



Metals Focus

贵金属月报

第69期 - 2021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



www.asahirefining.com



www.randrefinery.com



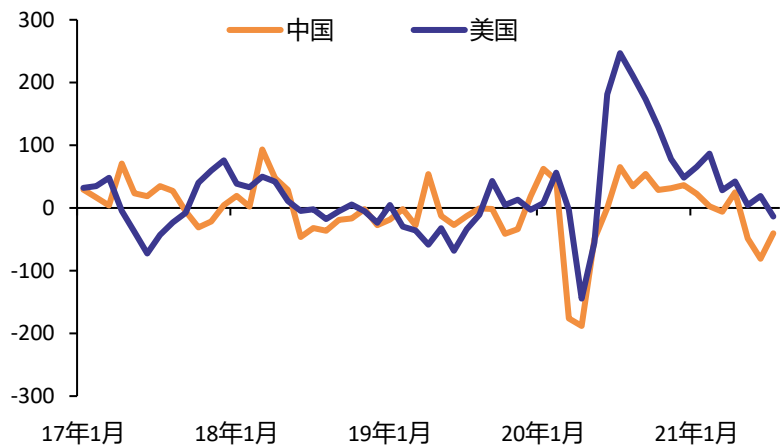
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 在6月份美联储出人意料地释放鹰派信号引发抛售潮后，7月份贵金属价格温和回升。这主要归因于市场担忧全球新冠肺炎确诊病例数持续攀升及其对全球经济的冲击，推动对贵金属等避险资产的需求上升。
- 全球两个最大经济体美国和中国的增长势头都已放缓，引发对全球经济复苏的怀疑情绪复现。作为例证，花旗银行的美国经济意外指数于十三个月来首度转为负值，中国经济意外指数更是连续三个月处于负值。
- 随着对经济将快速恢复常态的乐观预期消退，对美联储将更快加息的担忧也已减弱。目前的联邦基金利率期货显示，到2023年3月美联储才会加息，而6月份市场普遍预期2022年12月就会加息。
- 除7月中旬市场风险情绪曾短暂回落外，上述担忧基本上未能改变市场普遍看好风险资产的乐观情绪，例如股市就重拾涨势，同时债券收益率继续下滑。
- 负收益率债券的总规模持续扩大，7月份已超过16万亿美元，较上月上升逾20%，反映出大量资金流入债券市场。债券实际收益率也已下降，其中美国十年期通胀保护债券的收益率已降至历史低点。
- 尽管债券收益率大幅下行，但美元走强使贵金属价格的回升幅度受限。展望未来，即使美元走强仍是短期利空因素，宏观经济大环境依然支撑贵金属在未来十二个月期间走强。
- 在仍充满不确定性的经济环境下，对美联储会激进收缩宽松货币政策的担忧将受到抑制，叠加从新变异毒株蔓延到地缘政治紧张局势和贸易争端等诸多尾端风险，都构成将对全球市场情绪和股市涨势产生严重冲击的风险因素，最终会推动贵金属价格更大幅度上涨。

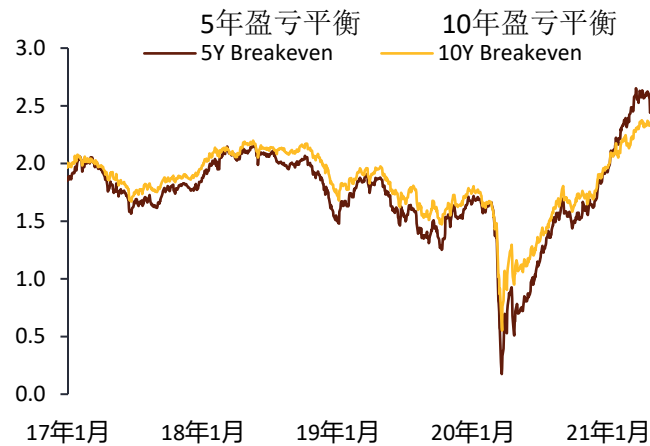
宏观经济现状与展望

经济意外指数



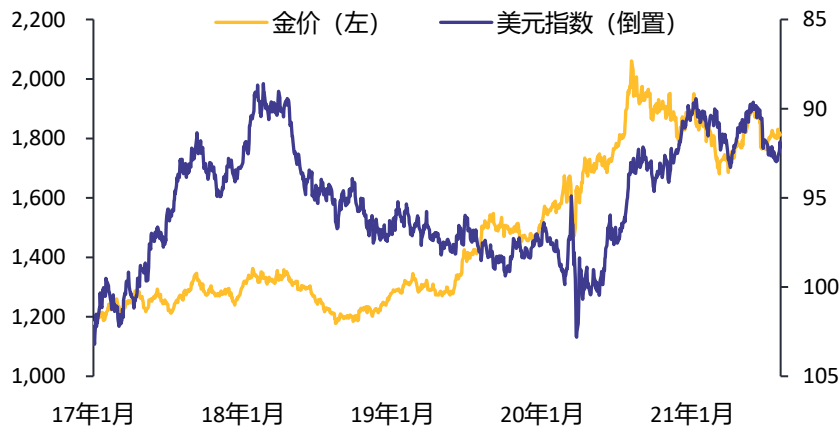
来源: Bloomberg

美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



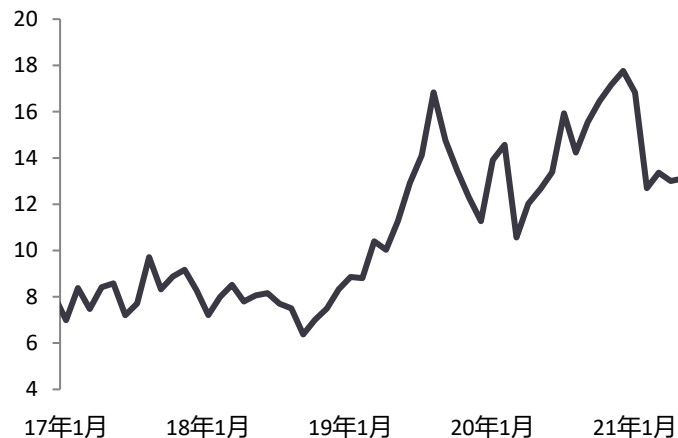
来源: Bloomberg

美元指数与金价



来源: Bloomberg

负收益率债券，万亿美元



来源: Bloomberg



黄金市场现状与展望

6月下半月大幅回调后，7月份黄金价格收复部分失地。月初金价触及1,766美元/盎司的低点，到15日已涨至1,834美元/盎司。之后上涨动能衰竭，直至八月初都主要在1,790-1,830美元/盎司区间内震荡整固。

