



Metals Focus

贵金属月报

第28期 - 2018年3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



www.cmegroup.com/metals



www.sberbank-cib.ru



www.randrefinery.com



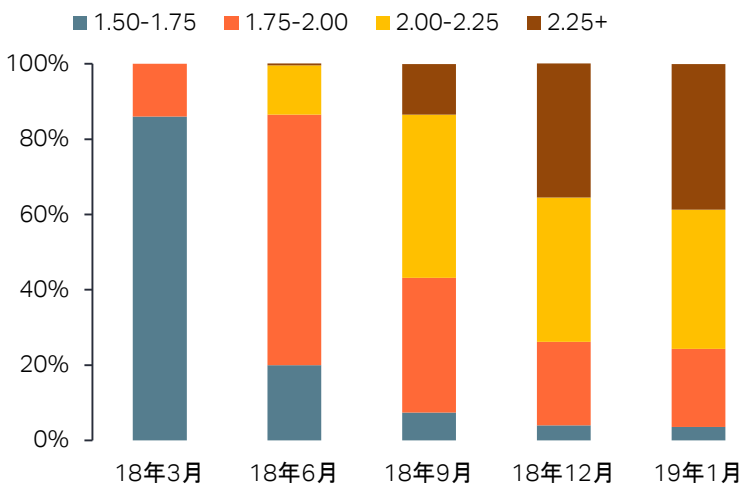
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- ▶ 2月份，股市波动率曾陡然上升，恐慌指数VIX一度升破50，触及2015年8月以来的最高点。全球各大股市均暴跌，但是之后已收复部分失地。上述情形表明，波动率增高是今年全球市场面临的一大主要风险。
- ▶ 在触及近三年来的低点后，美元指数勉强触底止跌。同时，2月份大部分时间内，美国国债收益率都保持在近四年来的高位。
- ▶ 美联储新任主席杰罗姆·鲍威尔在众议院金融服务委员会出席半年度货币政策听证会，他对美国经济增长前景持乐观看法，指出将继续稳步削减美联储的资产负债表。
- ▶ 市场预期今年美联储将加息三次，在鲍威尔暗示三月份美联储的利率预测点阵图有可能修订后，今年内出现第四次加息的概率略有上升。
- ▶ 很长一段时间以来，欧洲央行都誓言如有必要将增加其债券购买量，但目前已不再重申该论调，向逐步退出经济刺激政策迈出了一小步。
- ▶ 3月初，美国总统唐纳德·特朗普宣称将对进口钢铁及铝制品增收关税，激起市场对可能爆发贸易战的严重担忧。之后美国主要贸易伙伴均已表示若美国执意加收关税，将采取报复性措施。
- ▶ 贸易保护主义加剧势必导致全球贸易增速放缓，进而拖累全球经济增长，令股市承压。这样的宏观经济环境将十分利好于贵金属。截止本报告撰写之时，美国政府尚未正式宣布加收关税，但这一问题势必成为未来数月间全球市场关注的焦点。

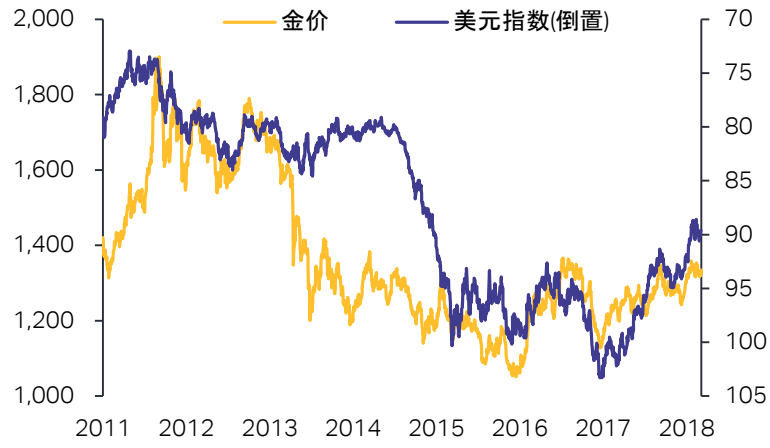
宏观经济现状与展望

美国利率预期



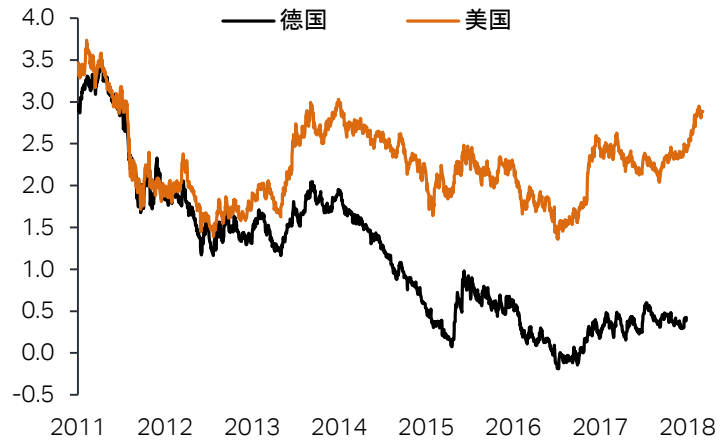
来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



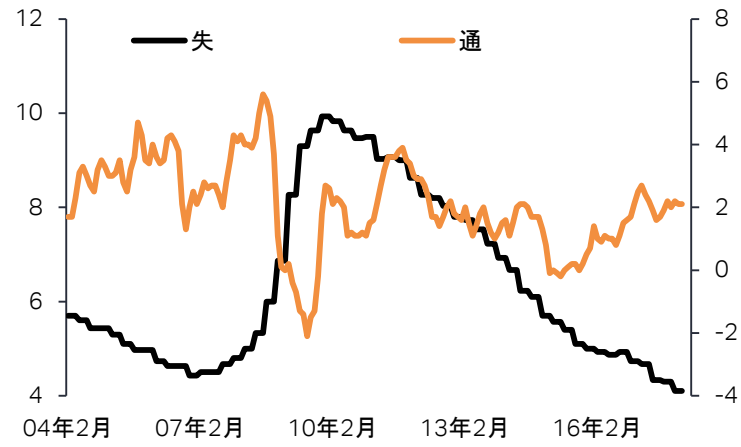
来源: Bloomberg

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

在股市暴跌后，黄金的避险属性开始再度显现，金价一度温和上涨。但上行趋势未能持久，涨幅很快回吐殆尽。此后金价一直在1,310至1,360美元/盎司的区间内窄幅波动。

