



Metals Focus

贵金属月报

第26期 - 2018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.randrefinery.com



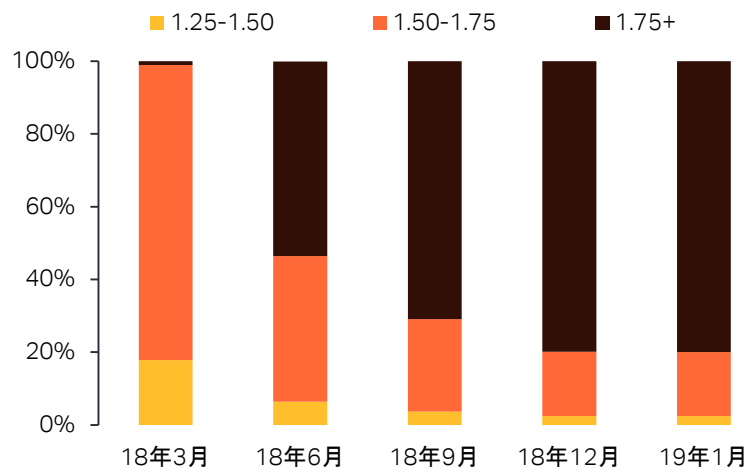
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- ▶ 一如预期，美联储在12月举行的政策会议上宣布加息。利率预测点阵图显示，联邦公开市场委员会（FOMC）每一名成员都认为利率还有进一步上行空间，这预示着今年美联储很可能继续加息三次。
- ▶ 2017年12月22日，特朗普总统签署减税总额高达1.5万亿美元的税改法案，取得上任近一年来的首次重大立法胜利。
- ▶ 有些令人诧异的是，12月中旬以来美元持续走弱，2018年初已触及近三个月来的低点。这很大程度上归因于美元汇率市场定价已把加息和减税这两大利好因素提前计入，一旦利好兑现，美元反而走软。
- ▶ 同时，欧洲经济持续改善，市场对欧洲央行将于今年退出财政刺激计划的预期不断升温。得益于此，欧元对美元的汇率已升至三年来的高点。
- ▶ 展望未来，虽然税改法案的通过和对朗普政府将顺利推出基建投资和“放松监管”“政策的市場情绪持续升温都将继续推动美股的上升，但我们仍坚信仅靠这些新政策的实施，并不能确保美国经济持续复苏。
- ▶ 大规模减税势必导致本已存在问题的美国政府债务水平较预期更快地上升。同时，地缘政治紧张形势仍在加剧（例如朝鲜半岛、中东等热点地区），其他一些尾端风险（中国爆发信贷危机、欧洲主权债务问题恶化等）也不可忽视。因此，我们认为未来数月间贵金属对投资者的吸引力必将增强。

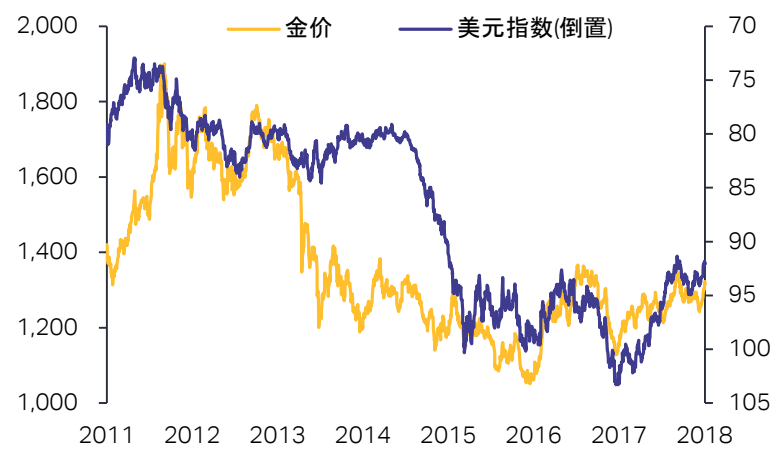
宏观经济现状与展望

美国利率预期



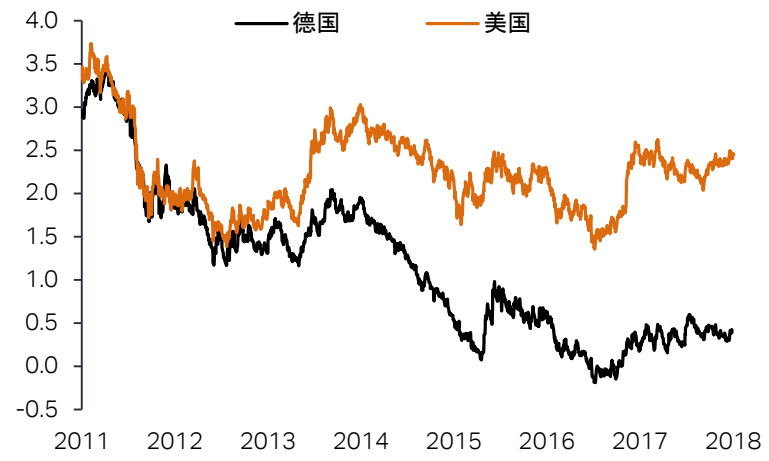
来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



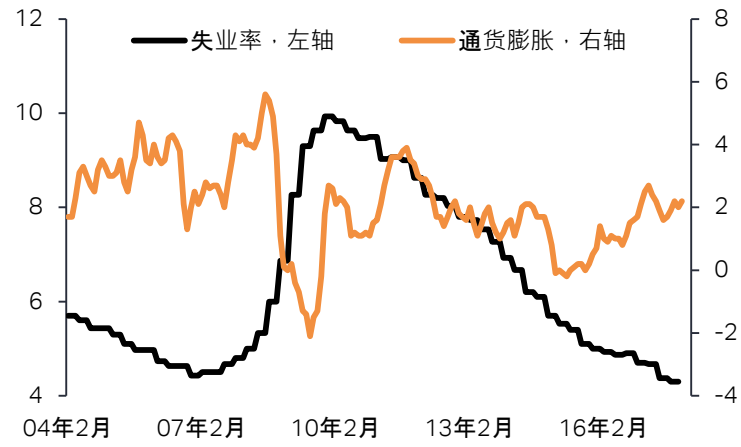
来源: Bloomberg

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

2017年12月12日（FMOC会议前夕），黄金价格跌至1,237美元/盎司，触及五个月来的低点，但之后持续稳健回升，年末报收于1,303美元/盎司，较年初上涨13%，涨幅在四种主要贵金属中名列第二。

