



Metals Focus

贵金属月报

第18期 – 2017年5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



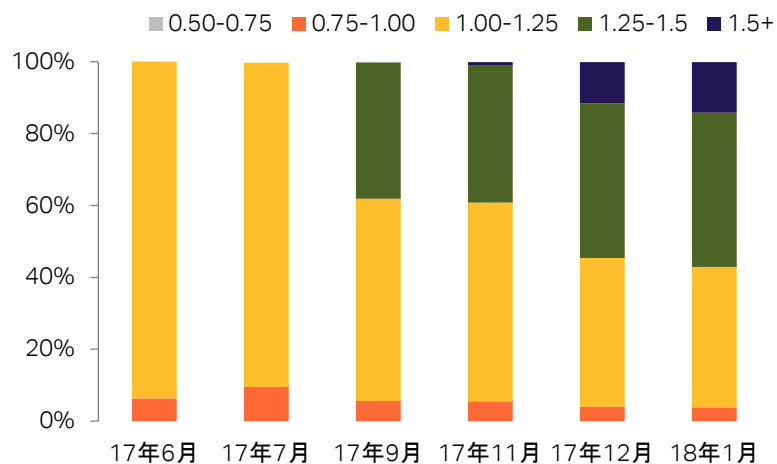
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 与市场的预期一致，美国联邦公开市场委员会在五月份的议息会议上对加息按兵不动。
- 联邦基金利率期货价格显示，市场普遍预期美联储将于6月或7月加息。
- 5月份发布的最新美国非农就业数据符合预期，失业率已降至4.4%。
- 3月份和4月份前半个月美国股市冲高回落，但4月份后半个月强劲反弹，标普500指数已回升至创纪录的高位2,400点附近。
- 4月份美元指数再度跌破100点关口，过去两周期间围绕99点上下窄幅波动。
- 法国总统大选首轮投票结果揭晓，中间派候选人得票第一，受此提振，欧元对美元的汇率已升至去年11月以来的最高水平。
- 美国国会通过1.2万亿美元支出议案，确保政府截至9月份有运作资金。
- 在与民主党议员激烈纷争后，美国众议院中的共和党议员终于通过了废止和替代《平价医疗法》的医改法案，该方案尚需参议院的批准，预计要顺利在参议院通过还面临较大困难。
- 在法国总统大选首轮投票中，中间派候选人马克龙得票第一，得票率比第二名极右翼候选人勒庞高出3个百分点。5月7日，马克龙和勒庞将在第二轮投票中对决，最新民调显示马克龙有望以60%对40%的得票率击败勒庞当选法国总统。
- 朝鲜半岛紧张局势继续升温，在本报告定稿之日，朝鲜政府发表声明指控美国中情局和韩国企图暗杀朝鲜最高领导人金正恩。
- 我们对宏观经济前景的预测研判保持不变，坚信美国经济增长前景将逊于市场的预期，美国股市将会有大幅回调。

宏观经济现状与展望

美国利率预期



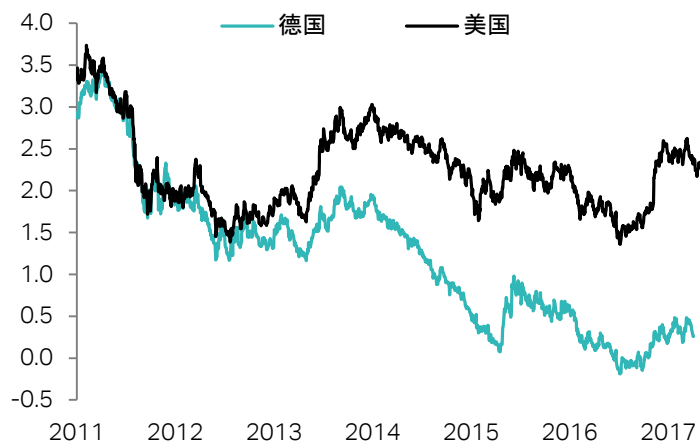
来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



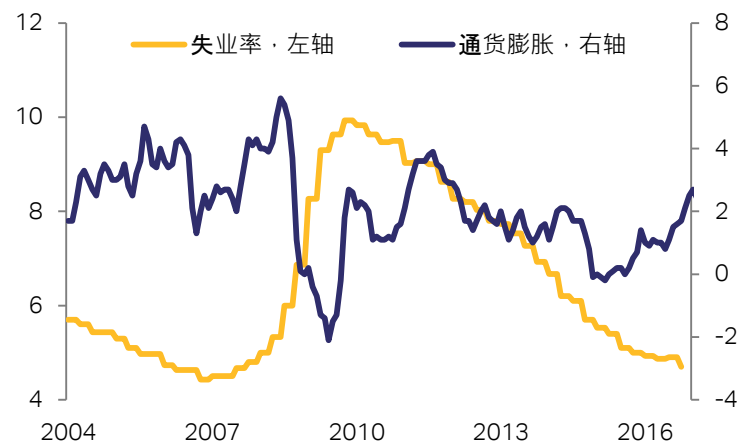
来源: Bloomberg

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

4月份上半月和下半月黄金价格呈现截然不同的走势：4月17日劲升至5个月来的高点1,296美元/盎司，但之后回吐大部分涨幅，5月初更进一步下挫至1,230美元/盎司附近，触及两个月来的低位

