



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 488 期

2023/01/12

黄金

上周四，因投资者消化了公布的FOMC（联邦公开市场委员会）会议纪要内容，黄金交投于1,830美元/盎司一线。

白银

因需求仍不振，上周印度国内白银成交价较到岸成本价折价0.80美元/盎司。

铂金

截至2022年底，全球铂金ETP的总持仓量为310万盎司，同比下降15%。

钯金

2022年11月丰田汽车公司的销量为79.6万辆，同比上升3%，连续第四个月实现同比增长。

2023年贵金属市场展望

就预计受多个因素的叠加影响，如：实际利率上升，美元仍能保住近期大部分涨幅，竞争资产的吸引力加大，实物黄金市场前景（包括各国央行买入前景）令人失望等，2023年中后期金价将开始显著回落。银价预计将同步下跌，不过由于白银基本面强劲，工业金属价格也将回升，金/银价格比率应不会扩大。相比之下，铂金价格很可能维持区间震荡走势，原因是即使金价下跌会带来铂价下行压力，但应会被铂金供需缺口扩大所抵消。而由于供需缺口逐步减少，中长期前景不佳，2023年钯金价格预计将走低。供需缺口收窄也将使铑价面临一定压力，但铑库存仍将维持在令人担忧的低位。

黄金

2023年开年金价涨势凌厉，撰写本文时触及七个月来的高点1,865美元/盎司。虽然最近金价飙升主要是由于空头回补，但无疑也是2022年11月以来金价持续上涨的延续，其背后的主要驱动因素是市场预计加息速度可能会慢于之前的预期。

然而对于这一观点我们持怀疑态度。场似乎过于重视名义利率。我们认为只有在美联储很有把握地确认通胀已得到控制时才可能降息，而上周公布的FOMC会议纪要也被视为释放鹰派信号，受此影响，撰写本文时金价已回落至1,830美元/盎司一线。鉴于最近公布的美国消费价格指数涨幅为7.1%，十年期国债收益率达到3.7%，



Metals Focus 感谢其合作单位——中国黄金协会
对《贵金属周报》中文版的支持



Metals Focus感谢下列机构对《贵金属周报》中文版的支持

valcambi
suisse

www.valcambi.com



A PALLION COMPANY
www.ABCbullion.com



www.aurus.com



www.randrefinery.com

美国失业率与通胀水平



数据来源: 彭博社

实际利率应会不可避免地上升。因此我们不能忽略美联储缩减其资产负债表带来的债券收益率上行压力,即使其他政策部分缓解了此压力。

该观点建立在预期通胀将回落的基础之上。事实上鉴于能源价格很可能会从高位大幅回落,叠加物流瓶颈正逐步消除,因此通胀将下降的共识可能会更为清晰。有待确定的是今年通胀会温和回落还是会大幅下降,但不论哪一种结果都不会改变我们目前对黄金走势的研判。

同时也不应忽略市场的另一大共识,即未来几个月间美国经济的韧性将强于欧洲,因此利差收窄导致美元走弱的情形不大可能出现。2023年下半年全球经济增长加速也应能提振股市,导致避险资产的吸引力减弱。后者建立在另一假设之上,即俄乌战争仅会继续但不会扩大,同时美中两国因台湾问题导致的紧张关系也不会显著加剧。

我们预计在市场风险偏好情绪上升和实际利率走高的大背景下,2023年大部分时段内金价可能会显著回落。值得考虑的其他因素还包括,目前很多实物黄金市场表现疲软(印度国内金价已转为折价),以及像2022年官方部门大幅增持黄金的情形不大可能重现。最后,还需要测算机构投资者的黄金投资需求量及其继续上升的潜力。就此而言,实物黄金盈余量是一个有效的观察指标,2016-2022年期间实物盈余累计达5,800吨。不过,鉴于黄金作为分散化投资组合组成部分的吸引力不断上升,应能被投资者消化。

