



Metals Focus

贵金属月报

第24期 - 2017年11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



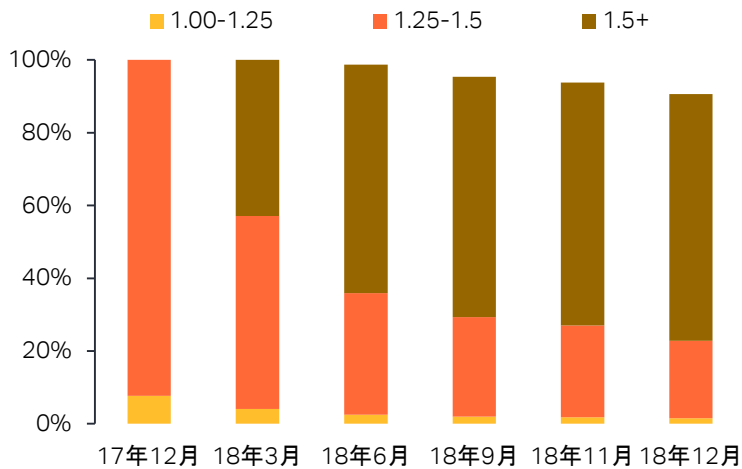
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 11月举行的政策会议上，美联储决定维持基准利率不变，符合市场普遍预期。但近几周来，市场对美联储将于12月加息的预期进一步升温，在撰写本报告之时，预期的加息概率已超过90%。
- 特朗普总统提名中间派鲍威尔出任下一届美联储主席，耶伦未能连任。鲍威尔主张渐进加息，并赞同白宫放松金融监管的政策，其获提名基本未对市场产生影响。
- 美国参议院通过预算计划，向税改迈进关键一步，市场预期特朗普政府的税改方案很快就能落实。得益于此，10月份美元对一篮子货币的汇率升至三个半月来的高点。
- 欧洲方面，英国央行10多年来首次加息。欧洲央行发布声明称，从明年1月起，根据量化宽松计划购买的债券金额将从每月600亿欧元削减为300亿欧元，暂定实施九个月。
- 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：
 - 在低通胀环境下（仅英国例外），主要国家的货币管理当局很可能继续对收紧货币政策持谨慎态度。
 - 我们认为，特朗普政府提议的税改仅能暂时提振美国经济。目前美国政府已债台高筑，实施税改将导致预算赤字进一步激增。因此，我们认为美国股市大幅回调似乎已不可避免，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。

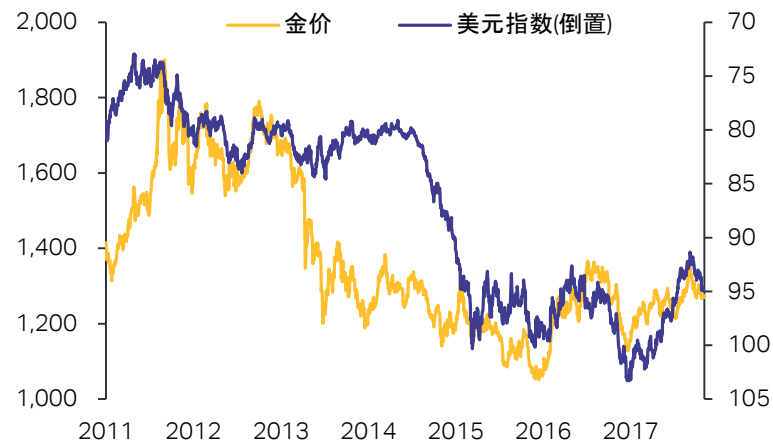
宏观经济现状与展望

美国利率预期



来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



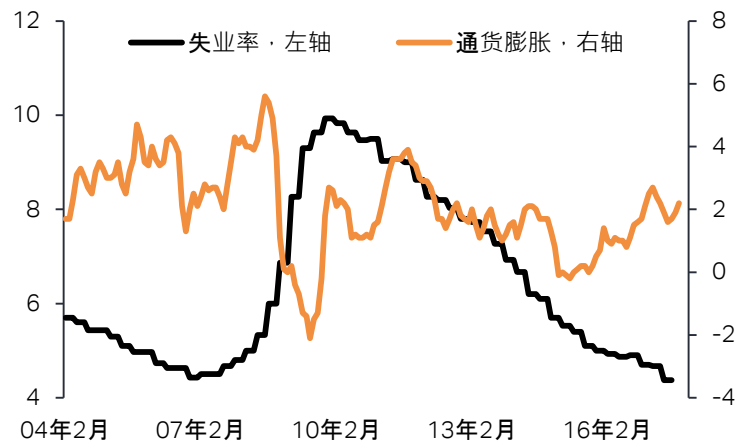
来源: Bloomberg

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



黄金市场现状与展望

从9月中旬起，因美元走强（目前美元已升至近四个月来的高点），黄金价格再次承压下行。10月16日，金价跌破1,300美元/盎司，之后一直在1,265至1,285美元/盎司的狭窄区间内小幅波动。

- 因金价表现疲软，10月中旬以来尤其疲弱，我们已小幅下调了所预测的未来一年金价。但我们仍认为地缘政治和宏观经济方面的尾端风险显著，未来金价走强可期。
- 除市场普遍预期美联储将于12月加息这一因素外，美国税改已迈出关键一步也为美元走强注入了额外动力。但我们仍坚信美国税改并不能很快启动，即使得以实施，最终也将大打折扣。这很可能会引发股市抛售潮。
- 受上市公司盈利强劲的提振，美国股市继续迭创新高。投资者似乎对美国政府的财政刺激政策能否成功实施坐视不理，继续看多股市。但是，美股近乎直线的上涨，已重现2009年的走势，显示股市大幅回调的风险越来越高。
- 尽管上述风险越来越高，投资者仍减持了Comex（纽约商品交易所）黄金期货多头仓位，10月份多头持仓量下滑6%。与今年9月份创出的年内高点相比，净多仓数量已下降23%。（相比之下，截至11月6日，全球黄金ETP（交易所交易产品）的总持仓量自10月初以来未发生变动。）但也应看到，目前期金净多仓数量（2,100万盎司，约655吨）仍处于高位，这显示虽然投资者在很大程度上并不担心近期会出现地缘政治形势的变化，但仍对多种尾端风险保持警惕。

