



Metals Focus

贵金属月报

第30期 - 2018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 感谢以下机构
对《贵金属月报》中文版的支持



www.asahirefining.com



www.sberbank-cib.ru



www.randrefinery.com



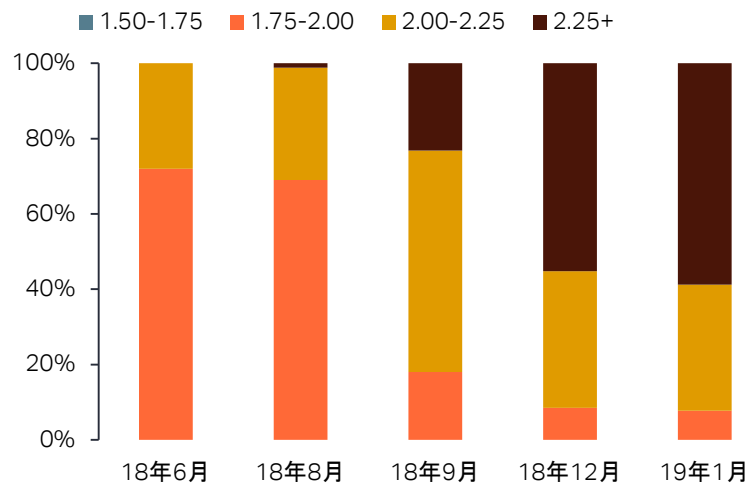
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 4月中旬以来，美元指数已劲升约5%，同时10年期美国国债的收益率也于四年来首次升破3%。
- 特朗普总统宣布退出伊朗核协议，之后油价飙升至四年来的高点，导致通胀预期上升，推高了债券收益率。
- 欧元区和英国的经济数据令人失望，导致欧元和英镑遭抛售。3月初举行的意大利大选无政党获多数议席，之后政治僵局持续，近期再次举行选举的可能性大增，令欧元进一步承压。
- 尽管4月份股票遭进一步抛售，但宏观经济因素和市场普遍的预期仍利好于顺周期资产，而非避险资产。
- 展望未来，美元和债券收益率继续走高仍是打压投资者对贵金属信心的最大风险因素。
- 不过我们仍坚持认为今年后期美元将重返下行通道，驱动美元走低的因素包括：市场预期欧洲央行将收紧货币政策；美国政府债务水平令人担忧，美元收益率曲线可能进一步平坦化。
- 此外我们还认为全球股市都将回调修正，波动率也将大幅增高。在地缘政治方面，虽然美国和朝鲜的紧张关系已大为缓和，但中东地区的政治局势仍很紧张。上述因素应能促使投资者对贵金属尤其是黄金的兴趣复燃。

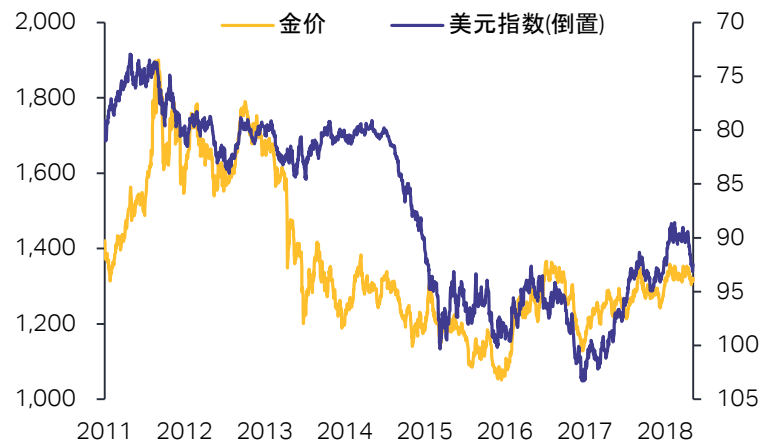
宏观经济现状与展望

美国利率预期



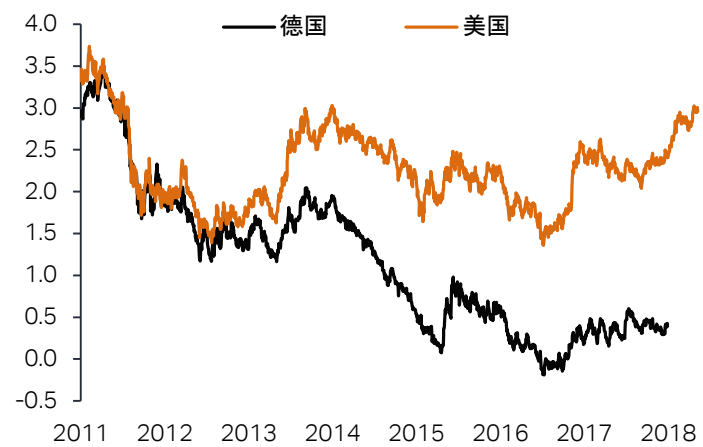
来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



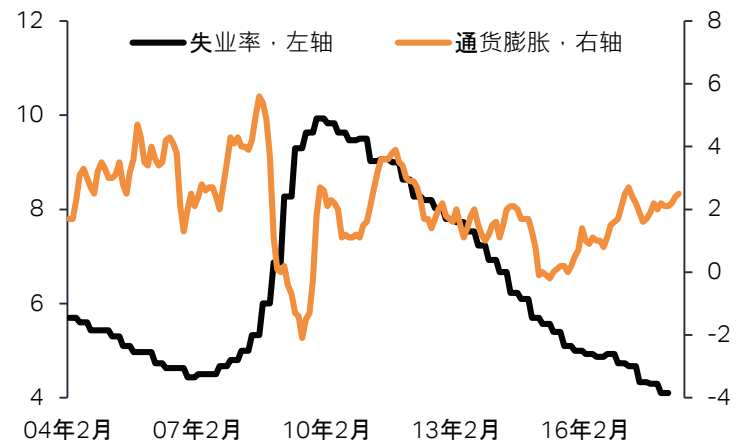
来源: Bloomberg

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月上半月黄金价格呈震荡整理走势，进入下半月后走低，在1,300美元/盎司一线才止跌企稳。之后避险性买盘涌出，金价温和回升至1,320美元/盎司一线。

