



Metals Focus

贵金属月报

第15期 - 2017年2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 感谢一下机构
对《贵金属月报》中文版的支持



www.asahirefining.com



www.cmegroup.com/metals



www.jltspecialty.com



www.randrefinery.com



www.vpower.com.cn



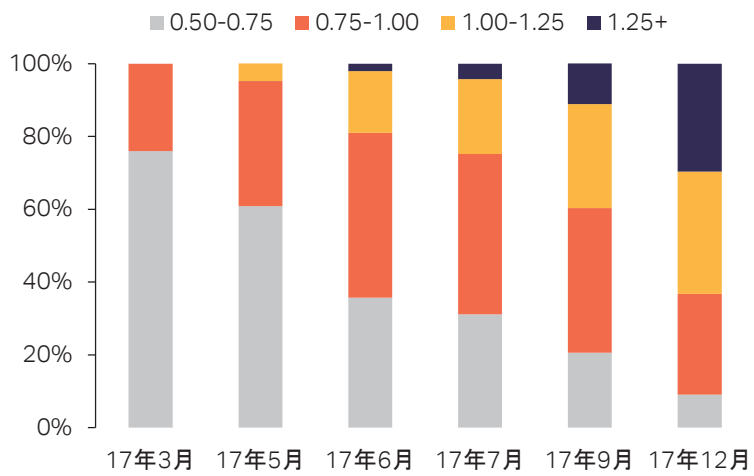
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 美国大选结果揭晓后，人们普遍预期美国经济将加速增长，促使美元、股市和国债收益率都一路走高。此外，12月的美联储政策会议也就2017年的加息前景发出了更偏鹰派的调门。这些因素导致贵金属遭抛售。
- 但是，自特朗普就职以来，其政策重心放在了移民问题上，并公开表示美元过强，希望美元走软。目前公众对美国经济将持续走强的预期正急剧降温，特朗普胜选之初市场上的那种狂热情绪已有所冷却，美元走弱，国债收益率下降都是明证。此外，对2017年美联储将加息三次的预期也有所降温。（不过美国股市仍很强势，尚无回调迹象。）
- 欧洲多国即将举行大选，法国等国的极右翼势力在竞选中的势头很旺，加之国际货币基金组织就希腊债务重组的前景发出负面评论，投资者的担忧情绪日益加重。法国极右翼势力的崛起已导致该国国债收益率上升，法国和德国10年期国债收益率之间的差值已回升至2013年的高位。
- 在上述因素的作用下，主要贵金属都走出一波较为强劲的反弹行情，Comex和Nymex贵金属期货净多头持仓量增加，黄金和白银ETP的需求量上升就是明证。
- 展望未来，市场仍将对美国经济数据和美联储的讲话高度敏感，因为这将决定2017年的加息前景。此外，特朗普施政的不确定性，包括其日益强硬的贸易保护主义立场，可能促使职业投资者进入贵金属市场避险。
- 市场也在高度关注欧洲的事态发展。继英国脱欧和特朗普胜选之后，欧洲极右翼势力在选举中获胜这一风险已增高，投资者面临的不确定性增大。
- 总体来看，预计利率环境仍利好于贵金属投资。即使今年美国加息三次，实际利率也仍将为负值。另外，日本和欧元区（日元和欧元都是主要国际储备货币）的利率也很可能仍处于负值区间。

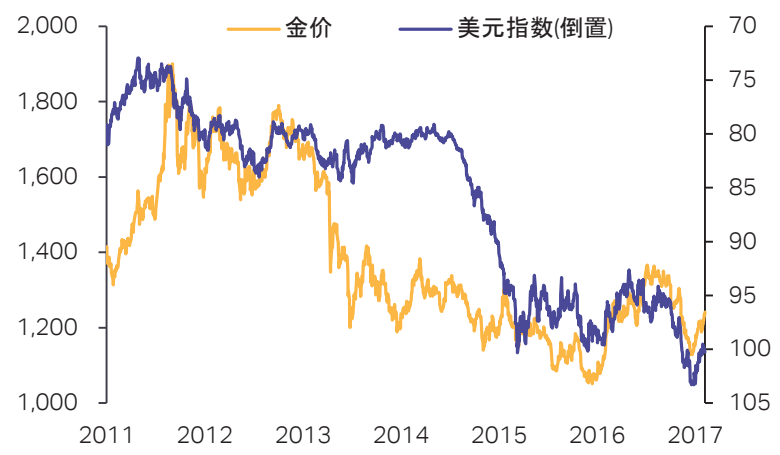
宏观经济现状与展望

美国利率预期*



* 基于10月10号, 来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



来源: Bloomberg

德国 & 美国10年政府债券收益, %



来源: Bloomberg

美国失业率 & 通货膨胀率, %



来源: Bloomberg



黄金市场现状与展望

1月份黄金价格上涨约60美元，月内高点触及1,220美元/盎司。这是去年6月以来金价首次录得月内显著上涨。进入2月份后，截止到本报告撰写之日，因职业投资者避险需求增长，金价继续走高。

- 特朗普政府上台后的一系列举措，以及欧洲形势令人担忧的变化，令投资者颇感不安。不过这些因素尚未促使投资者采取全面的风险回避策略，例如股市目前就并未受到多大影响，依然很强势。
- 职业投资者的黄金需求已增高，这在下述现象中得到反映：1月底时Comex期金净多头持仓量已较去年12月下旬增长9%；截止至2月8日，全球黄金ETP的总持仓量较去年12月底上升近2%。
- 但是，我们需要结合市场背景来考察二者的增长。尽管黄金期货净多头仓位和黄金ETP的持仓量都有一定回升，但是受投资者持续的获利平仓影响，Comex期金净多头仅约1,300万盎司，仍远低于去年9月份逾3,000万盎司的高点。其次，2月初黄金ETP的总持仓量为5,800万盎司，也明显低于去年10月6,400万盎司的水平。因此，今年Comex期金和黄金ETP的持仓量都还有较大的上行空间。
- 有鉴于此，我们仍维持金价未来走势会令人乐观的研判。今年金价有望进一步走高，全年均价或升至1,285美元/盎司，较2016年上涨3%。
- 现在来看主要实物黄金市场的情况。在其最新预算中，印度政府未调整黄金进口关税，而是计划在引入商品及服务税（GST）后，再评估进口关税结构，时间很可能在今年3季度。另外，因首饰零售大都以现金结算，印度政府限制30万卢比以上现金交易的政策，也可能对黄金首饰需求产生负面影响。该政策可能导致部分首饰商转从事非正规交易。

