



# Metals Focus

## 贵金属月报

第58期 - 2020年9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)

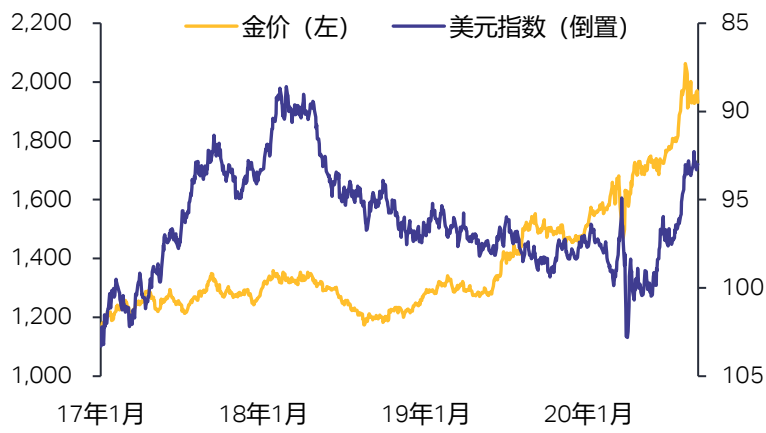
---

# 宏观经济现状与展望

- 8月份全球股市进一步走强，延续与经济基本面背道而驰的走势，其中美国股市已从3月份的低点飙升近55%并创出历史新高。虽然9月初出现回调，本年迄今标普500指数仍上涨了7%。
- 3月份金融市场动荡以来，多国央行和政府持续实施的货币和财政刺激措施支撑风险资产走强，美联储最近提出的货币政策框架更进一步提振了市场风险偏好。
- 在新政策框架下，美联储实行2%平均通胀目标制，显示其会在更长时段内容忍通胀率高于2%。这意味着美国的政策利率将长时间保持在低位，目前联邦基金利率期货显示，至少在2022年12月前美联储不会加息。
- 在这一大背景下，一些远期通胀率数字已从极低基数水平上小幅走高，使得债券的实际收益率进一步走低。举例而言，美国五年期平准通胀率已从3月份0.2%的低点回升至新冠肺炎疫情爆发前的水平（约1.7%），五年期和三十年期国债收益率的息差也扩大至122个基点，导致国债收益率曲线的陡峭程度升至2016年12月以来最高水平。
- 展望未来，由于债券的实际收益率仍处于负值，股市大幅回调的风险也较大，贵金属仍将对投资者具有吸引力。此外，虽然经济指标已缓慢改善，全球大多数国家的经济复苏仍然较缓，实际增长仍然低迷。
- 不仅如此，由于主要储备货币间的利率差长时间处于低位，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

## 金价与美元指数



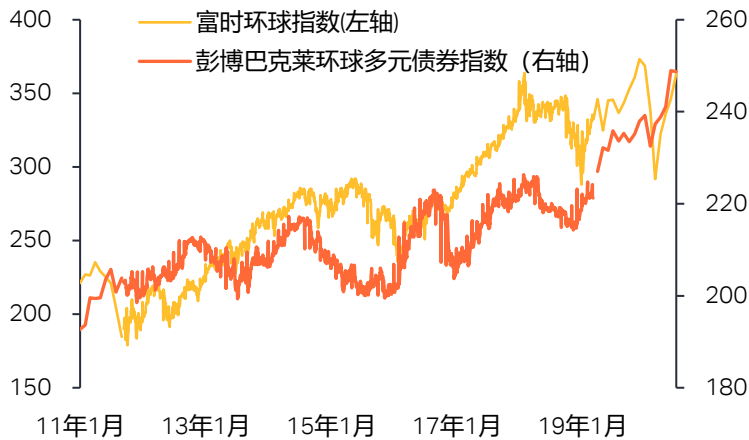
来源: Bloomberg

## 美国5年平准通胀率 %



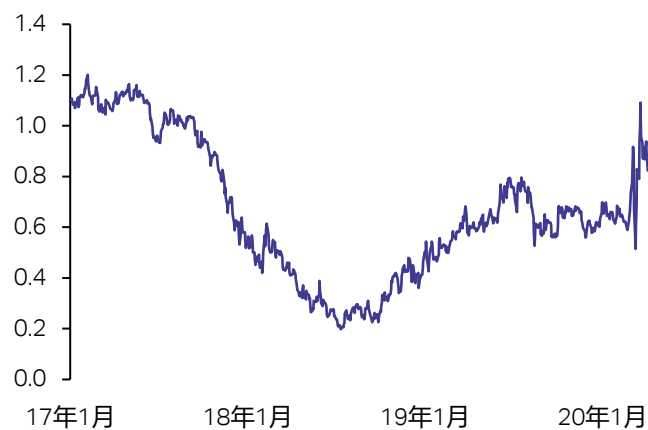
来源: Bloomberg

## 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

7月份强劲上涨后，8月初黄金价格继续走强，8月7日触及2,075美元/盎司的新高，这一波涨势戛然而止，12日大幅回撤至1,863美元/盎司的低点。此后，月中金价再次试图突破2,000美元/盎司关口未果后，在1,900-2,000美元/盎司区间内整固，盘整走势一直延续至9月初。

- 近期金价走势在很大程度上反映出投资者风险偏好强劲，全球市场的波动性减弱，这两大因素导致黄金上涨势头受阻。
- 正如上期月报中强调指出的，近期推动黄金创出新高的新流入资金中有一些可能只是短线资金。随着投资者获利了结，这些多头仓位迅速大幅回落。
- 例如，8月份管理基金持有的Comex（纽约商品交易所）黄金期货总多头仓位回落26%，同时总空头头寸飙升36%。截至8月25日，净多头仓位为868万盎司，创2019年5月份以来新低，较7月份的近期高点大幅下降38%。
- 不过美联储提出了新政策框架，美国可能推出新的财政刺激措施，美元也大幅走弱，都为金价提供强劲支撑。
- 这在黄金ETPs（交易所交易产品）的良好需求上表现得很明显。资金继续不间断地流入黄金ETPs，其中很多投资者都倾向于中长期投资。
- 由于债券负收益率进一步扩大，投资者警惕股票估值过高，美元持续走弱等因素都利好于黄金投资，我们仍看多金价前景。不过可能在明年金价创出新高之前，今年剩下时间内金价可能长时间维持震荡整固走势。

