



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 503 期

2023/04/25

### 黄金

上周，因美元走强，金价跌破 2,000 美元/盎司，但因投资者尚在等待美联储明确其政策立场，跌幅受限。

### 白银

今年一季度赫克拉矿业公司的白银产量同比增长 22%，至 404 万盎司。

### 铂金

鹿特丹港务局将在荷兰马斯弗拉克特的设施上开发一个容量高达 1GW 的绿色氢电厂。

### 钯金

去年 12 月至今年 2 月期间，塔里萨矿业公司（Tharisa）的生产受到恶劣天气影响，因此已将产量指引下调了 10%。

### 不断变化的利率预期对黄金走势的影响

联邦公开市场委员会（FOMC）即将于 5 月 2 日-3 日举行政策会议，我们的《五年期黄金预测季报》也发布在即，因此借此机会综述我们对短期至中期内黄金走势的研判。目前总体而言，我们认为鉴于过去几周驱动金价走势的因素继续存在，短期内金价仍获得良好支撑。但今年中后期下行压力将开始逐步加大，金价有可能再度回落至较低的波动区间，与 2022 年末的情况类似。

上述研判建立在下列假定之上，即美联储将坚持其“在更长时间内使利率保持在更高水平”的立场（如 3 月份美联储利率预测点阵图所显示的）。虽然我们认同本轮加息周期即将接近峰值的市场共识，但在我们的基准预测情景下，今年年底前美联储尚不会降息。可以理解，这使 Metals Focus 成为市场少数派，也是我们对今年下半年金价走势持保守观点的原因。

事实上本年迄今投资者与美联储官员关于美国利率路径的观点一直存在分歧，使美联储的官方预测与市场预期期间的差异颇大，还时常变化不定。本年迄今该分歧不时导致金融市场包括金价剧烈波动。撰写本报告之时，市场对于降息的预期已经降温：从硅谷银行倒闭后预期将降息近一个百分点转变为预期 2023 年底前仅会降息 50 个基点，首次降息最早也要到 11 月份。

当然美联储作出何种政策决定将取决于美国经

You can  
always spot  
a good egg.



valcambi  
suisse

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



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



A PALLION COMPANY  
[www.ABCbullion.com](http://www.ABCbullion.com)



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



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

济前景和央行是否会被迫较预期更快地放松货币政策。就此而言, Metals Focus仍预计未来数月内货币政策不大可能很快转变。美国经济无疑会走弱,但由于劳动力市场仍然偏紧,失业率也处于历史低位,作为美国GDP最大组成部分的消费者支出仍能继续获得支撑。总体而言,我们认为美国经济软着陆仍是最可能出现的结果,这应能减轻政策制定者为提振经济而被迫放松货币政策的压力。

更为重要的是,虽然近月来总体通胀率看起来已自数十年来的高位回落,但剔除波动率高的能源和食品价格后的核心通胀率仍居高不下。因此,我们认为在有清晰的迹象显示核心CPI(消费者价格指数)持续下降并趋向于2%的长期通胀率目标之前,政策制定者不大可能会急于降息。相应的我们认为市场应会调整其当前定价依据的利率预期,美元亦有可能收复之前的部分实地。通胀缓解最终也应能推高实际利率和债券实际收益率。

预计进入今年下半年后,近期银行业危机带来的风险溢价也将消退。最后,我们承认短期内股市因上市公司盈利弱于预期而进一步回调的风险的确存在,但经济衰退担忧消退最终应能提振投资者的风险偏好,带动部分资金回流股市。上述诸因素都表明今年后期金价和黄金投资将面临更多阻力。