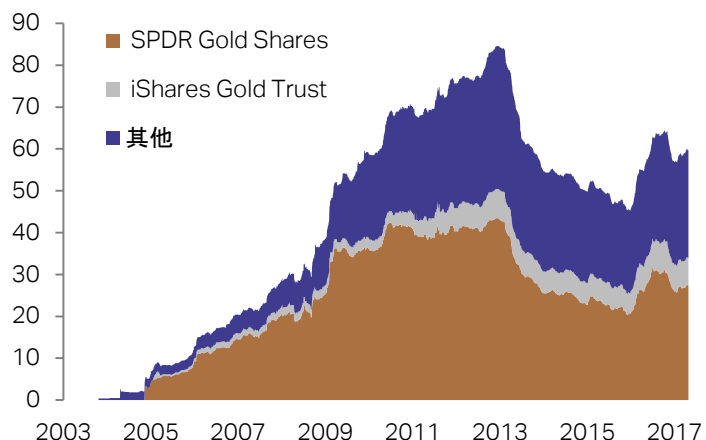
- 如前面“宏观经济”部分所述，之前投资者对美联储是否会在6月份加息尚持怀疑态度，对黄金的兴趣得以保持。但是，他们的预期已开始发生转变，4月17日时尚预期6月加息的概率仅有50%，而到本报告定稿之日他们已预期6月份几乎肯定会加息。此外，朝鲜半岛爆发核武冲突的风险时高时低，也导致金价剧烈波动。4月份前半月资金大量流入黄金ETPs（交易所交易产品），Comex（纽约商品交易所）投机性期金多头仓位也显著上升，反映出投资者对黄金的兴趣增高。因空头几乎还没有回补，出现大规模空头回补的可能性不能排除，加之最新发布的数据显示期金净多仓数量并不是很高，因此本季度黄金多头仓位和金价应有较大上行空间。
- 因金价跌破200天移动均线后，趋势投资者开始抛售黄金，在FOMC下一次议息会议举行前金价短期内很可能会震荡走低。但是，鉴于目前的金价已基本反映了加息因素，加之实物黄金市场正在回暖，卖压可能很快衰竭。另外，朝鲜或叙利亚紧张局势再度升温的可能性也较大，受此影响近期石油价格下滑的趋势可能逆转。因美国经济政策尤其是财政政策的方向仍不明朗，全球宏观经济不确定性亦可能再度加大。
- 展望未来，主要经济体普遍施行的负利率（指实际利率）政策仍将为金价提供强劲支撑，即使美联储6月真的加息，投资者也很可能在加息靴子落地后再度大举买入黄金。此外，年内投资者对特朗普推进其各项计划实施的进度甚至可能性的失望之情很可能就会加大，这必将导致股市大幅回调，之后大量资金料将转流入贵金属市场。综上所述，我们未调整所做的金价预测，今年金价的高点有望触及1,475美元/盎司，之后将高位整固，2018年1季度的均价料将站于1,400美元/盎司上方。
- 近期印度黄金市场强劲反弹，3月份和4月份的黄金进口量大幅回升。据当地市场人士向我们反馈的信息，在印度极为重要的黄金购买节日—佛陀满月节期间，销量同比劲升20%至25%，消化了进口的大部分黄金。因市场显著回暖，印度当地的金价已较国际市场价格有小幅溢价。

黄金市场现状与展望

- 中东地区的黄金市场也终于温和回暖。在4月份前半个月，因土耳其里拉对美元走软，当地金价走高，市场处于折价交易状况。但在16日举行修宪公投后，土耳其里拉转强，加之美元计价的金价下跌，当地市场交易价格已较国际市场价格有小幅溢价（每盎司溢价2-3美元）。黄金也开始再次流入土耳其，例如迪拜的黄金就流向土耳其，在迪拜，因需求疲软，每盎司黄金交易价格仅溢价0.25美元。
- 鉴于中国春节后到初夏期间，黄金需求通常会走软，目前尚难以确定需求运行趋势。业界消息也喜忧参半。一方面，近期金价的回撤构成利空，原因是消费者担心金价还会进一步下跌，静待已出现明显触底信号后才买入黄金。但另一方面，一些主要首饰零售商则对中期销售前景相当乐观，不过因一季度已建立大量库存，尚待消化，金饰制造需求要大幅走强可能尚需时日。
- 在供应侧，中国黄金协会（CGA）最新发布的数据显示，因矿业企业关闭了一些低品位矿山，加之不符合政府新出台的更为严格环保政策的老旧加工厂停产，今年1季度中国矿产金总产量同比下滑9%，其中金矿矿产金产量和基础金属矿山副产金产量分别下降8%和13%。我们预计上述因素或将继续发酵，2017年中国的黄金产量可能录得近20年来的首次下滑。
- **价格预测风险因素：**将于5月7日举行的法国总统大选第二轮投票的结果是近期一大风险因素。市场普遍预期中间派候选人马克龙将胜选，这在股票等风险资产的价格和美元对欧元的汇率中已基本得到反映。如果马克龙真的胜选将强化市场的风险偏好，但倘若极右翼候选人勒庞出人意料地胜选，则欧元和欧洲股市都很可能暴跌，其对黄金的影响尚不明朗，目前还难于预测美元走强这一打压金价的因素和避险性买入这一推高金价的因素孰会更强
- 中东地区和朝鲜半岛紧张局势的升温或降温也可能对短期金价走势产生重大影响。不过从长期来看，最主要的风险因素还是美国财政、货币（利率）、贸易政策出乎意外的变化及其对股市的影响。

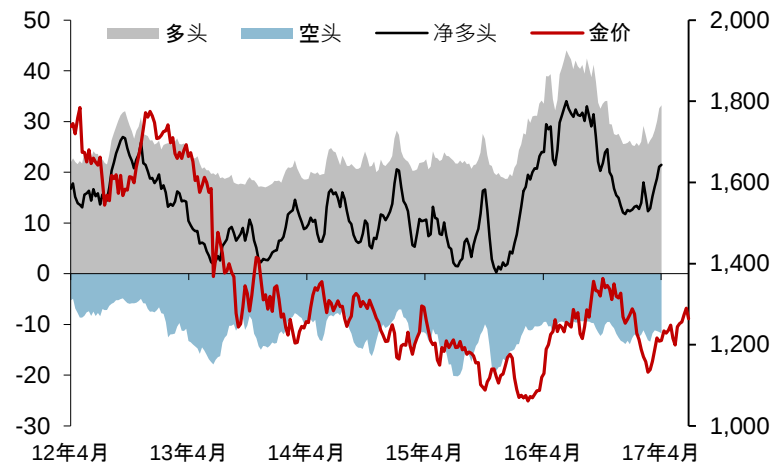
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



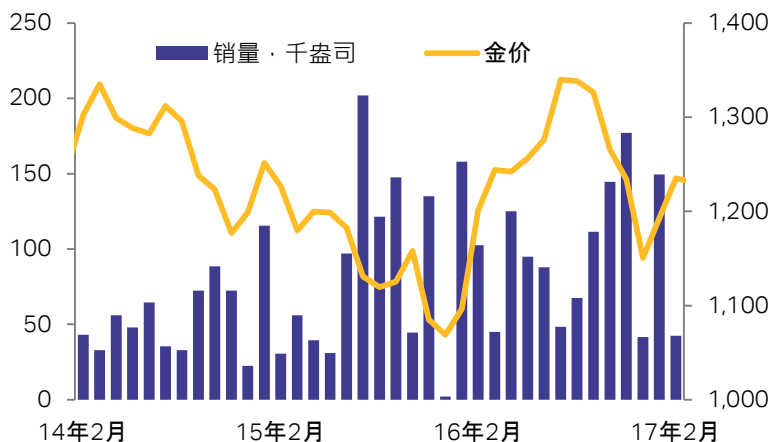
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



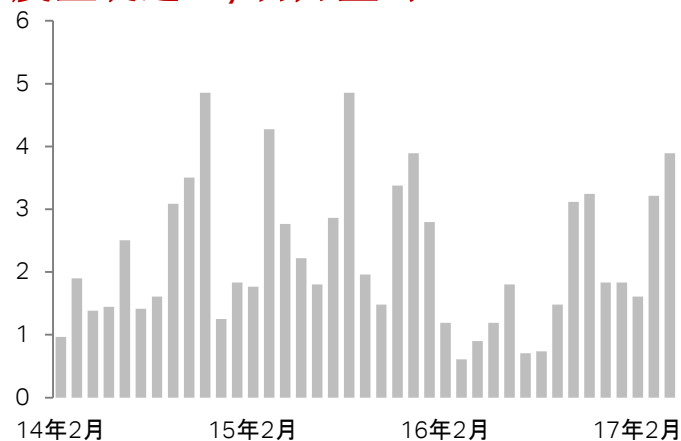
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