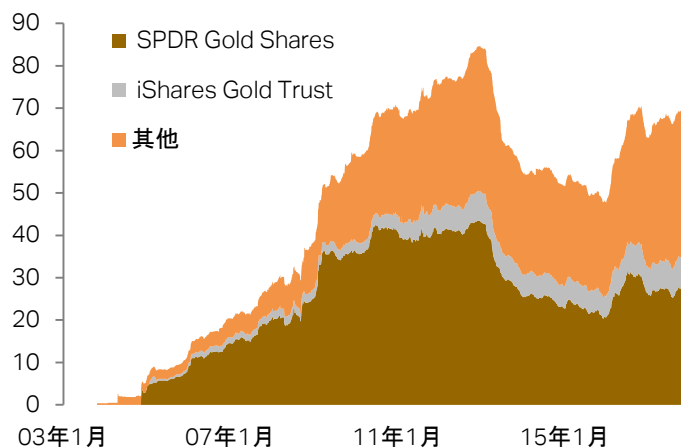
黄金市场现状与展望

- 再来看主要实物黄金市场的情况。印度政府已进一步收紧进口政策，限制主要贸易机构大量进口黄金后在本国市场销售。这些贸易机构仅被允许进口自用黄金。
- 在10月份的重要传统节日——排灯节期间，印度黄金首饰销量疲软。首饰需求与市场总体情绪密切相关，政府实施GST（商品及服务税）税改以及与报税有关的诸多问题，削弱了市场流动性，对印度黄金总需求产生负面影响。
- 本年迄今，中国实物黄金投资需求相当旺盛，其主要原因是：首先，缺乏替代性投资资产可供投资者选择；其次，投资者既担忧人民币贬值，又担忧通胀率不断升高。
- 我们看到中国政府近期已将房地产限购政策扩展至八个城市实施；另外，虽然三季度大部分时间内人民币走强，但根据业内人士反应，投资者对未来人民币贬值的担忧犹存。鉴于上述两个因素在未来12个月期间仍会存在，我们预计中国实物黄金需求将保持强劲。
- 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。
- **价价格预测风险因素：**如上所述，风险事件爆发仍是金价上行主要风险因素。地缘政治风险爆发，或者因美国经济数据令人失望，市场认为美国将采取比当下预期更鸽派的利率政策，都可能引发金价上行。在金价下行风险方面，若美国利率政策较预期的更为鹰派，则金价将面临相当大的下行压力。



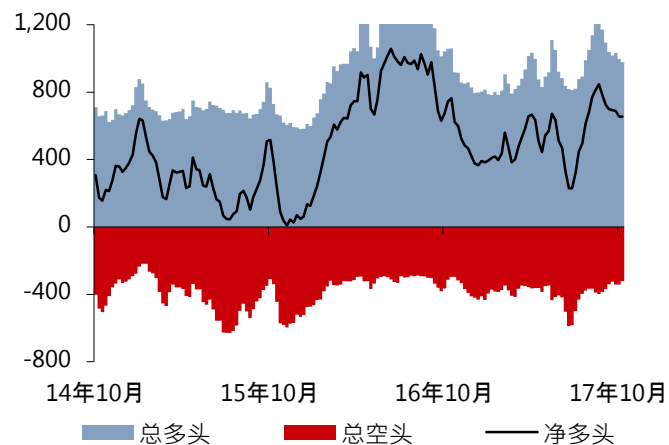
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



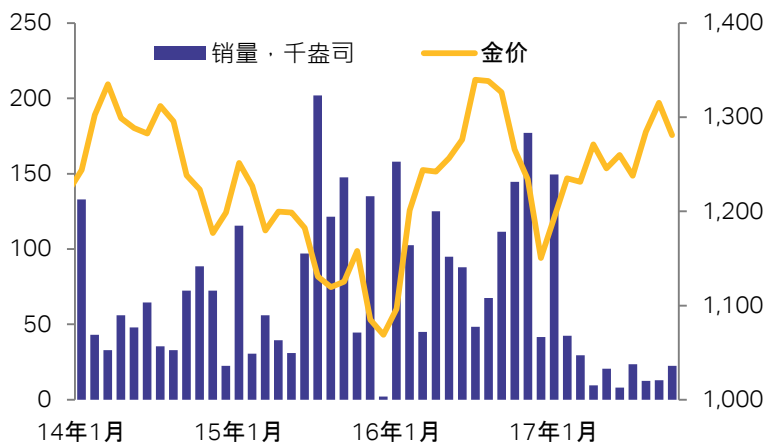
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



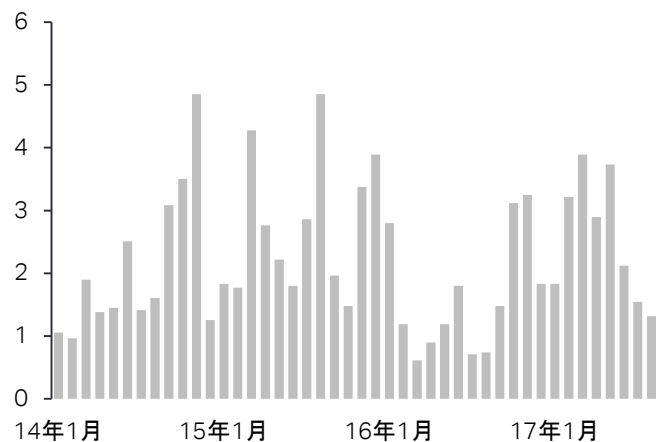
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