黄金:白银价格比



数据来源: 彭博社

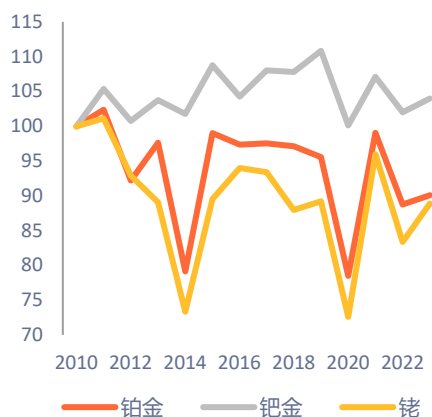
白银

与黄金一样,2022年末期间白银也强劲上涨,自4月末以来首度涨破24美元/盎司。在此期间,白银跑赢黄金,金/银价格比率降至75:1,重返1月份的低位。银价上行反映出投资者做多情绪有所回暖,2022年12月末管理基金持有的CME(芝加哥商品交易所集团)白银期货净仓位已从10月中旬的净空头状态(数量约为3,900万盎司)转为净多头(数量高达1.44亿盎司),就是明显的例证。

进入2023年后,白银走强之势延续。市场对工业金属的预期日趋乐观也让白银受益。背后的主要原因是中国新冠疫情政策转变,使投资者预期今年下半年中国经济将增长。但出于以上“黄金”部分所述的原因,我们预计2023年银价将逐步走弱,不



铂族金属矿产供应（指数）



数据来源: Metals Focus, 2010年数据为100

过下行幅度应有限。主要有两个原因：第一，如上所述，投资者看多工业金属的情绪正在升温。第二，目前白银处于结构性供应短缺状态，与过去十年间大部分时段内都供应过剩的情况形成鲜明对比。供应短缺已导致伦敦金银市场协会的白银库存量显著下降，2022年末已降至过去近七年来的最低水平。尽管今年供应短缺量或将较2022年收窄，但其对白银库存量的影响和投资者对库存变化的反应都值得关注。

供需缺口扩大支撑铂金价格

2022年铂金供应于七年来首度出现短缺，2023年供应短缺量将进一步升至逾二十年来的峰值。据此Metals Focus看多中长期铂价走势。铂金需求增幅高于供应增幅，导致供需缺口扩大。

汽车尾气催化剂制造业、玻璃工业和零售投资的铂金需求量上升，是推高铂金总需求量的主要因素。就汽车业而言，催化剂系统中铂金替代钯金，芯片供应短缺大幅缓解，内燃机汽车产量上升等因素都推动铂金需求走高。就供应而言，我们预计因2022年冶炼厂维护对产量的冲击消失，2023年矿产铂金产量将同比上升，但南非电网仍不稳定，供电也不足，使得累积的半成品库存无法像2021年ACP转化炉工厂停工后那样得到大规模释放的风险加大。该因素叠加Mogalakwena矿山的矿石品位下降，将导致南非矿产铂金产量的增幅受限。

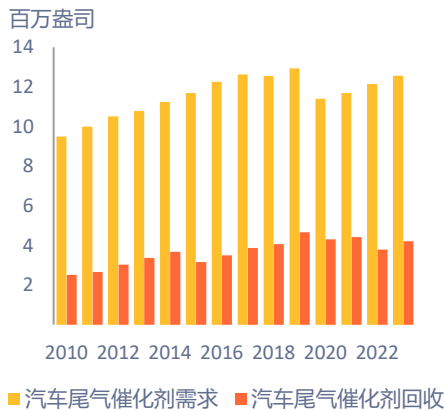
虽然我们看多中长期铂价走势，但预计2023年其上行空间有限，且不排除出现阶段性价格疲软的可能性。随着年内通胀回落，实际利率将攀升，持有无利息收益率资产的机会成本也将上升，会令铂价承压。不过鉴于铂金需求走强（包括中国铂金进口持续保持强劲），供应增长受限，我们预计2023年铂价表现将好于金价。

钯金价格呈现下降趋势

从表面上看，2022年钯金表现仍很耀眼，年内钯价曾触及3,442美元/盎司，连续第三年创出历史新高。俄罗斯入侵乌克兰引发对俄罗斯钯金供应的担忧和投机炒作钯金的热潮。但钯价涨势未能持久，到12月底时，受汽油车产量下降、中国钯金进口量走低、其他国家消费状况恶化等因素的叠加影响，钯价跌至1,652美元/盎司的低点。2022年钯金均价为2,112美元/盎司，自2016年以来首度同比下跌。

