



# Metals Focus

## 贵金属月报

第29期 – 2018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 感谢以下机构  
对《贵金属月报》中文版的支持



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

---



[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)

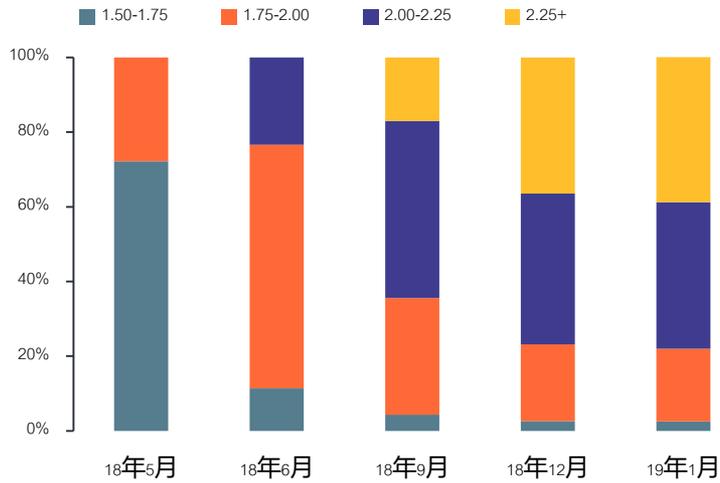
---

# 宏观经济现状与展望

- 在3月份举行的FOMC（联邦公开市场委员会）政策会议上，美联储将基准利率上调25个基点，并维持2018年还将再加息两次的指引不变。美联储称因美国经济前景强劲，2019年和2020年的加息频率或将加快。
- 鉴于有迹象显示，美国可能将与中国进行谈判，以达成解决贸易争端的方案，市场对中美两国间将爆发贸易战的担忧有所减弱。
- 在撰写本报告之时，市场仍很担忧俄罗斯和西方国家将在叙利亚进行军事对抗，不过特朗普总统的立场已明显软化，不再威胁将立即对叙利亚采取军事打击行动。
- 3月份，美国股市遭遇卖压，但股指仅自很高基数水平回落。投资者仍对股市持乐观态度，预期股市回撤幅度有限。
- 展望未来，我们认为宏观经济环境仍利好于贵金属投资，具体表现为：美国经济增长逊于预期；美元重返长期下降通道；主要经济体的短期实际利率在较长时间内仍将处于负值；美国和其他国家的股市上行动能最终衰竭，大幅回调修正。
- 此外，地缘政治尾端风险仍高企。即使这些风险未被真的引爆，也会引发市场不安情绪，从而对贵金属价格提供强劲支撑。

# 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



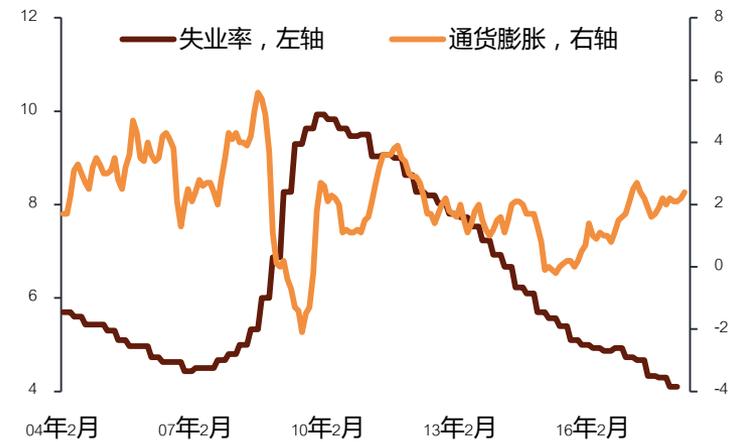
来源: Bloomberg

## 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月初，黄金价格跌至1,300美元/盎司一线，之后至月末持续温和回升。4月初，金价进一步走强，但未能升破1月份创出的本年迄今高点—1,366美元/盎司。在撰写本报告之时，金价已回落至1,340美元/盎司一线。

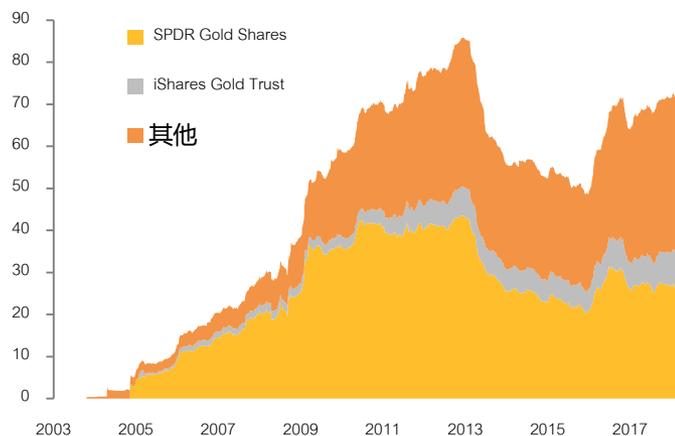
- 金价回升部分得益于美联储的鹰派立场有所软化，维持2018年还将再加息两次的指引不变。此外，市场对中美两国间可能爆发贸易战及中东紧张局势不断升温的担忧，也推高了金价。
- 不过也应看到，投资者仍坚定看好股市，认为美国经济长时间下行及中东紧张局势引爆军事冲突仅是发生概率很低的尾端风险。
- 因此，3月份新流入黄金市场的投资资金数额仍有限。例如，4月初 Comex（纽约商品交易所）黄金期货净多头仓数就仍较去年6月中旬创出的高点低20%。3月份，黄金ETP（交易所交易产品）的持仓量微升1%，4月初增持步伐略有加快。
- 西方国家散户投资者对实物黄金的兴趣也很低迷，这在美国市场表现得最为明显，3月份老鹰金币的销量较去年同期剧降80%。
- 展望未来，我们认为今年2季度大部分时间内，金价仍将维持1季度那种区间震荡走势。但进入3季度后，金价有望向上突破，2019年1季度结束前或将站上1,400美元/盎司。