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

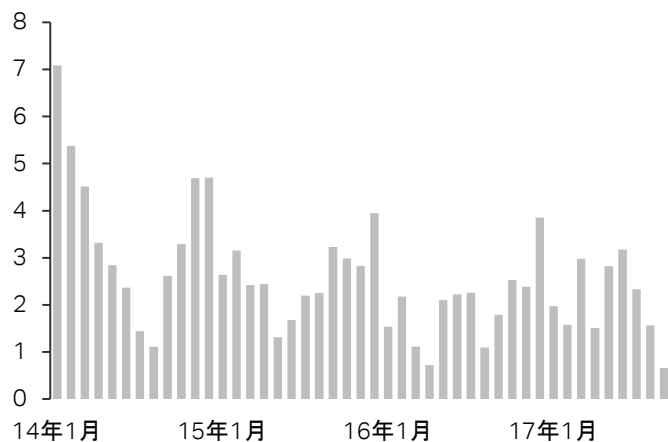
VPOWER SECURITY

A leading secured global logistics services provider in China



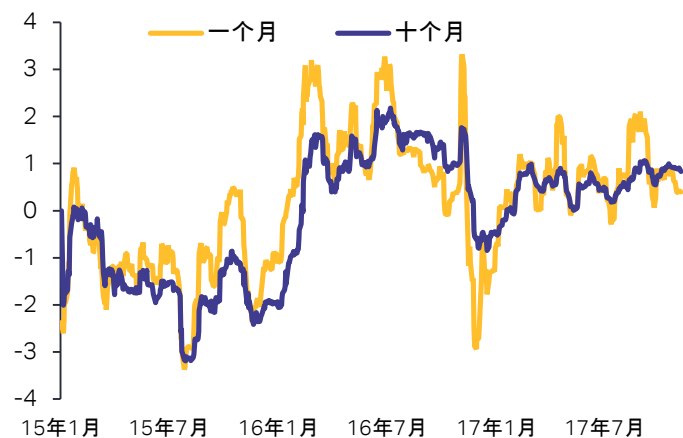
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



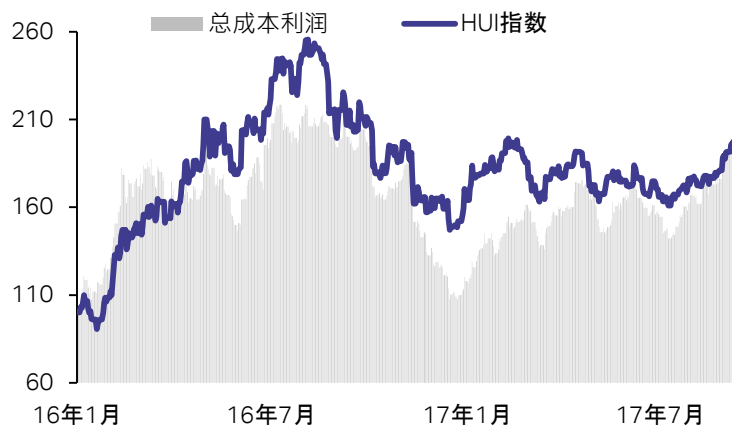
来源: Hong Kong Customs

25-Δ 风险逆转, %



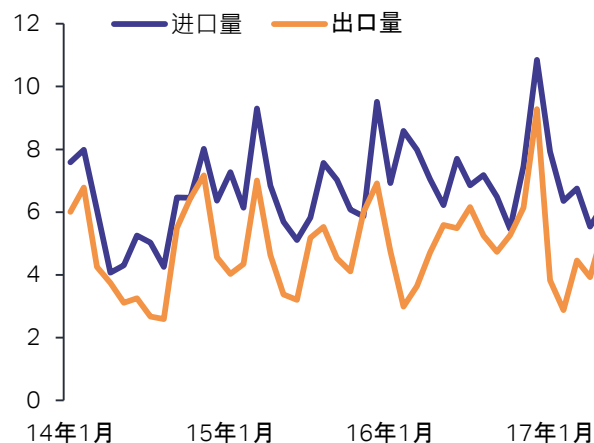
来源: Bloomberg

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

10月份大部分时间内，白银价格继续跟随黄金价格波动，金/银价格比率在74-76:1的狭窄区间内运行。

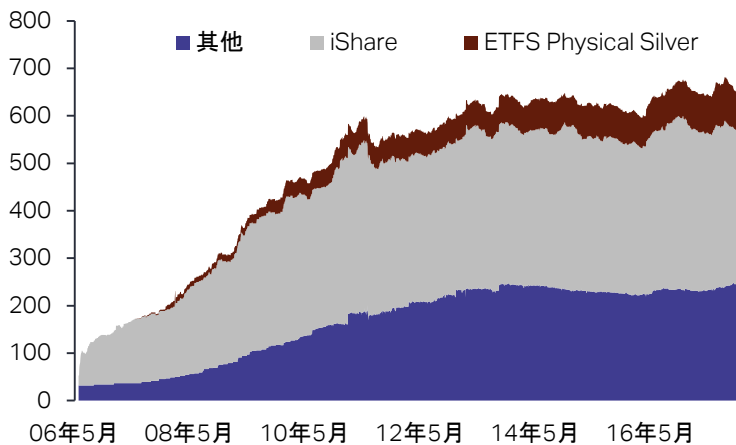
- 与黄金一样，我们也下调了所预测的银价，但预期2018年4季度银价将强劲反弹。
- 与前几个月的趋势一致，10月期间投资者Comex白银期货仓位的变化仍是驱动银价上行或下行的主要力量。9月份投资者大幅减持期银净多头仓位，10月份曾收复部分失地，3日至24日期间回升11%。但因最后一周总空头仓位急剧上升，净多仓数量最终下滑7%。
- 因仅有小幅资金流出，10月底白银ETPs的总持仓量较今年7月创出的历史峰值6.82亿盎司下降不多。正如我们一直强调的，散户投资者是购买白银ETPs的主力军，他们倾向于中长期持仓，因此白银ETPs通常不会大幅减仓。
- 在供应侧方面，美国Lucky Friday银矿发生罢工，危地马拉Escobal银矿也因与当地社区发生纠纷而暂停生产，这些问题尚未得到解决，对矿产白银产量造成一定负面影响。据报道，今年前三个季度期间全球白银产量共减少595万盎司。Escobal银矿由于路障尚未被拆除，且出口许可证的续发也遭遇麻烦，导致矿业生产陷入困境。2017年3月以来，因工人罢工，Lucky Friday银矿产量锐减，目前劳资纠纷尚未得到解决，产量无回升迹象。