# 黄金市场现状与展望

## ➤ 主要实物黄金市场状况:

- 8月份上海黄金交易所的基准价格继续较伦敦市场金价大幅折价，折价幅度已自有记录以来首度超过100美元/盎司。虽然七夕节（8月25日）期间首饰零售销势较旺，但深圳水贝（中国首饰制造和批发中心所在地）出现新冠病毒确诊病例，导致首饰商对增加库存持更为谨慎的态度。
- 印度国内黄金成交价也较到岸成本价折价20-30美元/盎司。目前印度大部分地区的零售店都已重新开门营业，但销售活动仍比去年同期低50-60%。随着9月份节日季节和婚礼季节的到来，预计印度黄金需求将开始复苏。尽管如此，我们认为需求量仍将同比下降20-30%。

➤ 在矿产金供应方面，7月底北朝矿业公司（Northern Dynasty Mineral）位于阿拉斯加州的Pebble项目（全球最大的未开发铜-金矿山之一）获得了美国陆军工程师兵团(USACE)出具的有利环境影响评估报告，被认为是项目推进取得的重大进展。不过8月份出现了新的政治反对意见和更多监管障碍，可能导致项目开发进一步延迟。

➤ **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。如果主要经济体再次大规模实施防疫封锁措施，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可能会导致避险需求下降。即将到来的美国大选也可能导致市场动荡，不过其对金价的影响将是短暂的。中美紧张关系进一步升级也会让黄金受益。

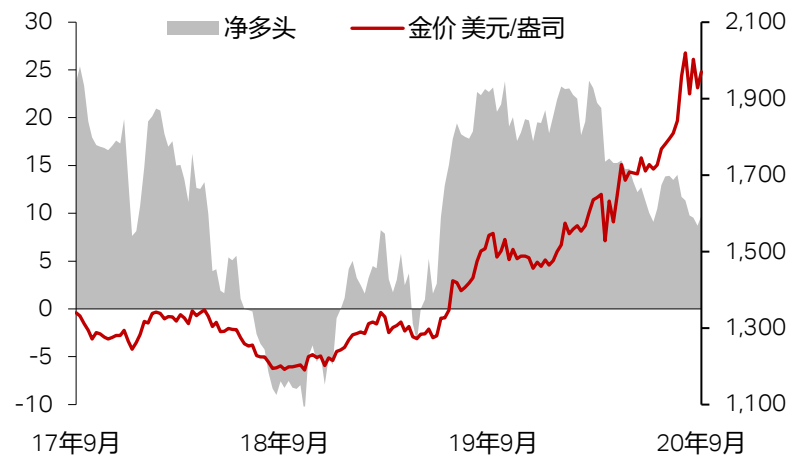
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



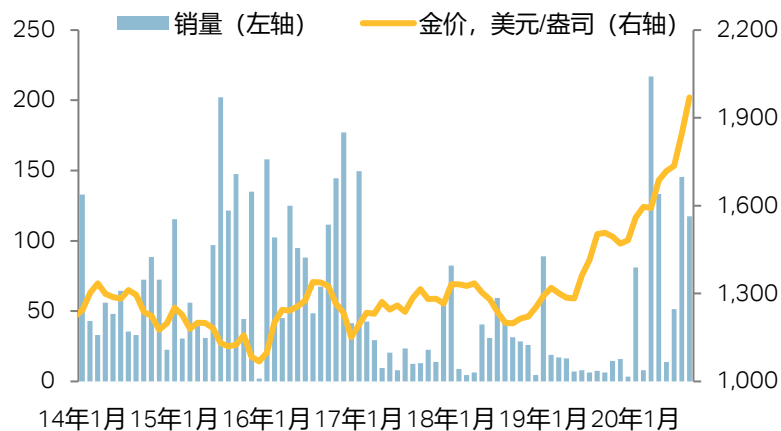
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



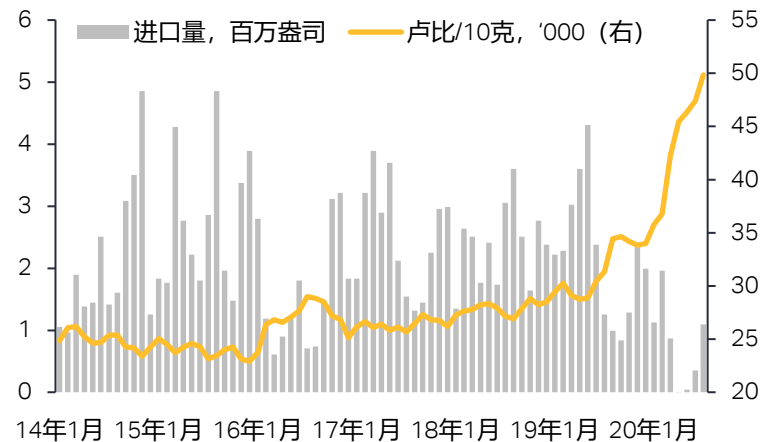
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

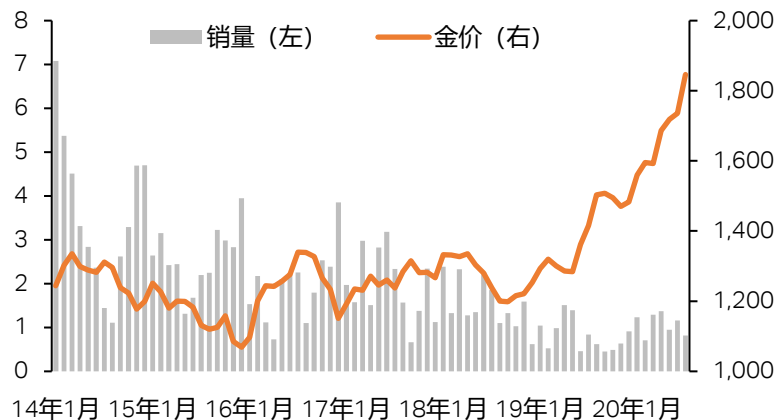
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

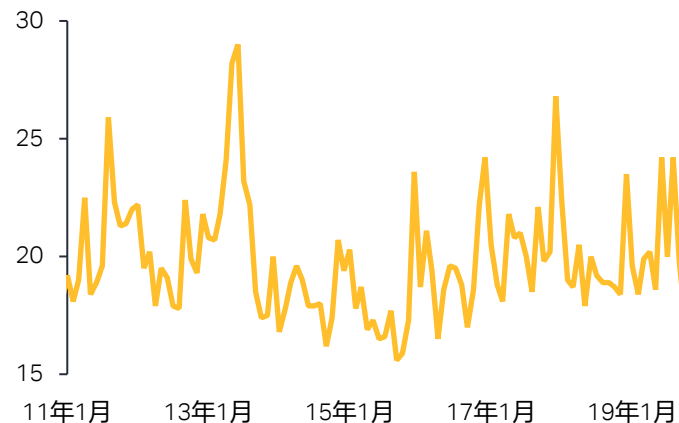
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



