



# Metals Focus

贵金属月报

第27期 - 2018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 感谢以下机构  
对《贵金属月报》中文版的支持



[www.asahirefining.com](http://www.asahirefining.com)

---



[www.cmegroup.com/metals](http://www.cmegroup.com/metals)

---



[www.vpower.com.cn](http://www.vpower.com.cn)

---



[www.sberbank-cib.ru](http://www.sberbank-cib.ru)

---



[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)

---



[www.gold-zhaoyuan.com](http://www.gold-zhaoyuan.com)

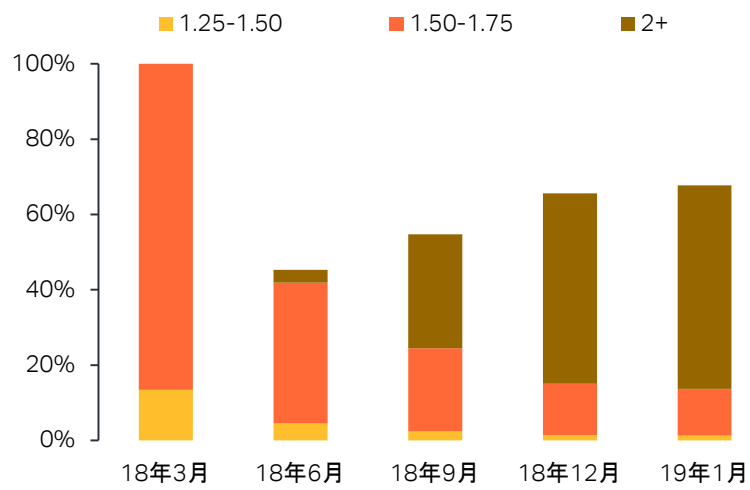
---

# 宏观经济现状与展望

- ▶ 一如预期，美联储在1月举行的政策会议上决定维持基准利率不变。目前市场仍普遍预期2018年美联储将加息三次，年内首次加息很可能在3月份的会议上进行。在欧洲方面，欧洲央行近期的表态显示，因通胀持续低企，在较长时间内可能将继续实施负利率政策。
- ▶ 在迭创新高后，1月底美国股市的升势戛然而止，2月初更是爆发了小型股灾。2月5日道琼斯指数和标普500指数分别暴跌1,600点和125点，创六年来的最大跌幅。今年以来的涨幅已被全数抹去。
- ▶ 2月6日，恐慌指数VIX升至50，触及2015年8月人民币贬值以来的最高点。在撰写本报告之时，对于股市是将很快反弹还是将更大幅度地回撤，投资者争论激烈。
- ▶ 我们早就指出，过去几年间美国股市持续飙升的态势是不可持续的，上周爆发的股市抛售潮已部分证实了我们的研判。虽然目前就断言股市将进入大熊市还为时过早，但市场参与者对股票开始持谨慎态度则是毋庸置疑的。这势必促使投资者将其部分资金转投其他投资领域。鉴于债券和其他信贷产品的价格已高，贵金属尤其是黄金市场这类目前参与者并不太多的市场有望成为投资新宠。
- ▶ 此外，美元持续疲软，地缘政治紧张形势仍在加剧（例如朝鲜半岛、中东等热点地区），其他一些尾端风险（中国爆发信贷危机、欧洲主权债务问题恶化等）也不可忽视。因此，我们认为未来数月间贵金属对投资者的吸引力必将增强。

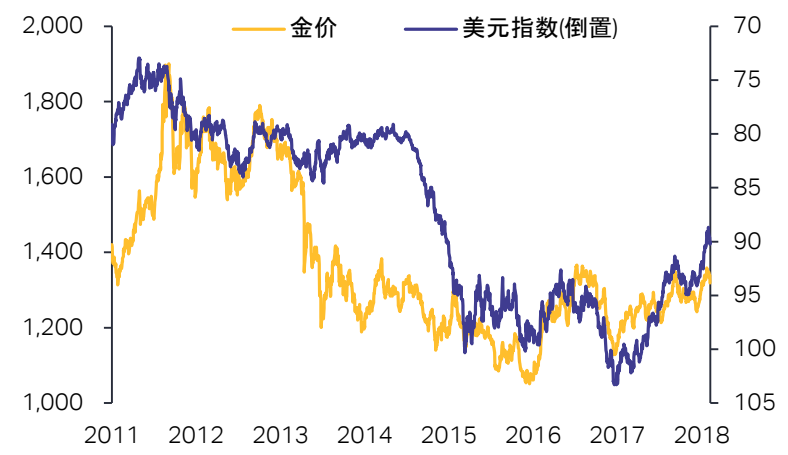
# 宏观经济现状与展望

## 美国利率预期



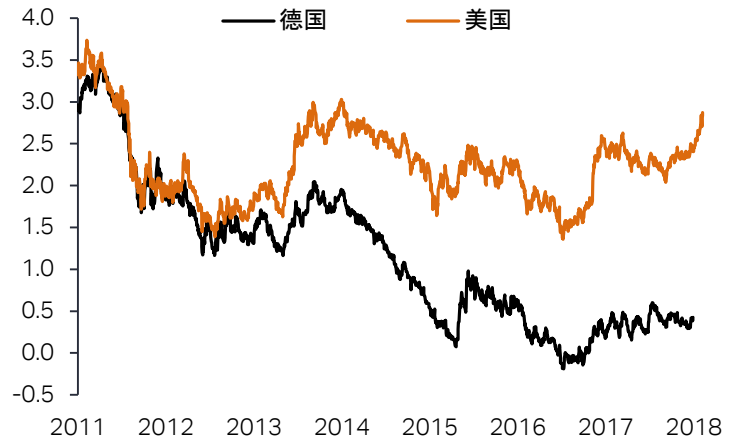
来源: Bloomberg

## 美元指数 & 黄金价格



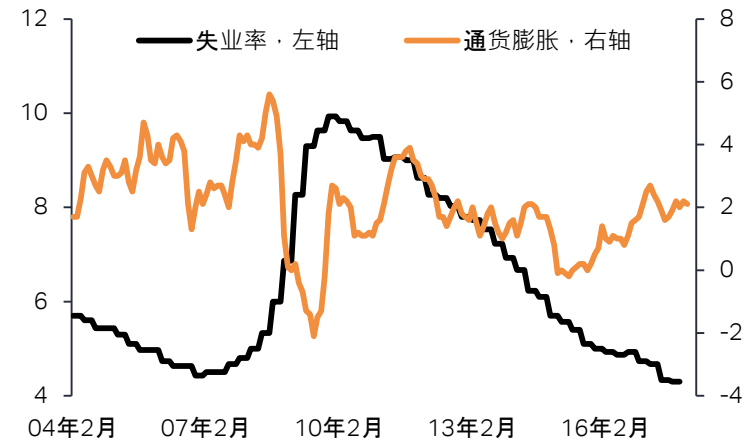
来源: Bloomberg

## 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

在触及5个月来的低点1,237美元/盎司后，2017年12月下旬起黄金价格稳健回升，进入2018年后升势延续，一度触及1,366美元/盎司的高点。2月初因部分投资者获利了结，金价有所回落。