白银市场现状与展望

- 10月份，美国银币和银条市场颓势依旧。近年来实物白银需求增高，美国散户投资者已购入大量白银，市场趋于饱和，加之银价波动率大，导致美国白银市场陷入疲软。如果现状延续，2017年美国鹰银币总销量将降至2,000万盎司以下，重返2008年的低位。美国市场的疲软还影响到了其他向其出口银币的铸币厂，在参与我公司调查的对象中，今年前九个月期间，各铸币厂总销量同比大幅下降41%。
- 在印度方面，今年前九个月期间白银进口量超过3,900吨，同比劲升60%。这主要得益于该国银饰和银器需求的改善。但自7月份开始实施GST税改政策后，市场流动性下降，排灯节期间白银销量疲软。不过我们预期在流动性问题得到解决后，明年初印度的白银需求将再次回升。
- 在白银工业需求方面，我们近期前往美国进行的调研显示，因飓风灾害后需要大规模重建，对银基电接触材料的需求激增，美国电气工业部门的白银用量持续上升。此外，其他工业部门的白银需求也较为强劲。因此，49s白银溢价持续扩大，相比之下因美国实物白银投资需求疲弱，39s白银的溢价却在收窄。
- **价格预测风险因素：**就银价上行风险而言，地缘政治紧张局势升温、对美国政府庞大债务的担忧、对主要经济体经济能否持续复苏的疑虑等风险因素仍是银价上行的主要推力。在下行风险方面，美国加息步伐快于预期是主要风险因素，不过在鲍威尔被提名为下一届美联储主席后，美联储似乎不大可能激进加息。

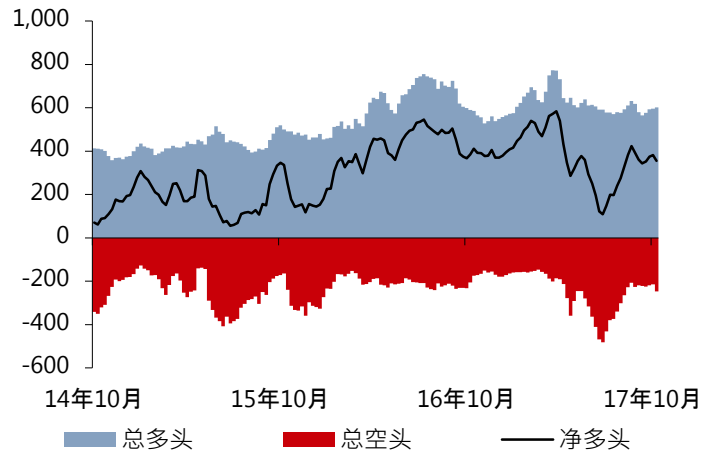
白银市场现状与展望

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



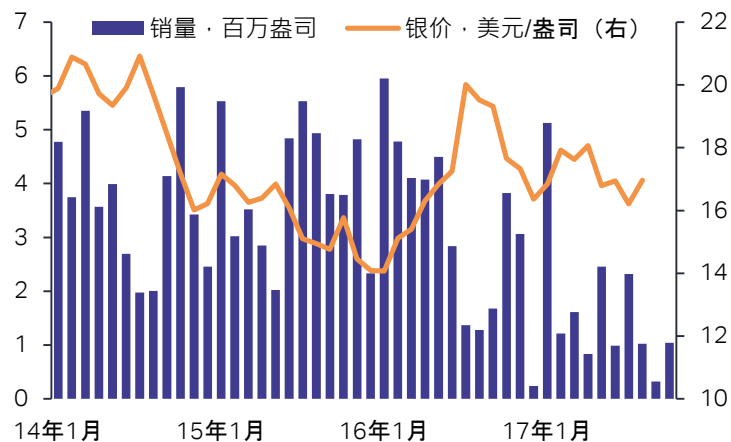
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

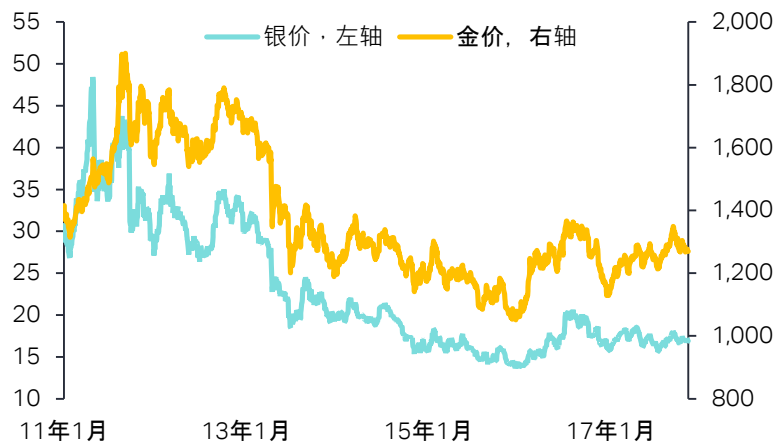
美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

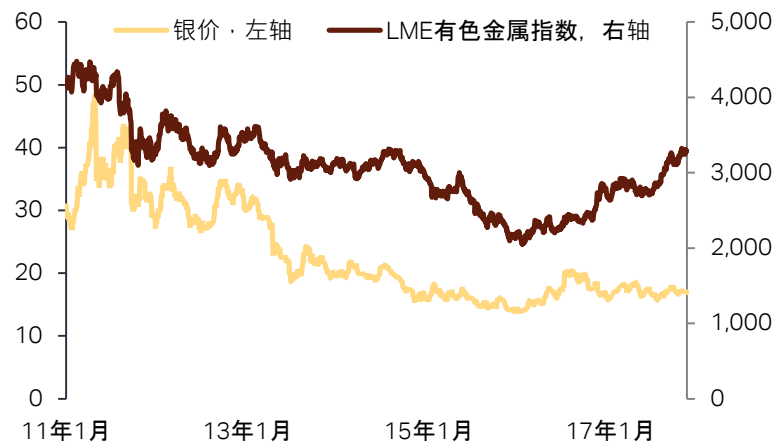
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