产品质量，商业道德，承诺保证
在贵金属领域享有信誉和声望



贵金属精炼，废液残渣中的贵金属回收，
金属重回收（宝石中的），
贵金属检测，贵金属买卖，金盐。



公司致力于可持续发展，
贯彻追求卓越和不断创新的方针，
以先进的科技和有竞争力的报价为客户提供解决方案。

联系方式
(55) 11 2450-0010
comercial@rbm.net.br
www.rbm.net.br

联营公司



认证

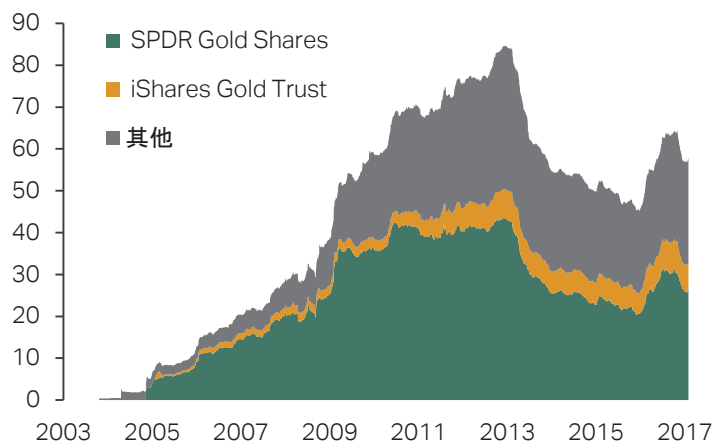


黄金市场现状与展望

- ▶ 印度第二大首饰展会于今天（2月9日）闭幕。期间我们与首饰制造商的交流显示，来自首饰零售商的业务问询数量已较去年显著增高，这预示着零售商正准备大举补充库存。该展会的主办方-印度宝石和首饰出口促进协会预计展会期间所下订单的总价值超过150亿印度卢比。
- ▶ 再来看中国市场。我们与当地市场人士的交流显示，因零售商赶在春节“黄金周”之前补充库存，黄金产品制造活动较为强劲。实际上在经历了需求疲软的2016年之后，一些黄金制造商甚至面临产量无法满足已增多的零售商订单的窘境。
- ▶ 据报道，在中国一些地区，春节期间首饰等黄金产品的总销售量增长了约10%，尽管与旅游等其他领域相比，增幅还明显落后。
- ▶ 在中东地区，因1月份以土耳其里拉计价的黄金价格持续上涨，去年12月强劲的买气已减弱，土耳其黄金市场的表现平淡。另外，在阿联酋于1月引入5%的首饰进口关税后，来自该国的黄金需求下降，受此影响，土耳其的黄金首饰制造也在放缓。
- ▶ **价格预测风险因素：**美国货币政策仍是影响金价走势的最重要因素。就金价上行风险而言，如果公布的一系列美国经济数据远逊于预期，那么市场对美联储加息的预期就将进一步降温。
- ▶ 就金价下行风险而言，如果美国经济复苏力度强于预期，则美联储很可能加快收紧货币政策，这无疑会为美元进一步走强注入动力，令金价承压。

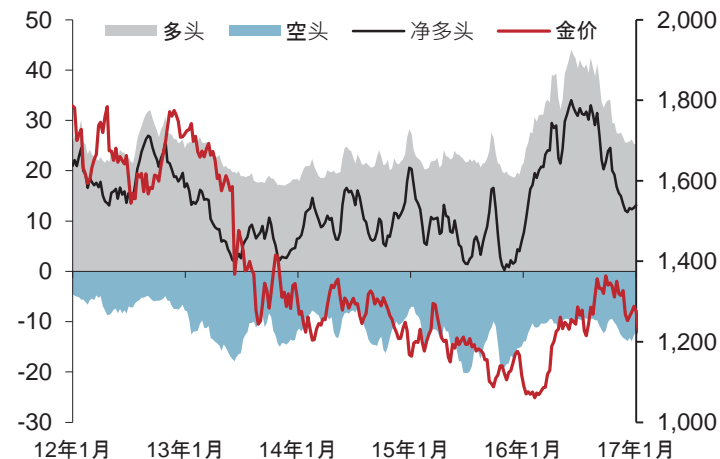
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



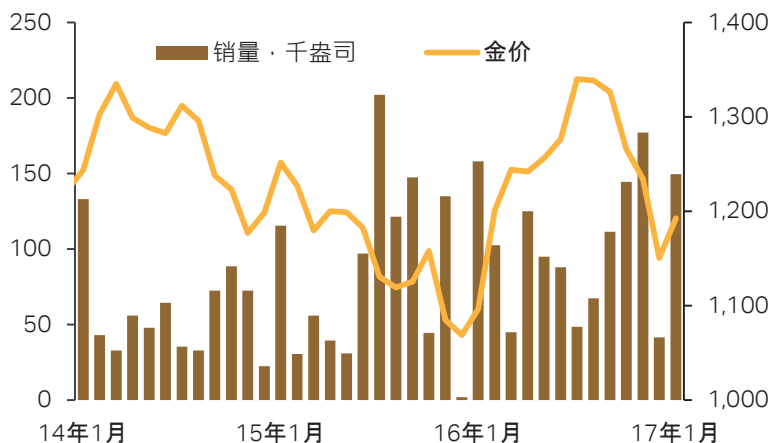
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



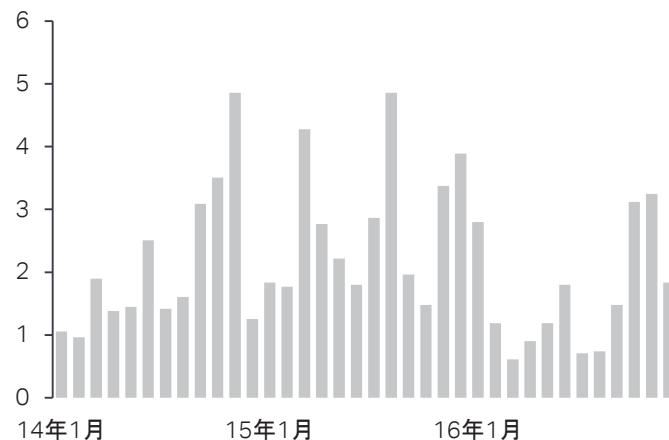
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