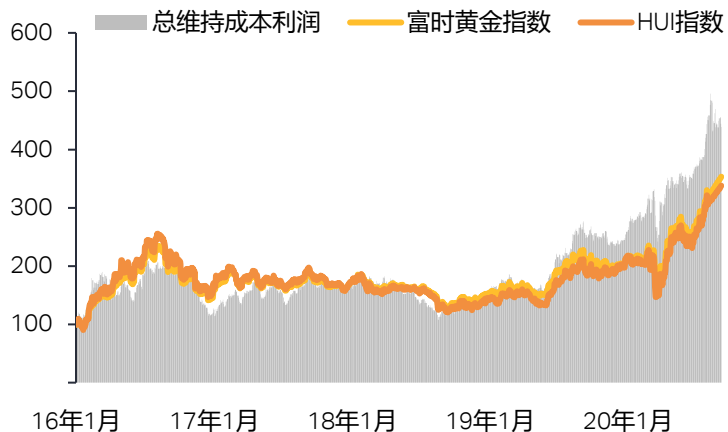
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



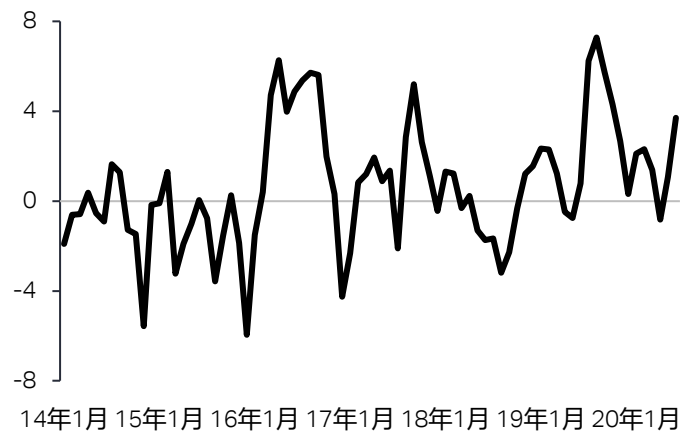
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

## 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

8月初，白银价格呈近乎直线上涨的强劲走势，8月7日涨至29.86美元/盎司，涨幅达28%，创七年来新高。之后银价虽大幅回撤，12日跌至24美元/盎司下方，但快速反弹，在接近30美元/盎司处再次遭遇强阻力。截至9月初，本年迄今银价涨幅达50%，在主要贵金属中仍表现最佳。

- 与7月份一样，8月份银价飙涨得益于两大因素：一是随着避险需求日益上升，投资者看好黄金；二是随着对中国经济复苏的乐观情绪日渐升温，投资者日益看多基本金属走势。白银与黄金的高贝塔相关关系，更促使短线资金大幅买入白银。
- 鉴于白银的波动率高，在其上涨动能衰竭后短线投资者可能大幅获利了结或许并不出乎意料。该现象在Comex表现得尤为明显：7月21日至8月11日期间，管理基金持有的白银期货净多头仓位下降逾一半，之后才开始有所回升。
- 相比之下，8月份大部分时间内资金仍继续流入白银ETPs，截至8月24日全球白银ETPs的总持仓量已升至10.5亿盎司，再创历史新高。不过随着银价波动率飙升，对近期银价将进一步回调的担忧浮现，8月份ETP的增仓步伐已放缓至3月份以来新低。
- 展望未来，我们已上调所作银价预测。鉴于上涨期间白银往往能跑赢黄金，虽然预计短期内金价难以突破8月份的高点2,075美元/盎司，未来数周内银价则可能涨破30美元/盎司（预计今年剩下时间内的高点为31美元/盎司）。
- 进入2021年后，由于近月提振白银投资吸引力的因素将继续存在，预计银价有望进一步走高。白银的贝塔系数高，也将促使投资者踊跃交易白银，将之视为以加杠杆的方式炒作黄金，因此2021年三季度金/银价格比率有望进一步收窄。

# 白银市场现状与展望

- 住友商事旗下的San Cristobal矿山是玻利维亚最大产银矿山，由于爆发新冠肺炎疫情，该矿山于8月24日暂时停产。这已是该矿山因爆发疫情而第二次被迫停产，最初停产是3月份，直到5月份才复产。
- 北美地区的白银零售投资需求仍保持强劲。8月份美国老鹰银币销量较上月翻了一番多，至259万盎司，创五个月来新高。不过需要强调指出的是，该销售数字仅部分反映出美国零售投资需求的真实图景，原因是3月份爆发新冠肺炎疫情后老鹰银币销售一直面临供应短缺。
- 在印度，卢比计价的银价飙涨至创纪录高位，加之经济下行，都打压白银需求并促使白银回收供应量上升（尤其是农村地区表现得尤为明显）。因此8月份印度国内白银成交价已较到岸成本价折价2-3美元/盎司。这也有助于解释7月份印度白银进口量同比剧降83%至167吨后，8月份进口仍旧较低。
- 在疫情导致的供应中断迫使项目建设推迟之后，得益于多国政府为提振可再生能源（光伏发电）和基础设施建设（5G网络）投资而推出的系列刺激措施，光伏发电和5G网络领域的白银用量正逐步回升。相比之下，受消费者信心脆弱和支出减少的影响，消费电子产品业和汽车工业的复苏则慢于预期。
- **价格预测风险因素：**正如前面“黄金市场”部分所述，新冠肺炎疫情演变趋势也是影响银价上行和下行的主要风险因素。就影响白银的特别风险因素而言，若一些国家尤其是中国宣布推出更多财政刺激措施，将显著推动工业部门白银用量的回升。