- 美联储主席鲍威尔发表的讲话令投资者更加坚信未来一段时间内利率仍将维持在低位，导致债券收益率不断下降，是推动金价回升的主要因素。
- 不过对于股票等风险资产的乐观情绪，导致机构投资者对吸纳黄金的兴趣有限。例如，7月份黄金ETP（交易所交易产品）的持仓量就变动甚微，同时尽管管理基金持有的COMEX（纽约商品交易所）黄金期货多头仓位上升了47%，但以绝对数量计仍处于低位。
- 相比之下，西方国家的个人投资者则利用金价走低之机大量买入实物黄金，欧洲和北美地区金币和小金条的销量都已升至历史高位。
- 展望未来，我们仍看多金价走势，理由包括：鉴于通胀将只是暂时性的，对美联储将提早加息的预期并不成立。此外，德尔塔变异毒株蔓延的风险也不可忽视，该风险因素应能提振避险资产需求。
- 今年7月14日，菲律宾政府已把大洋黄金公司旗下Didipio矿山的采矿执照续期25年。在与省政府就运营执照问题发生争议后，该矿山于2019年7月1日停止生产经营。大洋黄金公司计划在12个月内使该矿山的地下采矿产能达到满产状态，到时每月将能产出10,000盎司黄金。
- 官方部门增持黄金继续为金价提供良好支撑，其中巴西在6月份增持了42吨黄金。今年上半年官方部门共计净买入333吨黄金，同比劲升63%。

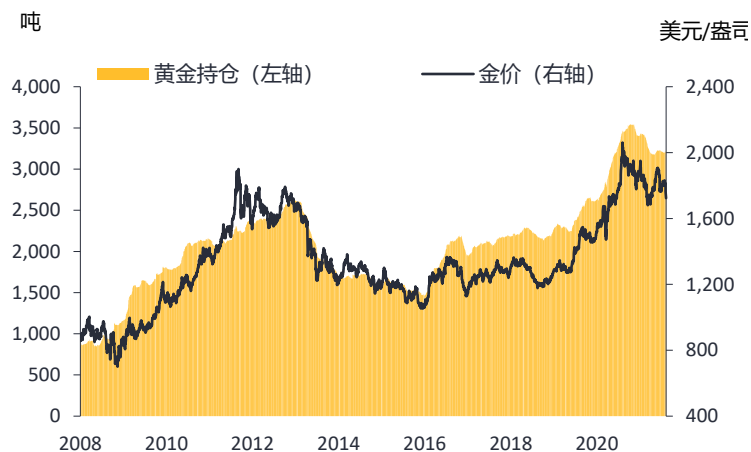
黄金市场现状与展望

主要黄金实物市场情况：

- 6月份大部分时段内**中国**国内金价都对国际市场金价折价，7月份已转为溢价，幅度为2-3美元/盎司。这主要归因于消费者和投资者趁金价回调之机买入，推动国内黄金需求持续改善。
- **印度**很多邦开始放松防疫限制措施，推动黄金需求回升。我们与印度业内人士的沟通显示，很多消费者利用金价回调之机购买黄金首饰，为将于9月份开始的婚礼季节作准备。7月份印度黄金进口量也激增至72吨，创出2018年以来该月黄金进口量的新高。
- 在**中东地区**，得益于金价回落，7月份土耳其黄金首饰出口量上升。不过受开斋节放假、消费者信心疲弱和新冠肺炎确诊病例数不断攀升的叠加影响，土耳其国内黄金首饰消费仍疲软（中东大多数国家都如此）。此外，旅行限制和阿联酋停飞南亚航线也对黄金需求造成冲击。
- 近月来，**西方国家首饰**市场强劲复苏。由于去年的基数低，对比今年和去年同期的统计数字无甚意义，但值得注意的是，很多首饰零售商和制造商（尤其是美国厂商）称其产销量较2019年上半年也已上升。首饰市场回暖主要得益于经济重启、消费者信心持续改善、旅行支出仍有限等因素。就美国而言，联邦政府提供的疫情救济支票在提振需求方面也发挥了重要作用。欧洲首饰总消费量仍低于2019年上半年，远不及美国，原因也正在于此。
- **价格预测风险因素**：若新出现的变异病毒株无法得到控制，将为黄金投资增长注入更大动力。另一方面，如果出现美联储将提前加息的任何迹象都可能导致短期内市场对黄金走强的信心逆转，并提振美元。

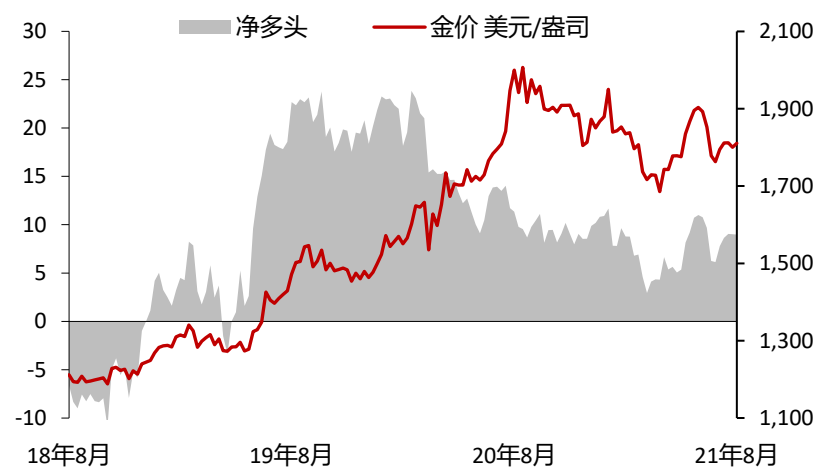
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



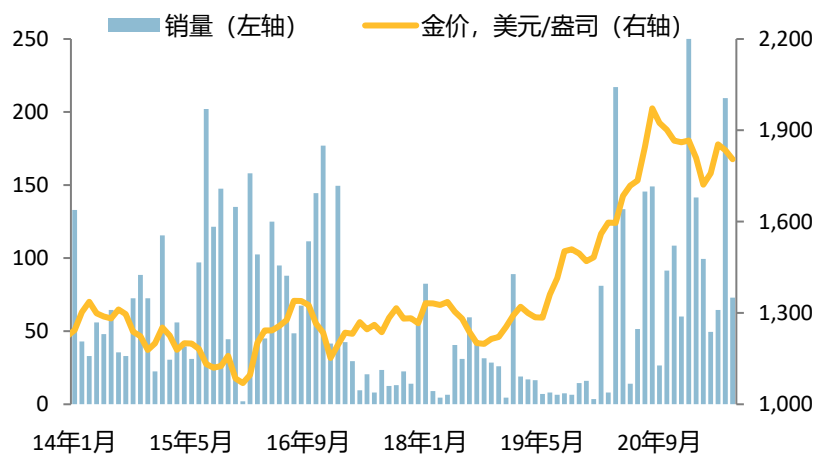
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