2月初金价回落，而此时全球股市都爆发了抛售潮。换言之，尽管长期以来黄金都被视为避险资产，但金价并未从本次反映市场风险偏好大幅下降（债券收益率飙升为其明证）的事件中受益。出现这一反常现象的部分原因是，1月份金价上涨后部分投资者兑现利润，用于追加账户保证金。

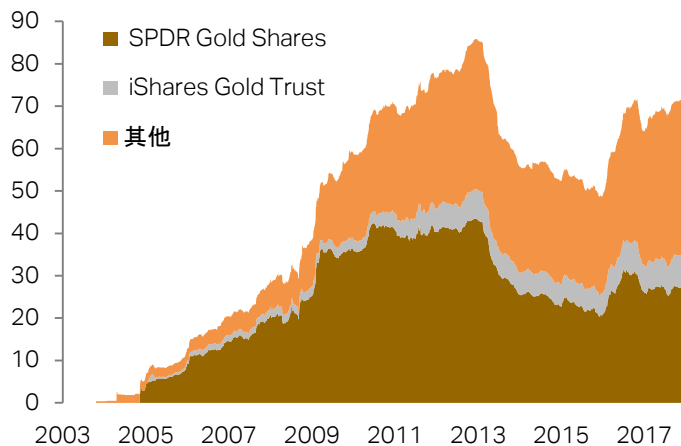
- 展望未来，我们预期全球股市还将出现更大规模的抛售潮，这最终将促使资金涌入黄金市场避险。因此，尽管近期股市大幅回调并未推高金价，我们仍对金价走势持乐观看法，预期金价上行的态势至少能延续到今年年底。基于上述研判，本期月报所列金价预测与上期月报中所列数字并无变动。
- 在珍妮特·耶伦离任前主持的最后一次会议上，美联储决定维持基准利率不变。耶伦指出，未来数月间美国经济将继续改善，因此三月份有可能加息（美联储新主席杰罗姆·鲍威尔已上任，到时将由他主持会议）。
- 在黄金投资需求方面，机构投资者和散户投资者的交易行为呈现出鲜明的对比。根据美国商品期货交易委员会（CFTC）最新发布的数据，1月初机构投资者的黄金期货净多头持仓量显著上升，之后至月底一直保持在高位。
- 相比之下，散户投资者的黄金需求则较为疲软。1月份，美国老鹰金币的销量剧降50%。在欧洲国家尤其是德国，散户投资者的黄金需求量同比也小幅下滑，但与2017年相比降幅已收窄，有转强之势。

# 黄金市场现状与展望

- ▶ 再来看主要实物黄金市场近期状况。1月份印度黄金市场表现相当平淡，原因有二：首先，去年12月金价较低时印度消费者抢购黄金，部分需求已被提前消化，导致1月份买气不足。其次，预期在预算报告中政府将宣布调低黄金进口关税，但该预期落空了。
- ▶ 虽然印度政府并未调低黄金进口关税，但所公布的预算报告总的来说利好于该国黄金市场。政府已宣布将实施全面的黄金政策，改革黄金货币化计划，并将设立一家黄金交易所（详情参见我们最新一期“印度市场月报”）。
- ▶ 1月份，中国黄金首饰需求强于黄金投资需求。春节将至，为准备好节日礼物，消费者的金饰购买量显著增加。相比之下金条需求相当疲软，大多数银行的金条销量都出现同比下降。不过也应看到，此现象部分归因于去年的高基数，当时人们因担忧人民币将进一步贬值而大量购入金条。
- ▶ 在中东地区，因政治紧张局势持续加剧，加之金价上涨，1月份沙特和阿联酋都开始征收5%的增值税，整个地区的黄金需求遭受严重影响。此外，土耳其政府出台了要求进口该国黄金产品的国家必须支付预付款的新监管政策，预计该国的金条出口将受到负面影响。
- ▶ **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：地缘政治紧张形势（中东地区和朝鲜半岛）；股票和债券市场出现烈度远超预期的抛售潮；美国财政状况持续恶化。美国经济持续显著复苏则是金价下行主要风险因素。若美国经济持续走强，投资者对股票估值过高的担忧将减弱，美联储也将以快于预期的步伐加息。

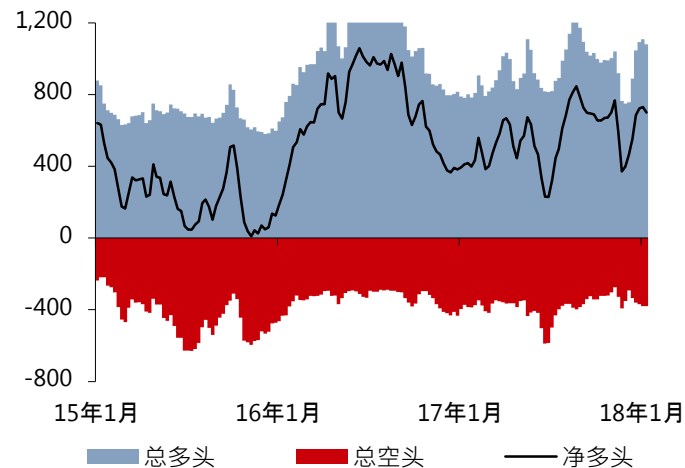
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



