



Metals Focus

贵金属月报

第91期 - 2023年6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.valcambi.com



www.asahirefining.com



www.randrefinery.com



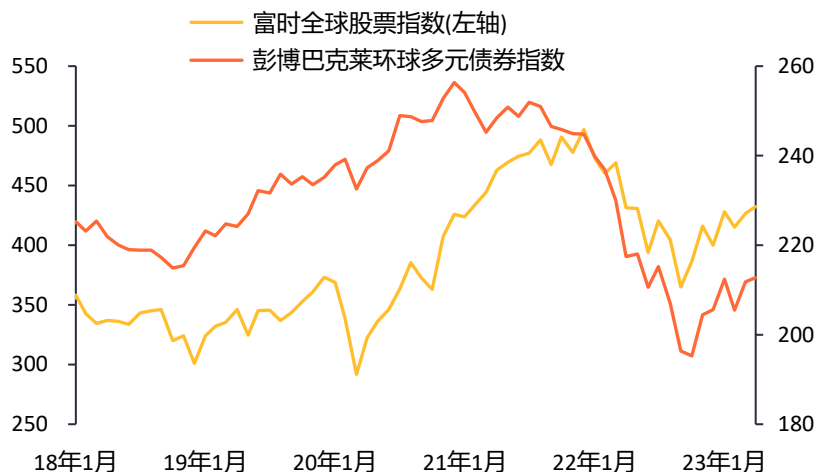
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 5月份全球金融市场波动率继续下降，市场对美国地区性银行危机的担忧有所消退。不过由于美国两党就债务上限问题展开激烈争执，同时中国经济增长势头减弱，5月份大部分时段内投资者的风险偏好情绪下降。全月富时全球股票指数下跌1.3%，伦敦金属交易所金属指数更重挫7.2%。
- 围绕美国债务上限谈判的不确定性加大，最初让贵金属价格受益走强。但由于美国利率在可预见的未来都将维持在更高水平的可能性日益上升推高了美元，打压贵金属价格，之前的涨幅很快回吐。
- 尤其值得注意的是，美国劳动力市场仍很强劲，5月份公布的非农就业数据连续第十四个月强于预期，同时核心通胀率仍居高不下。在这一背景下，撰写本报告时（6月8日），近期美联储成员发表的言论和美国经济数据都使市场预期7月份美联储可能再加息一次，6月份利率则将维持不变。
- 展望未来，贵金属价格仍会对投资者关于美国货币政策预期的变化极为敏感。在我们的基准预测情境下，美国经济将会免于径直陷入衰退。考虑到7月份美联储可能再加息一次，以及更重要的，2023年底前降息空间极小，资金流入避险资产的势头今年下半年将难于持续。
- 随着市场对美国放松货币政策的预期继续降温（目前的联邦基金利率期货价格显示，年底前仅会降息25个基点），美元有望维持不断走强之势，这将让贵金属价格再次面临下行压力。
- 不过尽管我们并不认为金融和经济状况会大幅恶化，尾部风险上升仍将继续确证黄金作为分散化投资组合成分资产的有效作用，使金价下行幅度受限。

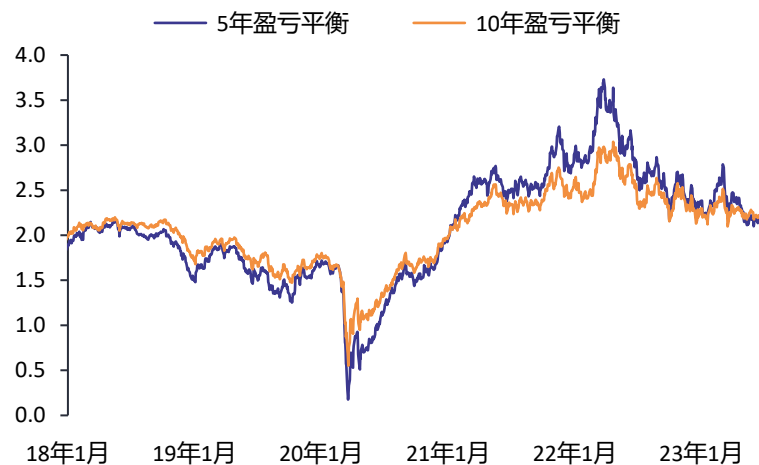
宏观经济现状与展望

全球股票与债券市场



来源: Bloomberg

美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



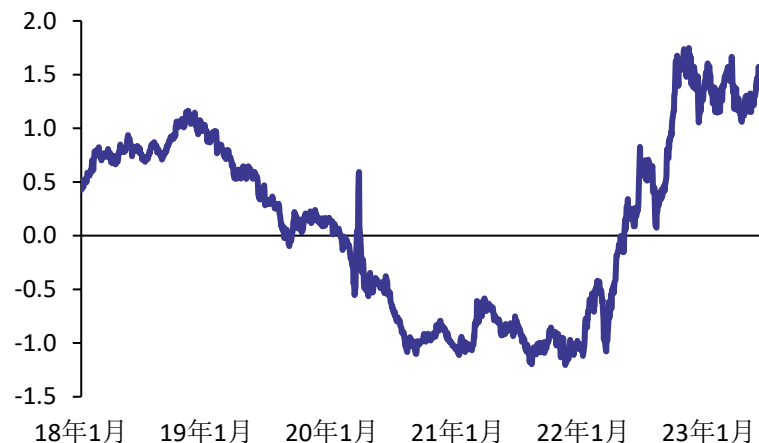
来源: Bloomberg

美元指数与金价



来源: Bloomberg

美国10年期TIPs收益率 %



来源: Bloomberg

黄金市场现状与展望

5月4日黄金价格飙涨至2,067美元/盎司，逼近历史最高点，但之后由于美元和债券收益率均回升，金价快速回落，月末报收于两个月来的低点1,932美元/盎司。撰写本报告之时，因市场尚在等待将于6月13-14日举行的美联储会议的结果，金价在1,950美元/盎司一线整固。

- 如前面“宏观经济”部分所述，美国经济数据好于预期已使今年下半年美联储快速转向降息的理由弱化。考虑到美国GDP稳定增长，消费者支出保持稳健，企业盈利上升等因素，金融市场目前预期7月份美联储可能会再加息一次，同时对2023年内降息次数的预期降温。
- 美国债务上限谈判陷入僵局期间资金大幅流入黄金，但进入5月资金流入之势开始消退。随着金价跌破关键心理和技术支撑位，更多的战术性投资者选择获利了结。
- 多头平仓在期货市场表现得最为明显，5月份管理基金持有的CME（芝加哥商品交易所集团）黄金期货净多头仓位下降16%，截至5月30日仅为867万盎司，创3月份以来新低。同一期间投资者做空黄金的意愿也已上升，虽然以绝对数量计总空头仓位仍处于温和水平。相比之下，5月份资金连续第三个月正流入黄金ETP（交易所交易产品）。
- 5月份官方部门买入对金价的支撑作用有所减弱。数据显示，4月-5月期间各国央行的黄金净买入量保持在温和水平。这主要是由于土耳其银行大幅卖出黄金，若把该国排除在外，各国央行对增持黄金的兴趣仍稳定。根据国际货币基金组织最新发布的官方数据，4月份波兰买入了15吨黄金，5月份中国也增持了16吨黄金（中国央行已连续第七个月买入黄金）。
- 我们的基准预测情景保持不变，我们仍预计今年剩下时段至2024年上半年期间，金价将回落。（具体价格预测请与我们联系）

