



Metals Focus

贵金属月报

第14期 - 2017年1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



RAND REFINERY

www.randrefinery.com



ZHAO JIN

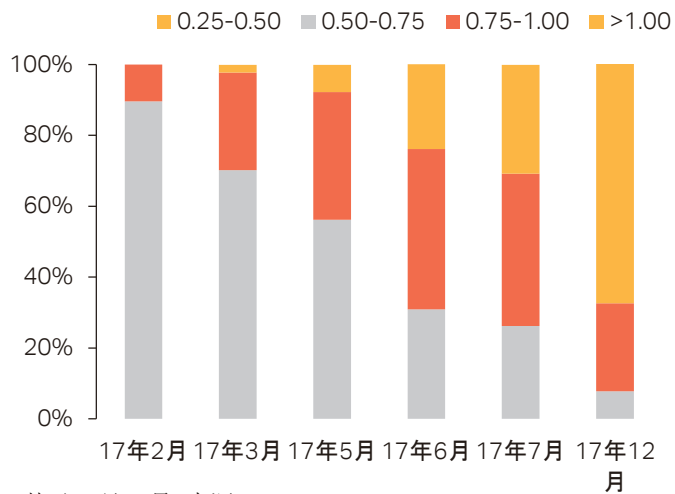
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 美国大选尘埃落定，当选总统特朗普发表胜选演讲呼吁美国国民重新团结，之后主要贵金属的价格持续承压。
- 美联储决定加息25个基点，并就未来加息前景发出鹰派信号，令看空贵金属的情绪日益滋长。目前市场普遍预期2017年美联储或将加息三次，而此前仅预期最多加息两次。
- 上述因素促使美元走强，投资者风险情绪高涨，结果股市高歌猛进，美国国债收益率攀升（尽管上周有所回落）。受此影响，贵金属卖压持续增大，CME主要贵金属期货净多头持仓量不断下滑就是明证。
- 12月15日，黄金和铂金价格均跌至10个月来的低点，白银价格触及4月份以来的新低，只有钯价的表现稍好一些，仅跌至6周来的低点。
- 尽管美联储公开发表的说辞偏鹰派，但今年美国利率水平仍将处于历史低位，鉴于通胀率走高，真实利率仍将为负值。2017年，日本、欧元区和瑞士的利率政策也很可能仍处于负值区间。
- 因此，我们依然预期今年贵金属价格将走高。事实上1月初贵金属价格已有所反弹，尽管其原因可能是对去年12月中旬至下旬期间严重超卖情况（当时卖盘汹涌，买盘不足）的修正。
- 市场仍对美国经济数据很敏感，公布的经济数据的变化将影响市场人士对加息前景的预期。另外，鉴于特朗普入主白宫将带来不确定性，股市回调修正的风险不容小觑。
- 综合考虑上述因素，在美国和其他国家的负利率大环境下，对那些寻求稳定收益和/或避险资产的投资者来说，贵金属的吸引力应会越来越大。

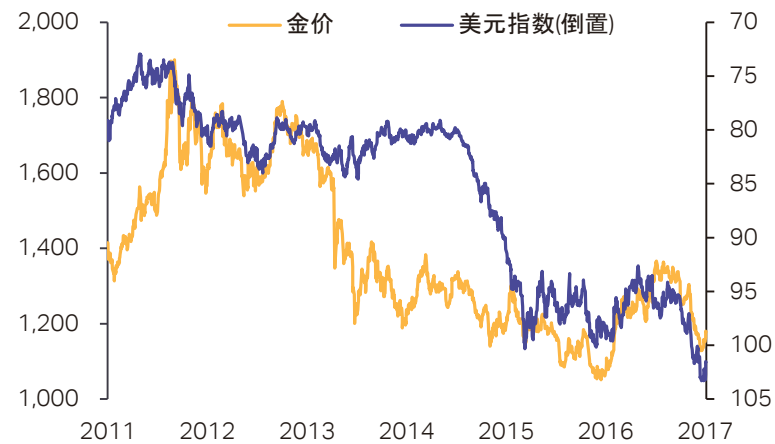
宏观经济现状与展望

美国利率预期*



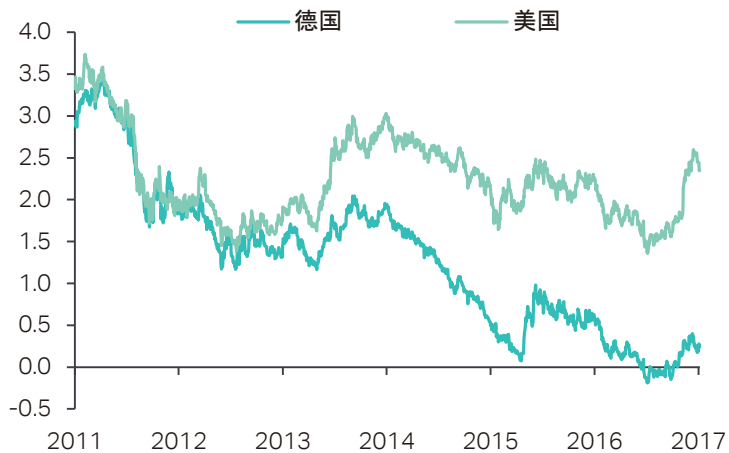
* 基于10月10号, 来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



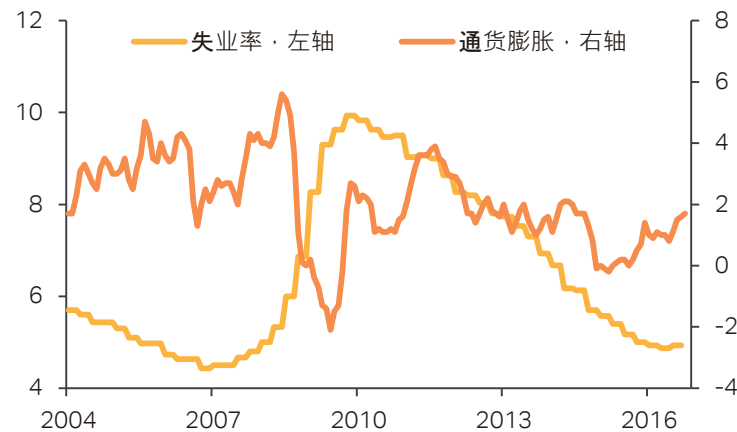
来源: Bloomberg

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

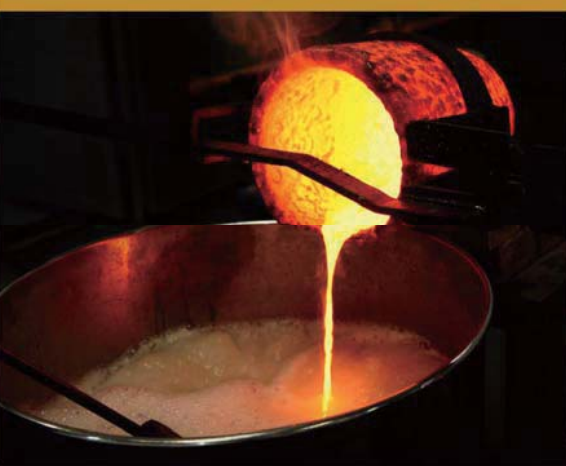
12月，黄金遭遇新一轮抛售，中旬金价已跌至10个月来的低点，之后至年底才收复部分失地。2016年全年金价上涨8%，录得四年来首次上涨。