3月初，特朗普总统宣布将对进口钢铁及铝制品加收惩罚性关税，激起对可能爆发贸易战的担忧，美国股市和美元双双走弱。受此提振，金价有所上涨。

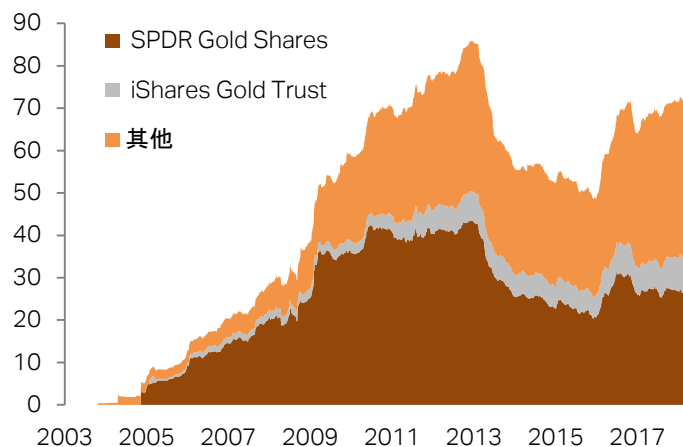
- 三月份FOMC（联邦公开市场委员会）将举行政策会议，预计会宣布加息。因此从短期看，金价上行空间可能有限。
- 不过我们认为，该次预期的加息已在金价中得到反映，不大可能严重打压金价上行之势。
- 如以上“宏观经济”部分已指出的，股市进一步回调修正的风险很大。若股市再度大幅回调，刚开始时金价可能走软，原因是投资者将抛售各种流动资产，用于追加账户保证金，或者赎回基金。
- 但股市持续飙涨态势的终结，最终将利好于黄金投资，推动金价上行。
- 随着股市获利空间越来越小，风险日益加大，投资者势必开始寻找其他投资标的，重构其投资组合。我们之所以对今年金价走势持乐观看法，正是预期股市将进一步回调修正。

黄金市场现状与展望

- ▶ 印度旁遮普国民银行欺诈丑闻遭曝光，涉案金额高达20亿美元，对该国黄金市场产生负面冲击。印度珠宝首饰企业对银行可能收紧其信贷额度的担忧日益增大。
- ▶ 2月期间印度本地金价较伦敦市场金价出现折价，后因市场对金价的预期改善，需求得到提振，目前已转为略有溢价。但印度财政年度即将于3月底结束，此时流动性一般偏紧，因此该价格升势可能无法持久。
- ▶ 我们近期与中国市场人士所进行的沟通显示，当地首饰市场走势向好。随着情人节和春节的相继到来，2月份中国首饰需求强劲，首饰零售数据喜人。
- ▶ 因引入了对黄金首饰征收5%增值税的政策，中东地区尤其是阿联酋和沙特的黄金需求继续走弱。不过海湾合作委员会各成员国的商会都已向各自国家的政府呼吁，请求仅对首饰制造费用，而非对首饰成品价值，征收增值税。
- ▶ **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（近期局势缓和只是假象）等）；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，并与其主要贸易伙伴爆发全面贸易战。
- ▶ 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，这样机构投资者就难于从股市上撤资转投黄金市场。同时，如果印度政府推出更为严厉的监管政策，该国实物黄金需求也将面临更大逆风。

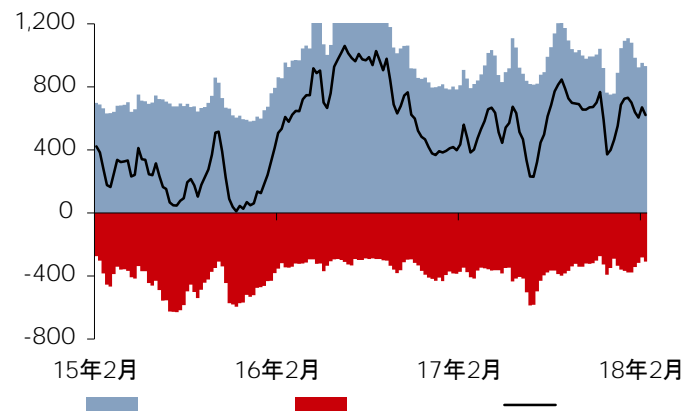
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



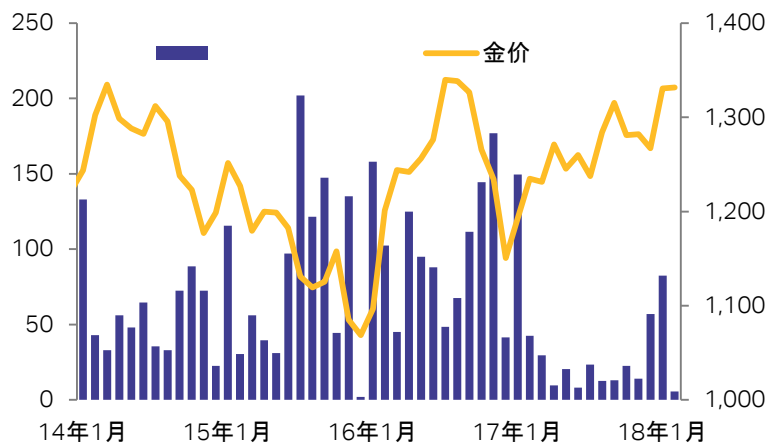
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



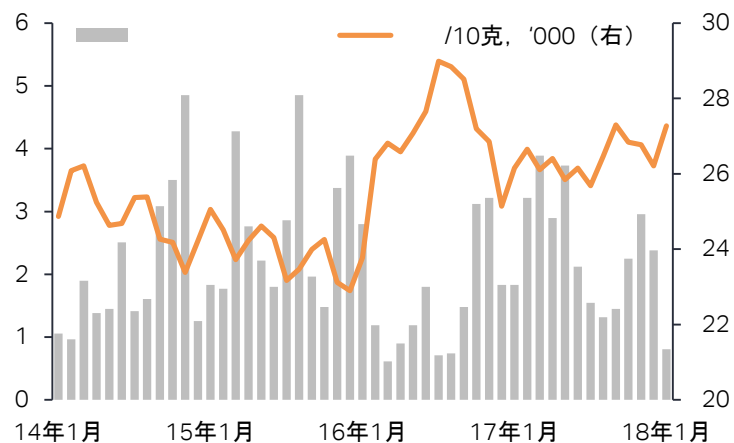
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