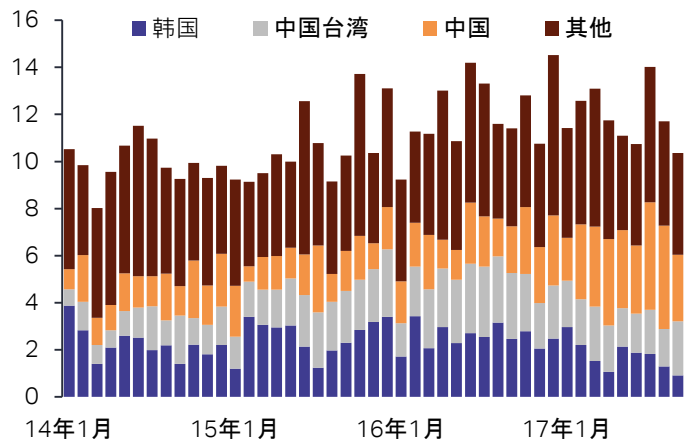
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



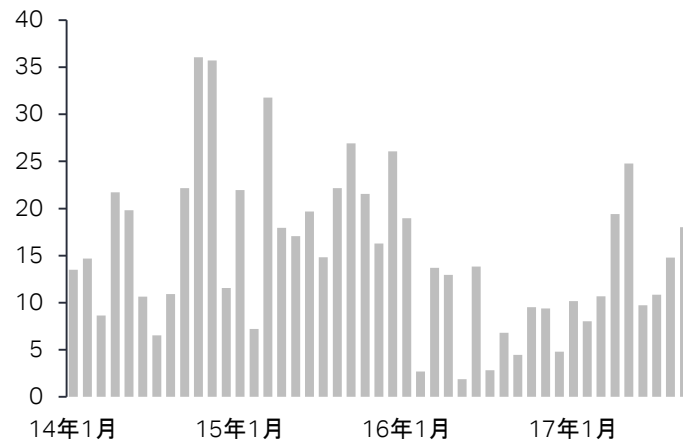
来源: Bloomberg

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9月份大幅回撤后，10月前半月**铂金**价格温和回升，但之后回吐涨幅，月末收盘价仅略高于9月末。10月期间铂价继续跑输钯价，导致11月初钯金对铂金的溢价已扩大至80美元/盎司以上。

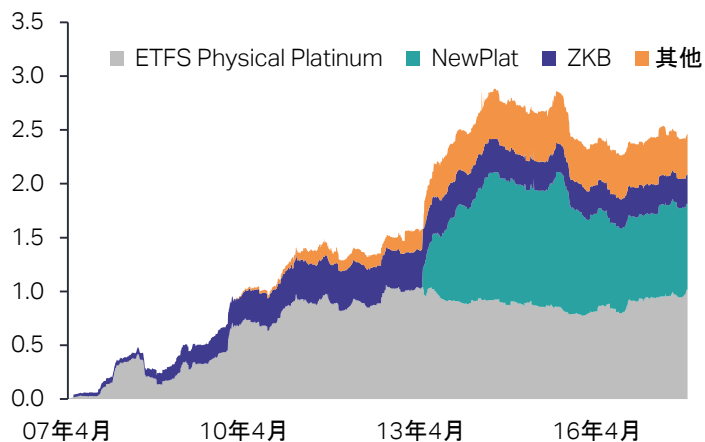
- 展望未来，尽管我们仍预期未来12月间铂价将温和回升，但因我们已下调了所预测的未来金价，相应地也下调了所预测的铂价回升幅度。
- 鉴于铂价走势与金价走势密切相关，若金价回升，在其外溢效应带动下铂价也将反弹。另外，近几周来Nymex（纽约商业交易所）铂金期货空头仓位急剧上升，一旦空头较大规模地回补，铂价也将走高。
- 但也应看到，如果铂金基本面无实质性改善，长线投资者仍将对买入铂金兴趣索然。因此，我们预计铂金对黄金的折价还将继续扩大，到2018年4季度时平均折价将高达380美元/盎司。
- 如前几期月报中所述，铂金供需基本面前景黯淡。具体而言，虽然欧洲汽车销量持续增长，柴油车所占市场份额却仍在萎缩。同时，尽管铂价已低于钯价，汽车尾气净化催化剂工业部门大规模使用铂来替代钯的情形也不大可能出现。我们预计2017至2018年期间，汽车催化剂工业部门的铂金需求量将连续下滑。

铂金市场现状与展望

- 10月下旬，南非兰特和南非政府债券遭遇3月份（当时该国广受推崇的财政部长遭解职）以来最为严重的抛售。南非经济停滞，政治形势也动荡不安，很多投资者坚信该国的主权信用评级将遭遇新一轮下调。
- 近期矿业公司开始陆续公布季度生产经营业绩。已公布的公司报告显示：
 - **英美铂业公司**：精炼铂金产量下滑2%，至68.4万盎司，铂金总产量（以铂精矿产量计）则同比持平，为62.1万盎司。该公司已把今年全年铂金产量（以铂精矿产量计）指引下调5万盎司，为230至235万盎司。
 - **隆明矿业公司**：精炼铂金销量同比上升3.6%，至21.9万盎司，全年铂金销量达70.6万盎司，高于该公司产量指引中设定的65万至68万盎司。
 - **羚羊铂业公司**：铂精矿产量上升6.7%，至34.9万盎司，但因该公司位于南非和津巴布韦精炼厂的冶炼炉都已按计划实施维护，待精炼的铂精矿库存数量增加，精炼铂金产量则下滑6.6%，至34.1万盎司。
- **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，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。不过目前看来该风险很低。

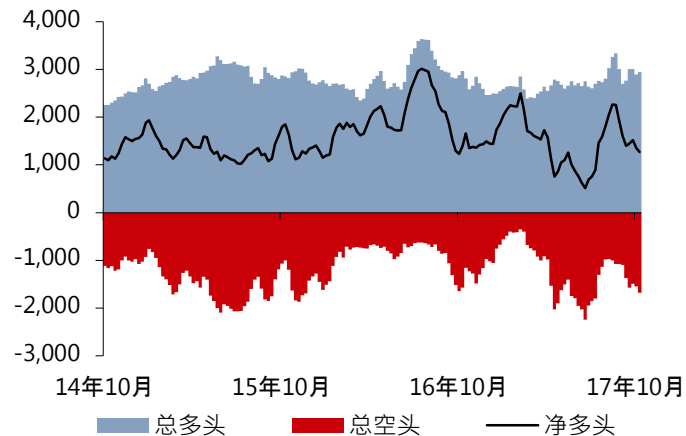
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