- 尽管25个基点的加息幅度已在金价中得到反映，但美联储12月发表的声明被市场参与者解读为美联储对美国前景乐观，其加息步伐很可能快于市场此前的预期。
- 同时，因投资者相信，特朗普将实施的财政刺激政策会令美国经济增长加速，并改善就业状况，美国股市迭创新高。
- 受上述因素的影响，近月来投资者对黄金的热情已经明显降温。有鉴于此，我们已调低了所预测的2017年1季度金价低点。
- 鉴于2016年促使投资者买入黄金的那些因素在中期内仍将存在，我们依然对未来的金价走势持乐观态度。因此，我们预计今年金价将进一步走高，4季度有望突破1,400美元/盎司关口。
- 在12月美联储发表声明之前市场预期2017年最多加息两次，而现在普遍预期很可能加息三次。尽管如此，我们认为真实利率处于负值区间的情形还将持续一段时间。
- 更为重要的是，未来几年间美国政府赤字很可能持续增加，通胀率将不断走高，这无疑会令黄金投资吸引力增大。
- 2016年最后两个月期间金价出现较大幅度的下跌，看起来是短线投资者抛售所致，CME期金净多头持仓量剧降就是明证。而黄金ETPs尽管也录得资金净流出，但迄今为止幅度有限。

黄金市场现状与展望

- ▶ 在政府宣布废止大面额卢比纸钞后，11月印度的黄金进口量飙升，但12月的进口量剧降。据当地消息人士向我们提供的信息，12月印度黄金进口量从11月的105吨剧降至30吨。展望未来，因该国黄金业仍面临诸多挑战，处境艰难，未来几个月间印度的黄金进口量或将继续处于低位。
- ▶ 12月中旬，上海黄金交易所的黄金溢价已升至每盎司45美元（重返2013年的高点），之后持续处于高位。但需要强调指出的是，造成当地黄金供应紧张的主要原因是政府采取的措施：为减轻人民币贬值压力，防止外汇储备持续外流，中国人民银行已采取措施控制对外支付和黄金进口。
- ▶ 据当地市场人士向我们提供的信息，尽管近期中国的实物黄金需求已回暖，但这主要是季节性因素所致—因春节（2017年1月28日）将至，首饰商开始补充存货。展望未来，这些当地消息人士仍对今年中国的黄金需求前景持谨慎态度。
- ▶ 据估计，因当地需求较为旺盛，12月土耳其的黄金进口量超过50吨。土耳其总统埃尔多安鼓励其支持者投资于黄金，作为投资于美元的替代，推动需求走强。
- ▶ **价格预测风险因素：**美国货币政策仍是影响金价的最大风险因素。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（目前预期将加息二到三次）将降温。
- ▶ 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。

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

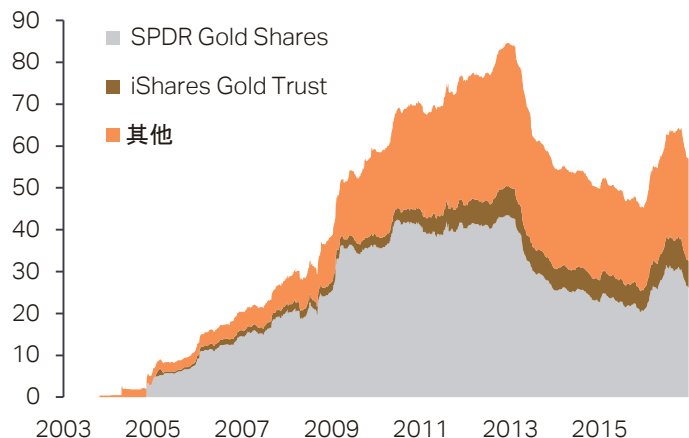


认证



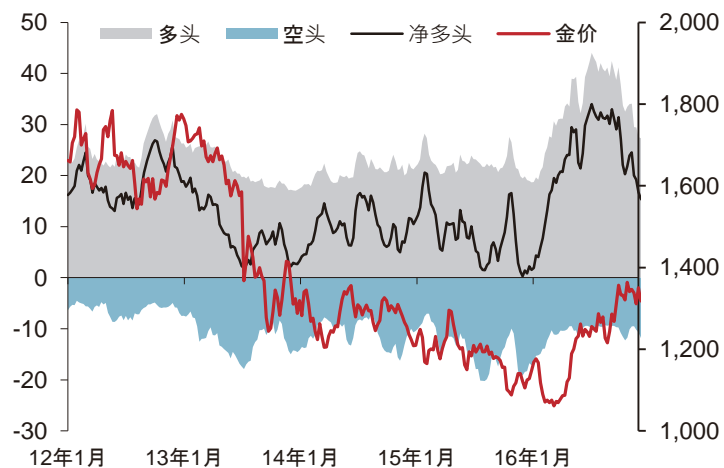
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



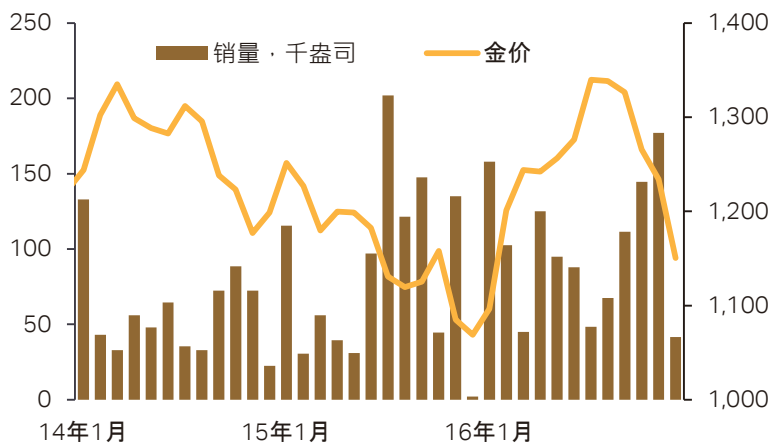
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