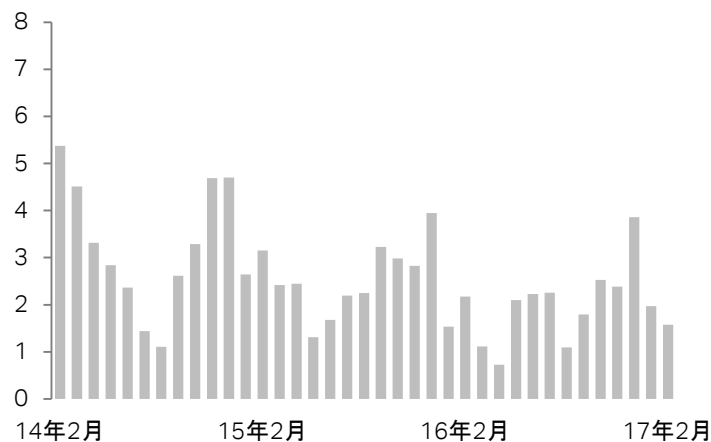
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

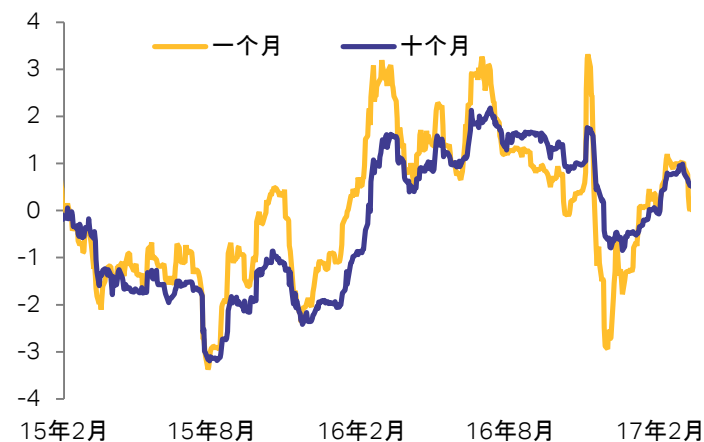
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



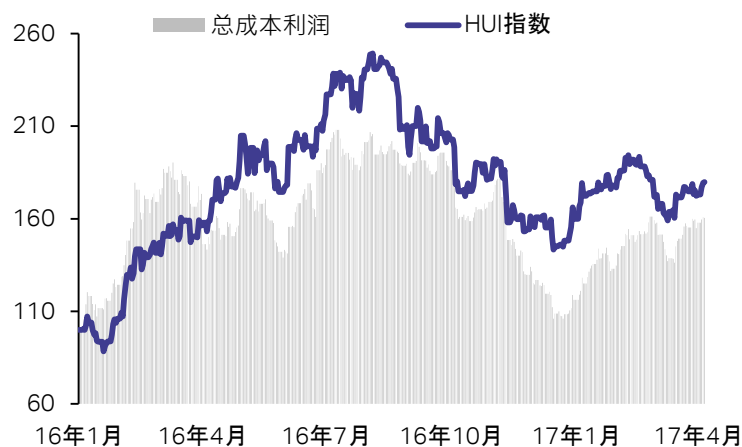
来源: Hong Kong Customs

25-Δ 风险逆转, %



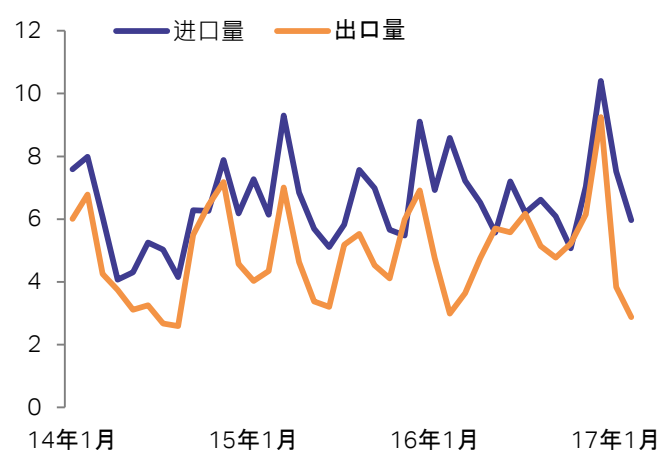
来源: Bloomberg

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

在4月17日涨升至18.63美元/盎司的高点后，白银价格急剧回落，5月4日已跌至16.27美元/盎司的低点。短短3周内银价就重挫13%，高于同一期间金价9%的跌幅。

- 我们认为导致近期银价下滑的主要原因应该是Comex白银期货多头减仓所致。尽管现有的最新数据（于4月25日公布）显示总多头仓位接近历史峰值，但预计将于5月2日发布的更新数据会显示总多仓数量已大幅下滑。在近几年月报中我们已一再指出，因白银多头仓位很重，投资者大幅减仓将带来很大的价格下行风险。这也是过去3周间银价跌幅大于金价的原因之一。
- 令人意外的是，近期全球白银ETP的总持仓量仍小幅上升，我们认为背后关键原因是投资者基本上并未减持。但是，我们预计今年剩下时间内白银ETP持仓量已不大可能再大幅增长。
- 实物白银需求状况：美国是全球最大的银币和银条市场，该国的实物白银需求继续疲弱不振（散户投资者的实物黄金需求也很疲软）。4月份鹰银币销量大降，1月份至4月份期间的总销量同比剧降54%。之前因银价走强，大量旧银币被回售至二级市场，这是导致新银币销量大降的主要原因。此外，非官方铸造的1盎司重银币供应量持续上升，也导致销售商不愿去购买由官方新铸造的、价格更为昂贵的鹰银币。
- 再来看印度市场。因以印度卢比计价的白银价格不断走低，该国的银饰和银器需求继续回暖。但是，实物白银投资需求仍旧疲软。在印度银条是储藏黑钱的重要载体，政府持续实施打击黑钱的政策重创了银条需求。据当地市场人士向我们反馈的信息，未来一段时间实物白银投资需求仍难于回升。（需指出的是，即使有回升，也将远低于2012年至2015年的水平，重返当时的高位已不再可能。）