在实物市场方面,今年供需基本面对金价的支撑作用将减弱。这主要是由于官方部门的黄金净买入量在2022年升至极高的

隐含2023年12月利率预期\*



\*联邦基金期货隐含利率  
数据来源: 彭博社

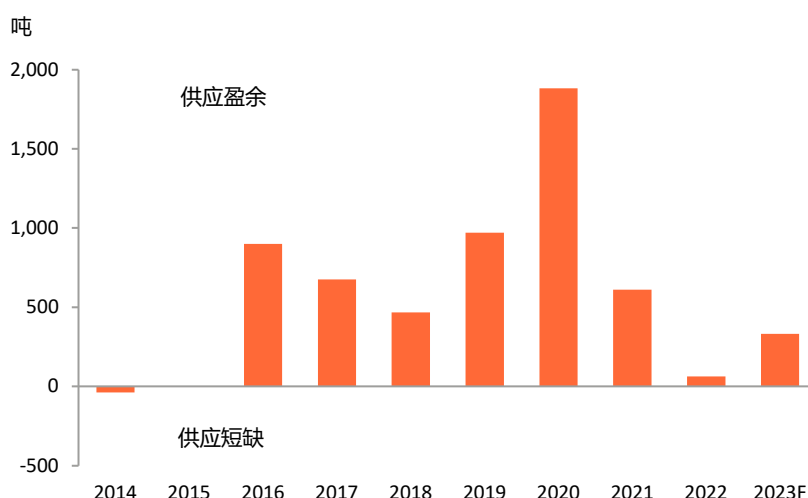
水平,如此高的基数下难于继续增长,今年应该会有所回落。不过考虑到地缘政治紧张局势升级和黄金作为分散化投资组合组成部分的吸引力,各国央行仍有理由继续增持黄金。即使2023年官方部门的黄金净买入量可能会相对放缓,绝对数量也仍将是我们有记录以来的第二高值。

主要得益于中国需求在新冠疫情后回暖,叠加2022年的基数低,今年黄金首饰和实物黄金投资总需求量有望温和回升,将部分抵消官方部门购金量的回落。不过由于金价高企且波动率大已打压消费者和零售投资者的需求,其他国家的黄金需求前景则不太乐观。

在供应方面,今年矿产黄金产量有望再创历史新高,由于金价上涨,同时有部分人因恐慌性抛售而回售黄金,黄金回收供应量也有望小幅走高。综合考虑供需两方面的状况,2023年黄金供应过剩量将大幅上升。

如果仅孤立地看,由于经济和地缘政治方面的不确定性增加,黄金供应过剩量应能被机构投资者轻松吸收。但考虑到新冠疫情爆发以来黄金走势日益取决于投资者的交易活动,而且投资者的黄金持仓量已累积至很高水平,未来金价能否继续走强的确面临挑战。

