



Metals Focus

贵金属月报

第21期 - 2017年8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.vpower.com.cn



www.jltspecialty.com



www.randrefinery.com



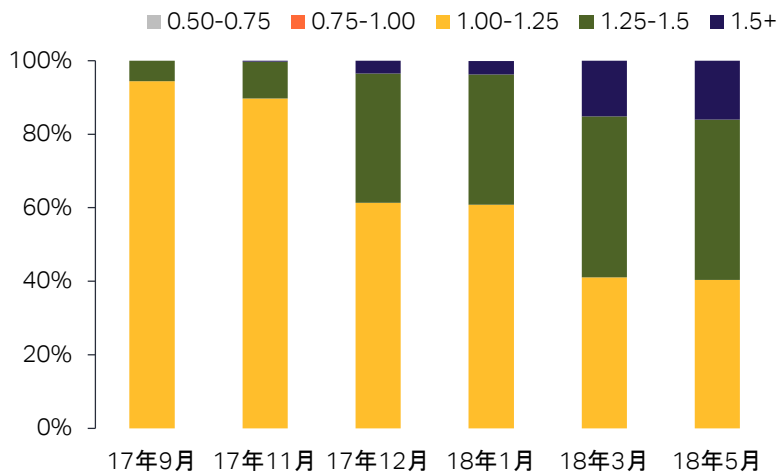
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 在7月份举行的政策会议上，美联储维持基准利率不变，符合市场普遍预期。
- 在会后发表的声明中，美联储暗示将于近期开始缩减其资产负债表。
- 市场普遍认为美联储因通胀低企，立场偏鸽派，因而对于今年12月将再次加息的预期已降温。
- 需指出的是，我们仍继续将12月加息纳入基准情形假设之中。还要强调的是，即使美联储12月不加息，也只是将加息路径延迟三个月而已，不会彻底改变黄金市场运行方向。
- 美联储立场偏鸽派，同时市场对欧洲央行将在不远的将来开始收紧货币政策的预期在不断升温，致使美元进一步承压，美元指数跌至13个月来的低点。
- 衡量市场恐慌指标的VIX指数已降至历史第二低值，离1993年12月创出的历史最低值仅咫尺之遥。在6月份陷入滞胀后，7月份美国股市重拾升势。
- 7月份，特朗普政府麻烦不断：几名白宫重量级官员遭撤换；通俄门事件继续发酵；废止和替换《平价医疗法》的努力再次受挫，未能在参议院通过。
- 展望未来，我们仍坚信全球宏观经济和政治（地缘政治）大环境利好于贵金属投资，具体而言：
 - 我们认为股价已处于过高水平，必将大幅回调，只是时间或迟或早而已。一旦股市大幅回调，资金势必转而投向黄金等避险资产。
 - 美国政治乱象仍将延续，特朗普在推动重大改革政策的实施方面将举步维艰，美国经济难于有超越预期的表现。
 - 市场对于欧洲央行将在近期开始收紧货币政策的预期可能进一步升温。

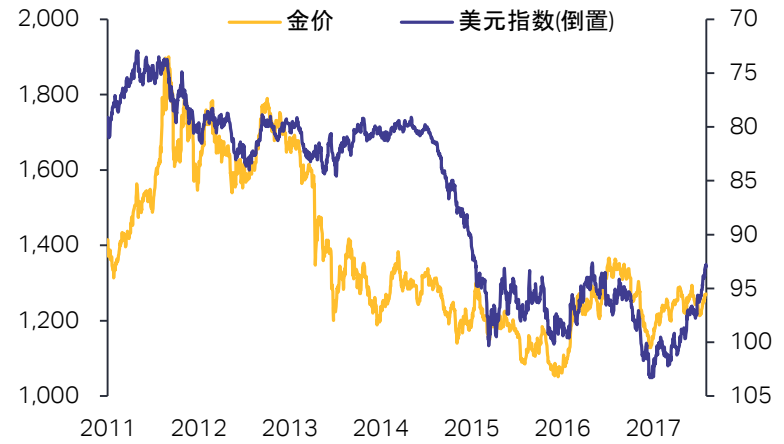
宏观经济现状与展望

美国利率预期



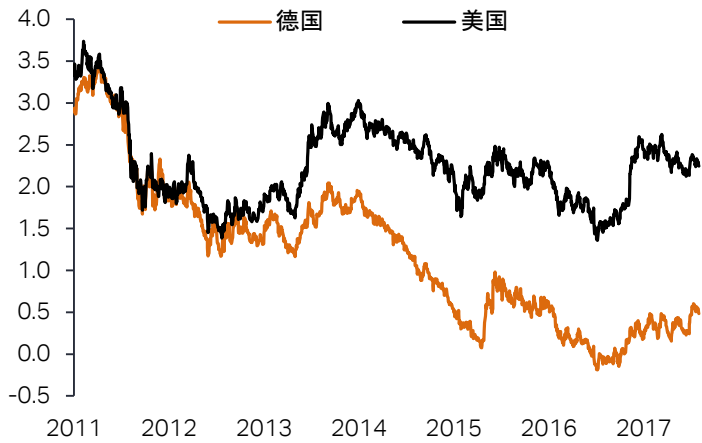
来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



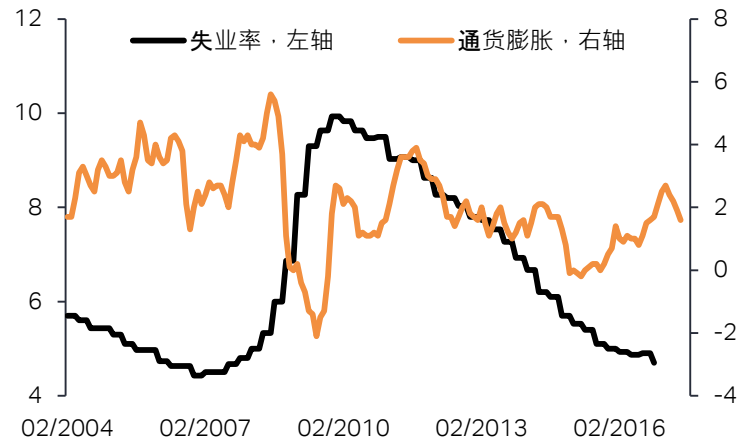
来源: Bloomberg

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

7月初，黄金价格延续跌势，7月10日跌至1,205美元/盎司，触及四个月来的低点。之后因美联储的措辞偏鸽派，而欧洲央行暗示将收紧货币政策，美元重挫，债券收益率也显著下降。得益于此，金价强劲反弹，7月31日报收于1,271美元/盎司，创月内高点。