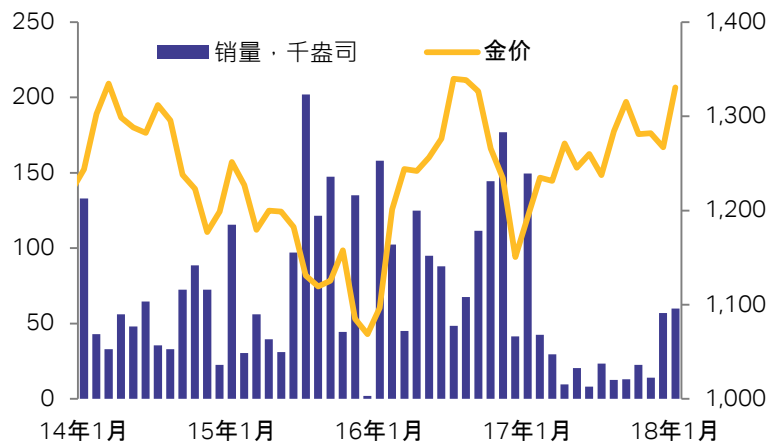
来源: Bloomberg

## Comex 投资者头寸\*, 百万盎司



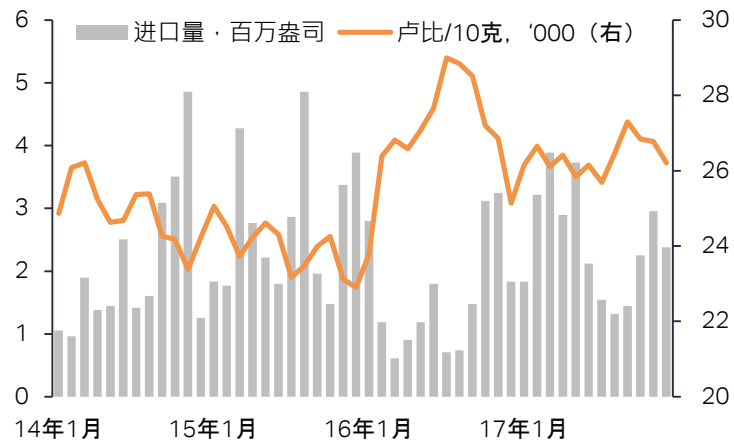
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 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

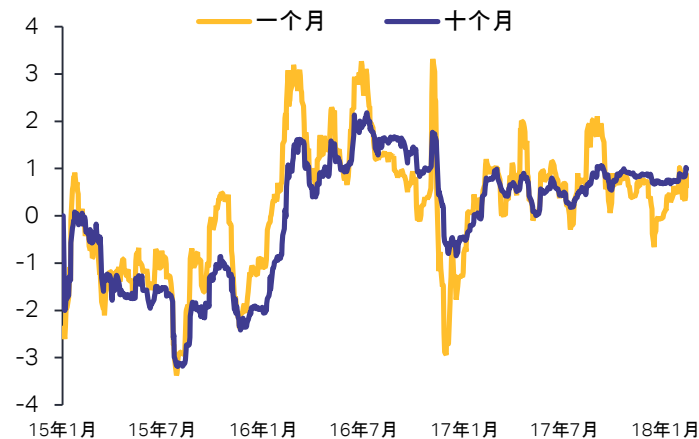
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



来源: Hong Kong Customs

## 25-Δ 风险逆转, %



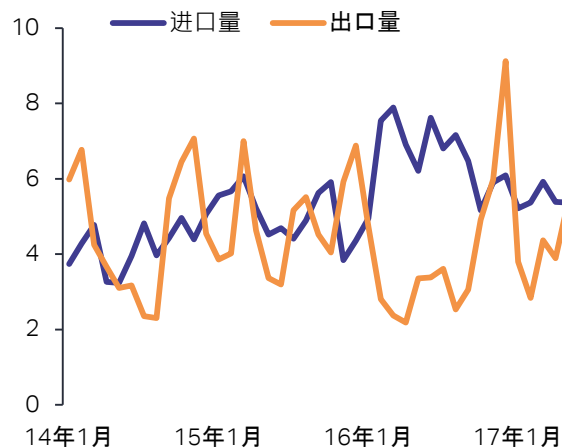
来源: Bloomberg

## 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

1月份大部分时间段内，白银价格与金价运行趋势一致，涨幅一度达到4%，1月25日触及17.70美元/盎司的高点（该日金价也升至1,366美元/盎司的高点）。之后金价承压下行，银价也随之回落。全球股市暴跌给银价带来的负面冲击也大于金价，2月初金/银价格比率已升破80:1，创2016年4月以来的最高值。

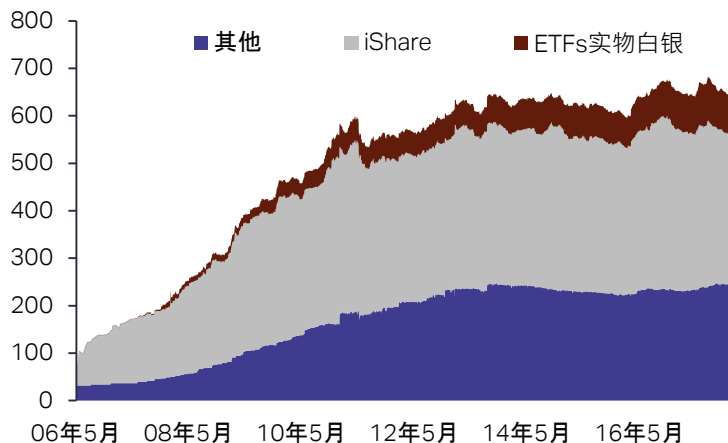
- 我们未对所预测的金价作出任何调整，所预测的银价也基本保持不变。虽然近期金/银价格比率飙升，我们仍预期当今年后期贵金属投资需求进一步走强时，银价表现能跑赢金价。
- 近期银价大幅走低主要归因于白银期货投资者大幅减仓。最新发布的数据显示，1月16日至30日期间，Comex（纽约商品交易所）白银期货净多头仓数量下降6%。鉴于最近银价降幅颇大，商品交易所的白银交易量也大幅上升（2月2日的数据），我们推测1月30日后净多头仓数量已进一步下滑。
- 2018年前几个星期，因部分资金流出转投股市，白银ETPs的持仓量也小幅下滑，截至2月7日减少1,230万盎司，降幅为2%。不过也应看到，目前全球白银ETPs的总持仓量仍处于历史高位，仅比历史峰值低5%。我们认为，鉴于很大份额的白银ETPs由倾向于中长期持仓的散户投资者持有，尽管资金进一步流出的可能性不能排除，但减仓幅度应该相当有限。
- 在近期我们参加了在柏林举行的世界钱币展览会，参会期间得到的信息显示，本年迄今美国散户投资者的白银需求仍相当疲软，背后的原因包括：银价表现令人失望；大部分资金流向飙涨的股市；市场已近饱和；以及美国政治动荡带来的冲击等。在欧洲市场，尽管白银投资需求同比有所走软，但下降幅度有限。