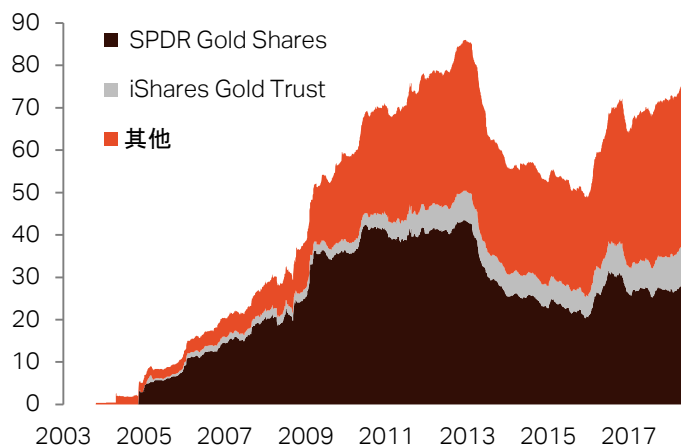
- 在一度涨至1,350美元/盎司后，金价未能进一步走高，原因是缺乏推动持续涨升的催化剂。朝鲜半岛紧张局势大为缓和，也让黄金的地缘政治风险溢价下降。
- 美元走强是导致金价承压的主要因素。一如市场的普遍预期，在其5月份举行的会议上美联储维持1.50-1.75%的基准利率不变，但会后所发表的声明显示，6月份很可能加息。
- 虽然金价未能在高位站稳，但4月份黄金ETPs（交易所交易产品）还是录得资金流入，全球黄金ETPs的总持仓量上升3%，至7,520万盎司，创2013年4月以来的最高水平。这显示投资者对黄金的兴趣仍较浓厚。
- 相比之下，西方国家投资者对实物黄金的兴趣则仍很低迷，这在美国市场表现得最为明显，4月份老鹰金币的销量较去年同期剧降79%，降幅与3月份基本相同。
- 机构性投资者大幅削减其黄金多头仓位，持有的净多头仓数已降至1,620万盎司，背后的原因是金价未能在高位站稳。
- 在黄金供应方面，正如我们近期发布的《全球黄金年鉴2018》中已指出的，预计2018年矿产金产量将连续第十年增长，但增幅甚微，仅为0.1%。

黄金市场现状与展望

- 展望未来，美元走强，同时股市并未大幅下行，短期内仍将打压黄金升势，不过在美国退出伊朗核协议后，避险需求很可能回暖。
- 近期一些重要实物黄金市场的发展变化趋势：
 - 4月18日，印度迎来最大传统购金节日——佛陀满月节，我们所进行的调研显示，节日期间黄金需求显著上升，印度当地金价也已较伦敦市场金价溢价0.5-1美元/盎司。但总体来看，印度黄金市场仍较为疲软。官方数据尚未发布，但我们估计4月份印度黄金进口量应该低于去年同期。
 - 相比之下，中国的黄金进口数据则向好。自2016年3季度起出现的连续下滑后，今年1季度中国黄金进口量同比劲升16%。其中直接运至中国大陆的黄金数量大幅上升，抵消了经香港转运至中国大陆的进口量的下降。瑞士出口到中国的黄金同比飙升128%。不过也应注意到，增幅很大程度上归因于去年同期的基数较低。另外，因投资者对金价上涨缺乏信心，4月份中国商业银行的金条销量继续走弱。
 - 在业界几个月来持续进行游说后，阿联酋政府终于同意废止向批发环节的贵金属和钻石征收5%增值税的政策，但仍向零售环节征收该税，不过看起来这对需求的冲击有限。
- **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（主要集中于中东地区）；股票和债券市场出现烈度远超预期的抛售潮；美国财政状况急剧恶化。美国经济持续显著复苏则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就将减弱。

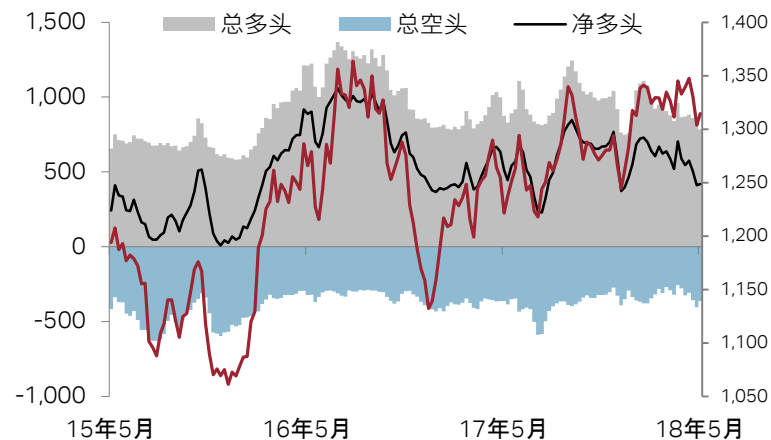
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



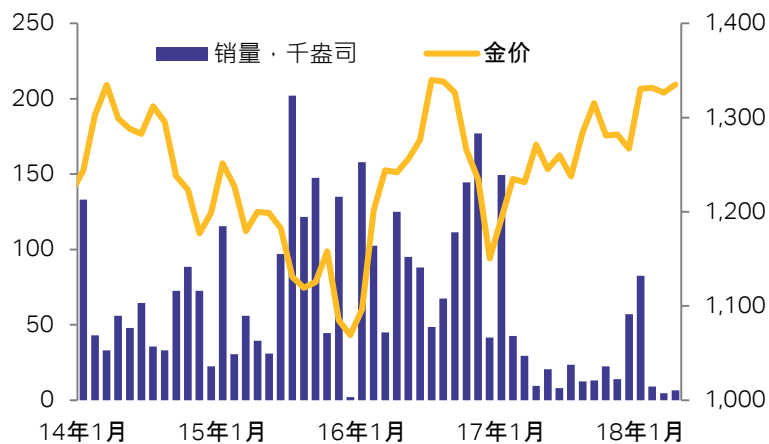
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



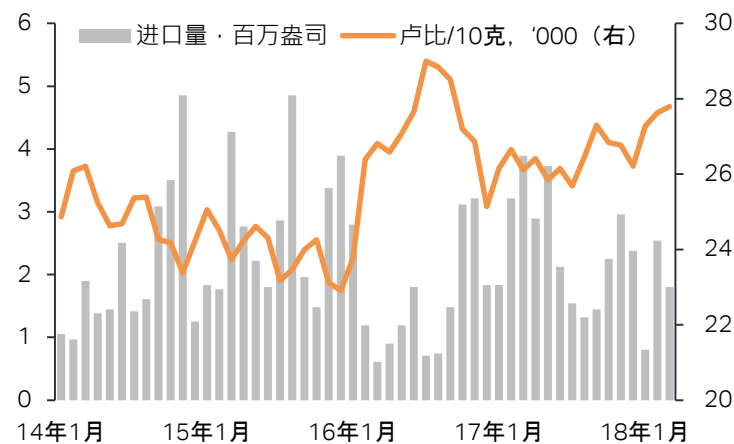
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

