



# Metals Focus

贵金属月报

第16期 - 2017年3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 感谢一下机构  
对《贵金属月报》中文版的支持



[www.asahirefining.com](http://www.asahirefining.com)



[www.cmegroup.com/metals](http://www.cmegroup.com/metals)



[www.jltspecialty.com](http://www.jltspecialty.com)



[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)



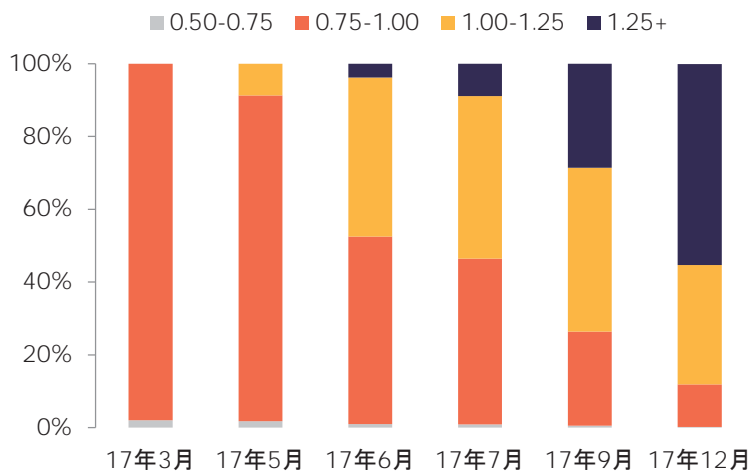
[www.gold-zhaoyuan.com](http://www.gold-zhaoyuan.com)

# 宏观经济现状与展望

- 在上周发表的讲话中，美联储主席珍妮特·耶伦明确表示，因美国经济持续改善，通胀率已接近美联储设定的2%目标，就业强劲增长，将于3月14至15日举行的联邦公开市场委员会会议很可能决定加息。之前，其他多位美联储高官也已公开表示加息时机已成熟。
- 因此，市场普遍预期美联储3月加息已板上钉钉。在本报告定稿时，根据彭博社的数据，联邦基金利率期货显示3月份加息的概率已高达98%，而2月下旬该概率还仅为50%左右。
- 美国政治形势仍动荡不安。尽管特朗普总统首次向国会发表演讲时表现令人刮目相看，但之后围绕其阁员与俄罗斯关系的争议使其执政前景蒙上了阴影。最近又爆出另一大窃听丑闻，特朗普阵营指控前总统奥巴马曾在去年大选期间命令监听特朗普。
- 欧洲方面，荷兰大选即将揭幕，之后法国也将举行大选，极右翼势力的崛起令市场担忧情绪日益增大。法国和德国国债收益率差值已升至历史新高。我们实地调研得出的结论显示，就其对黄金市场的影响而言，因欧元区面临诸多不确定性，散户投资者对实物黄金的兴趣还在增高。
- 展望未来，我们坚信在2017年剩下时间内，宏观经济环境仍将利好于贵金属投资，具体表现为：
  - 几乎可以肯定，即使2017年美联储加息三次，美国的短期实际利率也仍将为负值。
  - 我们并不认为美国财政政策的改变能促使美国经济加速增长。
  - 诸多主要市场都可能发生黑天鹅事件，尾端风险高企。

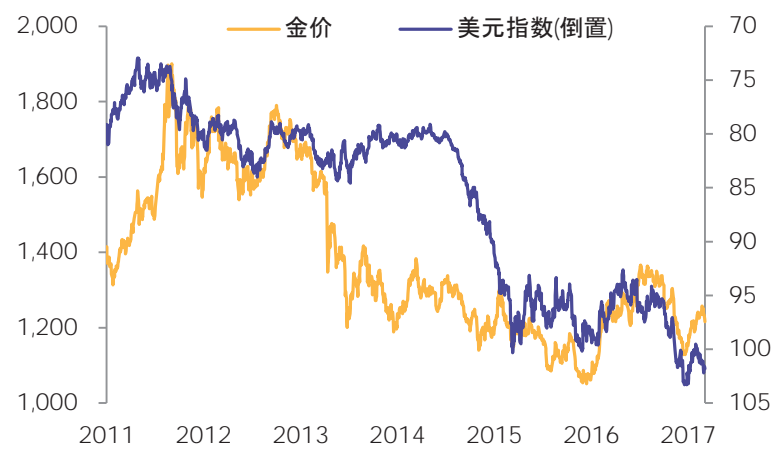
# 宏观经济现状与展望

## 美国利率预期\*



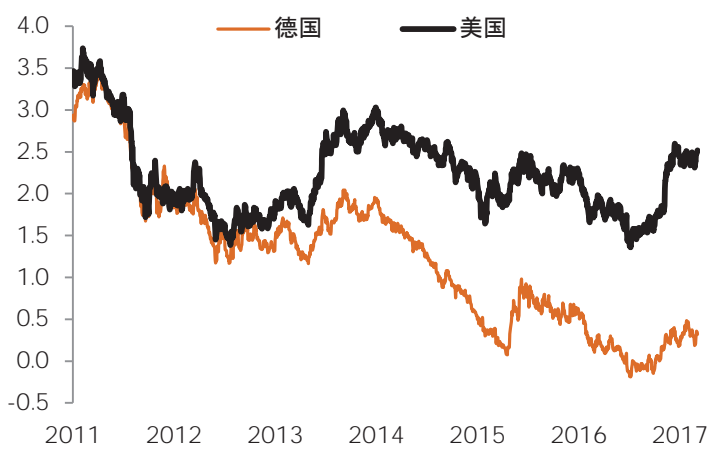
\* 基于10月10号, 来源: Bloomberg

## 美元指数 & 黄金价格



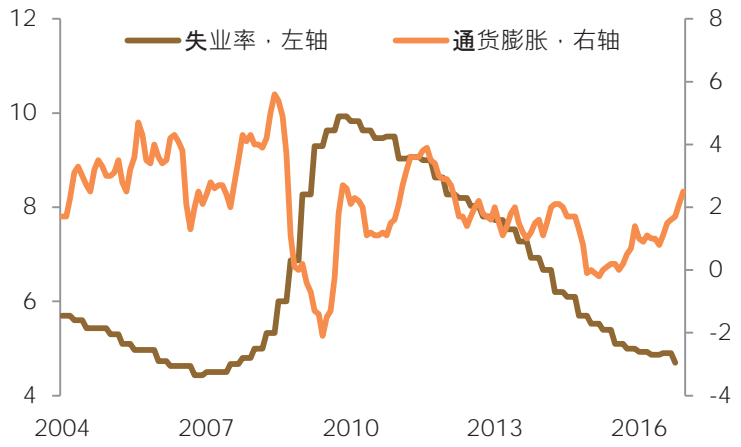
来源: Bloomberg

## 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

2月份大部分时间内黄金价格持续走强，曾升破1,260美元/盎司，创出3个半月来的高点。但是，金价未能持续保持在该高位。在撰写本报告之时，金价已跌破1,215美元/盎司，降至近6周来的低点。