# 白银市场现状与展望

- 2017年印度散户投资者的白银需求已温和回升，预计今年还将进一步走强，不过以绝对数量计，仍将远低于2015年创出的历史峰值。与美国的情况类似，印度白银投资需求增长乏力也归因于下列多个负面因素：越来越多的资金转投股市；市场已近饱和；更为重要的是，印度政府持续加大打击黑钱的力度，已导致印度白银市场发生结构性变化，高价值银条的需求受到抑制，预计未来一段时间内银条需求仍会很疲弱。
- 正如我们在最新发布的“五年期白银市场预测”报告中已指出的，白银工业需求相当旺盛，2017年已创出历史新高，预计2018还将再上层楼。2017年，白银用量大的各工业部门（包括光伏发电业、汽车业、消费电子产品业等）的白银需求普遍实现增长，预计今年这一趋势仍将延续。
- 在连续两年下滑后，预计2018年全球矿产白银总产量将小幅回升，主要增长源是黄金为主产品，白银为其副产品的矿山。此外，得益于Escobal银矿和Lucky Friday银矿相继复产，弗雷斯尼洛矿业公司旗下的San Julian银矿产能提升及一家新硫铁矿冶炼厂投入试生产，预计今年主产白银矿山的产量也有望上升。
- **价格预测风险因素：**银价上行和下行风险因素与金价上行和下行风险因素大致相同。就影响白银市场的特有风险因素而言，倘若中国经济急剧放缓，基本金属的价格势必承压，进而会拖累银价走低。

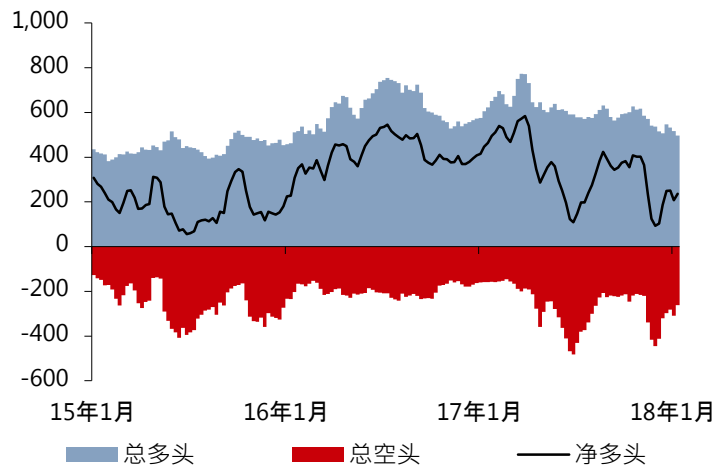
# 白银市场现状与展望

## 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



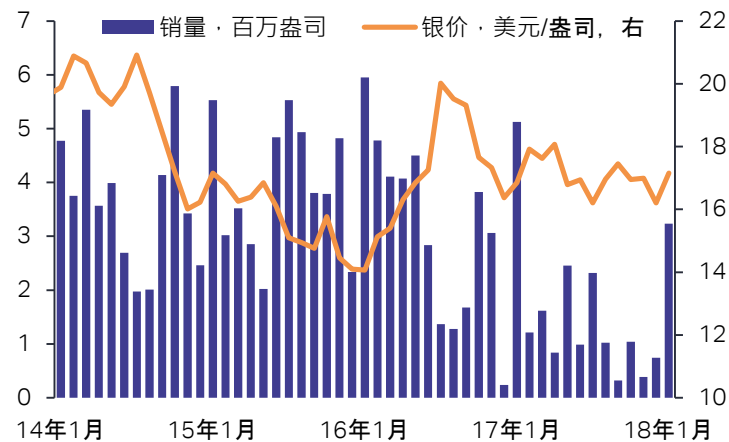
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

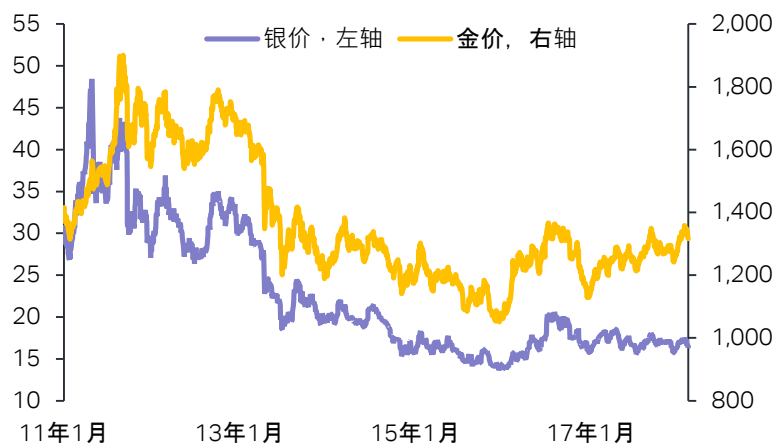
## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