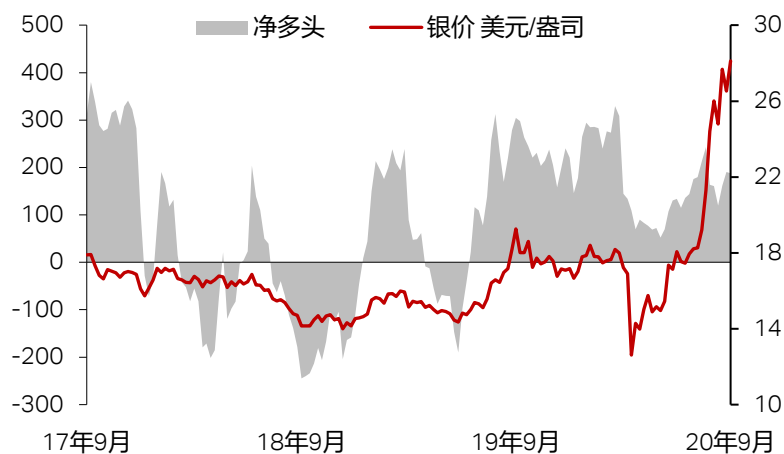
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Comex 白银净多头仓位\*, 百万盎司



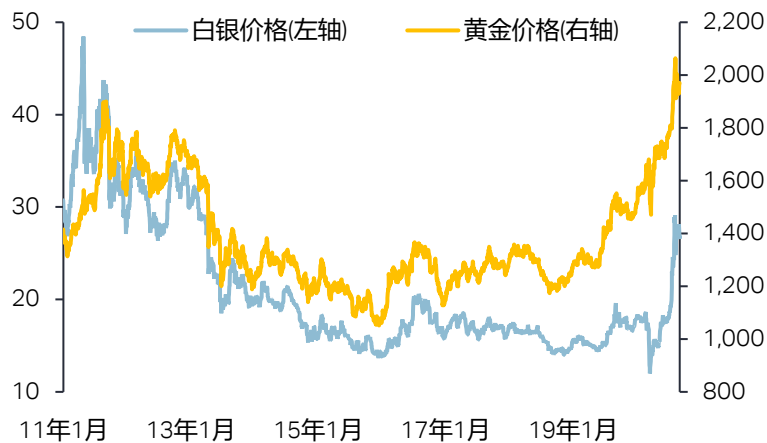
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

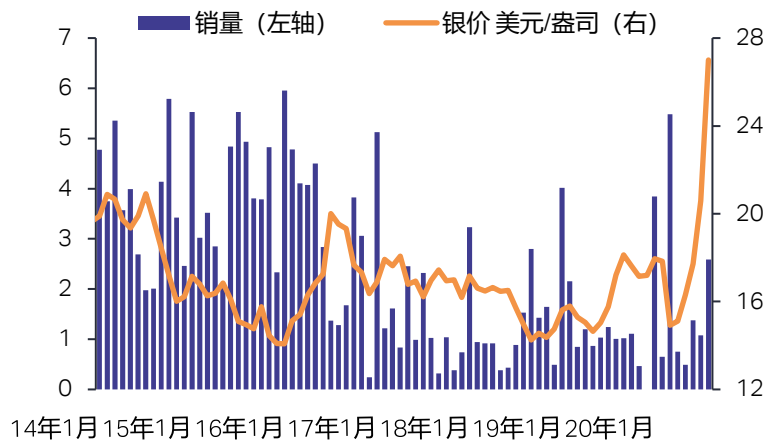
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

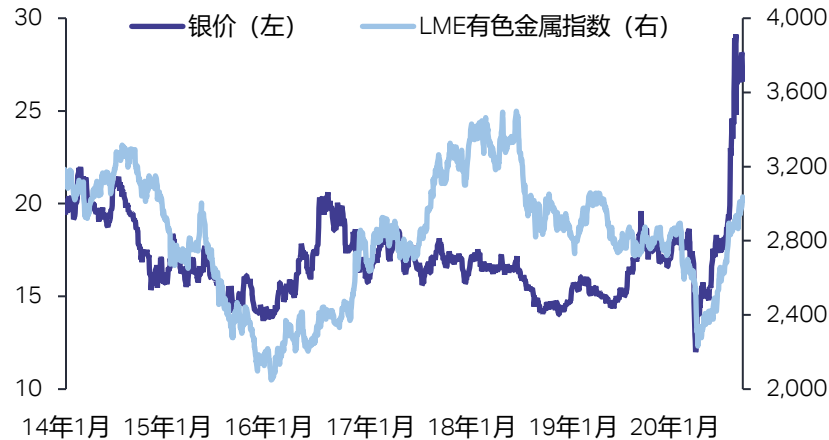
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



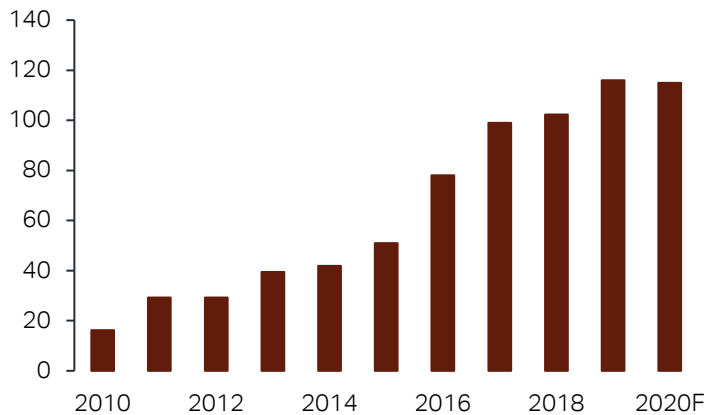
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



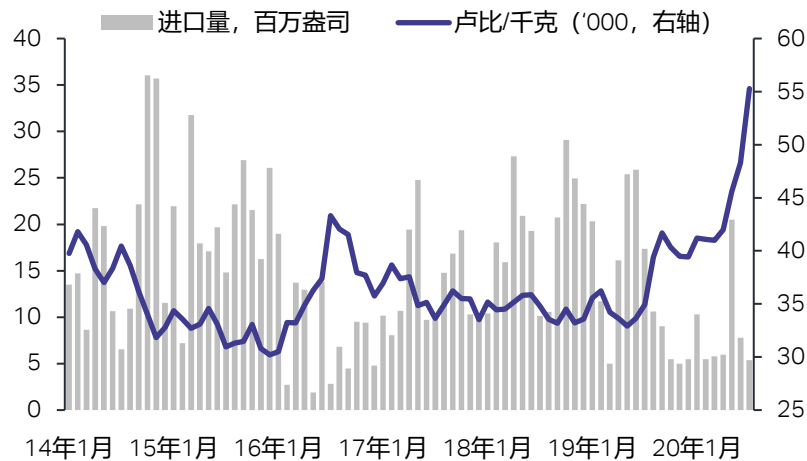
来源: Bloomberg

## 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

得益于黄金和白银的上涨，8月底铂金价格报收于932美元/盎司，较上月收盘价上涨27美元。期间铂价涨幅甚至一度超过其余贵金属，8月6日曾触及997美元/盎司，但随着投机性空头仓位激增，之后至月底逐步走低。