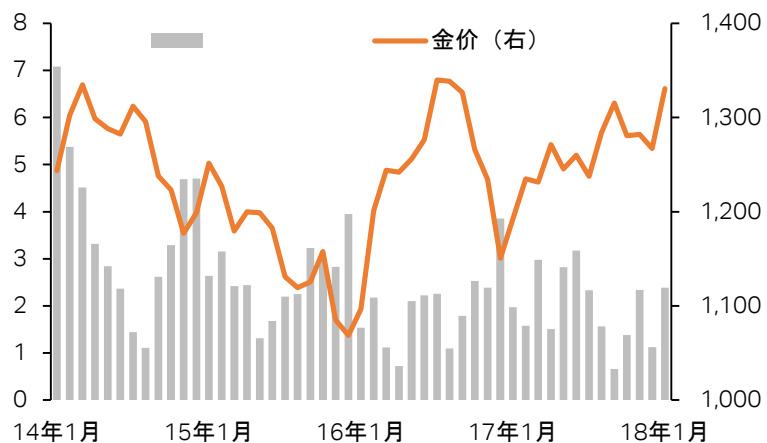
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

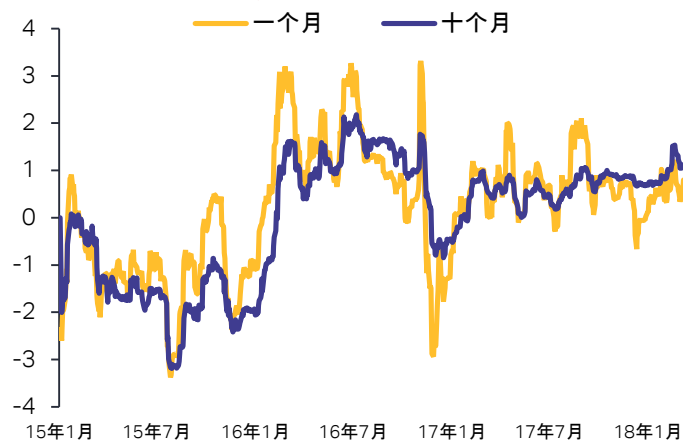
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



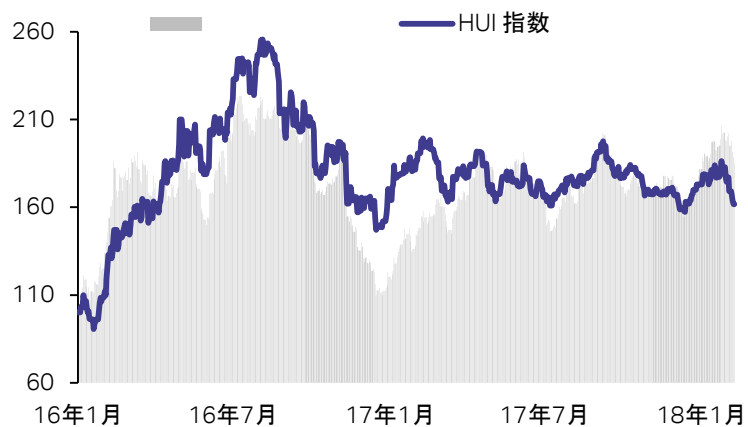
来源: Hong Kong Customs

25-Δ 风险逆转, %



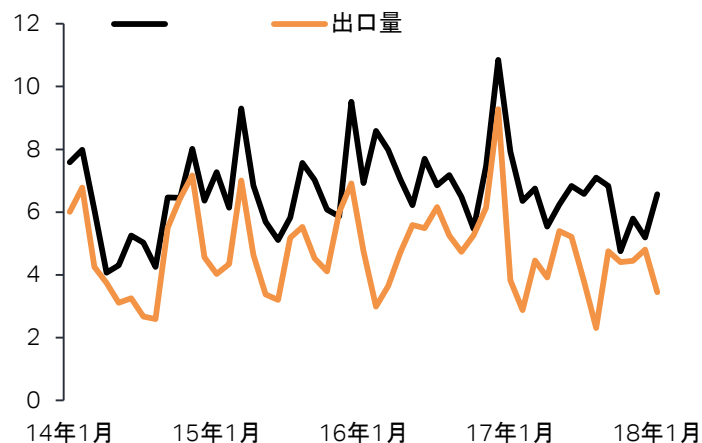
来源: Bloomberg

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

2月初，白银价格表现跑输金价，之后基本上跟随金价走势上下波动。虽然如此，银价并未收复任何失地。因此我们已下调了至2018年4季度的银价预测。

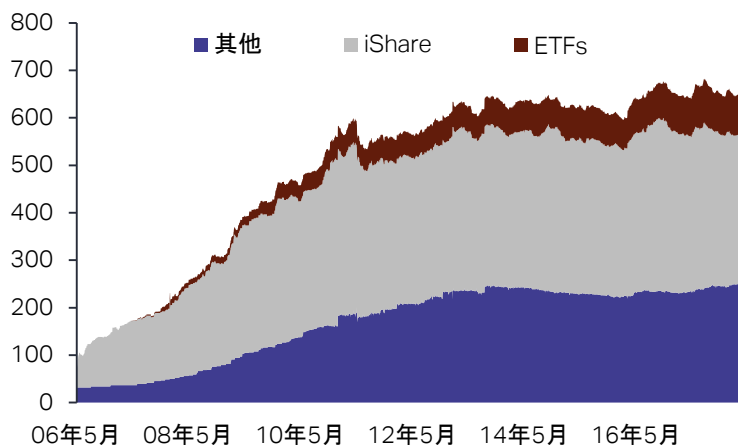
- 目前我们预计今年4季度银价将升至21美元/盎司的年内高点，较之前预测的22美元/盎司有所下调。所预测的今年全年白银均价为18.10美元/盎司，亦低于之前预测的18.80美元/盎司。不过我们仍预期在未来12个月期间（即2018年1季度至2019年1季度）银价表现有望大幅跑赢金价，其季度均价将劲升19%，明显高于金价7%的预期涨幅。
- 迄今为止银价表现跑输金价，反映出职业投资者的白银需求仍疲弱（虽然近几周来全球白银ETP的持仓量变动甚微）。
 - 根据美国商品期货交易委员会（CFTC）发布的数据，纽约商品交易所白银期货净多头仓数持续下滑，年初以来已巨降逾60%。截至2月27日，净多头仓数为7,230万盎司，触及2015年8月（当时银价约为14.60美元/盎司）来的最低水平。
 - 分析持仓量数据，我们发现投资基金持有的白银仓位已转为净空头，数量达8,300万盎司，创持仓量新低（按照CFTC发布的持仓量数据计算）。这清楚地显示职业投资者对白银兴趣索然。
- 2月份，美国和印度散户投资者的白银需求也依旧疲软。就美国市场而言，因银价波幅受限，加之资金涌向人气旺盛的股市，投资者仍在继续减持白银。在印度市场，政府持续采取打击黑钱的措施，导致结构性问题未得到改观。