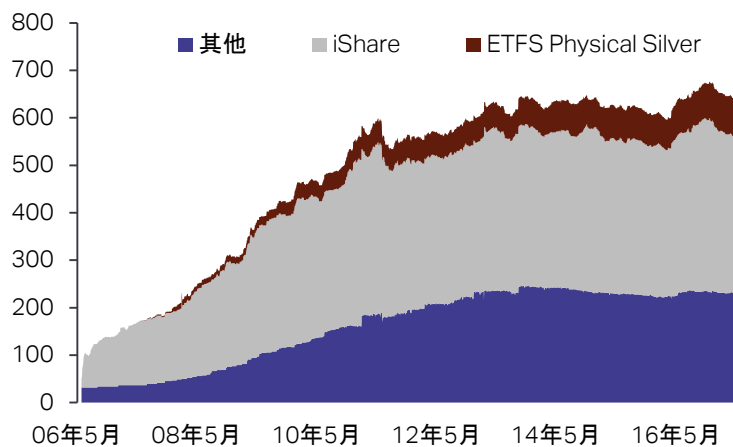
白银市场现状与展望

➤ 2017年1季度白银矿业企业的业绩：

- 一季度全球最大白银生产商—Fresnillo的矿产白银产量同比增长12%，至1,240万盎司。这得益于该公司2016年8月投产的San Julián矿山一期工程新增产量140万盎司。二期工程预计将于6月底投入试运行，该矿山的年均产能有望提升至1,030万盎司。
- 加拿大黄金公司Goldcorp因其设在阿根廷的Cerro Negro矿山和设在危地马拉的Marlin矿山（该矿山停工检修）的产量下降，白银产量同比下滑8%，至710万盎司。
- 俄罗斯多金属矿业公司（Polymetal）受其Dukat矿山的矿石品位下降影响，白银产量下滑15%，至610万盎司。
- Buenventura矿业公司白银产量小幅下滑1%至610万盎司。该公司El Brocal矿山的白银产量同比增长50万盎司，基本抵消了旗下其他多家矿山产量的下降，该矿山的锌产量也强劲增长。
- 基础金属矿业公司的副产白银产量：得益于旗下Kazzinc矿山锌产量的增长，Glencore矿业公司的副产白银产量升至930万盎司，同比增长3%。因其设在澳大利亚的Cannington矿山的矿石品位持续下降，南方矿业公司的副产白银产量则同比大降21%，至350万盎司。
- 我们对白银工业需求的研判基本与上期月报相同。因光伏发电业继续走强，汽车工业增长也较为稳健（尽管4月份美国汽车销量有所下滑），预计2017年白银工业需求有望保持强劲态势。
- 价格预测风险因素：近期风险与影响黄金的那些风险因素相同。首先，勒庞将败选已成为市场的普遍预期，但一旦她败选的结果被确认，随着避险情绪的消退，黄金和白银都会面临一定卖压，即使欧元走强亦是如此。其次，市场普遍预期今年美国还将加息两次。但是，倘若美国经济数据意外的好，则美联储在其6月议息会议上除可能决定加息外，还可能会发出更为鹰派的信号，换言之，今年下半年或将再加息两次（即全年共加息4次），这可能导致投资者进一步抛售黄金和白银。

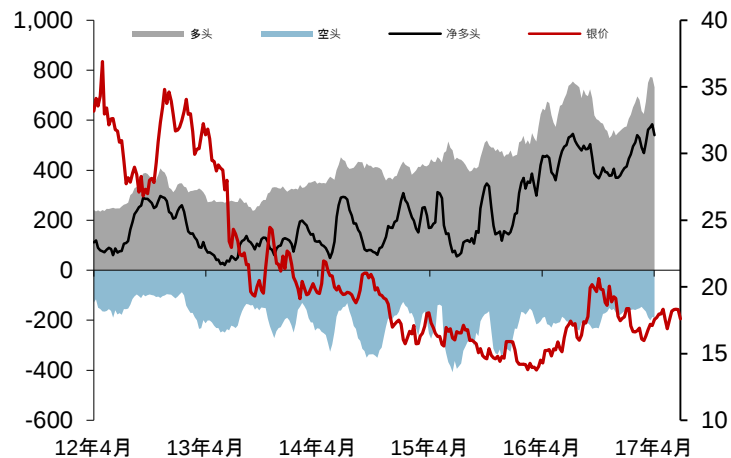
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



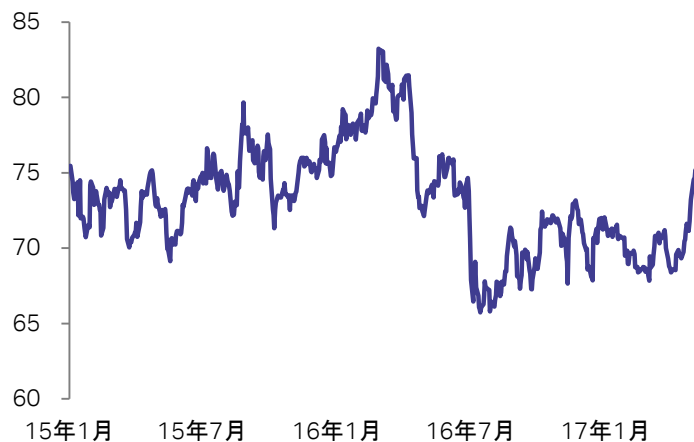
来源: Bloomberg

Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



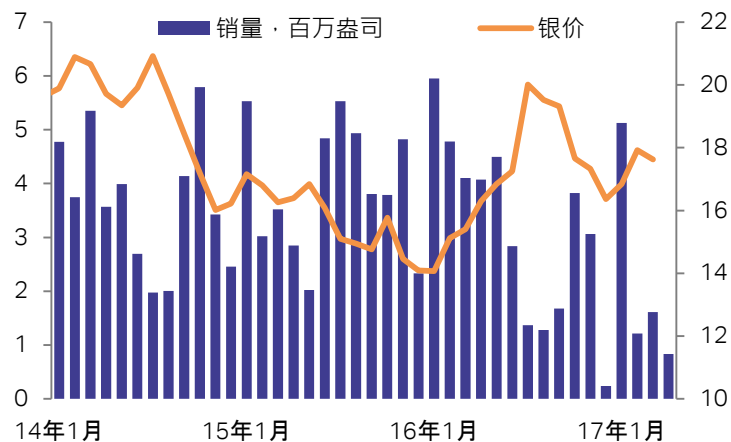
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

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

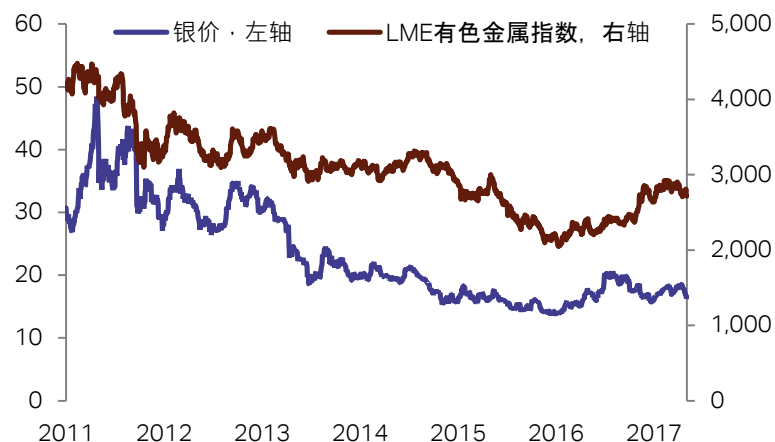
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