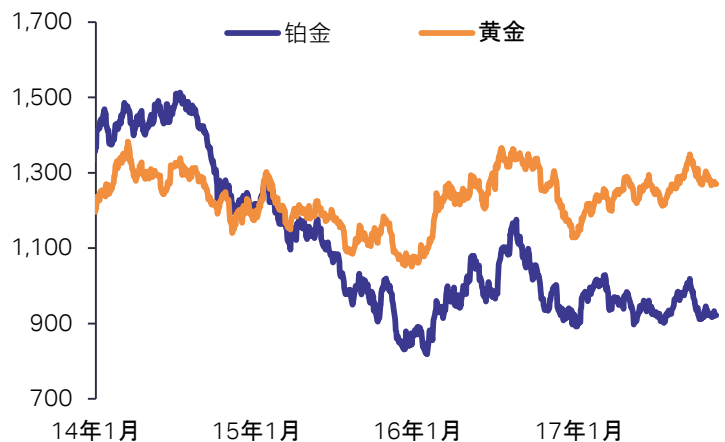
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



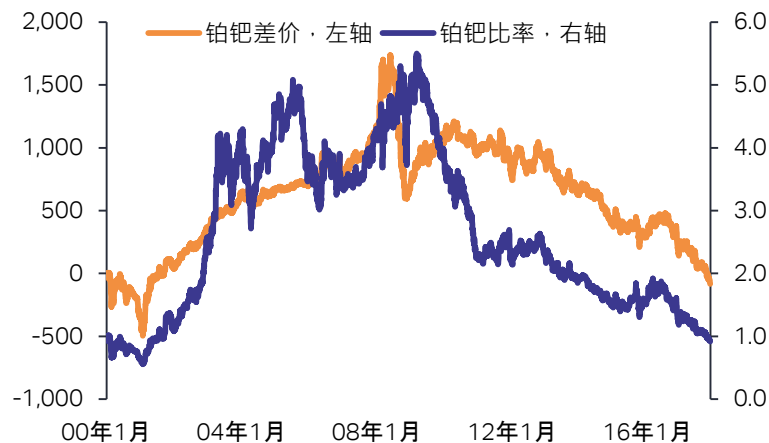
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