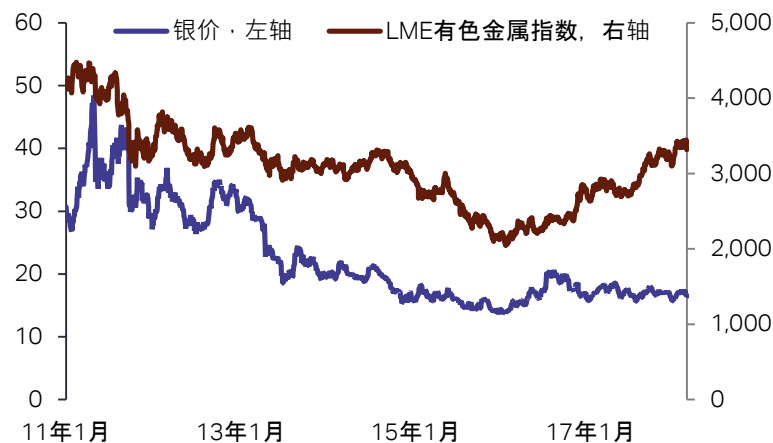
# 白银市场现状与展望

## 白银 & 黄金价格



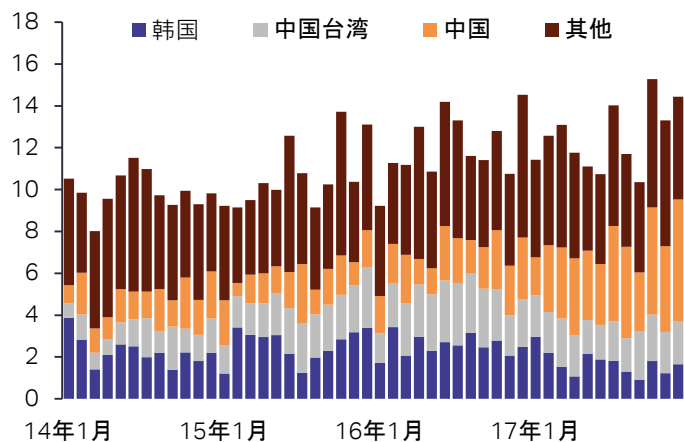
来源: Bloomberg

## 白银 & 有色金属价格



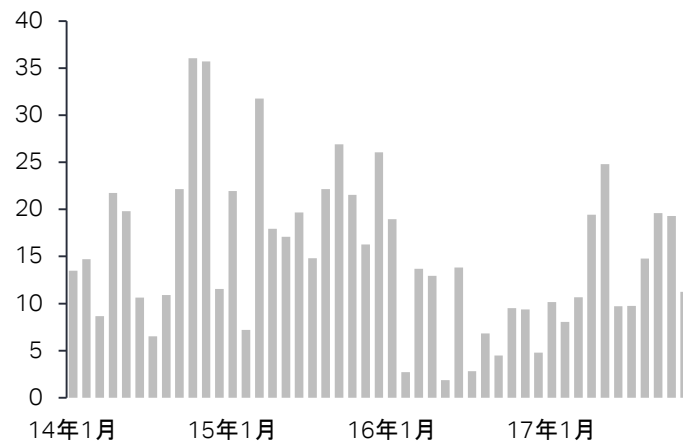
来源: Bloomberg

## 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

2018年开年以来，在四种主要贵金属中**铂金**价格的涨幅最大，达**4%**（相比之下黄金价格仅上涨**1%**，钯金价格更重挫**9%**）。我们就**2018年**铂价所作的预测并无变动，即全年铂价将同比上涨**8%**，年均价为**1,020美元/盎司**，价格波动范围为**900美元/盎司**至**1,110美元/盎司**。

- 我们认为，尽管铂金的供需基本面不佳，但去年很多时候还是出现超卖了。这是我们判定**2018年**铂价表现将优于其他贵金属的一大理由。开年以来，铂金对黄金的折价已从创纪录的**372美元/盎司**降至**1月中旬**时的**319美元/盎司**，为去年**9月初**以来的最低水平，这在一定程度上证实了我们的研判。此外，在钯价因股市暴跌而重挫后，本周铂价已与钯价持平。
- 近期铂价上行主要得益于**Nymex**（纽约商业交易所）铂金期货净多仓数量上升。截至**1月30日**，净多头仓数量已达**250万盎司**，升至去年**2月**以来的最高水平。总多头仓数量（**370万盎司**）也已创出历史新高。不过铂价仍处于**1,000美元/盎司**下方，显示铂价仍承压，其运行趋势高度依赖于黄金价格走势。
- 上述事实提醒我们铂金的供需基本面仍面临很大逆风。首先来看供应侧情况。因政治紧张局势已显著缓和，南非兰特对美元的汇率已从去年**11月中旬**的近期低点**14.5:1**升至**1月下旬**时的**11.9:1**。尽管兰特汇率已升至**2015年5月**以来的最高水平，但因美元计价的铂价也已走高，兰特走强并未对南非铂金生产商产生多大负面影响。尽管如此，为使得供应小于需求，从而减少庞大的铂金地表存量，南非铂金生产商仍必须削减产量。

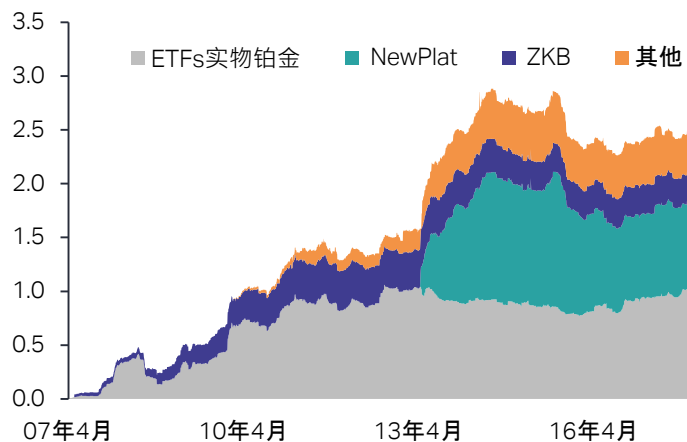
# 铂金市场现状与展望

- 再来看需求侧，尤其是汽车工业的铂金需求情况。根据LMC汽车市场咨询公司最新发布的数据，1月份西欧地区的新车销量同比上升5.2%。我们预期轻型柴油车的销量也已上升，但LMC公司近期发布的2017年全年欧洲轻型柴油车市场分析报告显示，轻型柴油车所占市场份额呈加速下滑之势：
  - 2017年12月，轻型柴油车销量在西欧地区新车总销量中的占比已从2016年12月时的48%降至41%，而在四年以前（2013年12月），该占比还高达54%以上。
  - 2017年全年，轻型柴油车销量在新车总销量中的占比已从2016年的49.5%降为44.4%，触及2003以来的最低点。轻型柴油车销量下降55万辆，至640万辆，其中德国和英国市场的降幅最大，分别为13%和17%。
- 上海黄金交易所的铂金交易量是显示中国大陆铂金需求状况的重要指标。2017年该交易所的铂金交易量同比下降14%，至44吨，触及2008年以来的最低水平。多个因素造成了该下滑：首先，前几年所囤积的铂金工业存货已持续下降（消化存货导致从交易所新购入铂金的需求降低）。其次，中国铂金首饰市场持续疲弱不振，需求量已从2013年创出的高点160万盎司将至2017年时的110万盎司，预计今年还将进一步走低。