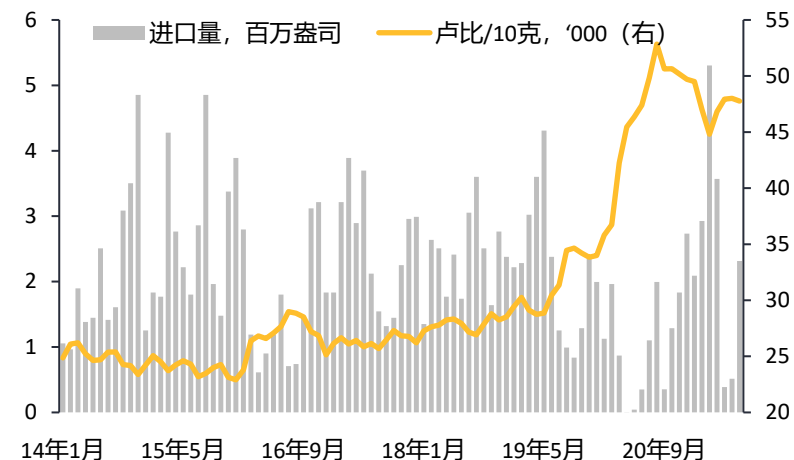
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

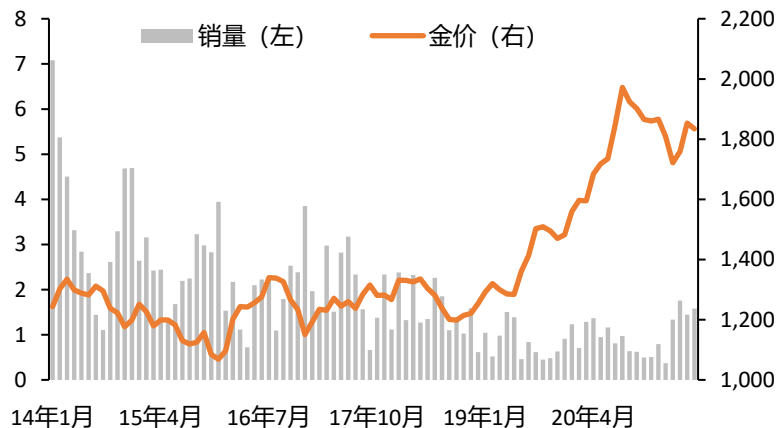
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

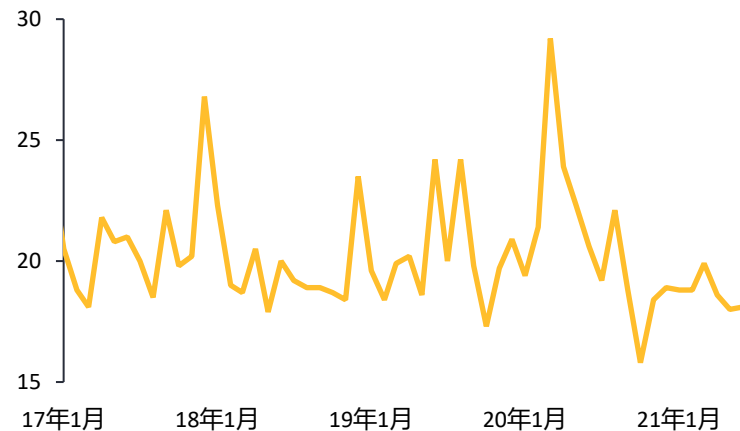
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



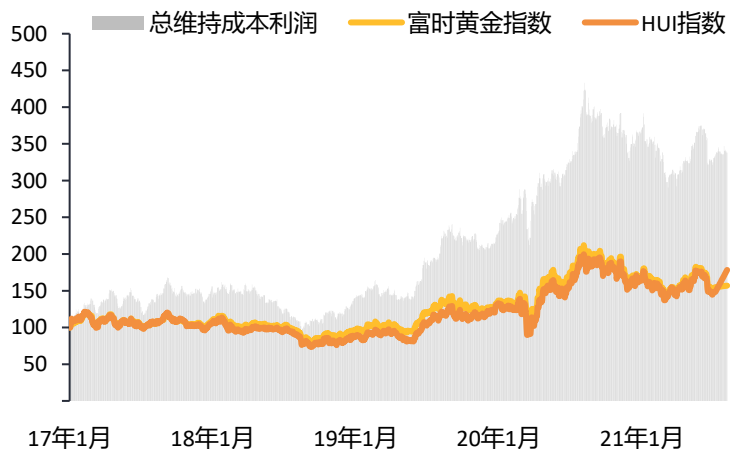
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



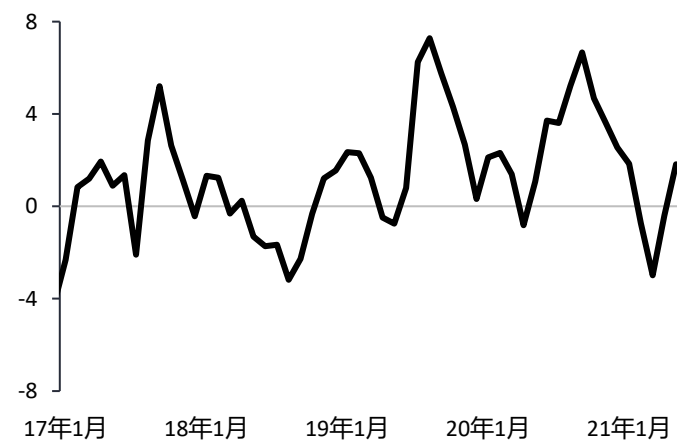
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

6月中旬美联储释放鹰派信号后**白银**遭抛售，之后银价持续下行，7月26日自今年4月初以来首度跌破24.50美元/盎司，但29日又快速回升至26美元/盎司一线。此后银价一直在25.50美元/盎司下方窄幅震荡。

- 需要强调指出的是，银价表现疲弱，而且还跑输金价。银价走势逆转后，金/银价格比率从6月16日的67:1扩大至7月27日的逾73:1，重返今年1月28日（Reddit论坛号召买入白银，推动银价飙涨的前夕）的高位。
- COMEX白银期货多头仓位持续下降，反映出战术性投资者一直在抛售白银。继6月份下降26%后，7月份净多头仓数进一步下降36%，创出四个月来新低。相比之下，在由个人投资者主导的白银ETP市场上，7月份总持仓量在6月份微降1%后并未发生变动，表明这些个人投资者坚信银价终会回升。
- 美联储主席发表鸽派言论后债券实际收益率走低，增强了白银投资者的信心。对变异毒株蔓延导致全球经济放缓的担忧，叠加工业金属价格保持韧性，也扭转了白银（以及黄金）价格下跌之势。然而最近公布的ISM采购经理人指数强劲，8月4日美联储副主席又发表偏鹰派的言论，又导致黄金和白银的涨势停止。鉴于这些信息和经济指标令人喜忧参半，而且目前投资者仍不大愿意卖出风险资产而转投贵金属，我们已调整今年第三季度的白银均价预测值。（具体价格预测可与我们联系订阅）。
- 在实物白银投资方面，因投资者利用银价走低之机增持白银，7月份美国银币和银条销量仍保持强劲。6月28日新款老鹰银币上市销售，也推动银币销量进一步走高，全月美国银币总销量环比上升11%。银币溢价虽已下降，但这主要归因于产品供应改善，而且以历史标准衡量，仍处于高位。