- 7月初金价下行，主要原因是美联储表示在其持有的债券到期后，将不再进行再投资，该缩表计划推高了中长期债券的收益率。之后金价强劲反弹则得益于市场预期美国加息步伐将放缓，该预期导致短期债券的收益率下降。
- 市场预期美联储将减缓加息步伐，而欧洲央行又释放出退出超宽松货币政策的信号，导致美元重挫，金价大幅反弹。继二季度美元走弱，金价未能得到提振，却呈现大幅震荡之后，黄金多头终于在近期重拾了信心。
- 美国当前的政治局势依旧混乱，短期内美元颓势难改。因此我们认为，即使金价可能从当前水平温和回撤，但扬升的大趋势不改。我们维持对3季度金价的预测不变，即均价将达到1,270美元/盎司，高点将突破1,300美元/盎司。随着金价技术图形走好，更多趋势投资者很可能进场做多，Comex（纽约商品交易所）黄金期货空头势必大量回补。这是我们预期金价将走强的主要依据。
- 从中期看，宏观经济形势仍对金价构成支撑。即使目前美国通胀处于低位，但仍高于短期利率（即使12月加息，依然如此），这意味着短期真实利率仍为负值。
- 中期内美元也很难回升走强。欧元区的政治形势已稳定下来，经济增长有加速迹象，欧洲央行已开始认真考虑收紧货币政策的选项，在这一背景下，美元将继续承压。
- 美国股市的特朗普行情也已到强弩之末，大幅回调的风险越来越大。在上述诸因素的作用下，黄金前景光明，2018年3季度均价有望飙升至1,400美元/盎司。如果地缘政治风险点被引爆，中国经济也出现不确定因素，金价高点突破1,500美元/盎司将是大概率事件。



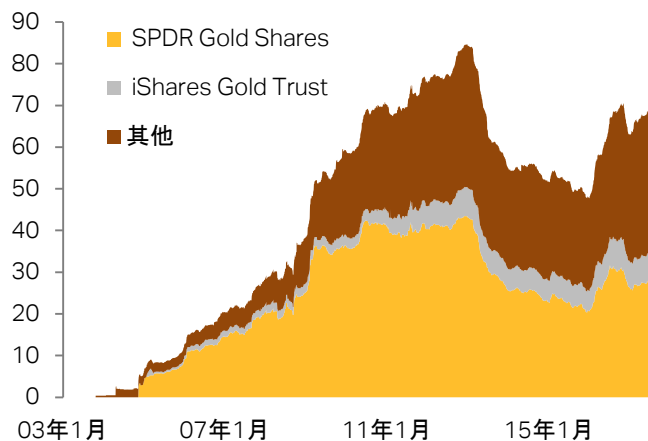
黄金市场现状与展望

- 6月份印度黄金进口量跌破70吨，但上半年总进口量仍高达550吨，同比增加一倍多。7月1日起印度开始征收统一的商品及服务税（GST），进口商赶在之前囤货，预计下半年进口量将回落。据报道，目前印度的黄金流入量已下降，银行遭遇GST征收程序问题是主因。也有传言称，印度政府可能会下调黄金进口关税，但似乎是空穴来风，目前尚无市场参与者因这一传言而推迟买入黄金。
- 因首饰销售进入淡季，投资者对人民币贬值的担忧也已消退，中国实物黄金需求较前几个月走软。与去年同期相比，黄金投资需求仍属强劲，投资者为财富保值而购入黄金的热情不减。相比之下，由于首饰市场正发生结构性变化，金饰消费量则有所下降。7月大部分时间内，上海金价较国际市场价格的溢价稳定在10美元/盎司左右。
- 美国散户投资者的实物黄金需求仍很疲软，7月份鹰金币销量同比剧降57%，至16,500盎司（0.5吨）。与黄金相比，美国投资者仍更偏爱股票，即使他们认为股票估值已过高。美元大幅走弱后金价仍维持区间震荡，更让这些投资者感到失望。与此形成鲜明对比的是，欧洲投资者的实物黄金需求大致稳定，而中东地区尤其是土耳其和伊朗的实物黄金需求还相当强劲。
- 矿产金供应方面，坦桑尼亚最新事态发展引人注目。4月份该国政府禁止出口黄金精矿，6月份又对矿产资源政策作出重大改变。7月下旬，坦桑尼亚政府向Acacia矿业公司开出了一份总额高达1,900亿美元的罚单（含未缴税金、罚金和利息）。为解决这一纠纷，巴里克黄金公司（该公司拥有Acacia矿业64%的股份）已于本周开始与坦桑尼亚政府展开正式谈判。
- **价格预测风险因素：**美国政治经济事态的发展仍是金价上行至高于我们目前所预测水平的最大风险因素。特朗普行情熄火，美国股市大幅回调可期。如果美联储又表示将放缓加息速度，中东地区或朝鲜半岛的地缘政治紧张局势加剧，金价上扬的势头将更强劲。
- 金价下行风险已大幅下降。近期特朗普政府在推出改革政策方面接连受阻，华盛顿政治局势深陷混乱，所承诺的财政刺激和监管改革政策难于出台。因此，美国经济增长难于达到预期，而只有美国经济强劲增长才可能引发资金大规模撤离避险资产。



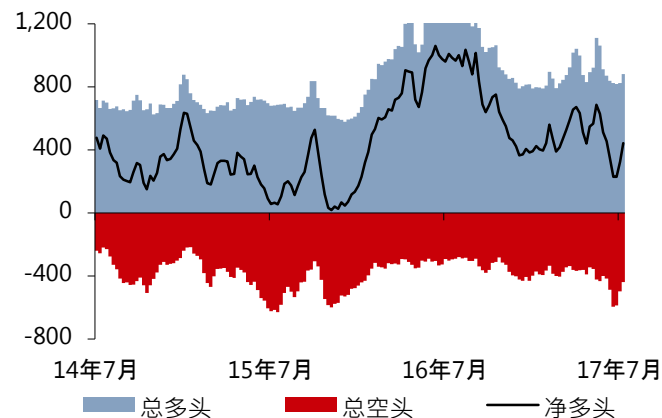
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



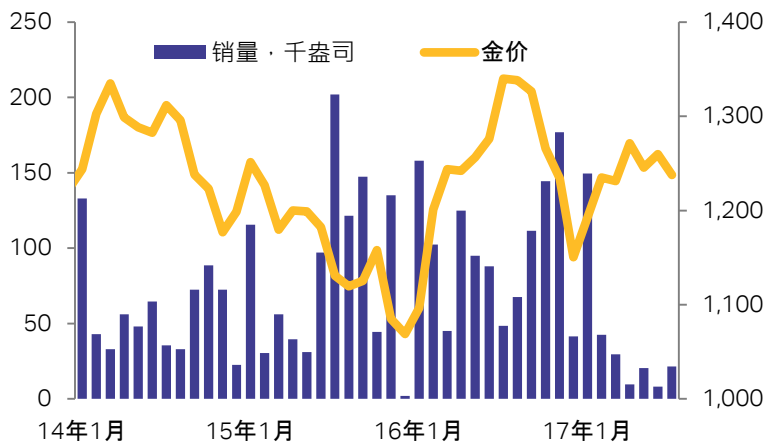
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