# 黄金市场现状与展望

- 3月份，印度企业和个人须在财政年度结束前缴清最后一批所得税款，因此黄金需求相当平淡。该月我们赴印参加了两个首饰展会，发现参展人数有限，会上首饰零售商所下订单数量也不高。
- 4月18日，印度将迎来最大传统购金节日——佛陀满月节，因此只要金价不发生剧烈波动，未来两三周内印度黄金首饰、金币和金条的销量有望显著上升。
- 再来看中东地区。近期我们前往阿联酋进行了实地调研，发现与2018年初相比，当地首饰业对市场的预期已有所改善。进入2018年后政府决定对首饰征收增值税，需求曾受到严重冲击。经与政府进行协商后，首饰业者相信当局可能会同意仅对首饰制造费用，而非对首饰成品价值，征收增值税。
- 我们与中国主要黄金首饰制造商所进行的沟通显示，因3D硬金首饰（采用3D打印模块制成的电铸24K金首饰）和高档24K金首饰需求稳健增长，3月份中国金饰需求量同比小幅上升。
- **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（近期内主要是叙利亚危机）；股票和债券市场出现烈度远超预期的抛售潮；美国财政状况急剧恶化。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就将减弱。

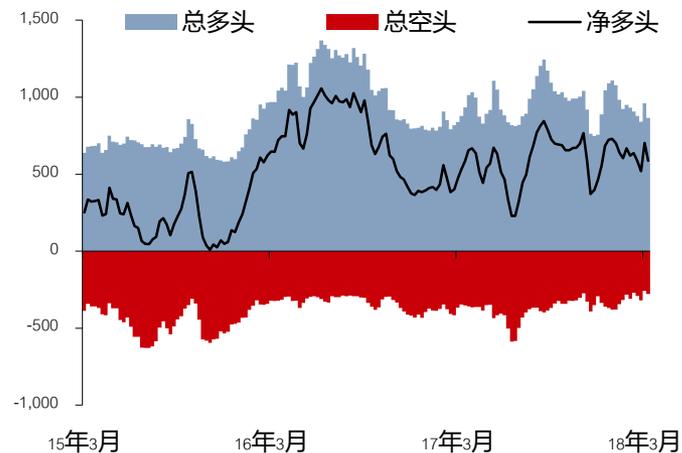
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



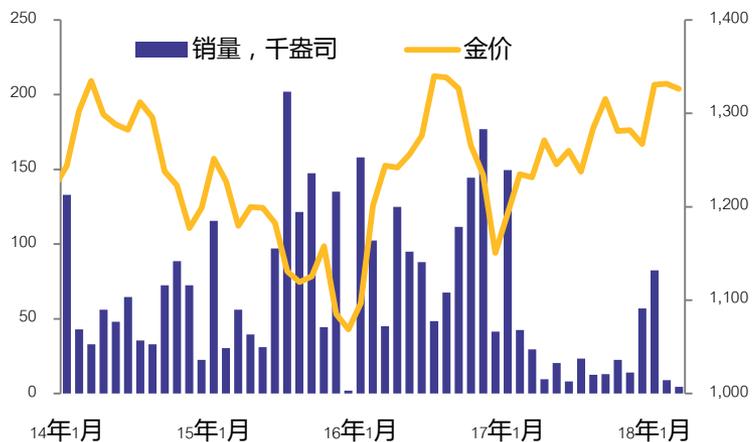
来源: Bloomberg

## Comex 投资者头寸\*, 百万盎司



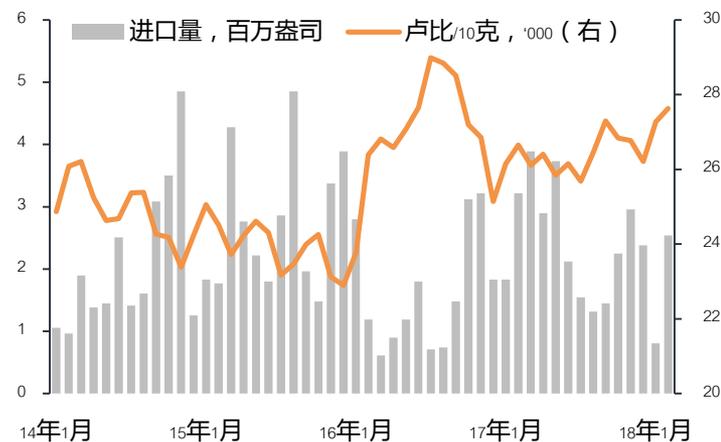
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 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

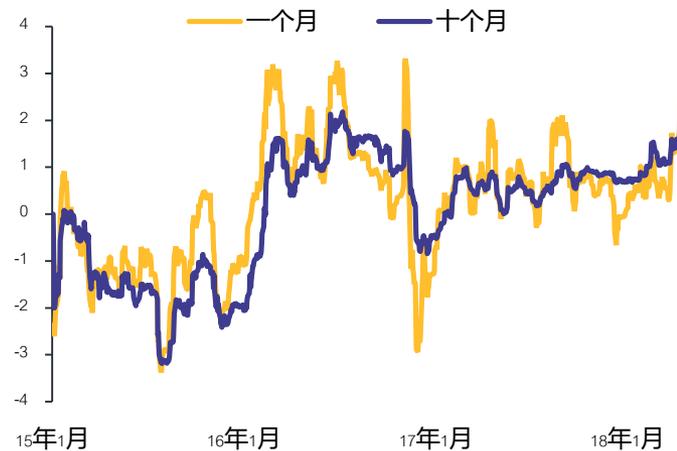
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