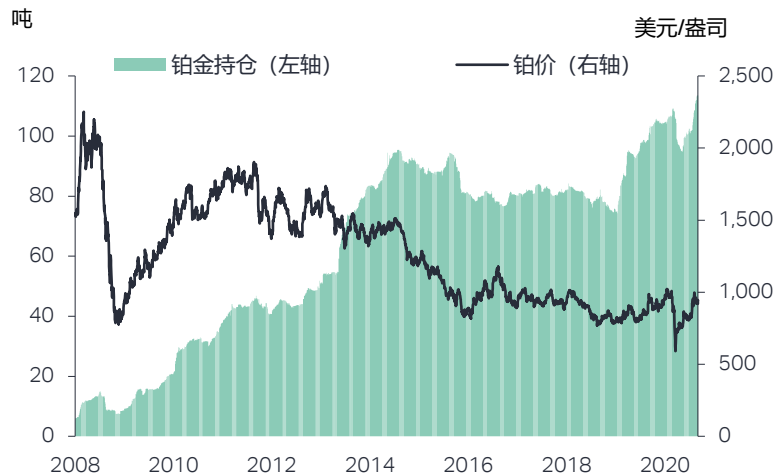
- 我们预计今年三季度铂金均价为925美元/盎司左右，将保持当前价格水平。鉴于当前经济大环境下铂金被视为遭低估的资产，投资者对其兴趣上升，加之南非铂金生产又面临不确定性，我们预计三季度铂价将保持在800美元/盎司上方。此外，鉴于金价屡创新高，而当前铂价表现较年初相对落后，三季度铂价仍有望涨破1,000 美元/盎司。
- 考虑到南非的铂金供应日益正常化，我们预计今年四季度铂金均价为915美元/盎司。汽车业需求复苏和投资者对铂金兴趣不减这两个因素，应能使铂金/黄金价格比率在当前水平保持至2021年。预计2021年三季度铂金均价为1,020美元/盎司左右，高点有望达到1,150美元/盎司，季度内也应不会跌破850美元/盎司。
- 8月份，管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净仓位下降近三分之一，至59.1万盎司。虽然净多头仓位大致与上月持平，但投资者利用金价和铂价走高之际做空铂金，导致空头仓位数翻了近一番，月底时达到50.9万盎司。由于期货转现货时的溢价虽有所降低但始终存在，8月份Nymex铂金库存量上涨9.2万盎司，月底时达到49.2万盎司。
- 铂金ETP的持仓量则刷新历史高点，8月底时达到370万盎司，较上月增加6%。美国和其他地区的铂金基金继续增仓，增幅达两位数，但南非铂金基金的持仓量变动甚微，欧洲和日本的铂金基金也仅小幅增仓。
- 8月份之前的5个月上海黄金交易所的铂金交易量大幅上升，但随着月内铂价上涨，8月份交易量回落至5.7万盎司，创年内第二低值，但同比仍上升19%。

# 铂金市场现状与展望

- 8月份香港铂金进口量较上月激增87%，至15万盎司，创2018年9月份以来月进口量新高。相比之下，因Nymex期转现时的溢价下降导致对铂金条的需求有所缓和，8月份瑞士铂金进口量则较7月份下降63%。至7.3万盎司。
- 在南非铂金供应方面，基础设施老化和寒冷的天气令南非国家电力公司的处境雪上加霜。目前南非高达11GW的发电能力因故障而不能使用，全国正实施第四阶段拉闸限电。该国铂族金属生产商被要求关闭一些地下采矿冷却设备和冶炼炉。数量有限的冶炼炉临时关闭，生产商尚可以在以后将产量追回，但长时间拉闸限电势必会导致产量下降，与去年一季度时的情况类似。
- 在汽车需求方面，7月份柴油车在至关重要的欧洲市场上所占份额继续小幅下滑，至28.2%。在德国市场上纯柴油燃料内燃机汽车所占份额也于近年来首次降至30%以下，不过若计入柴油燃料混合动力汽车的销量，其市场占有率仍高于30%。
- 在化工业铂金需求方面，预计东南亚地区的聚合物新产能建设将推迟。今年早些时候我们预计全年化工业的铂金需求量将下降5%，考虑到疫情期间资源短缺，项目的经济性因中国相对激进的供应策略而弱化，以及长时间实施防疫封锁措施诸因素的严重冲击，目前我们预计需求量的降幅可能达到两位数。
- 据估算，2020年全球氢需求量将达到1.12亿公吨左右，其中有约1%-4%是采用有利铂金需求走强的绿色技术所产出。虽然监管支持力度加大，碳减排也很受重视，今年电解制氢领域的铂金需求仍将较为温和。
- **价格预测风险因素：**全球尤其是欧洲的汽车电气化进程加速，随着新冠病例数再次上升，欧洲汽车生产面临诸多挑战，都可能对铂价构成压力。另一方面，绿色技术的应用加速，投资者对铂价前景继续持乐观看法，以及供应方面的挑战，则有望推高铂价。

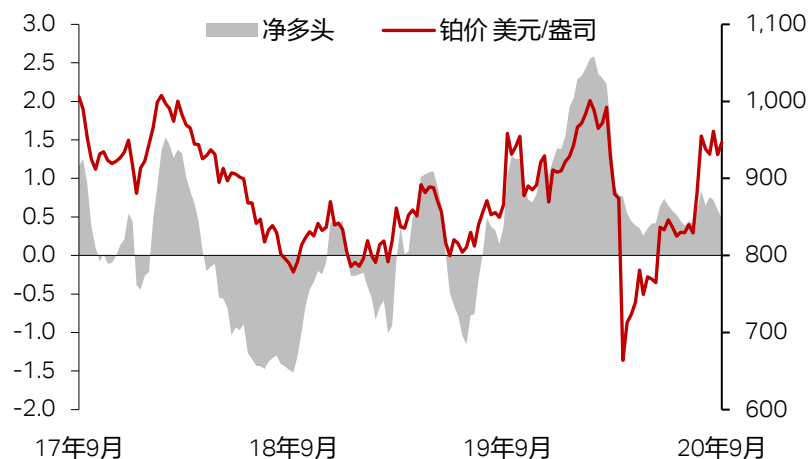
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，吨



