



Metals Focus

贵金属月报

第23期 - 2017年10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



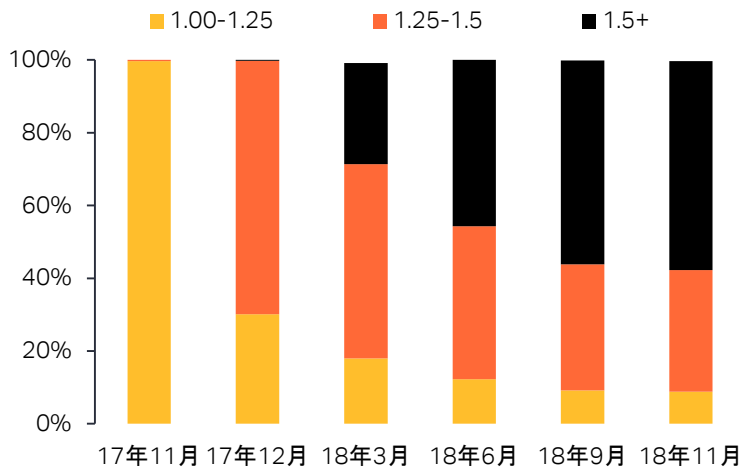
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 9月份，主要贵金属的价格大幅回撤。
- 美元回升走强是导致贵金属价格回撤的主要因素，而美元走强又反映出市场对美国货币政策的预期发生了变化。在9月份FOMC（联邦公开市场委员会）会后声明中，美联储表示尽管通胀数据疲软，但仍预期将在2017年年底前再加息一次。
- 虽然美国与朝鲜的关系仍很紧张，但美国对朝鲜采取军事行动的可能性很低。
- 如人们普遍预期的，9月份安格拉·默克尔第四次当选德国总理。但极右翼政党在本次德国大选中崛起，令政治前景的不确定性增大。西班牙也陷入政治危机，在撰写本报告之时，加泰罗尼亚地方政府已宣称将在下周宣布独立。
- 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：
 - 在美国方面，美联储的货币政策“正常化”进程仍将缓慢，应该不会快于市场目前的预期（当前贵金属的定价已反映出该预期）。在欧洲方面，9月份的通胀数据不及预期，欧洲央行只能温和渐进地停止财政刺激政策。
 - 我们也坚信美国经济增长将远逊于市场预期，这最终将削弱投资者对股市的信心。而一旦股市大幅回调，资金势必转而投向贵金属。
 - 地缘政治风险仍高企，例如美国退出伊朗核协议等风险。

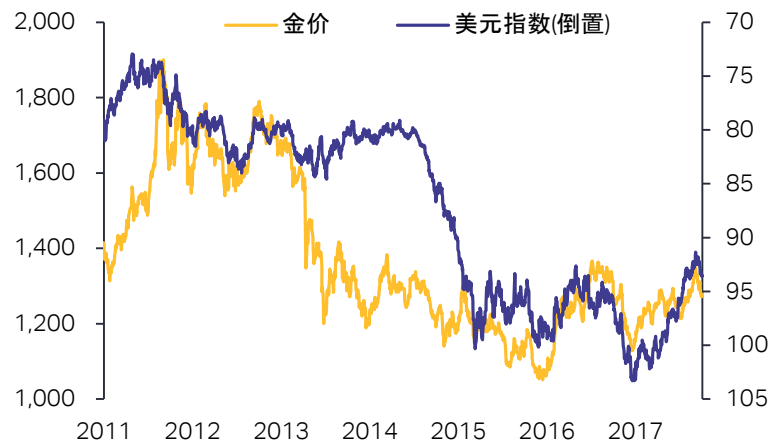
宏观经济现状与展望

美国利率预期



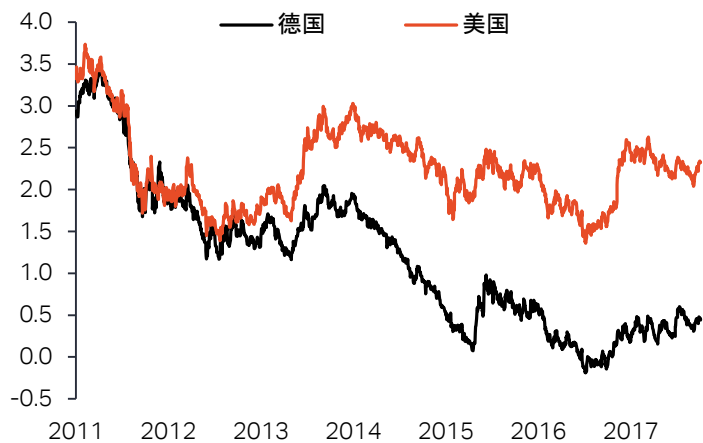
来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



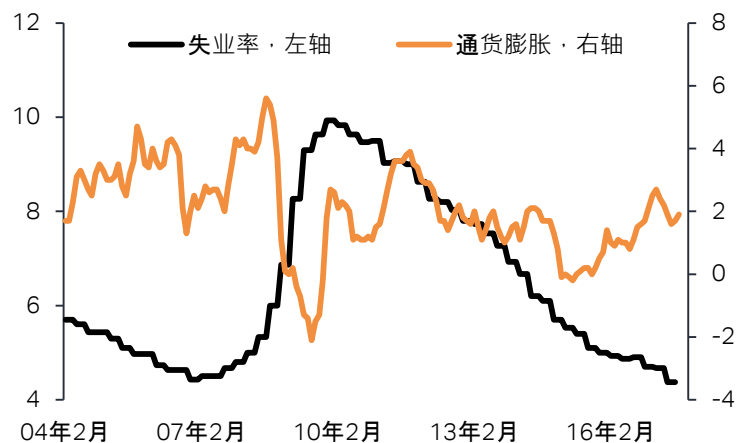
来源: Bloomberg

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

Heraeus Precious Metals

ONE GLOBAL PARTNER FOR INTEGRATED SOLUTIONS

Rely on our expertise
in precious metals services and products
for more than 160 years.