来源: Hong Kong Customs

## 25- $\Delta$ 风险逆转, %



来源: Bloomberg

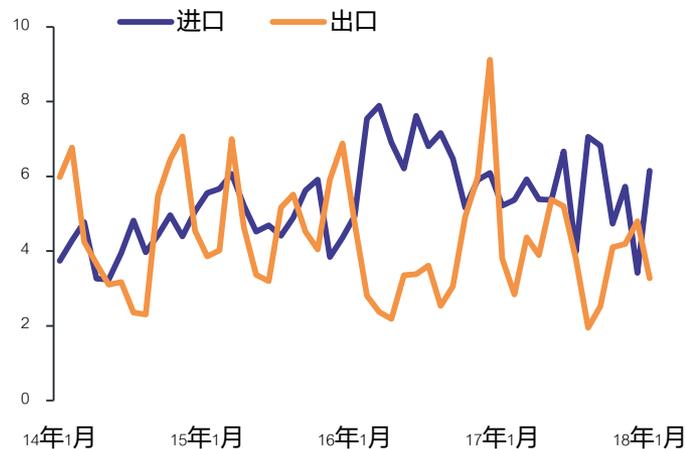
## 黄金矿产总成本利润\*



\* 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

3月1日和20日，白银价格相继触及两年来的低点—16.09美元/盎司和16.05美元/盎司。3月26日，银价收复部分失地，回升至16.73美元/盎司，但仍继续跑输金价。有鉴于此，我们已下调了2018年度的银价预测。

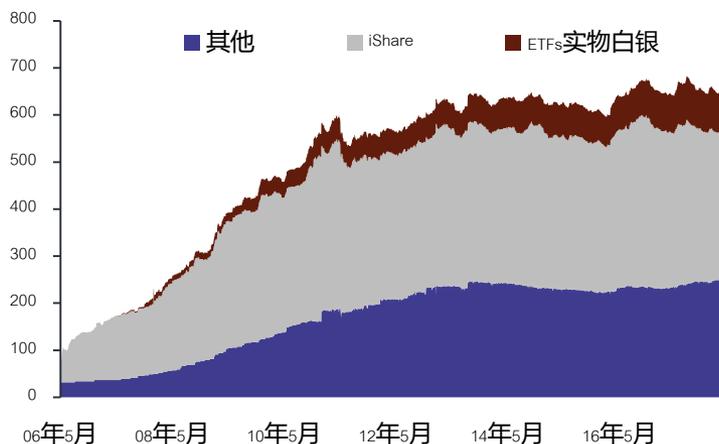
- 银价表现持续跑输金价，部分原因是基本金属价格疲弱，但更重要的原因是职业投资者对白银走强的信心日益低落。
- 因此，我们已小幅下修所预测的今年2季度至4季度的白银季度均价。
  - 我们相信银价表现最终将跑赢金价，不过跑赢幅度将低于我们在上期月报中所作预测。
  - 这意味着今年4季度期间，以季度均价计金/银价格比率将降至72.4:1，高于我们上期月报中所预测的70.5:1。
- 机构投资者持有的白银净多头仓位已急剧下降。根据美国商品期货交易委员会（CFTC）发布的数据，截至4月3日，Comex白银期货净多头仓数降至1,300万盎司，创历史新低。虽然总多头仓数仅较1月2日下降3%，但总空头仓数剧增近50%（创去年7月来的最高水平）。
- 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，数量高达2.02亿盎司，创持仓量新低（按照CFTC发布的持仓量数据计算）。不过尽管看空气氛浓厚，但鉴于白银多头仓位已降至低位，一旦银价开始呈现显著上行之势，投资者重新建立多头仓位的空间也相当大。

# 白银市场现状与展望

- 在实物白银需求方面，美国散户投资者的银币和银条需求仍很疲软，这反映出因银价变动幅度不大，投资者深感失望，对投资白银的兴趣低迷。市场已近饱和也是一大问题。
- 3月份，印度财政年度结束，该国白银市场表现平淡。我们与印度市场人士所进行的沟通显示，散户投资者的白银买入量及白银首饰产量均已下降。鉴于佛陀满月节即将来临，预计印度白银首饰需求将回暖。
- 不过印度投资者的银条需求则不大可能强劲回升。与美国的情况类似，印度银条市场已近饱和。此外，印度政府持续打击黑钱，也抑制了散户投资者的银条需求。
- 白银工业需求状况：
  - 我们近期进行的实地调研显示，光伏发电市场发展势头良好，虽然因之前业内企业增加了成品光伏面板的库存量，今年下半年全行业的库存水平可能会有些过高。
  - 在其他工业部门中，汽车工业的白银需求仍较旺盛。综上所述，我们预计2018年工业部门的白银总需求量有望进一步增长。
- **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，倘若投资者对中国债务水平不断上升的担忧加剧，可能引发工业用大宗商品（包括白银）抛售潮，拖累银价走低。

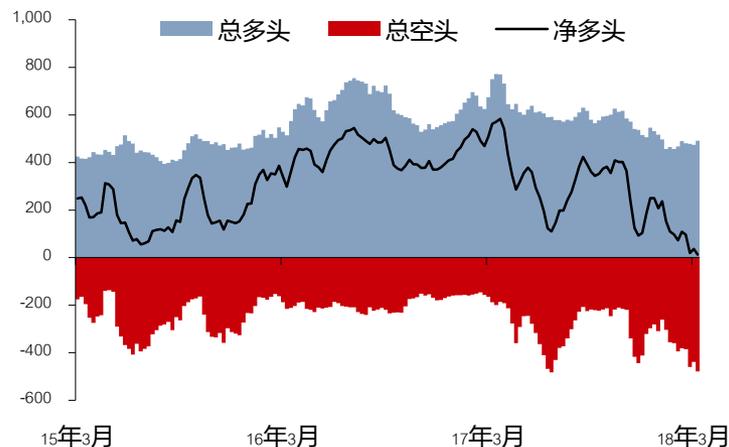
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