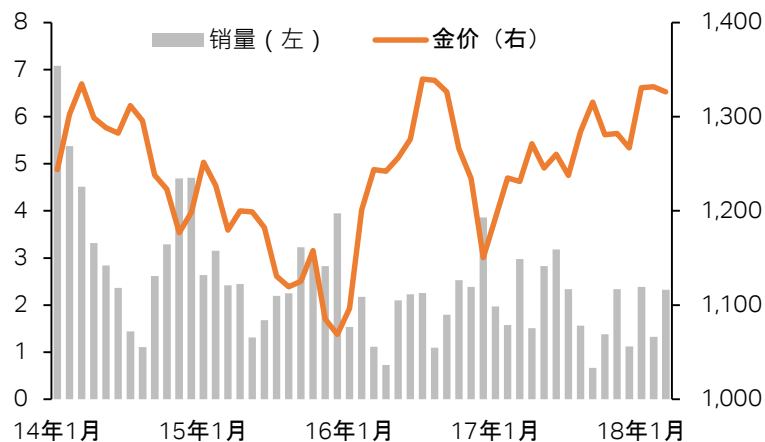
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

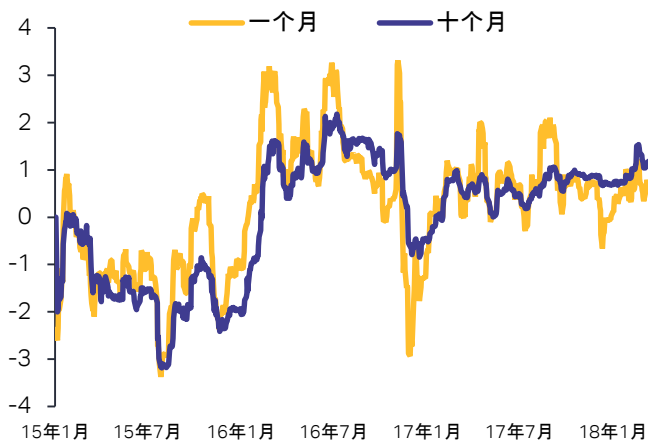
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



来源: Hong Kong Customs

25-Δ 风险逆转, %



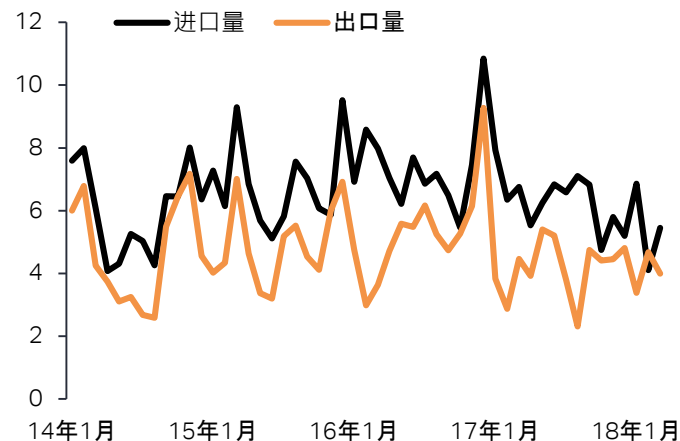
来源: Bloomberg

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

4月份大部分时间段内，白银价格在16-17美元/盎司区间内震荡，仅4月18至20日三天期间，曾短暂升破17美元/盎司。银价表现持续跑输金价，部分原因是基本金属价格疲弱，但更重要的原因是机构投资者对白银走强的信心日益低落。

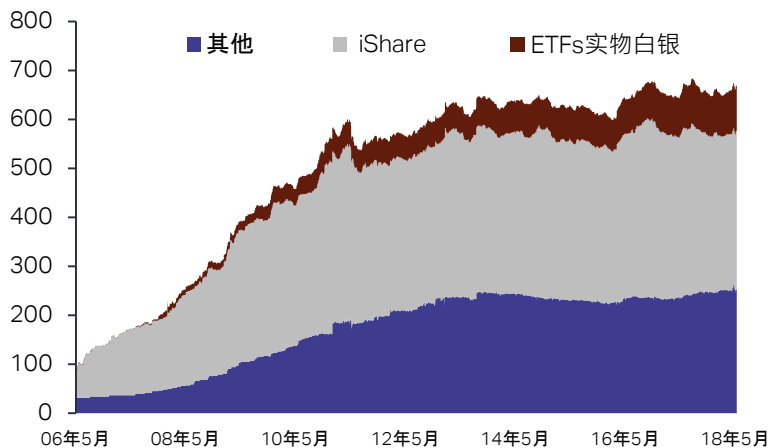
- 4月份金价未能持续涨升，但银价表现仍继续跑输金价。4月19至20日期间，金/银价格比率曾降至78:1，但未能持久，很快就再次扩大至81:1。
- 展望未来，我们仍预期2018年下半年至2019年初期间，银价走势将相对较强。我们所预测的今年白银均价没有变动，预计到今年4季度金/银价格比率均值将逐步收窄至72:1。
- 分析白银走势，我们认为散户投资者的白银需求疲软（这在美国老鹰银币销量方面表现得最为明显），除对银价有直接影响外，还可能影响机构投资者对白银的信心。
 - 4月后期，Comex（纽约商品交易所）白银期货总空头仓数大幅上升，导致净多头仓数降至5,990万盎司（5月1日数据），不过仍远高于4月3日创出的历史新低（1,320万盎司）。5月1日的持仓量数据还显示，投资基金的白银期货仓位已转为净空头，但曾短暂转变为净多头（虽然数量很低），这在2月份以来还是首次。
 - 相比之下，近期白银ETP的持仓量则略有上升。在白银ETP购买者中，散户投资所占比例高。3月底至5月8日期间，全球白银ETPs的总持仓量上升1.4%，至6.69亿盎司，仅略低于2017年7月24日创出的历史峰值6.84亿盎司，而当时银价在两个星期内就从低点15.15美元/盎司飙涨9%。