Precious Metals
Products



Catalysts and
Precursors



Precious Metals Trading
and Risk Management



Recycling and
Refining

HERAEUS PRECIOUS METALS
www.heraeus-precious-metals.com



黄金市场现状与展望

9月份，黄金价格重挫，创本年迄今最大月跌幅。受美元走强、股市迭创新高、美朝紧张关系未继续升温等因素的冲击，黄金对投资者的吸引力陡然下降。

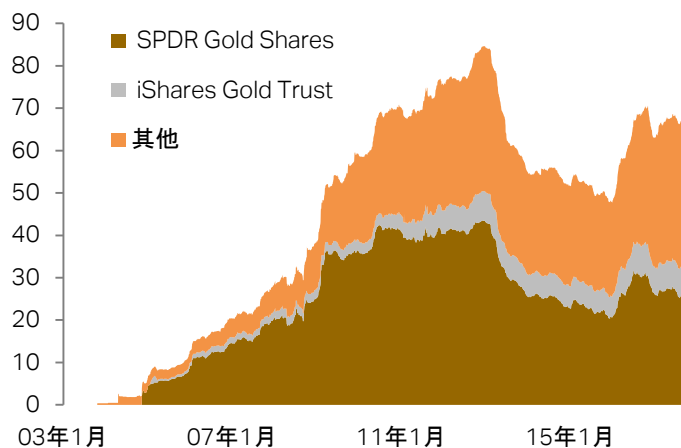
- ▶ 尽管市场对美联储将在12月加息的预期已升温，但我们认为，在近期金价回撤至1,300美元/盎司下方后，该预期已基本在金价中得到了反映。因此，在12月FOMC会议前，金价继续下行的空间应极为有限。
- ▶ 如前面“宏观经济”部分所述，展望未来，我们仍坚信经济大环境总体上利好于贵金属投资。但也需指出，要激发机构投资者的贵金属需求，市场需要新的触发点。
- ▶ 股市大幅回调可能是该触发点，若特朗普政府未能如愿推出财政和刺激经济扩张的政策，股市大幅回调似成定局。目前Comex（纽约商品交易所）黄金期货净多头持仓量约为2,300万盎司，较2016年的创纪录高点3,400万盎司低30%。这意味着两点：首先，以历史标准衡量，投资者的多头仓位仍处于高位；其次，若黄金市场状况改善，多头增仓空间较大。
- ▶ 再来看主要实物黄金市场的情况。来自深圳和香港珠宝首饰展会的反馈信息显示，中国大陆黄金首饰业情绪总体乐观，尽管黄金销量尚未从中受益。这反映出中国黄金首饰市场正持续发生结构性变化，消费者更偏爱以设计取胜的首饰，而传统的24K金饰则日益失宠。在黄金投资需求方面，近期中国金条销售也已放缓，主要原因是中国高净值投资者对人民币贬值的担忧已消退，对避险资产的需求下降。

黄金市场现状与展望

- 尽管节日和结婚季节临近，但因印度政府近期已把珠宝首饰业纳入《反洗钱法》（PMLA）监管范围，9月份印度的黄金零售大受影响。该国首饰行业协会已派出代表与政府沟通，请求政府上调根据PMLA须申报的购买金额门槛值（目前为50,000印度卢比）。另外，我们最近与印度政府官员和一些业内人士进行的沟通显示，在未来一两年的政府预算中，黄金进口关税税率可能会下调。
- 在中东地区，因印度教徒认为在祖先忌日期间购买黄金不吉利，加之9月初金价走高，该地区大部分国家的金饰销量和散户投资者的实物黄金需求量都受到负面影响。不过9月初之后金价大幅回落，也有部分买家入市趁低买入。
- **价格预测风险因素：**我们仍坚信，若美国经济增长遭受重挫必将引发股市抛售潮，其烈度将远超我们的基准预测情形，同时美联储的加息步伐也将进一步放缓。这将为避险资产价格上行提供强劲动力。另外，虽然朝鲜核危机尚未升级，但美朝双方都已威胁将采取军事行动，这仍是可促使金价上行的一大风险。
- 就金价下行风险而言，如果美国GDP增长优于市场预期，则可能导致大量资金从避险资产中撤出。另外，如果印度政府推出更为严厉的反洗钱政策，实物黄金需求也将面临更大逆风。

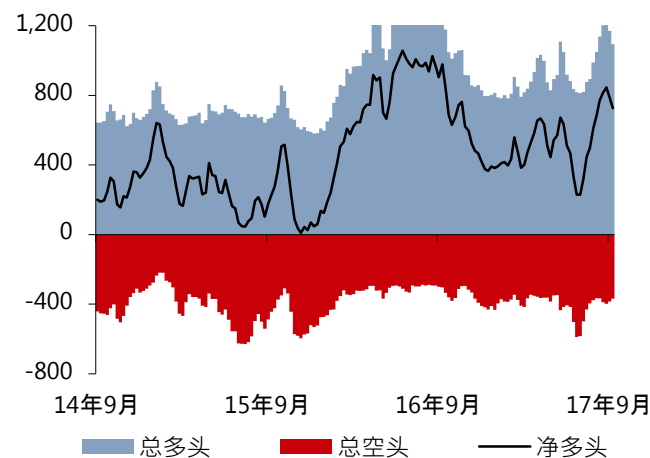
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



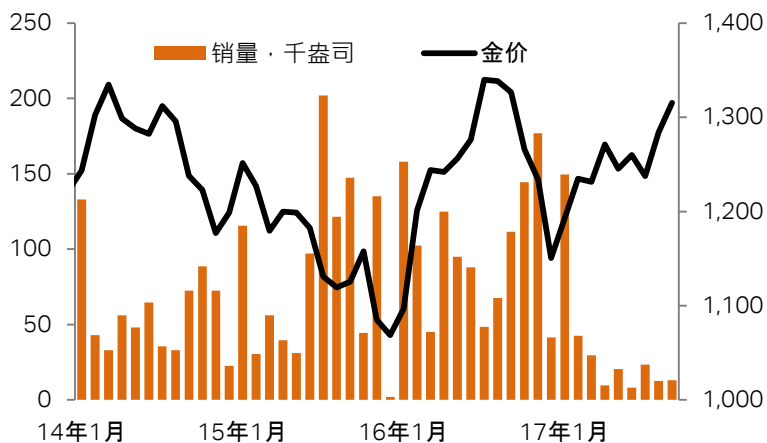
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



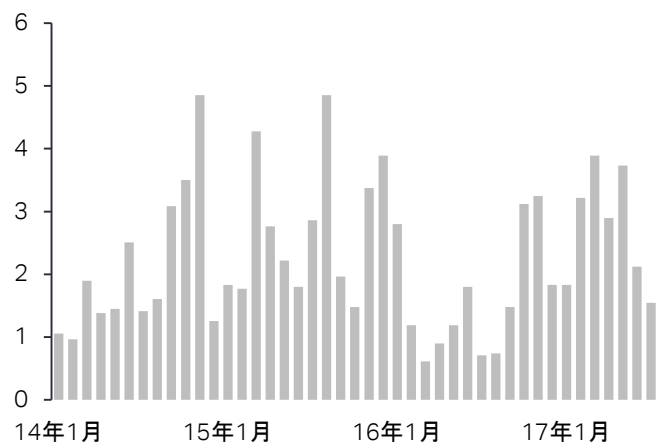
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