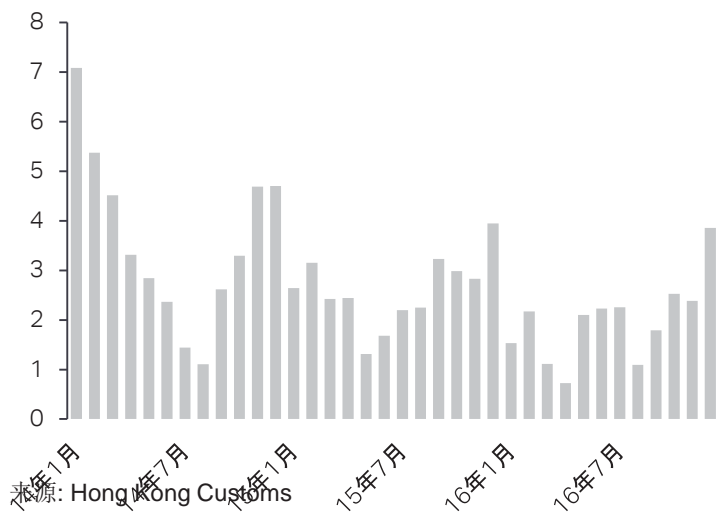
印度金锭进口, 百万盎司



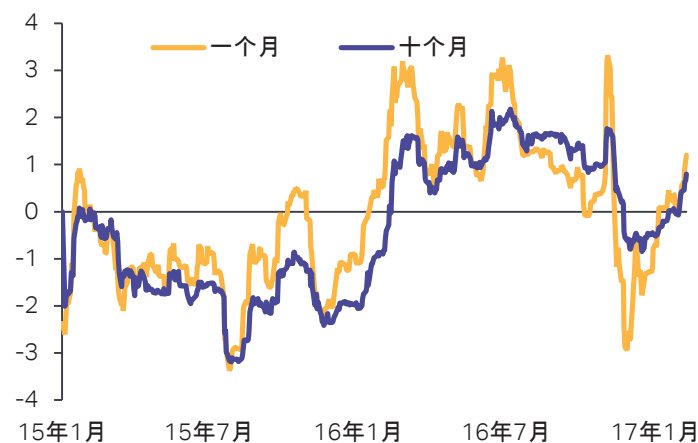
来源: Various

黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



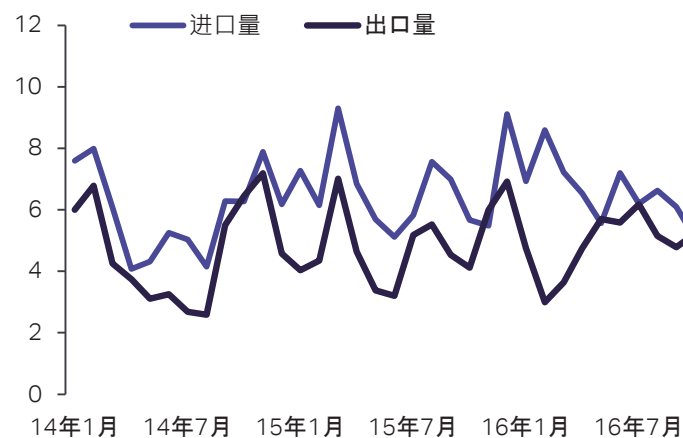
25-Δ 风险逆转, %



黄金矿产总成本利润*



瑞士金锭进出口, 百万盎司



白银市场现状与展望

去年12月20日，**白银**价格曾跌至8个月来的低点15.63美元/盎司，但进入今年1月以来，银价强劲回升逾10%，月末报收于17.54美元/盎司。之后继续走高，逼近18美元/盎司。

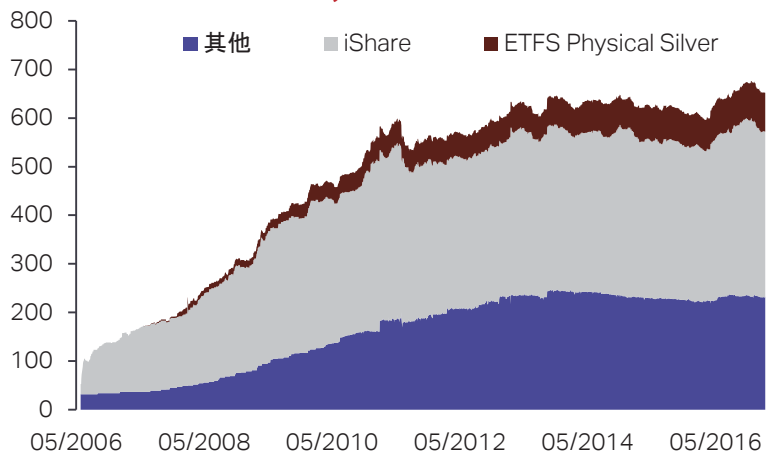
- ▶ 如前面“宏观经济”和“黄金市场”部分所述，投资者为避险而持续买入黄金，而该避险性购买将扩展至白银市场。此外，今年以来基础金属价格坚挺，白银已从中受益，其涨幅跑赢金价（1月底时黄金/白银价格比为69:1，已降至6个月来的低点。）
- ▶ 1月份Comex白银期货净多头持仓量环比劲升逾20%（相比之下期金净多头持仓量仅增长9%），至4.47亿盎司，创去年9月以来的最高水平。1月份白银期货总多头持仓量上升10%，净空头持仓量下降12%，显示职业投资者对白银的兴趣大增。
- ▶ 1月份白银ETP的持仓量小幅下滑1%，跌幅与去年12月差不多，但全球白银ETP的总持仓量仍接近历史峰值。正如我们在前一期月报中已指出的，持有白银ETPs的投资者大都是散户投资者，因此1月份购买量低迷可能是因为白银价格上涨后投资者不愿追高。展望未来，尽管我们预期今年银价还将进一步走高，但鉴于白银ETP倾向于中长期持仓，因此全球白银ETP的总持仓量即使有下降，幅度也很有限。
- ▶ 现在来看主要白银实物投资需求的情况。自去年10月以来，印度散户投资者的需求持续低迷。2016年美国鹰银币的总销量也跌至3,800万盎司以下，为5年来的最低水平，2017年1月的销量继续走低，同比下滑14%。
- ▶ 去年11月印度政府宣布废止大面额卢比纸钞，加大力度打击地下经济，这些举措已得到详细报道。预计这些政策将继续影响印度的白银实物投资需求，而去年需求量已遭受重创，剧降逾70%，下滑至6年来的低点。