白银市场现状与展望

- 因全球散户投资者的白银需求持续疲软，2015至2017两年间需求量已下降一半，我们预计2018年白银市场将继续出现供应大幅过剩的情形。这也是银价持续疲弱的原因之一。
- 1月份印度白银需求放缓，进入2月份后，随着2018至2019年度财政预算的公布，关于是否会调整进口关税的不确定性消失，印度白银市场状况显著改善。
- 据估算，2月份印度白银进口量升至350至500吨，本年迄今总进口量约为780吨，较去年同期翻了一番多。值得强调的是，该数字仅比2015年同期创出的历史峰值低130吨左右。
- 银饰和银器需求增长仍是印度白银市场走强的主要推手，不过近期爆发银行欺诈丑闻后，印度珠宝首饰业已受到冲击，银饰和银器需求增速暂时放缓的风险已增大。
- 2017年白银工业需求已创出历史新高，预计2018年将继续强劲攀升。具体而言，光伏发电产业的白银需求应会继续上升，尽管存在一些国家可能下调计划光伏发电装机容量的风险（以印度为例，政府已决定对原产于中国和马来西亚的光伏产品征收70%的进口关税）。
- **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。

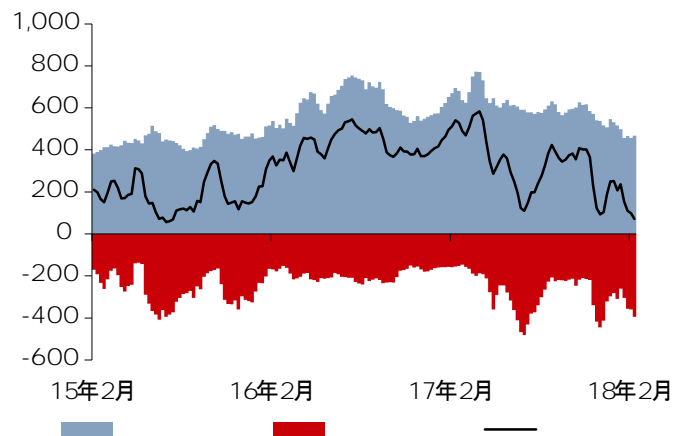
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



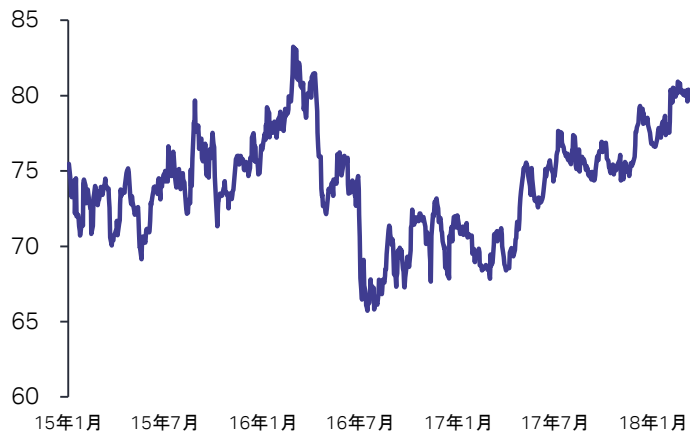
来源: Bloomberg

Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



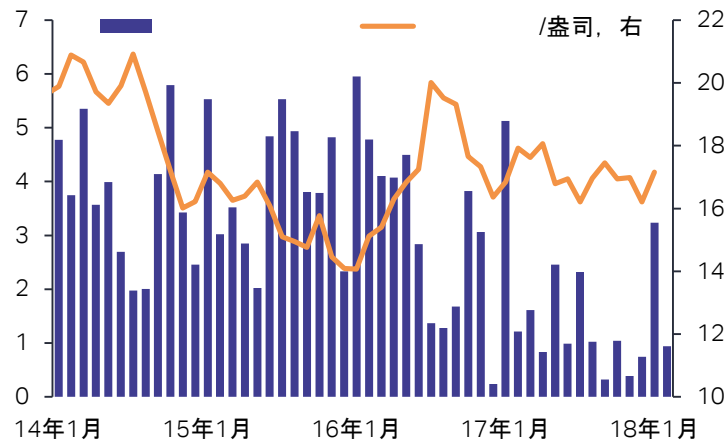
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

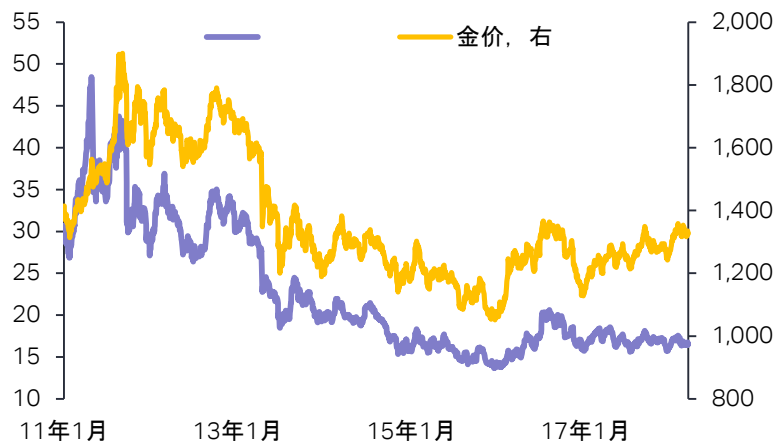
美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

