



# 市场快讯

大华银行环球经济与市场研究部

2017年10月17日 星期二

 **UOB** 大华银行

誠摯如一 

# 商品策略：钯金领涨贵金属

- 由于需求和供应动力不同，再加上持续的地缘政治风险，今年的贵金属产生了大量有利可图的交易机会。除了各种贵金属的绝对价格走势有所不同之外，黄金与白银和铂金与钯金之间的相对交易也呈现出不同的趋势。
- 由于黄金和白银对地缘政治风险敏感度越来越低，再加上美联储很有可能在 12 月份再次加息，该两种贵金属可能继续窄幅震荡。与此同时，黄金与白银的较强相关性进一步上涨，推高了黄金与白银的价格比例。
- 在工业领域方面，钯金与铂金之间的需求对比差距百日化。汽油发动机催化转化器日益增长的需求以及投资者兴趣复苏，令钯金今年初至今上涨 40%，相较之下，铂金仅上涨 5%。因此，铂金与钯金的价格比例已下跌至平价以下，预计未来会进一步下跌。

## 黄金对朝鲜地缘政治风险敏感度减低

显而易见，对于许多市场人士而言，黄金对朝鲜地缘政治风险敏感度越来越低。自 8 月 28 日突破 1,300 美元 / 盎司大关以来，黄金未能在 1,300 美元 / 盎司上方维持上涨动能，回落至 1,290 美元 / 盎司。因此，尽管朝鲜情势持续紧张，但黄金隐含波动性还是有所下降。黄金 1 个月隐含波动率年初接近 14%，现在下降到 10% 左右。本年度更是经历了三次波动率突然飙升的情况。

首次波动率突然飙升发生在 4 月份，当时黄金首次上探 1,300 美元 / 盎司的阻力位，黄金一个月隐含波动率从 10% 跃升至 15%。当时还是首次有消息称，朝鲜可能准备测试一个核试炸，而美国宣布已经将“卡尔·文森”号航母转移至朝鲜半岛。第二次波动率突然飙升发生在 6 月初，当时黄金第二次上探 1,300 美元 / 盎司的阻力位，而这次的黄金一个月隐含波动率从 10% 小幅上升至 11%。

第三次波动率突然飙升发生在 7 月初，当时朝鲜已开始一系列洲际弹道导弹测试，一直到 9 月 4 日氢弹试验。其影响是最终提升黄金突破 1,300 美元 / 盎司的阻力位，于 9 月 8 日上涨至 1,357.50 美元 / 盎司的日内高位。在此期间，黄金的 1 个月隐含波动率从 10% 左右上升至 13%。但到 10 月初，由于黄金未能维持 1,300 美元 / 盎司上方的涨幅，黄金 1 个月隐含波动率再次回落至 10%。

图表1：金价波动性在本年度出现的三轮突然飙升



图表2：黄金现货与美国10年-2年期国债收益利差



## 在美联储12月份加息之前，黄金很可能窄幅震荡

在过去一个月美联储提供明确前瞻性指导的情况下，12月份加息的概率现在已经提升至80%。因此，3个月美国Libor已经从9月份的1.31%开始攀升至1.35%。我们预计美联储在12月份会加息，因此我们预测联邦基金利率和3个月美国Libor到年底将分别为（从1.25%上升至）1.50%和（从1.35%上升至）1.65%。

因此，如果美国Libor利率在今年最后两个月上涨，则金价将难以攀升。在没有再次面临风险恶化的情况下，美国的Libor利率以及美国收益率曲线的再次陡升可能性会超过金价的强劲增长。除非我们再次面临朝鲜地缘政治风险的高涨，否则黄金可能会保持锁定在交易区间内，直到美联储在12月13日FOMC会议上如广受市场期待般宣布加息。总体而言，短期内我们预计黄金的交易价格约为1300美元/盎司。在现阶段，黄金能否维持1300美元/盎司上方的涨幅仍然充满不确定性。

## 白银继续与黄金保持一致步伐

在这一年里，白银一直与黄金保持着紧密的步伐。事实上，白银和黄金之间的30期滚动相关性已经从年初的60%左右跃升至目前的86%左右。正如黄金于1300美元/盎司左右维持窄幅震荡一样，白银也于17美元/盎司左右维持窄幅震荡，整一年的具体浮动区间为16-18美元/盎司。

因此白银还未能脱离黄金的强力轨道。白银现有的头寸指标在8月下旬首次上涨至18美元/盎司后出现拉动。根据CFTC的统计，纽约白银净非商业期货头寸已经从接近平稳的水平跃升至约6万张合约。如果白银不能走高，那么该巨大悬突额将面临清算风险。

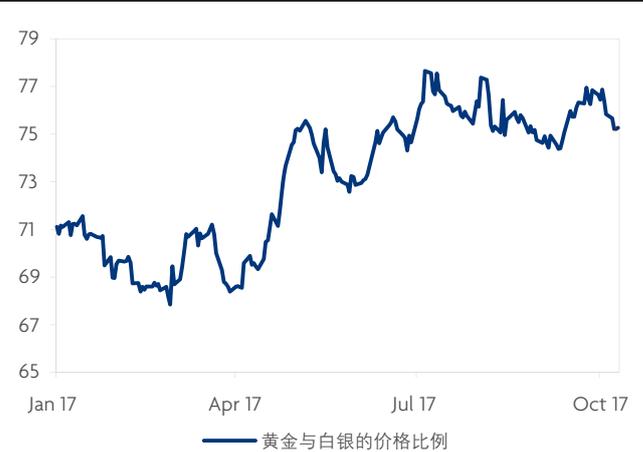
由于银价与金价之间存在强烈的相关性，且白银的期货净多头仓位有所增多，黄金与白银的价格比率今年从70左右上升至75，白银多头需要黄金与白银的价格比例下跌，以使银价跑赢金价。但这种情况似乎在短时间内不会发生。