**价格预测风险因素：**鉴于铂价走势紧跟金价走势，金价上行和下行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，若南非铂矿业内突然爆发罢工，将推动铂价上行。而如果南非政治局势继续保持稳定，投资者对兰特的信心将增强。若此时美元计价的铂价涨幅不大，以兰特计价的铂价就会急剧走弱，将给南非铂金生产商带来相当大的压力。

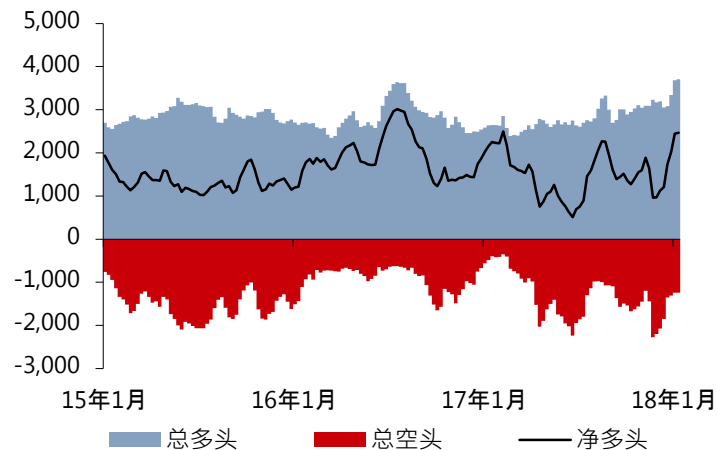
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，百万盎司



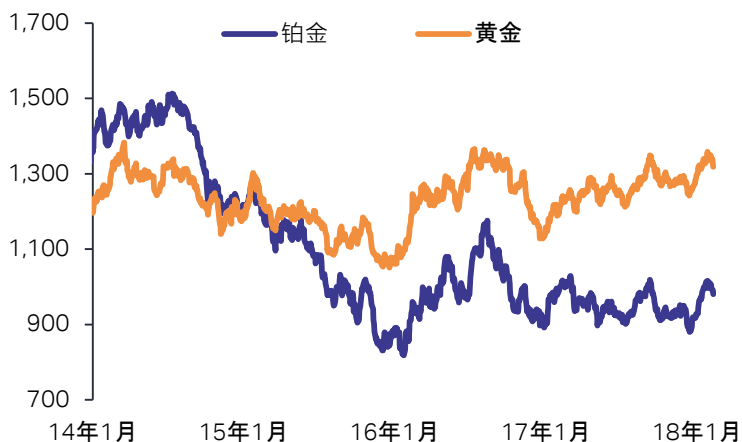
来源: Bloomberg

## Nymex 投资者净头寸\*, 百万盎司



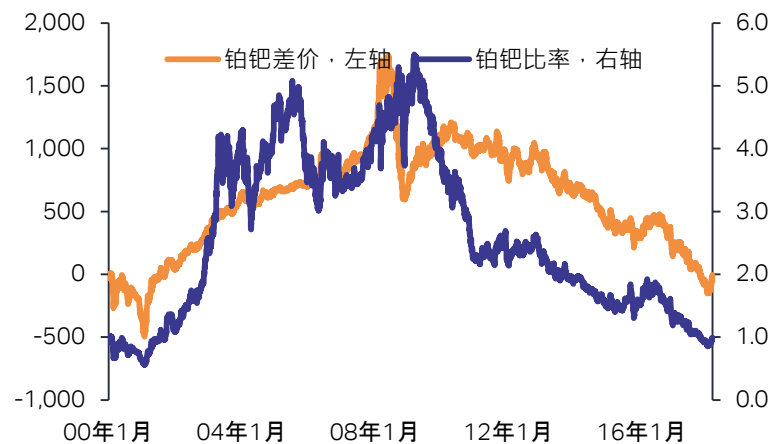
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