白银市场现状与展望

- 随着政府放松在全国实施的防疫限制措施，7月份印度白银需求量温和回升。需求量回升后，印度国内银价已从之前四个月一直对到岸成本价折价转为溢价（幅度为0.09美元/盎司）。不过由于库存量过高的态势延续，需求改善并未带来白银进口量的回升。因供应链内厂商对建立新库存仍持谨慎态度，7月份印度白银进口量同比下降逾90%，仅为15吨。展望未来，季风雨季的天气状况和印度经济复苏步伐将是影响近期白银需求的两大因素。
- 预计今年下半年全球白银工业需求量将保持强劲增长之势。半导体芯片供应短缺的影响可能会蔓延至消费电子行业，抑制三季度消费电子产品产量。就汽车行业而言，汽车芯片供应量增加将推动汽车产量回升，应能支撑今年后期和2022年全行业的白银需求量走高。此外，我们也对光伏产业的发展前景持乐观看法，预计今年全球新增光伏装机容量将超过150GW。尽管业内企业持续减少白银装载量，但装机容量的大幅增长仍将推高全行业的白银需求量。
- 在矿产白银供应方面，全球最大白银生产企业弗雷斯尼洛公司报告称今年上半年其可归属白银产量同比上升2.7%，至2,750万盎司。得益于此，公司有望实现2021年产量目标（5,350万-5,950万盎司）。产量得以增长，归因于San Julian浸染矿体的矿石品位提高和Juanicipio矿山开采的矿石数量增加，虽然被Saucito矿山的矿石入选品位和加工数量双双下降所部分抵消。
- **价格预测风险因素：**若爆发新冠病毒变异株引发的新一波疫情，导致主要经济体的经济状况恶化，势必推动避险资产需求飙升，这是银价上行主要风险因素。另一方面，美联储的立场更趋鹰派将导致市场对加息速度快于预期的担忧急剧，并推动美元持续走强，则是银价下行主要风险因素。

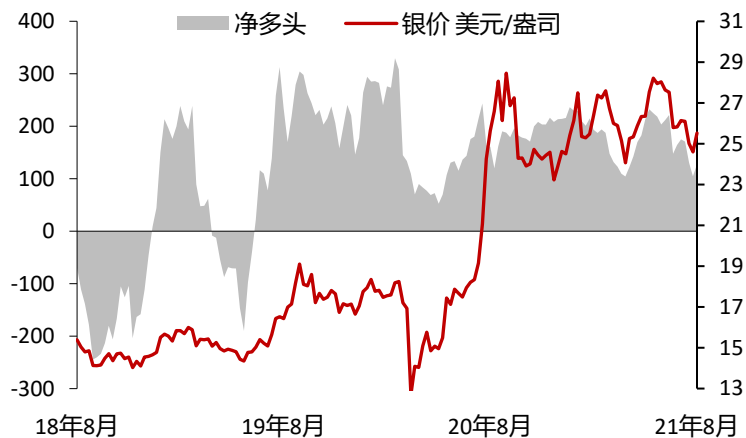
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



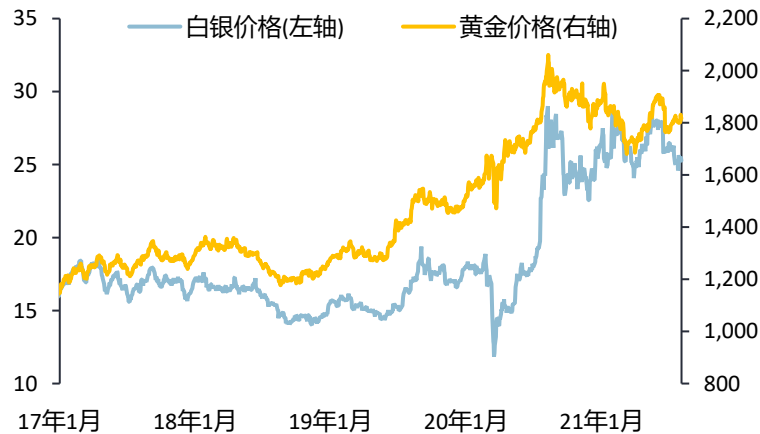
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

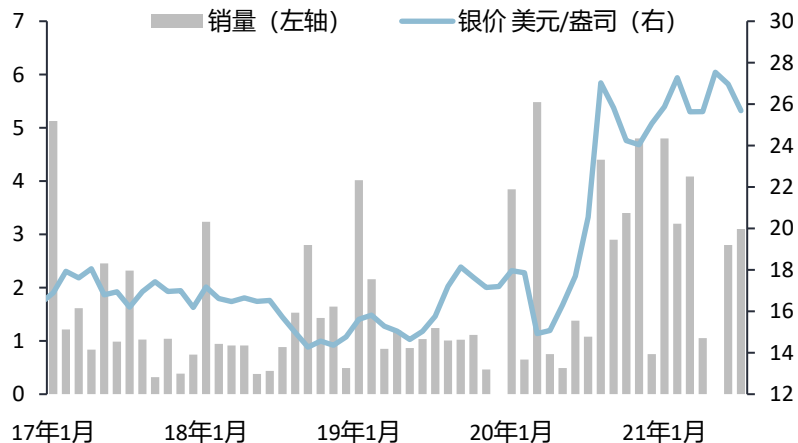
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

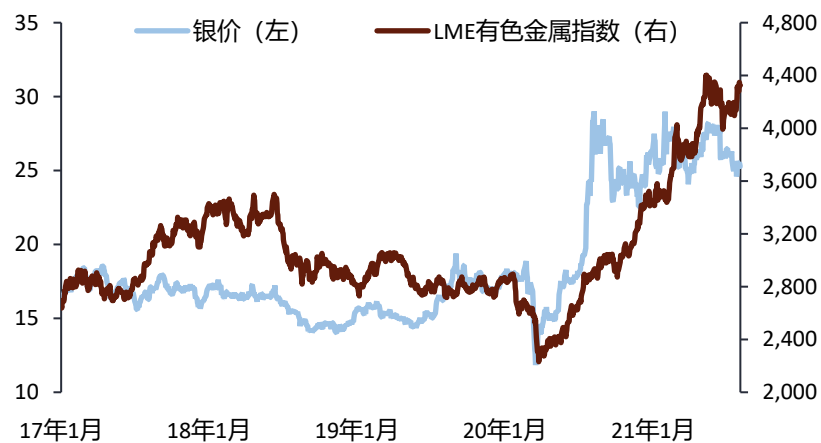
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