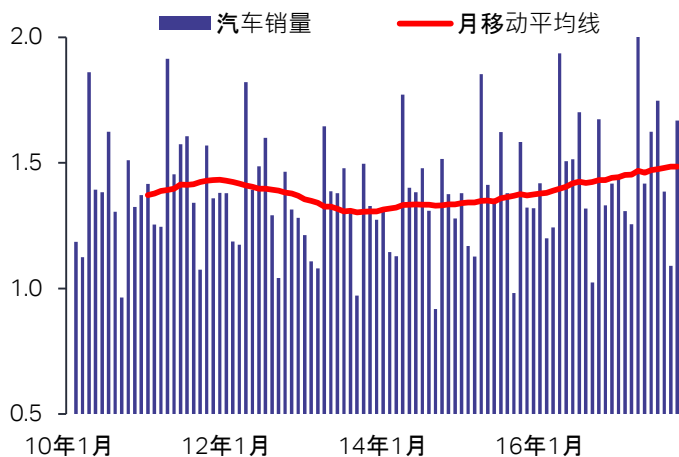
铂金:钯金 比率和差价



来源: Bloomberg

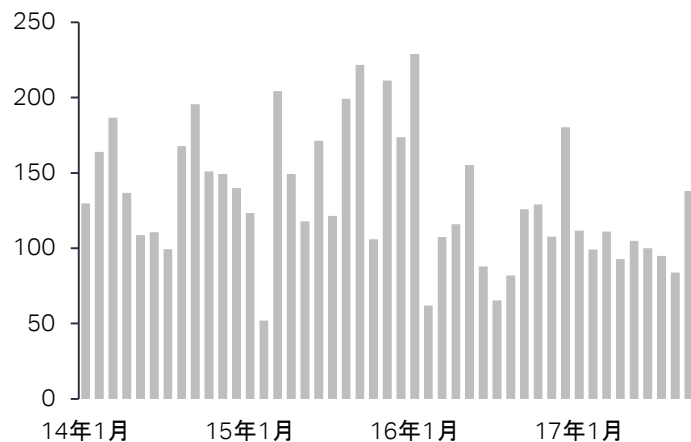
铂金市场现状与展望

欧洲汽车月销量, 百万辆



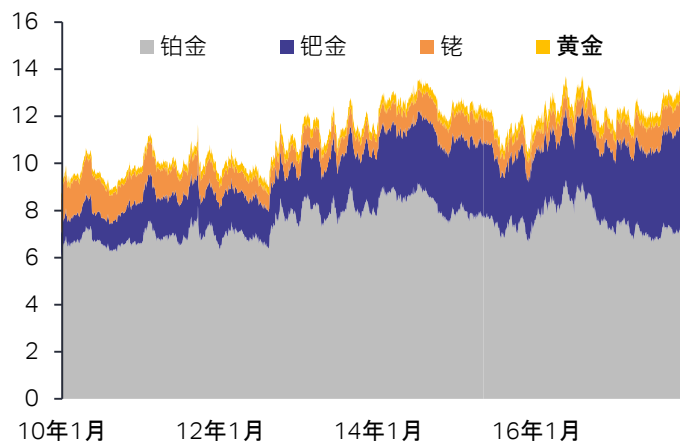
来源: Bloomberg

中国铂锭进口, 千盎司



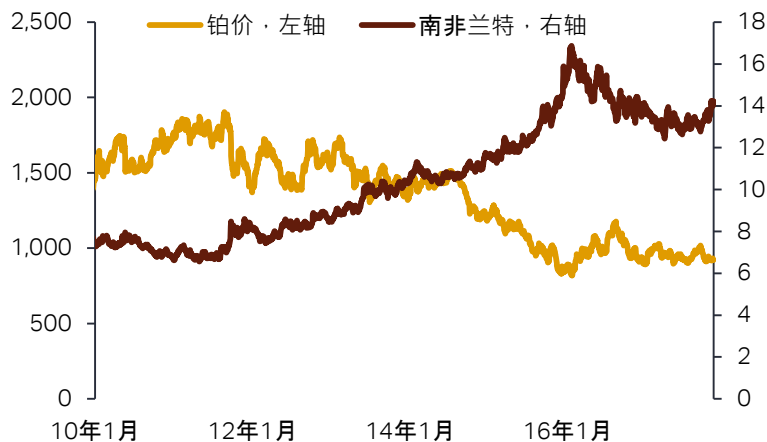
来源: Chinese Customs

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

10月份，钯金价格在911美元/盎司至1,010美元/盎司区间内波动，月均价达957美元/盎司，已创出月均价的历史第二高值，仅低于2001年1月创出的历史峰值1,045美元/盎司。二十世纪九十年代后期至本世纪初期，钯价波动率极大，从1996年时的低点114美元/盎司暴涨至2001年1月时的历史峰值1,125美元/盎司，之后又暴跌，2003年回到200美元/盎司下方。

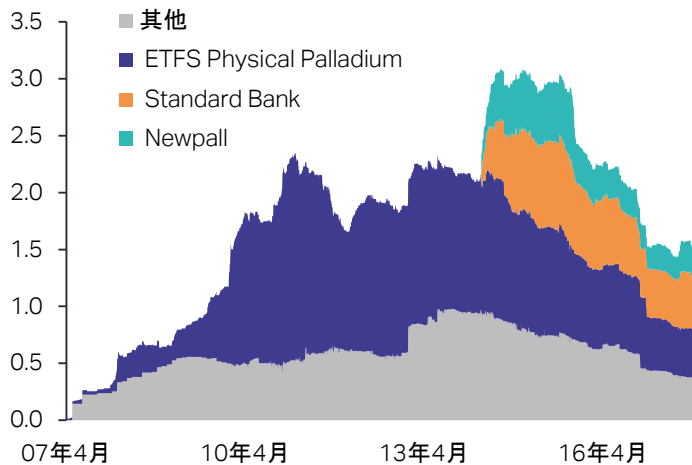
- 与本世纪初期的情况相比，钯金基本面显得特别强劲。背后的主要驱动力量包括：汽车销量持续增长；汽车尾气排放标准日趋严格；更多消费者转向购买汽油车（这在欧洲市场表现得最为明显，柴油车排放作弊丑闻遭曝光后汽油车销量激增）。在上述因素作用下，自2010年以来汽车尾气净化催化剂工业部门的钯需求量（其需求量占全球钯总需求量的近80%）以6%的年均增速持续增长。
- 在矿产钯供应方面，因主产钯的矿山产量仅占矿产钯总产量的9%，所以缺乏价格弹性。一方面需求持续增长，另一方面供应增长却陷于停滞，这将导致出现相当大的供应赤字。预计未来几年间实物钯供应赤字将持续高于100万盎司。
- 但也应看到，过去两年间钯价已暴涨120%，近乎直线上升，对其未来走势保持谨慎是必要的。我们仍认为钯价可能回落修正，因钯价和美国股价走势密切正相关，美国股市出现抛售将引发钯价回调。不过因钯的基本面如此强劲，股市抛售对钯价的冲击很可能只是短暂的。

钯市场现状与展望

- 10月份，投资者的Nymex钯金期货多头仓位增长幅度不大，10月末为284万盎司，较月初增加19.8万盎司，但仍比8月份创出的峰值313万盎司低9%，同时月内空头仓位也增至62.5万盎司。
- 去年以来中国机构持续大量买入钯，也是钯价走势如此强劲的原因之一。9月份，中国大陆通过香港进口的钯达20.2万盎司，本年迄今总进口量已劲升17%。需求增长的主要推手为厂商囤积存货。因此，一旦补充存货的步伐放慢，未来钯进口量很可能回落。
- 美国国会内的共和党议员已提议取消给予电动汽车的税收抵免（每辆车7,500美元），电动车的增长势头可能受阻。如果该议案通过，将从2018税收年度起实施。该消息已导致特斯拉公司的股价重挫10%，触及今年5月初以来的低点。
 - 9月份美国汽车销量极为强劲，但10月份已回落，同比下滑1.1%。本年迄今，美国汽车总销量同比下降1.7%。
- **价格预测风险因素：**在未来一段时间并未出现抛售潮，是钯价上行主要风险因素。钯价已突破1,000美元/盎司心理关口，从技术分析角度看，上方基本没有阻力位。但鉴于钯市场供应如此紧张，价格飙升和波动性剧增的风险都同时存在。
- 在钯价下行风险方面，经济出现突如其来的冲击或股市爆发烈度远超预期的抛售潮，钯价很可能急剧走低，若美国和/或中国经济增长令人失望，则更是如此。

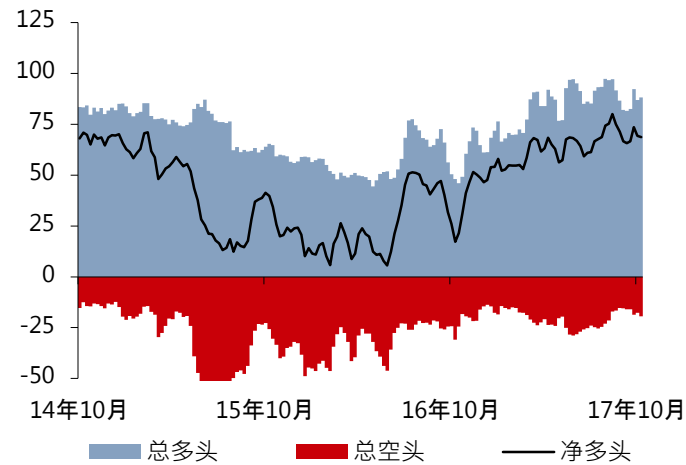
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