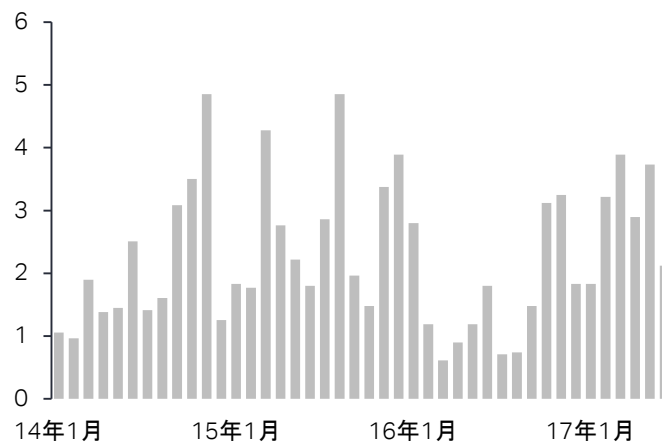
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

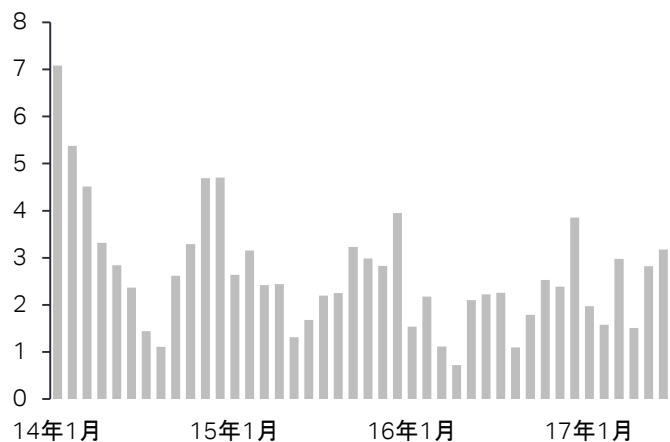
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

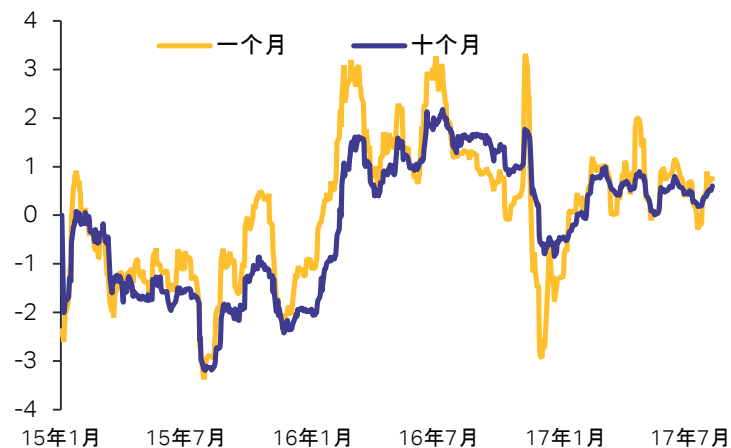
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



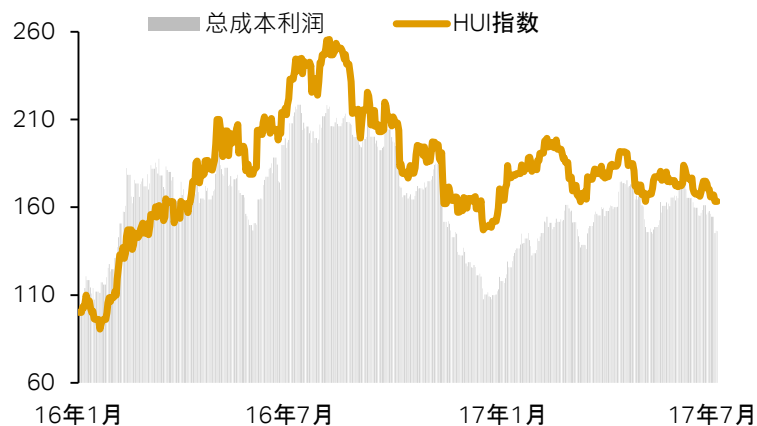
来源: Hong Kong Customs

25-Δ 风险逆转, %



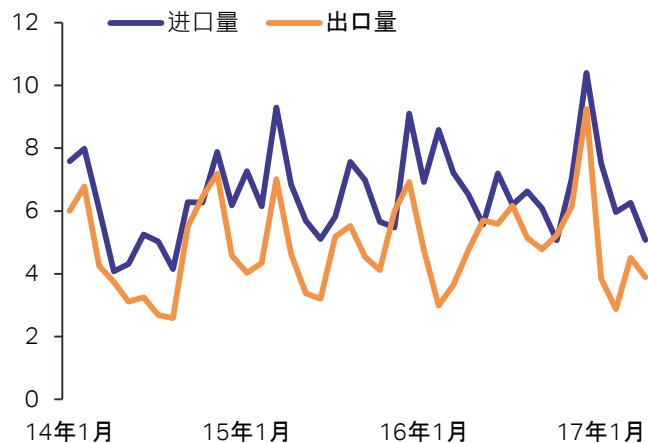
来源: Bloomberg

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

7月初，白银价格继续下挫，7月10日跌至15.19美元/盎司，触及2016年4月来的低点。之后走势逆转，持续稳步回升，月末收于16.83美元/盎司。8月初，部分投资者获利了结，银价小幅回落，在撰写本报告之时略低于16.50美元/盎司。在价格回升期间银价涨幅再次跑赢金价，金/银价格比率收窄至75:1。

- 美元走弱是白银转强的主要推手。美联储的立场偏鸽派，市场预期今年已不大可能第三次加息，加之美国政治纷扰不断，新公布的经济数据也不及预期，导致美元重挫至14个月来的低位。金价首先回升，之后银价也持续走强。
- 7月18日，白银ETP总持仓量增加1,500万盎司（450吨），增幅逾2%，创历史新高。相比之下，银价转强后，机构投资者仍在激进做空白银，7月18日Comex白银期货总空头仓位升至多年来的高点。7月份白银期货总多头仓位小幅下滑，由于最后一周空头回补，净多仓数量才得以小幅上升。
- 与白银ETP增仓的趋势相一致，7月份美国实物白银需求显著回暖，鹰银币销量同比飙升66%，环比更是翻了一倍多，部分原因是银价跌破16美元/盎司后，散户投资者趁低吸纳。但是，今年前七个月间鹰银币总销量仍处于2009年来的最低水平。据我们分析，背后的主要原因包括二级市场存量庞大；投资者转向购买其他价格更有优势的品牌。
- 白银ETP也已减仓，但幅度甚微。全球白银ETP的总持仓量从5月底的6.71亿盎司（本年迄今高点）小幅下滑至6月底的6.67亿盎司。这一现象显示尽管4月下旬至5月下旬期间投机构投资者买入白银ETP增持了逾3,000万盎司白银，但主要持仓者仍为散户，他们持仓期限更长，通常不轻易减仓。
- 印度实物白银市场也继续回暖。最近我们参加了在孟买举行的印度国际首饰展，据与参会印度白银首饰制造商的交谈，多数首饰制造商收到的订单数量都较去年同期大幅上升。很多大型首饰制造企业的存货在为期两天的展会期间就已售罄。
- 白银工业需求也已走强。今年上半年，中国太阳能电池产量同比劲升28%，这主要得益于向新兴市场国家，尤其是印度（该国已取代日本成为全球第三大光伏发电市场）的出口量骤增。