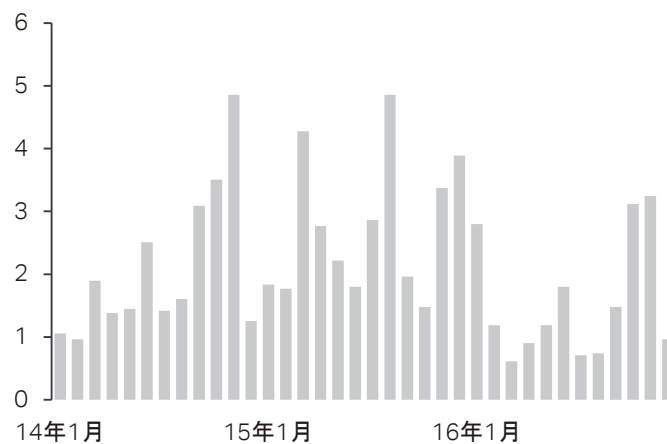
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

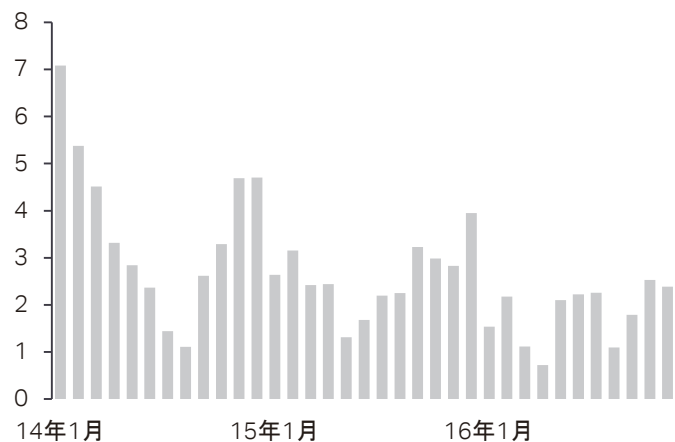
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

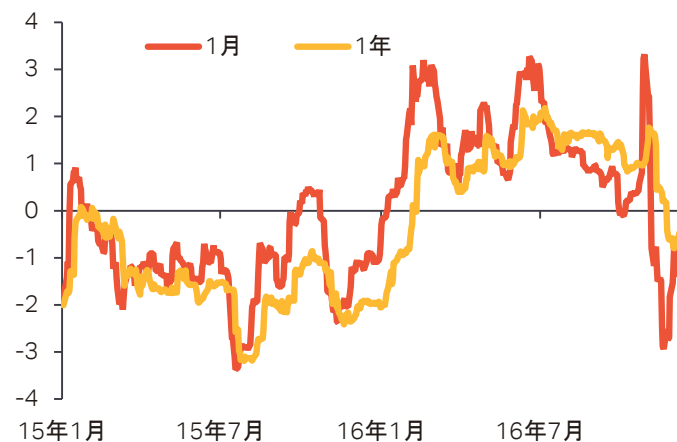
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



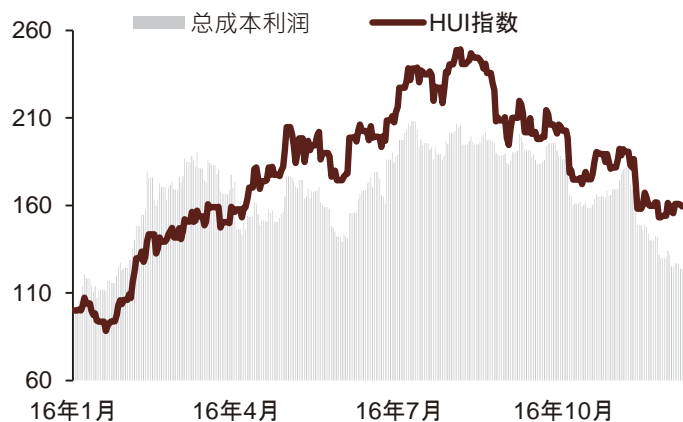
来源: Hong Kong Customs

25-Δ 风险逆转, %



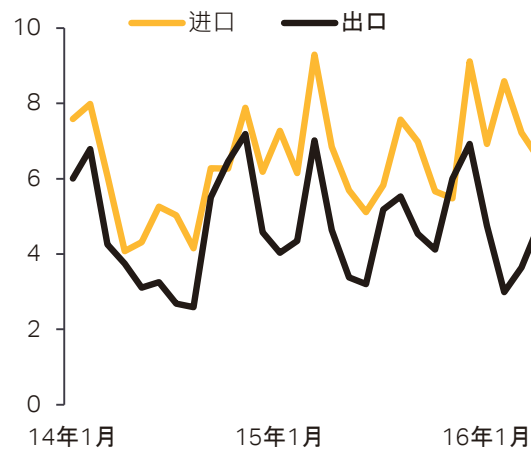
来源: Bloomberg

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

受金价下跌的拖累，12月大部分时间内**白银**价格表现黯淡，12月20日跌至8个月来的低点-15.63美元/盎司，之后略有反弹，年末报收于16美元/盎司下方。

- 与金价的情况一样，我们也已调低了所预测的银价。但我们仍维持如下研判：因宏观经济的不确定性仍利好于贵金属投资，**2017年银价将持续回升**。
- 因白银市场的规模和流动性都逊于黄金市场，一旦出现金价回升的明显迹象，**2017年下半年银价涨幅有望跑赢金价**。
- **CME白银期货净多头持仓量持续下滑**，是12月期间银价下跌的部分原因。但是，在8月至11月期间净多头持仓量大幅下降后，8月初投资者多头仓位过重的现象已大有改观，因此12月多头减仓幅度有限。
- 在11月下滑2%后，12月期间白银ETP的持仓量仅下滑1%。尽管连续两个月下滑，**2016年全年全球白银ETP的总持仓量还是增长了7.4%**，近期持仓量仍接近历史峰值。这进一步证实了我们的下述研判：大部分白银ETPs由选择中长期投资的散户投资者所持有，不会轻易减仓。
- 得益于10月和11月期间销售量的回升，**2016年全年美国鹰银币的总销量达3,770万盎司**，尽管较2015年的历史峰值下降20%，但以历史标准衡量，仍处于高位。
- 据估算，**2016年全球白银实物投资需求量下滑29%**，已降至5年来的低点，其原因是全球两大白银市场-美国和印度的需求均大幅下降。

