



Metals Focus

贵金属月报

第17期 - 2017年4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.vpower.com.cn



www.jltspecialty.com



www.randrefinery.com



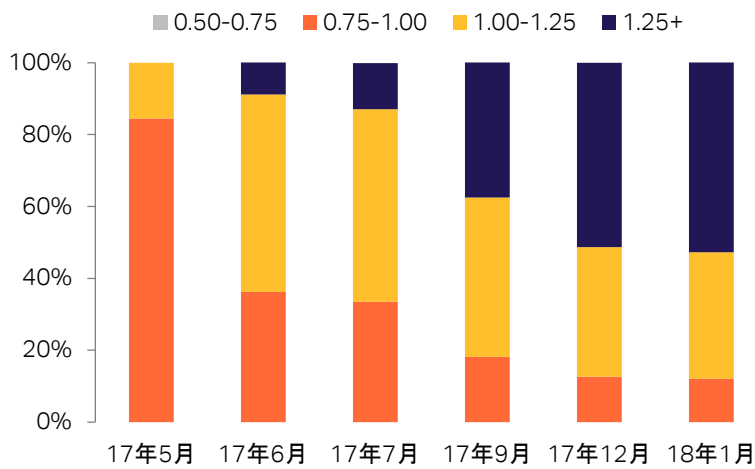
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 正如市场预期的那样，在3月份举行的议息会议上美联储将基准利率上调25个基点。联邦公开市场委员会还预期年内将再加息两次。因自2016年末以来，市场表现早已反映出年内三次加息的预期，加之3月24日特朗普总统未能如愿将其极为看重的医改法案提交国会表决，美元指数于3月下旬重挫至4个月来的低点。
- 此外，美国经济数据也不及预期，令股市承压。就经济数据而言，在美国经济活动中占比超过三分之二的消费者支出上个月仅微升0.1%，而通胀率则继续攀升，用于衡量通胀率的PCE（个人消费支出）指数自2012年以来已首次升破2%。
- 自美联储举行政策会议以来，因美国经济走软，投资者对贵金属的兴趣已经回升。得益于此，主要贵金属的价格已收复失地，回升至2月底、3月初大跌之前的水平，其中仅铂金是例外，因投资者看淡其供需基本面，3月份铂价仍下跌7%。
- 预计未来12个月间投资者将继续为避险而买入贵金属，主要是黄金和白银。周四（4月6日）美国用巡航导弹打击叙利亚空军基地，显示地缘政治紧张态势正在升级。不过欧洲政治形势已有所改观，法国极右翼政党国民阵线领导人勒庞在总统大选中获胜的可能性已变得较为渺茫，德国和法国10年期国债收益率之间的差值大幅收窄。
- 展望未来，我们坚信在2017年剩下时间内，宏观经济环境将利好于贵金属投资，具体表现为：
 - 几乎可以肯定，即使2017年美联储加息三次，年底时及之后美国的短期实际利率也仍将为负值。另外，在一段时间内其他主要发达经济体的实际利率也很可能仍将处于负值区间。
 - 特朗普未能如愿使其医改法案（其竞选期间许下的主要承诺这一）提交国会表决，进一步证明我们认为美国经济不大可能有重大改善的观点是站得住脚的。
 - 诸多主要市场都可能发生黑天鹅事件，尾端风险高企。

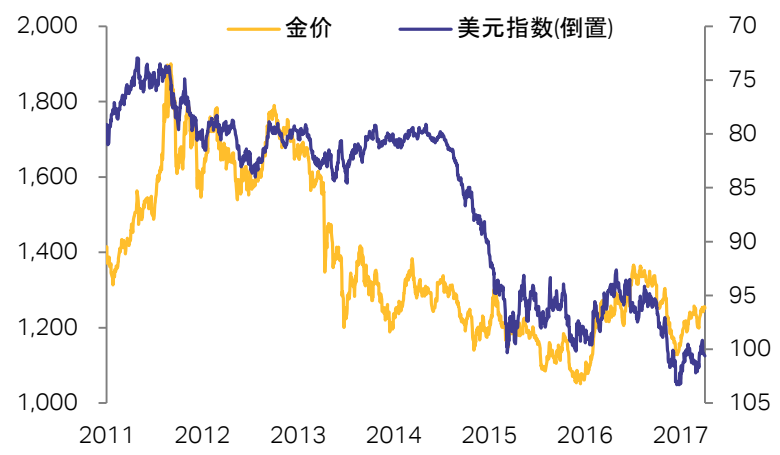
宏观经济现状与展望

美国利率预期



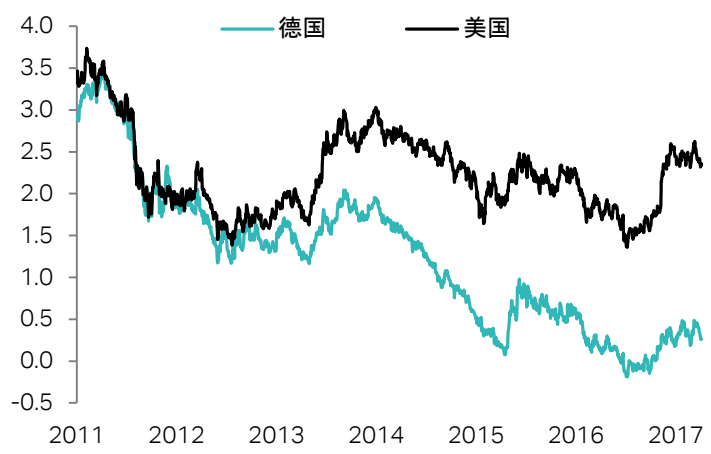
来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