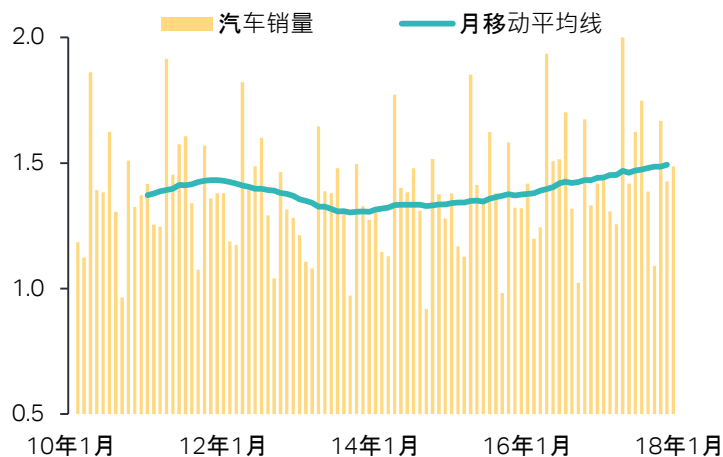
## 铂金:钯金 比率和差价



来源: Bloomberg

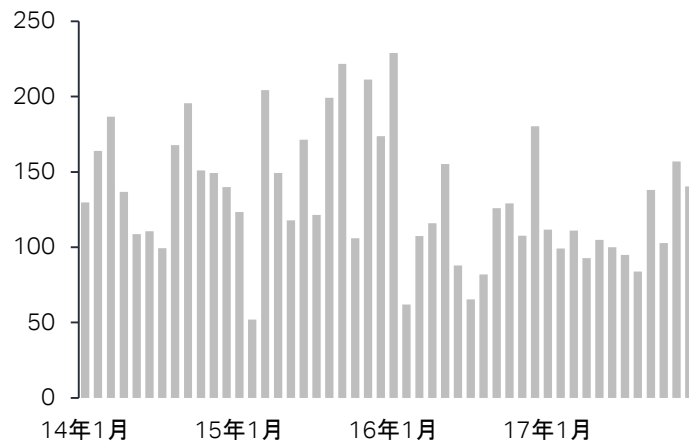
# 铂金市场现状与展望

## 欧洲汽车月销量, 百万辆



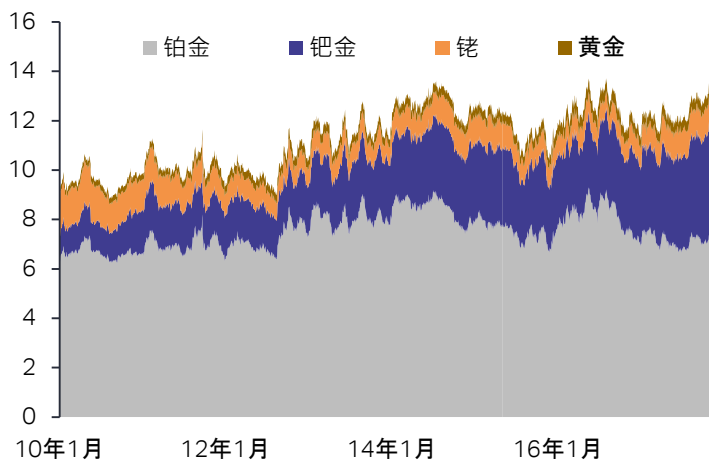
来源: Bloomberg

## 中国铂锭进口, 千盎司



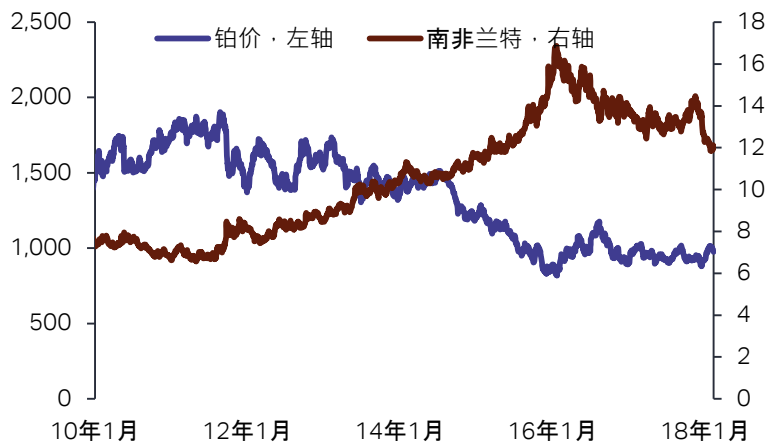
来源: Chinese Customs

## 南非铂金一揽子价格, 千兰特/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

2018年开年钯金价格走势强劲，1月15日创出历史新高1,140美元/盎司。之后涨升动能衰竭，1月下旬钯价大幅回撤。2月初钯价跌幅扩大，降至970美元/盎司下方，触及去年12月初以来的最低点。目前钯价与铂价已大致持平，而年初时钯金尚对铂金溢价150美元/盎司以上。

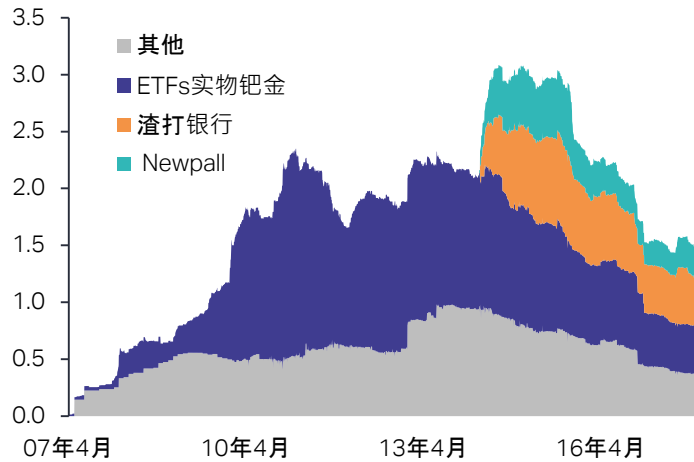
- 1月下旬至2月初钯价表现黯淡，主要归因于全球股市爆发抛售潮，长期以来，钯价走势都与股市走势呈正相关关系。此外，过去12至18个月期间钯价涨幅巨大，1月份更是突破2001年创出的前历史高点，投资者急于兑现利润是顺理成章的事，获利了结导致钯价下行。
- 中国机构购入实物钯金的意愿降低，是打压钯价的另一大因素。去年12月中国的钯金进口量就已较前三个月显著降低。我们近期进行的实地调研显示，本年迄今中国机构对买入实物钯金的兴趣已减弱。
- 我们所作的钯价预测与上一期月报所列数字无甚变动。因股市进一步回调的风险日益加大，我们要发出告诫，钯金很可能遭受投资者的新一轮抛售。
- Nymex钯金期货总多头仓数量已经下降，但仍处于高位。若投资者对风险资产的持有意愿继续降低，则很可能会进一步减持其钯金多头仓位，从而会导致钯价进一步下行。
- 不过我们认为并不会出现钯价暴跌的情形，预计今年2季度的低点在900美元/盎司左右，之后将会强劲反弹。我们预期年底时钯价应能稳稳站上1,100美元/盎司，对铂金大幅溢价。

# 钯市场现状与展望

- 在供应侧，2017年诺里尔斯克镍业公司的钯金产量同比增长6%，至278万盎司。该公司在其2018年产量指引中已声明，因其科拉分公司正在进行镍精炼厂的升级改造，会导致半成品材料的堆积，该公司的铂族金属总产量可能小幅下滑。
- 再来看钯金最大工业用户汽车业的情况。2017年12月，中国轻型汽车销量继续下滑，同比微降0.7%。全年轻型汽车总销量仅较2016年增长1.4%，创过去15年间的最低增幅。因小排量汽车（发动机排量不超过1.6升）的购置税率将调回至10%，预计今年增速还将进一步放缓。（2015年后期，为刺激汽车销量增长，以提振疲软的经济，中国政府开始对小排量汽车实施5%的优惠税率，2017年已调高至7.5%。）
- 1月份美国主要汽车制造商的销售业绩喜忧参半。尽管经济情景预期乐观，但大多数汽车厂商预计2018年的销量会进一步小幅下滑，主要原因包括：利率不断上升；较新型号二手车的供应量持续增长，对高价新车的销量形成冲击。
- **价格预测风险因素：**我们对近期钯价走势持谨慎态度是因为预期美国股市将进一步回调。虽然我们认为这是大概率事件，但也不能排除股市很快就回升走强的可能性。美国调低企业税率，特朗普政府基建投资计划也呼之欲出，将提振上市公司的盈利预期，投资者可能继续追捧股票。若出现此情景，钯价回调将比我们预期的更为短暂，投资者会急切地趁低买入，钯价将很快止跌并向上攀升，不断创出新高。