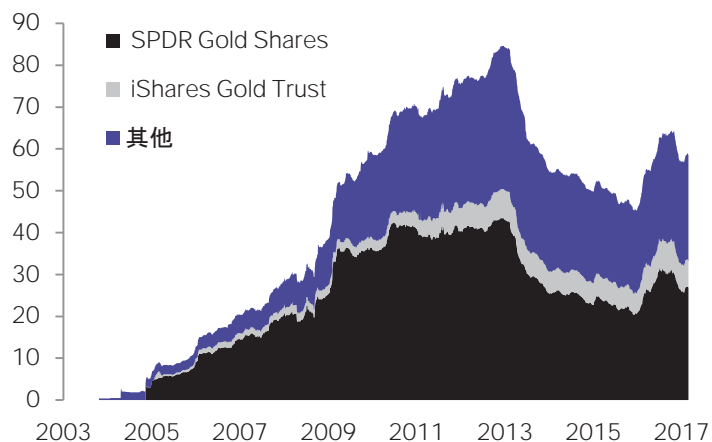
- 如前面“宏观经济”部分所述，打压金价的主要因素为上周以来，市场对美联储将在下周举行的议息会议上决定加息的预期急剧升温。
- 但是，CFTC（美国商品期货交易委员会）最新发布的数据显示，上月投资者对黄金的看法仍偏正面，月底时黄金期货净多头仓位已升至2016年11月下旬以来的高点即是明证。不过之后因金价走软，多头仓位已大幅回落。
- 令人惊异的是，我们看到黄金ETP并未出现减持的情况，近几周全球黄金ETP的持仓量基本保持不变就是明证。不过我们怀疑其实黄金ETP曾减仓，但因投资者趁低吸纳，买卖相抵后总持仓量并未发生大的变化。
- 总的来说，我们仍对未来12个期间的金价走势持乐观看法。尽管目前金价疲软，市场对美国今年将加息三次的预期也不断升温，但我们仍维持对2017年全年黄金平均价格所做的预测，即均价将达到1,285美元/盎司，同比上涨3%。预计2018年，金价还将继续走高，一季度均价有望升至1,410美元/盎司，高点为1,475美元/盎司（我们预计2017年的金价高点也将如此）。
- 现在来看主要实物黄金市场的情况。印度投资者的实物黄金需求已回升，反映出市场情绪的改善。2月份印度的黄金进口量超过50吨，远高于2016年同期数字（37吨）。值得关注的是，近期印度政府已宣布将引入商品及服务税（GST），很可能在7月1日前开始征收。贵金属的GST税率尚未确定，高税率的政策可能会打压需求，但是我们认为其负面影响也将只是暂时的。

# 黄金市场现状与展望

- ▶ 再来看中国市场。1月份因春节到来，加之鸡年纪念金币的新发行，黄金产品销量强劲，但进入2月份后迅速回落。多家大银行指出黄金销量已急剧走弱，这主要是因为当时金价持续上涨，令中国大陆的投资者担忧短期内金价将回调。
- ▶ 中东地区，因以土耳其里拉计价的黄金价格高企，2月份土耳其黄金市场的表现平淡。因需求走软，该国的黄金进口量下降。政治紧张局势并未得到缓解，经济环境不确定性依然突出。在这一背景下，土耳其的黄金市场疲弱不振并不令人吃惊，尽管迪拜近期引入了黄金产品进口关税，可能让土耳其的黄金首饰制造商受益（一些中东地区的批发商不再从迪拜采购首饰，转而向土耳其厂商采购）。
- ▶ 在供应侧，近期国际矿业巨头自由港麦克莫伦铜金公司（Freeport）与印尼政府陷入激烈对峙，可能影响全球矿产金产量。在最新发布的5年期黄金展望报告中，我们预测2017年全球矿产金供应量将保持稳定，但其前提是印尼格拉斯贝格（Grasberg）矿山的产量将强劲增长。在削减最后的露天矿场产量后，今年该矿山的黄金产量预期将升至85吨以上。但是，如果格拉斯贝格矿山全年都削减产能（仅在其格雷西（Gresik）冶炼厂加工金精矿，1月中旬该冶炼厂曾因劳资纠纷停产，最近才复产），那么2017年全球矿产金供应量就可能录得10年来的首次下滑。
- ▶ **价格预测风险因素：**金价上行和下行的最重要风险因素与上一期月报中列出的一样，即美国货币政策发生出人意料的变化。
- ▶ 另外，近期欧洲多国将举行大选，对极右翼政党可能上台执政的担忧或将刺激避险需求，从而推高金价。

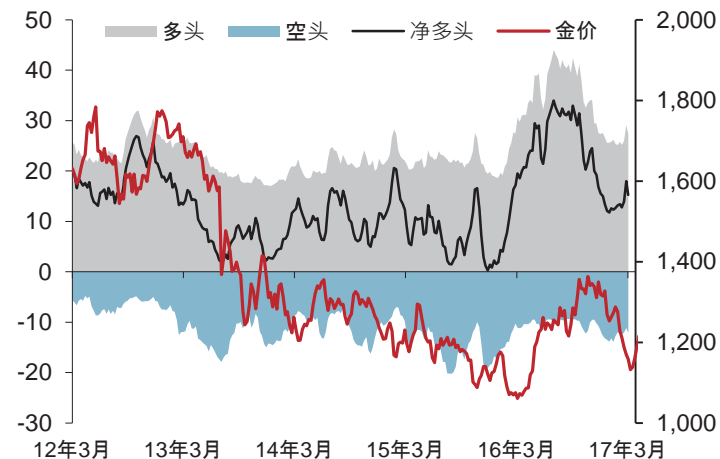
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



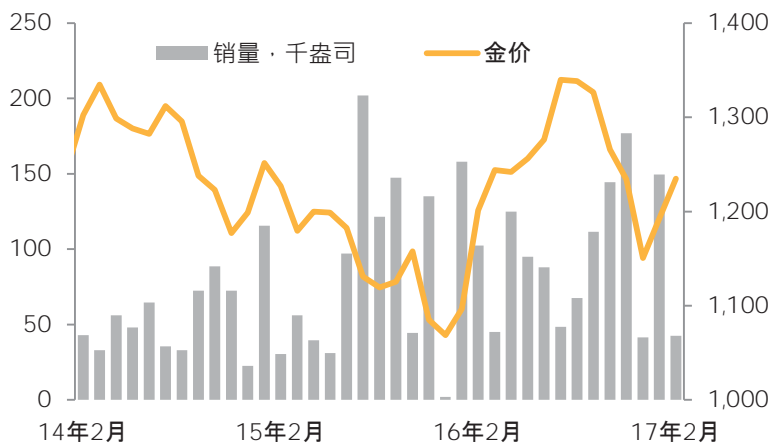
来源: Bloomberg

## Comex 投资者头寸\*, 百万盎司



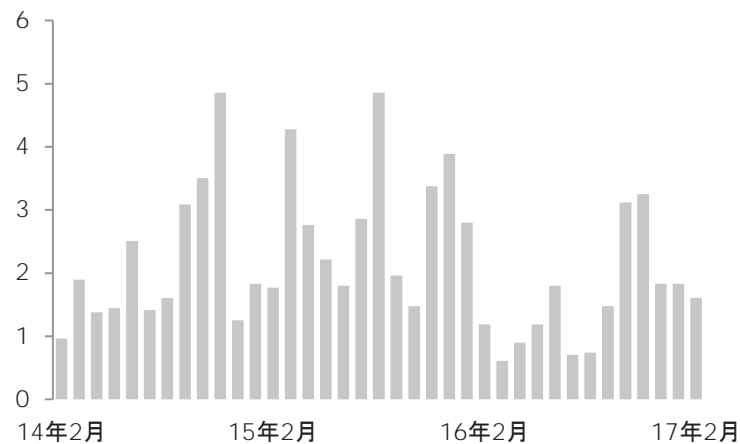
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