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



威豹押运

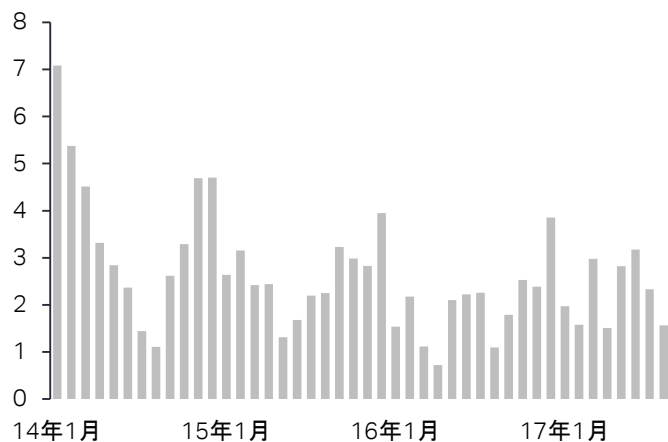
VPOWER SECURITY

A leading secured global logistics services provider in China



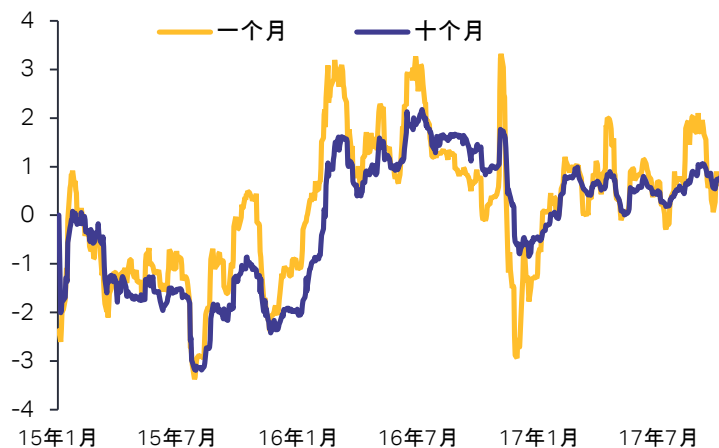
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



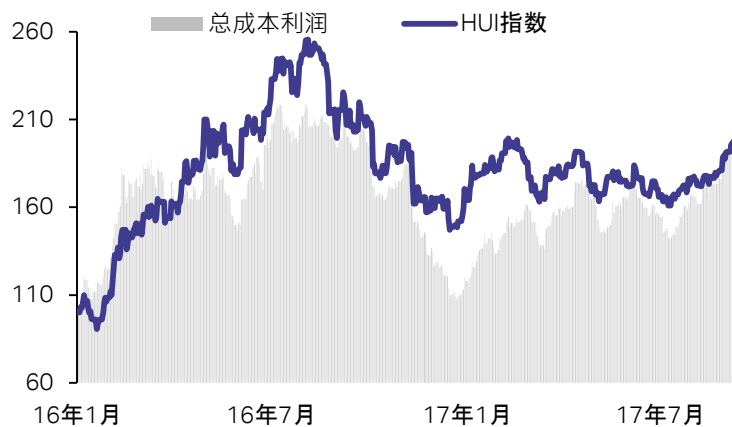
来源: Hong Kong Customs

25- Δ 风险逆转, %



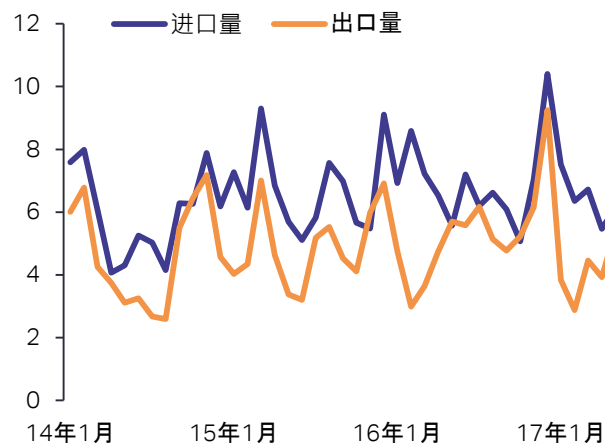
来源: Bloomberg

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

9月8日，白银价格升至近五个月来的高点——18.22美元/盎司。但之后随着金价走弱，银价大幅回落，在撰写本报告之时（10月2日），已跌至16.55美元/盎司的低点。与过去通常发生的情形一样，银价跌幅较金价更大，结果黄金/白银价格比率已升至近77:1，创近八周来的新高。

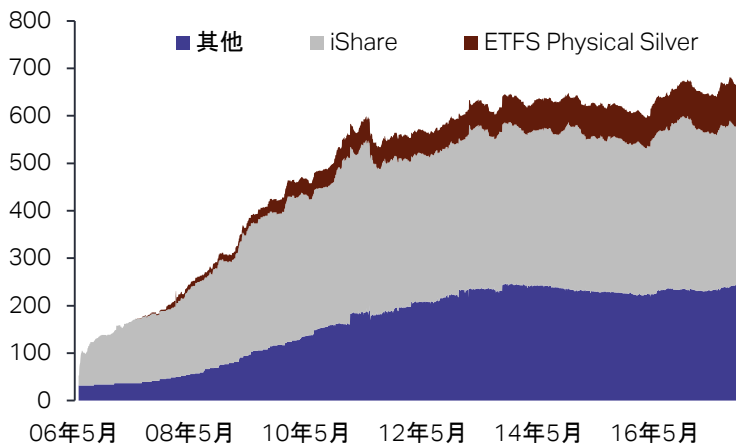
- 今年以来，投资者的Comex白银期货持仓量波动性极大，这是影响银价变化的主要因素。具体而言，4月份Comex白银期货净多头仓位升至创纪录的5.84亿盎司，但仅仅三个月之后，就降至两年来的低点——1.1亿盎司，降幅逾80%。此后净多头仓数量大幅回升，9月26日时已达3.61亿盎司。因此我们认为，与黄金的情形类似，白银多头增仓的空间还相当大。
- 9月份，银价跌幅大于金价跌幅。另外，9月初之后银价持续走弱，而同一期间基本金属的价格却很坚挺。在本周发布的《2017-2018年贵金属投资年鉴》中我们已指出，尽管白银期货投机性仓位处于较高水平，但因白银市场流动性低，加之银价波动率大，目前机构投资者和高净值个人投资者入市买入白银的积极性仍不高。
- 职业投资者中的多空分歧，在散户投资者中也同样存在。首先来看散户投资者参与率高的白银ETPs（交易所交易产品），其持仓量在触及6.82亿盎司的创纪录高位后，回落近5%，至近四个月来的低点——6.52亿盎司。不过近期银价大幅走低后，持仓量已略有回升。此外几乎没有迹象表明，白银ETPs遭遇大幅抛售，这反映出很多散户投资者倾向于中长期持仓。