预计2023年钯金总供应量将增长，其中钯金回收供应量上升

铂族金属汽车尾气催化剂需求与回收量



数据来源: Metals Focus

是主要推动因素。芯片供应短缺大幅缓解后汽车制造商新车交付将赶上进度,相应的可供回收的报废汽车存量将增加。相比之下,由于多个关键市场都面临诸多挑战,2023年钯金总需求量则将与2022年大致持平。虽然汽车总产量将回升,但增长主要来自电动汽车,将对钯金需求产生影响。汽油车尾气催化剂系统中钯金部分被铂金替代,将进一步打压汽车业钯金需求量的增长。尽管我们预计2023年钯金供应仍将短缺,但短缺量较2022年将大幅收窄,同样令钯价承压。此外,市场参与者意识到今年之后钯金供应很可能会由短缺转为过剩,据此我们预计今年年底钯价可能将从当前价位大幅回撤。

供需缺口收窄令铑价承压

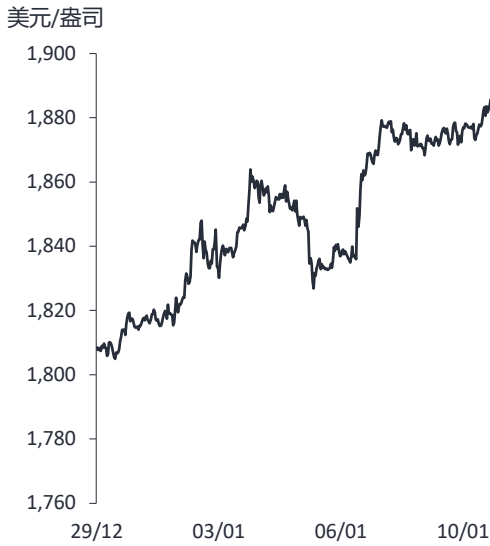
预计由于供应增幅超过需求增幅,2023年铑供需缺口将收窄。Metals Focus因此预计全年铑均价将较2022年下跌,不过全年大部分时段内铑价应会继续大幅波动。2023早期内燃机汽车产量回升,将令铑受益,但进入下半年后,一旦积压的订单完成交付,经济不确定性加大和融资利率上升可能会打压新车销量,进而会对铑价构成下行压力。

2023年南非铑产量在全球总产量中的占比将到达83%。如上所述,南非面临该国国家电力公司供电不足和社区动乱等因素的冲击,使得铑价上行的尾端风险显著加大。不过虽有这些挑战,Metals Focus仍预期2023年矿产铑产量将较2022年的较低基数水平上升,同时因芯片供应短缺大幅缓解后新车供应量上升,可供回收的报废汽车数量将增加,铑回收供应量也有望上升,也将推动铑总供应量增长。

虽然2023年铑供应短缺量将较近几年来下降,但我们必须认识到铑地上存量仍处于极低水平(尚不能满足半年的需求量)。此外,铑ETP的持仓量低于1.1万盎司(较2016年的13.8万盎司剧降),而且2022年的减仓量也仅为500盎司,显示剩余持仓粘性很强,无法大幅为市场注入流动性。地上存量有限可能会导致铑价飙涨,期现价差扩大,价格波动性加大,远期利率上升等后果,原因是实物铑市场流动性低会使铑供应错位和金属短缺的风险加大。

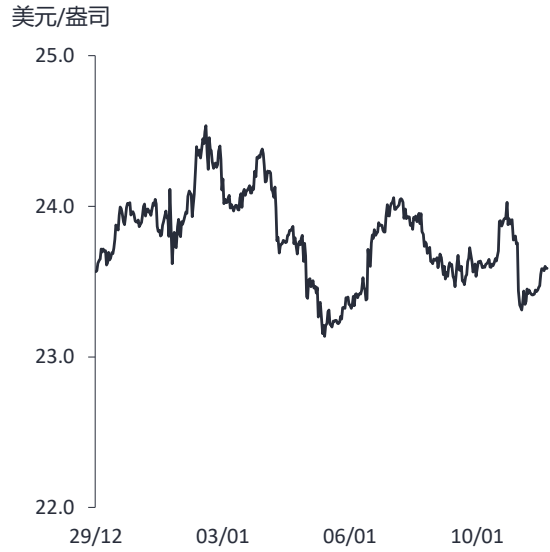
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