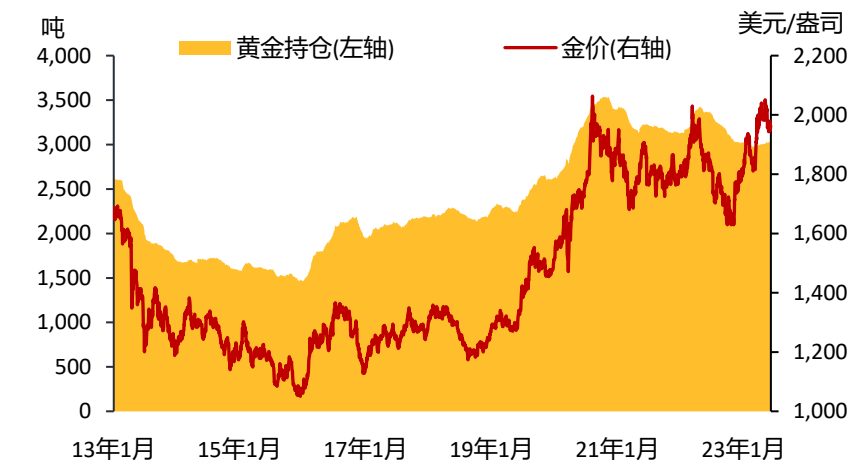
黄金市场现状与展望

➤ 主要实物黄金市场状况：

- 在**中国**，5月初上海黄金交易所（SGE）的黄金成交价刷新历史新高。金价涨至新高，叠加对近期金价将回调的担忧，影响了五一假期期间的黄金需求。5月份SGE黄金成交价对国际金价的溢价较4月份大幅下降38%，月均为5美元/盎司，一定程度上反映出需求有所走弱。
- 在**土耳其**，国内黄金需求强劲叠加政府禁止进口黄金，迫使土耳其央行在大选到来前通过伊斯坦布尔交易所大幅出售黄金，以缓解实物黄金供应紧张之势。大选后央行停止出售黄金，代之以由政府分配有限的黄金进口配额。在第二轮总统选举结束后，土耳其当地金价对国际金价的溢价已从5月早期的约100美元/盎司降至30-40美元/盎司，6月初更收窄至10美元/盎司下方。
- 4月份**印度**国内金价涨至创纪录高位削弱了黄金需求（该月黄金进口量同比下降一半，仅为14吨），但据我们的联系人称5月份金价回调后需求已有所改善。以均值计，5月份印度当地金价对国际金价的折价已从4月份的18美元/盎司收窄至4美元/盎司，6月初更转为溢价2-4美元/盎司。我们预计若金价继续回调，印度黄金需求还将进一步改善。
- 近期我们赴**美国**进行实地调研，参加了该国最大的珠宝首饰展JCK展会，了解到今年上半年美国黄金首饰消费量高于预期，但由于2022年上半年的基数特别高，同比仍温和下降。对于今年下半年的市况部分人仍持谨慎预期，但业内联系人都已上调了下半年金饰消费量的预测数字。
- 5月14日纽克雷斯特矿业公司宣布接受纽蒙特公司对价为190亿美元的收购要约。该交易是黄金矿业史上最大一宗收购案，将巩固纽蒙特公司作为全球最大黄金矿企的地位，交易完成后黄金年产量将达250吨。
- **价格预测风险因素**：在金价上行风险方面，如果银行业动荡再度出现，演变为系统性风险，或者地缘政治紧张局势加剧，美联储很可能会采取更为鸽派的立场，进而会推高金价。

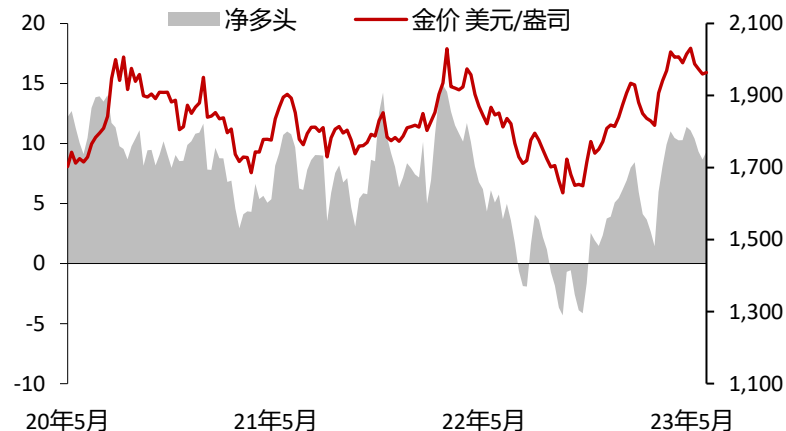
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



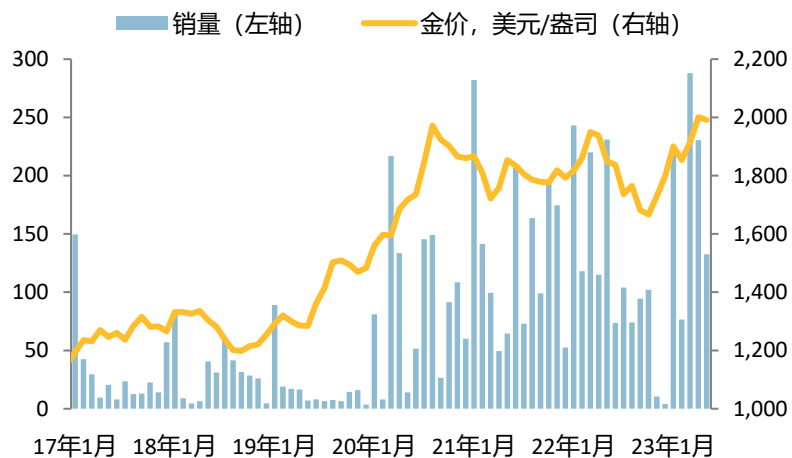
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



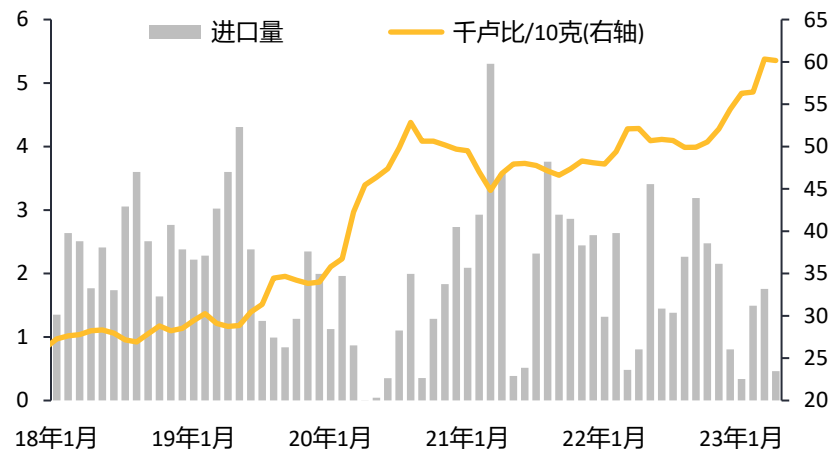
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