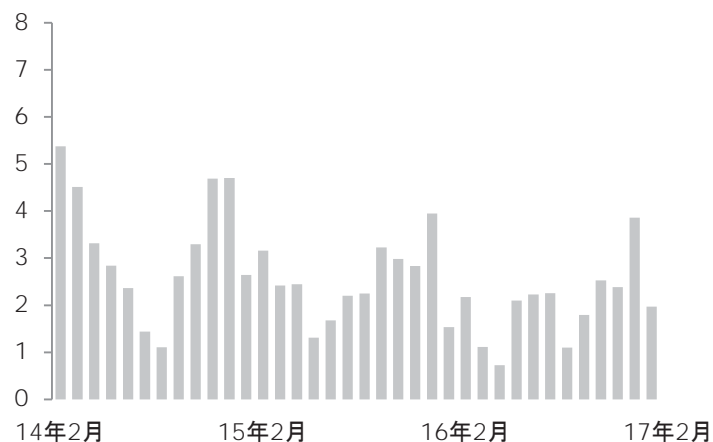
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

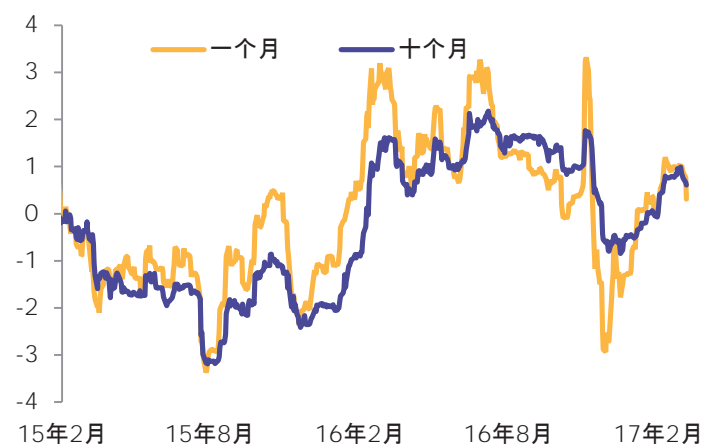
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



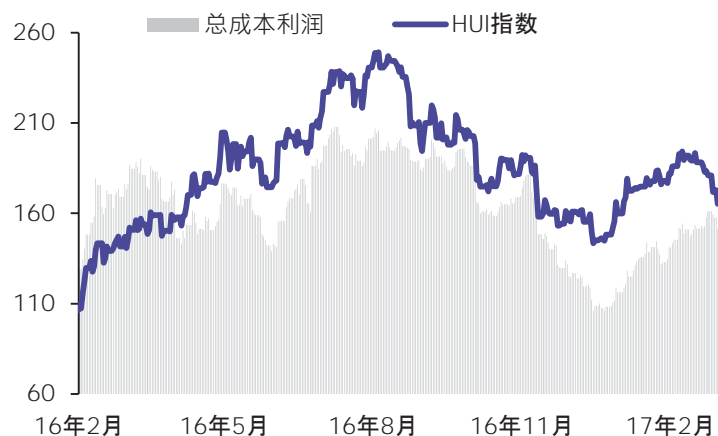
来源: Hong Kong Customs

## 25-Δ 风险逆转, %



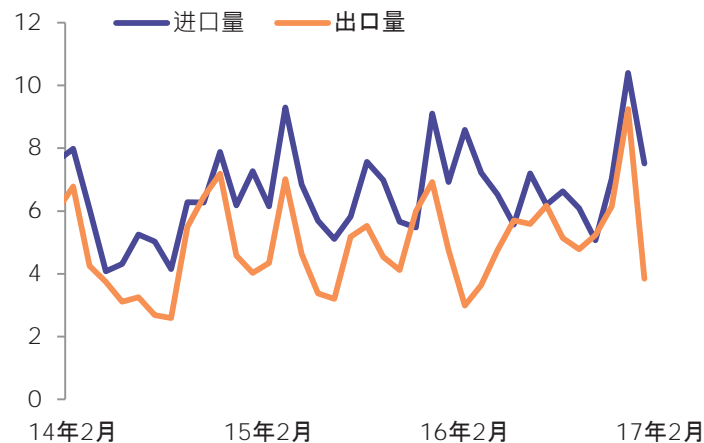
来源: Bloomberg

## 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

1月底**白银**价格报收于**17.56**美元/盎司，2月份持续走高，涨升至3个月来的高点**18.46**美元/盎司，较去年12月20日触及的8个月来低点**15.63**美元/盎司大幅回升。但3月初因美联储官员的鹰派说辞令加息预期（包括3月份加息和年内另两次加息）急剧升温，银价大幅回调至**17.80**美元/盎司下方。在完成本报告之时，银价继续震荡走低，已跌破**17.50**美元/盎司。