白银市场现状与展望

- 12月印度的白银进口仍相当疲软。2016年全年的总进口量同比剧降逾60%。正如我们在前几期月报中已指出的，该国白银实物投资需求大幅下降是导致白银进口异常疲软的主要原因。
- 展望未来，鉴于印度政府正加大打击地下经济和黑钱的力度，且散户投资者持有的白银存货量仍处于高位，预计2017年该国的白银实物投资需求还将进一步下降，但与2016年相比降幅可能收窄。
- 就白银工业需求而言，我们认为基础设施建设、光伏发电业和汽车工业这三大领域有望推高2017年工业部门的白银需求量。
 - 特朗普承诺将推出金额巨大的基础设施建设投资计划，尽管对该承诺能否完全兑现尚存怀疑，但也不能完全忽略，毕竟该计划有望提振白银工业需求。
 - 因装机容量增速放缓，且业内企业继续采取措施节约白银用量，2017年光伏发电业的白银需求量或将小幅下滑。但是，即使出现下滑，预计2017年该工业部门的白银需求量仍将创出历史第二高水平。
 - 得益于全球轻型汽车销量的持续增长，以及汽车电子设备在主流车型中的更多应用，我们预计汽车工业的白银需求量将继续上升。
- **价格预测风险因素：**除前面“黄金市场”部分所述的那些因素外，下面这个因素也不可忽视：倘若中国经济增长急剧放缓，或特朗普许诺的财政刺激不能兑现，导致美国增长动能衰竭，就会挫伤投资者对工业用大宗商品（包括白银）的信心。



远见启新智
卓识创未来

全球 金属交易市场

芝商所COMEX黄金市场

在充满活力的黄金市场寻找灵活的交易和风险管理方案，芝商所COMEX黄金市场作为全球最大贵金属市场聚集了众多交易者目光。世界各地的参与者受益于我们的中央全球价格发现资源，以及安全、高效的价格敞口和无与伦比的市场流动性。COMEX黄金市场通过CME Globex交易平台为您提供全天候市场入口和交易机会，以及CME ClearPort灵活的清算解决方案：

- 100盎司黄金期货和期权
- 10盎司电子迷你黄金期货
- 一公斤黄金期货
- 批准的OTC伦敦黄金远期

今天开始交易。联系我们：metals@cmegroup.com，或访问：cmegroup.com/metals。

期货与掉期交易涉及损失风险，因此并不适用于所有投资者。期货和掉期均为杠杆投资，由于只需具备某合约市值一定百分比的资金就可进行交易，所以损失可能会超出最初为某一期货和掉期头寸而存入的金额。因此，交易者只应使用其有能力承受损失同时不会影响其生活方式的资金来进行该等投资。由于无法保证这些资金在每笔交易中都能获利，所以该等资金中仅应有一部分投入某笔交易。

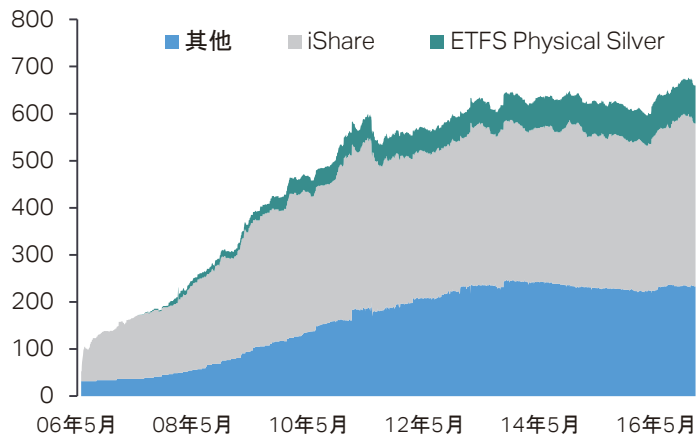
本资料中所含信息与任何资料不得被视作在任何司法管辖区买入或卖出金融工具、提供金融建议、创建交易平台、便利或接受存款、或提供任何其它金融产品或任何类型金融服务的要约或邀请。本资料中所含信息仅供参考，并非试图提供建议，且不应被解释为建议。本资料并未考虑您的目标、财务状况或需要。在您依赖本资料或由此采取行动前，您应当获得适当的专业建议。

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的注册商标。地球标志、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc. (“CME”)的注册商标。CBOT和Chicago Board of Trade是Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (“CBOT”)的注册商标。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc. (“NYMEX”)的注册商标。未经该资料所有者书面批准，不得修改、转载、存储到可检索系统中、传递、复制、发布或以其它方式使用这些商标。芝商所实体在中华人民共和国或台湾即无注册，也无计划提供任何种类的金融服务。

2016年CME Group©和芝商所版权所有，并保留所有权利。

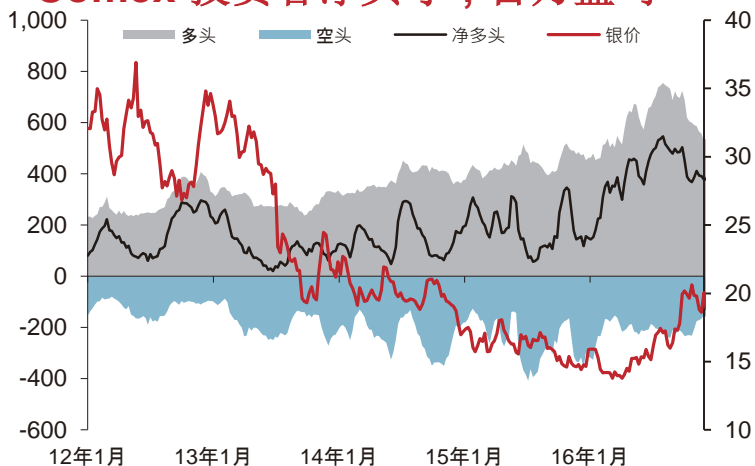
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



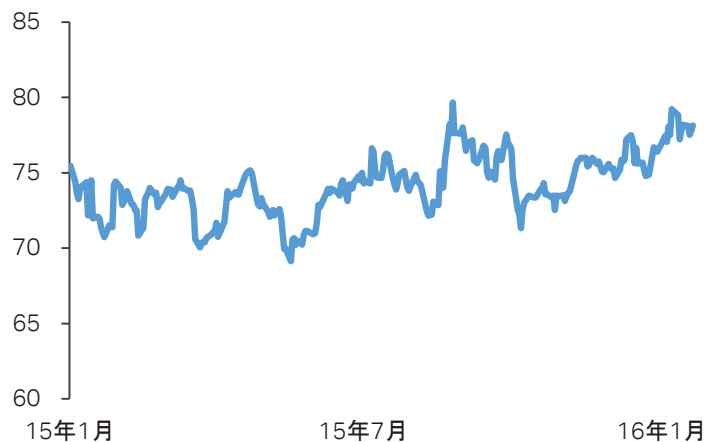
来源: Bloomberg

Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



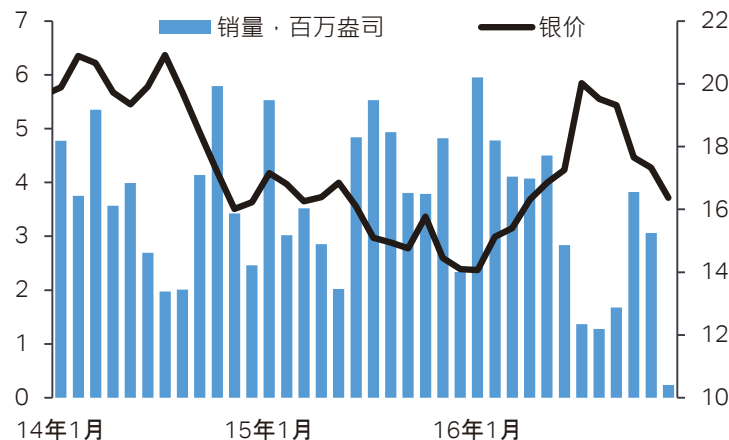
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