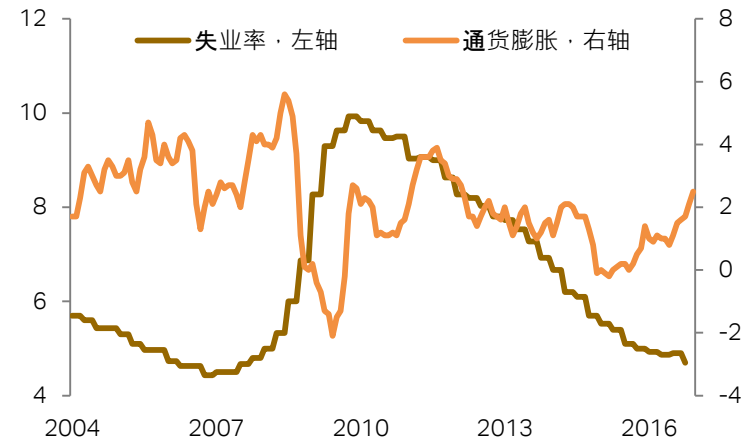
来源: Bloomberg

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

3月份后半个月黄金价格大幅反弹，27日触及1,261美元/盎司的高点，但月内均价并未发生大变化

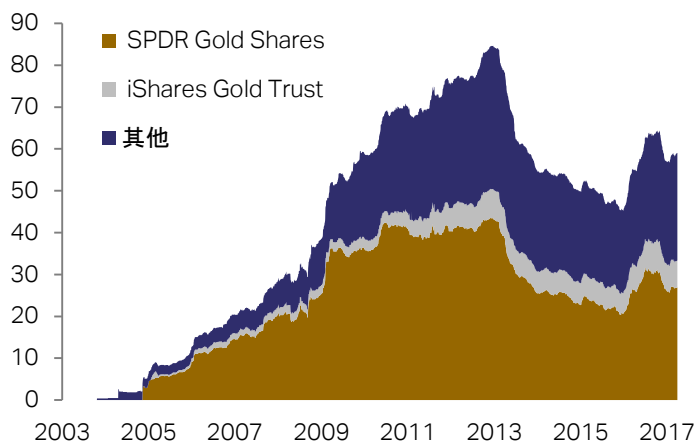
- 如“宏观经济”部分所述，市场对美国政策利率的预期继续对贵金属价格产生重要影响。在3月份加息后发表的声明中，美联变得偏鸽派，促使投资者增持黄金。随着金价走高，Comex空头开始回补，Comex期金净多头仓位上升，将金价短暂推升至1,260美元/盎司上方。鉴于3月末期金净多头仓位仅升至4周来的高点，年内进一步增长的空间还较大。但需要指出的是，我们的金价预测建立在下述假设之上：更多的投资者将参与黄金交易，而非仅仅是那些投机者（参与Comex黄金期货交易的主要是投机者）。
- 3月末、4月初金价的上涨与我们的一年期价格预测相符，因此我们未对金价预测作出调整。如“宏观经济”所述，推动金价上行的因素包括：美国和其他主要发达经济体负利率（实际利率或名义利率）的影响；股市回调及之后资金流向贵金属市场的趋势；多个重大风险因素（中东局势、美国贸易与外交政策的不确定性、俄罗斯干涉欧洲事务、希腊和土耳其关系高度紧张、民粹主义大潮席卷欧洲等）引发避险买入。
- 总而言之，我们仍坚信2017年的剩余时间及2018年1季度金价将走强。但也应看到多个利空因素仍存，例如2012、2013年期间金价暴跌的记忆就还留在很多投资者心中，他们尚在观望。因此，金价上行之路将并不平坦。我们认为，2017年下半年将是金价的主升时段，4季度有望触及1,475美元/盎司的年内高点。
- 近几周主要实物黄金市场的情况喜忧参半。印度黄金进口量已回升，3月份总进口量超过90吨。4月28日将迎来印度极为重要的黄金购买节日—佛陀满月节，黄金销售商正大量备货。但是，印度政府为控制现金交易，已把消费者的现金支付限额调低至200,000卢比。该政策可能引致两个后果：第一，首饰商会把大件金饰拆分销售，使单品价格落在限额之内，但这可能导致政府采取进一步的打击措施。第二，因首饰连锁零售店已普遍接受非现金支付，它们可能受益，其占有的市场份额有望升高。为应对竞争，一些独立首饰零售商也开始向顾客宣传非现金支付的好处。因此，政府限制现金交易的措施对金饰零售的负面影响很可能仅是短暂的。

黄金市场现状与展望

- ▶ 近期中国的黄金需求也已温和回升，这部分得益于黄金产品零售商在春节后补充存货。春节前这些销售商普遍持谨慎态度，没有大量备货，但春节期间的销售状况还不错，因此节后需要补货。因金价走高，销售额的增长幅度要高于销售量的增长幅度，同时零售商的利润率也有所提高。
- ▶ 再来看中东市场。因以土耳其里拉计价的金价上涨，加之国内政治局势不稳定，经济也疲软，上个月土耳其的黄金首饰需求依然疲弱不振。该国的首饰商继续转向制造和销售重量更轻、纯度更低的K金首饰。埃及（上个星期我们曾前往该国进行实地调研）的黄金首饰需求也很疲软。去年埃及镑对美元大幅贬值，导致本币计价的金价大幅上涨，21K金饰的单价已从2016年1月的290埃及镑/克飙升至今年1月的635埃及镑/克。不过因非正规渠道黄金首饰进口量下降（目前因黄金折价出售，从非正规渠道进口金饰已无利可图），埃及本国首饰制造商的处境已有所好转。
- ▶ 在供应侧，俄罗斯黄金生产商彼得罗巴夫罗斯克公司近期已针对其未来3年间的黄金产量60万盎司（相当于今年产量净增加12吨）进行了套期保值。近期一些黄金生产商大幅增加资本支出，因此选择进行套保交易来保障未来的收入。例如，彼得罗巴夫罗斯克公司就正在建设一个加压氧化黄金矿石加工中心，用于处理采自Malomir和Pioneer矿山的精金矿石。不过现在就认为增加套保交易已开始成为大多数矿业企业的选择还为时过早。因此，我们并未调整所预测的今年套保交易项下的黄金净供应量，仍为25吨。
- ▶ **价格预测风险因素：**影响金价变动的主要风险因素与上一期月报中列出的一样，即美国利率政策发生出人意料的变化。此外，倘若美国股市回调幅度超过预期，则更多的资金或将从股市撤离转投贵金属市场，尤其是黄金市场。
- ▶ 法国总统大选两轮投票将分别于今年4月和5月举行，如果勒庞胜选，对民粹主义大潮裹挟欧洲的担忧定会复燃（荷兰大选结果揭晓后该担忧已减弱），这应能利好于黄金。

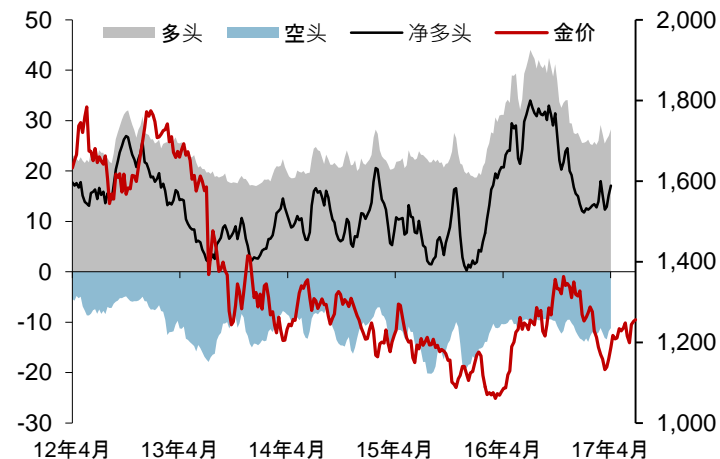
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



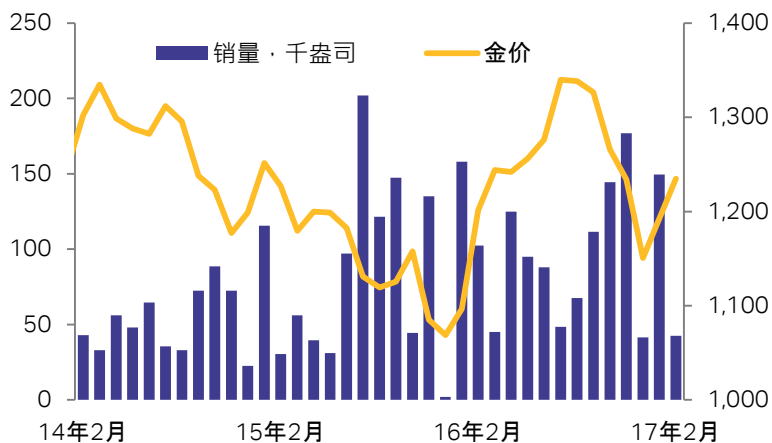
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