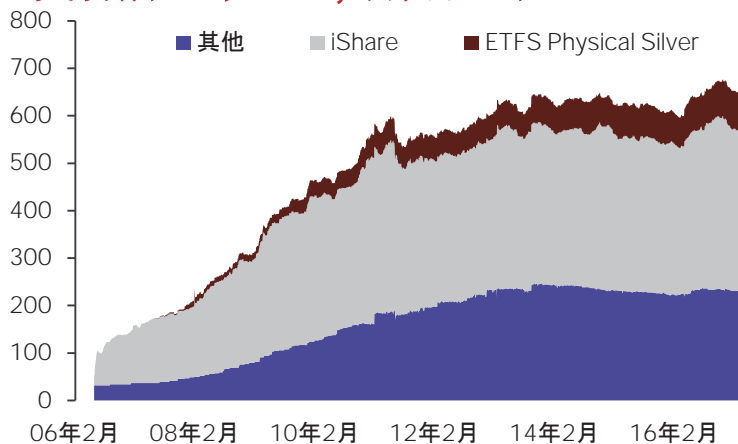
- 与1月份的情况一样，在市场不确定性和政治紧张局势下（美国总统特朗普的政策尤其令人担忧），银价依然随金价波动，但2月份银价涨幅继续跑赢金价，黄金/白银价格比已从月初的约**70:1**收窄至月末的**68:1**。
- 2月份，Comex（纽约商品交易所）白银期货净多头仓位劲升**21%**（维持了1月份的升势），尽管仍逊于期金净多头仓位高达**36%**的增幅。因避险需求复苏，加之部分投资者希望通过投资金银对冲其他投资的风险，资金持续流入金银期货市场。
- 尽管银价持续走高，白银ETP持仓量在去年12月和今年1月各下降**1%**后，2月份仅微幅增长**0.2%**。这证实了我们的下述研判：大部分白银ETP由散户投资者所持有，不会轻易减仓。因此，尽管我们预测今年银价有望持续攀升，全球白银ETP持仓量也很可能维持在当前水平。
- 现在来看主要实物白银投资市场的情况。美国市场相当疲软，因新年纪念币的发行，1月份的需求还较为强劲（尽管同比下降**14%**），但2月份老鹰银币的销量极为疲软，仅为**122**万盎司，同比剧降**75%**，已下滑至**2008**年以来的最低水平。次级市场回售量的上升是部分原因，且新银币购买量也很疲软。这是因为银价既未涨升至足以吸引投资者追涨买入的水平，亦未跌至抄底买入的水平。此外部分投资者，尤其是资金规模较小的投资者，对白银的投资兴趣不大，而是期望特朗普政策将带来的其他投资机会。

# 白银市场现状与展望

- 印度市场也相当疲软。在废止大面额卢比纸钞后，印度政府继续加大打击地下经济的力度，推出了现金提款收费等新政策。此外，银价上涨会促使投资者获利了结，因此我们预计今年印度的实物白银投资需求将下滑10-12%。打击地下经济和限制现金提款的政策也将打压高价值白银产品例如银器等的销量。
- 在供应侧，近年来矿产白银的产量持续走低，一直延续到今年初，但之后已温和增长。基础金属采矿业白银副产品产量的下降是导致矿产白银产量下滑的主要原因。2014年至2016年期间，部分矿山因产品价格低迷而关闭，铅/锌矿山的白银产量下降了1,330万盎司（降幅5%）。但在基础金属价格持续回升后，很多停产的矿山复产，新矿山项目也陆续上马，得益于此，白银产量回升。
- 预计今年全球再生白银供应量将与去年持平。尽管因银价上涨，新兴市场的再生白银供应量将增长，但发达国家因短期内市场存货已枯竭，高品位银废料（旧首饰、银器和银币等）的供应量将下降。此外，摄影业的银废料供应量也处于下行通道，且无迹象显示下滑趋势将减缓。其背后的原因包括，发达国家医院的医用摄影系统已转向数字化，而在市场份额不断扩大的新兴市场（尤其是中国），因患者习惯于自己保存X光片，而不是将之留在医院，加之分散的存货不太可能被回收，白银的回收量也在下降。
- **价格预测风险因素：**就价格上行风险而言，如果美国通胀率出人意料地急升或极右翼政党在欧洲国家的大选中获胜等因素导致避险需求升温，则银价有望强劲攀升。就价格下行风险而言，如果美国和中国经济强劲增长，且金融市场复归平静，则可能损害投资者对白银的信心，印度白银市场也将变得更为疲软。但也应看到，若出现上述情景，全球白银工业需求会走强。

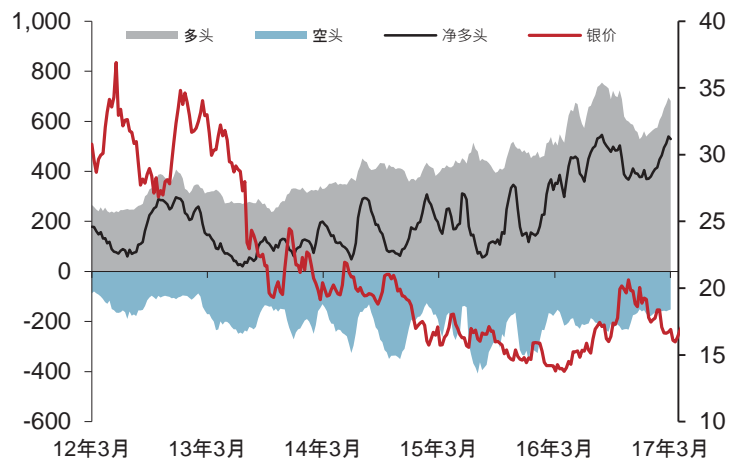
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 百万盎司



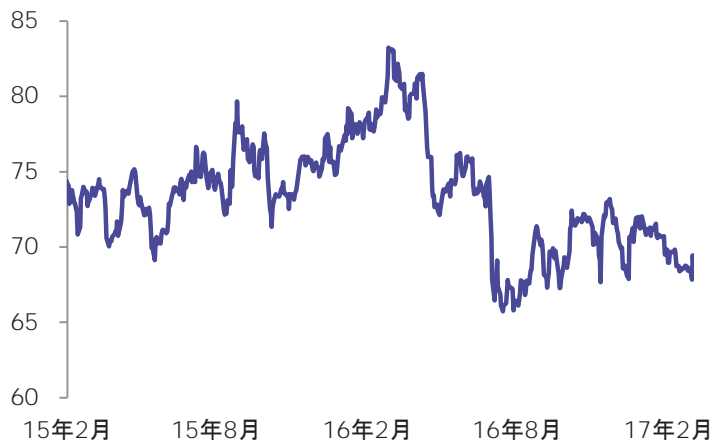
来源: Bloomberg

## Comex 投资者净头寸\*, 百万盎司



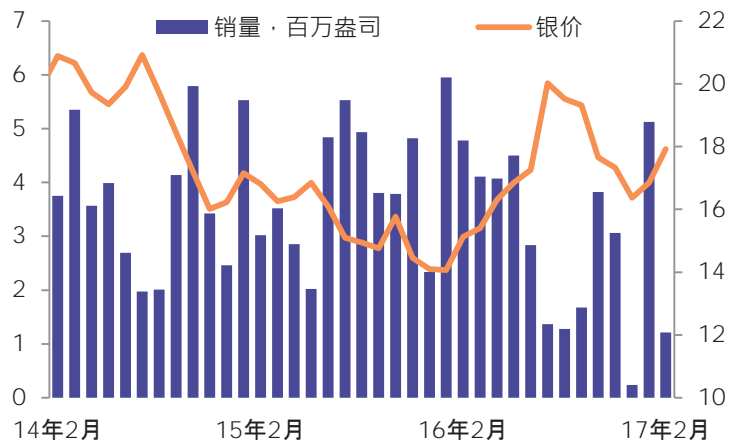
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司