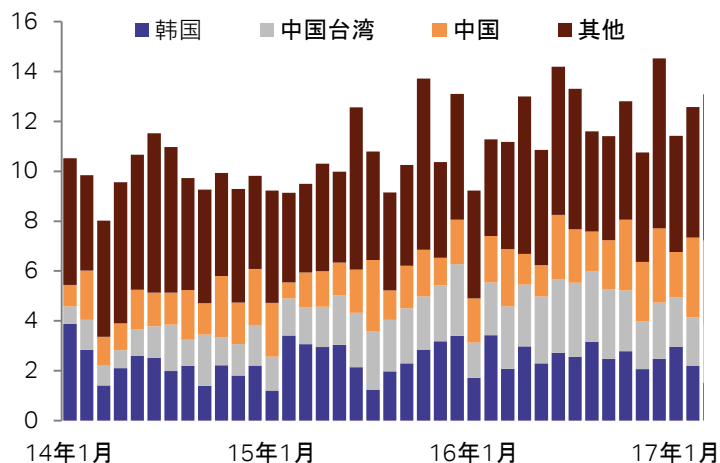
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



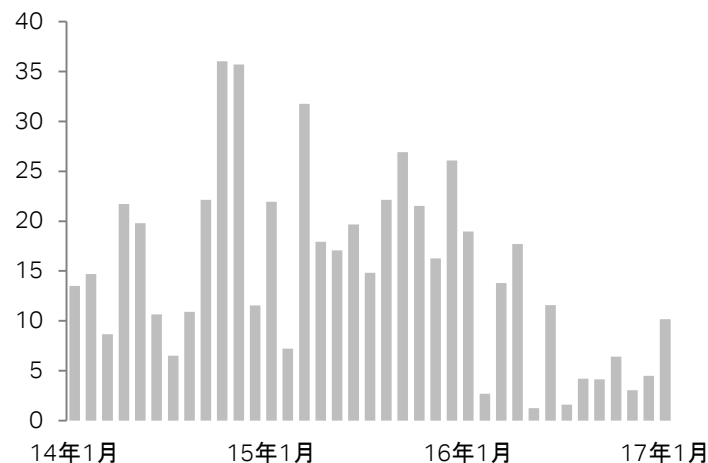
来源: Bloomberg

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

在3月份下挫后，4月初铂金价格开始反弹，中旬在黄金上涨的带动下回升至980美元/盎司上方（上涨30美元）。但之后铂价掉头向下，5月初已跌至900美元/盎司关口下方，重挫9%，降至去年12月以来的低位。在主要贵金属中铂价跌幅最大，尽管2月底时与年初价格相比曾劲升16%，但目前已回吐全部涨幅，回落至年初价格。5月初铂金相对于黄金的折价已扩大至345美元/盎司上方（重返2016年6月的水平），而较钯的溢价也曾短暂跌破100美元（铂/钯价格比率已收窄至1.12）。

➤ 我们预期铂价将跑输金价，因此已调低了所预测的铂价，其中今年2季度的均价下调30美元/盎司，明年1季度的均价下调65美元/盎司。截止至2018年1季度末，黄金价格（以季度均价计）有望同比上涨16%，而铂金价格的涨幅或将仅为8%。

➤ 调低所预测铂价的理由包括：

➤ 消费者对柴油动力汽车的负面看法加重。据汽车业咨询公司LMC最新发布的预测，2021年时欧洲轻型柴油车的产量将较2016年下滑11%（下降105万辆），而汽油动力汽车的产量则将持续增长。

➤ 日本投资者日益看空铂金。近期我们前往日本进行实地调研，发现因铂价并未如预期那样回升，日本投资者日益看淡铂金前景。过去两年间日本投资者共吸纳了约100万盎司铂金，我们预计这些投资者2017年的铂金需求量将急剧下滑。

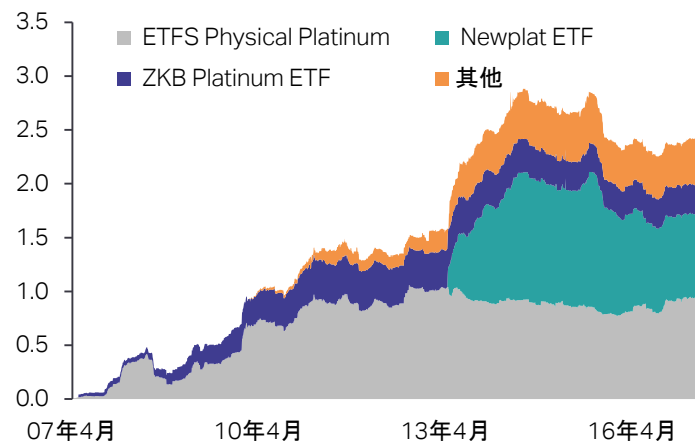
➤ 南非厂商大幅削减铂金产量的可能性越来越小。3月底南非广受推崇的财政部长普拉温·戈尔丹遭解职，评级机构标普公司和惠誉国际调降了南非的主权信用评级，之后南非兰特急剧走软，4月份对美元的平均汇率降至13.5兰特兑换1美元。另外，在南非主产的四种贵金属（铂、钯、铑和黄金）中，其他三种的价格走势都较强，在一定程度上抵消了铂价下跌带来的收入损失，矿业企业没有大幅减产的动力。

铂金市场现状与展望

- 在供应侧，铂金生产企业的业绩好坏参半。需指出的是，产量主要取决于这些生产商选择加工在制原料的时机，而非铂金矿石开采量。
- 2017年一季度，英美铂业公司的精炼铂金产量同比暴升**121%**，至**57.7万盎司**，而去年一季度该公司的精炼厂曾因安全问题停产**12天**，对产量的直接和间接影响都很大。
- 一季度Impala Platinum公司的精炼铂金产量同比下滑**6%**至**33.1万盎司**。产量同比下滑主要归因于去年一季度该公司旗下的Zimplat释放加工存货，加之旗下Marula矿山和Two Rivers矿山因社区纠纷产量受到影响。该公司已宣布有意重组旗下Marula矿山，有可能解雇矿工总数的四分之一。2016年Marula矿山共生产**7.9万盎司**铂金，占全球矿产铂金总产量的**1.3%**。
- Norilsk公司因于加工材料的增加，今年一季度铂金产量同比大幅下滑**24%**至**13万盎司**。
- 投资者对铂金的兴趣仍不高，4月份铂金ETPs的持仓量和Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓位均录得小幅下滑。
- 鉴于铂金价格与黄金价格紧密相关，前面“黄金市场”部分所述的宏观经济**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，倘若南非铂金生产商大幅削减产量，则市场将重返供应赤字状态，从而会有力提振铂价。但是，目前看南非矿业企业不大可能会大幅削减产量。
- 就价格下行风险而言，柴油车越来越不受欢迎仍是主要风险因素。柴油车的市场份额正日益萎缩，被汽油车和混合动力汽车所替代。另外，2015和2016两年期间日本消费者吸纳了**100万盎司**铂金，一旦铂价上涨，他们就可能出货，从而会令铂价承压。