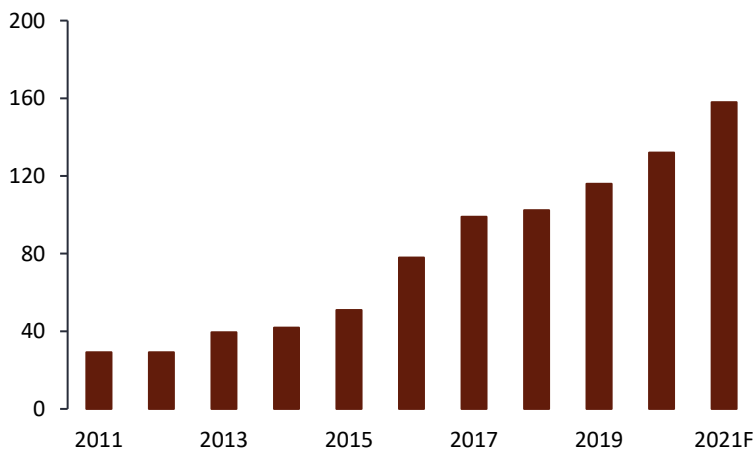
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



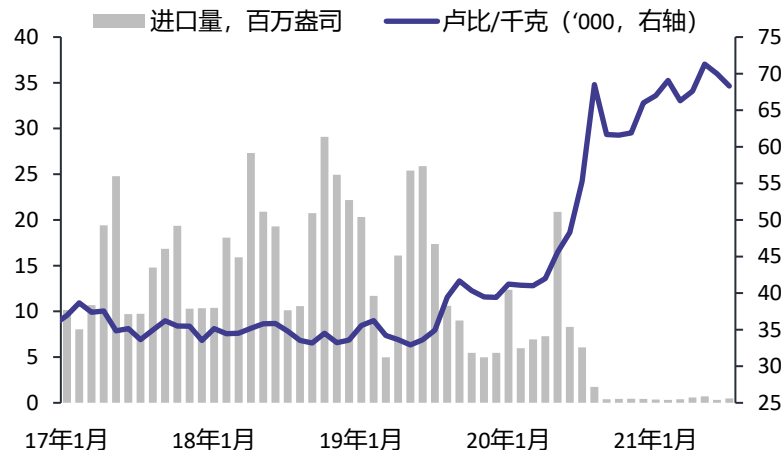
来源: Bloomberg

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

7月中旬以来，铂金价格持续下行，完成本报告之时（6日），现货铂金价格已跌至1,000美元/盎司的低点。相比之下，得益于美国国债实际收益率下降和对德尔塔变异毒株蔓延的担忧，黄金价格则更具韧性，因此7月份铂金与黄金的价差在突破700美元/盎司后继续稳步攀升。

虽然近期铂价表现不佳，但我们仅小幅下调了铂价预测值。基于市场定位，我们的预测模型显示铂金需求并不会因芯片缺货而受到重创，金价韧性强也将支撑铂价，而且投资者对铂金在绿色技术中应用前景的乐观预期将复燃。（具体价格预测可与我们联系订阅）。

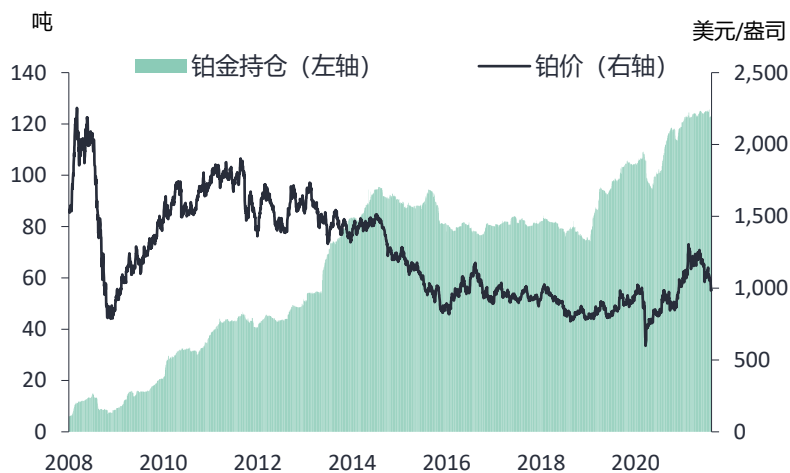
- 随着缺芯潮对需求的冲击消退，同时金价上涨也将为铂价上行增添动能。
- 截至7月底，管理基金持有的铂金期货净仓位已转为净空头。虽然净空头仓数（3,000盎司）低于2020年11月的数字，但无疑显示出近期投资者对该金属缺乏兴趣。
- 突破400万盎司之后，7月份全球铂金ETP的总持仓量下降2%至395万盎司，其中南非铂金基金的持仓量下降11%（减少9.2万盎司），北美铂金基金的持仓量也减少1万盎司，但降幅更为温和，仅为1%。资金流出主要发生在一天，显示机构投资者在该日大幅减持铂金。
- 本年迄今上海黄金交易所的铂金累计交易量仅比2020年全年总交易量低30%。今年上半年首饰企业的铂金买入量较去年同期下降19%，但银行和其他投资公司的买入量飙升110%。上半年工业企业和精炼企业的铂金交易量也激增41%。

铂金市场现状与展望

- 发布二季度业绩报告后，通用汽车公司的首席财务官指出，半导体供应短缺只是“让汽车制造商失去了实现更好产销业绩的机会而已”。鉴于产量损失，LMC汽车咨询公司已将其2021年全球轻型汽车产量预测数字下调了230万辆，但得益于消费者被压抑的需求得到释放，汽车制造商虽面临供应链挑战，利润仍能保持稳健。与亚洲相比，缺芯潮对欧洲和北美洲汽车制造商的冲击更大，在所导致的产量损失中，汽油车减产220万辆，幅度远大于柴油车减产量（约300辆）。相比之下，电动车和燃料电池汽车的产量预测数字还已被上调。
- 鉴于轻型汽车产量预测数字被下调，铂金需求量预测数字也已相应下调，但重型柴油车的产量预测数字则已被上调。在中国，由于天然气价格上涨，汽车制造商已从生产天然气卡车（其钯金用量更高）转向生产柴油卡车（其铂金用量更高），是全球主要增长源。因此虽然缺芯潮将导致2021年轻型汽车制造商的铂金需求量减少，但将被重型柴油车产量的上升所部分抵消。
- 完成本报告之时，铂金矿企正陆续发布今年上本年的经营业绩。已发布的业绩报告显示，铂金产量大致符合预期。羚羊铂业公司的产量仅略高于其2021财年产量指引中设定的下限，据公司称原因是南非国家电力公司拉闸限电，同时生产厂又进行了定期检修。相比之下，得益于ACP转化炉工厂改造后加工产能持续超出预期，英美铂业公司的产量则比其全年产量指引中设定的目标高出5万盎司。
- **价格预测风险因素：**芯片缺货的冲击可能延续至今年四季度和明年一季度。鉴于矿企采取的疫情应对措施持续起效，我们认为目前的矿产铂金供应量预测数字可能需要上调。由于ACP转化炉工厂的加工产能持续超出预期，今年下半年半制成品的库存量将会更大幅度下降。