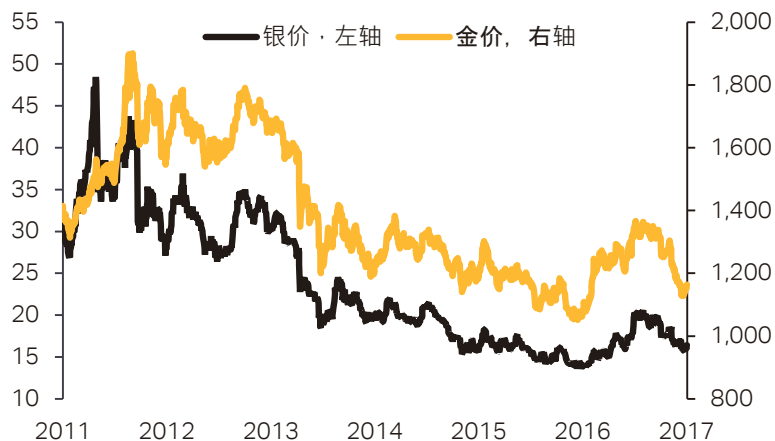
美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



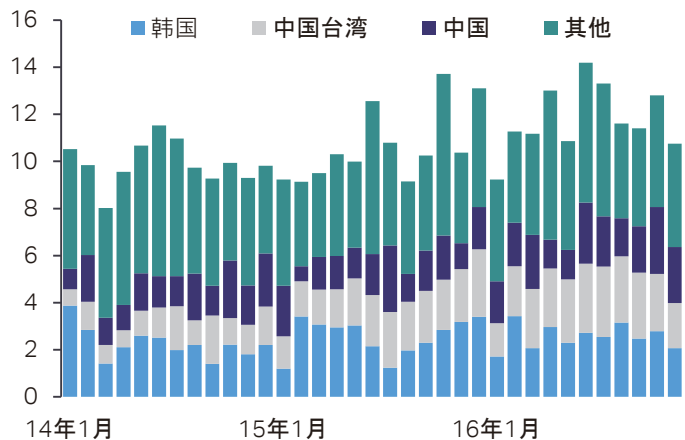
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



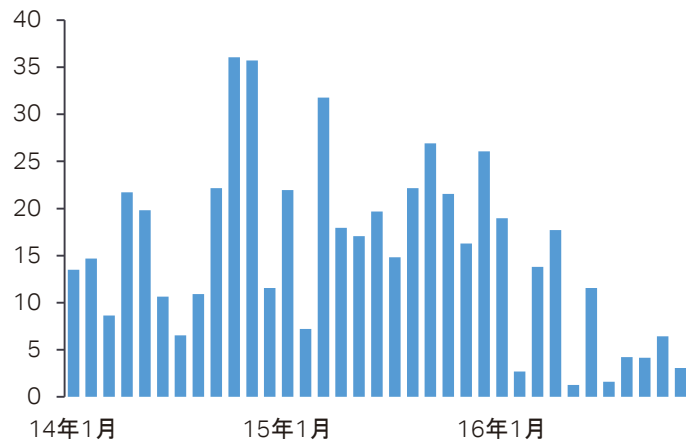
来源: Bloomberg

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

12月大部分时间内**铂金**仍遭遇沉重的卖压，几乎全部回吐年初以来的涨幅。2016年全年铂价仅上涨1.4%，成为四种主要贵金属中表现最差者。

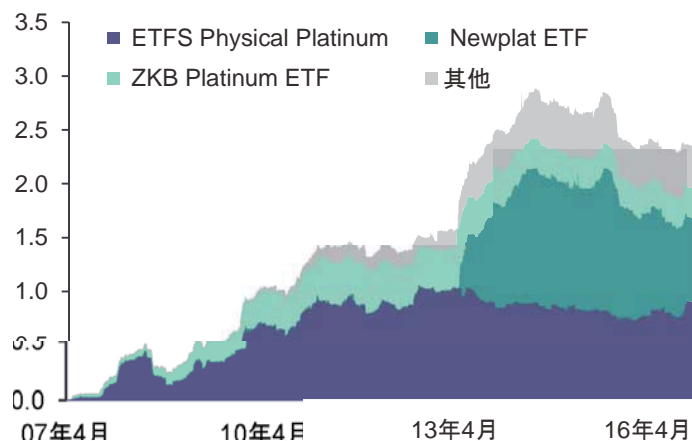
- 2016年铂金平淡的表现归因于其黯淡的供需基本面：在供应侧，南非铂金生产商并未自愿削减产量；在需求侧，欧洲柴油动力车的前景令人担忧，中国首饰需求走软，而地上铂金存货量又很庞大。事实上2016年大部分时间内，铂金价格间或走强也主要归因于黄金价格走高的外溢效应。
- 不过进入2017年后，铂价表现尚不错，在撰写本报告之时已上涨逾4%，升至近三周来的高点。铂价的反弹在一定程度上应归因于开年后投资者调整其投资组合。在连续下跌5年后，铂价已降至多年来的低点，吸引部分投资者逢低买入。同时，空头回补也是推高铂价的原因之一。
- 展望未来，我们的价格预测保持不变。尽管面临短期下行压力，但随着时间的推移铂价回升可期，到2017年4季度，均价有望攀升至1,120美元/盎司。
- 但需要强调指出的是，因投资者看淡铂金供需基本面的情绪可能不会发生大的改观，铂价回升幅度将不大。正如我们在“五年期铂金价格预测”中指出的，2016年铂金的结构性供应赤字约为43万盎司，但今年实物铂金市场有望大体实现供需平衡。
- 因此，我们预测铂价将温和回升主要是基于其将从金价回升中受益这一假设。此外我们还预测2017年铂金相对于黄金的折价仍将较大，平均价差为250美元，仅较2016年微幅收窄。