白银市场现状与展望

- 此外市场饱和也是另一大令人担忧的问题。2013年至2015年期间印度的白银进口量异常庞大，总量接近2万吨，其中逾9千吨用于满足银条和银币需求。因此，即使没有政府打击地下经济带来的影响，印度的白银购买水平要继续保持在如此高的水平也是不现实的。
- 与印度的情况类似，近年来美国散户投资者的银条和银币购买量已升至创纪录或接近历史峰值的水平。因此，也存在市场饱和的问题，很可能对今年散户投资者的购买量产生影响。尽管如此，特朗普政府施政的不确定性应能促使这些投资者买入实物白银。因此，2017年美国实物白银需求量即使下滑，但以历史标准衡量，仍将处于高位。
- 2016年白银工业需求相当强劲，其中光伏发电业的需求增势尤为强劲。
 - 2016年全球光伏发电总装机容量劲升逾40%，至约73GW，创出历史新高。
 - 不过也应看到，该增长主要来源于中国光伏发电装机容量异常强劲的增长。去年中国的光伏发电企业纷纷赶在政府调低补贴前安装光伏发电系统。
 - 综上所述，我们预计2017年光伏发电业的增长将放缓甚至录得负增长，但即使同比下滑，那也只是较2016年历史峰值的小幅下滑，2017年全球光伏发电总装机容量仍有望创历史第二高水平。
- **价格预测风险因素：**影响白银价格的主要风险因素与黄金市场走势密切相关。美国新政府施政的不确定性将对美元、美国的贸易关系和提振经济增长的措施产生重大影响，这些因素大多利好于黄金，鉴于白银市场的规模小于黄金市场，银价很可能跑赢金价。

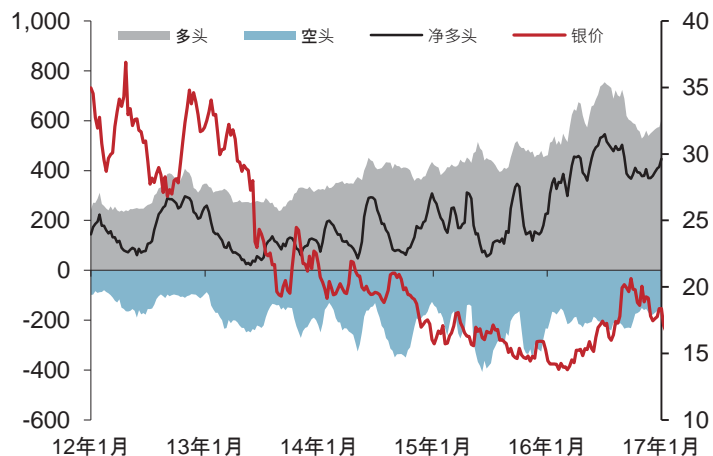
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



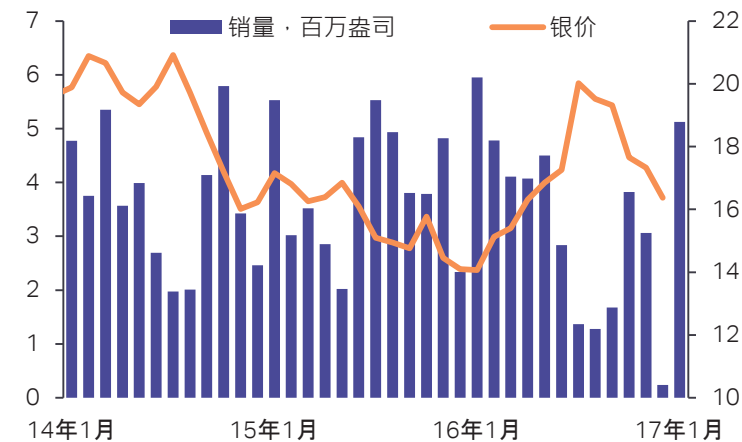
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

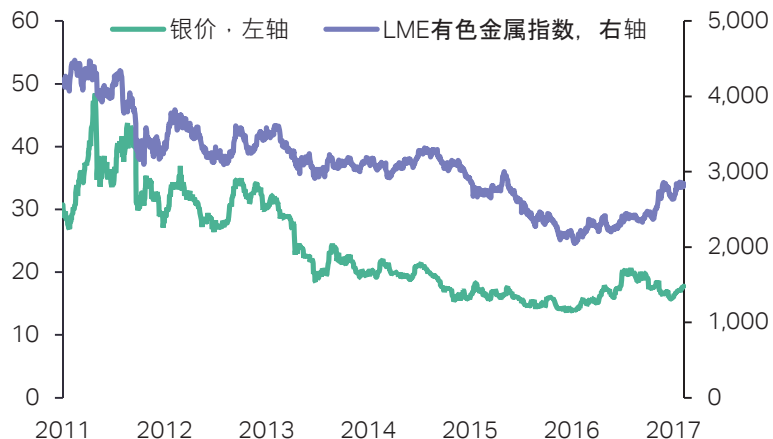
美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

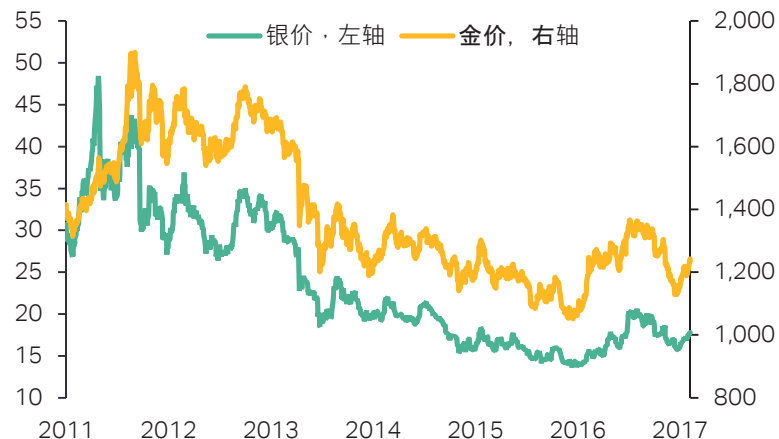
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



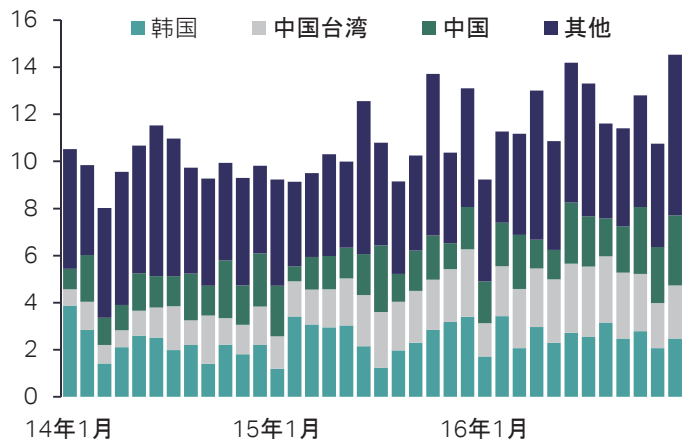
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