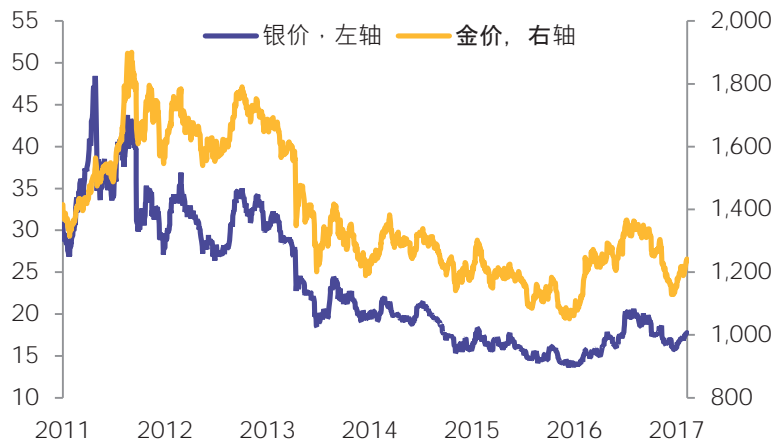


来源: Various



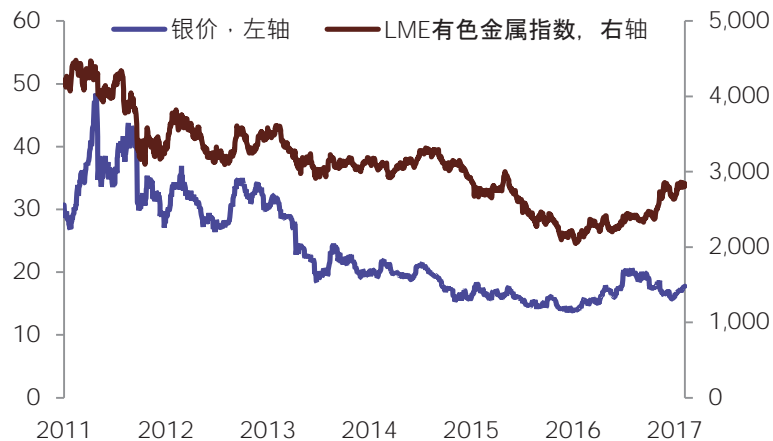
# 白银市场现状与展望

## 白银 & 黄金价格



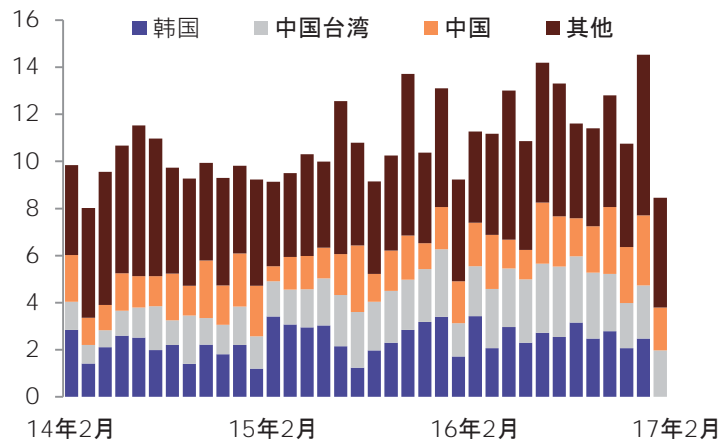
来源: Bloomberg

## 白银 & 有色金属价格



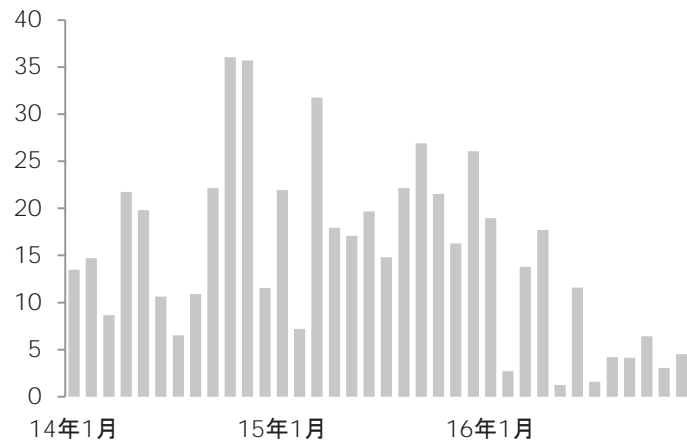
来源: Bloomberg

## 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

2月份大部分时间内，**铂金**价格持续走强，下旬曾升至5个月来的高点**1,045美元/盎司**。但上涨态势未能持久，3月初铂价急速跌破**1,000美元/盎司**关口，目前价格为**960美元/盎司**左右。

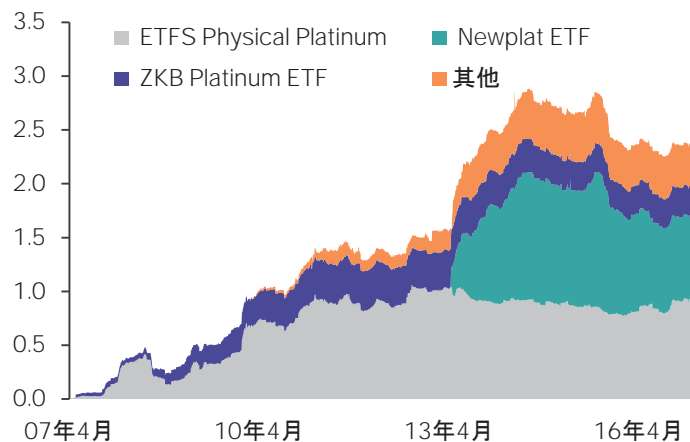
- ▶ 与1月份类似，2月份铂金价格的上涨也是受金价带动，目前每盎司铂金较黄金的折价为**225美元**（较今年1月以来基本不变）。3月初黄金遭遇卖压后，铂价也就应声回落。
- ▶ 像1月份一样，铂价的回升主要归因于空头回补。2月份，**CME**（芝加哥商品交易所集团）铂金期货总空头仓位减少**27%**，而总多头仓位增长**8%**。相比之下，本年迄今铂金ETPs的资金净流入仍相当有限，这显示长线职业投资者仍看淡铂金未来走势。
- ▶ 展望未来，我们仍对铂价走势持谨慎乐观看法。如前面“宏观经济”和“黄金市场”中所述，我们预期经济前景仍将利好于贵金属投资。黄金价格有望逐步走高，在其带动下铂价应能有上行动力。
- ▶ 但另一方面，铂金黯淡的基本面仍将是打压投资者信心的一大负面因素。如我们最新发布的“5年期铂族金属预测”报告中所述，预计铂金市场供需平衡状况将从**2016年**的小额供应赤字转为**2017年**的供应过剩，过剩量为**18.6万盎司**。
- ▶ 在供应侧，因南非减产，我们预计今年全球矿产铂金供应量将下滑约**3%**。我们仍维持下述研判：因**2016年**下半年劳资双方已达成新的工资协议（有效期至**2019年6月**），加之南非采矿业普遍存在高额退出壁垒，近期不大可能出现大规模供应中断或主动减产的情况。
- ▶ 在铂价较低的大环境下，铂金生产商将通过整合储量来重新评估旗下矿山的财务生存能力。例如，近期南非**Sibanye**矿业公司就将**Rustenburg**矿山和**Kroondal**矿山的铂族金属储量降级，将**620万盎司**和**90万盎司**储量转为资源量。相当于将矿山寿命分别缩减**6.5年**和**2年**。