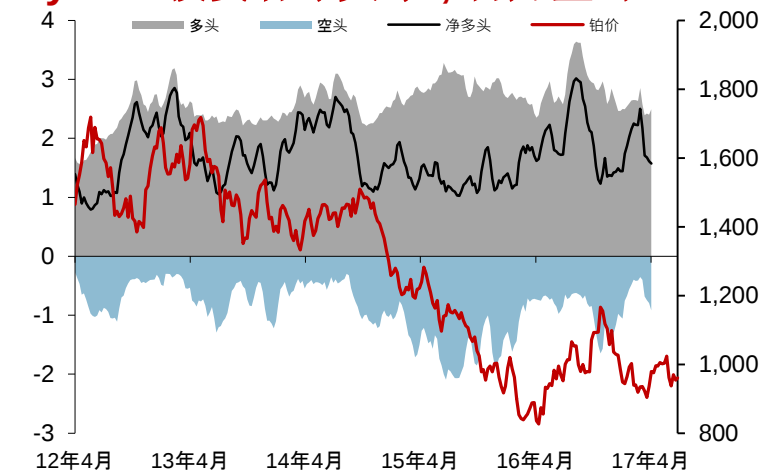
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



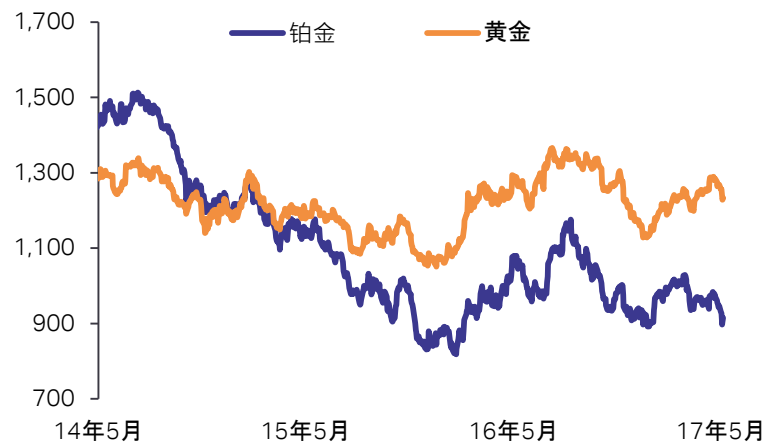
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



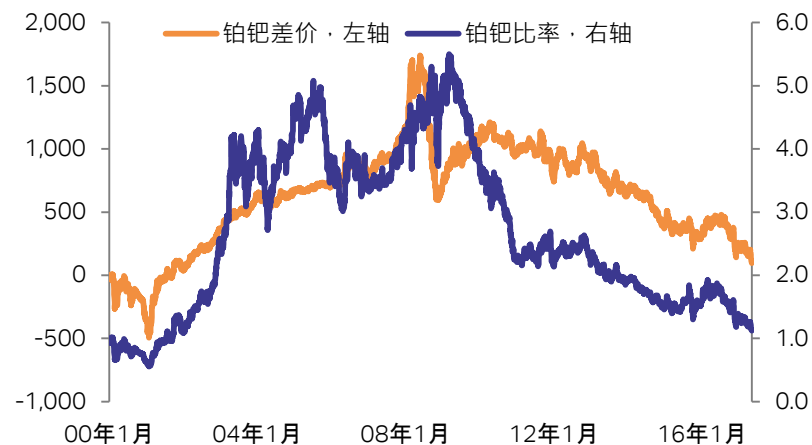
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