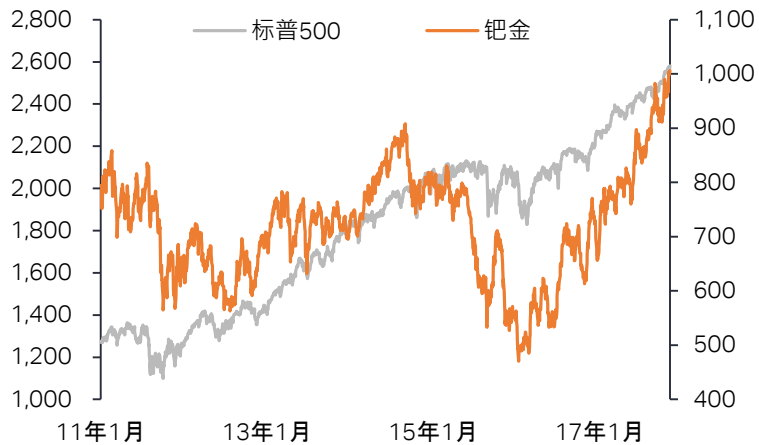
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



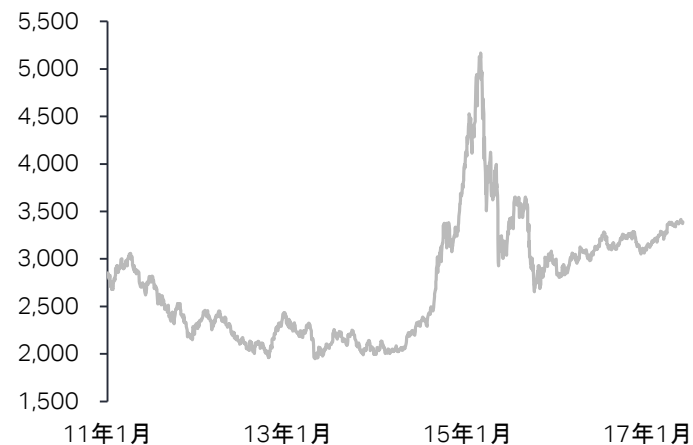
* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

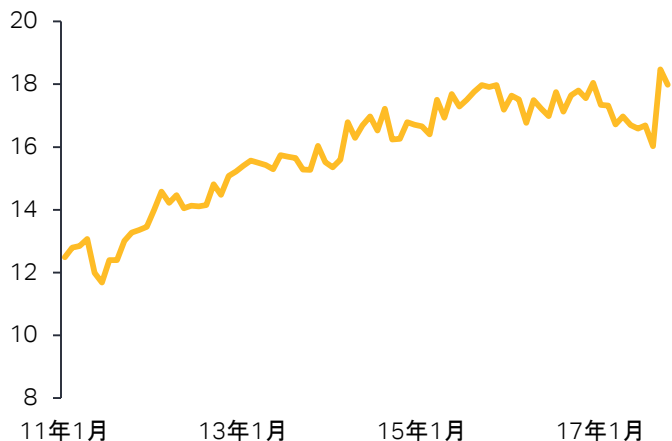
上证指数



来源: Bloomberg

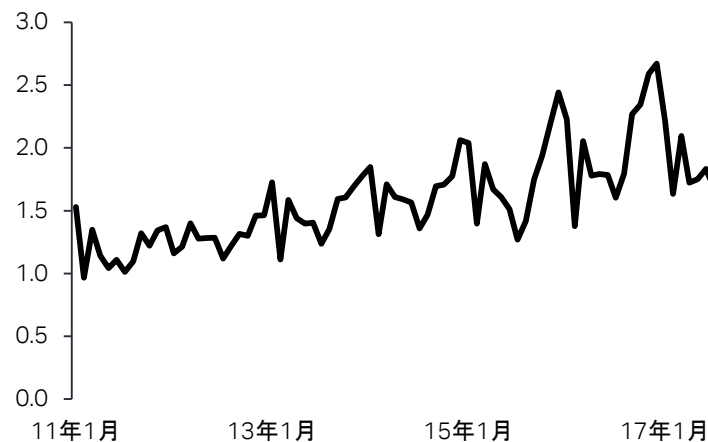
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



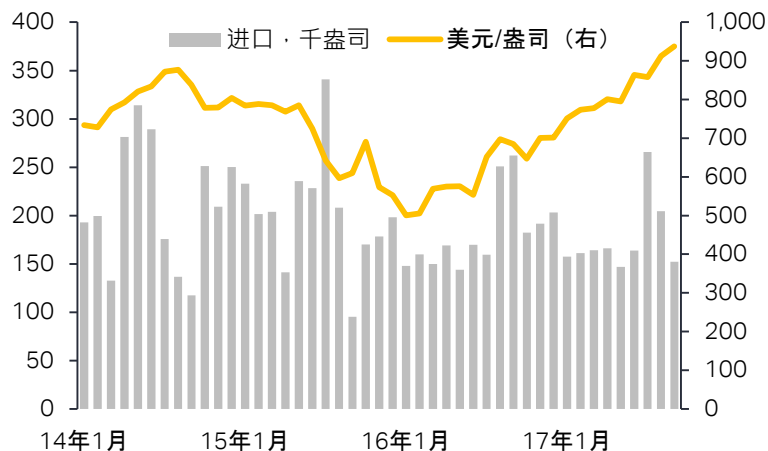
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



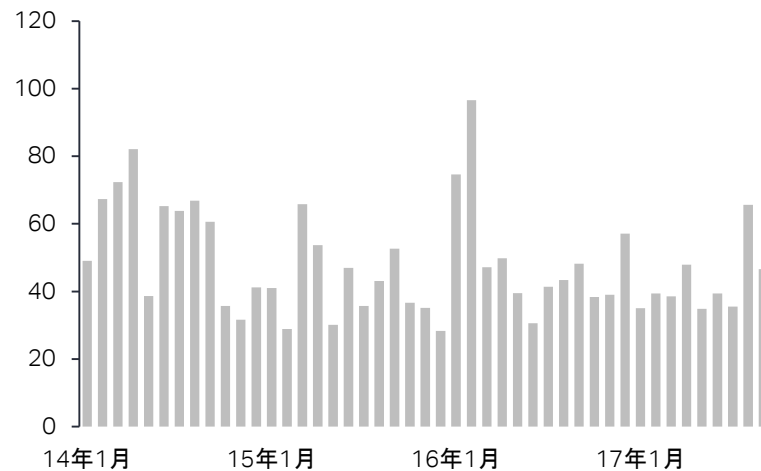
来源: Bloomberg

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。