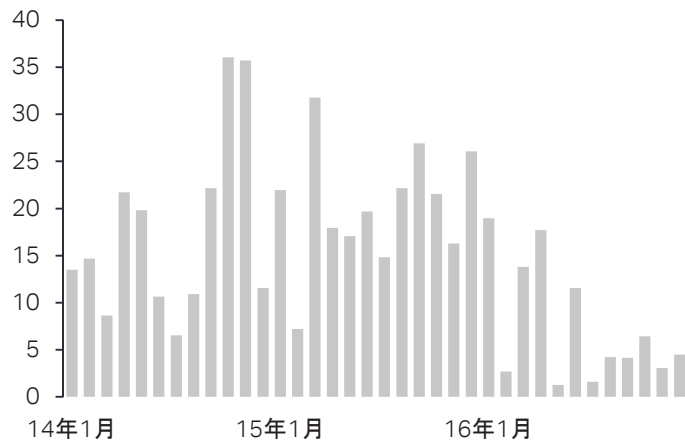
来源: Bloomberg

日本银粉出口, 百万盎司



来源: Japan Ministry of Finance

印度白银进口, 百万盎司



来源: Various

铂金市场现状与展望

2017年前几个星期，**铂金**价格强劲反弹，本年迄今已上涨约**13%**，回升至去年9月份的水平。

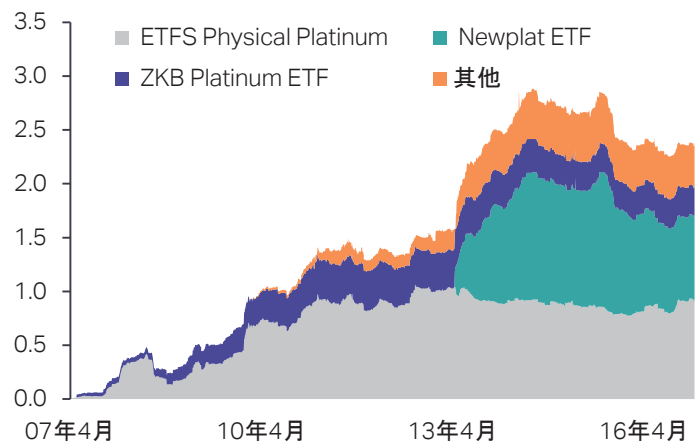
- ▶ 投资者对黄金的情绪持续向好，是推动铂价反弹的主要力量。目前每盎司铂金相对于黄金的折价仍超过**200**美元。同时，在**2016**年后期铂/钯价格比降至多年来的低点后，铂金市场已明显进入超卖状态，这也吸引部分短线投资者抄底买入。
- ▶ 但也应看到，中长线投资者仍看淡铂金未来走势，这在下列现象中得到反映：**1**月份**CME**（芝加哥商品交易所集团）铂金期货总多头持仓量仅较去年底的低位回升**7%**，铂金**ETPs**也录得小幅资金流出。
- ▶ 因此，**2017**年前几周铂价的反弹应主要归因于空头回补。但因**1**月底**CME**铂金期货总空头持仓量已降至**2014**年**8**月以来的低位，空头回补量的增长空间已相当有限。
- ▶ 值得一提的是，**2017**年**1**月份美国铸币局售出了**2**万盎司鹰铂金币，不过尚不清楚该局是否会在今年剩下时间内发售更多的铂金币。鉴于近年来美国投资者对实物铂金投资产品的兴趣索然，因此即使美国铸币局决定发售更多的铂金币，数量很可能也不大，将不会对市场供需平衡状况和价格产生任何重大影响。
- ▶ 展望未来，我们的铂价预测仍和前一期月报中所做的预测一样。尽管铂价短期内面临下行风险，但随着时间的推移有望稳步回升，**2017**年**4**季度的均价或攀升至**1,120**美元/盎司。

铂金市场现状与展望

- 如前一期月报中所述，铂金的供需基本面总体来看较为疲软，这仍将是打压2017年剩下时间内铂价上行的主要因素。
- 我们预计今年矿产铂金总供应量将下降约3%，其主要原因是南非一些开采时间已较长、成本高的矿井将被关闭，使得该国的铂金产量下滑。我们也维持下述研判：因2016年下半年劳资双方已达成新的工资协议（有效期至2019年6月），加之南非采矿业普遍存在高退出壁垒，近期不大可能出现大规模供应中断或自愿的产量削减。
- 就汽车尾气净化催化剂工业部门的铂金需求而言，我们认为在连续三年实现增长后，今年的需求将会走软。欧洲柴油动力汽车的市场份额持续萎缩，加之汽车制造商继续采用钯替代铂，是导致铂金需求量走软的两大因素。
- 另一方面，今年铂金首饰需求则有望上升7%，其中中国消费者需求的温和回升将是主要推手。但也应看到，这只是较2016年较低水平的回升，当时全球铂金首饰需求下滑3%，降至2010年（我们推出本系列报告之年）以来的最低水平。
- 鉴于铂金价格与黄金价格紧密相关，前面“黄金市场”部分所述的宏观经济风险因素也将影响铂价
- 就影响铂金市场的特有风险因素而言，因工资协议已达成，供应中断的风险已大大降低。但是，南非兰特对美元升值将逐步削弱南非铂金生产商享有的低生产成本优势。2016年初，美元兑南非兰特的汇率为1:17.5以上，但目前已降至约1:13.5。
- 就铂价下行风险而言，欧洲柴油车市场份额加速萎缩始终是一大威胁，这不仅将打压铂金需求，同时还会挫伤投资者对铂金的信心。

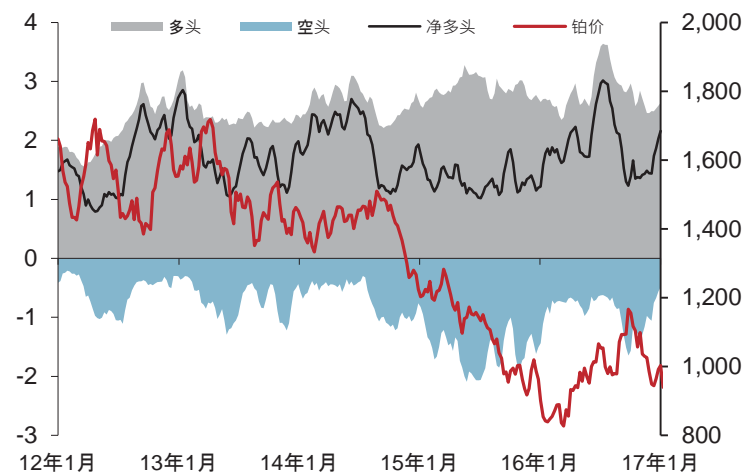
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