2018年初，金价继续走高，目前已升至1,320美元/盎司左右，重返2016年9月的高位。

- 展望未来，我们小幅下调了所预测的2018年1季度金价。如前面“宏观经济”部分所述，美国成功推出大规模税改方案，市场亦预期特朗普政府将实施更多财政刺激政策，因此近期市场风险情绪将得到提振，利好于风险资产。
- 但我们仍坚信因估值水平已过高，美国股市大幅回调修正已不可避免，只是时间早迟而已，这应利好于黄金。目前我们预计今年2季度股市就会大幅回调。鉴于目前投资者的黄金持仓量较低，一旦股市回调，大量资金流入黄金市场可期。
- 目前看来，去年12月中旬以来金价的强劲反弹主要得益于空头回补。可获得的最新数据显示，12月12日至26日期间Comex（纽约商品交易所）黄金期货总空头仓位下降25%。同一期间总多仓数量变动甚微，保持在760吨左右，远低于2016年的均值926吨，与2016年中期创出的历史峰值1,370吨相比，更是瞠乎其后。
- 2017年，全球黄金ETPs（交易所交易产品）的持仓量连续第二年实现增长，但年末的总持仓量仍较2012年12月创出的历史峰值低17%。

黄金市场现状与展望

➤ 主要实物黄金市场近期状况：

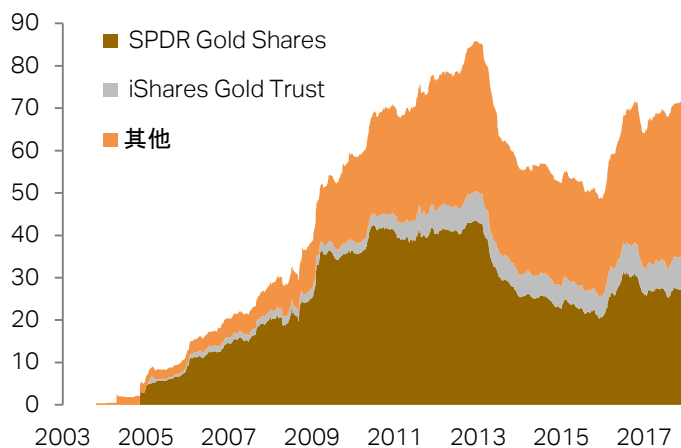
- 印度节日季节落幕，黄金销势喜人。因前半月金价走低，12月印度首饰销量强劲增长。
- 据估算，2017年全年印度黄金进口量劲升近40%，至850吨。这主要得益于该国实物黄金需求持续回暖，以及贸易商赶在政府实施GST（商品及服务税）税改前大量补充库存。
- 2017年后期，中国金条销量仍较疲软。尽管12月初金价下跌，但投资者担心金价还将进一步走低，趁低买入的意愿不强。

➤ 正如我们在最新发布的《五年期黄金市场预测》中已指出的，矿产金产量持续增长的态势已成为历史，预计2018年全球矿产金总产量将与2017年持平，其中印尼加斯堡矿山的黄金产量有望增加25吨（得益于露天矿开采面积扩大），足以抵消其他黄金矿山产量的下降。

- **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：地缘政治紧张形势（中东地区和朝鲜半岛）；股票和债券市场出现烈度远超预期的抛售潮；美国财政状况持续恶化。
- 美国经济持续显著复苏是金价下行主要风险因素。若美国经济持续走强，投资者对股票估值过高的担忧将减弱，这样机构投资者就难于从股市上撤资转投黄金市场。同时，如果印度政府推出更为严厉的监管政策，该国实物黄金需求也将面临更大逆风。

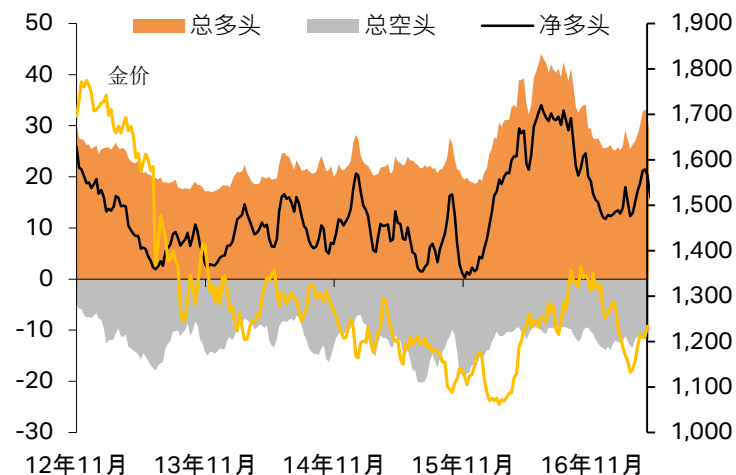
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



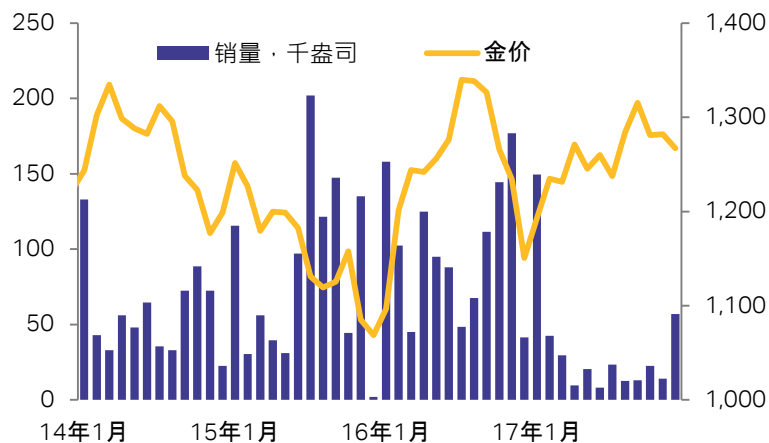
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