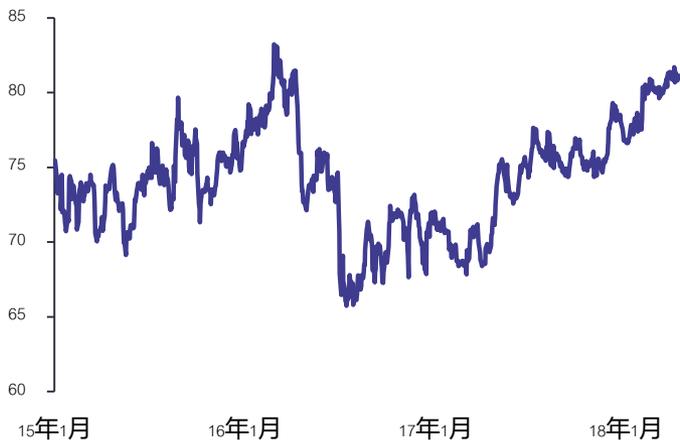
来源: Bloomberg

## Comex 投资者净头寸\*, 百万盎司



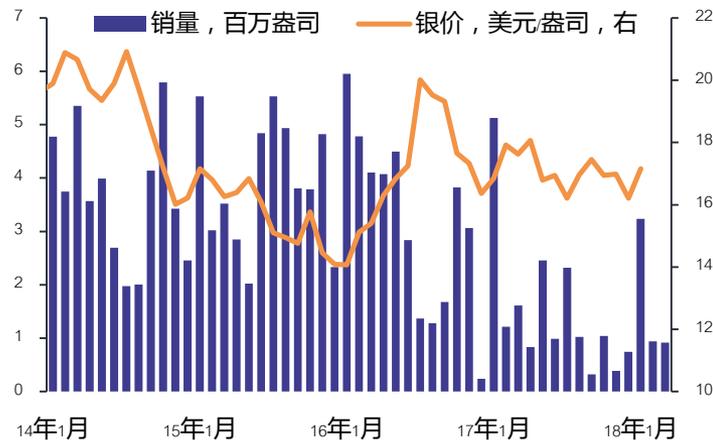
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

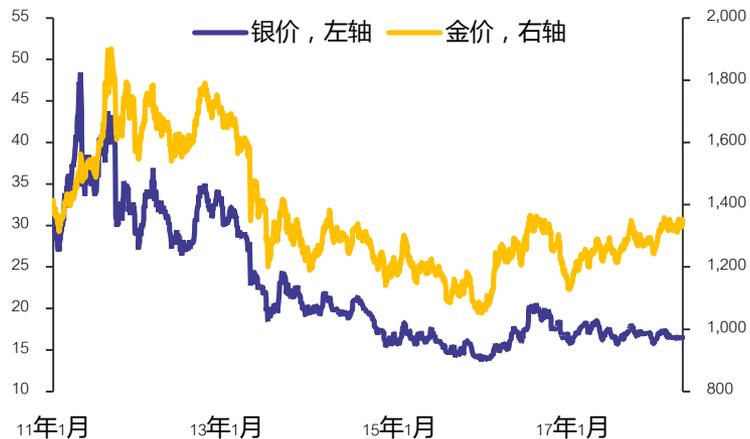
## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

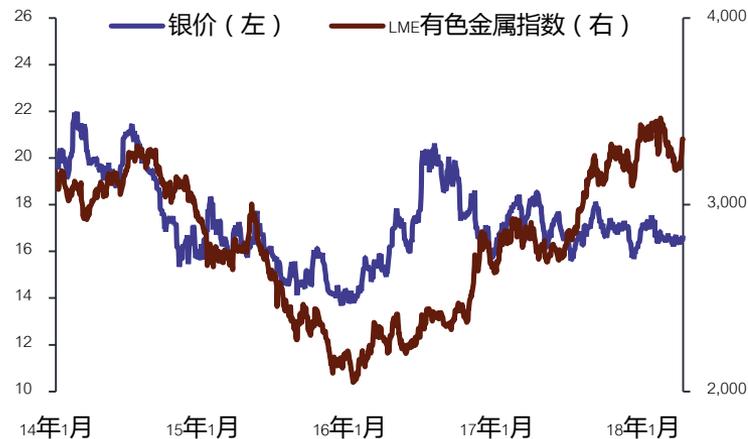
# 白银市场现状与展望

## 白银 & 黄金价格



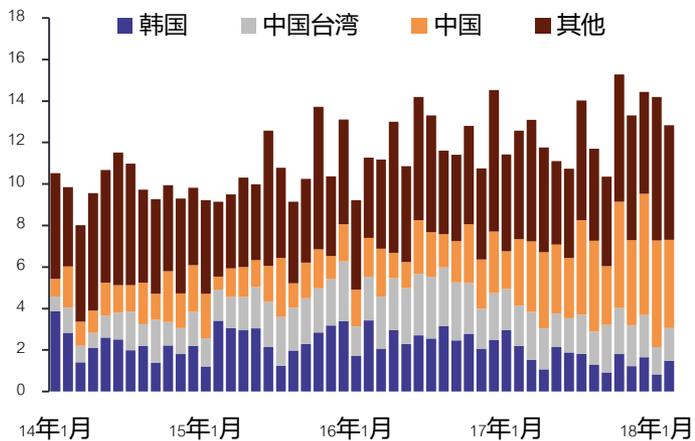
来源: Bloomberg

## 白银 & 有色金属价格



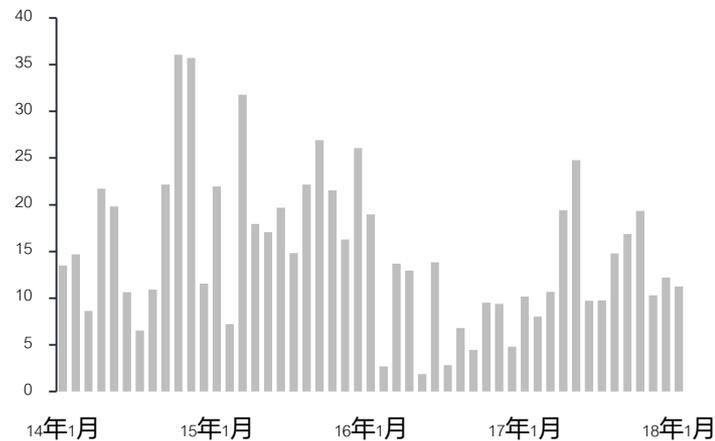
来源: Bloomberg

## 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

3月期间，**铂金**价格维持下行走势，4月初下滑至**907美元/盎司**，触及本年迄今的低点。同一期间，铂金对黄金的折价显著扩大，首次突破**400美元/盎司**，4月4日更扩大至**430美元/盎司**，创出历史新高。