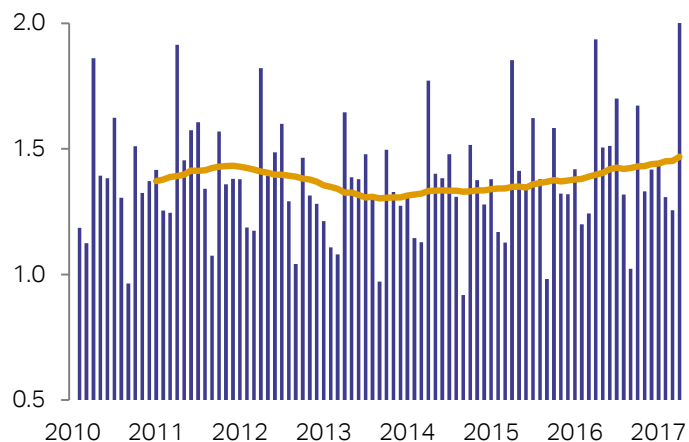
铂金:钯金 比率和差价



来源: Bloomberg

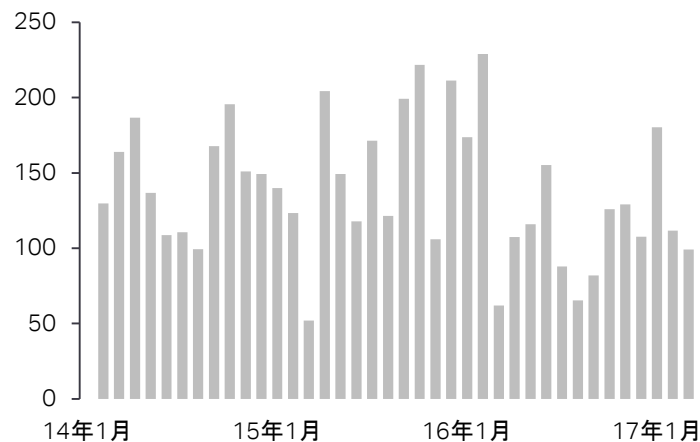
铂金市场现状与展望

欧洲汽车月销量, 百万辆



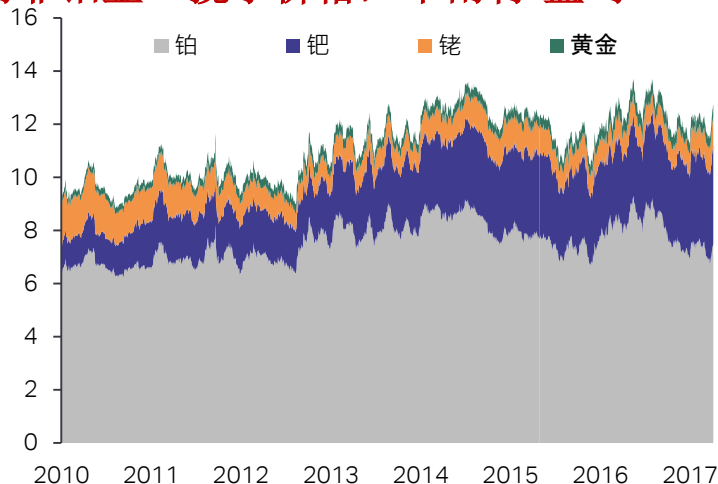
来源: Bloomberg

中国铂锭进口, 千盎司



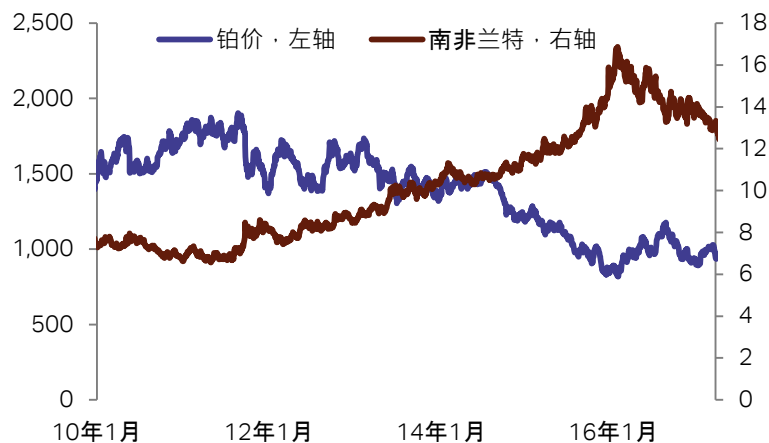
来源: Chinese Customs

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

4月期间钯价仍是四种主要贵金属中表现最佳者，4月28日劲升至832美元/盎司，不仅创出本年迄今的新高，也攀升至2015年2月以来的高点。尽管之后温和回撤，但仍保持强势，在本报告撰写之时稳稳站于800美元/盎司上方。

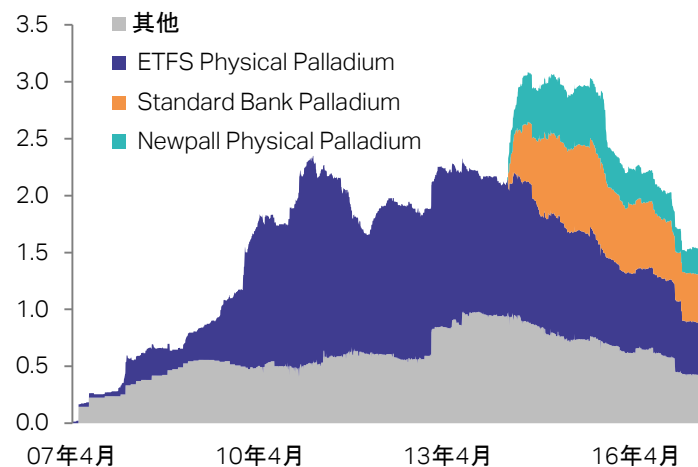
- 近几周来钯价强劲涨升，相对于铂的折价已大幅收窄。5月初，折价曾短暂跌破100美元/盎司，而2月底时折价还高达257美元/盎司。钯相对于铂的折价不仅降至今年3月以来的最低点，也创出2002年以来的新低。
- 考虑到美国经济数据疲弱，主要工业用金属已面临较大的卖压，且3月至4月间令人失望的美国汽车销量数字已让人对近期汽车工业是否还能稳健增长产生了怀疑，钯价还能强劲上涨就更为引人注目。
- 上述现象让我们更加确信，本年迄今钯价的强劲涨升得益于中国工业终端用户大手笔买入实物钯。如前一期月报中所述，自2016年后期以来出口到中国大陆/香港的实物钯数量已大幅上升，我们近期赴中国大陆调研得出的结论也确认上个月该趋势还在持续。当地市场人士向我们反馈的信息显示，中国机构对买入实物钯的兴趣如此浓厚，是因为他们预期钯价还将进一步走高，并十分看好钯的需求基本面（需求主要来自汽车尾气净化催化剂工业部门）。
- 有趣的是，尽管来自中国的强劲需求已导致实物钯市场出现一定程度的供应紧张，其对中国以外制造商的钯购买行为却影响甚微，这些制造商倾向于通过与矿业企业订立长期供应合同采购钯，而不是在现货市场上采购。
- 相关投资活动：投机者对买入钯的兴趣仍处于温和水平，截止至4月25日，CME（芝加哥商品交易所）钯期货净多头仓位仅略高于200万盎司，环比实际上还小幅下滑，而与2014年9月钯价升破900美元/盎司时的净多仓数量相比，更还落后37%。
- 4月份大部分时间内钯ETPs都持续录得资金流出，持仓量减少1.9万盎司，但远低于2016年后期和2017年初期的减仓幅度。

钯市场现状与展望

- 展望未来，我们仍维持下述研判，即到**2018年1季度**结束前，钯价将继续走强。鉴于职业投资者对钯的兴趣不高，钯价要进一步涨升得靠有新投资资金流入钯市场。
- 钯的基本面状况：**4月份**主要汽车制造厂商在美国市场的销量都逊于预期，已连续两个月下滑。尽管近期汽车市场疲软，但预计今年美国汽车尾气净化催化剂工业部门的钯需求仍将增长，背后的原因是实施**Tier 3**汽车尾气排放标准后，汽油车尾气净化器中钯的平均装载量已显著上升。
- 尽管**3月份**中国乘用车销量继续增长，增幅约为**2%**，但与**1月**和**2月**期间**9.9%**的增幅相比，已大幅放缓。考虑到从今年起小排量汽车购置税的优惠幅度已调低，该增速放缓并不令人吃惊。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。
- 供应侧，据**Norilsk**公司发布的报告，今年一季度该公司的铂族金属产量下滑，钯和铂的产量分别为**55.3万盎司**和**13万盎司**，同比分别下滑**14%**和**24%**。该公司正按计划对其下游生产设施进行重组改造，在改造完成前产量会下降。
- **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。
- 就价格下行风险而言，有两大风险因素值得重点关注。第一，近期钯价的涨升受中国买家异常高的买入量推动。在中国厂商的钯存货量急剧上升后，其新买入量必将放缓。此时若没有新的价格上涨催化剂，投资者很可能会选择获利了结。第二，倘若未来美国经济数据令市场失望，则投资者对风险资产的兴趣将会下降。同样，倘若中国经济硬着陆，投资者对钯的信心也将受到重创。