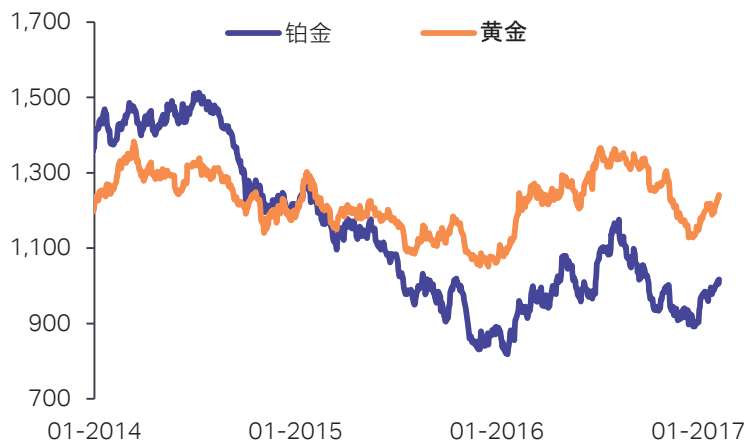
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



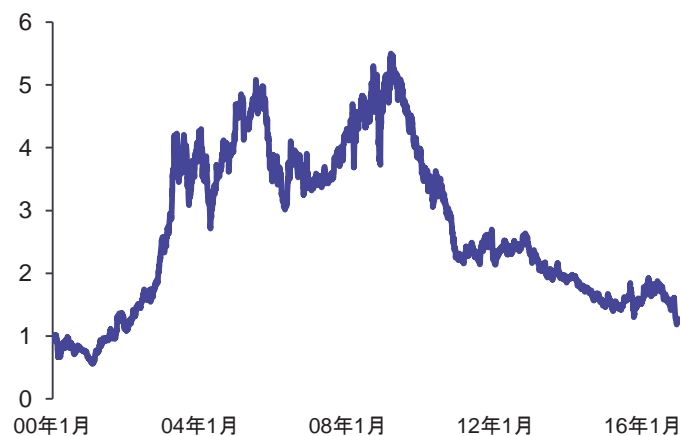
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

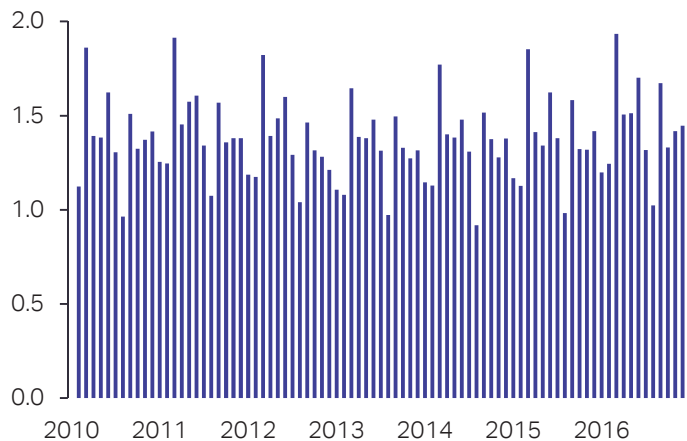
铂金:钯 比率



来源: Bloomberg

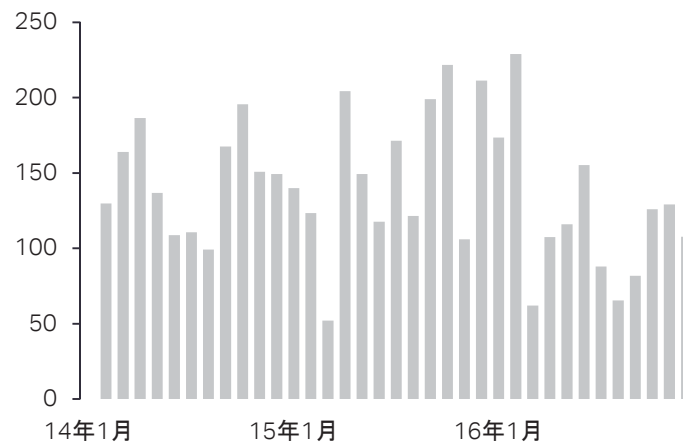
铂金市场现状与展望

欧洲汽车月销量, 百万辆



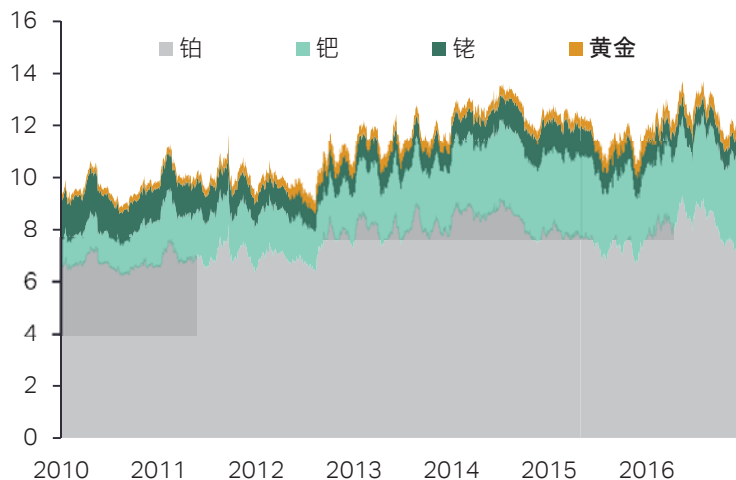
来源: Bloomberg

中国铂锭进口, 千盎司



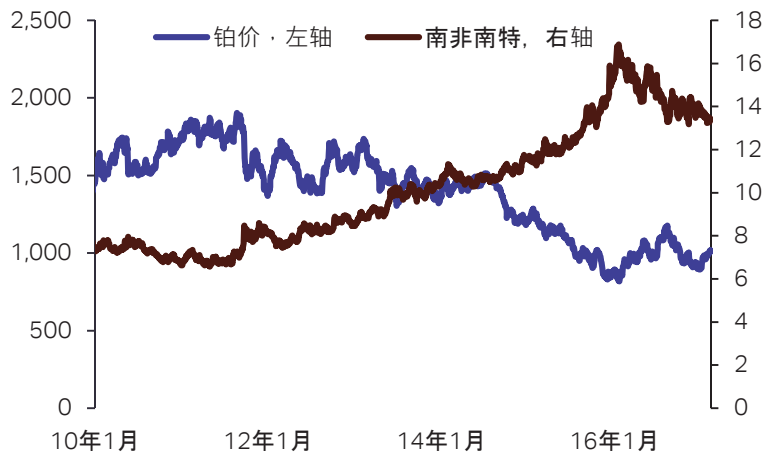
来源: Chinese Customs

南非铂金一揽子价格, 千南特/盎司



来源: Metals Focus, Bloomberg

铂金价格 & 南非兰特



来源: Bloomberg

钯市场现状与展望

自2016年以来，钯价表现一直强劲。进入2017年后迄今已上涨约14%，年初开盘价为681美元/盎司，1月23日飙升至797美元/盎司，重返2015年5月的高位。之后出现短暂抛售（1月25日盘中曾暴跌约60美元），但很快回升，在撰写本报告之日已稳稳站上770美元/盎司。