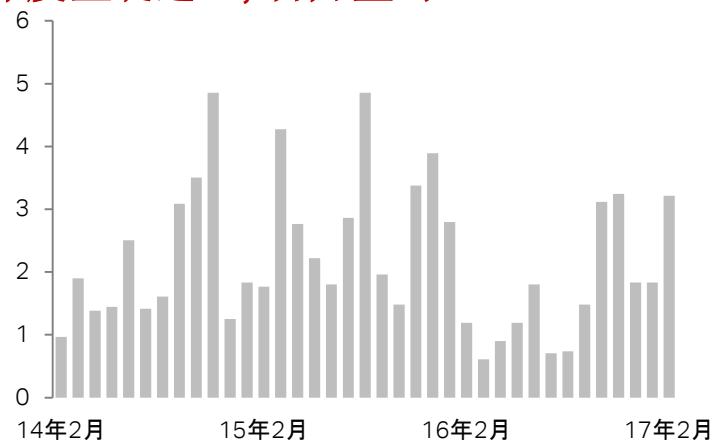
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

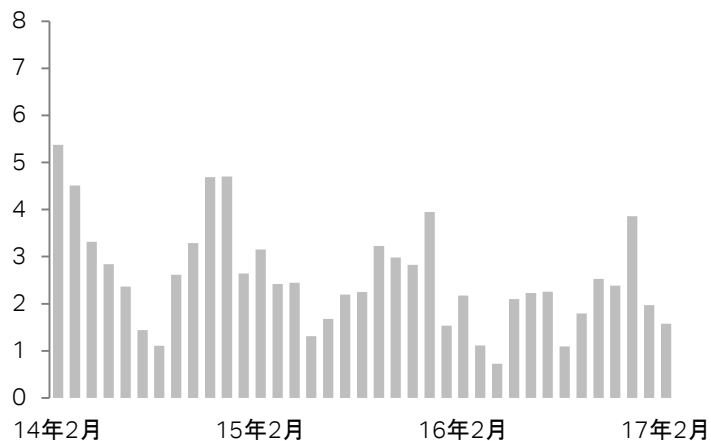
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

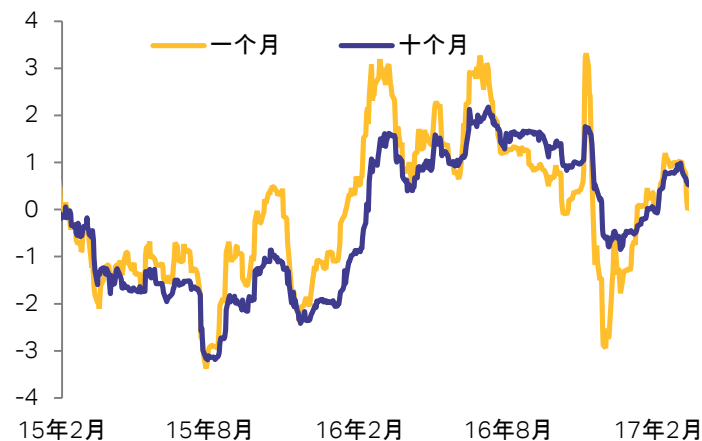
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



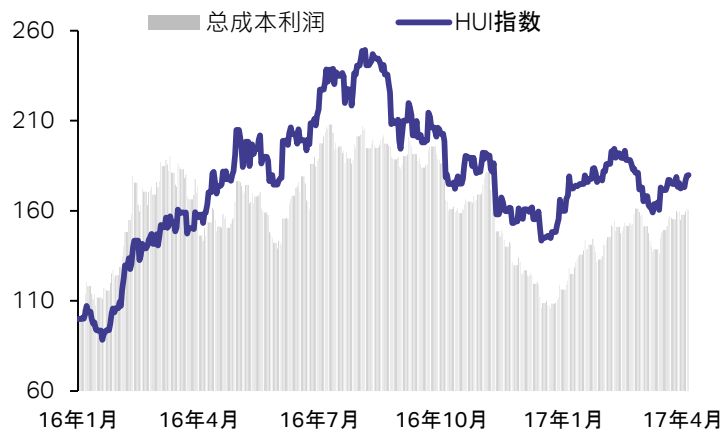
来源: Hong Kong Customs

25-Δ 风险逆转, %



来源: Bloomberg

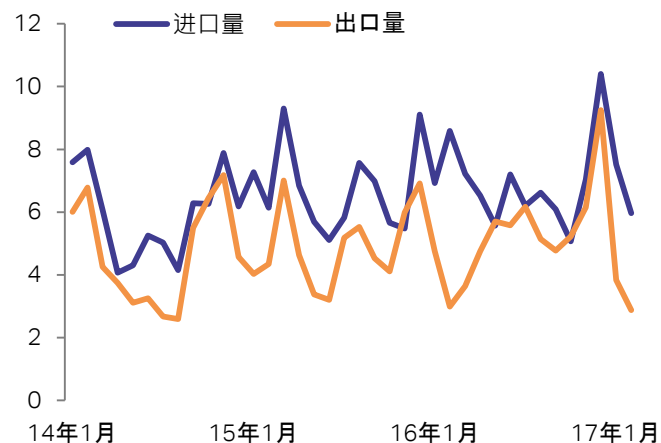
黄金矿产总成本利润*



* 指数 2016年1月1日=100

来源: Metals Focus, Bloomberg

瑞士金锭进出口, 百万盎司



来源: Swiss Customs

白银市场现状与展望

今年前两个月期间白银价格升势凌厉，2月底已触及18.50美元/盎司，但之后急转直下，3月中旬短暂跌破17美元/盎司关口，下旬才又逐步回升，月末报收于18美元/盎司上方。

- ▶ 就职业投资者的白银交易活动而言，尽管3月底时Comex白银期货净多头仓位环比小幅下降，但总多头仓位仍保持在很高水平，3月份的均值达6.54亿盎司，高于今年前两个月期间总多头持仓量的均值6.12亿盎司。此外，总空头仓位也显著下降，3月份的均值仅为1.55亿盎司，远低于2016年总空头持仓量的均值2.07亿盎司。换言之，以持仓数量计白银期货净多头仓位仍接近历史峰值水平。不过3月底时净多头仓位的价值（用净多仓数量乘以Comex白银期货收盘价）为90亿美元，仍大幅低于去年8月创出的历史峰值110亿美元。
- ▶ 3月份全球白银ETP持仓量有所下滑。这可能反映出散户投资者对增持白银基金份额缺乏热情（他们对增持银币和银条也兴味索然，见以下部分所述），不过清仓的人也很少。我们预计白银ETP的持仓量不会大幅减少，不过未来12个月期间其持仓量要想有所增长，需有职业投资者的新资金流入，散户投资者不大可能增持。
- ▶ 主要实物白银投资市场的情况：印度市场需求仍较疲软，详见下节的论述。就美国市场而言，美国鹰银币的销售数据及我们的实地调研结果（除银币外，我们也调研了数据不太透明的银条需求）都显示，本年迄今美国散户投资者对实物白银的需求很疲软。就鹰银币的销售情况而言，尽管3月份的销量环比上升，但这只是2月份剧降后一定幅度的反弹。2017年1季度的总销量同比剧降46%。尽管银价走高打压需求，但我们认为美国总体白银需求并不像该数据显示的那么弱。实际情况是，1盎司重银币的供应量持续上升（银币铸造商铸造1盎司重银币的利润率低，但可以促进销售，这也反映出需求疲软），一些对价格敏感的投资者放弃购买官方铸造的价格较高的投资性银币，转而购买这些低价银币。