### 黄金市场供需平衡

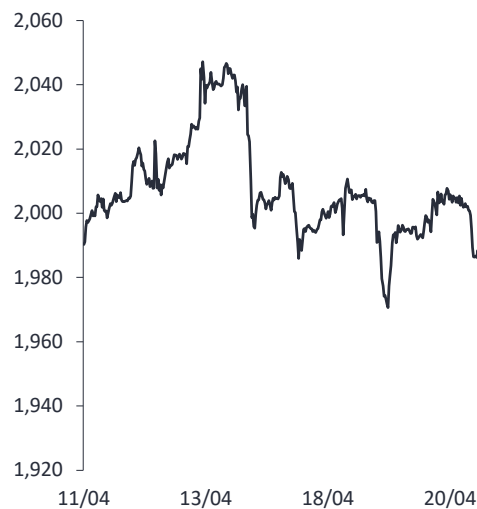


数据来源: Metals Focus

## 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

### 黄金

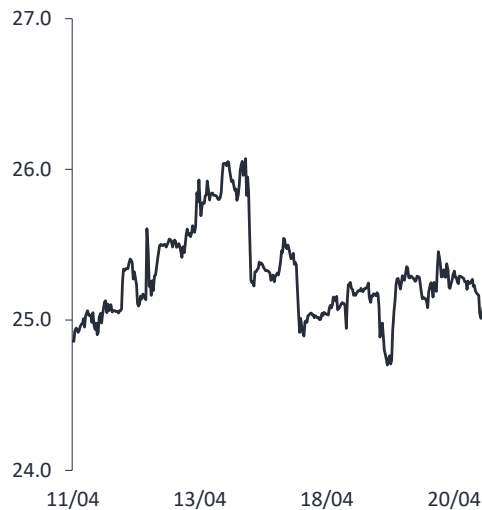
美元/盎司



来源: Bloomberg

### 白银

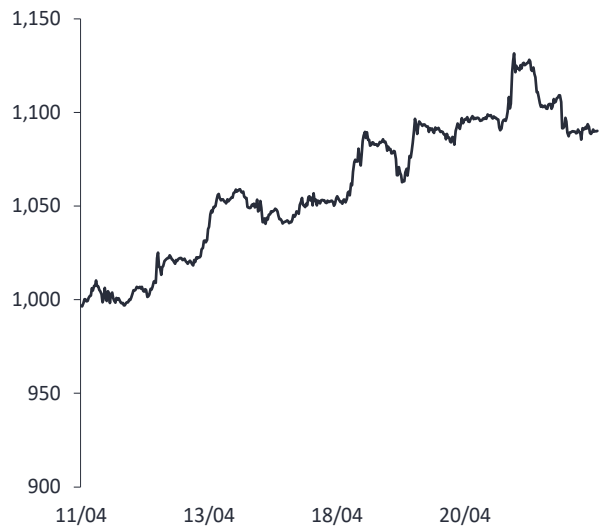
美元/盎司



来源: Bloomberg

### 铂金

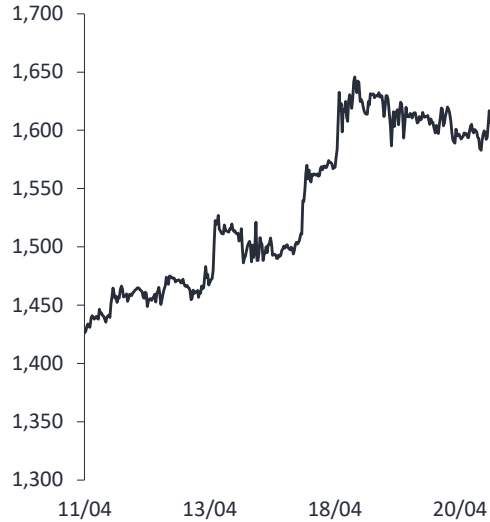
美元/盎司



来源: Bloomberg

### 钯金

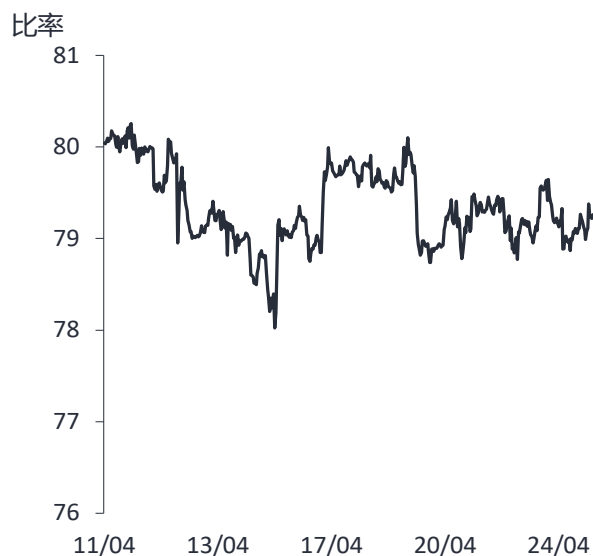
美元/盎司



来源: Bloomberg

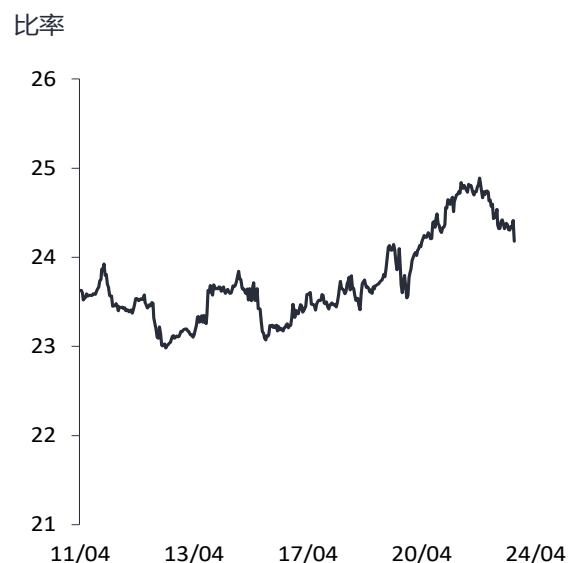
## 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



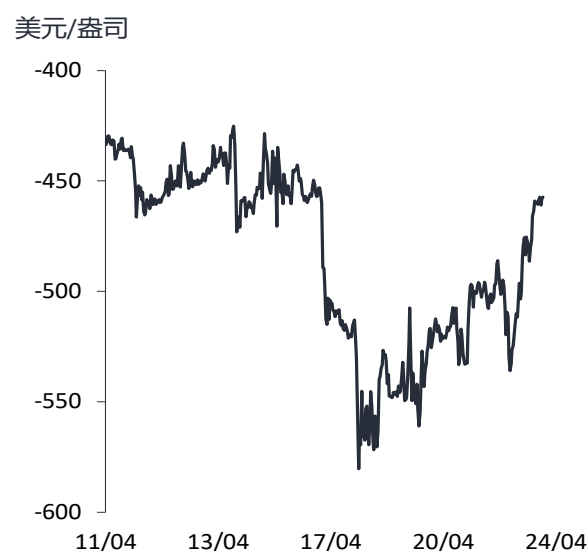
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