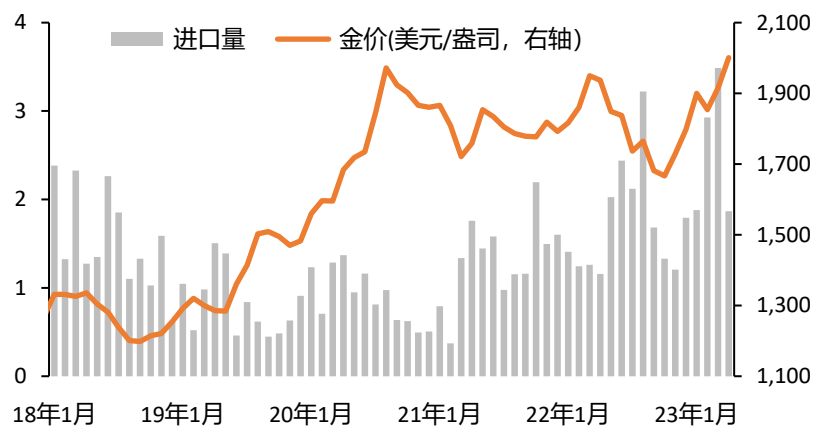
印度金锭进口, 百万盎司



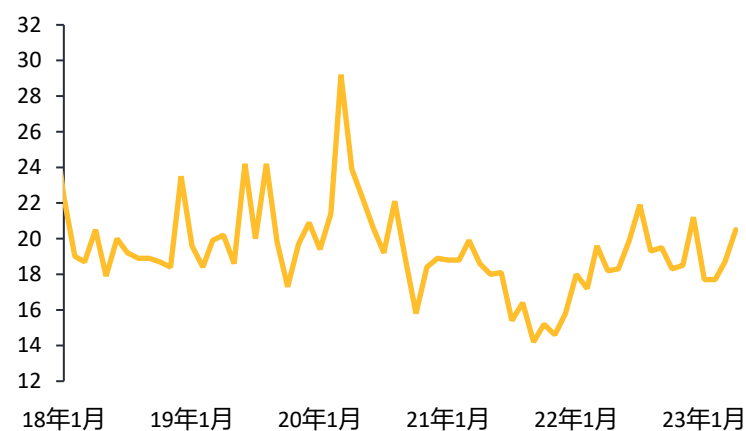
来源: Various

黄金市场现状与展望

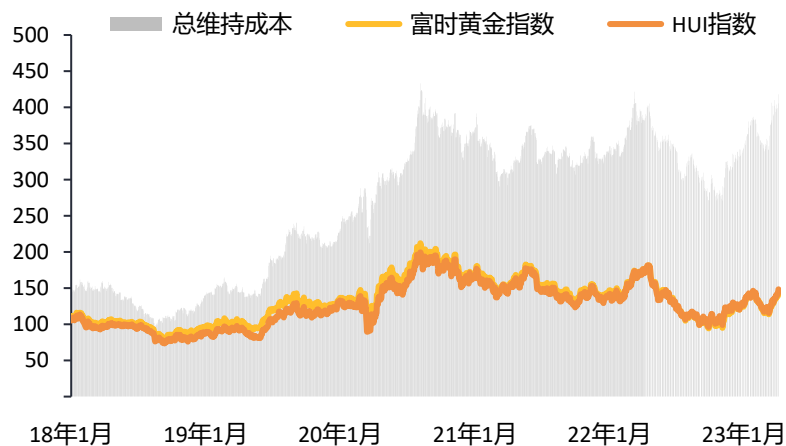
香港金锭进口, 百万盎司



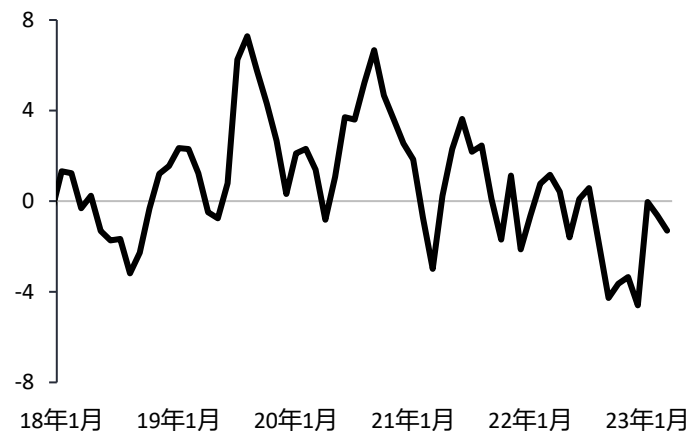
伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



黄金矿产-经营利润*



英国金锭净进口量, 百万盎司



白银市场现状与展望

5月5日白银价格触及一年来的高点26.14美元/盎司后显著走弱，26日已跌至22.68美元/盎司，跌幅达13%。撰写本报告之时，银价已有所回升，在23.50美元/盎司一线整固。

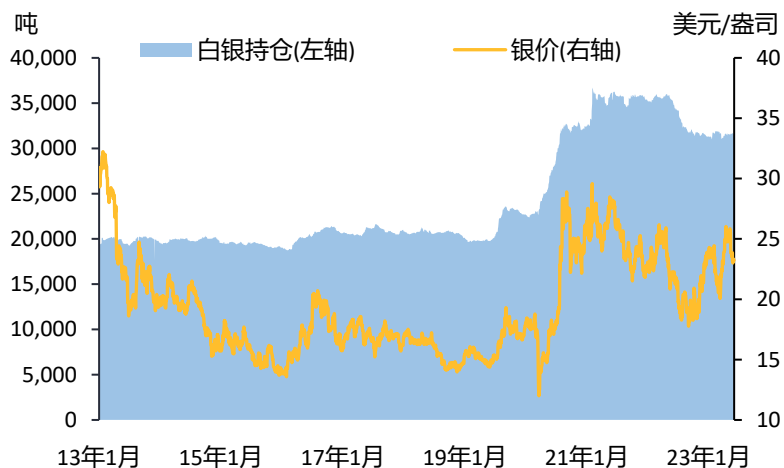
- ▶ 除银价波动率高这一固有属性外，白银具有贵金属和工业金属双重属性，使其特别易于受到5月份期间投资者抛售的冲击。
- ▶ 与黄金市场的情况一样，美元走强和利率将在更长时间维持在更高水平的可能性日益上升导致持有白银的机会成本升高。
- ▶ 越来越多的证据显示中国经济在新冠疫情结束后的回升势头正在减弱，也令工业金属价格严重承压（4月中旬至5月底期间伦敦金属交易所指数大幅下跌就凸显出这一点），拖累银价走低。
- ▶ 出于上述因素，5月份大部分时段内银价表现都跑输金价，金/银价格比率从月初的77:1大幅上升至月末时的85:1上方，6月初才小幅回落至82-83:1左右。
- ▶ 5月份期间减持白银的主要是短线投资者。月内CME投资者白银期货总多头仓减少29%，总空头仓又增加2%，导致管理基金持有的净多头仓下降60%，月末时的净持仓数触及两个月来新低。相比之下，5月份全球白银ETP的总持仓量则变动甚微，在11.15亿-11.20亿盎司区间窄幅波动。
- ▶ 出于前面“黄金市场”部分所述的很多因素，我们维持今年下半年至2024年上半年期间银价将承压的研判不变。考虑到上期月报发布以来，对中国经济放缓的担忧导致市场对工业金属价格的预期日趋谨慎，我们小幅下调银价预测值。