白银市场现状与展望

➤ 印度市场的最新发展：

➤在印度政府颁布废钞令后大幅下降的白银首饰和银器需求量已逐步回升，3月份回升态势延续。印度卢比升值是驱动需求回升的原因之一，卢比升值后印度国内银价较国际市场价格相对便宜。

➤但是，印度市场人士提供的反馈信息显示，白银投资需求仍较疲软，在2016年的低水平上徘徊。本年迄今，来自香港和中国的非伦敦交货白银进口量已上升，但同时来自英国、韩国和俄罗斯的伦敦交货白银进口量却在下降，换言之，总进口量并未增加。

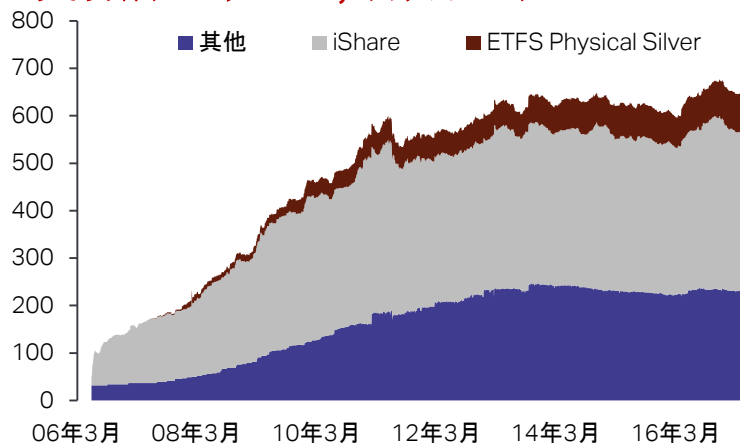
➤展望未来，我们仍对今年印度白银投资需求的前景持谨慎看法。在印度银条是储藏黑钱的重要载体，因此政府持续实施打击黑钱的政策很可能重创印度的银条需求。另外，与美国市场的情况类似，在2013年至2015年期间巨量白银流入后，印度的白银市场可能已饱和。

➤ 白银工业需求状况：我们参加了刚闭幕不久的中国太阳能电池浆料与金属化论坛，与会代表普遍预期今年全球光伏发电装机容量将与去年持平或小幅下滑。鉴于去年光伏发电新装机容量高达75GW，升至创纪录高位，今年能持平或小幅下滑已难能可贵。因此，我们预计2017年白银工业需求量将超过9,000万盎司，为历史第二高值。

➤ **价格预测风险因素：**价格预测主要风险因素与上一期月报中列出的大致相同，即影响金价变动的那些宏观经济因素，其中特朗普政府的财政政策可能令市场大失所望是一大值得关注的问题。在我们进行基准预测时已把美国股市大幅回调这一因素纳入考虑，但下述风险仍不可忽视：股市回撤后资金不但没有大举流入白银市场，因美国经济前景黯淡，反倒出现抛售工业用大宗商品（包括白银）的情形。

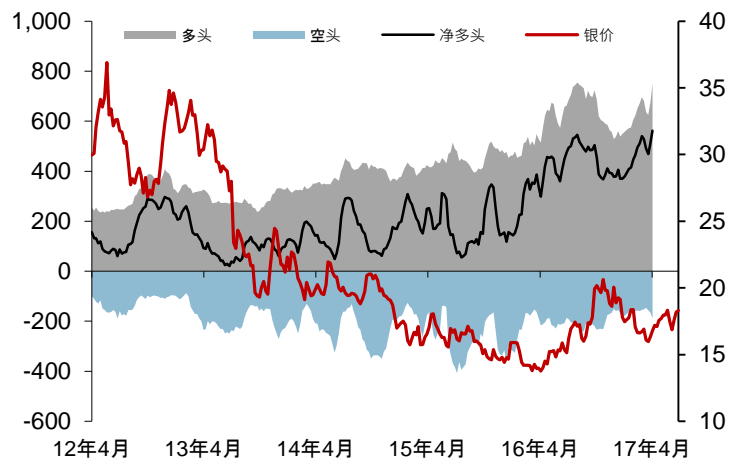
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



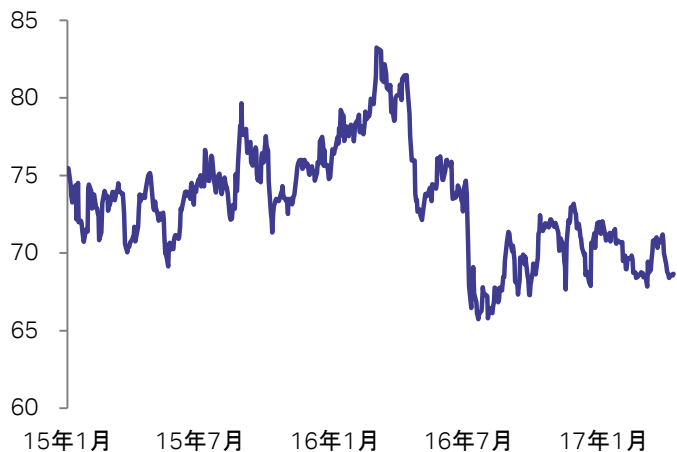
来源: Bloomberg

Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



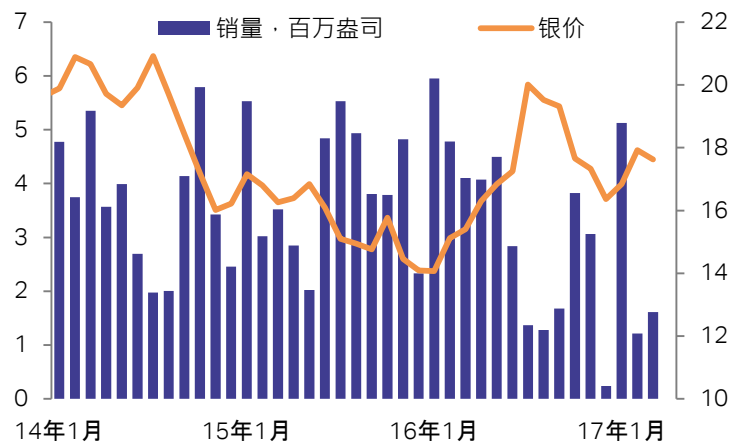
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