白银市场现状与展望

- 上周美国银币和银条市场也略有改善，但这无法改变2017年美国实物白银市场异常疲软这一事实。美国鹰银币的销量大致可以反映美国实物白银需求，今年前九个月期间，鹰银币销量同比大降50%。白银交易价大幅波动，令投资者买气低迷。
- 在另一个主要实物白银市场——印度，投资者对价格也很敏感。8月份，该国白银进口量同比翻了一番多，至460吨，本年迄今总进口量达3,400吨，同比增长近50%。虽然今年的进口量较白银需求疲软的2016年大幅增长，但与需求旺盛的2013至2015年期间一月至八月的平均进口量相比，仍低16%。
- 尽管今年印度白银市场已有很大改善，但预计2017年全年全球白银市场仍将出现供应大幅过剩的情形。我们预期供应过剩的白银将被投资者吸纳，但银价走势仍面临相当大的逆风。尽管如此，如前面“宏观经济”和“黄金市场”部分中已指出的，政治经济大环境利好于贵金属，因此我们仍预期到年底前及进入2018年后，银价将走高。
- **价格预测风险因素：**与其他贵金属类似，银价上行和下行风险因素与上一期月报中列出的大致相同。倘若宏观经济环境显著恶化，银价有望急剧上涨，这是主要上行风险。
- 就银价下行风险而言，倘若美国加息步伐远快于预期，可能对白银投资需求造成很大冲击。但是，鉴于地缘政治形势紧张依旧，出现此情形的可能性越来越小。

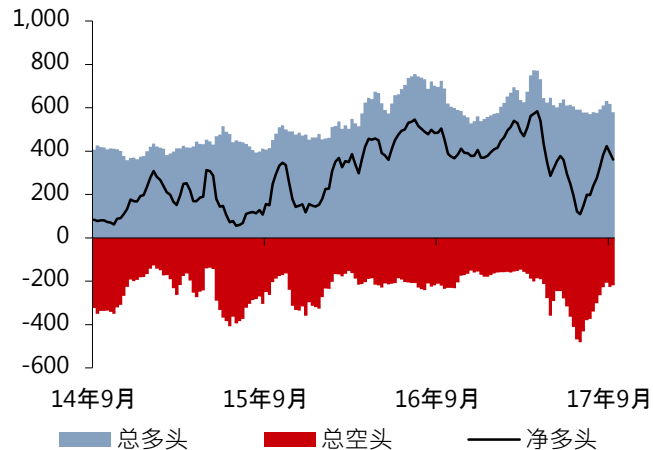
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



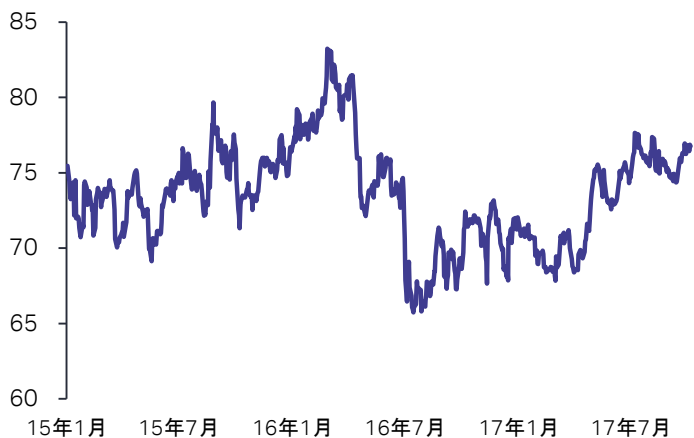
来源: Bloomberg

Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



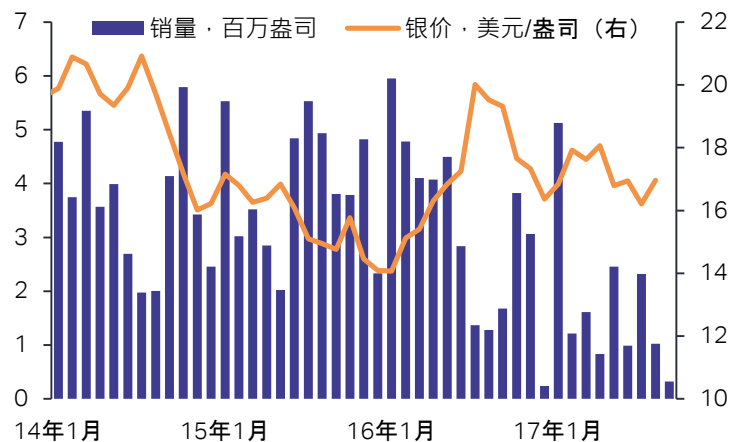
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

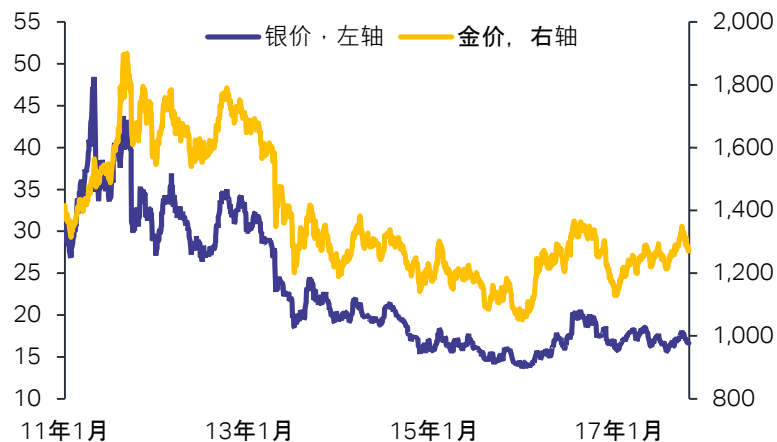
美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