白银市场现状与展望

- 就银币和银条需求而言，**美国**市场仍保持强劲，由于对更多银行将倒闭的担忧情绪仍存，银币和银条的溢价高企。与此形成鲜明对比的是，在欧洲最重要的白银市场**德国**，近期销售税上调导致白银零售投资需求下降。
- 由于已进入婚礼季节，5月份**印度**白银需求温和回升。4月份印度白银进口量同比上升19%，至160吨，创2022年12月以来新高，不过当地银价涨至创纪录高位继续限制需求，同时5月份期间印度国内白银成交价仍折价（均值为0.4美元/盎司）。虽然近期银价已回调，但当地价格仍高于重要的心理价位70,000卢比/公斤，难以有效提振需求。
- 在**中国**，4月份降势趋缓后，5月份上海期货交易所的白银库存量再度大幅减少317吨。前二十大参与者的上期所白银合约显示他们大幅买入白银。背后的原因可能是光伏行业的白银需求量处于历史高位，供应链厂商希望在银价低时增加库存（特别是从5月中旬之后的时段内）。
- 在**供应**方面，弗雷斯尼洛公司和MAG白银公司合资实施的Juanicipio银矿项目已于6月1日进入商业化生产阶段。该矿山的设计产能为每天开采加工4,000吨矿石，目前产能已达设计产能的85%，白银采收率保持在88%以上。今年3月至5月份进入商业化生产前，Juanicipio矿山已产出320万盎司白银。
- **价格预测风险因素**：主要风险因素与黄金大致相同。主要上行风险因素是若美国经济陷入衰退，将迫使美联储的立场变得更为鸽派，再度开始放松货币政策。在下行风险方面，如果中国经济增长继续放缓，将令工业金属价格承受更大压力，进而拖累银价走低。

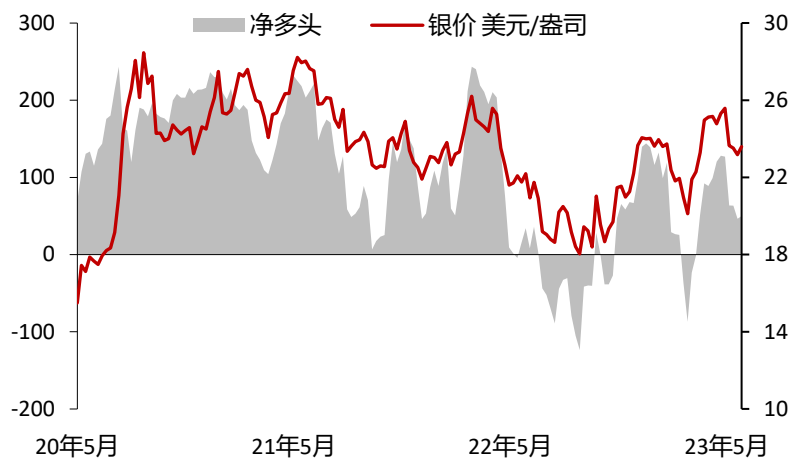
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

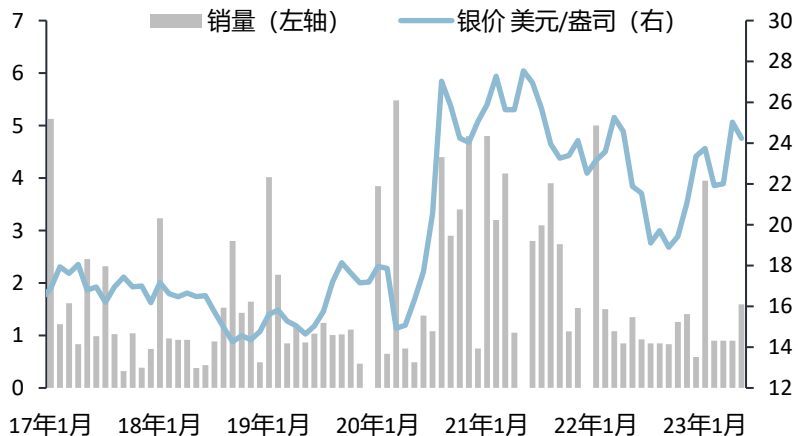
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



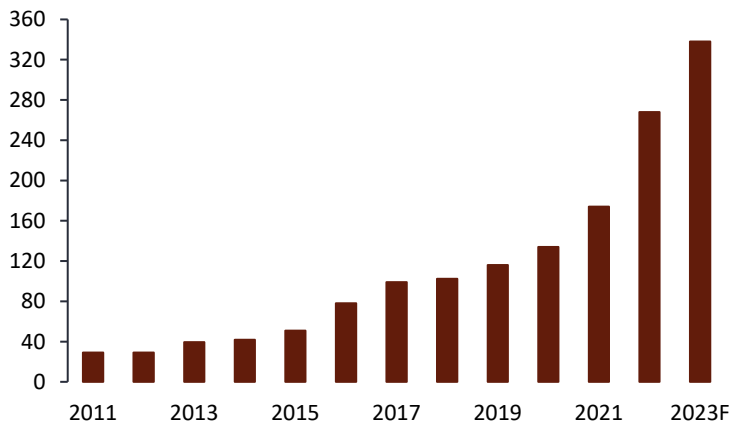
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



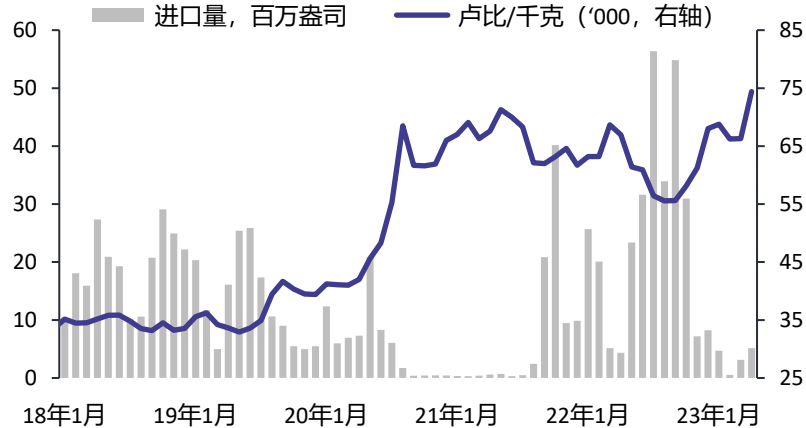
来源: Bloomberg

全球光伏装机容量 GW (千兆瓦特)



来源: GTM Research

印度白银进口, 百万盎司



来源: Various

铂金市场现状与展望

5月份**铂金**开盘价为1,079美元/盎司，受金价走高的带动，5月10日铂价涨至1,129美元/盎司的高点。然而由于美国债务违约的风险加大，叠加经济数据好于预期，5月份美债收益率持续上升，给铂价带来下行压力。随着美国通过了提高债务上限的法案，避免了债务违约，月末铂价收低至997美元/盎司。

我们小幅上调了今年二季度均价预测值（原因是4月和5月铂价表现强劲），其他铂价预测值保持不变。预计今年三季度铂金均价将较二季度小幅回落。由于2023年实物铂金供应短缺量将飙升至95.3万盎司，创出Metals Focus 汇编数据系列中的新高，进入四季度后铂价有望回升。（具体价格预测请与我们联系）