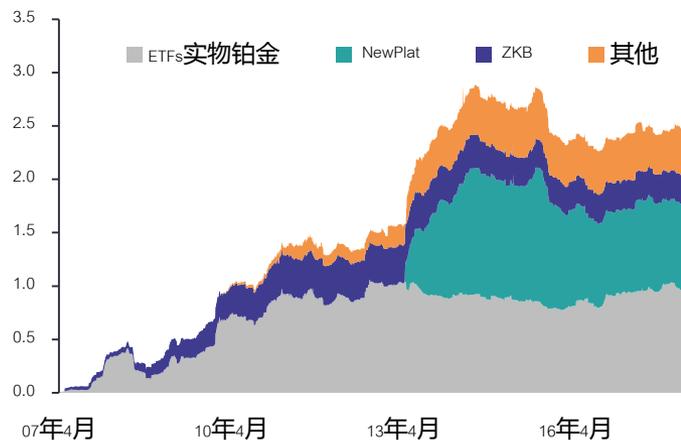
- 铂金作为避险资产的吸引力有限，这是为什么在近几周宏观经济和地缘政治不确定性加剧的大背景下，铂价未能跟上金价上涨步伐的主要原因。
- 另外，投资者担忧可能爆发贸易战，对工业用金属的信心受损，也不可避免地影响到铂金。
- 投资者大举减持Nymex（纽约商业交易所）铂金期货多头仓位，同时又增持空头仓位，就是其对铂金信心低迷的明证。截至4月3日，Nymex铂金净多头仓数仅为**140万盎司**，较1月份的高点已剧降**42%**。
- 3月份，资金小幅流出铂金ETPs，其总持仓量仅下滑**1%**。但需要强调的是，大多数铂金ETPs建仓时的买入价格远高于现价，这意味着目前多数铂金ETP投资者尚处于亏损状态，只有在铂价大涨后才可能选择获利了结。
- 展望未来，鉴于铂价近期一直疲弱不振，我们已下调了所预测的铂价。不过我们仍相信随着投资者对黄金的信心改善，铂金最终也将受益，今年下半年铂价有望走强。

# 铂金市场现状与展望

- ▶ 再来看供应侧状况。2月份，南非兰特对美元的汇率大幅回升，3月份继续保持升值态势，同时以美元计价的铂价则继续下滑，结果到4月初，兰特计价的铂价已跌至近十年来的低点。
- ▶ 前几年南非兰特持续疲软，让生产成本高的南非铂金生产商尚能觅得喘息之机。而今年兰特回升走强，势必给这些生产商带来更大成本压力，盈利艰难。
- ▶ 但正如前几期月报中我们一再指出的，在可以预见的将来南非铂金生产商不大可能大规模减产，考虑到南非目前失业率高企，则更是如此。
- ▶ 在铂金需求方面，根据LMC汽车市场咨询公司发布的数据，2月份柴油车在西欧汽车市场上所占份额为40%。预计柴油车所占市场份额将继续下滑，但从本年迄今的情况看，下降速率已显著放缓。
- ▶ 上海黄金交易所是中国交易免增值税铂金条的唯一平台，2018年1季度，该交易所的铂金交易量同比下滑6%，至9.5吨。铂金首饰业需求疲软，是交易量持续下滑的主因。
- ▶ **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。

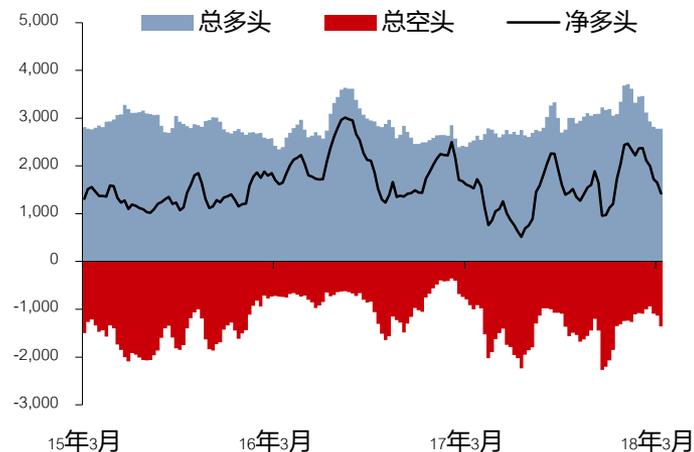
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，百万盎司