白银市场现状与展望

- 再来看实物白银需求状况。美国是全球最大银币和银条市场，市况仍很疲软。4月份老鹰银币的销量继续下滑，今年1月至4月美国铸币局鹰银币总销量同比大降32%，创2008年以来同期最低销量水平。我们认为，美国散户投资者对实物白银兴趣索然是因为银价维持区间震荡走势，已令他们深感失望。
- 这也是Comex白银库存量持续上升的原因之所在。目前库存量高达2.69亿盎司，为1993年后期以来的最高水平。库存量过高（打压银价的另一大因素），也反映出美国实物白银需求是何等疲弱。
- 佛陀满月节期间，印度白银市场交投量上升，银币需求旺盛（印度人认为在该节日期间购买白银或黄金大吉大利）。但节日过后，市场随即转弱。得益于零售商向首饰和银器制造商所下采购订单数量较大，今年1季度印度白银进口量增长38%，至1,237吨。
- 虽然Comex白银库存量上升，美国工业部门的白银需求则已走强，今年1季度美国银粉出口量同比劲升45%就是明证。增幅如此之大，部分原因是2017年同期的基数低，但也显示出口量已回升至2016年同期水平。
- **价格预测风险因素：**近期内银价下行风险因素与金价下行风险因素大致相同，即美元继续走强，市场波动率和风险指数处于低位，显示投资者的风险偏好高。银价上行风险则包括：地缘政治紧张局势加剧；美元走势逆转；股市走弱趋势更为明确。

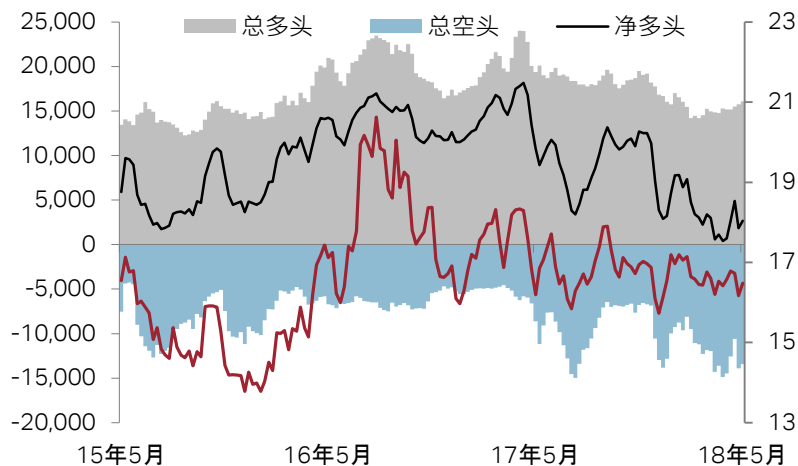
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



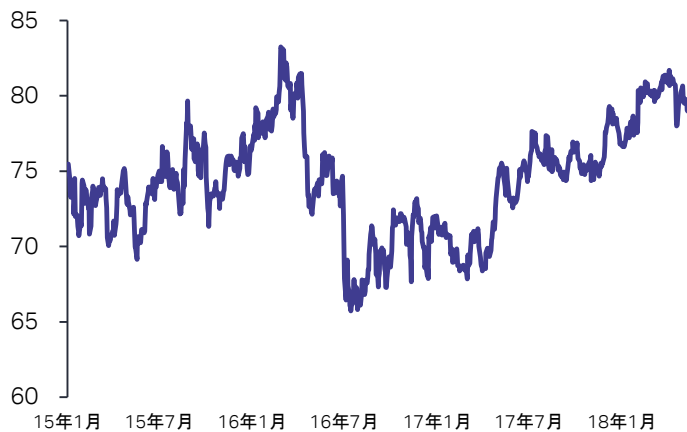
来源: Bloomberg

Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



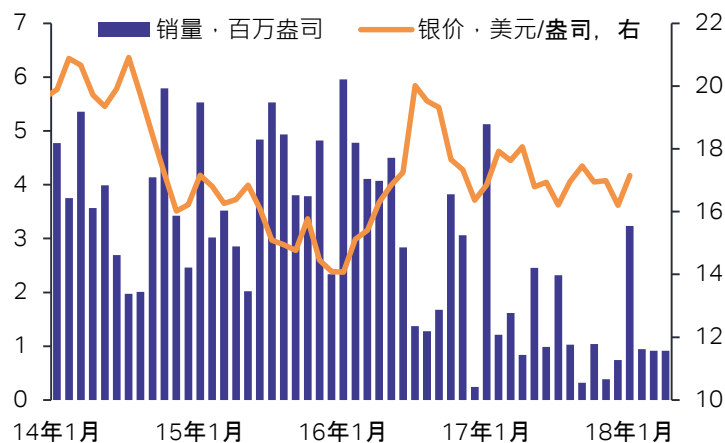
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

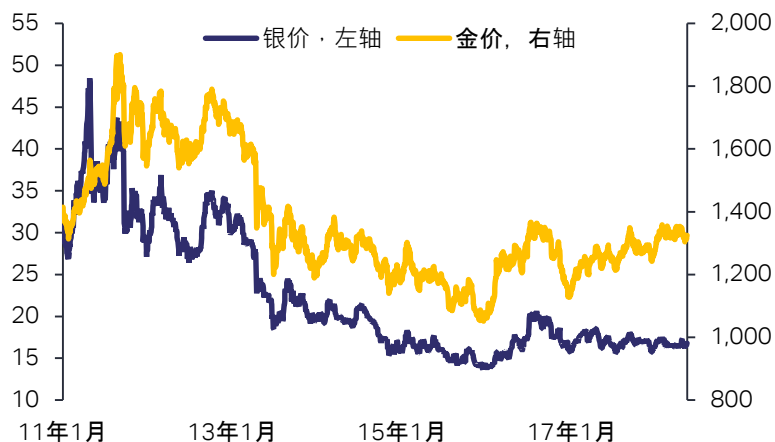
美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