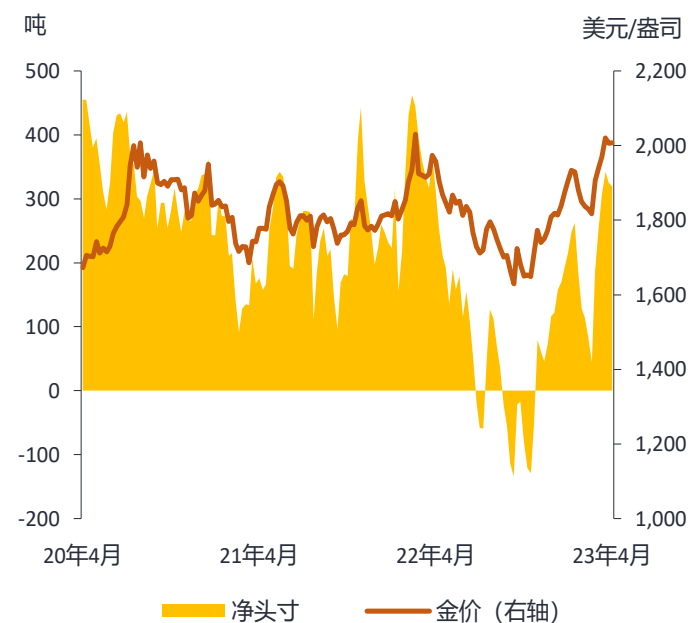
铂金-钯金 价差



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



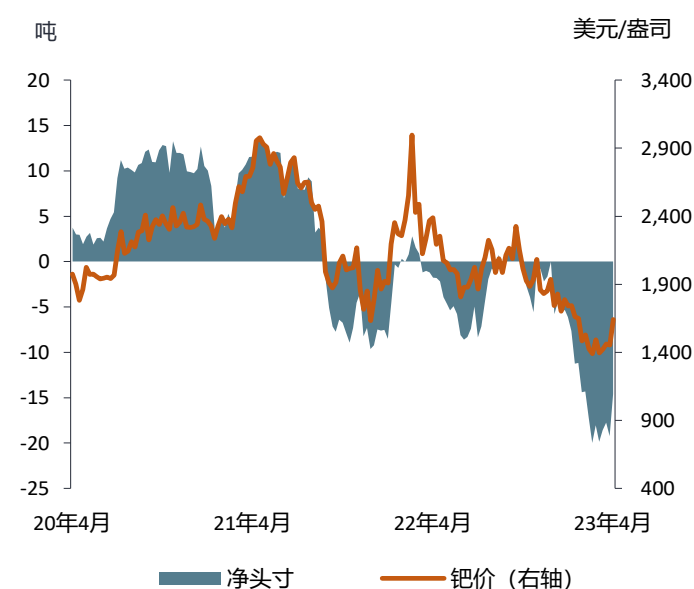
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

### 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



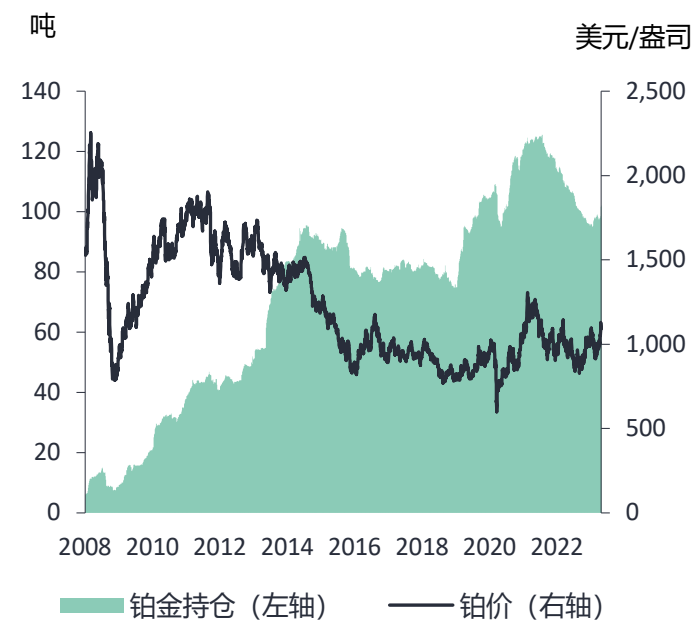
来源: Bloomberg

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  
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  
Adarsh Diwe, 研究员-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  
微信扫描二维码，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。