图表3：白银与黄金的相关性已进一步增强



资料来源：彭博资讯、大华银行全球经济与市场研究部

图表4：黄金与白银的价格比例今年从70上涨至75



资料来源：彭博资讯、大华银行全球经济与市场研究部

## 日益增长的工业需求推动钯金强劲上涨

在这一年中，钯金的表现现在贵金属中最为耀眼，迄今为止涨幅已经超过 40%。实际上，钯金现货已经从年初的 670 美元 / 盎司跃升至目前的 950 美元 / 盎司。投资者通常将钯金价与铂金价进行比较。由于铂金は窄幅震荡，而钯金是强劲反弹，导致铂金与钯金的价格比例大幅下跌至平价以下。

钯金的强劲表现主要是受到工业需求强劲增长的推动，占钯金总需求量的四分之三。通常，铂金与钯金的工业用途均主要在于生产汽车的催化转化器。然而，铂金是用于柴油发动机的催化转化器，而钯金是用于汽油发动机的催化转化器。

由于近年来特别是欧洲和中国的排放标准越来越严格，汽车市场需求已从带铂金催化转化器的柴油发动机转向带钯金催化转化器的汽油发动机和混合动力发动机。与此同时，投资者对钯金的兴趣也有所回升，导致钯金的期货净多头仓位明显上涨，ETF 相关吨位反弹。9 月份，美国铸币局 (US Mint) 也宣布将首次开始生产钯鹰币。

因此，在可预见的未来，钯金供应赤字有望进一步扩大，这加剧了钯金价格的强劲反弹，导致近期钯金价格飙升，超过铂金价格，迫使铂金与钯金的价格比例低于平价。

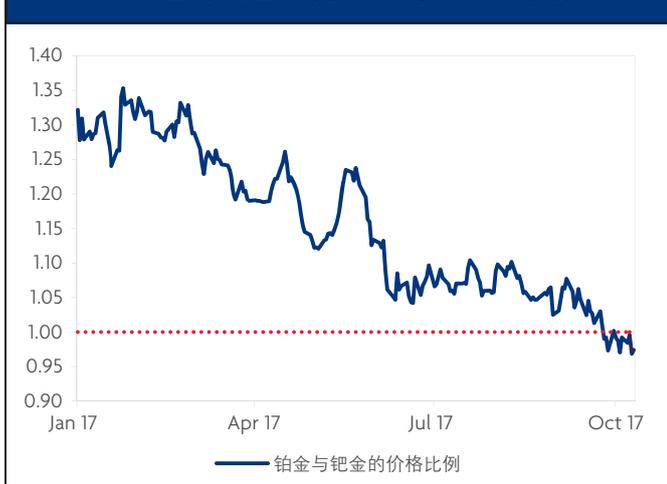
## 钯金领涨贵金属

总的来说，贵金属迄今表现良好，但取得了不同程度的成功。虽然白银和铂金均“窄幅震荡”，但年初至今也累计涨幅约为 6% 和 4%，黄金的累计涨幅则高达 10%。然而，钯金则以高达 40% 的惊人价格涨幅成为贵金属中的表现最佳者。

由于 12 月份美联储加息的可能性很大，近期黄金和白银将可能分别在 1300 美元 / 盎司和 17 美元 / 盎司附近整固。朝鲜地缘政治风险升级可能有助于黄金和白银重返 8 月份高点，但鉴于美国利率继续上涨，这金价与银价涨幅不大可能长期持续。在这一年当中，白银与黄金的相关性有所增加，白银的表现可能难以超越黄金。因此，黄金与白银的价格比例可能保持在目前 75 以上的高位水平。

对于具有较强工业用途的两种贵金属（钯金和铂金），相关汽油催化转化器对钯金的需求不断上升，将有望继续推动钯金的表现好于铂金。铂金与钯金的价格比例目前低于平价，未来可能会进一步走低。

图表5：铂金与钯金的价格比例已跌至平价以下



资料来源：彭博资讯、大华银行全球经济与市场研究部

图表6：钯金的表现远好于其他贵金属 (指数=100 2017年1月)



资料来源：彭博资讯、大华银行全球经济与市场研究部

## 免责声明

本文件来源于大华银行环球经济与市场研究部。大华银行(中国)有限公司(“本行”)经授权予以发布。大华银行(中国)有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用,研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请,亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息(研究部和本行并未对其进行核实)而编制的,对于本文件及其内容的完整性和正确性,研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言,本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏(无论由于何种原因引起)负责,亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项(包括但不限于国家、市场或者公司)未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性,并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现,不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前,请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询,如果您决定不征求该等顾问的意见,您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品(“产品”)中可能享有权益,包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务,或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系,或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意,本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供,亦不得被用于其它用途。