来源: Various

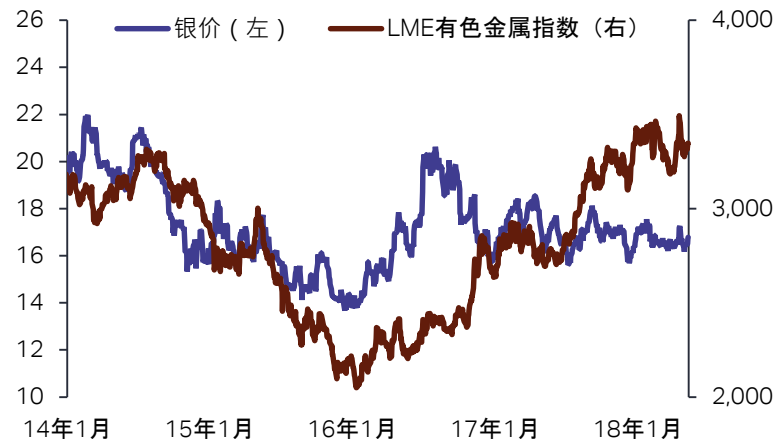
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



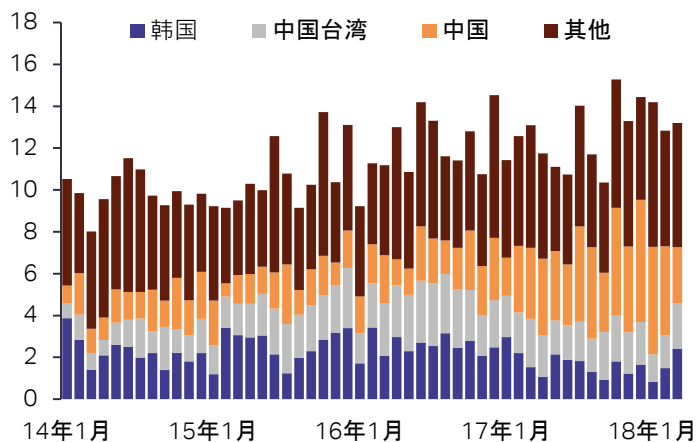
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



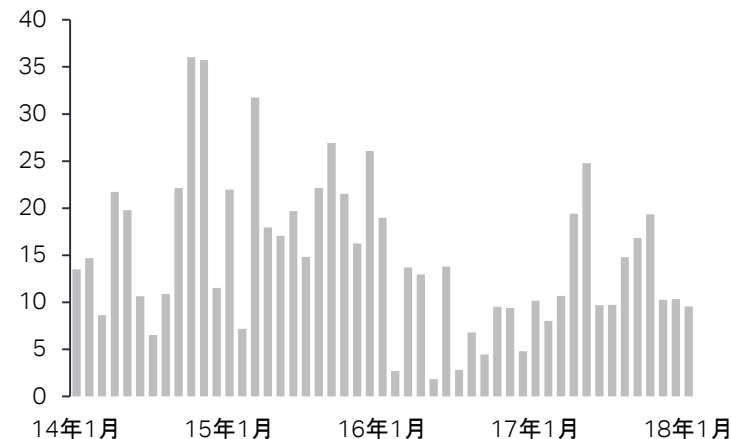
来源: Bloomberg

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

4月份，铂金价格继续走软，5月1日触及本年迄今的低点893美元/盎司，之后才温和反弹。黄金与铂金的价差略有收窄，但仍高达近400美元/盎司。从上一期月报起，我们已调低了所预测的2018年铂价，全年均价为980美元/盎司，同比上涨3%。

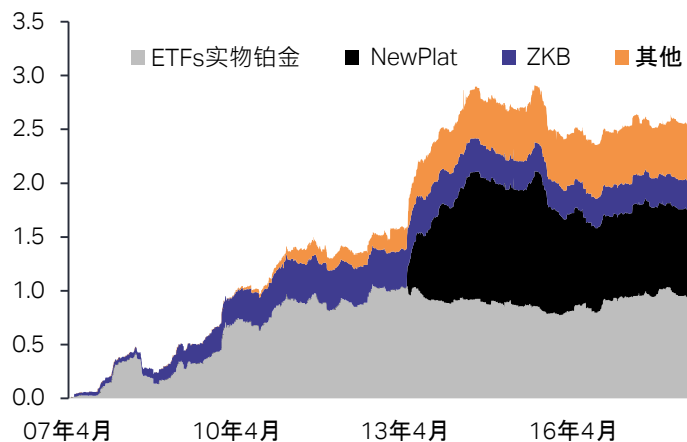
- 根据美国商品期货交易委员会（CFTC）发布的数据，截至5月1日，Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓数已降至80万盎司，创去年7月以来的新低，这充分反映出投资者对铂价走强缺乏信心。5月1日铂价也跌破900美元/盎司。
 - 净多头仓数下降几乎完全归因于总空头仓数的急剧上升，总空头仓数于去年12月以来首次升破200万盎司。同时总多头仓数又降至290万盎司下方，远低于1月份创出的近期高点370万盎司。
 - 当前多头仓位数量低，意味着回升空间大，一旦回升则有望推高铂价。不过总空头仓数升至如此高的水平，已突显出投资者对铂价走势的悲观态度。
- 4月初至5月9日期间，全球铂金ETP的持仓量也下滑1%。其中ETF Securities基金的持仓量下降2%，南非铂金基金的持仓量上升1%。南非铂金基金的持仓量上升，反映出4月初南非兰特由强转弱后，部分投资者趁低买入铂金ETP。

铂金市场现状与展望

- ▶ 铂金对钯金折价的现象仍在持续，4月20日折价高达111美元/盎司，也反映出铂价走势之弱。尽管4月24日该折价曾短暂收窄至37美元/盎司，但在可以预见的将来，铂金再次对钯金溢价的情形不大可能出现。
 - ▶ 鉴于铂金的基本面不佳，只有在钯价大幅下跌的情况才可能重返对钯金的溢价，而只有股市进一步大幅回调，钯价才有可能大幅下跌。
- ▶ 鉴于铂价持续疲软，我们已下调了所预测的铂价。目前我们预计只有到今年4季度，而非当前季度，铂金季度均价才有望升破1,000美元/盎司。同时所预测的4季度均价也下调了30美元，至1,050美元/盎司。预计2018年全年均价为980美元/盎司，同比上涨3%。
- ▶ 铂金的基本面不佳，归因于两大问题。第一，轻型柴油车所占市场份额持续下滑（这在柴油车主要市场欧洲表现得尤为明显，奥迪公司遭排放作弊调查令柴油车形象变得更差）；第二，南非铂金矿企不大可能立即大幅削减产量，原因包括政治压力（目前南非失业率高达25%）和成本考虑（关闭矿山或矿井将产生高额成本）。
- ▶ 因此我们预计2018年铂金供需将基本平衡，延续前三年的趋势。这意味着无迹象显示，铂金庞大的地上存量将显著下降，而只有存量显著下降铂价才可能显著回升。
- ▶ **价格预测风险因素：** 鉴于铂价走势紧跟金价走势，前面部分所述的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，矿产铂金产量是否会出人意料地大幅下降是主要问题。但正如我们在即将发布的《2018年铂钯年鉴》中指出的，因去年钯价飙涨，一篮子铂族金属价格（兰特价）已上涨，南非铂金矿企压力减轻，不大可能大规模减产。