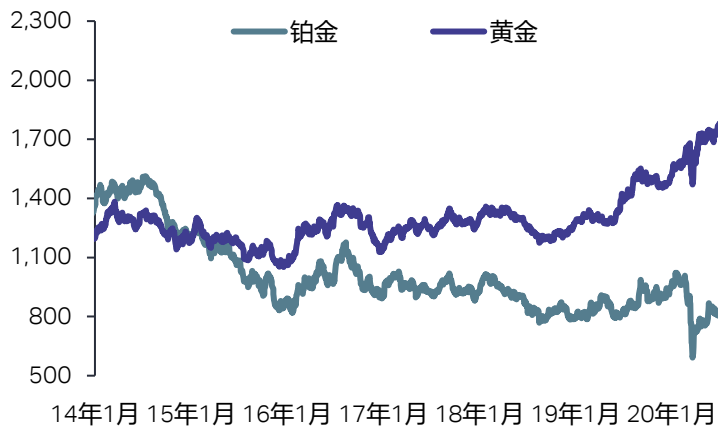
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



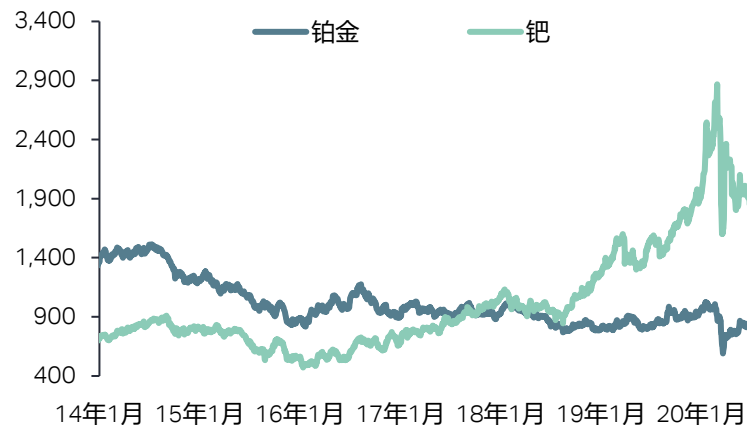
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

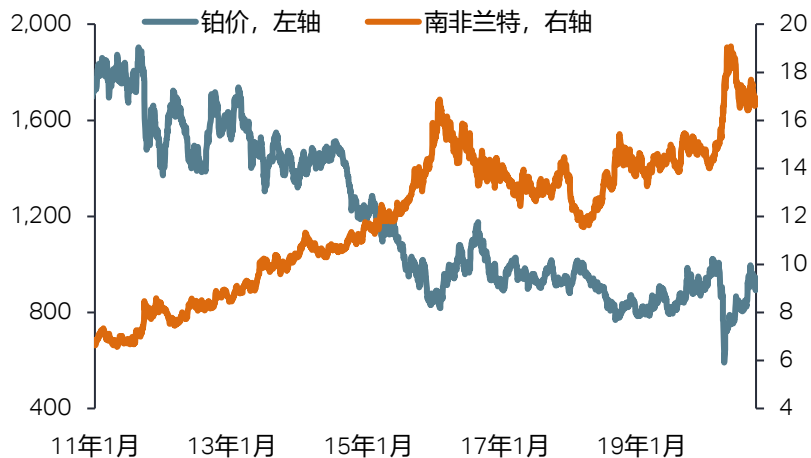
## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

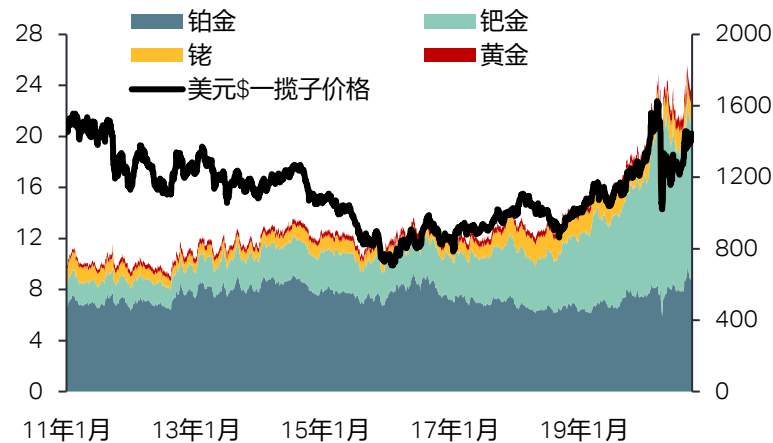
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



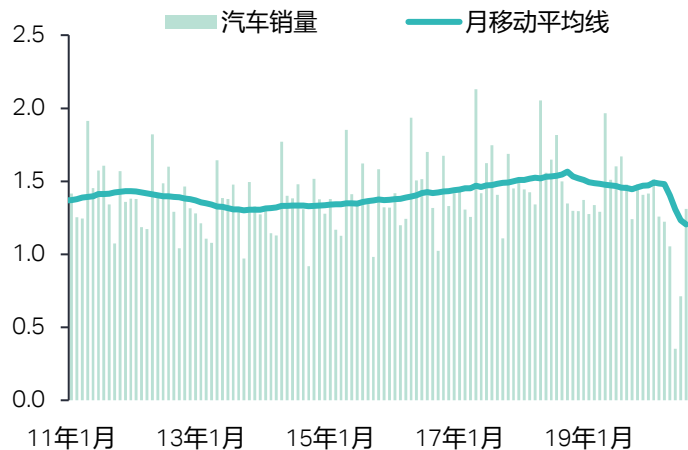
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



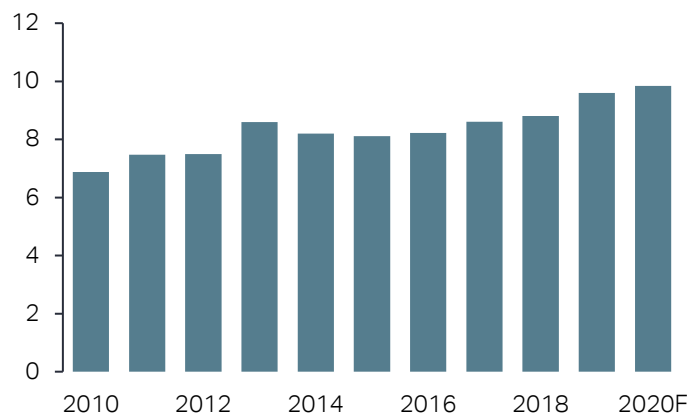
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