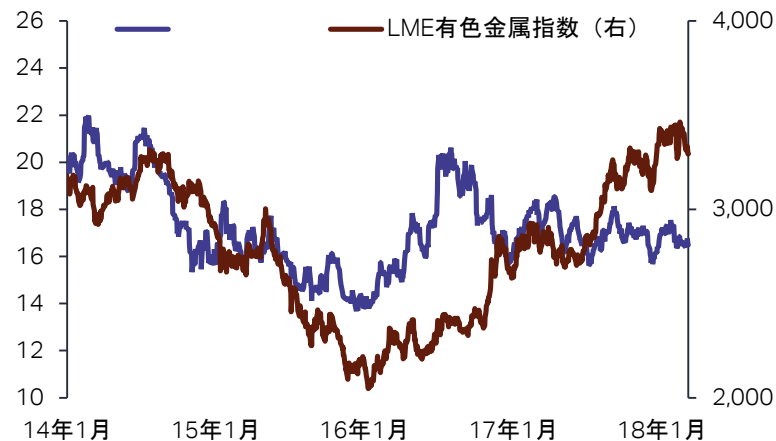
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



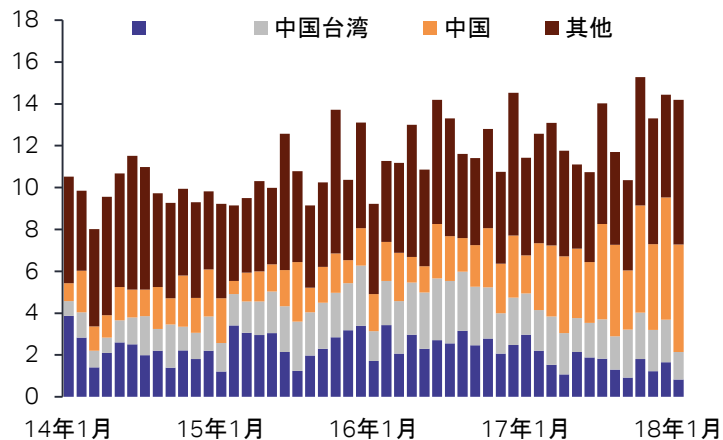
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



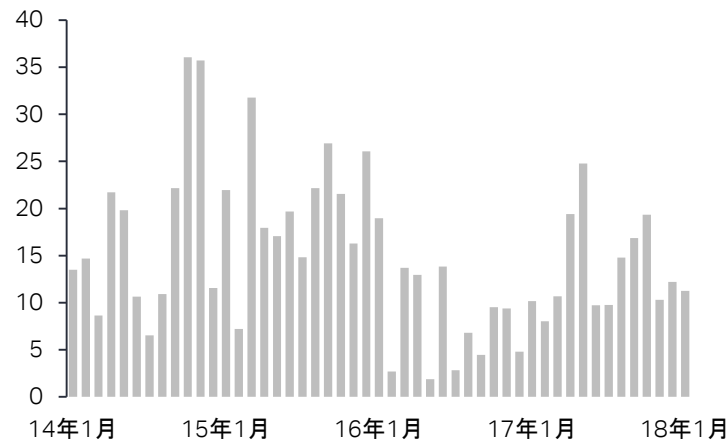
来源: Bloomberg

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

2月期间，铂金价格继续随黄金价格的变化而波动，大部分时间内对黄金的折价保持在每盎司335美元至355美元区间。

- 我们所作的铂价预测与上期月报没有变动。我们认为，投资者对黄金的看法持续向好（参见前面“黄金市场”部分），这种乐观情绪至少会部分外溢至铂金市场。但是，因铂金基本面不佳，其上行空间可能有限。
- 2017年末至2018年初期铂价反弹，应主要归因于空头回补，2017年12月中旬至2018年2月底期间纽约商业交易所铂金期货总空头仓数已下降逾一半。
- 相比之下，总多头仓数的增长则有限，而铂金ETP的持仓量还在继续下滑。
- 展望未来，投资者对铂金缺乏信心的状况可能还会延续一段时间。柴油乘用车所占市场份额持续下滑，仍是打压铂金投资者信心的主要利空因素：
 - 有报道称，菲亚特克莱斯勒集团计划在2022年前停止生产柴油乘用车。有观点认为该计划仅涉及菲亚特克莱斯勒集团在北美地区的汽车销售，最终细节要到今年6月1日该集团发布其四年期计划，指明旗下各品牌汽车的燃料类型之时才能得到明确。
 - 一家德国法院裁定，德国城市有权禁止柴油车上路。该裁决不仅将导致柴油车禁令的自动实施，还将给政治家和汽车生产企业施加更大压力，迫使其迅速采取应对汽车尾气排放污染的措施。

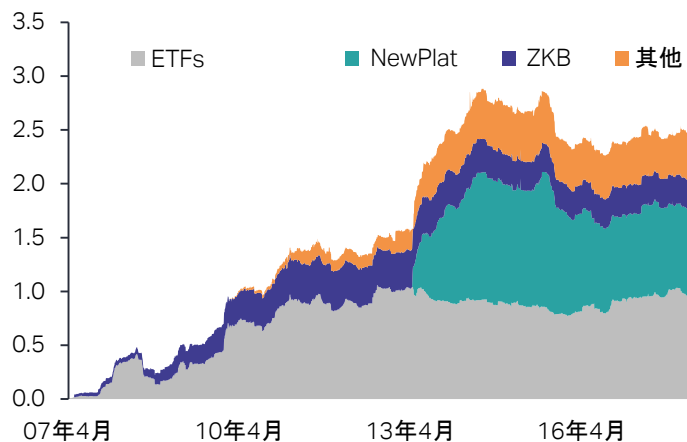
铂金市场现状与展望

- 2月份，南非总统祖玛辞职，政府还宣布将提高增值税，受此提振，南非兰特汇率升至两年半来的高点。兰特升值而铂价又处于低位，将导致南非更多铂金生产商陷入亏损。
- 不过我们认为，短期至中期内这不会导致南非铂金生产商自愿地大幅削减产量，考虑到南非失业率高企，则更是如此。正如我们在最新发布的《五年期铂族金属预测季报》中已指出的，2018年全球铂金总供应量或将仅微幅下降0.5%。
- 今年首饰业需求对铂价的支撑作用可能仍有限，预计全球铂金首饰总需求量仅会从2017年创出的四年低点略微回升。
 - 因首饰消费发生结构性变化，加之首饰商推广铂金首饰的力度偏弱，预计今年中国铂金首饰需求量将再度下滑，这会继续抑制全球铂金首饰总需求量的增长。
 - 东亚以外全球其他地区的铂金首饰需求量则有望稳健增长：印度公众对铂金首饰认知度越来越高，这应能促进该国铂金首饰的销售。在西方市场，因铂金对黄金大幅折价，加之高档首饰市场很兴旺，铂金首饰需求也应会上升。