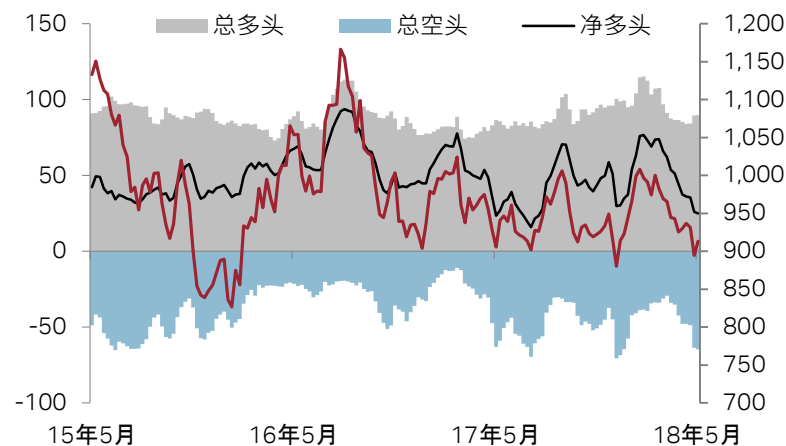
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，百万盎司



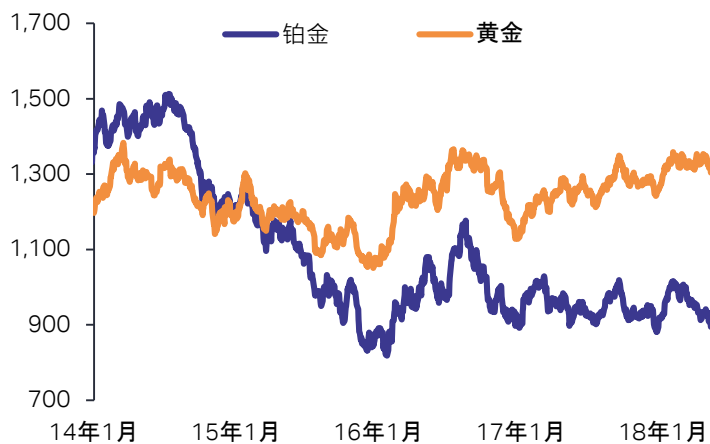
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



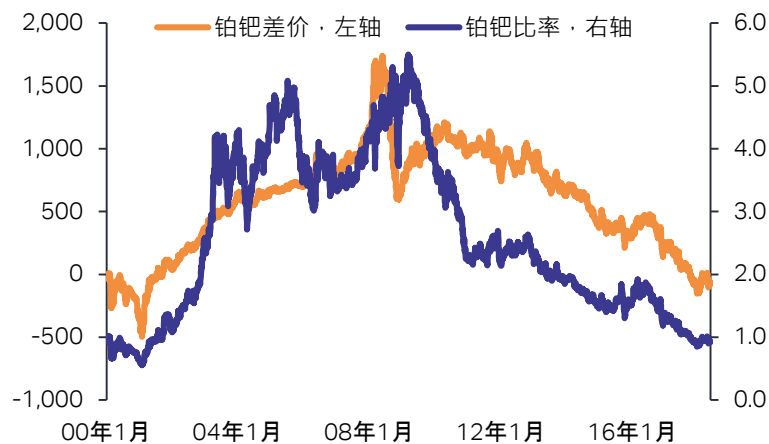
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