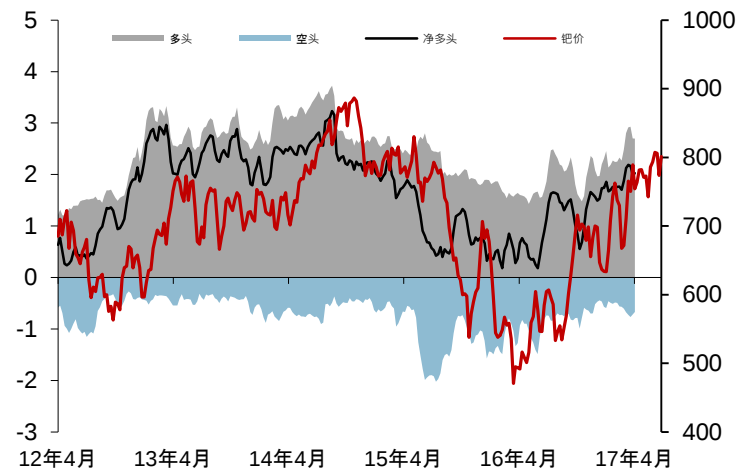
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



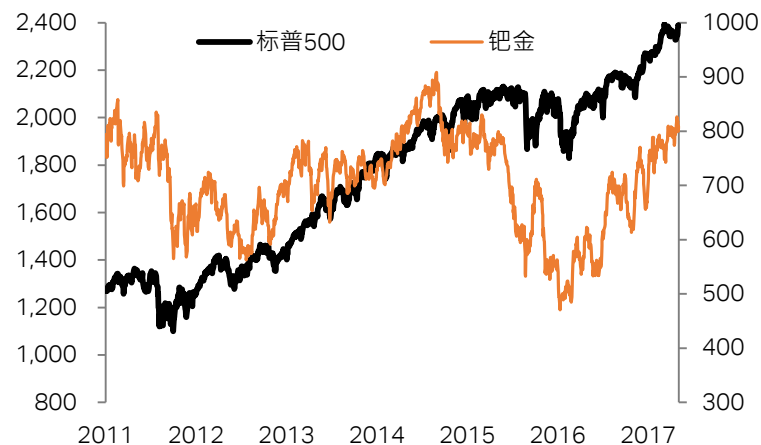
来源: Bloomberg

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

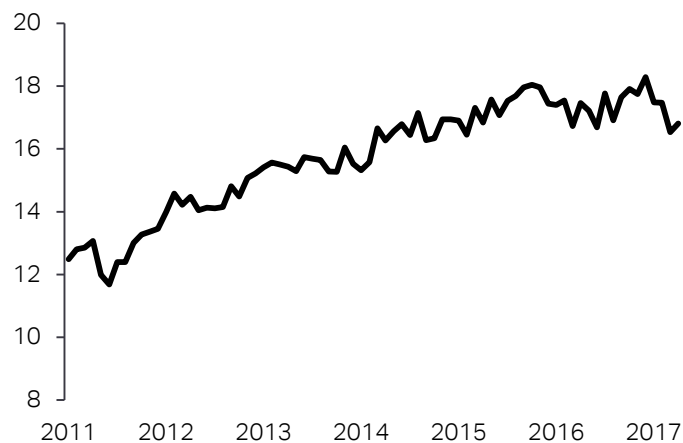
上证指数



来源: Bloomberg

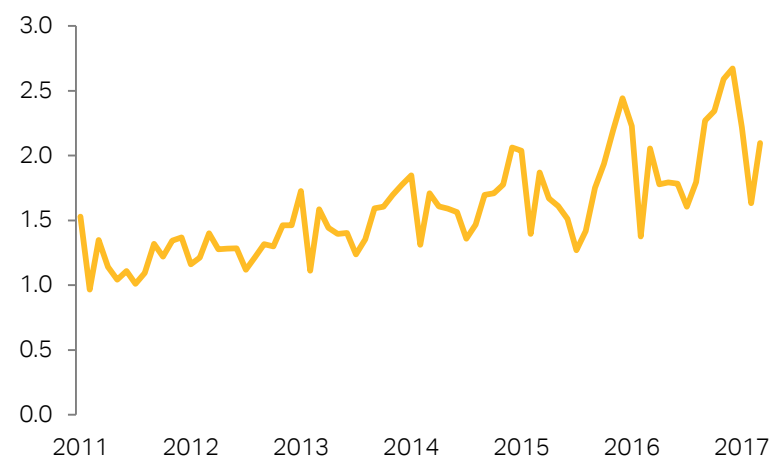
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



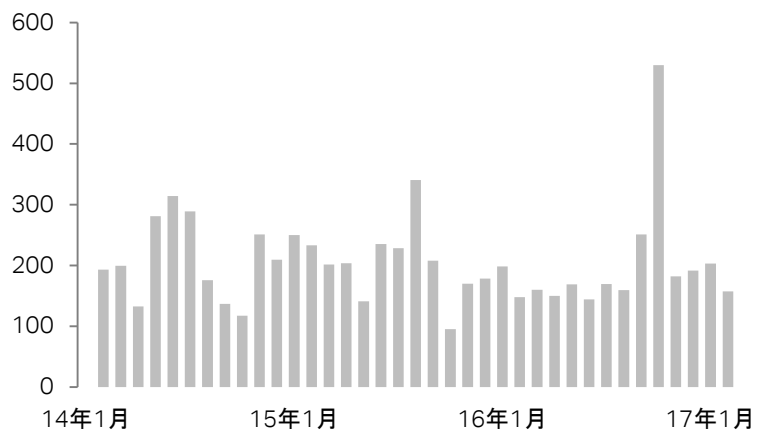
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



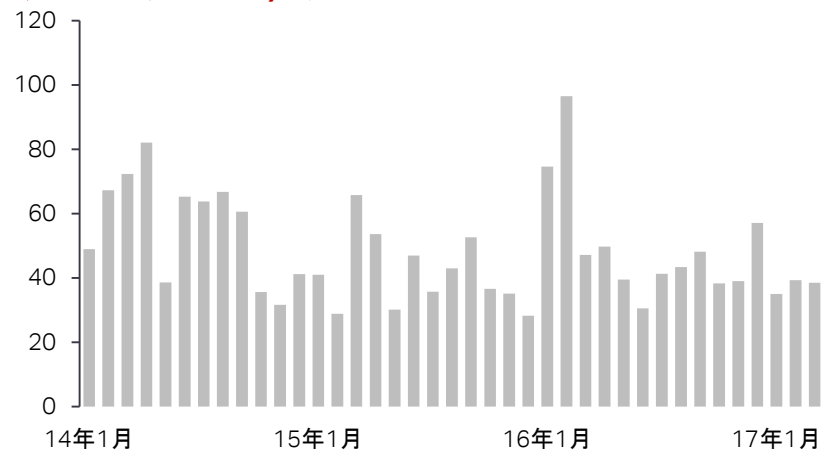
来源: Bloomberg

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

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。