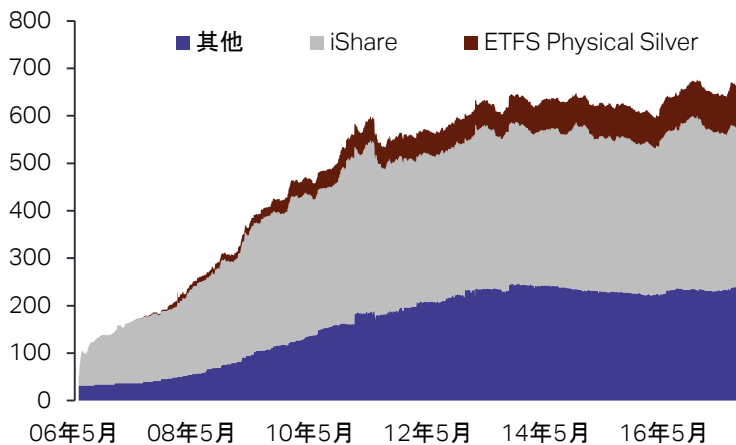


白银市场现状与展望

- 供应侧状况：7月初，一家反对采矿的社会组织在危地马拉法院提起诉讼，导致Tahoe资源公司旗下Escobal矿山被迫停产。2016年，该矿的白银产量达2,120万盎司（659吨），是全球第四大产银矿。
- 尽管7月初银价曾走弱，我们仍深信短期内银价将保持强势，如果Comex白银期货空头回补量进一步上升，则更是如此。因此，我们维持对今年3季度银价的预测不变，银价高点将升破18.00美元/盎司，甚至可能触及19.00美元/盎司。
- 从中期看，银价上行将是主基调，2018年3季度时均价有望攀升至21.00美元/盎司。我们作出此研判的理由包括：美国爆发债务上限危机；特朗普未能兑现竞选时大幅减税的承诺（这将给本已虚高的股市沉重一击）；因美国经济数据疲软，美联储下一次加息时间大大延后。
- 如果上述问题尖锐化，同时又爆发地缘政治危机和/或经济方面的黑天鹅事件，2018年后期银价甚至可能升破23美元/盎司。
- 实物白银需求能为银价上行提供部分支撑。以美国市场为例，如果趋势投资者对白银的兴趣复燃，散户投资者的实物白银需求应能温和回升。得益于全球GDP的增长及汽车等工业领域白银用量的增加，白银工业需求也应能继续上升。但也应看到，在很多新兴市场国家尤其是印度，实物白银需求或将继续低迷。
- 价格预测风险因素：目前市场普遍预期美联储仅会在今年12月或明年3月加息一次，2018年剩余时间内将不再加息。但如果美联储加快加息步伐，金价势必承压，在其外溢效应作用下，银价也将走低。这是主要下行风险。不过鉴于美国通胀率仍处于低位，政治混乱局面也无改观，美联储激进加息的可能性极低。
- 银价上行的可能性更大。如果美国股市回调的时间较预期提前，且幅度大于预期，银价将飙升。即使白银需求基本面遭受更大冲击，在金价上涨外溢效应的带动下，银价也应能走高。

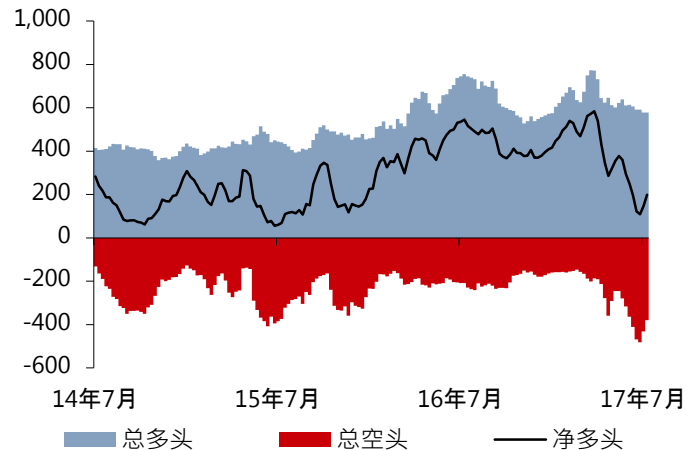
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



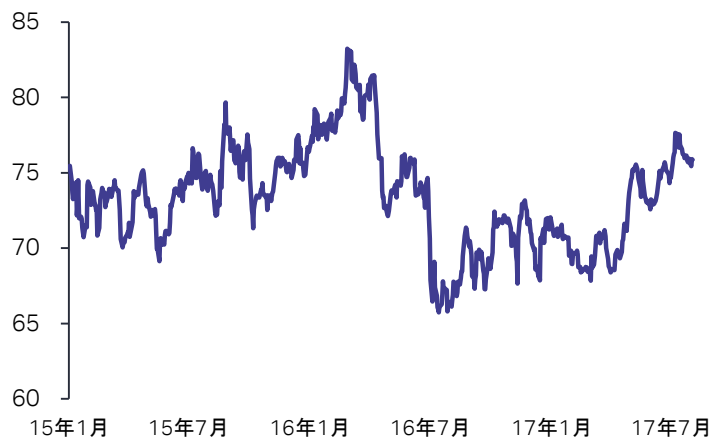
来源: Bloomberg

Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



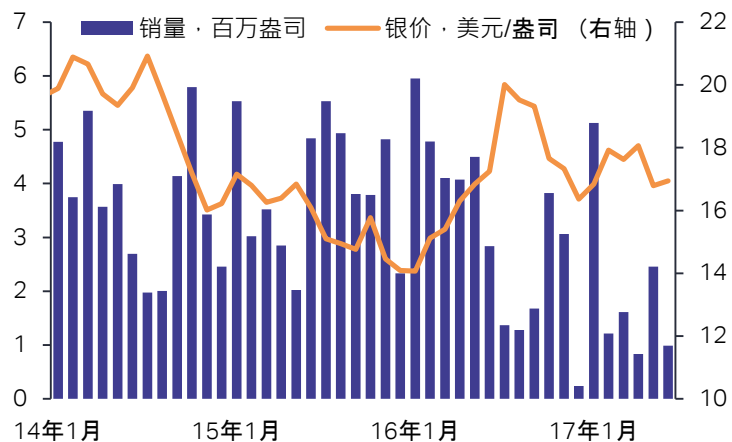
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