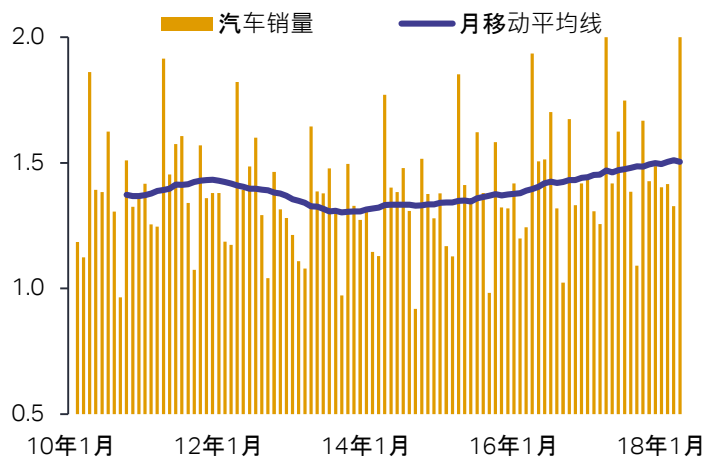
铂金:钯金 比率和差价



来源: Bloomberg

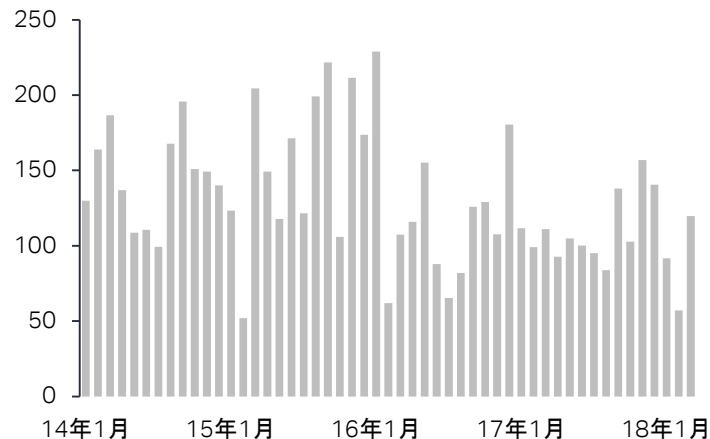
铂金市场现状与展望

欧洲汽车月销量, 百万辆



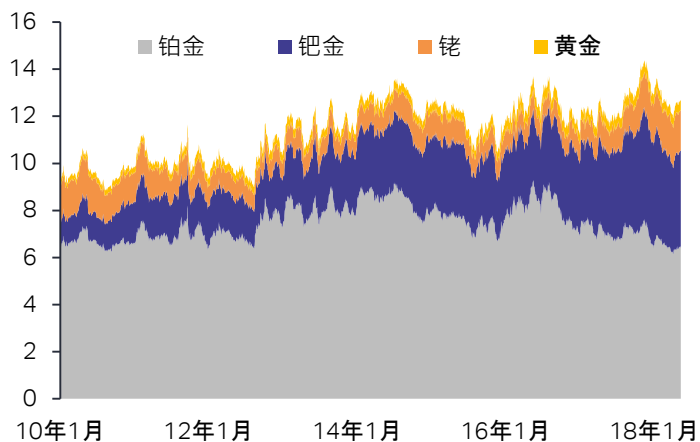
来源: Bloomberg

中国铂锭进口, 千盎司



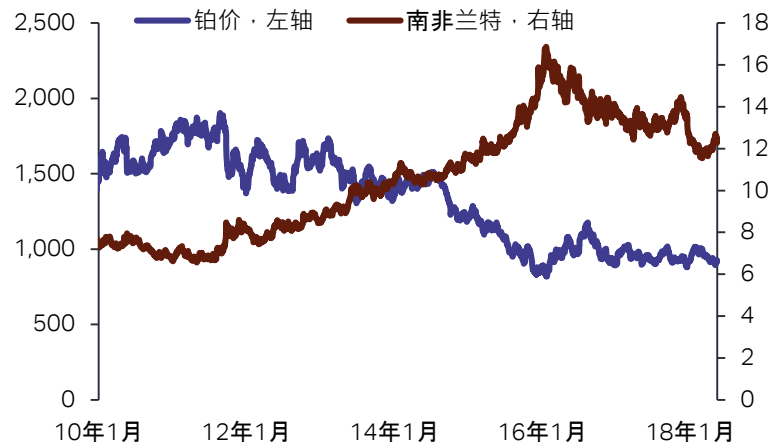
来源: Chinese Customs

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

4月初。钯金遭遇新一轮抛售，4月6日于去年8月以来首度跌破900美元/盎司。但之后快速回升，4月中旬时已升破1,050美元/盎司。

虽然之后钯价回落，但在950-1,000美元/盎司区间内整固。结果在4月初几乎平价后，钯金仍对铂金保持较高溢价。

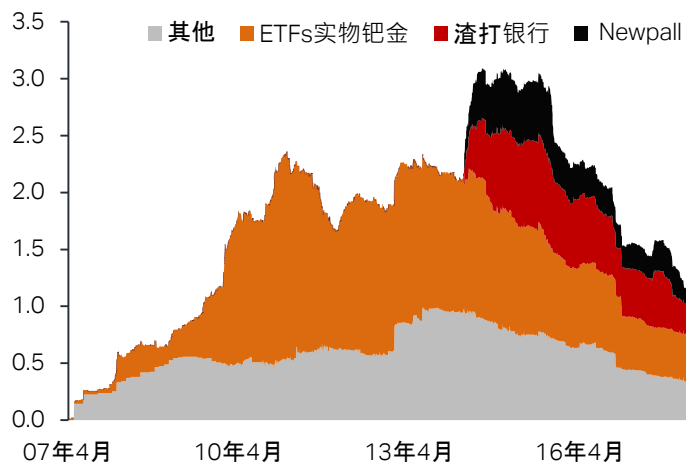
- 美国决定严厉制裁俄罗斯寡头和该国政府官员，是引发钯价快速回升的主要因素。2017年，俄罗斯钯金产量占全球总产量的40%。
- 鉴于自2015年起美国一直是俄罗斯所产钯金的最大进口国，若严厉限制俄罗斯钯金出口势必让美国汽车工业受损，因此这些制裁措施将如何得到执行尚待观察。
- 展望未来，钯价走势总体向好，但主要汽车市场市况转弱、美国股市回调修正等一些因素在短期内将打压钯价。
- 尽管近期钯价回升，但流入钯金市场的新投机资金数额仍有限。例如，截至5月1日，Nymex钯金期货净多头仓数已从2018年初的高位下降逾60%。
- 同时，4月份至5月初，资金继续流出钯金ETP，该趋势于2015年首次出现。近年来钯金ETP出售其所持有的钯金，是填补不断扩大的结构性供应赤字的主要供应源，也是对实物铂金市场供应趋紧的自然回应。

钯市场现状与展望

- 正如我们在刚刚发布的《全球铂钯年鉴2018》中强调指出的，钯金基本面仍保持强劲，将连续第七年出现供应赤字。
- 尽管目前地表钯金存量仍较高，但近年来已加速下降，中期内还将进一步下降，这应能推高钯价。
- 在钯金供应方面，因俄罗斯产量下降，预计2018年全球钯金矿产供应量将下滑1.5%。此外因南非钯金生产商为减少现金亏损而关闭不赚钱的生产点或减少产量，该国钯金产量也将小幅下滑，因此尽管加拿大和美国的产量有望上升，全球总产量还是将下滑。
- 在钯金需求方面，预计2018年汽车尾气净化催化剂工业部门的钯金需求量（2017年此需求量占总需求量的79%）有望增长2.5%，再创历史新高。
- 本年迄今主要汽车市场尤其是美国的汽车销量走软，但因更为严格的汽车尾气排放标准已出台（例如美国的Tier-3排放标准，中国的国五排放标准（今年中国销售的所有汽车都必须达到该标准）等），汽车催化剂中的铂族金属装填量需要提高，这利好于钯基催化剂需求量的上升。同时欧洲地区汽油车所占市场份额进一步上升也有助益。
- **价格预测风险因素：**在钯价上行风险方面，美国对俄罗斯的制裁力度会有多大是关键因素。而在钯价下行风险方面，如果股市回调幅度大于预期，钯价可能受累下跌，不过此时会有抄底盘涌出，跌幅应不会太大。