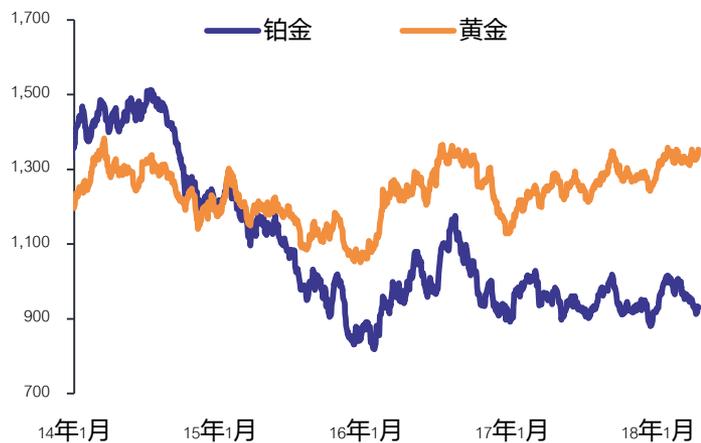
来源: Bloomberg

## Nymex 投资者净头寸\*, 百万盎司



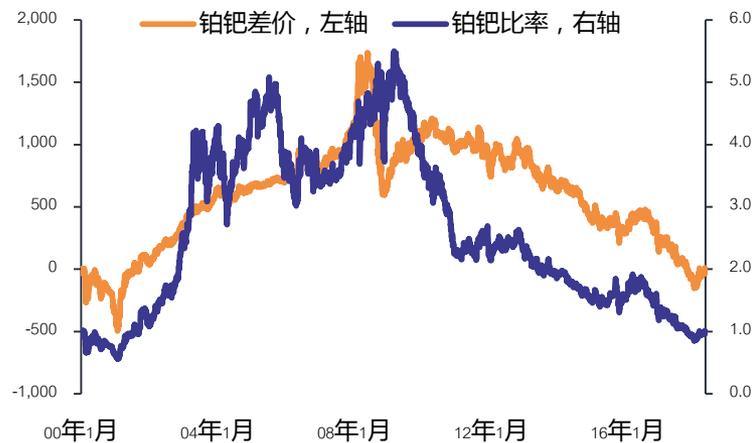
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

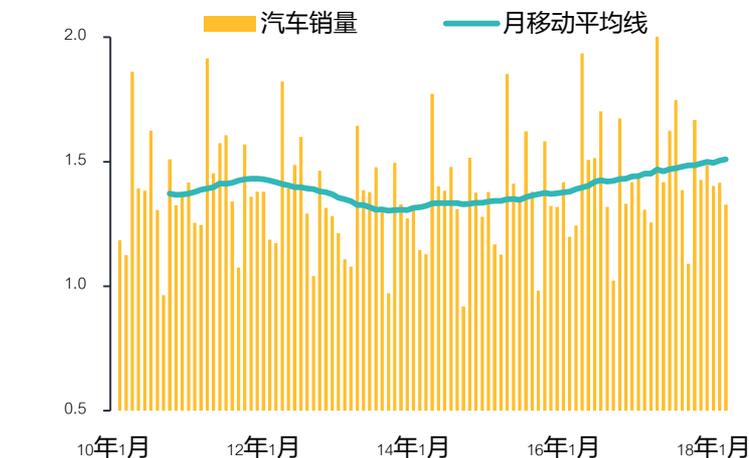
## 铂金:钯金 比率和差价



来源: Bloomberg

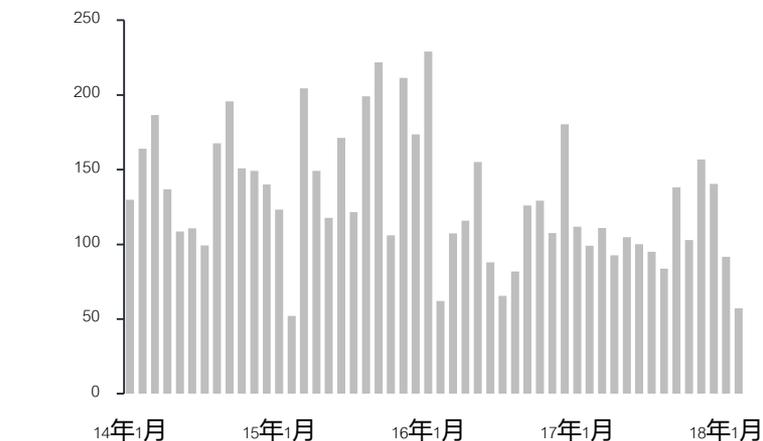
# 铂金市场现状与展望

## 欧洲汽车月销量, 百万辆



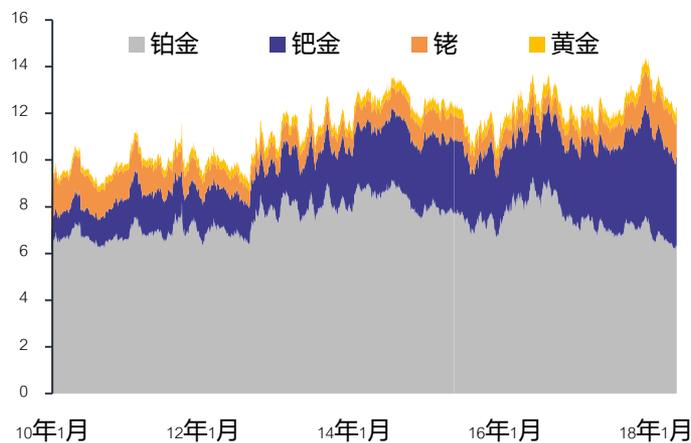
来源: Bloomberg

## 中国铂锭进口, 千盎司



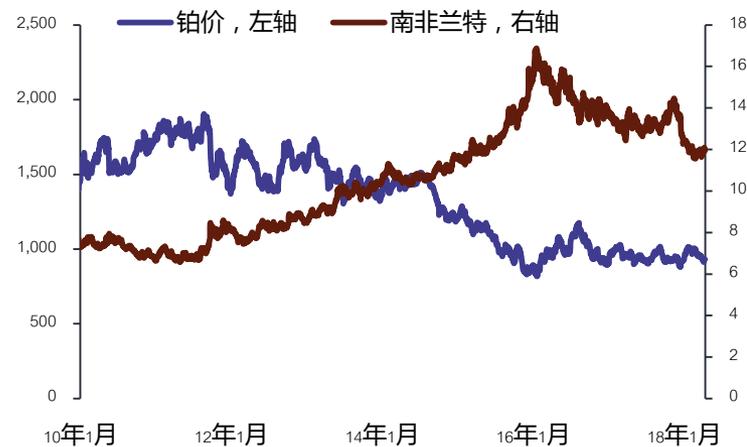
来源: Chinese Customs

## 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

上周钯金价格自去年8月以来首度跌破900美元/盎司关口，一度对铂金折价。之后因美国制裁俄罗斯，钯价已回升，但本年迄今还是下跌了9%，在四种主要贵金属中表现最为疲弱。