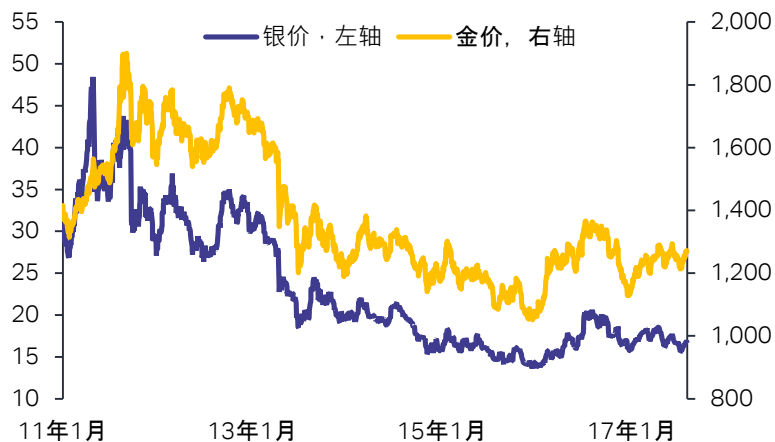
美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

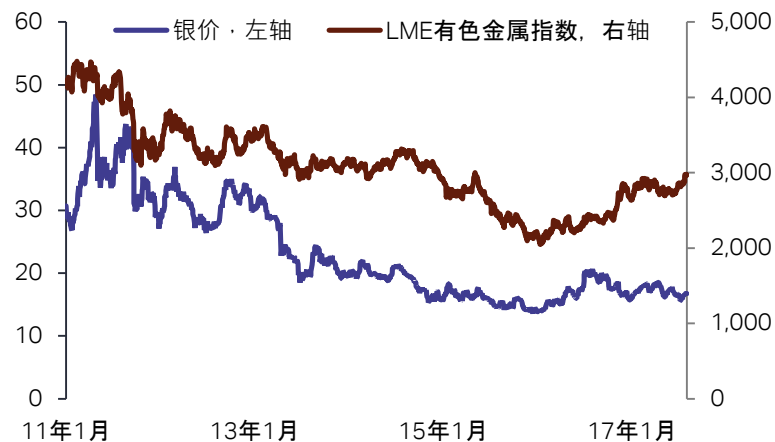
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



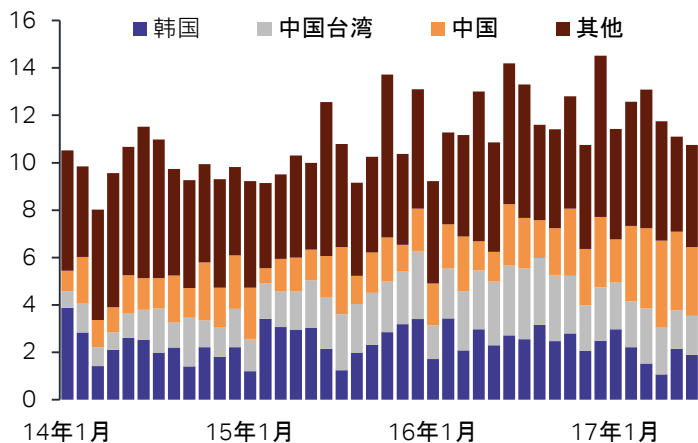
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



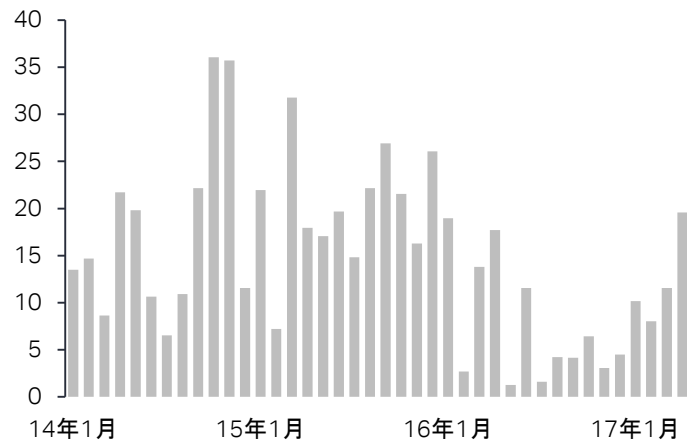
来源: Bloomberg

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

7月初，铂金价格继续承压，7月11日跌至891美元/盎司，触及2016年12月来的低点。之后铂价企稳回升，在撰写本报告之时已较7月份的低点反弹5%，至944美元/盎司。本年迄今，铂金仍是四种主要贵金属中表现最差者。相比之下，钯价已大涨32%，与铂金的价差及铂/钯价格比率都已降至2001年以来的最低水平。此外，铂金对黄金的折价也已扩大至接近历史峰值的水平，达310至340美元/盎司。

➤ **矿产铂金产量状况：**近期矿业公司开始陆续公布生产经营业绩。已公布的公司报告显示：

➤ **英美铂业公司：**2017上半年，精炼铂金产量为110.6万盎司，同比增长9.6%。铂精矿产量增幅则要小一些，为3%。一篮子铂族金属的美元均价同比上涨13%，但以南非兰特计价则下跌3%（原因是兰特对美元的汇率从14.68:1升值至 13.08:1）。

➤ **隆明矿业公司：**2017上半年，精炼铂金产量为34.3万盎司，同比下滑2%。该公司继续将重点放在提高两座低成本地下矿井的产量上。今年2季度，这两座矿井所采矿石在该公司矿石总开采量中的占比已从1季度的69%升至84%。2季度该公司的净现金流也增加了1,100万美元至8,600万美元。

➤ **诺里尔斯克镍业公司：**2017上半年，生产32万盎司铂金，同比下滑4%。1季度，该公司的铂金产量因在制品库存增多而受到影响，2季度这些在制品库存已被加工为最终产品。

➤ **由Atlatsa资源公司管理的Bokoni矿山**已进入保养维护期。该矿山的4E铂族金属（铂、钯、铑+黄金）产量为15.9万盎司，减产约8万盎司。

➤ **淡水河谷公司：**旗下萨德伯里矿山今年上半年的铂金产量为7.2万盎司，同比下降23%。嘉能可公司运营的综合镍矿项目产出了4.9万盎司铂金，较2016年同期大降30%。

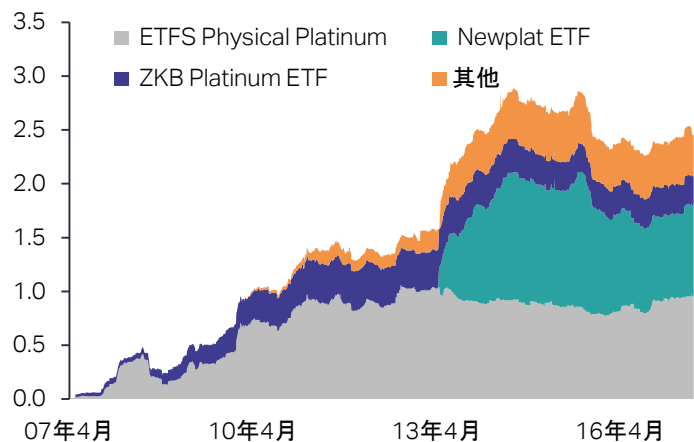
➤ 据我们目前所作估算，2017年全球矿产铂金产量将同比下滑1.6%，至610万盎司。