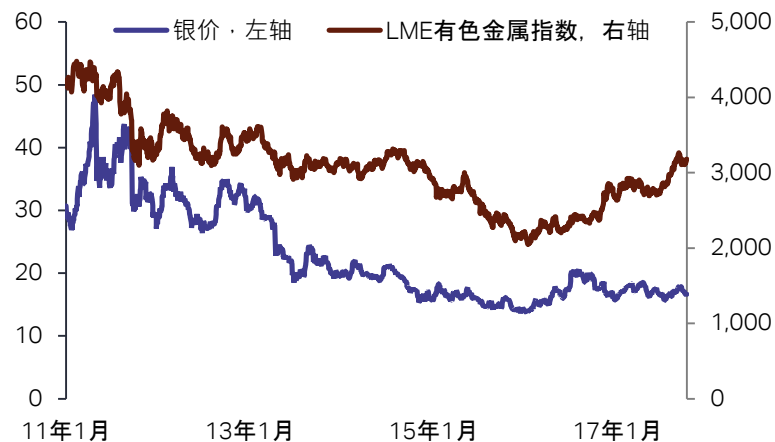
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



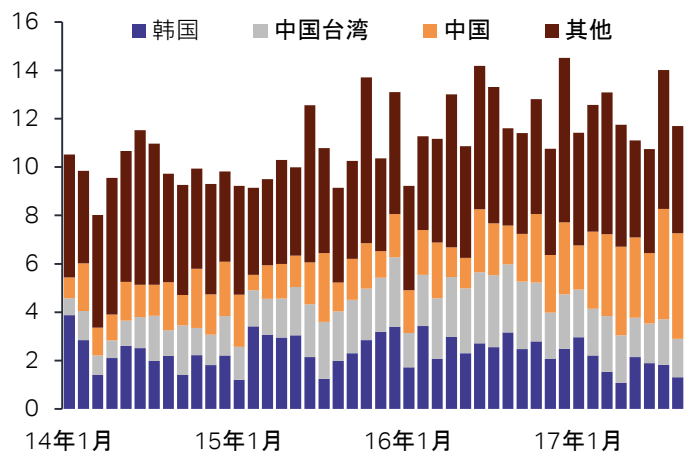
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



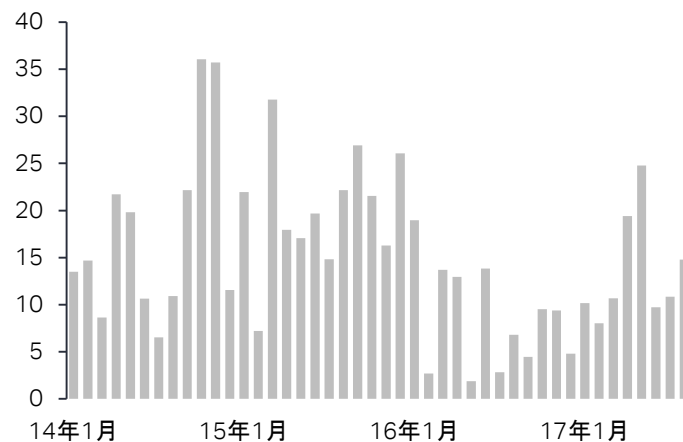
来源: Bloomberg

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

9月份，铂金价格疲软不堪，从9月8日创出的高点1,022美元/盎司跌至月末的912美元/盎司，重挫11%，创去年10月以来最大月跌幅。铂价重挫部分归因于黄金遭抛售，而黄金遭抛售又归因于美元逆转走强（贸易加权美元指数从91升至93）。美元走强反映出市场对12月再次加息的预期急剧升温——一月初时市场预期12月加息的概率仅为34%，月末已飙升至70%。今年前九个月期间，美元对其他主要货币均走弱。

- 铂价大幅下跌，而钯价回撤幅度不大，结果9月27日钯价于2001年以来首次超越铂价。2009年初时铂/钯价格比率还高达5.5:1，但之后钯价表现持续跑赢铂价，多年后终于反超。
- 铂价如此疲软，要归因于下列因素：
 - 首先，投资者对黄金的信心减弱，导致机构投资者在今年大部分时间内都未积极买入铂金。
 - 其次，铂金的供需基本面黯淡。今年铂金市场将重返供应过剩。而在工业需求方面，虽然欧洲汽车销量持续增长，柴油车所占市场份额却仍在萎缩。同时，市场原本预期铂价低企会让南非铂金生产厂商大幅减产却落空。

铂金市场现状与展望

➤ 根据LMC汽车市场咨询公司所作预测，2017年和2018年欧洲乘用车销量将分别增长2.7%和0.8%。

	9月销量同比变化	本年迄今汽车总销量（千辆）	本年迄今同比变化%
西欧	+2.8%	10,734	+2.8%
德国	-3.3%	2,612	+2.2%
英国	-9.3%	2,066	-3.9%
法国	+1.1%	1,561	+3.9%
意大利	+8.1%	1,533	+9.0%
西班牙	+4.6%	933	+6.7%

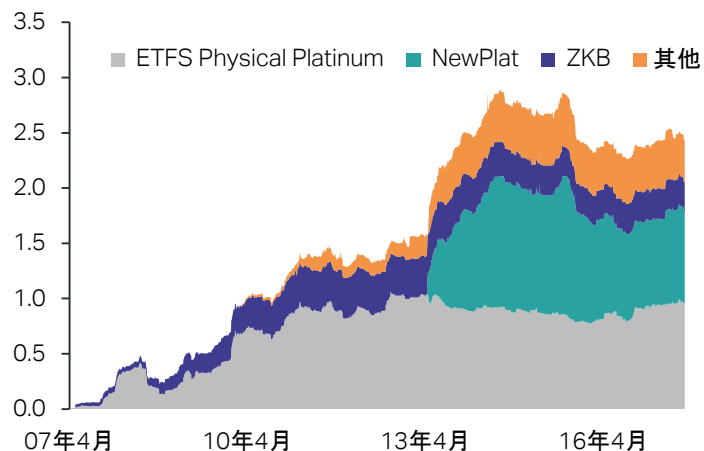
➤ 在欧洲轻型汽车总销量中，柴油车所占份额于2009年以来首次被汽油车超过。据欧洲汽车工业协会发布的数据，柴油车在欧洲轻型汽车总销量中的占比已从2016年上半年的50.2%降至今年上半年的46.3%（同一期间，汽油车所占市场份额则从45.8%升至48.5%）。新能源汽车（包括纯电动汽车和混合动力汽车）所占市场份额为5.2%。