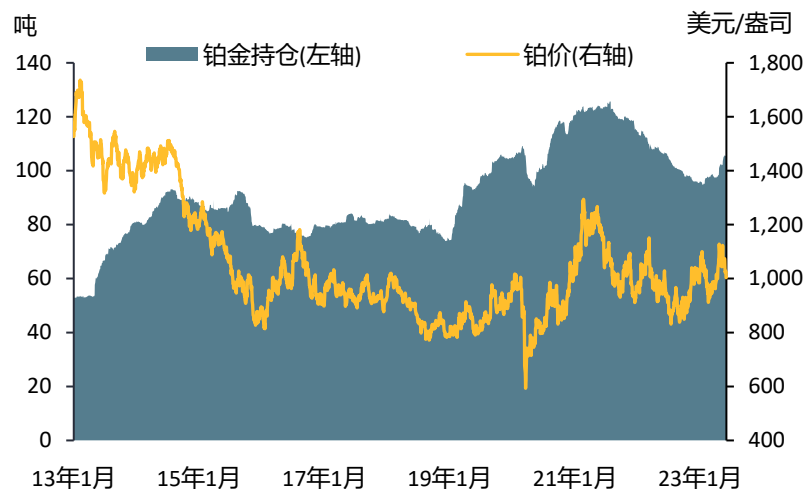
- 5月份铂金ETP的总持仓量增长3%（增加10.8万盎司），月末时达到339万盎司，较2022年底时增加30.8万盎司（增幅为10%）。5月份南非基金的持仓量增加9.8万盎司，为主要增长源。不过虽然南非基金的持仓量自今年初以来已接近翻了一番，但增幅如此之大只是因为基数很低——2022年末时其持仓量创出年末持仓量的新低，较2019年底时的峰值（117万盎司）低60%。南非基金增持铂金反映出资金从铂族金属矿业股票流出，转而直接流向金属。
- 5月初管理基金持有的NYMEX（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓为101.8万盎司，月末时降至84.2万盎司。虽然跌破100万盎司，但过去七周来仓位仍大体稳定。背后的原因是受铂金中长期基本面趋好，在汽车催化剂领域替代钯金，氢能发展方兴未艾等因素的提振，投资者对铂金的整体情绪较为正向。不过考虑到存在获利减仓的风险，净多头仓高企在短期内可能会导致铂价走弱。预计下半年金价将承压，相应的铂金投资者减仓的风险将加大。

铂金市场现状与展望

- 4月份中国大陆和香港特区的铂金合计**进口量**大幅下降至10.4万盎司，显著低于2021-2022年期间月进口量的均值23.6万盎司。今年前四个月期间的总进口量为58.1万盎司，增速创出2019年以来新低。进口放缓主要是由于数年来进口量都保持在高位，库存量很可能已较高。
- 中国铂金进口放缓后，年初以来铂金供应持续紧张的态势已得到缓解。铂金远期价格和**期货价格**已再次转为对现货价格溢价。不过5月份该趋势略有逆转，远期价格和期转现的溢价都已收窄，背后的原因是实物铂金供应紧张状况稍有加剧。尽管如此，实物铂金供应已不再像2022年那样紧张，目前远期价格和期转现价格已大致与现货价格持平。
- 预计2023年**汽车业**的铂金需求量将增长12%至330万盎司。增长驱动因素包括汽车催化剂中铂金装填量提高和在汽油车尾气后处理系统中铂金部分替代钯金。此外，重型汽车和非道路车辆制造的铂金需求量也将增长。
- 南非公共投资公司同意出售其持有的皇家贝福肯铂业公司（RBPlats）9.26%股权后，羚羊铂业公司的持股比例升至55.73%，成为控股股东，早在十八个月前该公司就宣布有意收购RBPlats公司。预计诺瑟姆公司将保留所持有的38%股权，如果其拒绝了羚羊铂业公司发出的购买要约，将成为参与RBPlats公司运营的合资方。RBPlats公司之所以对羚羊铂业公司具有吸引力，是因为在矿权租赁区域有望实现协同效应，而且可获得铂金含量高的较浅部矿体，更适于机械化作业。
- **价格预测风险因素**：汽车电动化进程快于预期可能导致铂金的长期需求前景转弱，进而削弱投资者做多铂金的信心并打压当前铂价。但另一方面，由于电网供电能力受限，冬季期间南非矿产铂金供应可能会进一步承压，或将导致供应量减少并推高风险溢价，受益于此铂价有望走强。

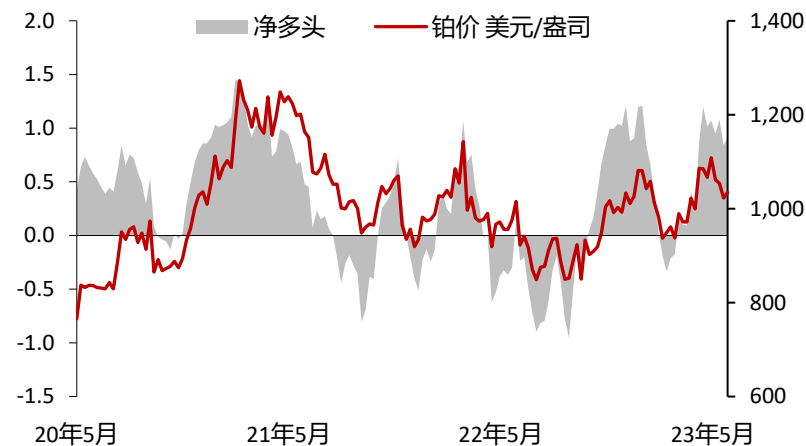
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



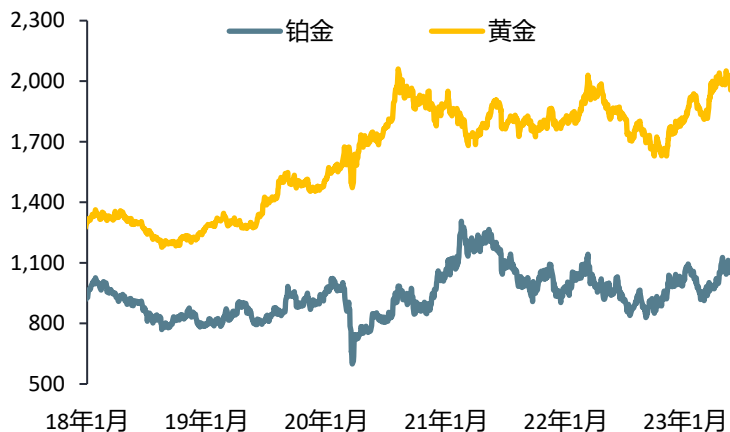
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