# 铂金市场现状与展望

- 欧洲汽车在经历一月份的强劲销量后，2月份销量同比小幅下降，部分归因于今年2月份较2016年同期少一个工作日。欧洲三大汽车市场—德国、法国和英国的销量分别下滑2.6%、2.9%和0.3%。相反，意大利销量增长6.2%，但增速已较1月份放缓。最近欧洲汽车业爆出大新闻，标致雪铁龙集团已与通用汽车公司达成协议，将以20亿美元收购欧宝汽车，收购完成后标致雪铁龙在欧洲汽车市场所占份额将达16%，仅次于大众汽车公司（24%）。
- 展望未来，我们预计2017年汽车尾气净化催化剂工业部门的铂金需求将下降2%，出现4年来的首次下滑，其主要原因是欧洲轻型柴油车的产量下降。据汽车业咨询公司LMC预测，今年欧洲汽车市场上柴油车的份额将降至47%。
- 其他领域的铂金需求也缺乏亮点。中国铂金首饰需求量在连续3年下滑后今年有望回升，得益于此，首饰业将是今年铂金需求量有一定增长的唯一领域。但是，实物铂金投资需求量将大幅下滑，其中日本的需求量或继续走低（尽管是从2015之2016年期间较高的水平回落），这将抵消首饰业铂金需求的增長。
- 鉴于铂金价格与黄金价格紧密相关，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，大规模供应中断仍是可能导致铂价上行的一大威胁因素。此外，2月份南非兰特继续相对于美元升值，下旬美元兑南非兰特的汇率已降至1:13以下，重返2015年8月的汇率水平。倘若兰特继续升值，无疑将给那些生产成本高的铂金生产商带来沉重压力。
- 就价格下行风险而言，如果更多的欧洲城市颁布限制柴油车的措施，则柴油车所占市场份额将较预期更快地萎缩。这不仅将导致汽车尾气净化催化剂工业部门的铂金需求下降，同时从长期来看，还会挫伤投资者对铂金的信心。

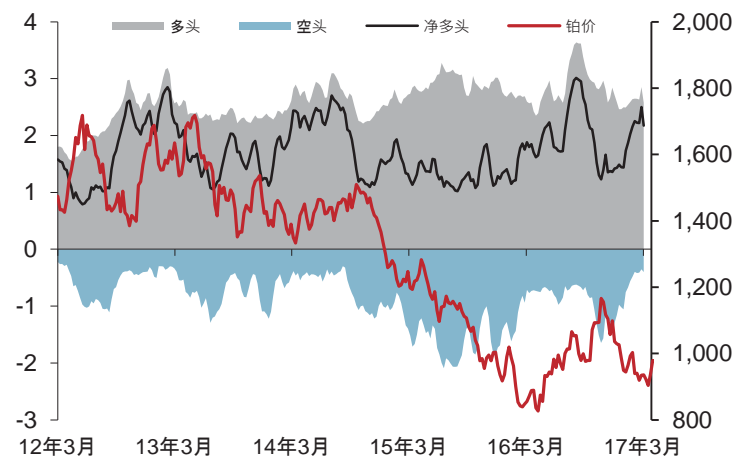
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，百万盎司



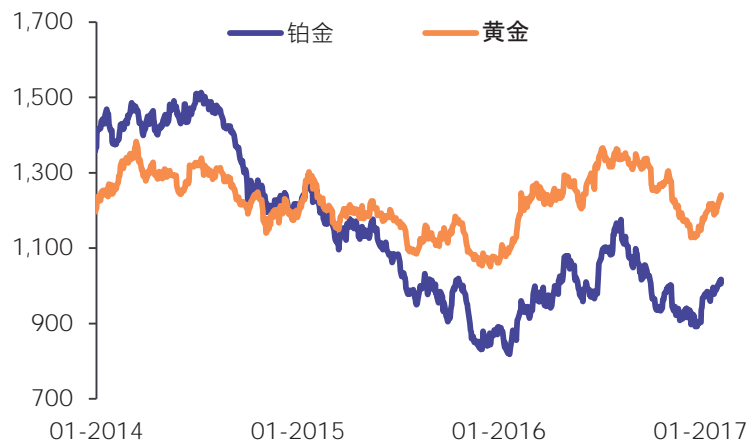
来源: Bloomberg

## Nymex 投资者净头寸\*, 百万盎司



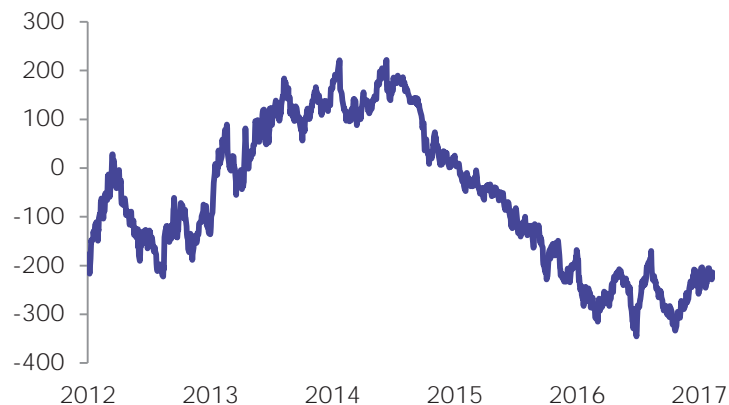
\* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格