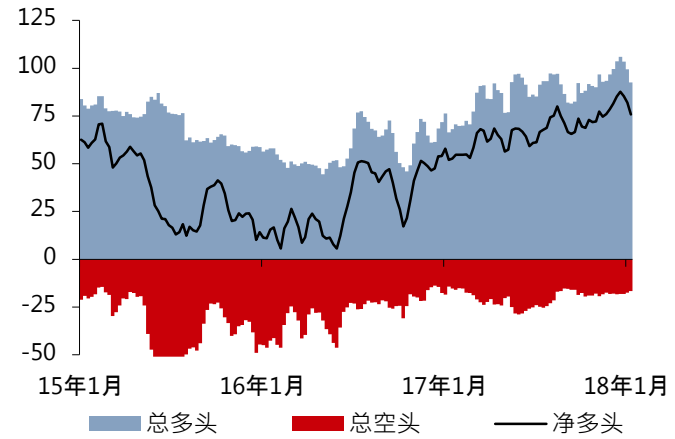
# 钯市场现状与展望

## 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



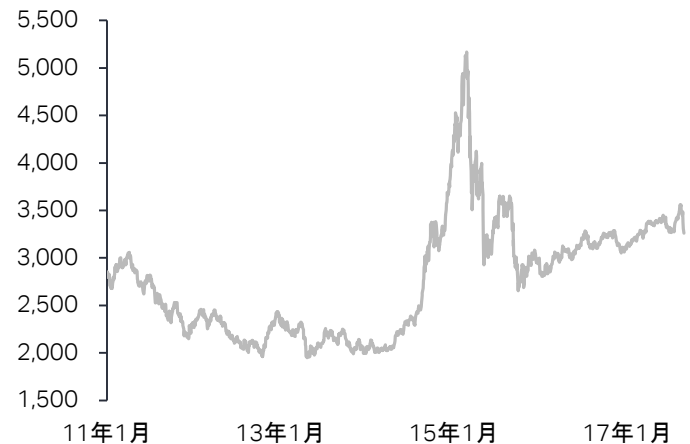
\* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

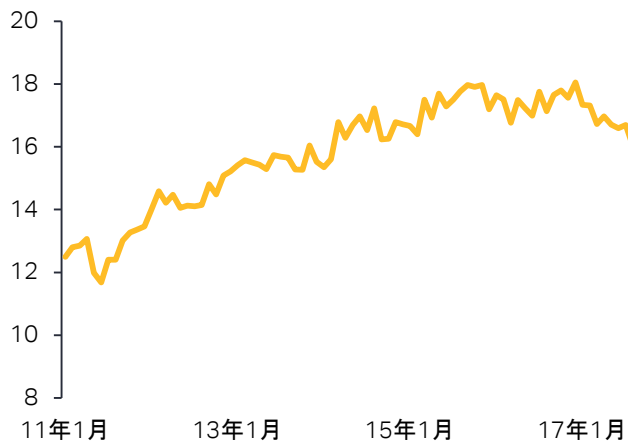
## 上证指数



来源: Bloomberg

# 钚市场现状与展望

## 美国汽车滚动年销售, 百万辆



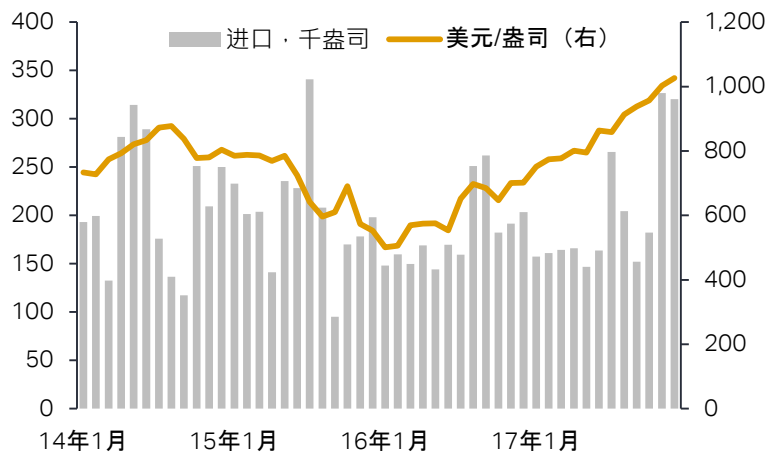
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 年比变化



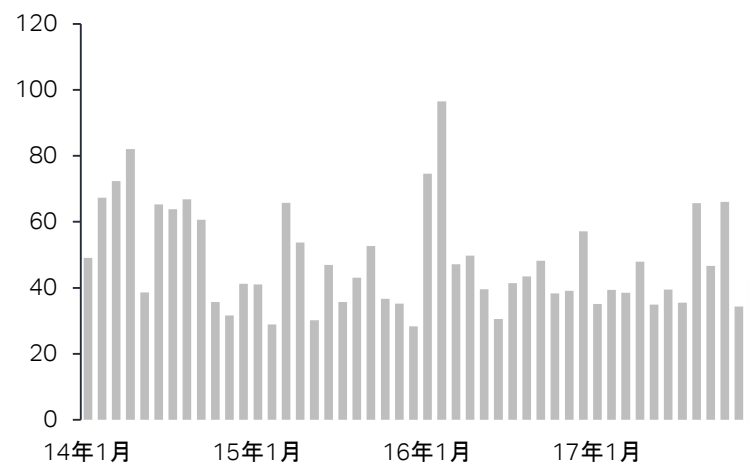
来源: Bloomberg

## 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

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

**Daniel Macfarlane**, 研究员  
daniel.macfarlane@metalsfocus.com

**Pete Roberts**, 研究员  
pete.roberts@metalsfocus.com

**Çağdaş D. Küçükemiroğlu**, 顾问, 伊斯坦布尔  
cagdask@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](mailto:info@metalsfocus.com)

[www.metalsfocus.com](http://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。