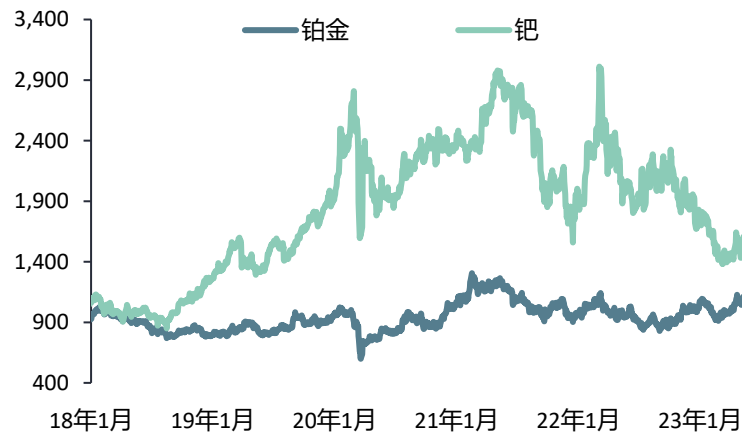
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

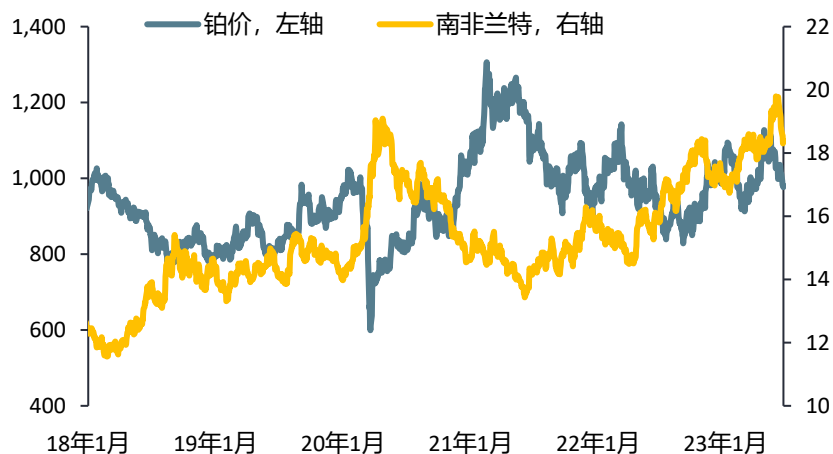
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

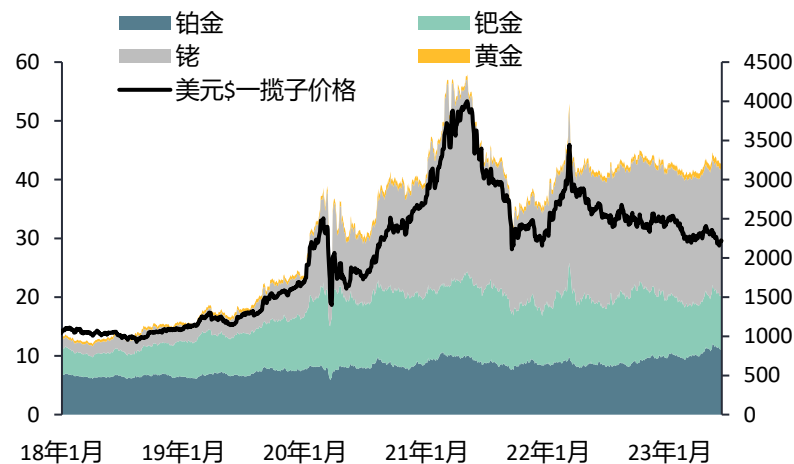
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



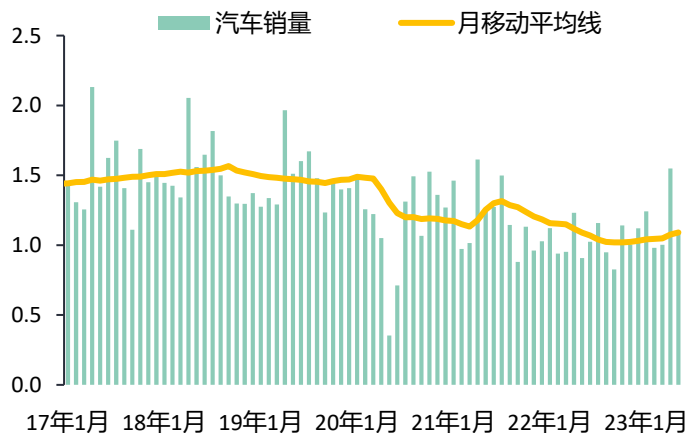
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



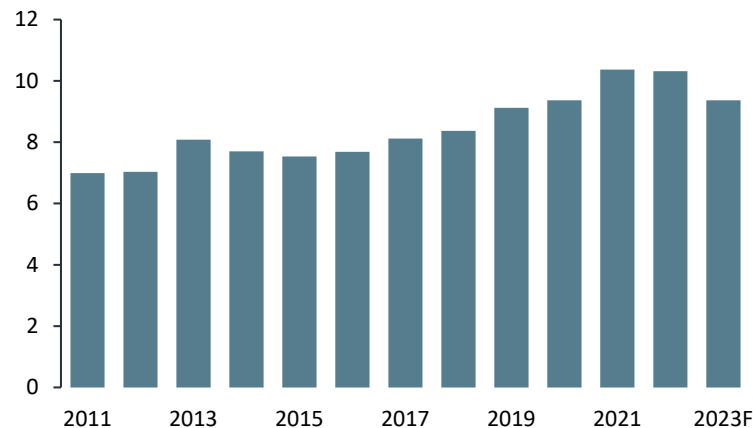
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

欧洲汽车月销量, 百万辆



来源: Bloomberg

铂金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

钯金市场现状与展望

5月份钯金和铂金价格走势基本一致，相关度达0.73。5月10日钯价触及月内高点1,628美元/盎司，但之后至月末承压回落，原因是美元走强打压美元计价的贵金属（其中包括钯金）价格。钯价围绕重要的心理关口1,400美元/盎司震荡，5月最后一个交易日触及1,360美元/盎司的低点。撰写本报告之时，钯价已再次站上1,400美元/盎司。

我们已小幅调整今年三季度和四季度的钯金均价预测值。由于汽车产量回升将导致2023年钯金供应短缺量从2022年的54.7万盎司扩大至70.7万盎司，同时汽车制造商2022年囤积的钯金库存减少后，会增加钯金采购量，今年后期钯价有望攀升。预计受汽车产量下降和投资者做多情绪转弱的影响，2024年一季度钯价将下行。（具体价格预测请与我们联系）

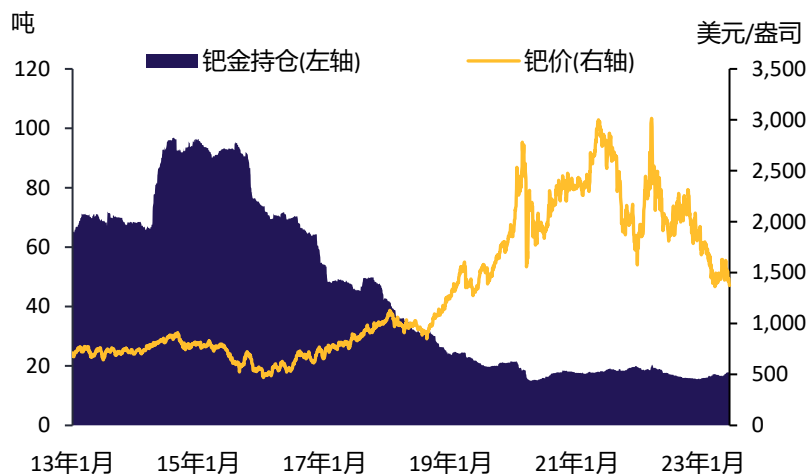
- 截至5月底，钯金ETP的总持仓量增加3.5万盎司（增幅为7%），至57.5万盎司，创2022年5月份以来新高。欧洲和北美基金的持仓量变动不大，分别上升2%和1%（增加5,000盎司和4,000盎司）。相比之下，南非基金的持仓量虽飙升三倍，但由于基数很低，绝对数量（3.8万盎司）仍无法与为2015年峰值（139万盎司）相比。部分资金从南非股市流出后转投贵金属已令铂金投资受益，目前其外溢效应也开始推动钯金直接投资。
- 截至5月底，管理基金持有的NYMEX钯金期货净仓位为净空头，数量达53.5万盎司，多头仓位接近3月7日创出的历史最低水平。背后的原因是受汽车催化剂中钯金被铂金部分替代，汽车电动化进程不断加速，钯金回收供应量将增长等因素的影响，钯金的中长期基本面前景不容乐观。