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，若南非发生大规模、长时间的供应中断，无疑将推动铂价上行。此外，若更多汽车生产企业宣布转向在汽油车发动机尾气净化装置中使用铂金作为催化剂，也将为铂价涨升注入额外动能。

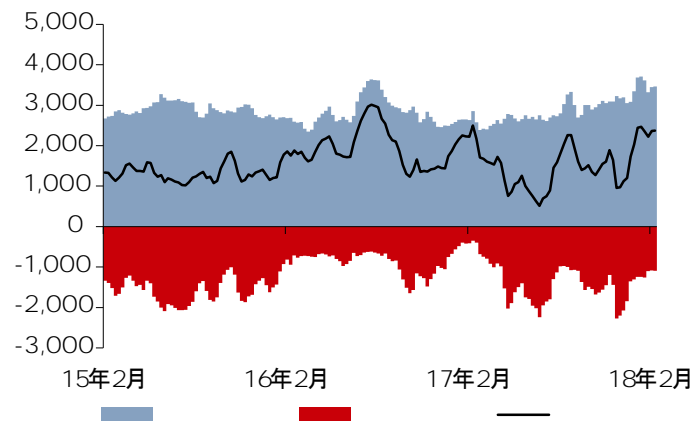
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



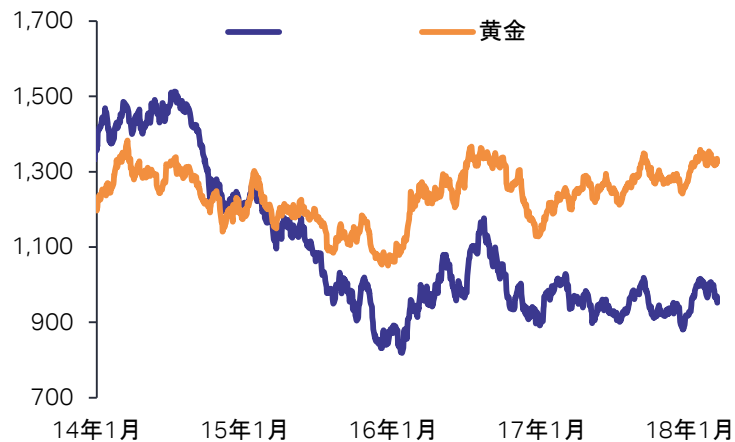
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



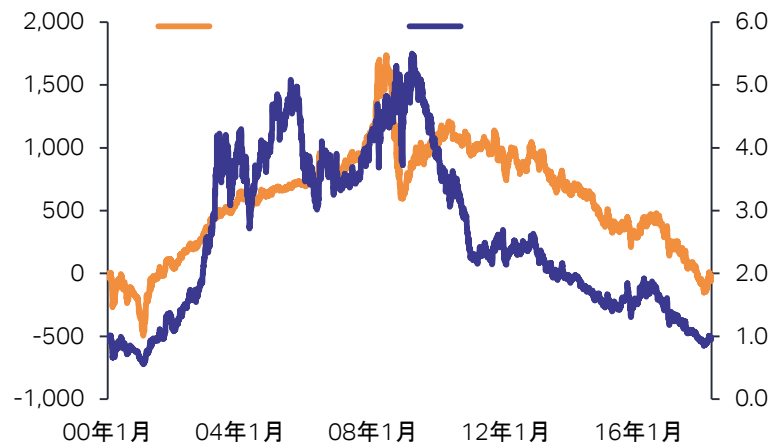
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