来源: Bloomberg

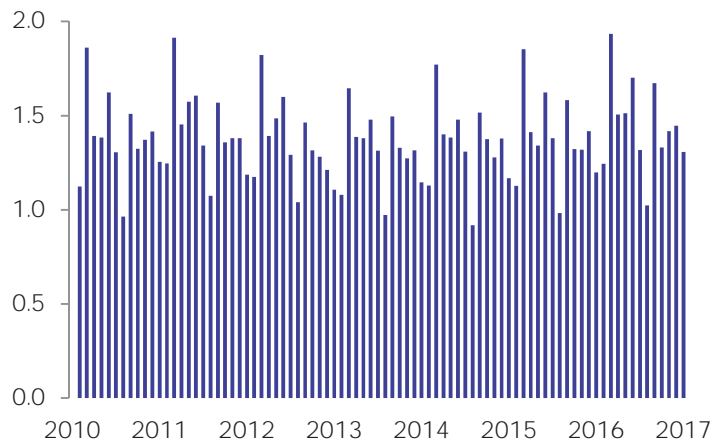
## 铂金:钯 比率



来源: Bloomberg

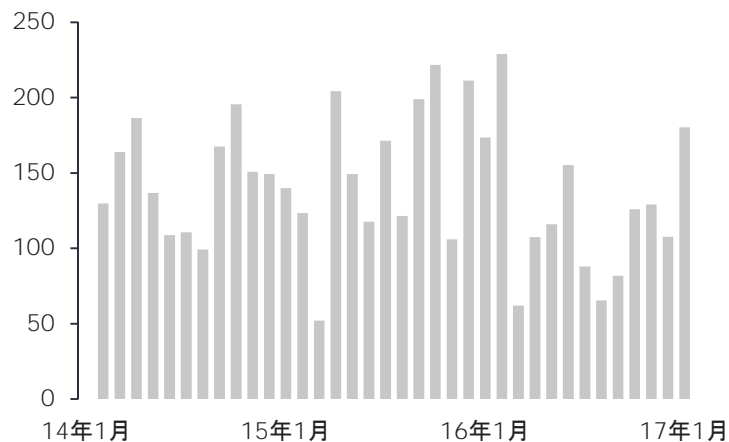
# 铂金市场现状与展望

## 欧洲汽车月销量, 百万辆



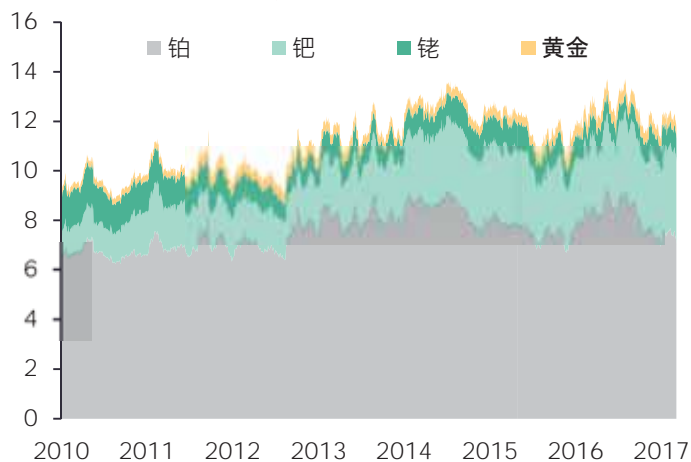
来源: Bloomberg

## 中国铂锭进口, 千盎司



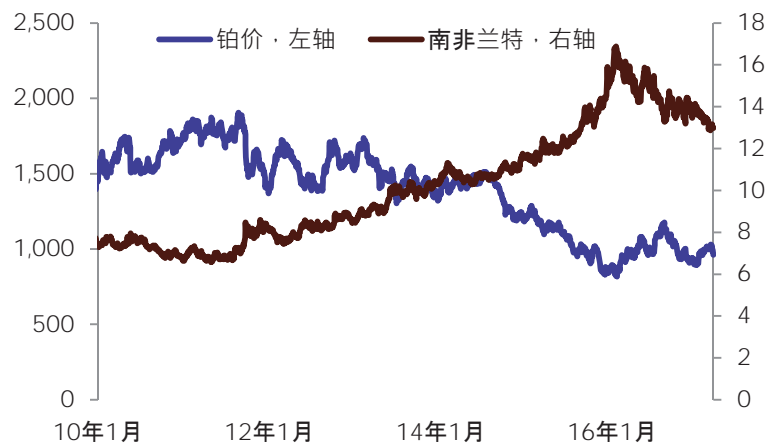
来源: Chinese Customs

## 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

经历1月底的抛售后，至2月17日期间，**钯金**稳步回升，波动率降低。随后，钯价在短暂下行之后，维持在760美元/盎司至788美元/盎司的区间内震荡。展望未来，我们预计2017年二季度钯价或因美国股市出现抛售潮而短暂下行，这之后将有所回升。2017年均价有望升至745美元/盎司。同比较上涨21%。

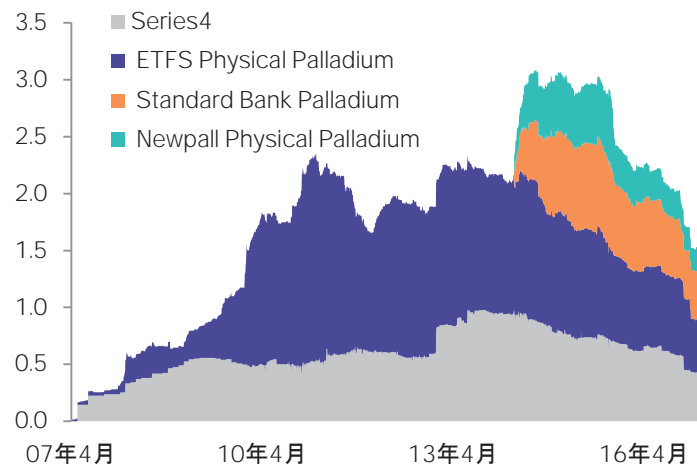
- 与黄金和白银情况类似，2月份钯价变动微弱，月末收盘价较月初仅上涨1%（相比之下铂价则下跌3%）。这在很大程度上归因于特朗普政府尚未清晰地描绘其新的经济发展战略，我们认为市场情绪最终会走向失望，从而很可能导致美股走弱，从而令钯价承压。
- 美国新一届政府的施政方向尚不明确，近期Nymex（纽约商业交易所）钯期货市场和ETP市场上投资者的行为模式已反映出这一点。2月份Nymex钯金期货净多头仓位变化幅度很小，在170万盎司至180万盎司间窄幅波动。尽管钯金ETP的持仓量在2月中旬后录得温和增长，但受1月中旬的抛售影响，目前仍明显低于2017年年初水平。
- 最新公布的汽车销量数据可能也给投资者带来了不确定性。2月份美国汽车销量同比下降1%，可能让部分投资者失望。但是，有两点需要特别注意。首先也是最重要的是，该同比下降是因去年同期基数很高（2016年2月汽车销量处于历史高位）。也就是说，尽管2月份美国乘用车销量同比下滑1%，但仍接近历史峰值水平。其次，尽管汽车总销量同比下滑，但卡车销量强劲增长，只是被轻型汽车销量的下降所抵消。
- 中国的汽车市场方面，1月份的最新数据我们已在上一期月报中进行了分析。概括言之，1月份中国的汽车销量同比下降近10%，部分原因是小排量汽车的购置税从5%上调至7.5%。考虑到1月份有春节长假及购置税优惠幅度调低的影响，若现在就预测1月份汽车销量疲软的情况在未来数月期间仍将持续，还为时过早。