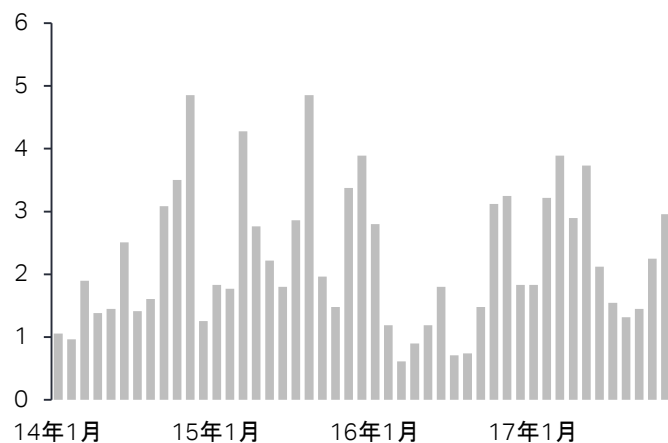
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

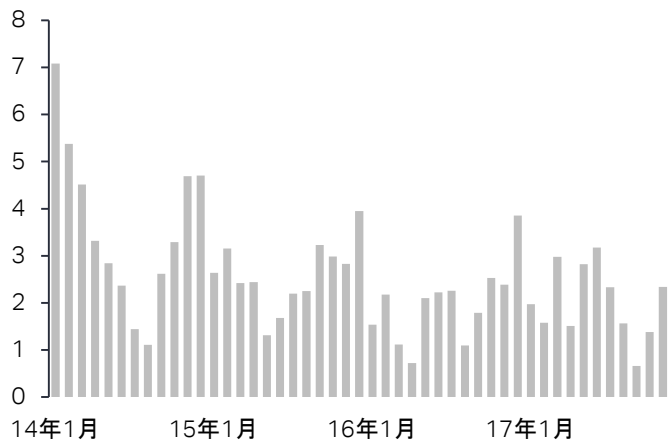
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

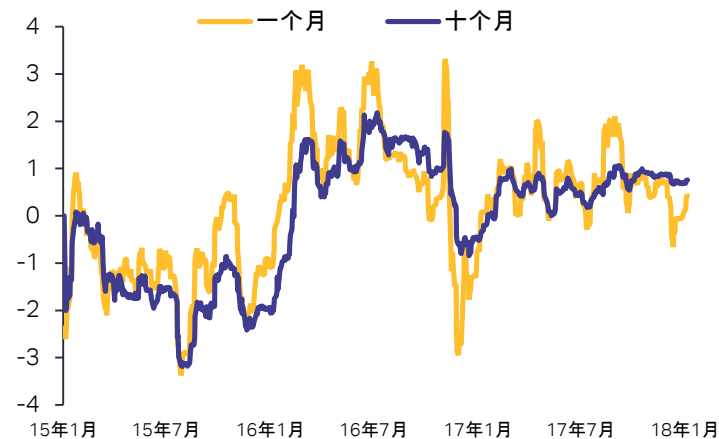
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



来源: Hong Kong Customs

25-Δ 风险逆转, %



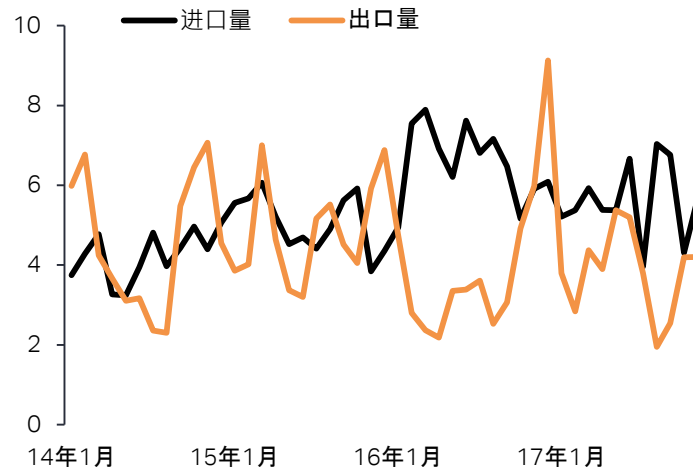
来源: Bloomberg

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

与金价运行趋势一致，白银价格在12月12日触及五个月来的低点15.65美元/盎司后也强劲反弹。2018年1月初，银价上行态势延续，在撰写本报告之时，已升破17美元/盎司。

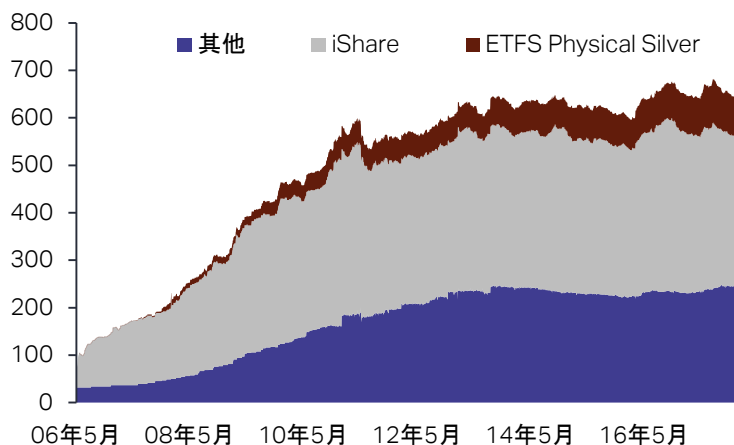
- 我们仍坚信2018年银价将走强，其根本原因是宏观经济和地缘政治风险仍在持续发酵，大环境利好于贵金属尤其是黄金，在金价涨升外溢效应的带动下，白银（及铂金）都有望走强。
- 此外，因白银市场的体量和流动性都逊于黄金市场，一旦金价突破其重要技术阻力位，银价涨幅有望跑赢金价。因此，我们预计到2018年4季度时黄金/白银价格比率均值或将从2017年4季度的76.3:1降至70.3:1。
- 12月银价走低部分归因于CME（芝加哥商品交易所集团）白银期货净多头仓位量自11月下旬以来持续下滑，12月底净多头仓位量较11月剧降72%。这意味着未来投资者增持多头仓位的空间相当大，进而能为今年银价走高提供强劲支撑。
- 在实物白银需求方面，2017年美国银币和银条需求相当疲软，其中老鹰银币全年销量仅为1,800万盎司，其他一些投资性银币的销量也大幅下滑。背后的原因包括：美国股市迭创历史新高，资金涌入股市；银价波幅受限；市场已趋于饱和。因此，今年美国实物白银需求能否有所改观很可能要取决于股市是否会回调修正或银价波幅是否会显著增大。