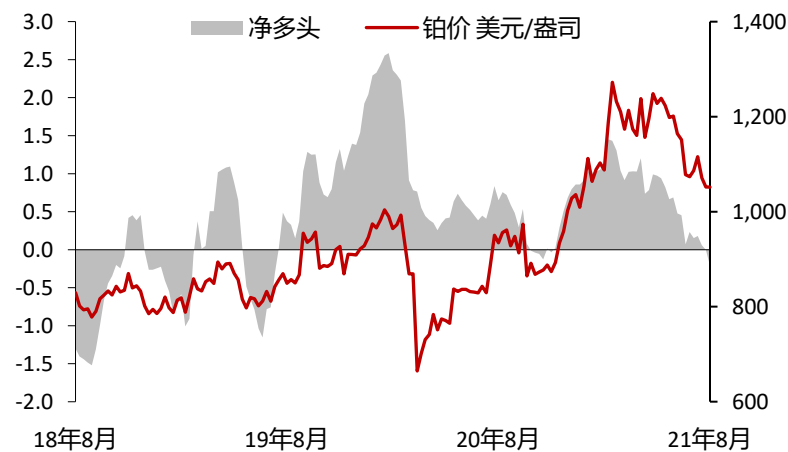
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



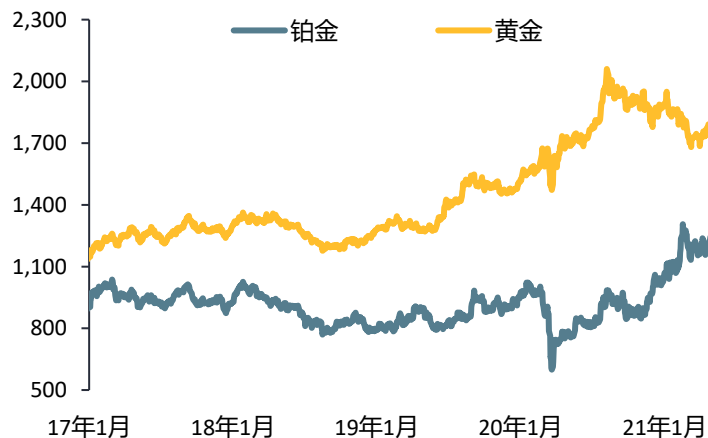
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



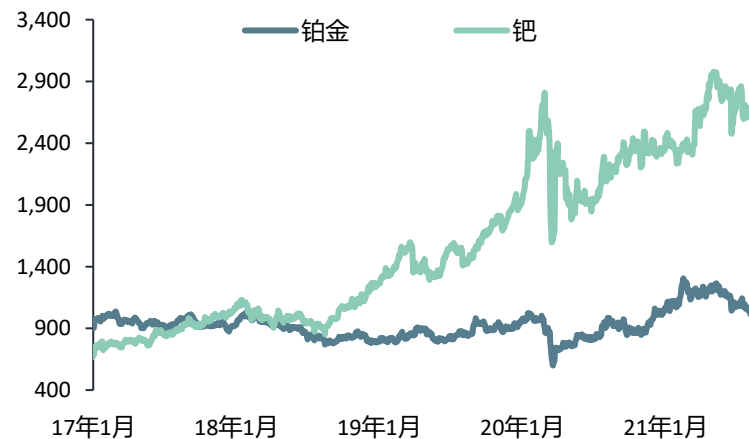
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

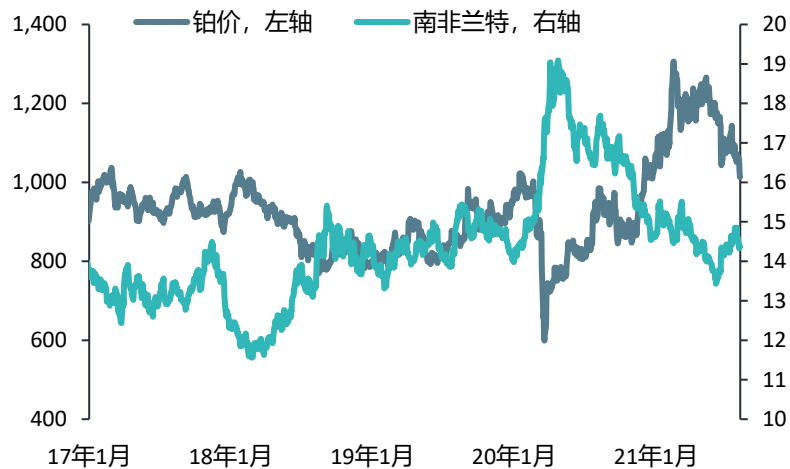
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

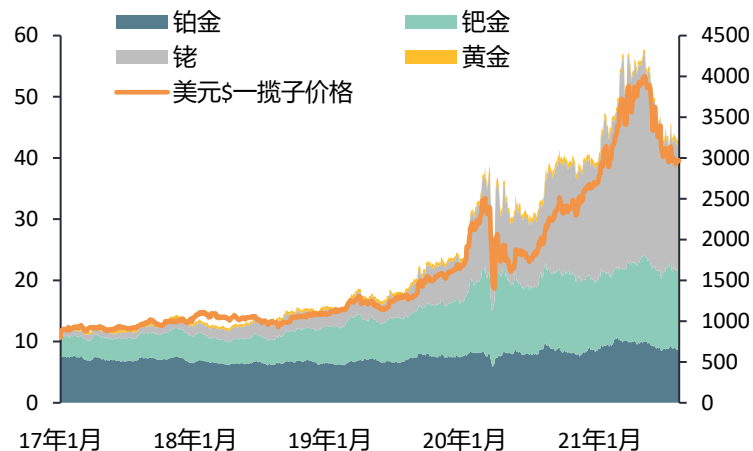
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



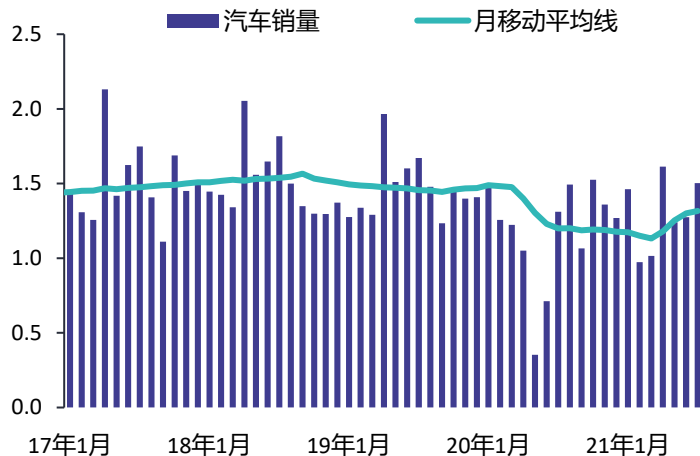
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