与铂金一样，钯金价格也得益于黄金和白银上涨的外溢效应，但8月底报收于2,246美元/盎司，主要得益于主要市场上汽车需求回升幅度好于预期。

钯金的基本面实际需求温和回升，以及投资者在当前经济大环境下寻求投资组合多元化，因此我们维持今年三季度钯金均价和低点的预测值（分别为2,150美元/盎司和1,890美元/盎司）不变。由于全球供应企稳将使钯价涨幅受限，预计三季度的高点不会超过2,400美元/盎司。

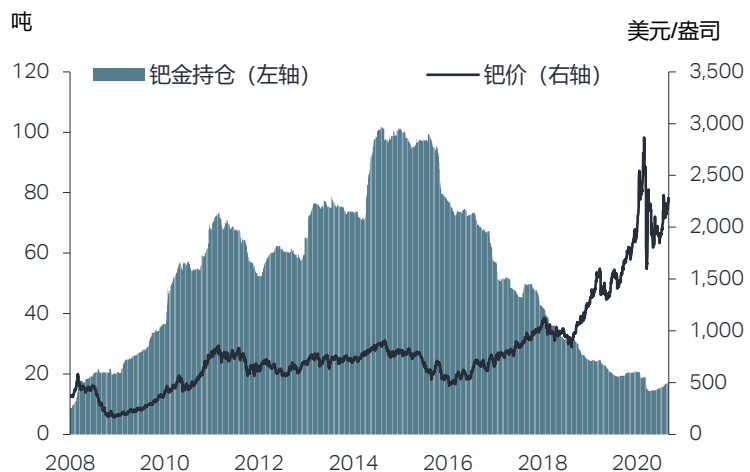
- 随着三季度复苏加速，四季度钯金供应和需求都应实现正常化。据此我们预计四季度钯金均价为2,350美元/盎司，成交价将持续高于2,000美元/盎司，甚至有望上试 2,700美元/盎司。预计涨势将延续至2021年一季度，季度均价将涨至2,500美元/盎司，超过今年一季度创出的历史峰值。2021年二季度和三季度钯金均价有望上试前高点并创出3,000美元/盎司的新高，价格低点则分别为2,400美元/盎司和2,500美元/盎司。
- 8月期间，管理基金持有的Nymex钯金期货净多头仓位下降12%，至31.6万盎司，原因包括投资者转向其他金属，以及对买入2018年9月份以来价格迭创新高的钯金持更为谨慎的态度。
- 5月初至7月底期间，Nymex的钯金库存量变化较为平稳，但之后飙升152%，至10.7万盎司，这反映出CME（芝加哥商品交易所集团）交易规则的更改，允许交易商持有更大数量的仓位。
- 钯金ETP的持仓量也变化不大，仅增加3%，8月底时为56.6万盎司。日本、美国和欧洲钯金基金的持仓量分别增加10%、6%和3%，而由于部分投资者获利了结，南非钯金基金的持仓量则减少2%。
- 得益于需求增长，6月和7月期间日本、香港和韩国的钯金进口量都高于历年平均水平。

# 钯金市场现状与展望

- 在矿产钯金供应方面，因新冠肺炎疫情导致承包商遣散人员，Blitz矿山扩产项目已被推迟18个月实施。这也让西班牙-静水矿业公司在遭遇矿山地面控制难题后有更好时间了解矿体。预计该项目竣工后，Blitz矿山的钯金产量将增加15万盎司。
- 在对钯金需求而言至关重要的汽车行业，虽然市场产量销量复苏步伐不一，但已经超出预期。预计今年全球汽车总产量仍将较2019年下降16%，钯金总需求量也将下滑12%，至780万盎司。
- 美国季节因素调整后的汽车年化销量已再次上调，至1,500万辆。经销商报告称库存已难以满足消费者对大排量汽车（其装载的催化剂系统中钯金用量高）的需求，而小排量汽车的库存量则仍高于正常水平。
- 8月份中国乘用车和轻型商用车的销量同比增长4%，虽然增幅只有7月份的一半，但销量已连续第五个月上行。由于汽车销量稳健回升，加之每辆车的钯金装填量增加，预计今年中国汽车行业的钯金需求量将增长5%，至230万盎司。
- 在欧洲，西班牙、意大利、德国和法国政府出台汽车消费刺激措施后，7月份汽车销量均上升，但增长仍主要源于电动汽车，7月份电动车的注册量已创出新高。与铂金需求一样，预计今年欧洲汽车行业的钯金需求量也将大幅下降，降幅或达18%，至160万盎司。
- **价格预测风险因素：**有迹象显示，由于中国汽车零售增长放缓，被压抑的需求也在消退，大量补充库存后已出现库存过高的风险，这可能导致汽车业销量预期遭下调。若汽车制造商加大使用铂金来替代钯金的力度，钯价下行风险也将增大。

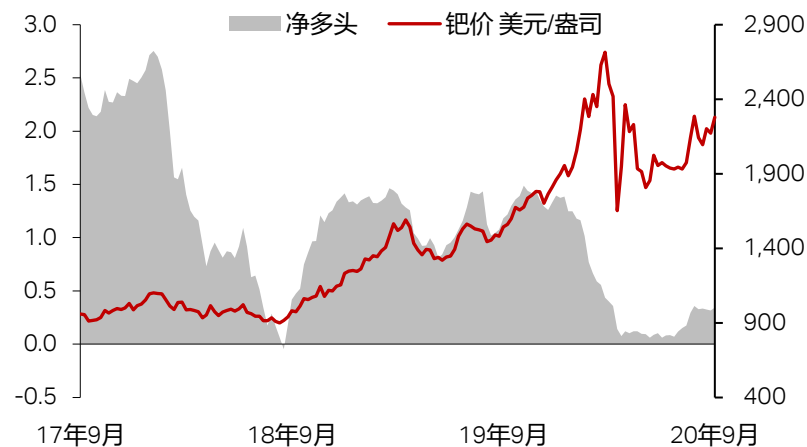
# 钯金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