铂金市场现状与展望

- ▶ 铂金市场供需基本平衡，因此投资者情绪暗淡。以Nymex（纽约商业交易所）铂金期货持仓情况为例，7月11日，总空头仓位升至历史高位，224万盎司，致使净多头仓位则降至51.3万盎司，触及2009年5月以来的低点。不过鉴于空头仓位已升至如此高的水平，一旦投资者情绪转变，空头势必回补，铂价可能出现合理性反弹。
- ▶ 现在来看铂金需求侧状况。今年上半年，西欧地区轻型汽车销量增长3.7%。
 - ▶ 这主要得益于这段期间内意大利和西班牙汽车销量的增长，涨幅分别为8.9%和7.1%。鉴于这两个国家目前汽车销量仍低于危机前的水平，还有进一步增长的空间。德国（欧洲最大汽车市场）和法国的汽车销量在此期间也分别上升3.1%和3.0%。
 - ▶ 相较而言，今年上半年，英国汽车销量同比下滑1.3%。受车辆消费税上调的影响，4月和5月汽车销量尤为疲软。
 - ▶ LMC汽车市场咨询公司目前预计，2017年全年西欧地区汽车销量将增长2.9%。
- ▶ **价格预测风险因素：**鉴于铂金价格与黄金价格正相关，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，南非产量在全球矿产铂金总产量中的占比很高，该国出现大规模供应中断始终是将导致铂价上行的一大风险因素。不过在劳资双方签订工资协议后，因罢工导致供应中断的风险已很低。
- ▶ 就价格下行风险而言，柴油车利空不断，如果欧洲国家尤其是德国颁布更多限制柴油车的措施，则无疑将进一步打压铂价。

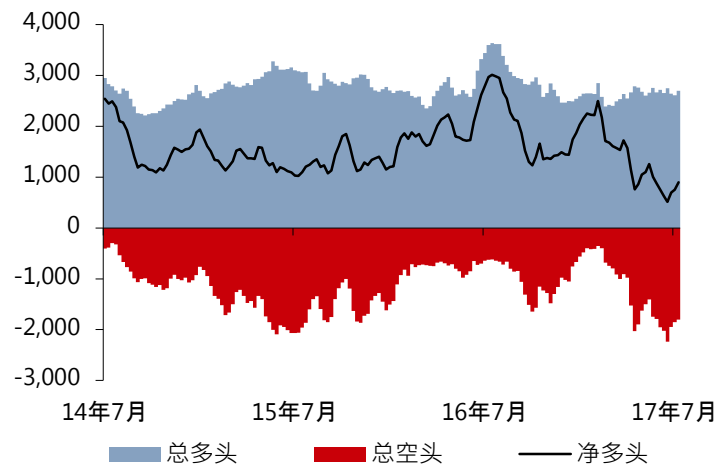
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



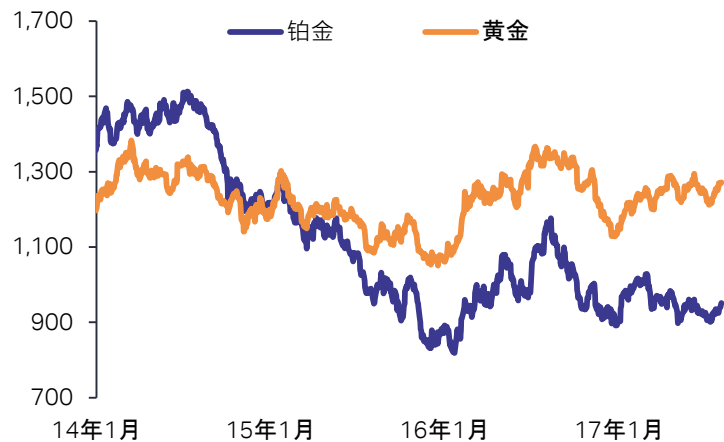
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



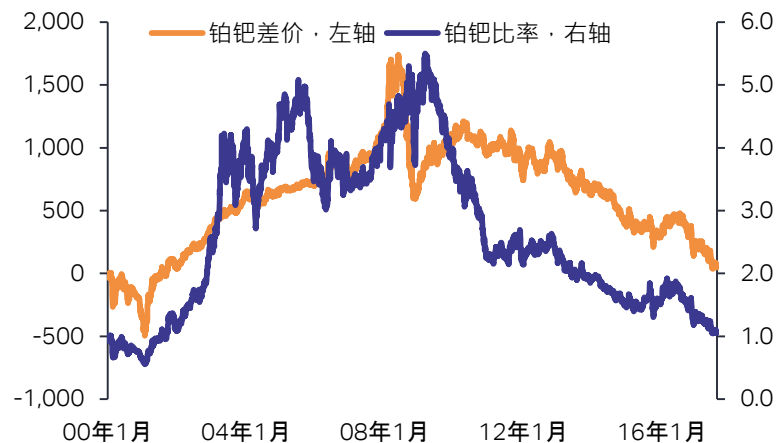
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