白银市场现状与展望

- 2017年印度白银实物投资需求也相当疲软。尽管如此，全年印度白银进口量还是飙升逾80%至5,500吨（2016年该国白银进口量下滑50%，因此基数低），银饰和银器需求回暖是主要推手，节日期间银器销量甚至超过银饰。
- 2017年，欧洲主要首饰制造国——意大利的白银首饰需求也走强。相比之下，因大众市场需求的持续低迷，西方国家的银器需求则较预期的更为疲软。
- 因工业企业对节约使用白银和以其他金属替代白银的热情有限，加之汽车行业、基建业和光伏发电产业的白银需求旺盛，预计2018年白银工业需求将保持在较高水平。
- 预计2018年全球光伏发电总装机容量将达到100GW，较2017年创出的历史新高90GW再上层楼。其中两个国家将是主要贡献者：
 - 2018年1季度中国光伏发电装机容量有望大幅增长，主要原因是6月30日后光伏发电上网电价将下调约15%，厂商会赶在该“630”截止日期前集中进行装机。
 - 2017年，印度光伏发电业增速惊人，装机容量达近10GW，预计今年还将继续增长。但考虑到印度政府已决定从2018年2季度起对原产于中国的光伏发电模块征收反倾销税，而本地供应链可能无法及时建成，该国光伏发电业的增长前景也面临不确定性。
- **价格预测风险因素：**银价上行和下行风险因素与金价上行和下行风险因素大致相同：地缘政治紧张局势、主要经济体经济放缓、股市大幅回调等因素将推动银价上行；而美联储的加息步伐快于预期则将拖累银价和金价同时走低。

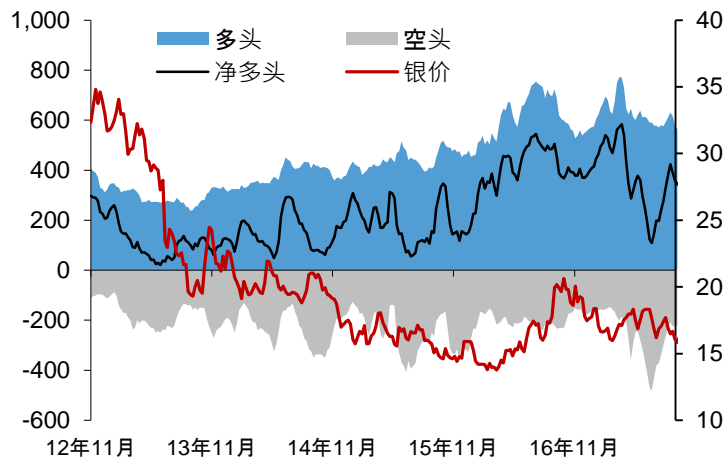
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



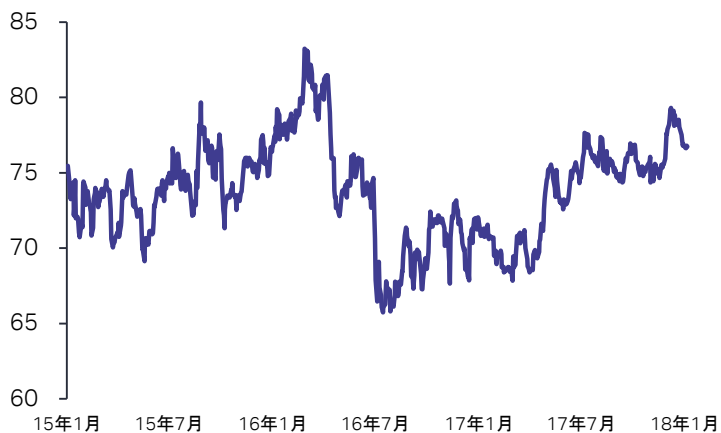
来源: Bloomberg

Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



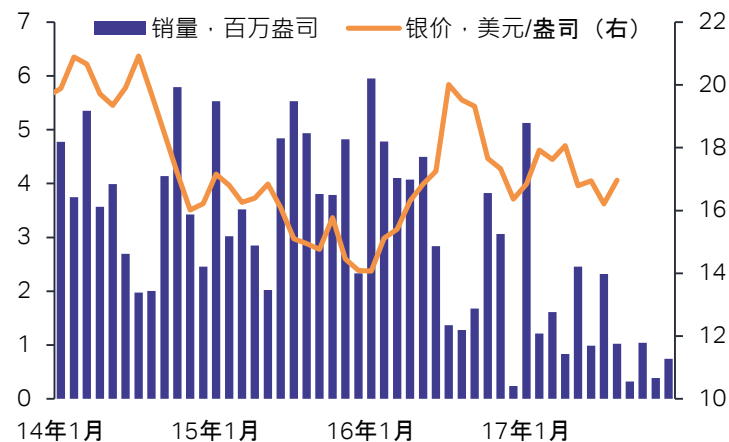
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

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

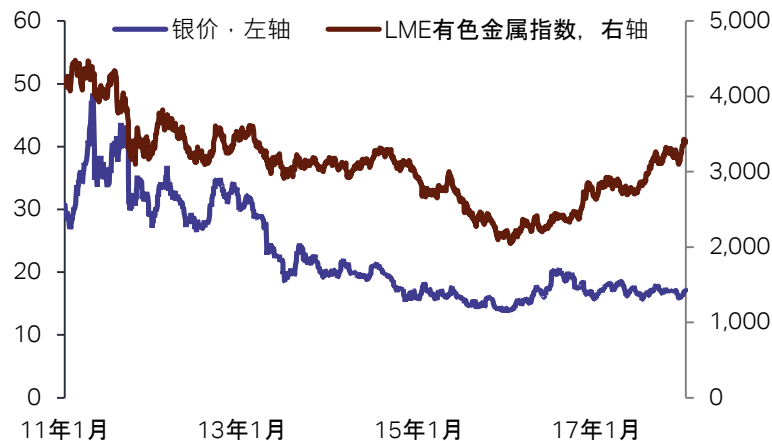
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