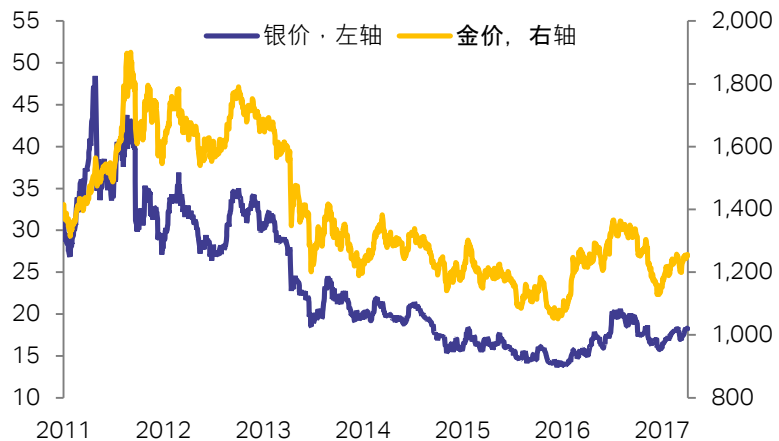
美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

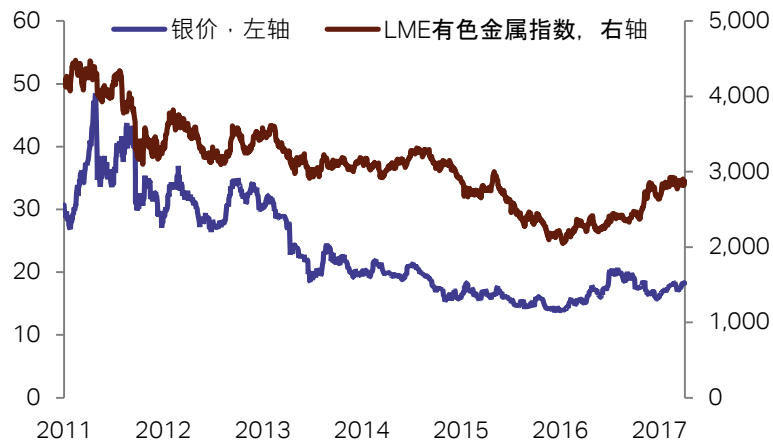
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



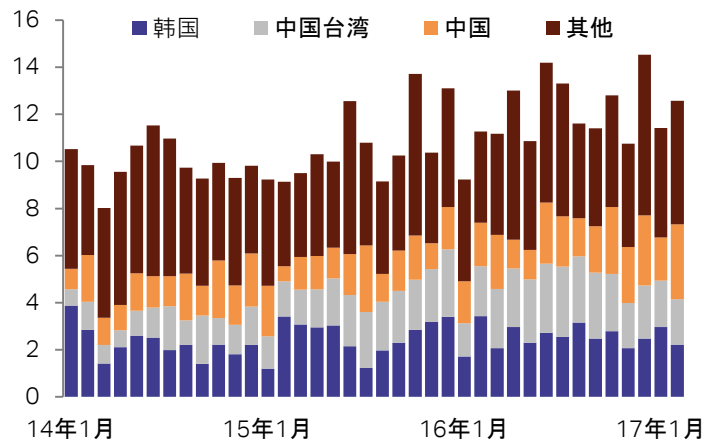
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



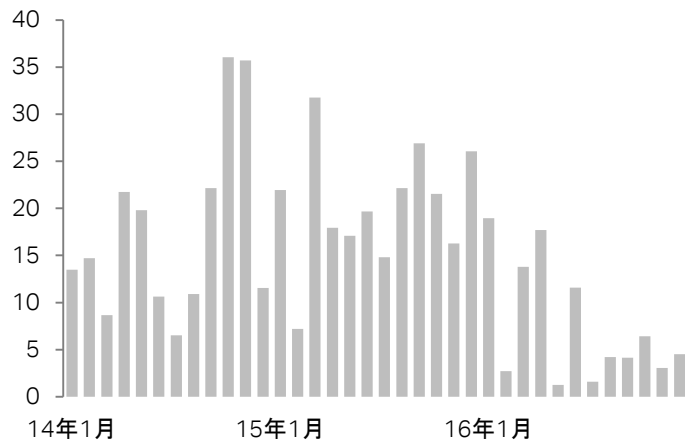
来源: Bloomberg

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

3月份铂金价格下行压力沉重，前15天期间每盎司铂价就已下跌90美元。像过去经常发生的那样，铂金价格随黄金价格走势波动，但表现再次跑输金价，每盎司铂金相对于黄金的折价已扩大至300美元，为去年11月以来最大价差。另外，南非兰特汇率回升的态势已发生逆转，这也令以美元计价的铂价承压。

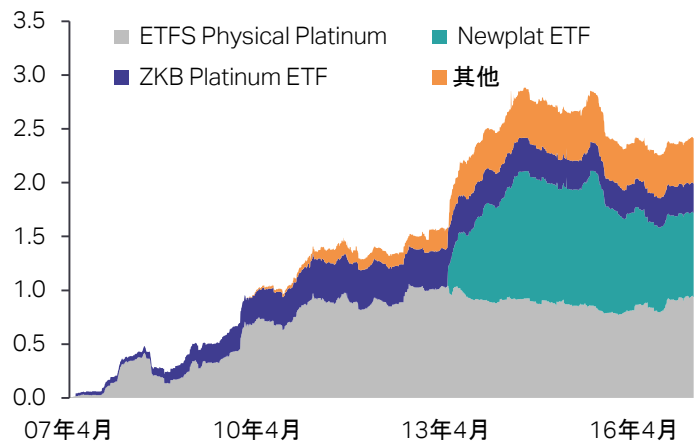
- 3月27日，传言称南非总统祖玛将撤销普拉温·戈尔丹的财政部长职务，戈尔丹在南非广受推崇。当天南非兰特对美元急贬2.4%。在戈尔丹被撤职的消息获证实后，南非兰特又大幅贬值11%。评级机构标普公司和惠誉国际已先后将南非的主权信用评级降为垃圾级。
- 在发生最近的危机前，兰特是近15个月来表现最好的新兴经济体货币，期间对美元的汇率从创纪录低位18:1回升至12.3:1。鉴于南非铂金生产商很大一部分成本以兰特计价，兰特汇率的大幅回升给它们带来沉重的成本压力。因此，最近兰特贬值11%能减轻南非铂族金属生产商的成本压力。该国铂金和钯的产量分别占全球铂金和钯总产量的70%和37%。这使我们更加确信，尽管南非铂金矿业的发展仍受到制约，但近期内不大可能大幅削减产量。
- 铂价的下跌主要归因于CME铂金期货净多头仓位的剧降。尽管总多头仓位仅小幅下滑，但2月底至3月底期间总空头仓位增长了一倍多，升至今年1月以来的最高水平。总多头仓位已降至多月来的低位240万盎司，不大可能进一步下滑。总空头仓位为79.3万盎司，接近12个月来的平均值。3月份铂金ETP继续录得资金流入，持仓量小幅增加3.2万盎司。
- 展望未来，我们仍对铂价走势持谨慎乐观看法，尽管已对价格预测作出微调。如“宏观经济”和“黄金市场”中所述，我们预期经济前景仍将利好于贵金属投资。黄金价格有望逐步走高，在其外溢效应的带动下铂价应能有上行动力。