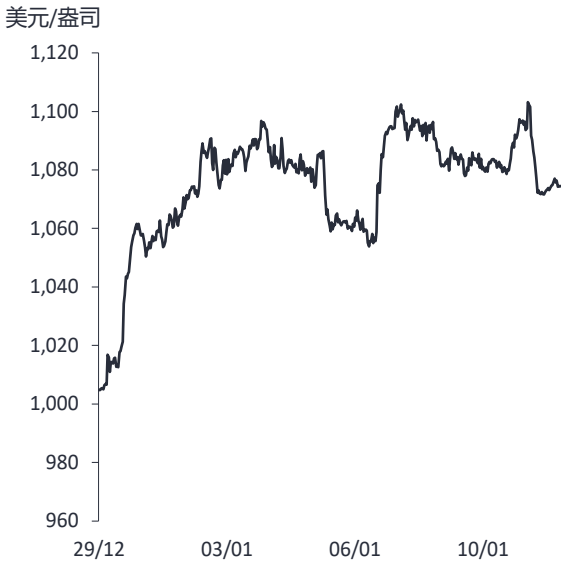
来源: Bloomberg

白银



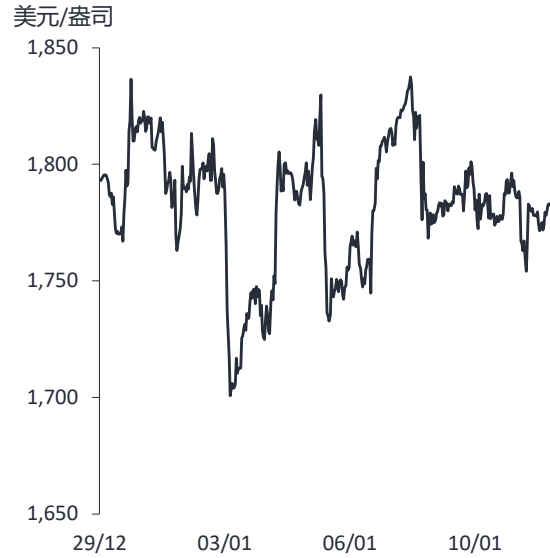
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

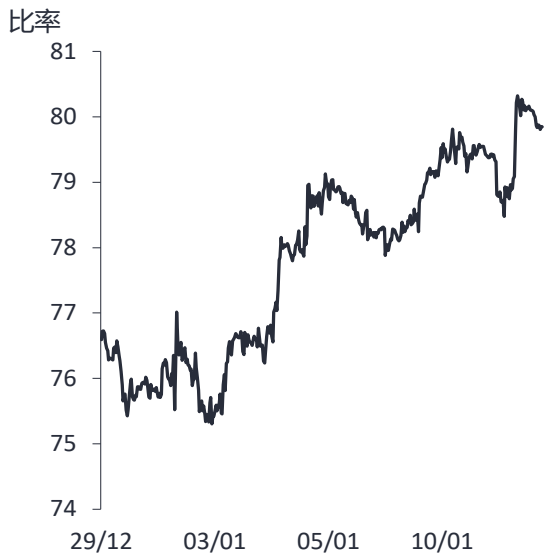


来源: Bloomberg



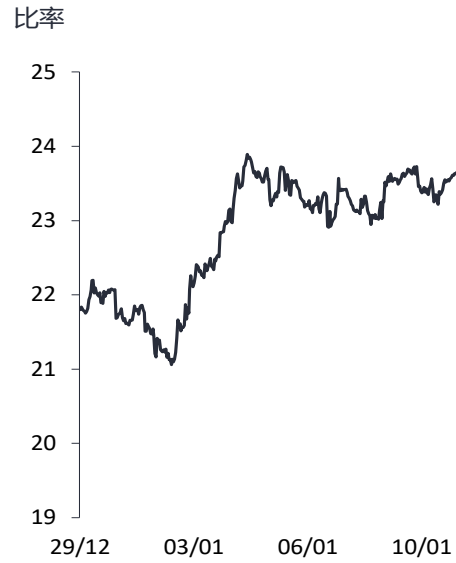
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



