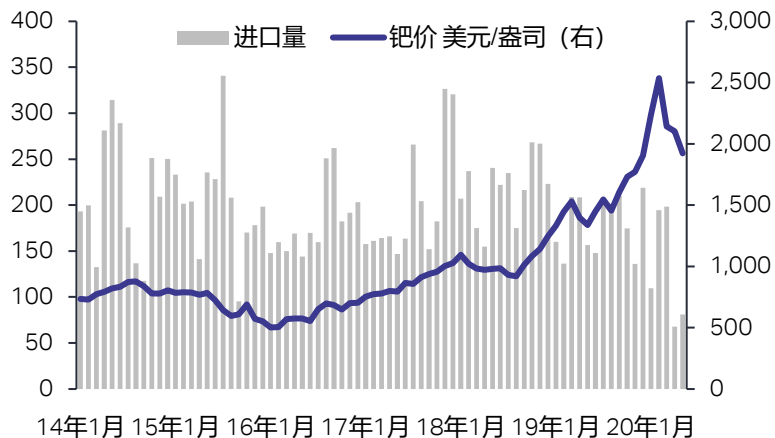
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



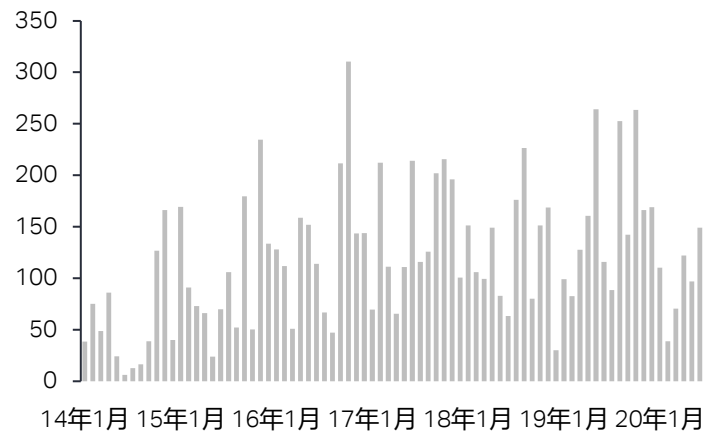
来源: Bloomberg

## 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

**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。