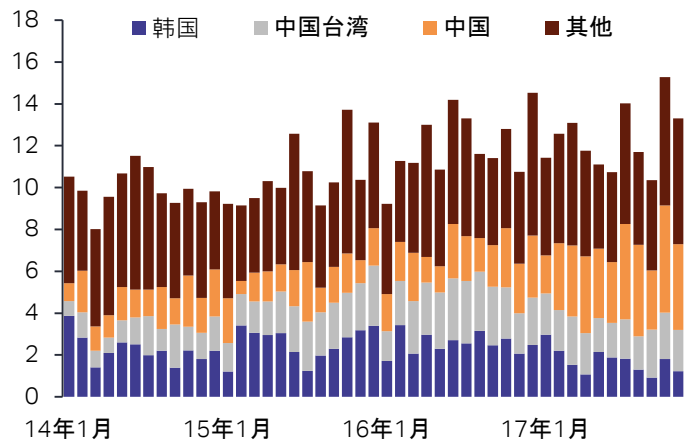
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



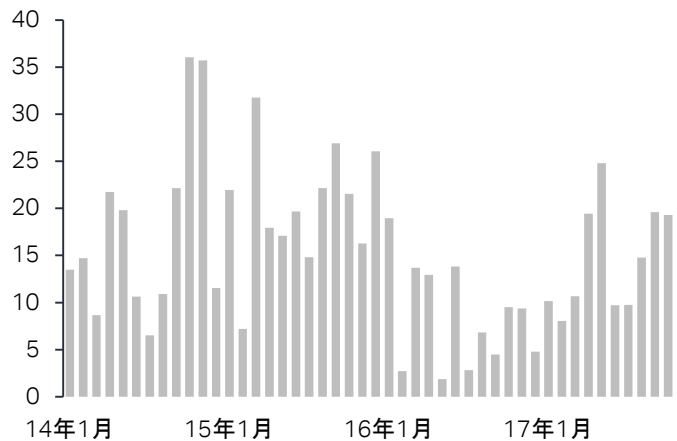
来源: Bloomberg

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

2017年12月大部分时间内，**铂金**价格都随黄金价格的变化而波动，但仍跑输金价，其对黄金的折价从每盎司**337**美元扩大至**354**美元。此外，铂价也跑输钯价，铂/钯价格比率从**0.93:1**降至**0.87:1**。

- ▶ 尽管铂价表现疲弱，我们仍预期**2018**年铂价将温和回升。鉴于铂金的供需基本面不佳，推升铂价的关键因素仍将是金价上涨的外溢效应。因此，我们预计铂金对黄金的折价将不会收窄。**2017**年**4**季度，该折价的均值为**354**美元，预期到**2018**年**4**季度时也将保持在类似水平。
- ▶ 铂金的供需基本面之所以不佳，部分原因是矿产铂金供应量尤其是南非的供应量未能得到有效削减。
 - ▶ **2017**年大部分时间内，南非兰特都走弱，同时钯和铑的价格飙升，抵消了铂价（美元价）疲软带来的负面影响。虽然拉马福萨当选非洲人国民大会新任主席后，兰特已温和回升，但钯和铑的价格仍很坚挺，因此我们预计兰特走强并不会对南非铂矿业产生重大冲击。
 - ▶ 近期**Sibanye**矿业公司宣布将收购隆明矿业公司，这是南非矿业内的一大事件。该收购交易完成后，**Sibanye** 矿业将停止投资于隆明矿业的马里卡纳矿山，转而将重点放在利用隆明矿业的精炼厂之上。但因钯和铑的价格仍很坚挺，该公司铂金产量可能要到**2025**年才会较大幅度地下降。

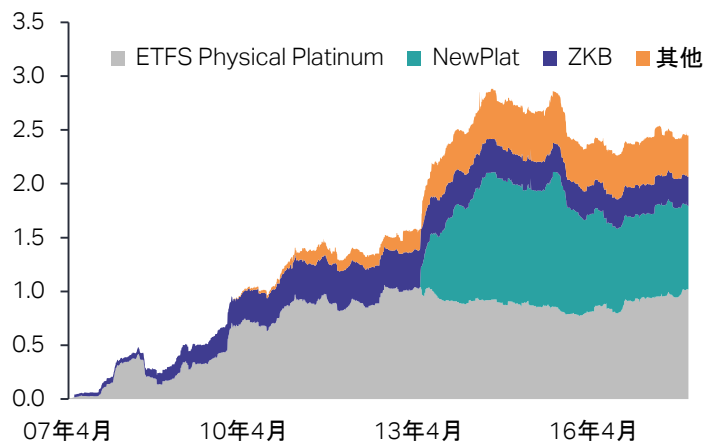
铂金市场现状与展望

- 在需求端方面，欧洲汽车市场的新动向总体上利空于铂金。例如，2017年德国汽车总销量增长3%，但柴油车所占份额已从2016年的45.9%降至38.8%（相比之下2017年汽油车所占份额则从2016年的52.1%升至57.7%）。
- 法国的情况也类似。2017年法国汽车销量连续第三年增长，但柴油车所占市场份额已首次降至50%以下，仅为47%。而五年之前，柴油车所占市场份额还高达75%。
- 欧洲汽车市场上轻型柴油车所占份额不断下滑，据此我们研判2017年全球汽车行业的铂金总需求量在之前连续三年增长后已停滞不前，约为330万盎司，与2016年持平。
- 因矿产铂金产量基本未得到削减，2017年实物铂金市场出现约29万盎司的供应过剩。我们预计2018年汽车行业的铂金需求将小幅下滑，这样供应过剩量或将扩大至50万盎司。地上铂金存量将继续上升，到2018年底时或将升至900万盎司，足以满足15个月的需求。