钯金市场现状与展望

- 4月份中国大陆和香港特区的钯金合计进口量为5.2万盎司，处于过去五年间月度进口量第8百分位数的低位。不过截止4月底的总进口量达41万盎司，较2022年同期翻了一番多，增幅如此之大是因为2022年同期大幅去库存导致基数很低。
- 因汽油车产量仅会温和增长，未来两年间汽车业的钯金需求增长将保持在810万盎司左右。受汽车电动化加速和汽油车装填的铂族金属中铂金比例提高，钯金比例下降的影响，汽车催化剂系统中的钯金用量将继续下滑。
- 因装填量提高，2023年北美地区汽车业的钯金需求量有望增长2%，至170万盎司。受芯片短缺的冲击，日本汽车业的需求量则将下降4%，至62.1万盎司。受企业节约用量并以铂金替代的影响，中国汽车业的钯金需求量也将下降。尽管轻型汽车产量有望上升，但因钯金被铂金部分替代，2024年北美汽车业的钯金需求量将保持不变。受内燃机汽车产量下降和节约与替代效应的影响，中国汽车业的钯金需求量预计将进一步下滑。
- Wesizwe铂业公司宣布旗下Bakubung加工厂将于本月投入试生产。该厂的设计加工产能为100万吨/年，目标为每年产出14万盎司4E铂族金属。然而由于矿山开发和产量持续未达到目标，即使该加工厂试生产取得成功，开采速率也可能使加工产量受限。
- **价格预测风险因素：**欧7尾气排放标准延迟施行或降低减排要求可能会使未来汽车催化剂领域的钯金需求受限，打压投资者做多信心并导致钯价下跌。企业节约钯金用量并以铂金替代的力度大于预期也可能导致汽车催化剂领域的钯金需求下降，拉低钯价。

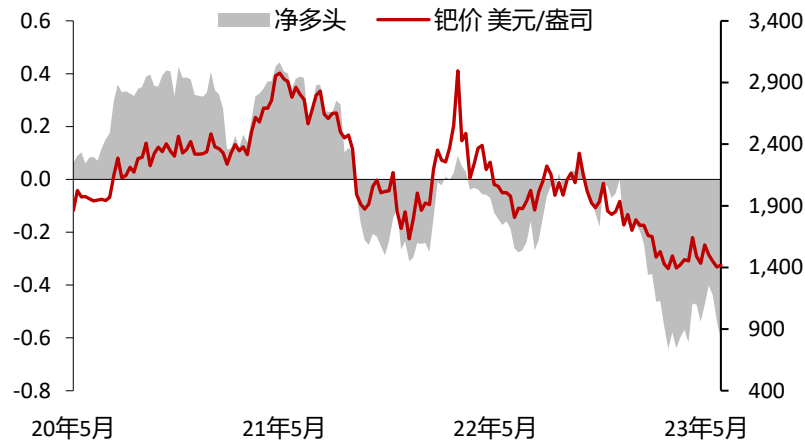
钼金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Nymex 钼金净多头仓位*, 百万盎司



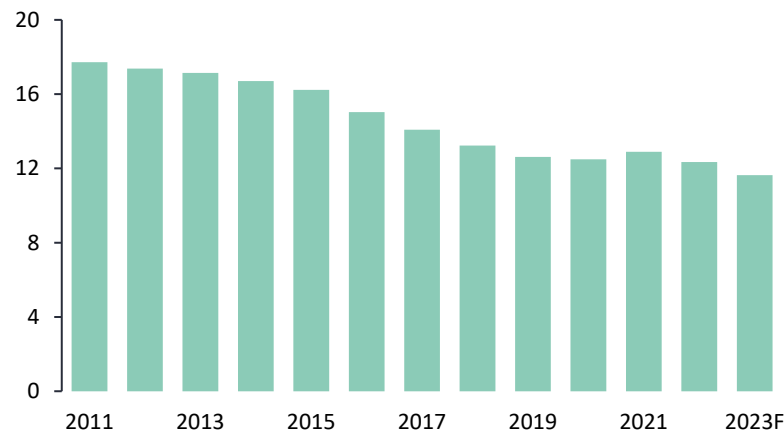
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钼价 & 标普 500



来源: Bloomberg

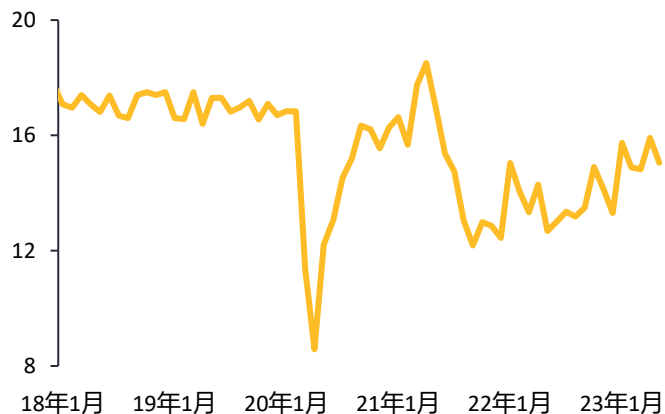
钼金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

钨金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



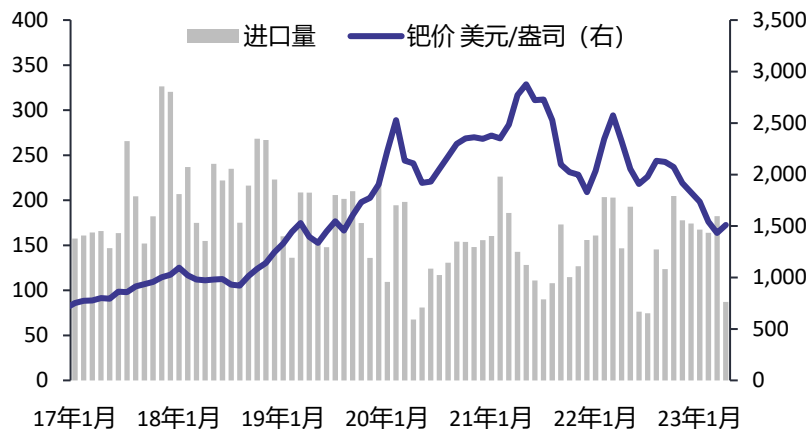
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