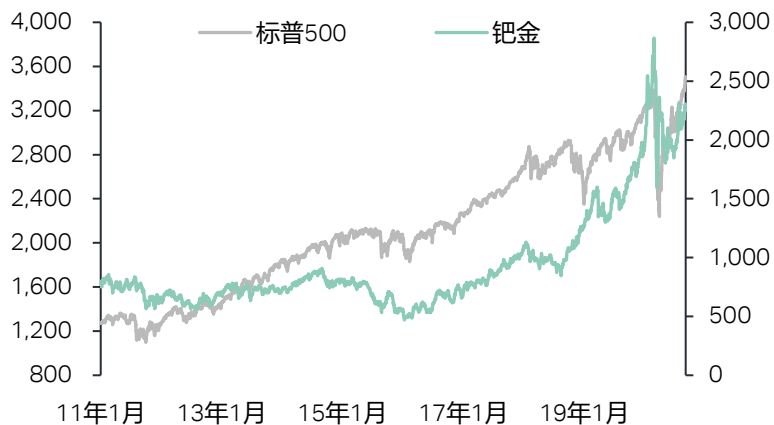
来源: Bloomberg

## Nymex 钯金净多头仓位\*, 百万盎司



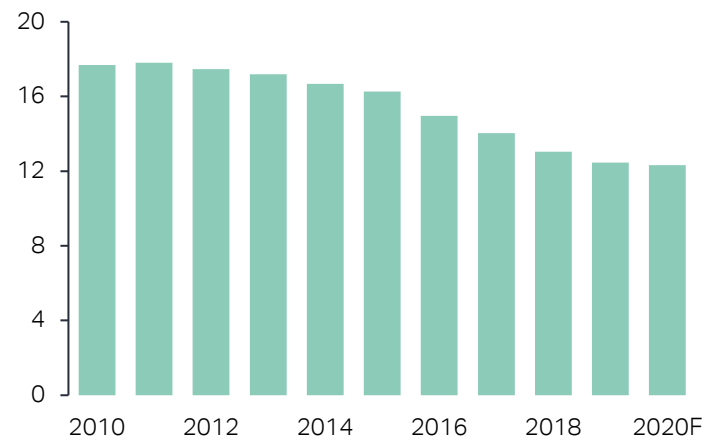
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

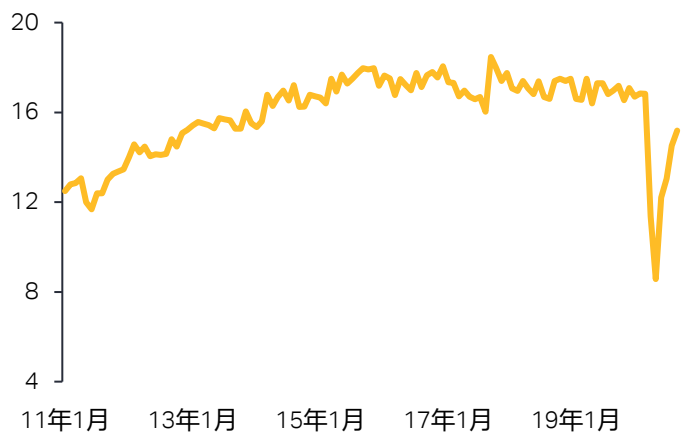
## 钯金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

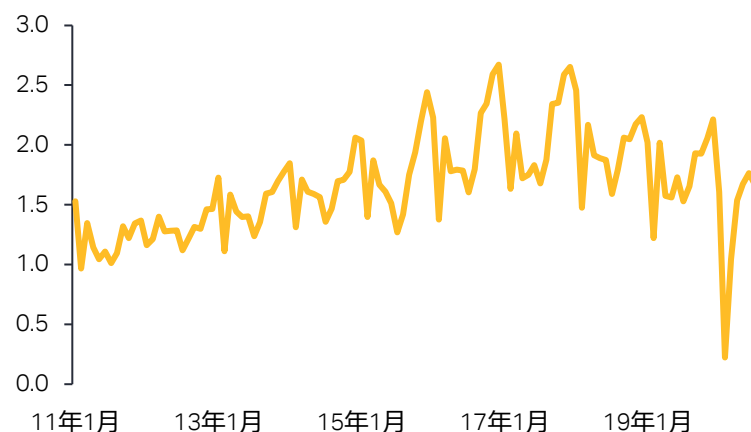
# 钯金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



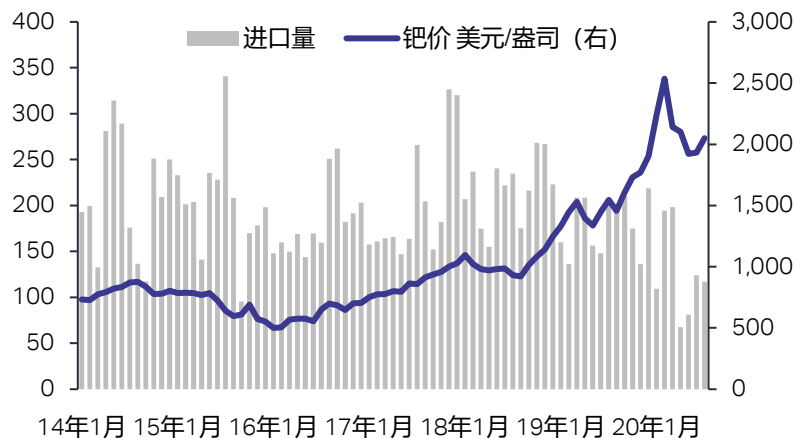
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



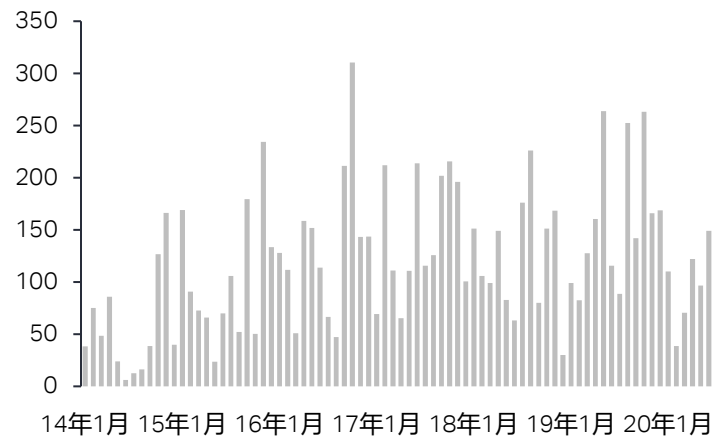
来源: Bloomberg

## 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](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。