铂金市场现状与展望

- 在需求侧，根据汽车业咨询公司LMC发布的数据，3月份西欧地区的轻型汽车销量劲升10.3%，所有关键市场的销量都高于去年同期。LMC预计2017年全年欧洲的汽车销量将增长2.7%。
- 英国市场表现耀眼，汽车月度销量创出历史新高，年化销量超280万辆。英国将从4月1日起调高汽车进口关税，消费者赶在调税之前抢购汽车。
- 3月份欧洲最大汽车市场德国的汽车销量同比劲升11.4%，本年迄今共增长6.7%。南欧国家的汽车销量也强劲增长，其中意大利和西班牙的汽车销量分别较去年同期增长18.2%和12.6%。
- 其他领域的铂金需求缺乏亮点。中国铂金首饰需求量在连续3年下滑后今年有望回升9%，增加10万盎司，得益于此，首饰业将是今年铂金需求量有一定增长的唯一领域。但是，实物铂金投资需求量或将大幅下滑，其中日本的需求量料将较2016年下降22万盎司，这将抵消首饰业铂金需求的增長。
- 鉴于铂金价格与黄金价格紧密相关，“黄金市场”所述的宏观经济风险因素也将影响铂价
- 就价格下行风险而言，在欧洲地区柴油车越来越不受欢迎，其中英国35个城市将向超排车开征“毒气税”。传统汽车被清洁能源汽车逐步代替已成为大趋势，下述事例即是明证：创立于2003年，2016年销量尚不到8万辆的特斯拉汽车公司，近期市值已达到380亿英镑，超过百年老店福特汽车公司350亿英镑的市值。福特公司创立于1903年，早在1913年销量就超过8万辆，2016年销量达660万辆。

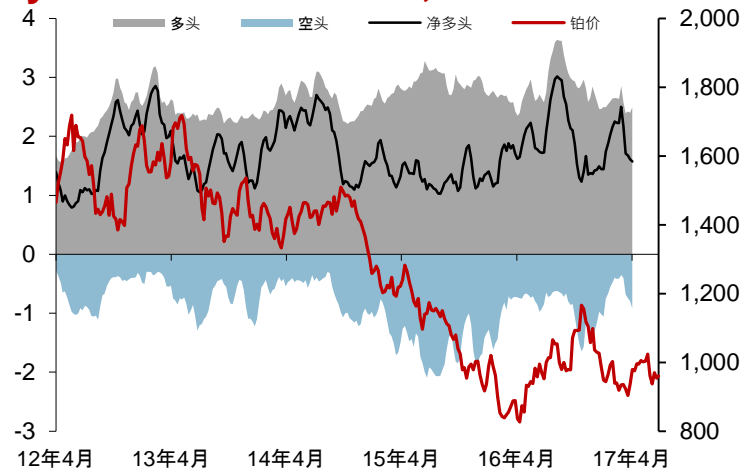
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



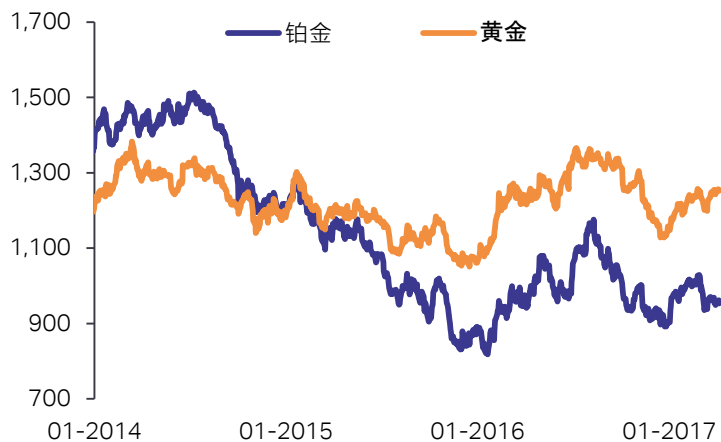
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



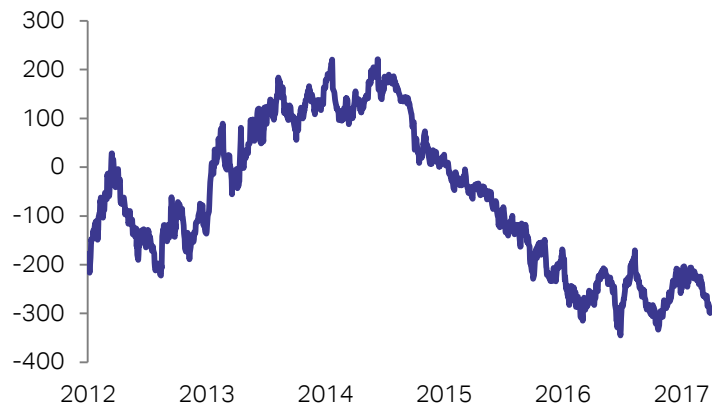
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