# 钯市场现状与展望

- ▶ 尽管美国和中国汽车销量出现小幅甚至大幅下降，我们仍预期2017年全球汽车尾气净化催化剂的钯金需求量将创出历史新高，同比增长2%至800万盎司以上。需要强调的是，这意味着该工业部门的钯金需求将占到全球总需求的77%，较2010年约66.6%的份额有较大提升。
- ▶ 因需求强劲，预计2017年实物钯金供应赤字将上升至120万盎司，较我们预估的2016年110万盎司的供应赤字小幅增加。这意味着实物钯金供应将连续6年录得赤字，到今年年底时地表钯金存货量或将降至1,400万盎司，较2010年底时的1,800万盎司大幅下降。
- ▶ 从地表库存来看，到今年年底，地表钯金存货量相当于全球16个月的钯金需求量，相比之下，2010年底时的地表钯金存货存量尚相当于全球25个月的钯金需求。尽管期间库存有所下降，1,400万盎司的地表存货量仍较为庞大。
- ▶ 钯金存货量的现状是我们预期未来12个月期间钯价将温和上行的原因之一。如上所述，我们预计今年2季度钯价或将小幅回撤，之后有望重归上升轨道。到2018年1季度结束时，钯的均价将达到780美元/盎司，季度内的高点将触及900美元/盎司。
- ▶ 价格预测风险因素：供应侧的主要风险是南非兰特币持续走强。本年迄今兰特已较美元升值约4%。尽管如此，我们依然预期2017年全球矿产钯供应量将与去年持平，达到680万盎司。
- ▶ 需求侧的主要风险与汽车尾气净化催化剂工业部门的钯金需求相关。本年迄今全球乘用车销量已开始走软，在美国和中国市场表现得最为明显，而如果该下滑趋势加速，则投资者可能抛售所持有的钯金，令钯价重挫。

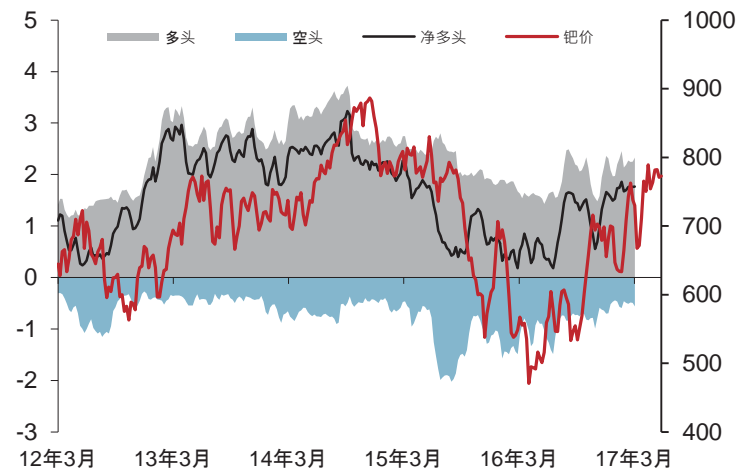
# 钯市场现状与展望

## 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

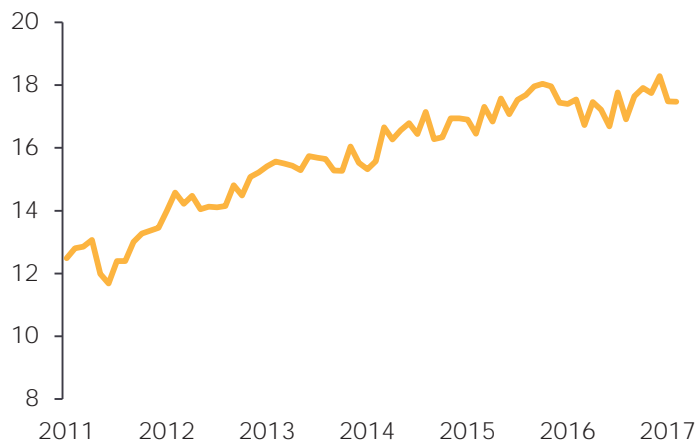
## 上证指数



来源: Bloomberg

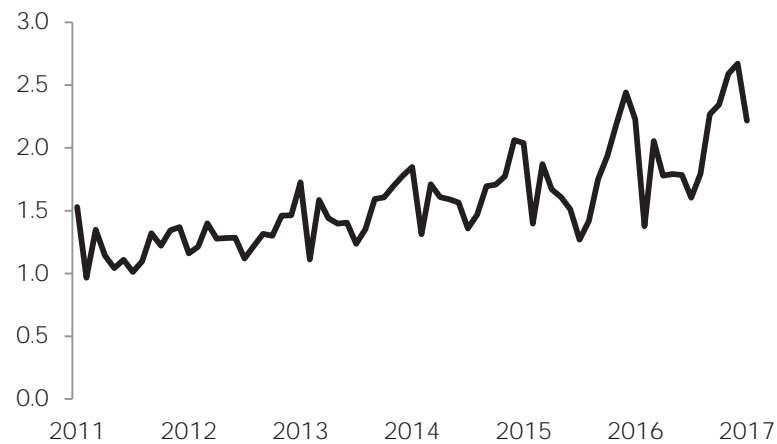
# 钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



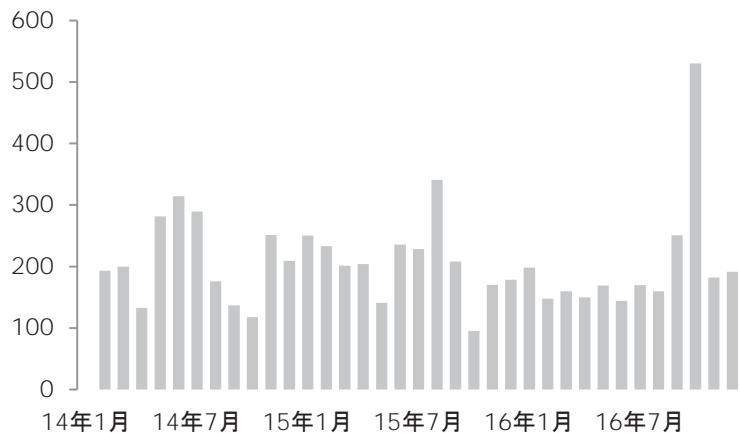
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



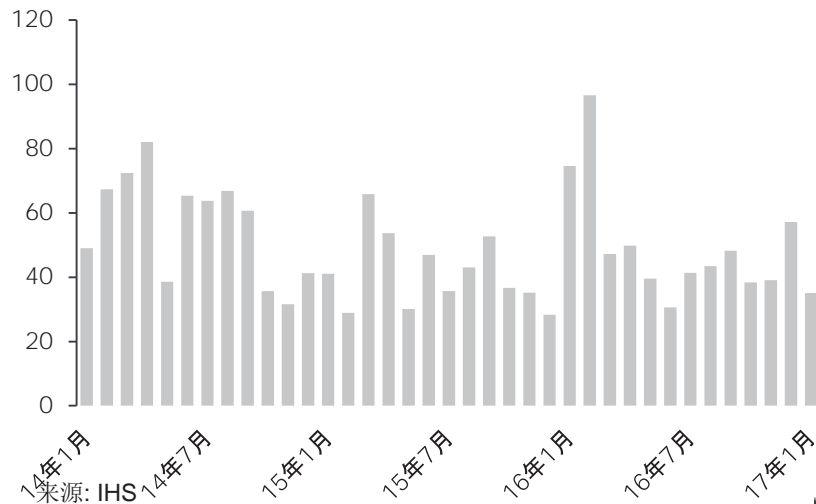
来源: Bloomberg

美国钚锭进出口, 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  
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](mailto:info@metalsfocus.com)

[www.metalsfocus.com](http://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。