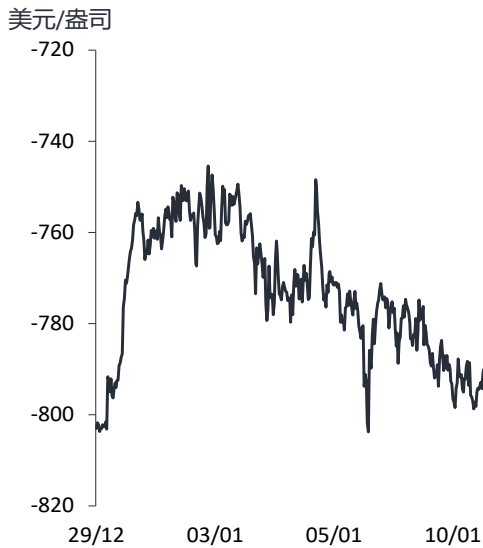
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



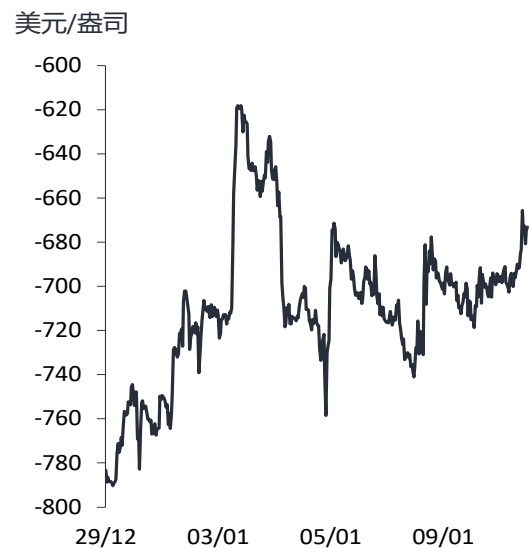
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



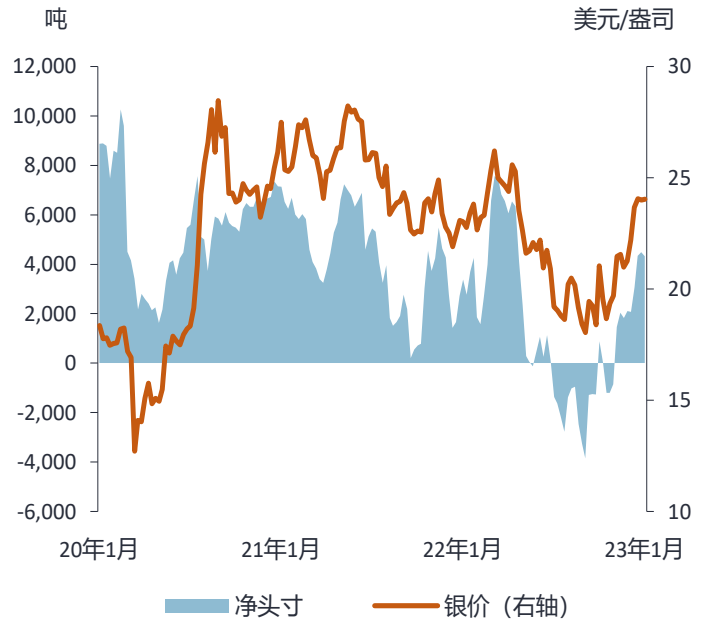
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



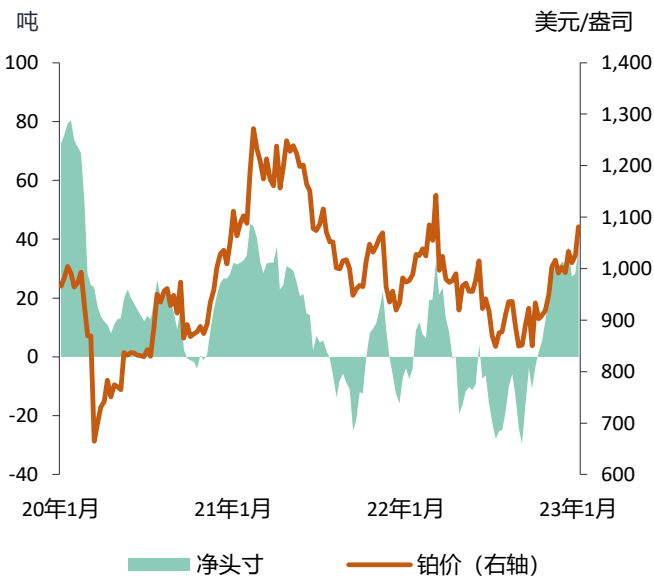
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