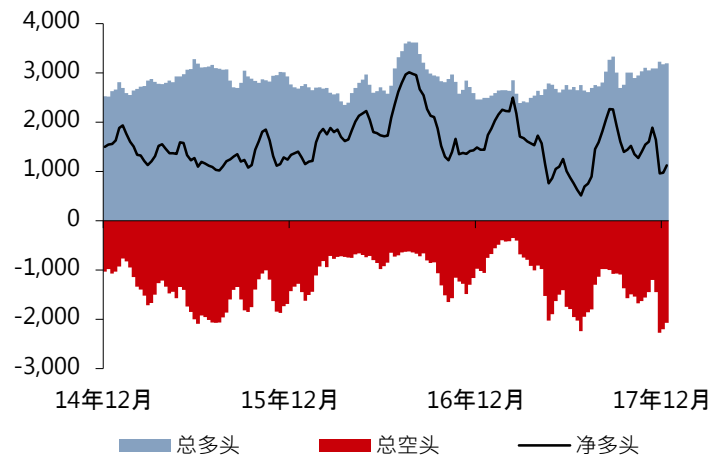
价格预测风险因素：鉴于铂金价格与黄金价格密切正相关（预期今年亦会如此），金价上行和下行风险因素也将影响铂价。就影响铂金市场的特有风险因素而言，今年柴油车的销量或将继续大幅下滑，这会挫伤投资者对铂金的信心并打压铂金制造需求，导致实物铂金供应过剩量扩大。以法国为例，2017年该国轻型柴油车销量急剧下降，单是12月的销量就同比下滑10%，这显示今年的情况可能也不妙，销量将继续下行。

铂金市场现状与展望

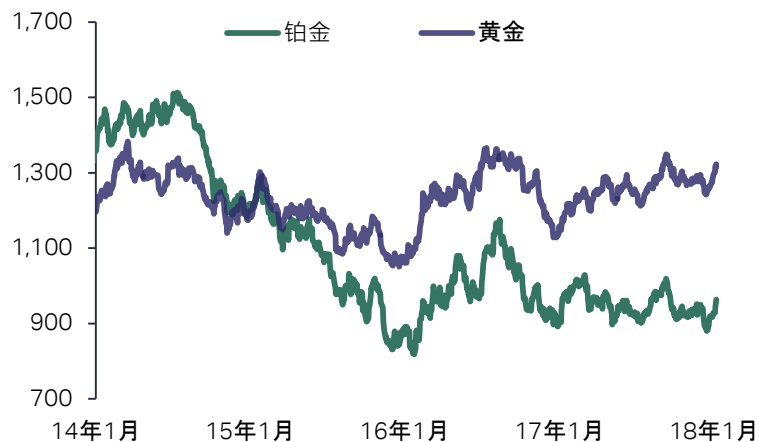
交易所上市基金，百万盎司



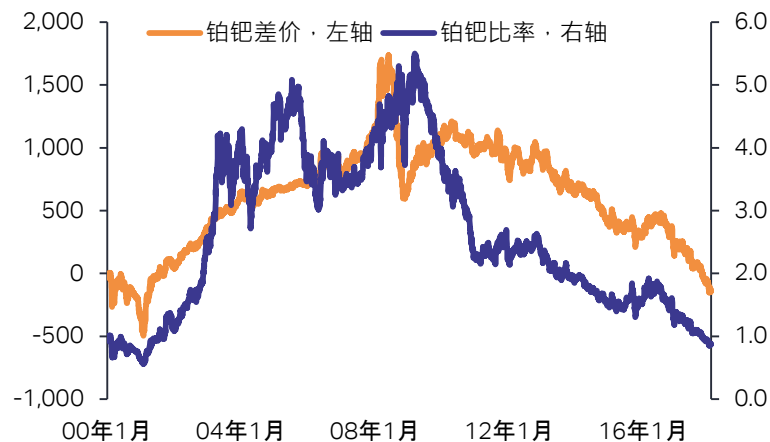
Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