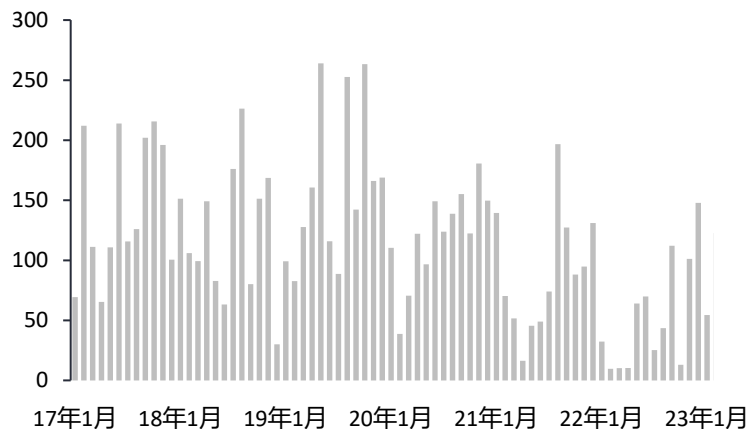
来源: Bloomberg

美国钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

铑市场现状与展望

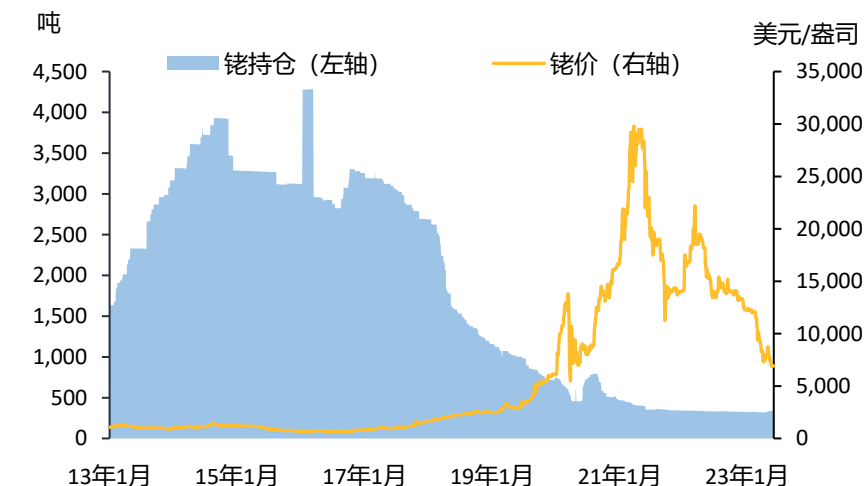
5月份铑开盘价为8,650美元/盎司，但因中长期基本面走弱，叠加汽车整车制造商和玻璃生产企业去库存，持续面临下行压力。全月铑价逐步走低，5月18日触及6,900美元/盎司的低点。之后约两周期间铑价保持在该价位附近，月末报收于6,900美元/盎司。撰写本报告之时，铑价已进一步下滑。

上期月报发布以来，我们的铑价预测值变动甚微，考虑到今年二季度迄今铑价疲弱，仅小幅下调该季度均价。鉴于工业企业去库存会导致铑供应短缺量收窄至3.4万盎司，我们同样下调了2023年铑价高点（或将出现在四季度）预测值。全年均价预测值保持不变。与钯金的情况一样，我们预计2024年上半年铑价将走弱。（具体价格预测请与我们联系）

- 继4月份实现类似增幅后，5月份铑ETP的持仓量进一步增长3%，至1.1万盎司，创2022年3月份以来新高。增长源自南非基金增仓，显示资金流出南非铂族金属矿业股票转投实物金属的外溢效应已出现。
- 今年1至4月期间，中国大陆和香港特区的铑合计**进口量**同比下降26%。4月份单月进口量较2018-2022年期间月进口量的均值下降32%，显示因玻璃纤维生产企业将其库存的铑和铂铑合金回售至市场，中国市场上铑供应充足。进口量下降还意味着因铑价前景趋空，中国机构趁低价投机性买入实物铑的数量已下降。
- **价格预测风险因素：**整车制造商停止去库存并再度净买入铑，或将能遏制当前铑价跌势。因进入冬季后南非电网供电能力会进一步受限，可能需要下修矿产铑供应量。而如果出现相反情形，铑价则可能会进一步下滑，回归至更接近历史价格水平。

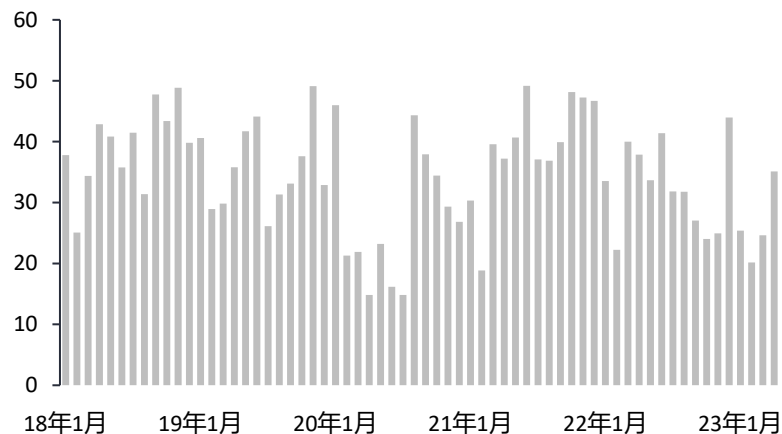
铯市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



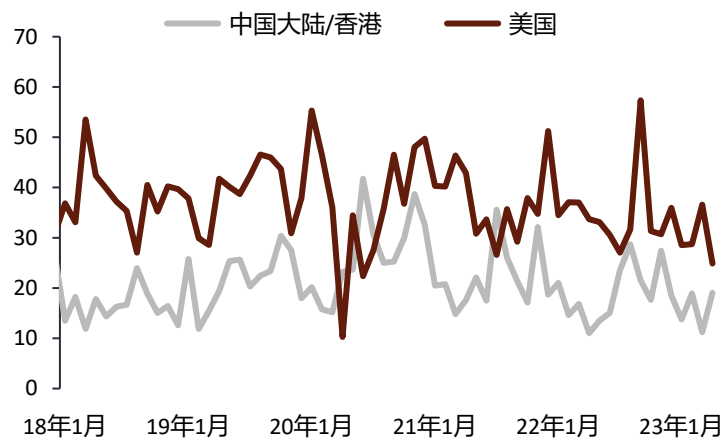
来源: Bloomberg

南非铯出口量, 千盎司



来源: S&P Global

中国大陆/香港与美国铯进出口量, 千盎司



来源: S&P Global

钶价与铯价, 美元/盎司



来源: Bloomberg

The Metals Focus Team

Philip Newman, 董事总经理

Charles de Meester, 董事总经理

Wilma Swarts, 铂族金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Junlu Liang, 高级分析师

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

Mirian Moreno, 业务经理

Jacob Smith, 铂族金属研究员

Adarsh Diwe, 研究员, 孟买

Nikos Kavalis, 董事总经理-新加坡

Adam Webb, 矿业组主管

Neil Meader, 黄金与白银主管

Chirag Sheth, 主要顾问, 孟买

Yiyi Gao, 高级分析师, 上海

Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 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

Neelan Patel, 区域销售总监

Erin Coyle, 销售及市场经理

M# METALS FOCUS

联系方式:

地址

6th Floor, Abbey House,
74-76 St John Street
London EC1M 4DT
UK

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

www.metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: 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责任：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。