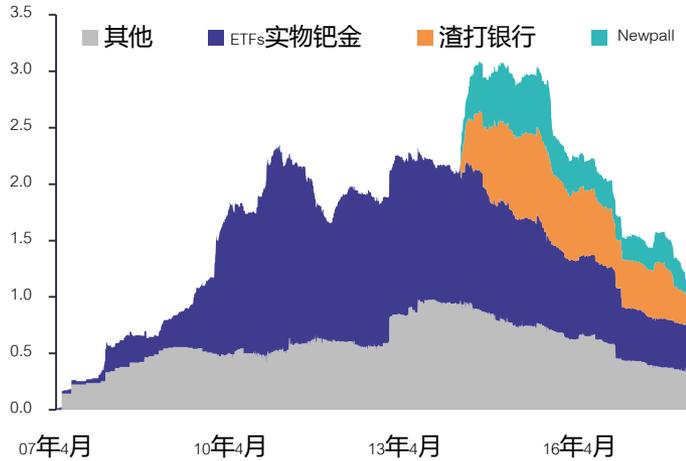
- 总体来看，钯价下行反映出下列几大问题：
  - 首先，股市波动率增大，而钯价走势通常与美国股市走势呈正相关关系。
  - 其次，中国机构的钯金买入量（其买入带有一定投机性）下降，近几月来运入中国的钯金数量已减少就是明证。
  - 最后，因钯价涨升动能衰竭，越来越多的投资者选择获利了结。
- Nymex钯金期货净多头仓数持续下滑，就反映出部分投资者已获利离场。截至4月3日，净多头仓数仅为100万盎司，较年初下降约三分之二，已触及2016年11月以来的最低水平。
- 中国机构的钯金买入量下降，同时Nymex钯金多头仓位又大幅减少，因此市场供应紧张状况已得到一定缓解，不过钯金租赁利率仍维持在较高水平，反映出钯金的基本面仍很强劲。

# 钯市场现状与展望

- 展望未来，我们认为因股市回调修正（参见前面“宏观经济”部分的论述），短期内钯价仍将弱势震荡，但很快就将重返上行之势，原因包括：
  - 市场基本面仍很强劲。虽然我们预计今年全球汽车工业部门的钯金需求增速将放缓，增幅或将收窄至**2%**，但以绝对数量计仍会再创历史新高。（3月份美国和中国的汽车销量同比分别劲升**6.4%**和**4.7%**，但本年迄今的增幅则要低一些，分别为**2%**和**3%**）。
  - 钯金需求仍保持强劲。以汽车工业为例，尽管铂金已较钯金折价，但我们进行的实地调研显示，几乎没有迹象表明汽车制造企业正转向在汽车尾气净化装置更多使用铂来替代钯。
  - **Nymex**钯金期货净多头仓数已降至低位，这意味着一旦投资者对钯金强劲的基本面作出积极回应，今年后期多头仓位大幅回升的空间相当大。
  - 在供应侧，**2017**年可供回收的钯金存量已急剧下降，因此今年再生钯供应量应回落至更为正常的水平。**2018**年，实物钯的供应赤字将继续扩大。
- **价格预测风险因素**：在钯价上行风险方面，美国对俄罗斯的制裁力度会有多大（这部分取决于两国围绕叙利亚问题的对抗会有多激烈）是关键因素。而在钯价下行风险方面，如果股市回调幅度大于预期，钯价可能受累下跌，不过此时会有抄底盘涌出，跌幅应不会太大。

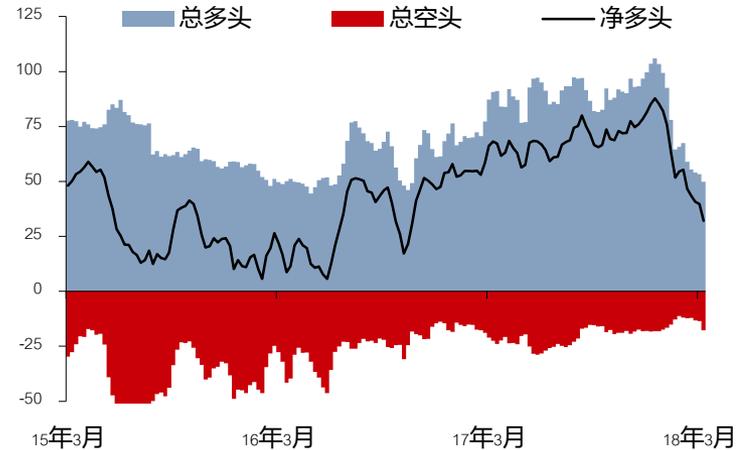
# 钯市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