铂金 & 黄金价格

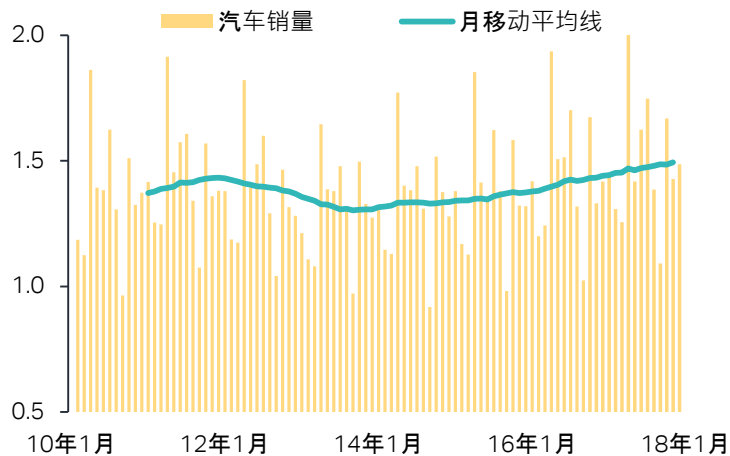


铂金:钯金 比率和差价



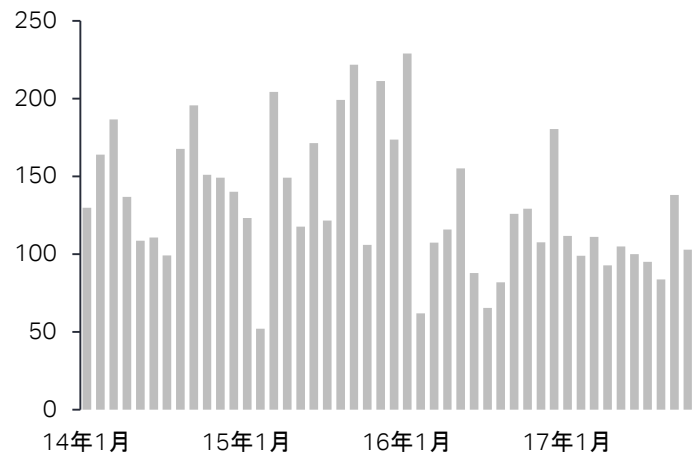
铂金市场现状与展望

欧洲汽车月销量, 百万辆



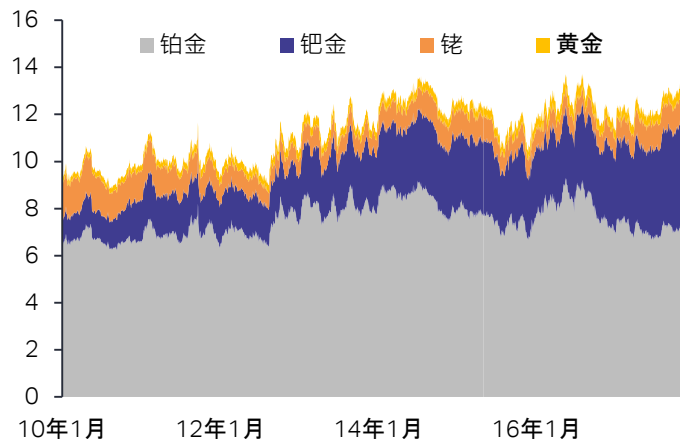
来源: Bloomberg

中国铂锭进口, 千盎司



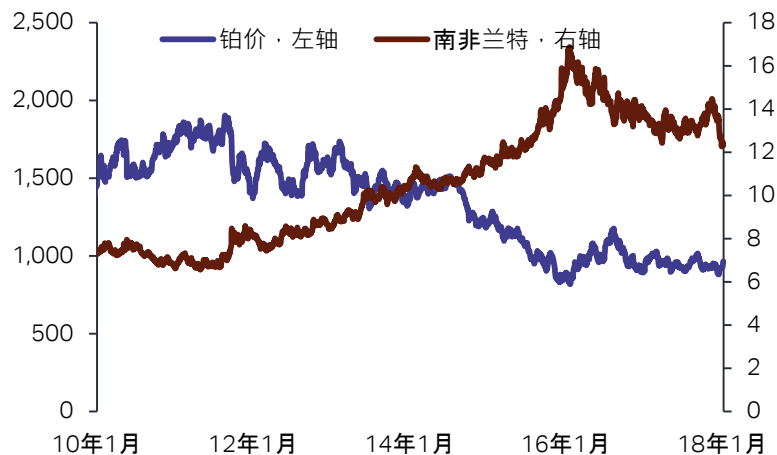
来源: Chinese Customs

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

钯金表现为主要贵金属中一枝独秀的态势延续，2018年1月初已升破1,100美元/盎司关口，对铂金的溢价扩大至150美元/盎司。

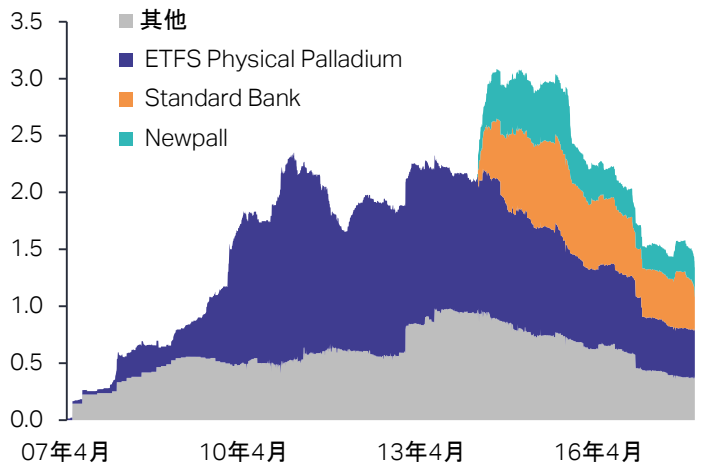
- 2017年12月下旬以来，贵金属和股市均走强，助推钯价继续强势上行。
- 强劲的基本面仍是钯价走高的主要推手，但我们要发出告诫，近期钯价飙升背后亦有投机者推动。
- 中国机构囤积钯存货也是推动钯价上行的力量之一。9月至11月期间，每月出口至香港的钯金数量达6吨（20万盎司），12月的数量也应保持在类似水平。
- 钯基本面前景仍非常强劲，但市场已日益超买。截至12月26日，Nymex（纽约商业交易所）钯期货净多头仓位量已升至260万盎司（82吨），接近历史峰值。近期钯价可能回调修正，不过幅度应该不大。
- 因估值已过高，我们预测美国股市年内就将回调，因此认为今年中期钯价可能有较大幅度的回落。根据我们目前所作研判，今年某个时段钯金有可能重返对铂金的折价状态，不过持续时间应该不长。
- 即使钯金短暂重返对铂金的折价状态，也应该只是一种异常现象，而非重返常态。今年后期强劲的基本面将让钯金再次大放异彩，重新燃起投资者的兴趣。因此，我们预期2018年底钯价将报收于1,100美元/盎司上方，对铂金的溢价还将扩大。

钯市场现状与展望

- 12月，美国汽车销量在连续两月下滑后回升。该月销量的年化数字为1,780万辆，接近历史峰值。
- 11月中国轻型汽车销量为290多万辆，同比增长还不到1%，乍看之下似乎令人失望，但对比历史数据后我们发现这实际上是月度汽车销量的历史第二高值。
- 12月，钯金ETP减仓步伐放缓，自11月以来仅有微幅流出。因钯金ETP已停止减仓，加之中国机构继续强力买入，钯金租赁利率已小幅上升。
- **价格预测风险因素：**我们对近期钯价走势持谨慎态度是因为预期美国股市将回调。虽然我们认为股市回调是大概率事件，但也不排除股市继续走高的可能性。美国调低企业税率，特朗普政府基建投资计划也呼之欲出，将提振上市公司的盈利预期，投资者可能继续追捧股票。若出现此情景，钯价即使回调，幅度也会很有限，投资者会急切地趁低买入，钯价将很快止跌并向上攀升。

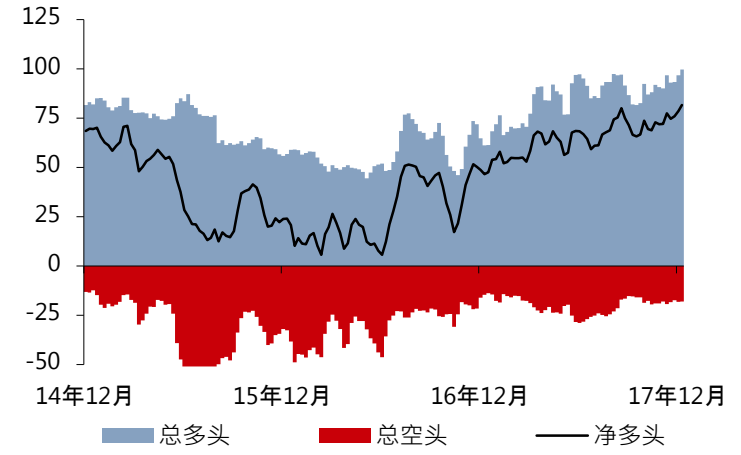
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