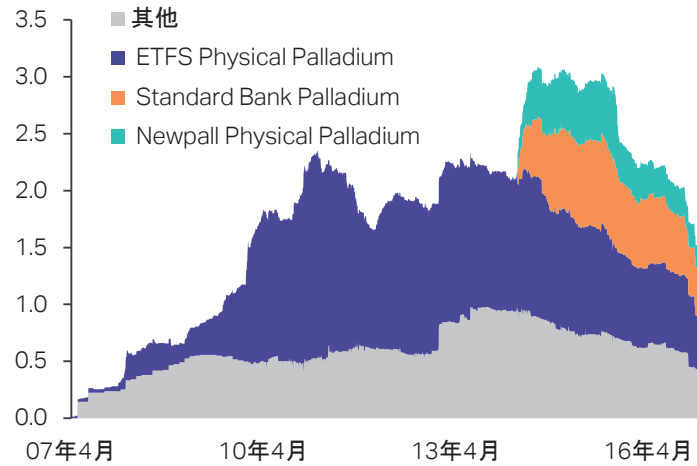
- 特朗普赢得美国大选后，投资者对作为工业用金属的钯的信心增强，促使钯价开始强劲回升。但是随着投资者的热情开始消退，加之钯价未能突破800美元/盎司心理关口，1月下旬部分投资者急于卖出钯以锁定利润，也就毫不奇怪了。
- 尽管铂/钯价格比已大幅降低，但我们认为这并未显示投资者对这两种金属的偏好发生了根本性的转变。最近铂/钯价格比已温和回升，就是明证。
- 今年1月份中国的汽车销量同比下滑9.8%，11个月来首次出现下降，其原因包括小排量汽车购置税优惠幅度调低（购置税从5%调高至7.5%），以及春节长假带来的销售日减少。但是，尚不能过早断言中国汽车市场就将走弱。2017年中国政府继续实施小排量汽车购置税优惠政策（尽管优惠幅度有所调低），表明政府希望扶持汽车工业。全面地看，2017年中国汽车市场的前景仍偏正面，尽管增速很可能放缓至个位数水平。
- 2017年1月美国汽车销量同比小幅下滑1.9%。如前所述，我们怀疑美国政府是否会实施大规模财政刺激政策，因此今年美国汽车销量的上行空间将有限，考虑到2016年该国乘用车销量已创出历史新高，则更是如此。
- 展望未来，我们坚信未来12个月期间钯价还将进一步走高，汽车尾气净化催化剂工业部门钯需求量的强劲增长将是主要推动力量。2014至2016年期间，实物钯供应赤字已显著扩大，但今年或将稳定下来，保持在略高于100万盎司的水平。

钯市场现状与展望

- 钯的基本面前景看起来相当强劲，但我们的钯价预测实际上偏保守。例如，我们预计2017年钯价的高点（870美元/盎司）将在4季度出现，较近期高点上涨约10%，但仍低于2014年的价格水平。
- 我们之所以做出该偏保守的价格预测，原因包括：首先，过去5年间钯市场持续录得供应赤字，该价格支撑因素实际上已在目前的钯价中得到反映。其次，因地上钯存货量庞大（估计2016年底时约为1,530万盎司），在近期不大可能出现任何真正意义上的实物钯供应紧张。
- 倘若没有来自钯供需基本面的新刺激，则钯价上行将依赖于投资者的买入。鉴于钯市场的流动性不强，钯价波动性仍将较大，把今年日益增大的政治和经济不确定性纳入考虑，则更是如此。这也是我们所预测的钯价波动范围已扩大的原因之所在。
- **价格预测风险因素：**尽管金融市场的波动性持续处于历史低位（以VIX恐慌指数衡量），但因特朗普总统上任后就急忙推出一系列引起争议的政策措施，且欧洲多国大选临近，市场不确定性已明显增大。因此，我们需要警惕市场情绪的变化导致钯价下行的风险。例如，如果股市出现重大回调，则钯将面临沉重的卖压。
- 从供应侧看，近期南非（该国的产量约占全球矿产钯总产量的40%）主要铂族金属生产商已与工会达成工资协议，因此目前供应中断的风险很低。据估计，2016年矿产钯供应量仅下滑不到2%，至682万盎司。
- 鉴于钯需求严重依赖于汽车工业的需求，如果全球最大的两个汽车市场—中国和美国任何一国的汽车销量令人失望，钯价无疑将承压。

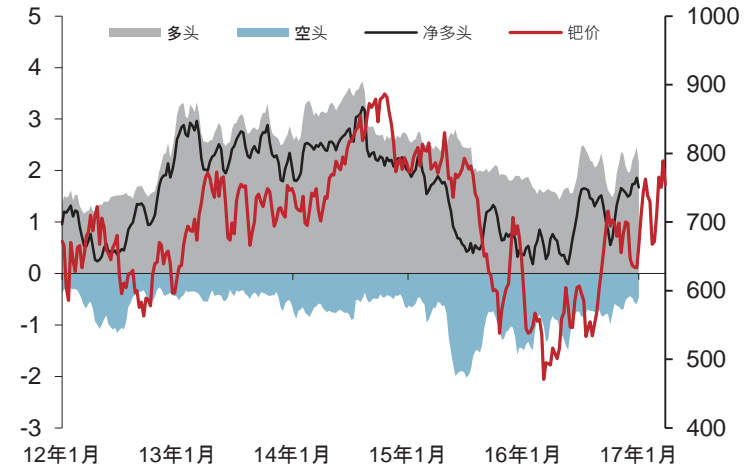
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