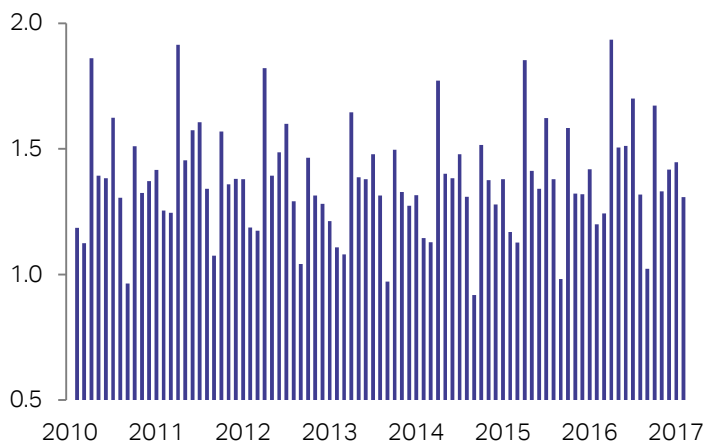
铂金:钯 比率



来源: Bloomberg

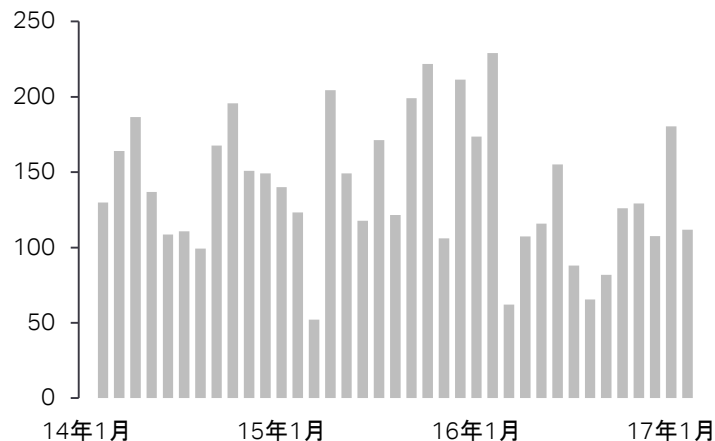
铂金市场现状与展望

欧洲汽车月销量, 百万辆



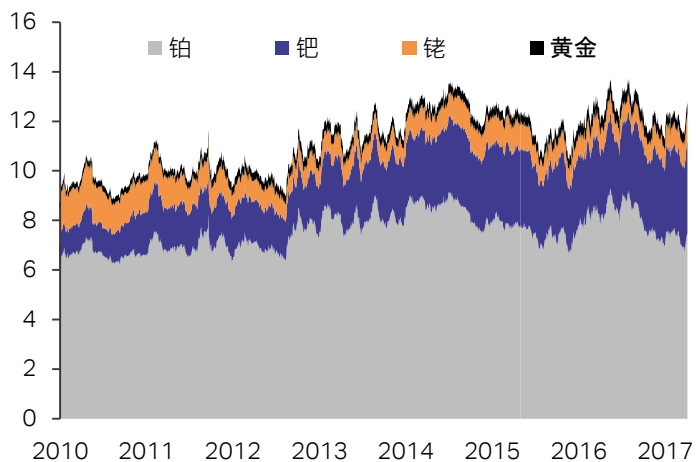
来源: Bloomberg

中国铂锭进口, 千盎司



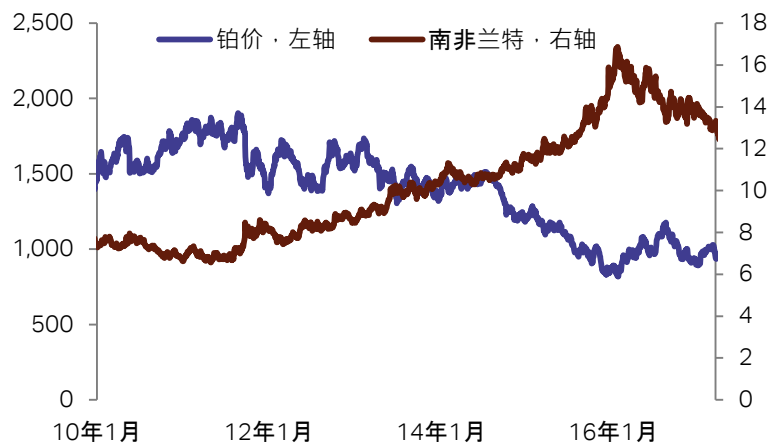
来源: Chinese Customs

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

在3月初短暂小幅回撤后，钯金价格迎来主升浪，自2015年5月以来首次升破800美元/盎司关口。在撰写本报告的4月初，钯价继续攀升，已接近820美元/盎司。展望未来，鉴于近期钯价的大幅上涨，我们已上调了对未来12个月期间钯价的预测。不过我们也要强调指出，因钯价波动性大，不大可能出现直线上涨的情形，中间或有回撤。

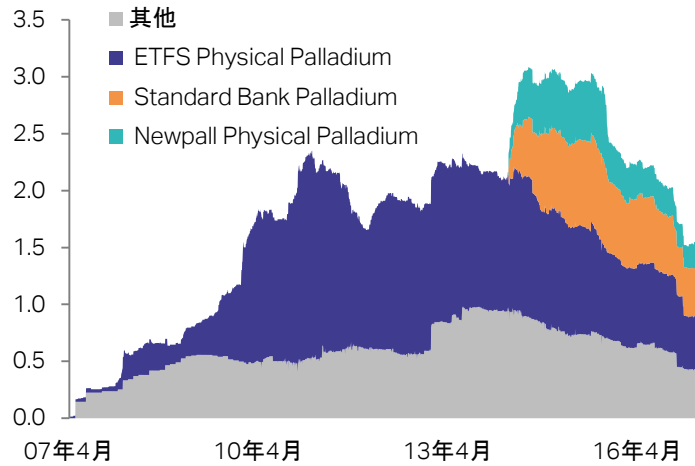
- 本年迄今钯价已劲升20%，成为四种主要贵金属中表现最佳者。考虑到美国经济数据疲弱，近几周来股市已面临较大的卖压，钯价还能强劲上涨就更为引人注目，要知道经济数据疲软和股市下跌通常会打压钯价。
- 钯价的强劲上涨在很大程度上归因于短线投资者对钯的兴趣急剧升温，Nymex钯期货净多头仓位飙升就是明证。3月28日净多头仓位升破210万盎司，环比增长21%，创2015年3月以来的最高水平。
- 相比之下，3月份钯ETP的持仓量则仅微升1%，本年迄今全球钯ETP的总持仓量还下滑10%。与钯期货投资者相比，钯ETP投资者的投资期通常更长。
- 我们近期进行的实地调研显示，工业用户尤其是中国工业用户的钯需求强劲，这应能在未来几个月间进一步推高钯价。即使2017年初中国汽车销量开始走软，但当地汽车尾气净化催化剂制造商的钯需求仍相当强劲。催化剂制造商和实物钯贸易商看好中国汽车行业前景，亦预期钯价还将进一步走高，因此急于建立数量充足的实物钯库存。
- 中国强劲的钯需求在香港钯进口量的大幅上升中得到反映，中国大陆的钯主要来自于香港。2016年，香港的钯总进口量同比劲升31%，至创纪录的160万盎司，其中4季度的进口量增幅尤其高。2017年前两个月，香港钯进口量再增长17%，至28.1万盎司。

钯市场现状与展望

- 展望未来，我们仍对钯价走势持乐观看法。如前所述，我们已上调所预测的钯价，预计2017年钯的均价将达到770美元/盎司，2018年1季度有望升至900美元/盎司的高点。
- 但是，鉴于与其他贵金属相比，钯市场的体量和流动性都要小一些，我们在此要发出告诫：如果出现大规模获利回吐，钯价必将承压，而考虑到近期很多短线投资者大举投机性买入，获利回吐的风险不容小觑。因此，我们预测今年3季度钯价或将温和回撤，但应该不会跌破700美元/盎司的支撑位。
- 现在来看钯的基本面状况：3月份美国的汽车销量不及预期。3月份的销售数据发布前，市场普遍预期在1月份和2月份连续小幅下滑后，3月份的汽车销量应该回升。但是3月份季节性因素调整后的汽车销量年化数字为1,660万辆，低于去年同期的1,670万辆。很多人开始担忧过去几年间美国汽车销量稳步增长的动能可能正步入衰竭。
- 今年前两个月期间中国的乘用车销量为390万辆，同比增长9.9%，但较2016年同期15%的增幅已放缓。展望未来，汽车业咨询公司LMC仍看好中国汽车工业的发展前景，这应能促致2017年汽车尾气净化催化剂工业部门的钯需求量升至历史新高。
- **价格预测风险因素：**与铂金的情况类似，南非发生大规模供应中断仍是可能导致钯价上行的一大威胁因素。同时，如果欧洲主要城市颁布更多限制柴油车的严厉措施，钯无疑也会受益。
- 需求侧的主要风险与汽车尾气净化催化剂工业部门的钯需求相关。本年迄今美国汽车销量逊于预期，而投资者仍预期全年销量将接近历史峰值。但是，如果美国经济数据持续令市场失望，则投资者对风险资产的兴趣将降低。同样的，如果中国经济硬着陆，无疑也将损害投资者对钯的信心。