铂金市场现状与展望

- 预计今年矿产铂金总供应量将下降3%，其主要原因是南非一些开采期长、成本高的矿井将被关闭，使得该国的铂金产量下滑。
- 不过我们仍维持下述研判：因2016年下半年劳资双方已达成新的工资协议，南非兰特持续走弱也有利于该国铂金生产商维持利润率，近期不大可能出现大规模供应中断或产量损失。
- 2016年欧洲汽车业持续复苏，得益于此，汽车尾气净化催化剂厂商的铂金需求增长5%。但是，在连续增长三年后，自2017年起汽车尾气净化催化剂厂商的铂金需求或将走弱，其主要原因是欧洲汽车市场上柴油车的份额持续下滑，同时汽车生产商使用钯替代铂。正如前几期月报中已指出的，因柴油车的颗粒物和氮氧化物排放量较高，加之大众汽车公司的尾气排放作弊丑闻又被曝光，柴油车越来越不受欢迎。欧洲主要汽车生产商都已宣布将减少柴油车产量，因此柴油车市场份额不断萎缩的趋势似已不可避免。
- 鉴于铂金价格与黄金价格紧密相关，前面“黄金市场”部分所述的风险因素将影响铂价。
- 就影响铂金市场的特有风险因素而言，即使供应中断的风险已大大降低，但因爆发矿业劳资纠纷或能源短缺的可能性并未消除，仍是一个长期存在的威胁。不过主要铂金生产商并未宣布将显著削减产量的长期计划，因此即使出现供应中断，也仅能对铂价产生有限的短期影响。
- 就铂价下行风险而言，倘若欧洲出台进一步限制柴油车的政策，柴油车市场份额下行趋势很可能加速，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。

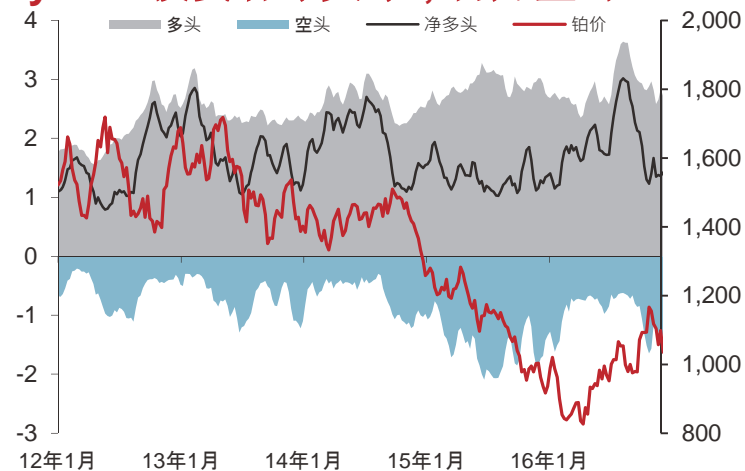
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



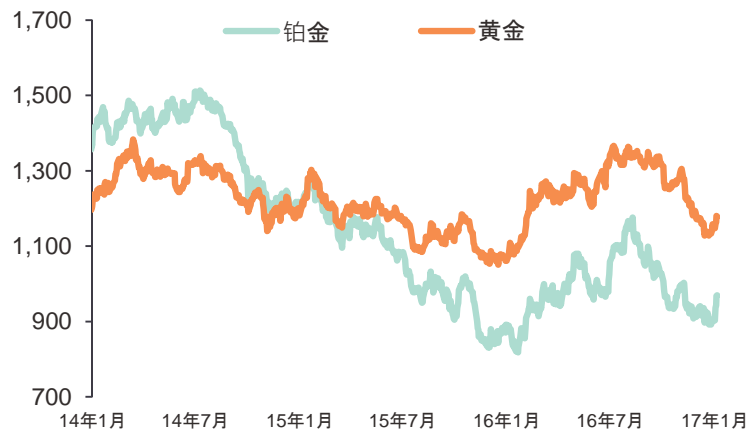
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



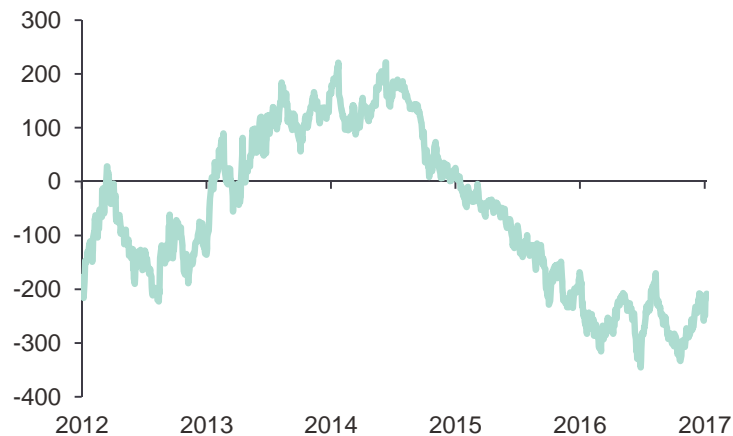
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