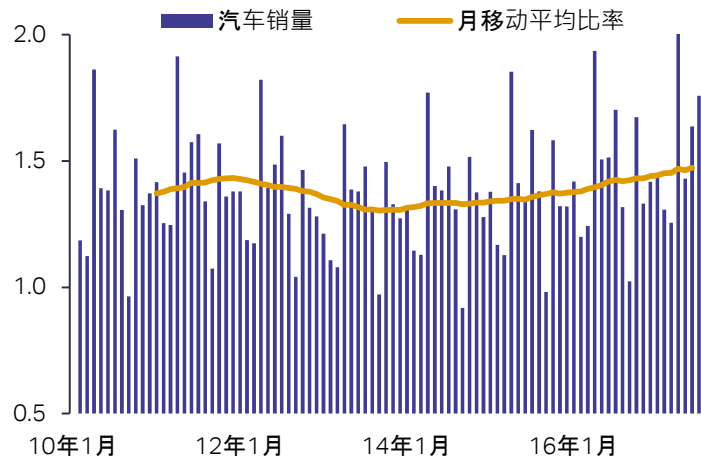
铂金:钯金 比率和差价



来源: Bloomberg

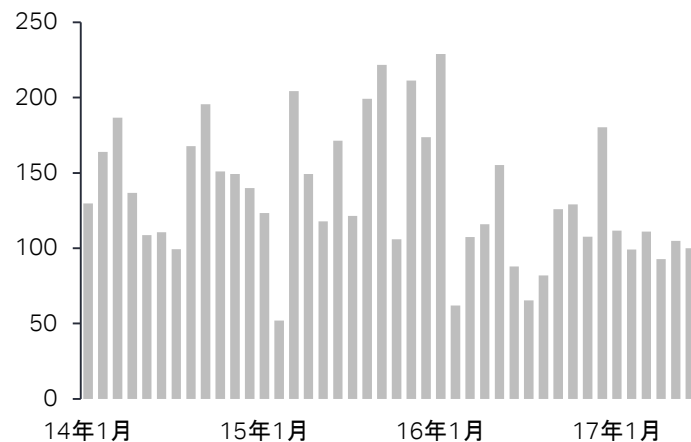
铂金市场现状与展望

欧洲汽车月销量, 百万辆



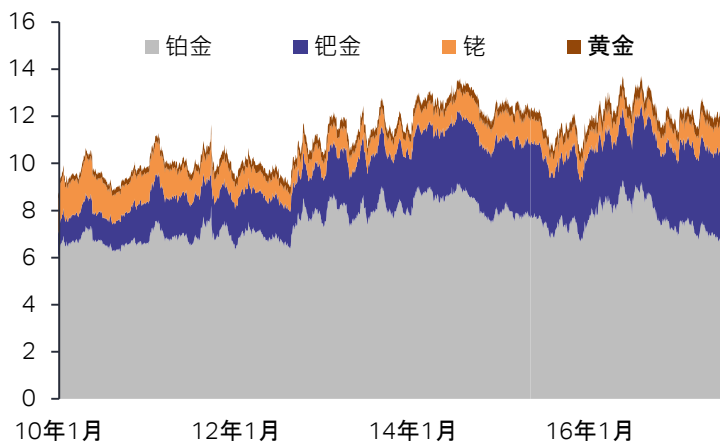
来源: Bloomberg

中国铂锭进口, 千盎司



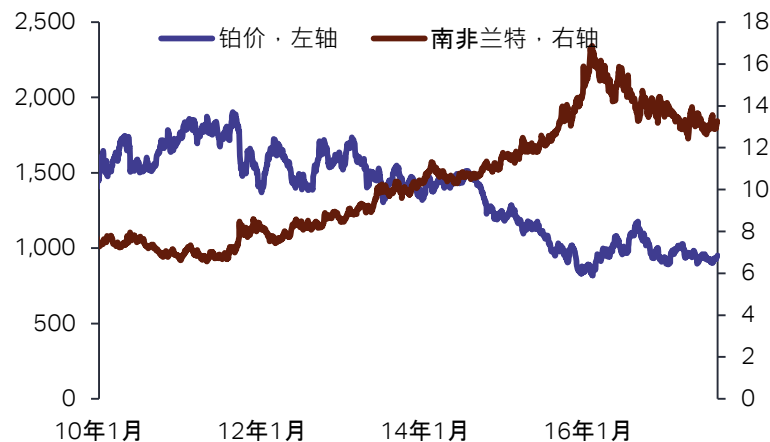
来源: Chinese Customs

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

与铂金的情形截然不同，投资者仍全力做多**钯金**。本年迄今，钯价已上涨32%，涨幅在四种主要贵金属中独占鳌头。在撰写本报告之时，钯价已逼近900美元/盎司大关。尽管6月份盘中钯价曾一度冲高至928美元/盎司，但2014年9月（当时钯价曾在两个交易日收于900美元/盎司上方）以来，钯收盘价从未站上900美元/盎司。在此之前，钯价站稳900美元/盎司上方要回溯到2001年了。因此，900美元/盎司应是钯价的强阻力位。而一旦钯价站稳900美元/盎司上方，进一步涨升（甚至超越铂价）的可能性不能排除。

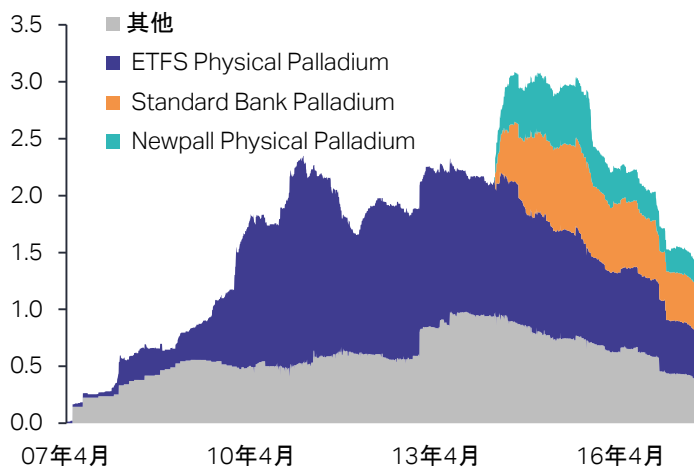
- 驱动钯价飙涨的是其极佳的供需基本面，钯市场年供应赤字达100万盎司以上。鉴于供需缺口还有扩大之势，钯价上涨的完美风暴已经掀起。在供应侧，约90%的矿产钯为铂矿或镍矿的副产品。在需求侧，得益于中国汽车销量持续增长，美国汽车销量也处于历史高位，汽车尾气净化催化剂需求已刷新历史高点。
- **矿产钯产量状况：**近期矿业公司开始陆续公布生产经营业绩。已公布的公司报告显示：
 - **诺里尔斯克镍业公司：**今年上半年，钯产量为130.7万盎司，与去年同期持平。其中2季度的产量（77.3万盎司）占大头，原因是1季度累积的钯精矿在2季度才全部被加工。
 - **英美铂业公司：**今年上半年，精炼钯产量为72.7万盎司，较去年同期产量（65.4万盎司）增长11%。增加的产量主要来自Mogalakwena矿山，该矿的精炼钯产量上升10%至21.7万盎司。该公司的加工厂共加工6,686千吨矿石，较去年同期增长6%，创历史新高。

钼市场现状与展望

- **隆明矿业公司**：今年上半年，精炼钼产量为16万盎司，与去年同期持平。因高成本第1代地下矿井的采矿量同比下降18%，该公司旗下主要矿山——Marikana矿山的钼产量下滑2%。
- 由**Atlatsa资源公司**管理的Bokoni矿山关闭，将导致年钼产量减少6万盎司。
- **淡水河谷公司**：旗下萨德伯里矿山今年上半年的钼产量为12.5万盎司，同比下降36%。嘉能可公司运营的综合镍矿项目产出了9.1万盎司钼，较2016年同期大降39%
- 据我们目前所作估算，2017年全球矿产钼产量将下降1.9%至663万盎司，较去年减产13.1万盎司。其中加拿大的产量降幅或将高达17%（约减产13万盎司），淡水河谷公司和嘉能可公司设在该国的矿山钼产量都将下降。
- **钼需求侧状况**：今年上半年，美国轻型汽车销量为860万辆，同比下滑2.2%。LMC咨询公司目前预计，2017年全年美国汽车销量将同比下滑2.3%。
- **全球最大汽车市场——中国**今年上半年的汽车销量达1,320万辆，同比增长2.5%。LMC咨询公司目前预计，2017年全年中国汽车销量将增长2.0%。在其他主要国家和地区中，南非地区的汽车销量有望增长6.6%，至375万辆；中东地区有望增长7.0%，至360万辆；日本和印度有望分别增长4%和9%，至510万辆和366万辆。全球汽车总销量将增长2.5%，至9,550万辆。
- **价格预测风险因素**：与铂金的情况类似，南非出现大规模供应中断始终是可导致钼价上行的一大威胁因素，目前市场供应趋紧，更是如此。从需求侧看，主要风险与汽车催化剂需求能否继续走强密切相关。目前来看，美国汽车销量已于2016年见顶，若将来销量出现大幅回落，钼价无疑将承压。而一旦投资者对美国经济前景的信心减弱，或迭创历史新高的美国股市出现抛售潮，美国汽车市场将大幅走弱。