白银



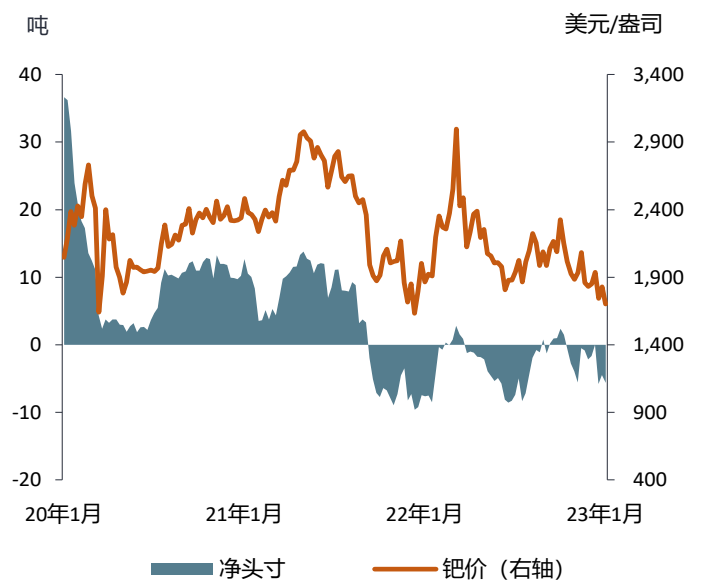
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

铂金



*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

钯金



*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg



图表 - ETP 持仓

黄金



来源: Bloomberg

白银



来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金



来源: Bloomberg



Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 常务董事

Charles de Meester, 常务董事

Neil Meader, 金银业务主管

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 高级顾问 - 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问 - 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Mansi Belge, 研究助理-孟买

Neelan Patel, 区域销售总监

Jacob Smith, 铂族金属高级研究员

Mirian Moreno, 业务经理

Ghananshu Karekar, 研究助理-孟买

Nikos Kavalis, 常务董事 - 新加坡

Adam Webb, 矿业组主管

Wilma Swarts, 铂组金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Chirag Sheth, 南亚地区顾问 - 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员 - 上海

Çagdas D. Küçükemiroglu, 顾问 - 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 高级顾问 - 孟买

Francesca Rey, 顾问 - 马尼拉

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员 - 上海

Sarah Tomlinson, 研究员

Erin Coyle, 销售及市场经理

Metals Focus - 联系方式

地址

6th Floor, Abbey House

74-76 St John Street,

London EC1M 4DT

U.K.

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

www.metalsfocus.com



MetalsFocus金属聚焦

微信扫描二維碼，关注我们公众号

免责声明与版权声明

除非另有说明，本报告中所有知识产权的拥有或持牌人均均为Metals Focus Ltd。本报告(包括任何附件和附件)是为收信人独家使用而编写的。本报告中任何内容均不构成购买或出售贵金属或相关证券或投资的要约，也不构成关于购买或出售贵金属或相关证券或投资的建议。在根据本报告的内容采取(或不采取)任何行动之前，您必须获得专业或专家的建议。虽然我们已尽一切努力提供在本报告中公布的信息，但Metals Focus Ltd并不保证其内容的准确性或通用性。本公司对任何错误或遗漏概不负责，亦不对任何损失或损害承担任何责任，亦不对任何第三方承担任何责任。

本报告(包含本报告的任何部分)不得在未经Metals Focus明确书面同意的情况下复制、分发、传输或传达给任何第三方。本报告以电子方式提供，只有已获发个人用户牌照的获授权用户，才可下载本报告的副本。如有需要，可向Metals Focus Ltd购买额外的用户许可证。任何未经授权的工作行为可能导致民事或刑事诉讼。