➤ 氢燃料电池制造商巴拉德动力公司宣布已实现技术突破，可将燃料电池中的铂金用量减少80%。初看起来该消息似乎利空于铂金，但因高成本一直是阻碍氢燃料电池得到广泛应用的一大因素，若成本得以降低，氢燃料电池得到广泛应用，铂金需求量反倒可能上升。

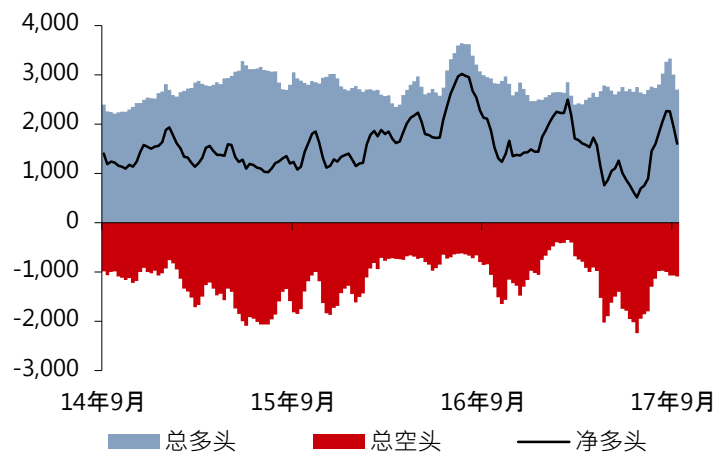
➤ **价格预测风险因素：**鉴于铂金价格与黄金价格正相关，前面“黄金市场”部分所述的风险因素也将影响铂价。在供应侧，南非产量在全球矿产铂金总产量中的占比很高，该国出现大规模供应中断始终是将导致铂价上行的一大风险因素。不过在劳资双方签订工资协议后，目前看来该风险已很低。

铂金市场现状与展望

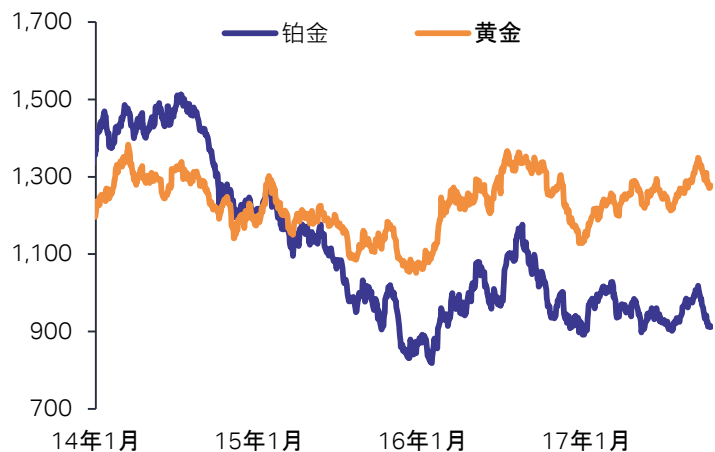
交易所上市基金，百万盎司



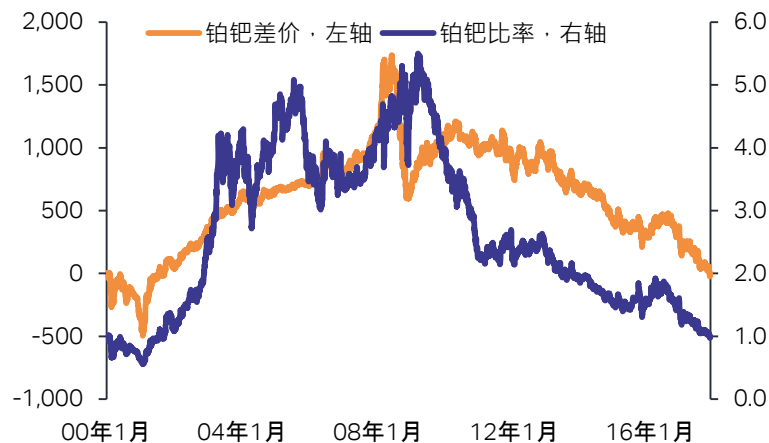
Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