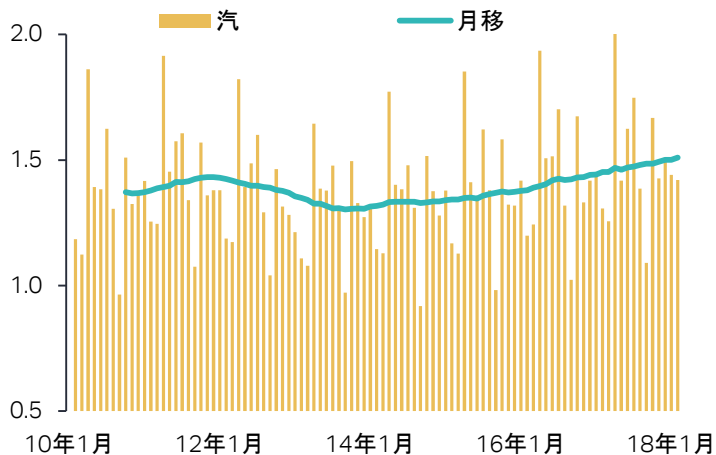
铂金:钯金 比率和差价



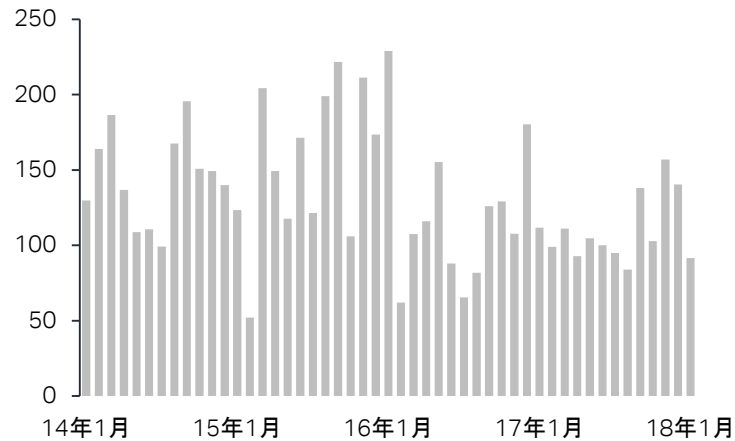
来源: Bloomberg

铂金市场现状与展望

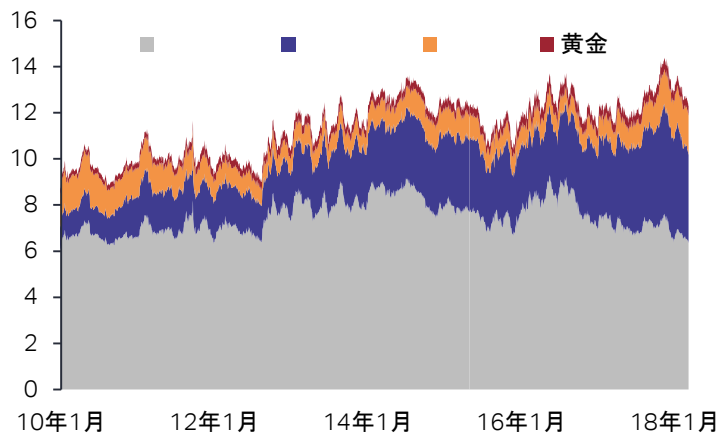
欧洲汽车月销量, 百万辆



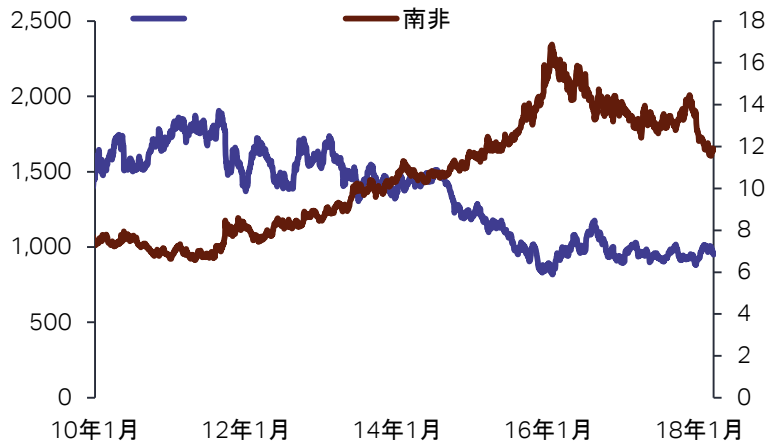
中国铂锭进口, 千盎司



南非铂金一揽子价格, 千兰特/盎司



铂金价格 & 南非兰特



钯市场现状与展望

2月初，钯金价格急剧回落至960美元/盎司一线，之后至月底稳步回升，月末报收于1,040美元/盎司上方。在一度与铂金平价后，仍对铂金保持溢价。

3月初，钯价再度承压下行，盘中曾下挫近70美元（高点至低点）。撰写本报告之时，钯价在980美元/盎司一线整固。

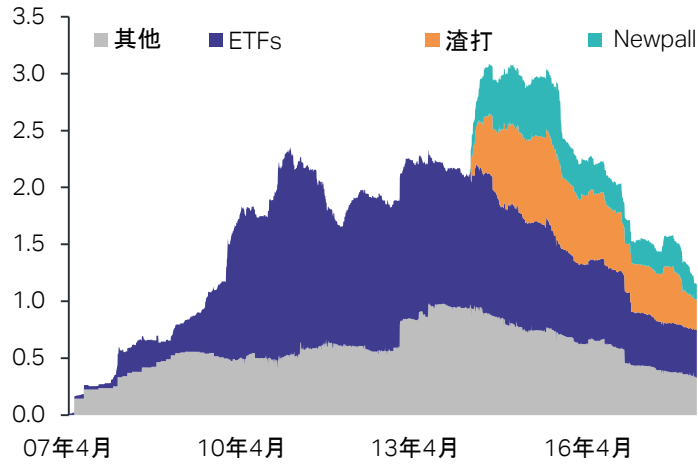
- 我们仍维持未来几月间钯价可能会进一步下行的研判。
- 作出上述研判，基于我们不看好美国股市前景。鉴于钯价走势与股市走势呈正相关关系，若投资者对股票估值过高的担忧加剧，钯金可能遭进一步抛售。
- 不过也应看到，钯金基本面仍强劲，应该不会出现钯价暴跌的情形。
- 自1月中旬以来，投资者持有的钯金期货多头仓位已大幅回落。截至2月底，Nymex钯金期货净多头仓数仅为180万盎司，较1月9日创出的高点大降37%，重返2017年初的低位。
- 2月份，资金也继续流出钯金ETPs。目前全球钯金ETP的总持仓量仅为115万盎司，已触及2009年后期以来的最低水平。
- 正如我们在最新发布的《五年期铂族金属预测报告》中指出的，因汽车尾气净化催化剂工业部门的钯金需求持续增长，2018年钯金市场仍会出现相当大数量的供应赤字。

钯市场现状与展望

- 近期兰特大幅升值，同时矿业生产主要投入品和耗材成本也全面上涨，让南非铂族金属生产商面临更大成本压力。为减轻成本压力，多家南非矿工正在采取出售非核心资产、关闭较小规模高成本矿山和矿井等举措。同时，这些矿工还已宣布将实施大规模裁员计划，以在低铂族金属价格环境下减少财务亏损。
- 诺里尔斯克镍业公司宣布已与俄罗斯铂业公司达成合资企业协议，将共同开发诺里尔斯克工业区内散布的矿藏。该合资企业投入运营后，有望跻身于全球最大铂族金属生产商之列，计划年产量为130万至140万盎司钯和5万多盎司铂。
- 2月份，美国三大汽车生产商的新车销量均下滑。因基准利率上升已导致汽车贷款利率随之上升，预计2018年美国汽车销量将再度下滑。不过也应看到，美国失业率处于低位，政府又出台了减税政策，消费者的消费能力很强，因此今年美国汽车总销量应能保持在历史高位。
- **价格预测风险因素：**一方面，若股市爆发更为剧烈的抛售潮，无疑将对钯价产生负面冲击。但另一方面，若美国经济持续复苏，投资者对风险资产的信心势必增强。最后，与铂金的情况一样，南非发生出乎意料的供应中断仍是推动钯价上行的最大风险因素。

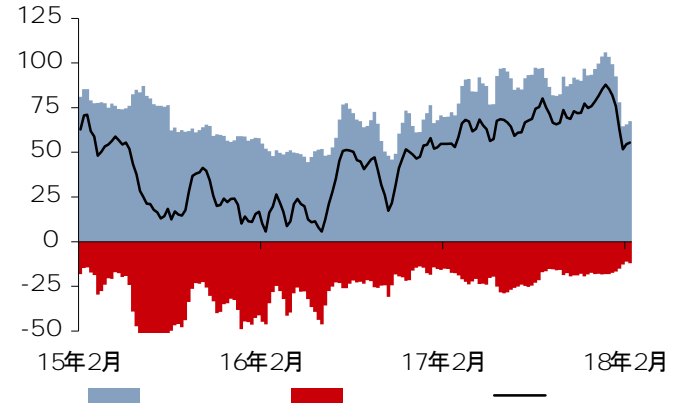
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