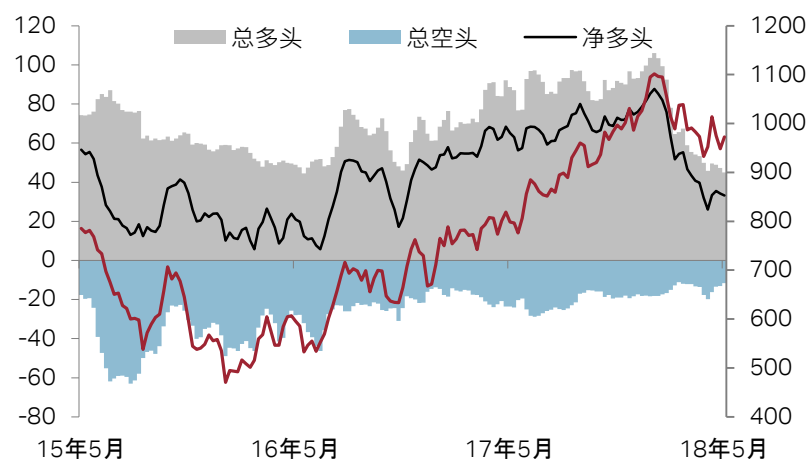
钯市场现状与展望

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



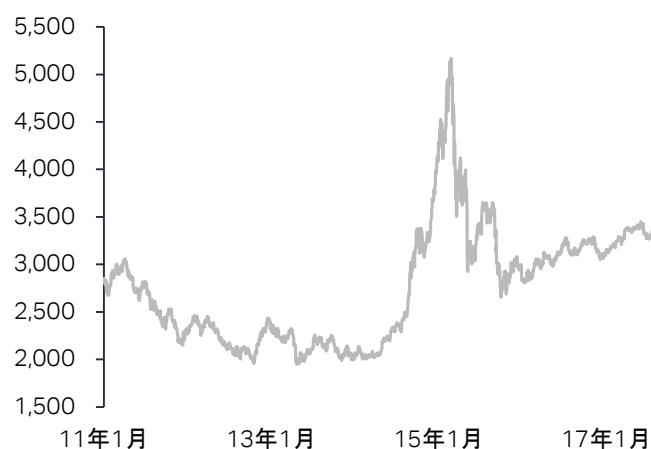
* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

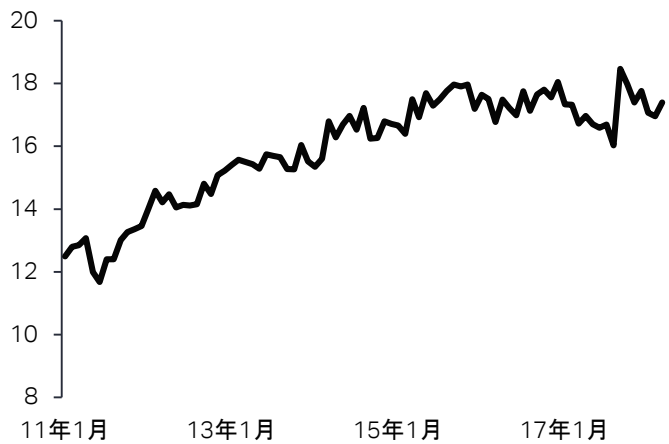
上证指数



来源: Bloomberg

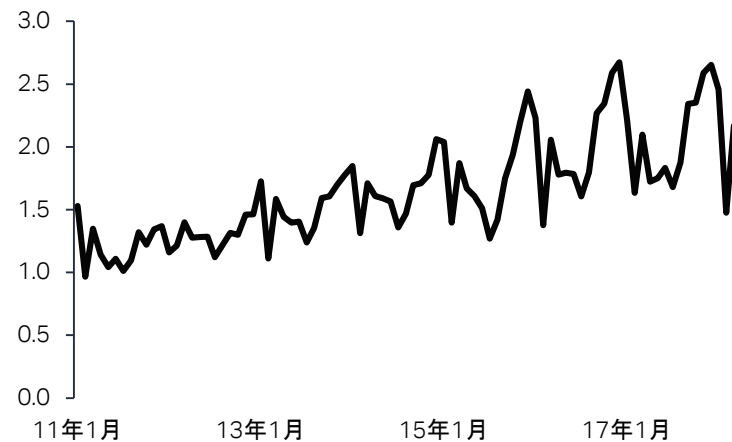
钐市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



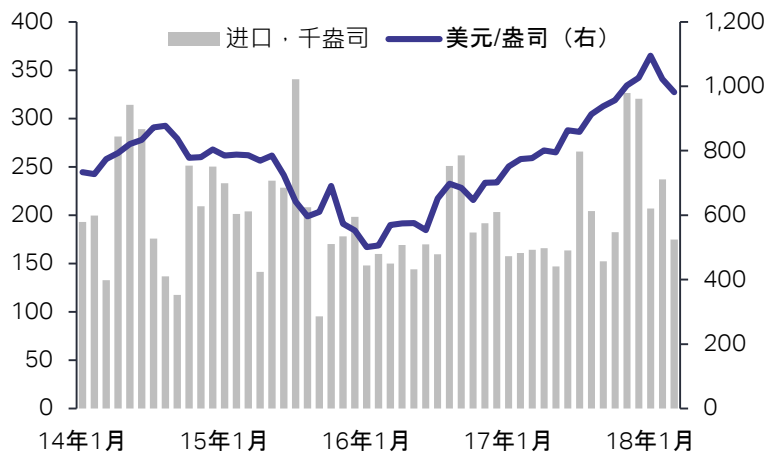
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



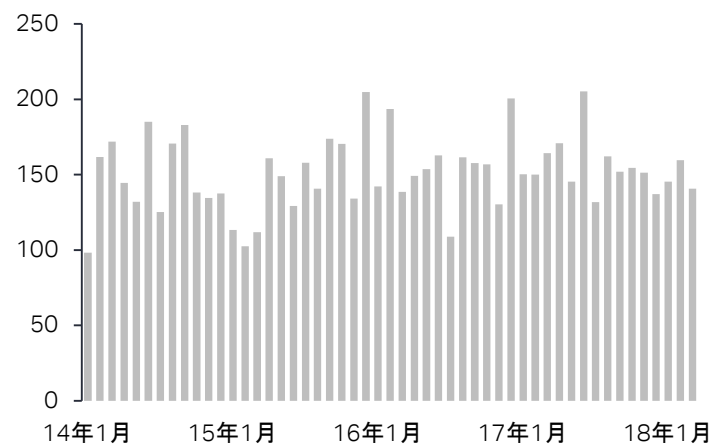
来源: Bloomberg

美国钐锭进口, 千盎司



来源: IHS

日本钐锭进口, 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。