铂金 & 黄金价格

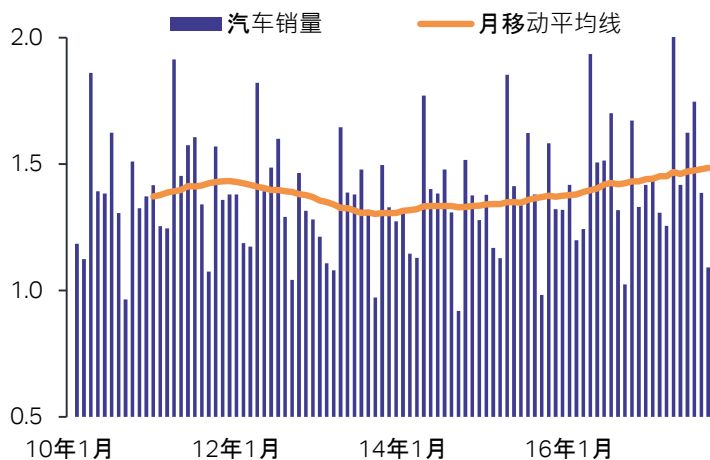


铂金:钯金 比率和差价

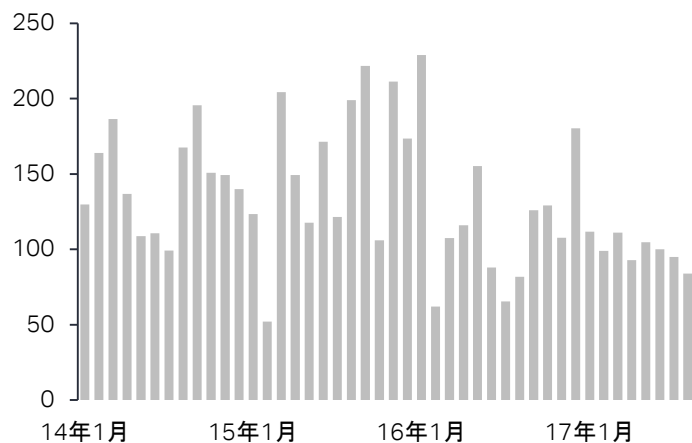


铂金市场现状与展望

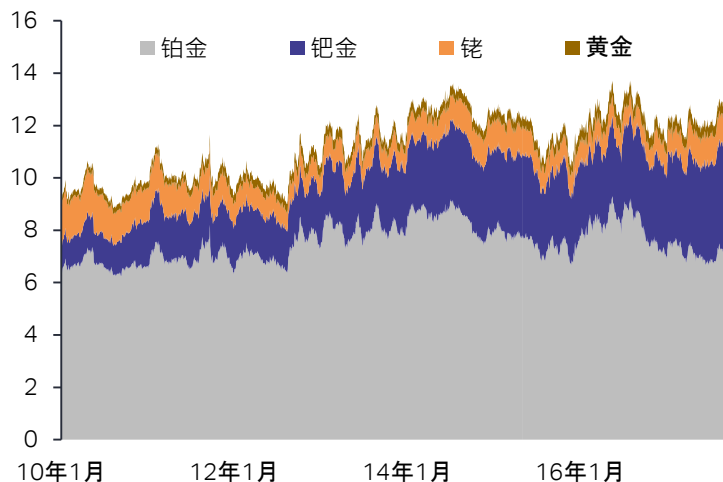
欧洲汽车月销量, 百万辆



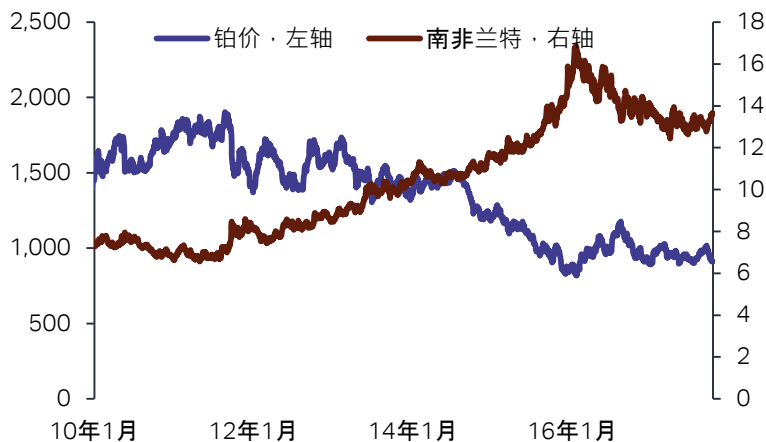
中国铂锭进口, 千盎司



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

9月份，**钯金**仍是主要贵金属中表现最佳者。月内钯价曾短暂触及**1,000美元/盎司**关口（重返**2011年**的高位），而且从**9月下旬**起超过了铂价，**10月初**对铂金的溢价达到**27美元/盎司**。

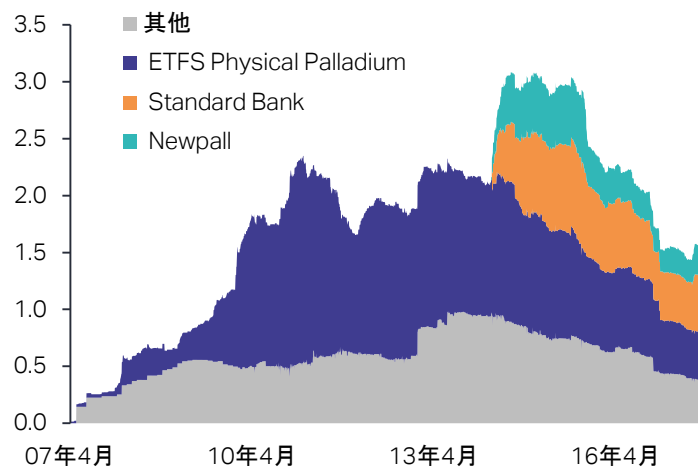
- 在上一期月报中，我们曾强调指出钯价的飙涨可能是不可持续的。我们认为，尽管钯强劲的基本面的确对价格构成支撑，但没有市场参与者（例如Nymex（纽约商业交易所）上的短线投资者和中国工业终端用户）的投机性买入，钯价不可能突破**1,000美元/盎司**的阻力位。
- 因部分投资者（主要是钯期货投资者）已开始获利平仓，钯价回撤也就毫不奇怪，但**900美元/盎司**构成强支撑位，并未跌破。
- 展望未来，我们认为美国经济不太可能强劲增长，投资者的风险偏好或将大幅下降，这无疑将打压钯价。因此，我们预期**2017年后期**和**2018年前期**，还会有更多的钯投资者获利了结，尽管减仓幅度应该有限。从**2018年中期**起，钯价将重获上行动能。
- 目前钯市场出现供应赤字（预计**2017年**和**2018年**都将达到**150万盎司**），这始终是钯价上行的主要推手。需强调的是，尽管近期钯价已超越铂价，但至少目前看来，汽车制造商不大可能在汽油车发动机中以铂替代钯作为尾气净化催化剂。

钯市场现状与展望

- 近期汽车行业的钯用量不会因被替代而大幅下降，因此我们预计，得益于汽油车销量的进一步增长，2017年至2018年期间汽车尾气净化催化剂工业部门的钯需求量还将连创历史新高。
- 中国汽车销量继续稳健增长，8月份同比上升5.3%。今年前八个月期间，汽车总销量同比增长4.3%，虽然增幅远低于2016年同期的15%，但必须把今年起小排量汽车购置税优惠幅度已调低这一因素纳入考虑。更为重要的是，尽管增速放缓，从中期看中国汽车工业的发展前景总体上仍然乐观。
- 9月份，得益于遭飓风袭击的几个州居民购买新车替换被洪水损坏的汽车，美国主要汽车制造商的销量都有所增长。但这应该只能在短期内提振汽车销量，预计在连续增长七年后，今年全年美国汽车总销量将小幅下滑。
- **价格预测风险因素：**虽然南非矿产钯产量在全球总产量中的占比不及该国铂产量的占比，但若发生任何大规模供应中断，无疑都将推高钯价，鉴于目前钯市场供应紧张，更是如此。
- 另一方面，如前面“黄金市场”部分已提到的，如果大量投资者抛售股票，美国和/或中国经济增长又令人失望，则钯价很可能大幅走低。同时，中国工业用户为囤积存货而大量买入钯（这种买入已带有投机性质）能持续多久，亦成疑问。一旦这些用户大幅减少买入，钯价就将面临很大下行压力。