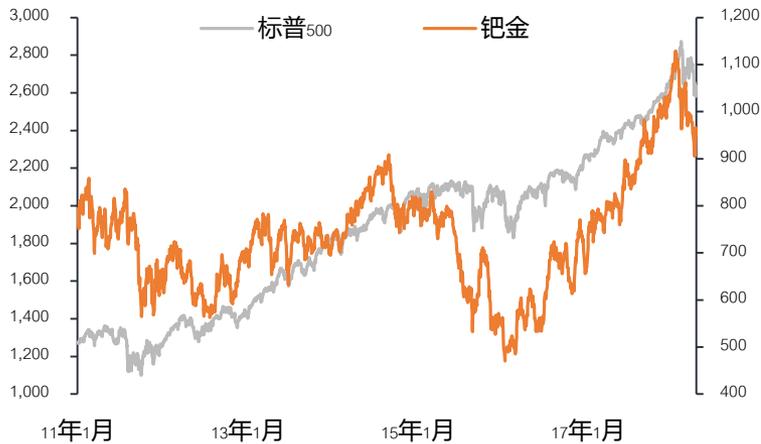
来源: Bloomberg

## Nymex 投资者净头寸\*, 百万盎司



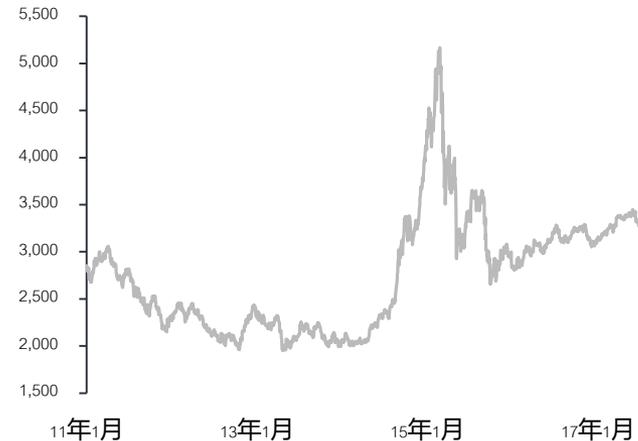
\* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

## 上证指数

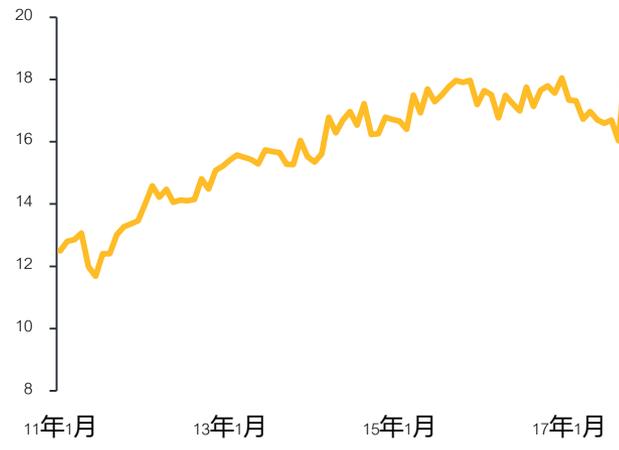


来源: Bloomberg



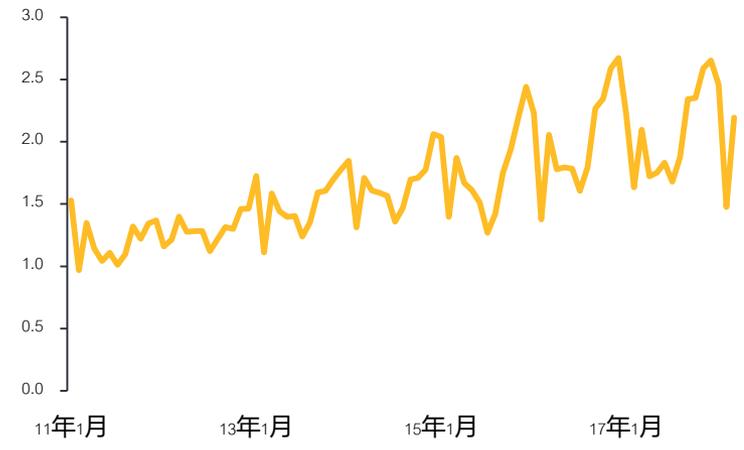
# 钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



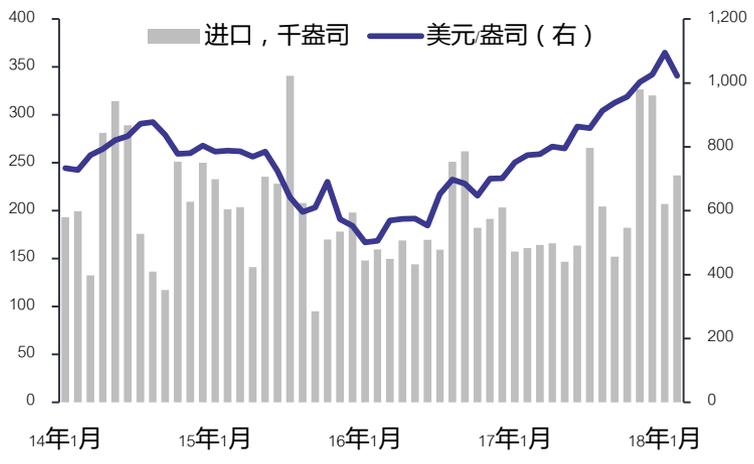
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



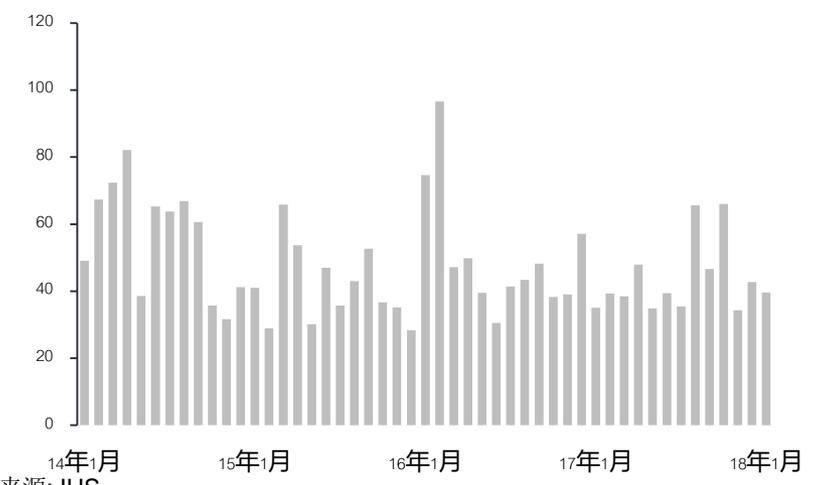
来源: Bloomberg

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。