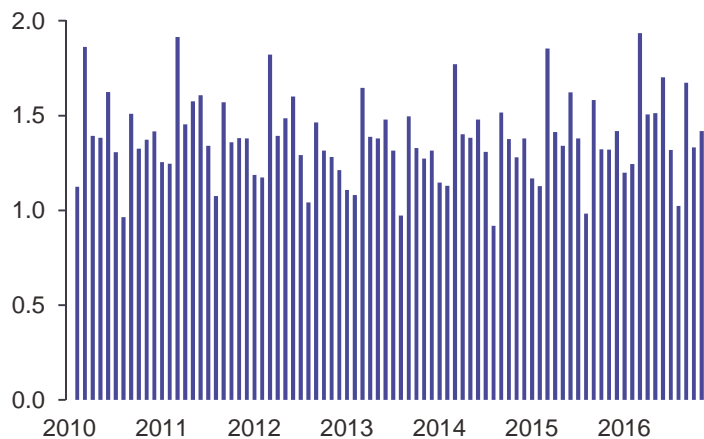
铂金:钯 比率



来源: Bloomberg

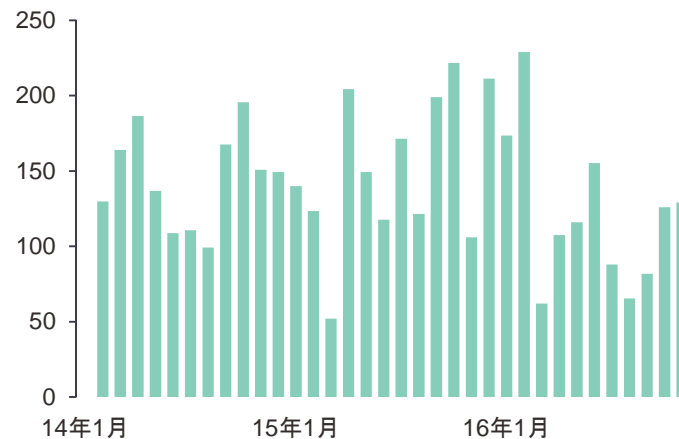
铂金市场现状与展望

欧洲汽车月销量, 百万辆



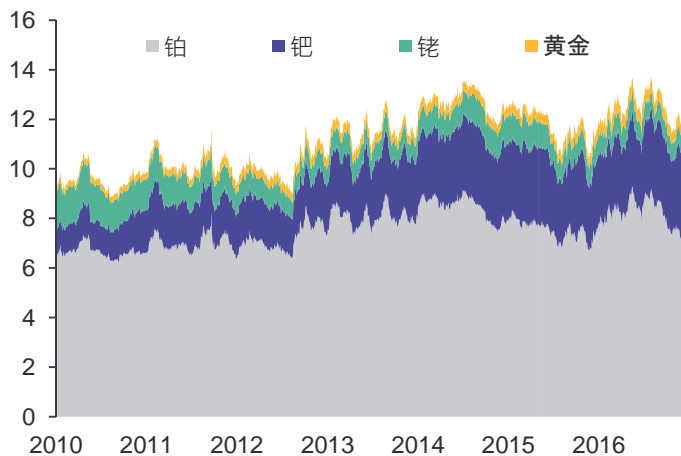
来源: Bloomberg

中国铂锭进口, 千盎司



来源: Chinese Customs

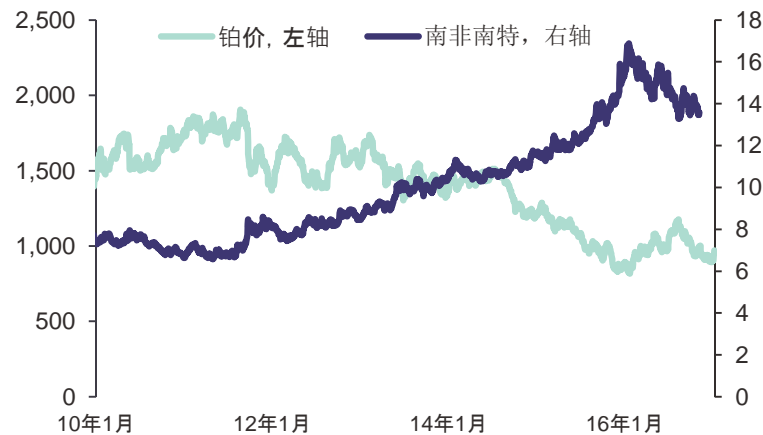
南非铂金一揽子价格, 千兰特/盎司



*4E rand basket price based on a typical South African metal split, comprising 56.6% Pt, 33.2% Pd, 7.7 Rh & 2.6% Au.

来源: Metals Focus, Bloomberg

铂金价格 & 南非兰特



来源: Bloomberg

钯市场现状与展望

2016年钯的价格波动率很大。1月初钯价曾跌至2010年以来的低点462美元/盎司，但之后发生反转，持续走高。12月1日，钯价升至年内高点775美元/盎司，年末报收于681美元/盎司。全年均价为613美元/盎司，较2015年的均价下跌11%，但年内价格上涨21%，从年初的563美元/盎司涨升至年末的681美元/盎司。在四种主要贵金属中表现最佳。

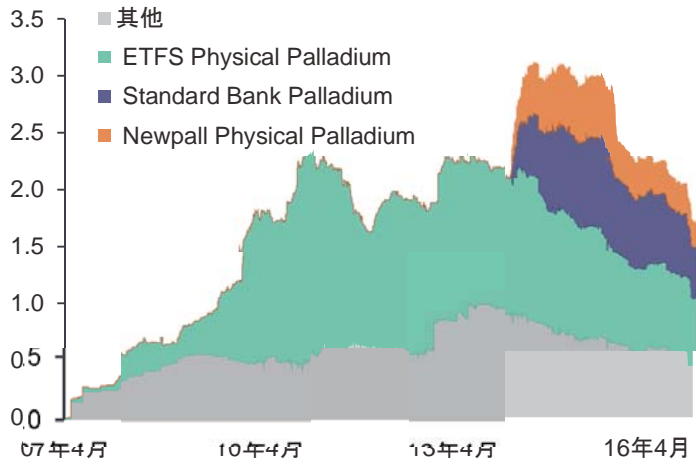
- 我们看好2017年的钯价走势，预计同比将上涨19%，年内高点有望升至840美元/盎司。钯的供需基本面强劲：预计今年矿产钯供应量大致与去年持平，而汽车尾气净化催化剂工业部门（该部分的需求占钯总需求量的76%）的钯需求量将增长1.5%。换言之，钯市场上仍将存在结构性供应赤字。
- 汽车销售量强劲将是推高钯价的主要力量。11月，中国的汽车销量同比劲升17.9%，前11个月期间共计增长15.8%。不过2017年中国的汽车销量增速或将放缓，预计同比仅增长2%。导致增速放缓的主要原因是汽车购置税率将从5%调高至7.5%。
- 2016年美国的汽车总销售量达1,746万辆，与2015年持平，但值得注意的是，汽车销量已超过金融危机前的水平。预计2017年的汽车销量也将与2016年持平。
- 全球汽车总销售量仍处于历史高位，是支撑钯强劲基本面的主要因素。目前汽车尾气净化催化剂工业部门的需求已占到钯总需求量的76%。2012年至2016年期间，该部门的钯年需求量已增长17%（115万盎司），至784万盎司。
- 2012年以来，全球每年的钯总供应量一直保持在900万盎司左右，在未来几年间钯市场都将录得结构性供应赤字。尽管地上钯存货量较庞大（估计约为1,500万盎司），但只要钯价上涨，部分钯存货就将流入市场。

钯市场现状与展望

- 11月钯价劲升24%，但12月下跌了12%。其他工业用大宗商品的价格也已从11月份的高点回撤，其中铜和铅的价格分别下跌10%和22%。
- 12月初钯期货净多头持仓量持续上升，触及6个月来的高点-166万盎司，但月底时回落至149万盎司。
- 钯价回撤并不完全出人意料。12月初钯价涨升至19个月来的高点，已出现超买现象，例如其相对强弱指数（RSI）就曾升至78。
- 12月期间，全球钯ETP的持仓量减少15.5万盎司，月末持仓量为171万盎司，降至2012年前期以来的最低水平。该下降主要归因于南非以外的钯基金减仓。
- **价格预测风险因素：**美国大选结果揭晓后，投资者普遍预期美国经济增长将加速，因此增持股票并大手笔买入工业用大宗商品，包括钯。而如果2017年美国经济增长远逊于预期，那么所有工业用大宗商品，包括钯，都将承压。
- 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。
- 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增速大幅放缓，钯价无疑将承压。另外，中国政府决定从今年起把小排量汽车的购置税从5%上调至7.5%，也是一个值得关注的因素，它可能打压中国汽车销量的增长。