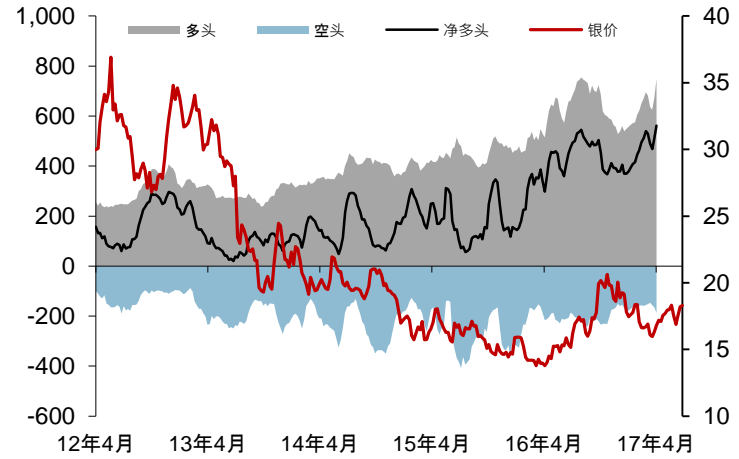
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



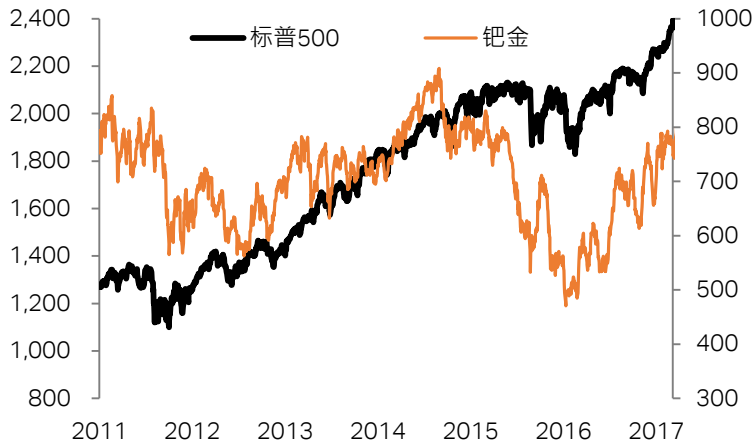
来源: Bloomberg

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

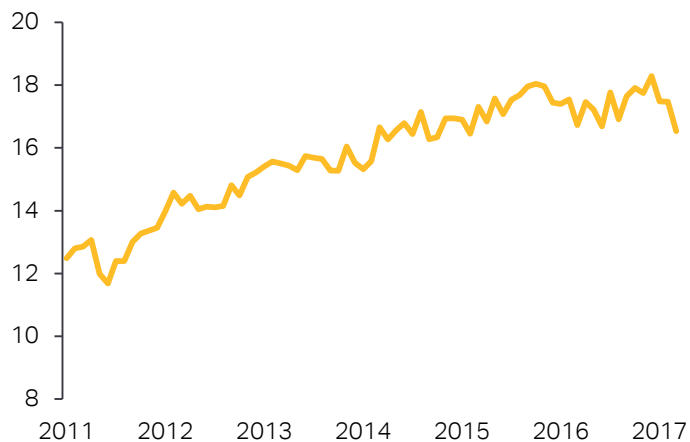
上证指数



来源: Bloomberg

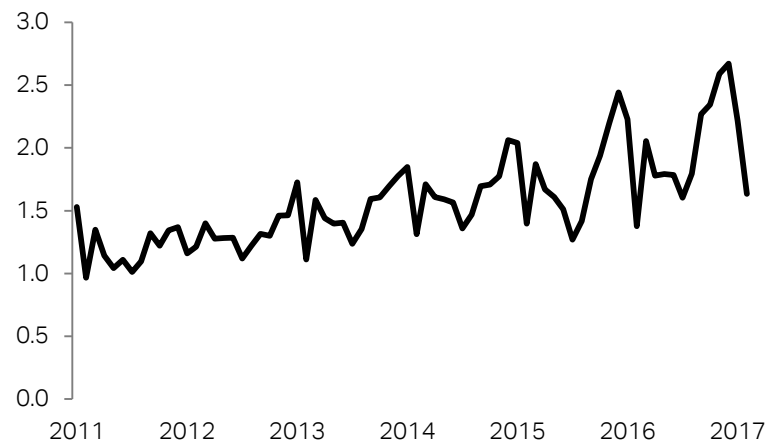
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



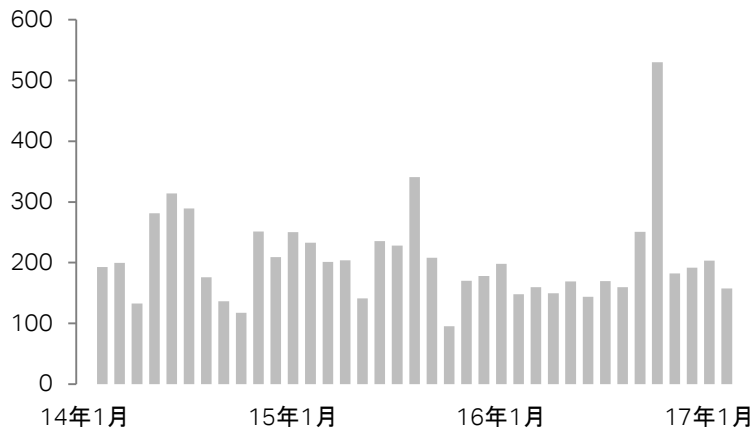
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



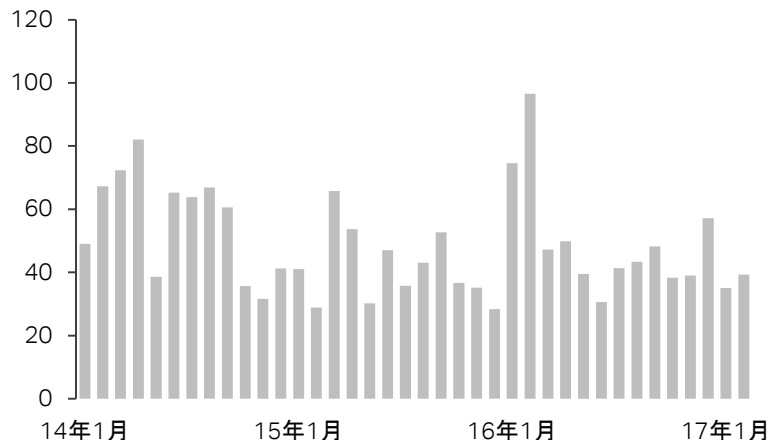
来源: Bloomberg

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。