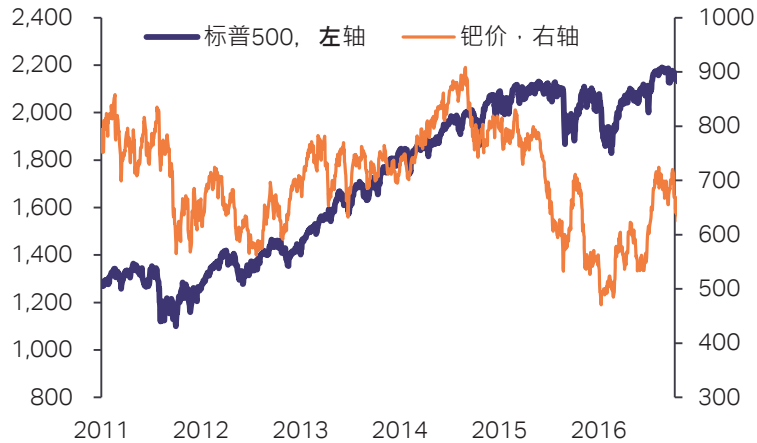
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

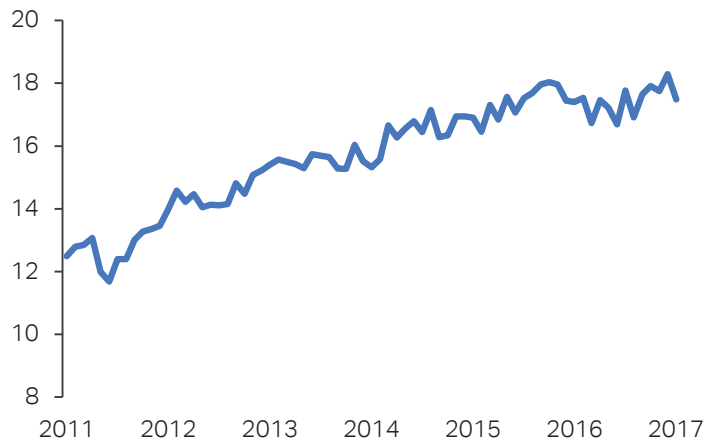
上证指数



来源: Bloomberg

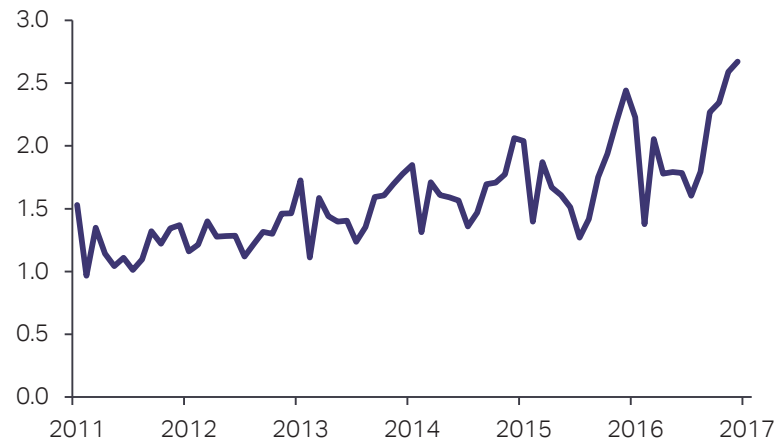
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



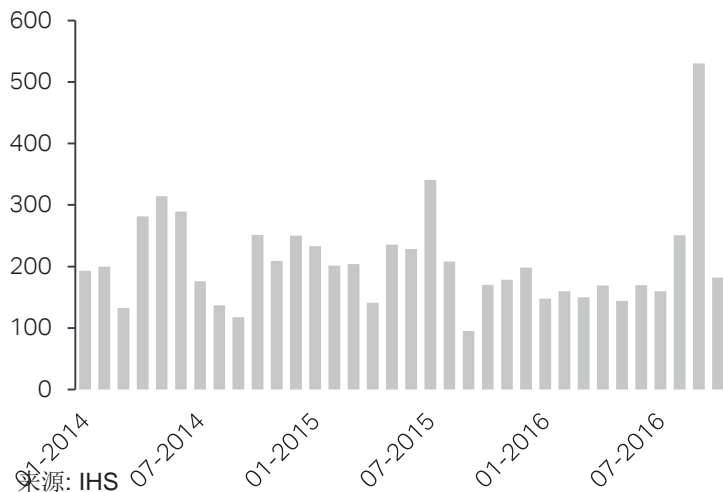
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



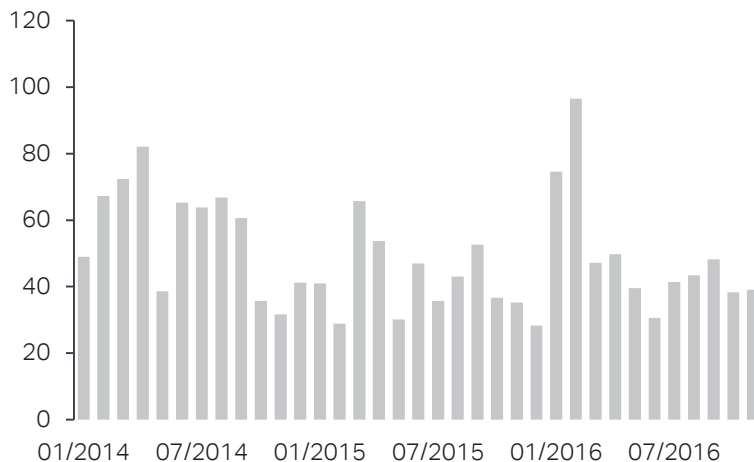
来源: Bloomberg

美国钚锭进出口, 千盎司



来源: IHS

中国钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

Metals Focus 团队

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&咨询 经理
neil.meader@metalsfocus.com

Peter Ryan, 顾问
peter.ryan@metalsfocus.com

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

Chirag Sheth, 顾问, 孟买
chirag.sheth@metalsfocus.com

Gary Gong, 顾问, 上海
gary.gong@metalsfocus.com

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

Nikos Kavalis, 董事
nikos.kavalis@metalsfocus.com

Oliver Heathman, 顾问
oliver.heathman@metalsfocus.com

George Coles, 顾问
george.coles@metalsfocus.com

Junlu Liang, 高级分析员
junlu.liang@metalsfocus.com

Simon Yau, 顾问, 香港
simon.yau@metalsfocus.com

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

Madeleine Hinton, 研究员
madeleine.hinton@metalsfocus.com

Neelan Patel, 市场销售
neelan.patel@metalsfocus.com

Carmen Eleta, 区域销售总监
carmen.eleta@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

www.metalsfocus.com

彭博Metals Focus 主页: MTFO

彭博两天: 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。