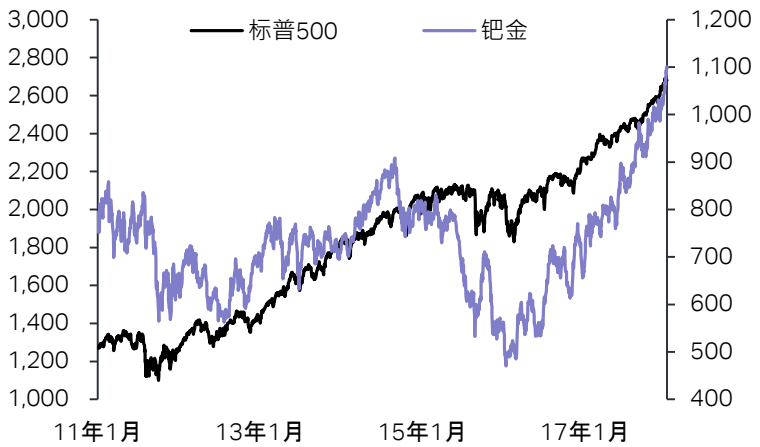
来源: Bloomberg

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

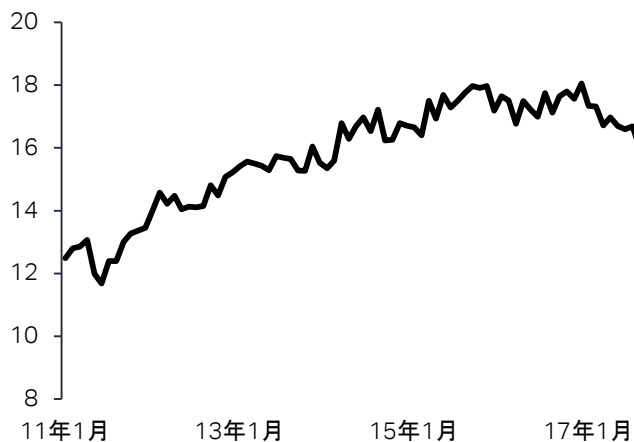


来源: Bloomberg



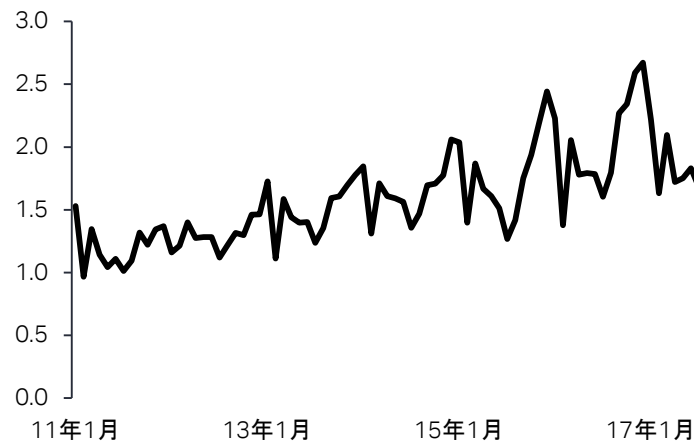
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



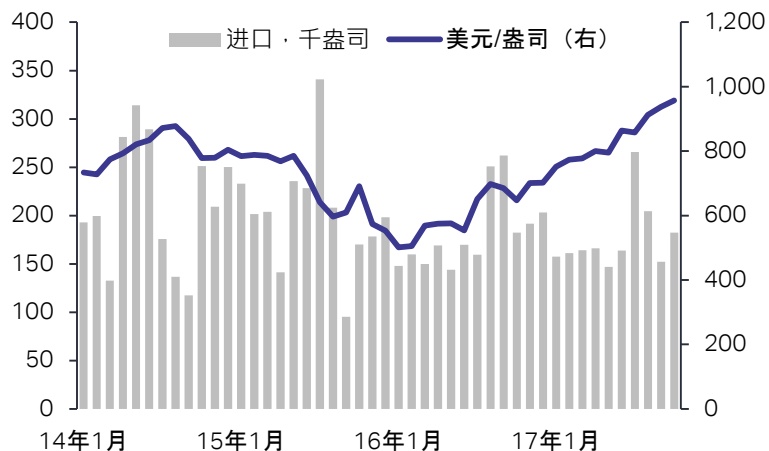
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



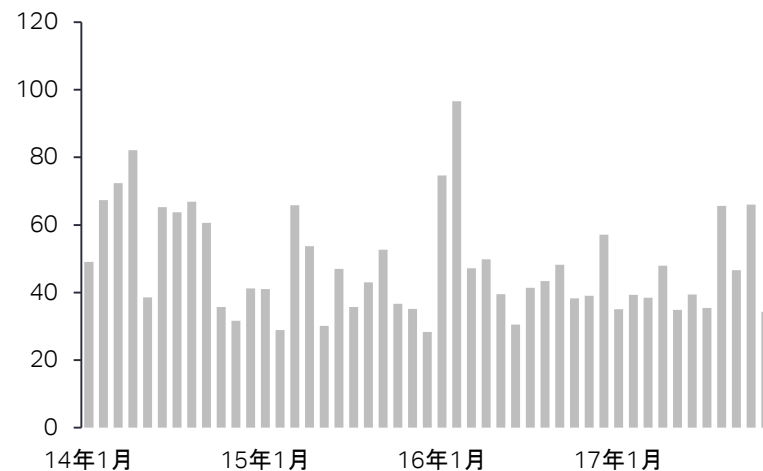
来源: Bloomberg

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

Junlu Liang, 高级分析员
junlu.liang@metalsfocus.com

Daniel Macfarlane, 研究员
daniel.macfarlane@metalsfocus.com

Pete Roberts, 研究员
pete.roberts@metalsfocus.com

Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔
cagdask@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。