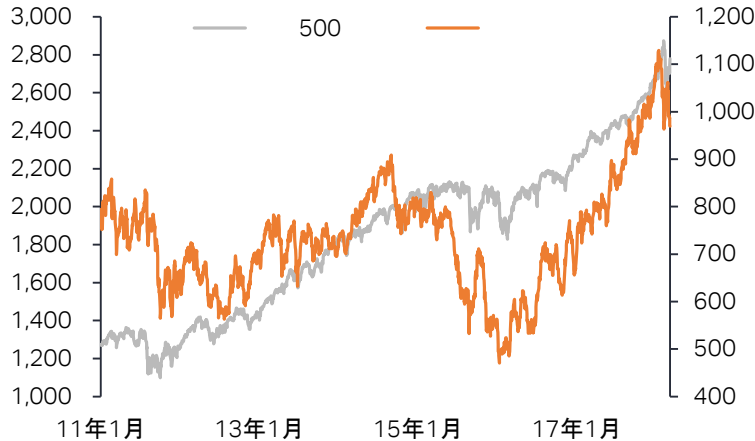
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



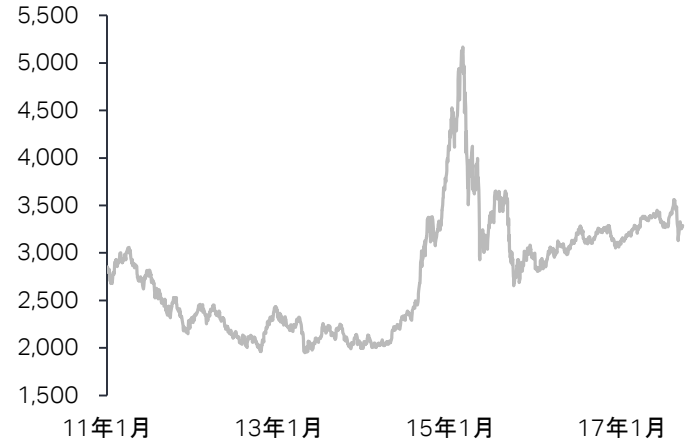
* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

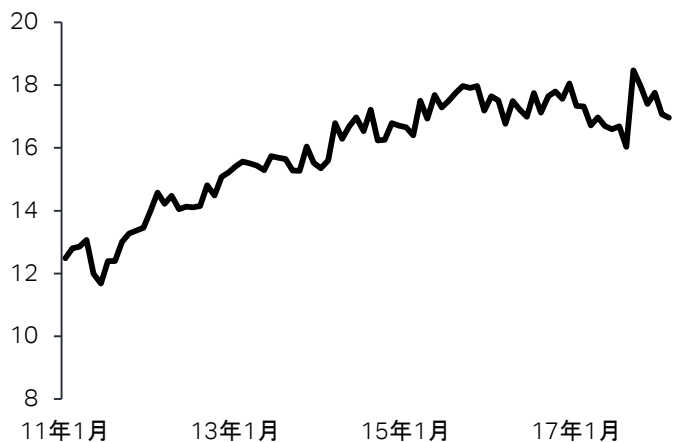
上证指数



来源: Bloomberg

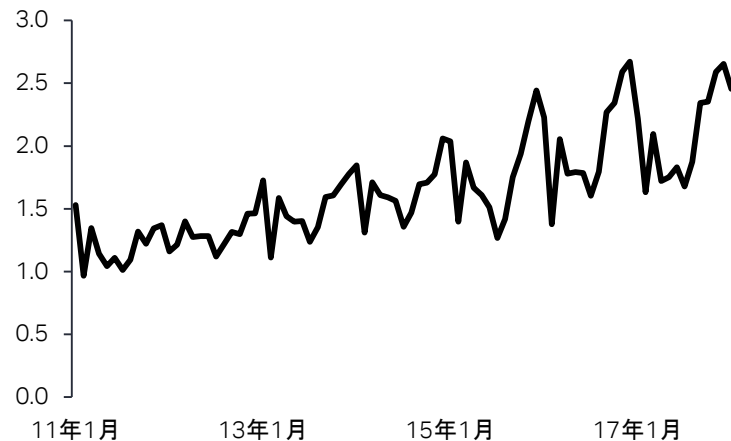
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



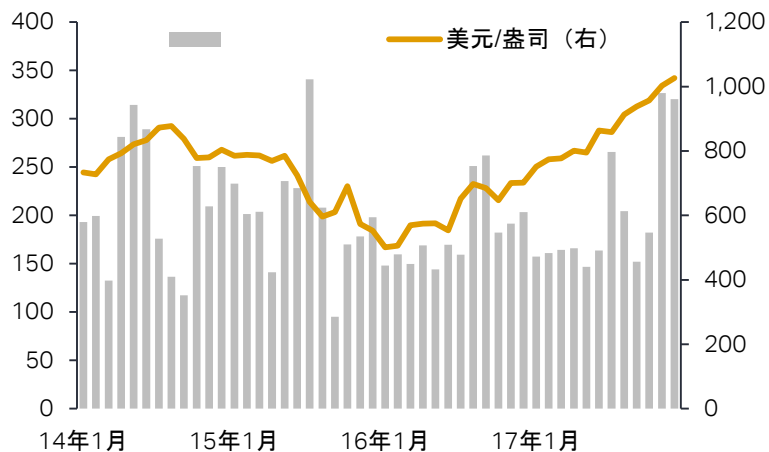
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



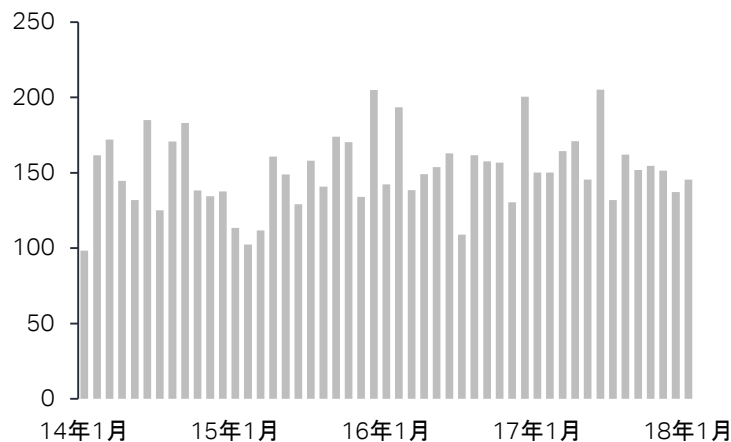
来源: Bloomberg

美国钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

日本钚锭进口, 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
daniel.macfarlane@metalsfocus.com

Pete Roberts , 研究
pete.roberts@metalsfocus.com

Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔
cagdas@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。