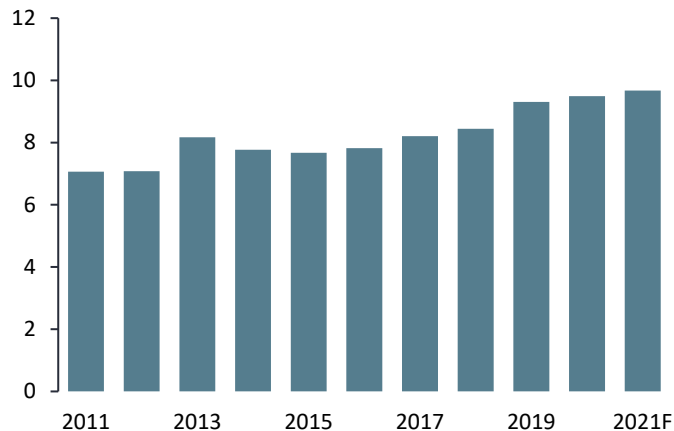
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

6月后期强劲回升后，7月前期钯金价格快速回落。因芯片缺货的持久冲击导致钯金买入量下降，7月中旬钯价已跌破2,700美元/盎司。之后钯价维持区间震荡走势，对铂金的溢价仍高达1,600美元/盎司。

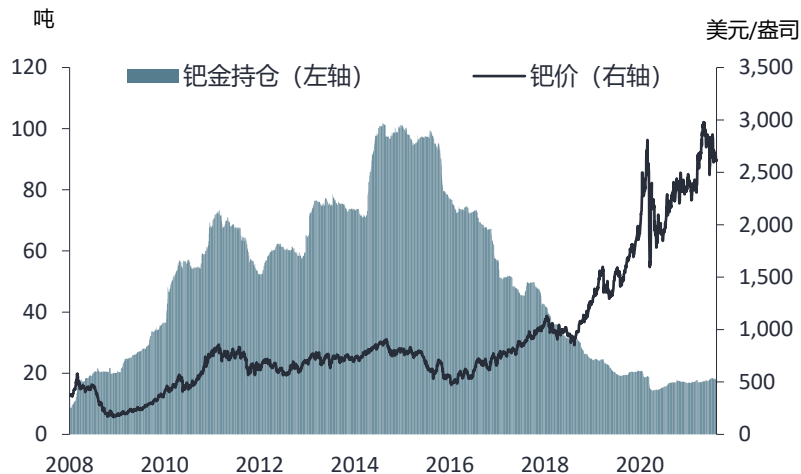
- 鉴于LMC汽车咨询公司已下调今年第三季度的汽车产量预测数字（其中汽油车产量下调幅度尤其大），而且近期钯价表现较弱，我们已将第三季度的钯价预测均价大幅下调。（具体价格预测可与我们联系订阅）。
- 汽车经销商正面临库存无法满足被压抑需求集中释放的窘境，显示今年第三季度和第四季度汽车产量可能会大幅回升，有望推升钯价高点。
- 预计2022年全球汽车总产量将增长至约9,300万辆，其中约7,400万辆为使用汽油的内燃机汽车，因此我们仍看多未来钯价走势。
- 在钯金投资方面，7月份前两周期间管理基金持有的钯金期货净多头仓数回升，但由于月内剩下时段内钯价涨势放缓并转为下跌，第三周净多头仓数下降28%。最后一周净多头仓数进一步下降，月底时仅为25.6万盎司。
- 6月份全球钯金ETP的总持仓量突破60万盎司，但7月份变动甚微。截至月底，总持仓量为60.6万盎司，其中南非一些基金在减持铂金的同时也减持钯金，南非基金钯金持仓量在全球总持仓量中的占比已降至10%以下。

钯金市场现状与展望

- 诺里尔斯克镍业公司旗下矿山遭遇洪灾，选矿厂又因发生事故而停产，对二季度钯金供应造成严重冲击。随着修复工作按计划逐步推进，二季度该公司的钯金产量同比下降24%。公司的产量指引显示，今年下半年钯金产量将同比下降30%，较去年同期减产46万盎司。
- 在汽车催化剂领域的钯金需求方面，半导体缺货已给需求带来明显冲击。LMC汽车咨询公司已把2021年汽油轻型汽车产量预测数字下调200万辆，减产将主要发生在二季度和三季度（前者降幅更大），相应的汽车行业的钯金需求量也将较之前的预测数字减少23.6万盎司。不过全球总需求量仍将达890万盎司，较2020年多出逾100万盎司。
- 中国天然气价格持续上涨，导致今年上半年天然气卡车的产量下降，同时重型柴油卡车的产量上升。得益于经销商提前采购符合国五排放标准的卡车，上半年中国重型汽车产量仍高企。整车制造商下调了国五重型汽车的价格，更推动销量进一步上升。一些地区还允许在2021年7月施行新排放标准以后，继续销售国五重型汽车。鉴于已受到被替代的压力，2021年重型汽车制造企业的钯金需求量将下降9%。
- 对新兴氢能经济的乐观预期聚焦于铂金的应用前景之上，其实钯金也不能被忽略。本月Hydrogenious公司和Johannes Ostensjo公司宣布，将联合开发和销售用于运输工具的零排放液态有机氢载体，其中加氢和脱氢工艺将使用铂-钯合金。虽然该产品的商业化生产尚待时日，但从2025年起该领域的钯金需求有望逐步显现。
- **价格预测风险因素：**芯片缺货情况较预期更为严重和矿产钯金供应量走高都可能带来钯价下行压力。铂金加速替代钯金，也将令钯价承压。此外，下半年矿产钯金和钯金回收供应量上升，亦可能会打压钯价。

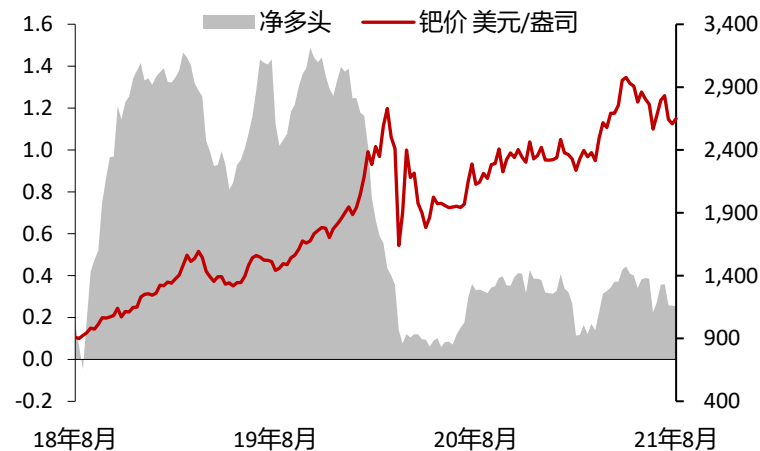
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