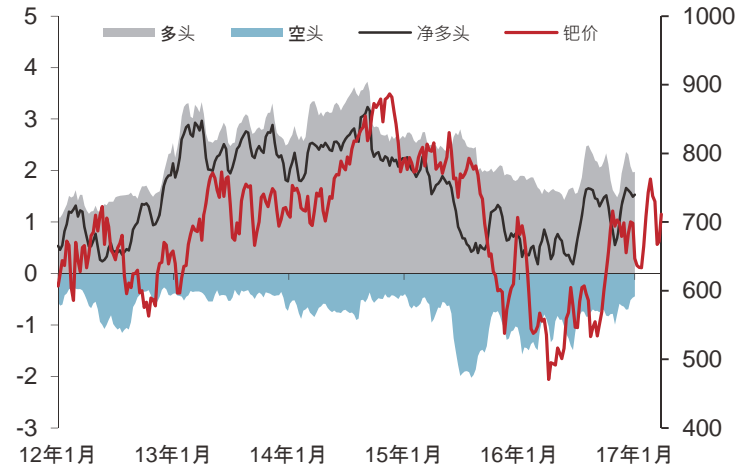
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



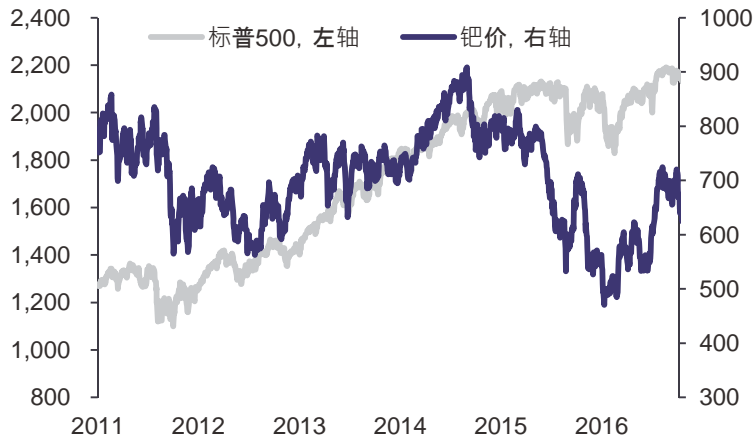
来源: Bloomberg

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

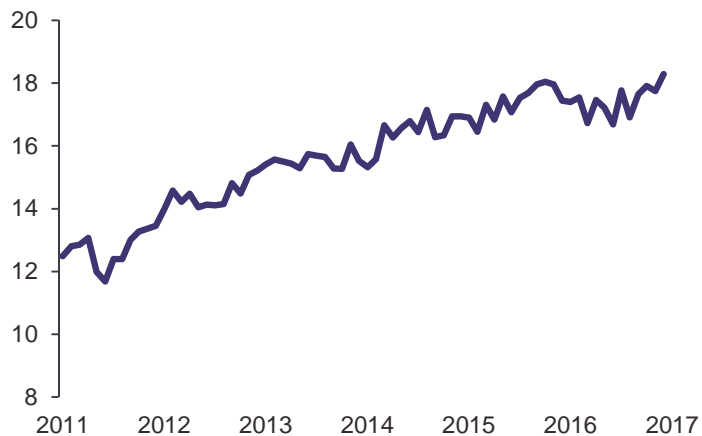


来源: Bloomberg



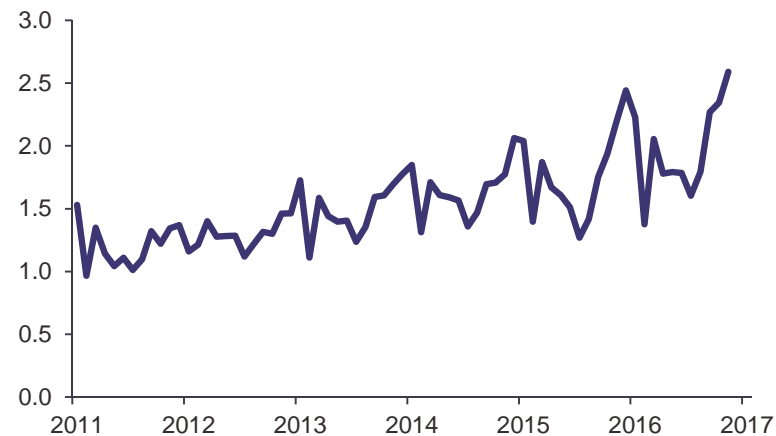
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



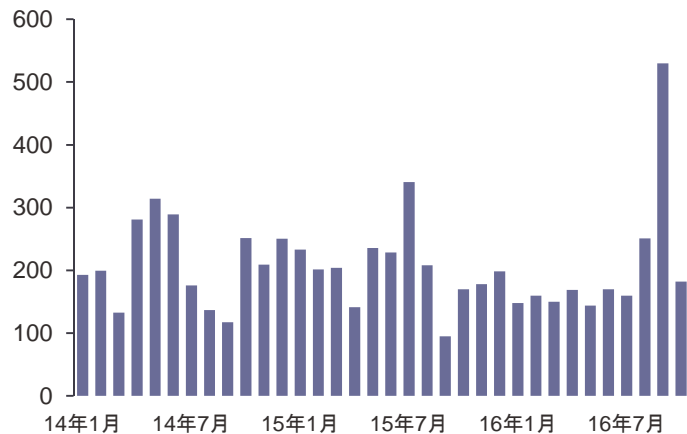
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



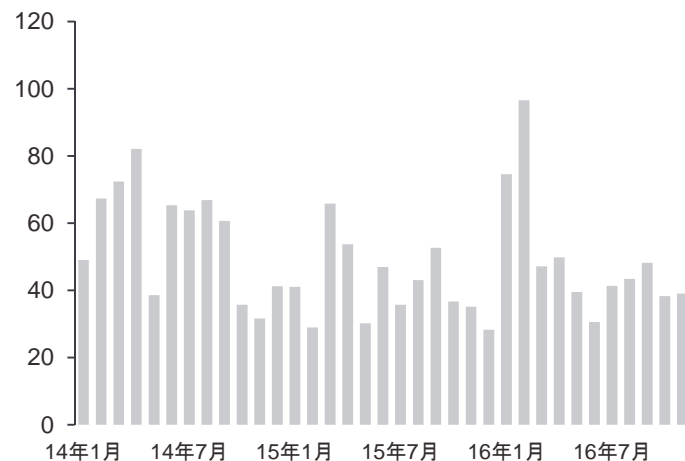
来源: Bloomberg

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
cagdas@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。