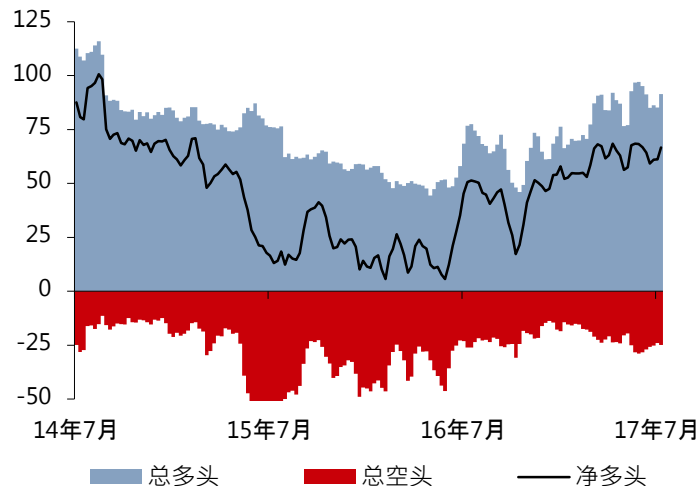
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



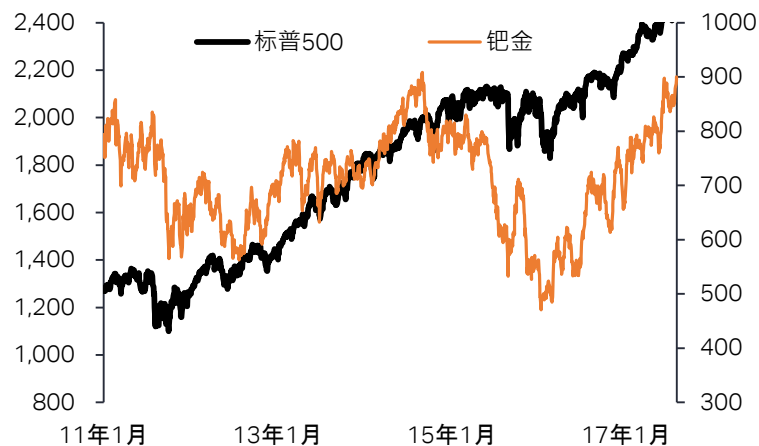
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



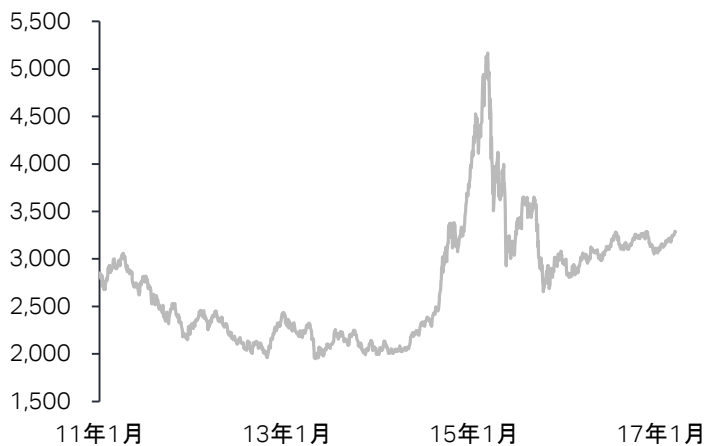
* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

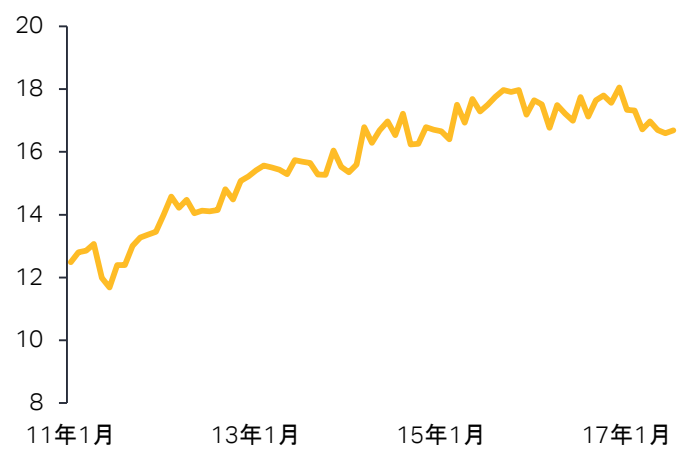
上证指数



来源: Bloomberg

钽市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



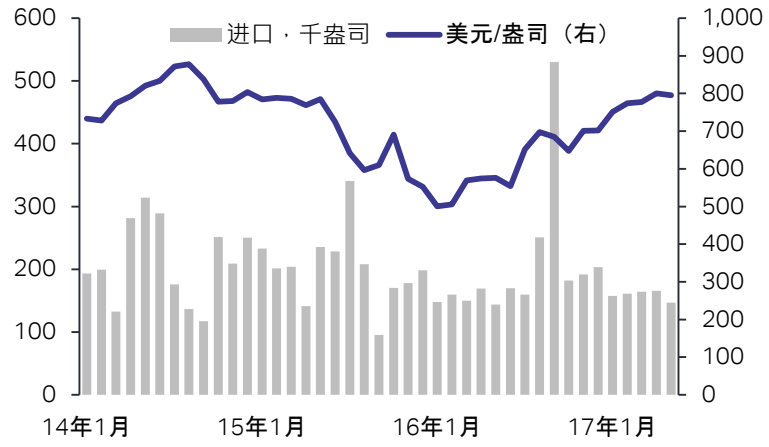
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



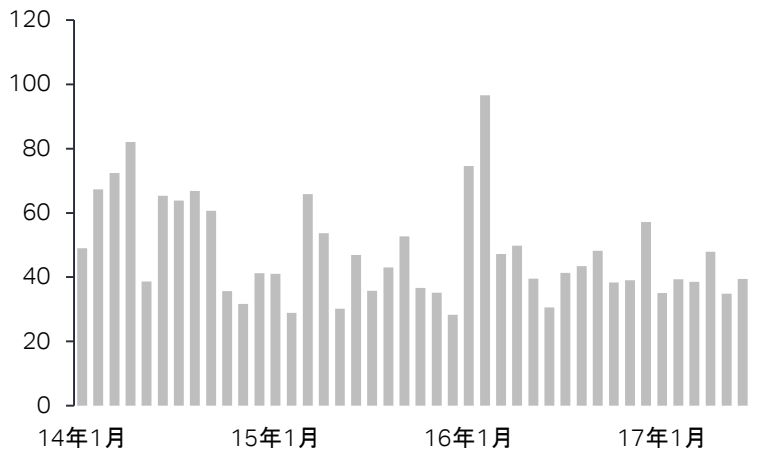
来源: Bloomberg

美国钽锭进口, 千盎司



来源: IHS

中国钽锭进口, 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。