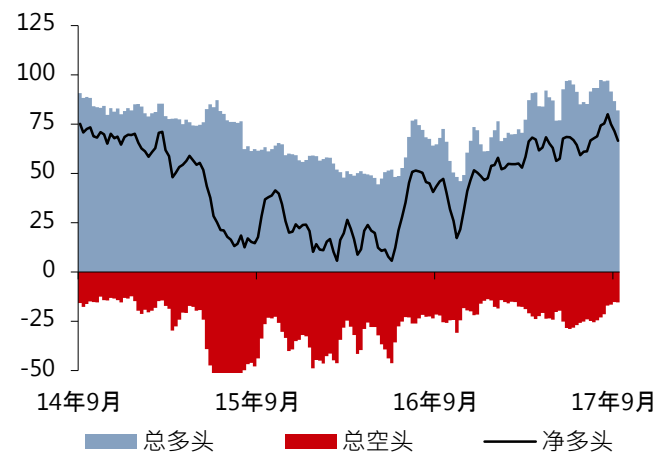
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



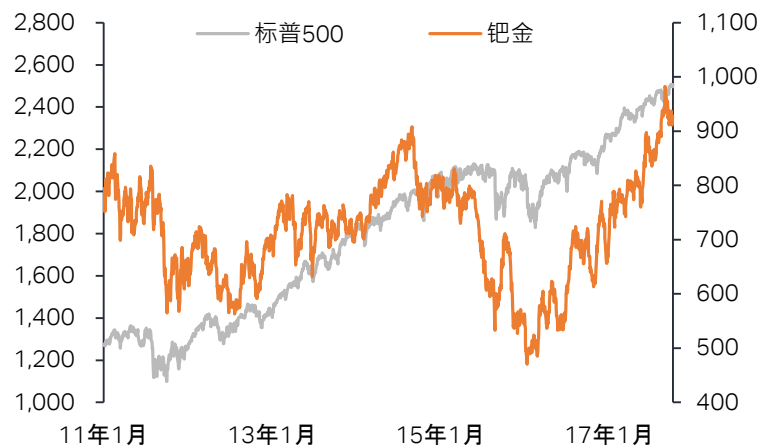
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



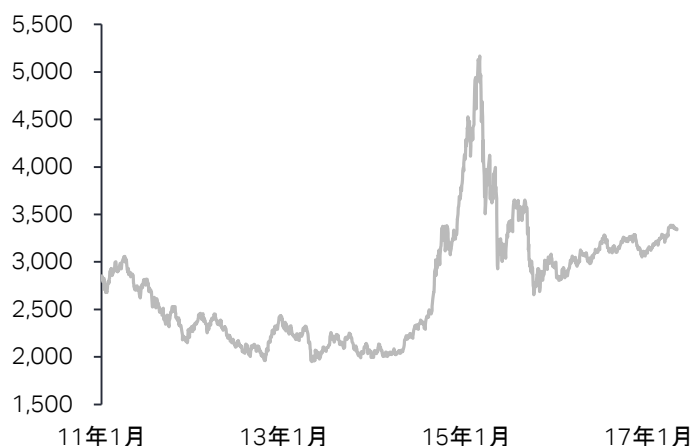
* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

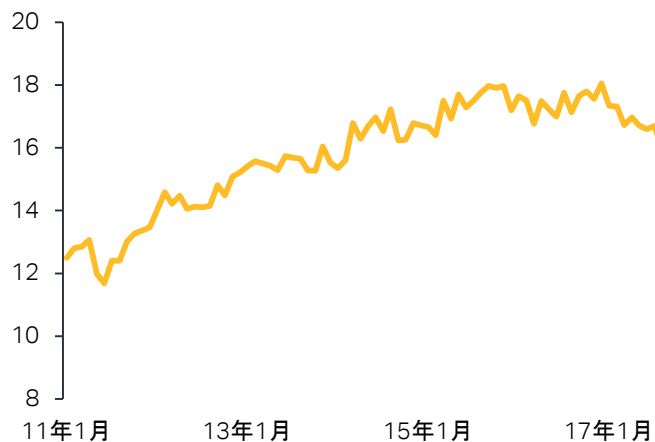
上证指数



来源: Bloomberg

钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



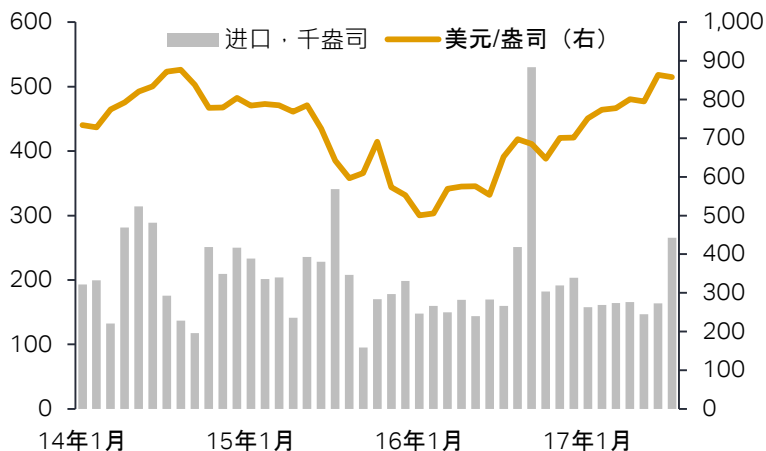
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



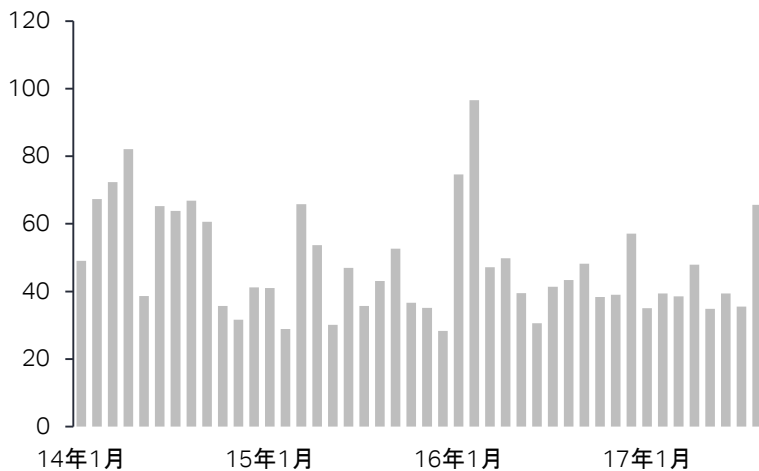
来源: Bloomberg

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
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。