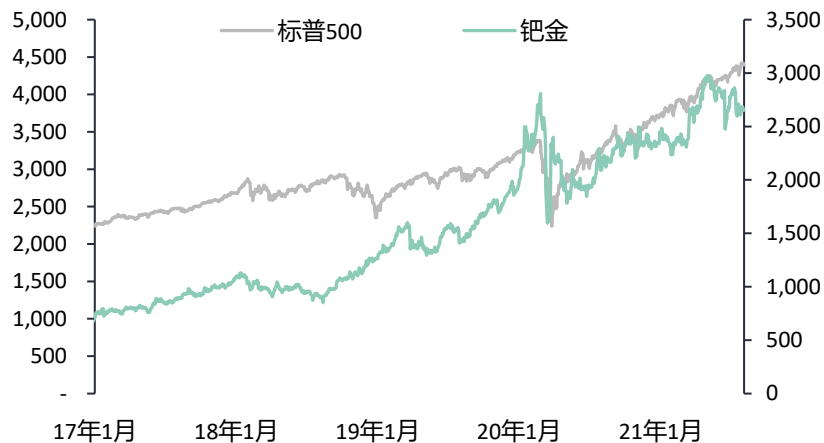
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



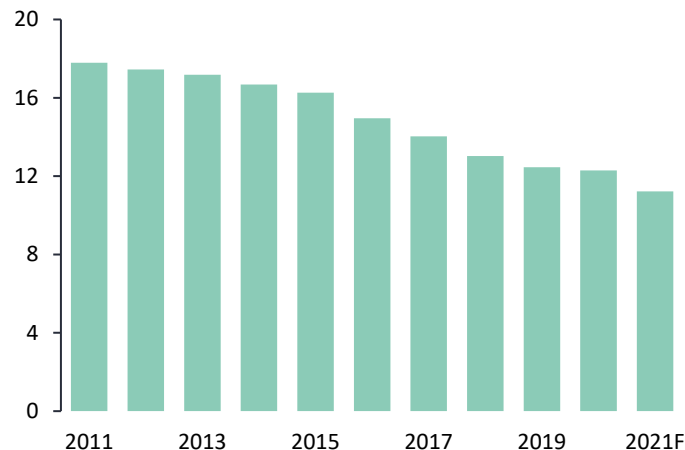
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

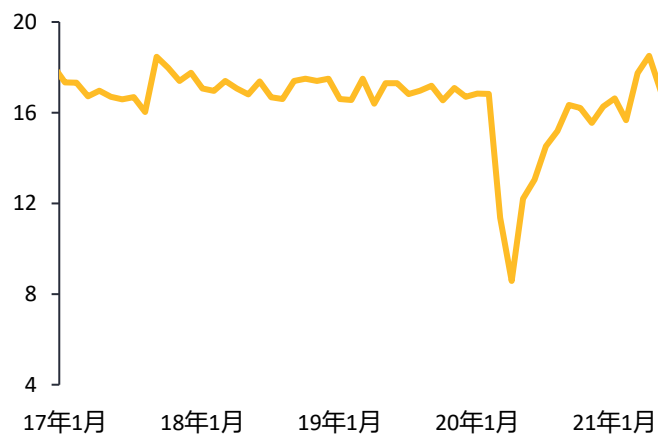
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

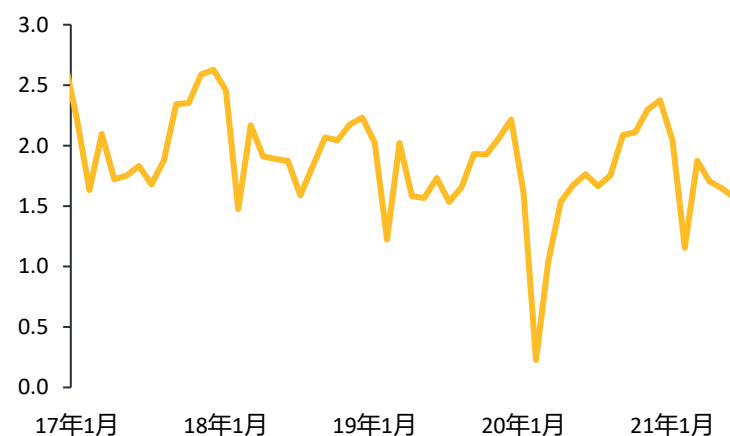
钨金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



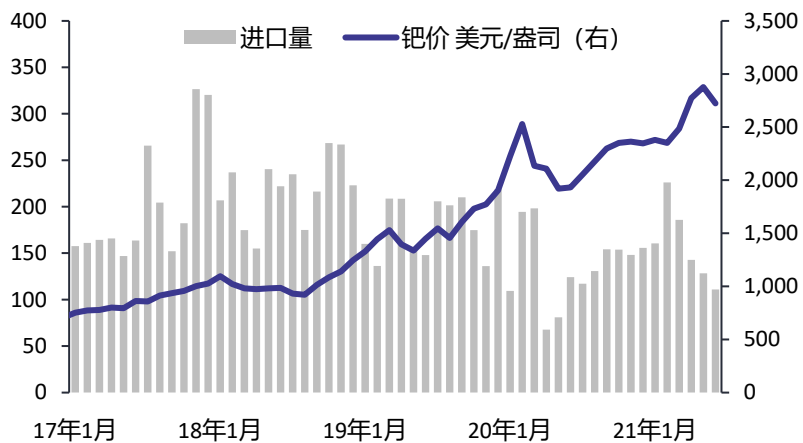
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



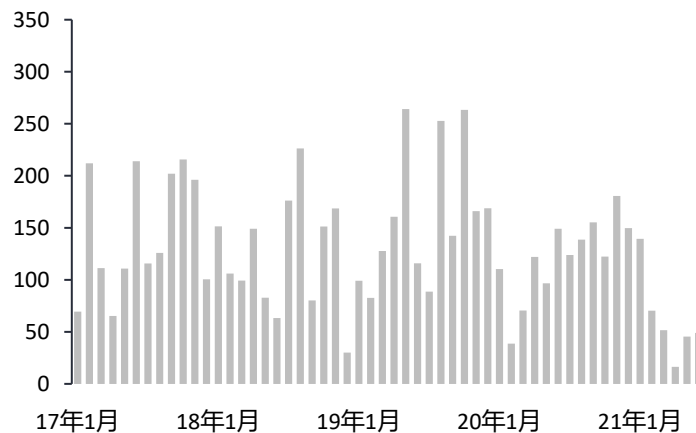
来源: Bloomberg

美国钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钨锭进口, 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, 铂族金属主管

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。