



Metals Focus

贵金属月报

第94期 – 2023年9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



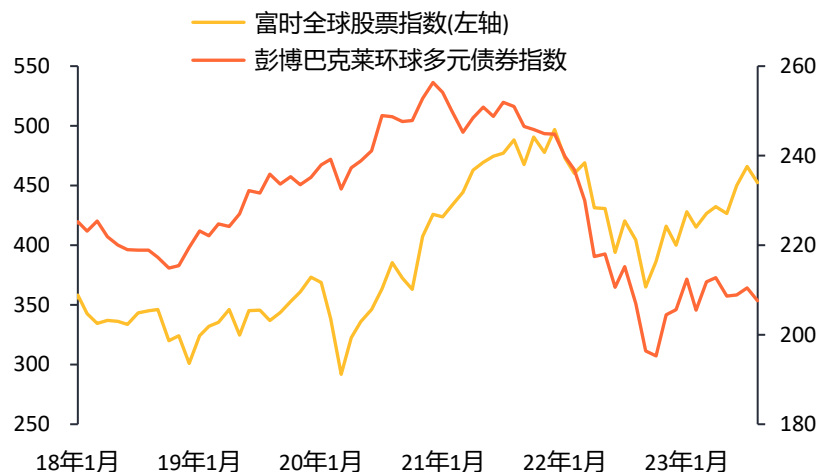
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 8月份全球金融市场情绪恶化。全球股市均遭遇新抛售潮，标普500指数自2023年2月份以来首次月度下跌，新兴市场股市更遭受重创，全月明晟新兴市场股票指数下跌6.4%。
- 相比之下，美元指数则自7月份的低点持续反弹（升幅约为5%），叠加美债收益率持续上升，导致贵金属价格承压。
- 上述现象主要反映了美国经济实现软着陆的可能性加大，强化了市场对美国利率将在“更长时间内维持在更高水平”的预期。虽然整体通胀率回落，但劳动力市场仍强劲，美国经济也保持韧性，导致美联储维持其鹰派立场。
- 相比之下，因房地产行业放缓，中国经济增长势头受到影响。而因经济增长步履蹒跚，通胀也保持在历史高位，欧洲陷入滞胀的风险亦已加大。由于与美国经济增长态势出现分化，推动美元进一步走强。
- 展望未来，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，因此美联储有充分的理由使利率在更长时间内维持在更高水平，可能会促使年底前贵金属价格进一步回调。
- 即使如目前普遍预期的那样美联储不再进一步加息，市场和美联储对2024年利率的不同预期也仍有进一步趋同的空间：目前的联邦基金利率期货价格显示2024年将降息逾100个基点。随着“美国经济软着陆”看法变得更具说服力，大幅降息的预期可能将逐渐减弱，美债收益率上行趋势可能会延续。
- 重要的是，随着近期油价在沙特和俄罗斯都宣布延长减产期后走强，存在通胀变得更具粘性的风险，会进一步强化使利率在更长时间内维持在更高水平的理由。所有这些因素都可能会对2023年剩下时段内和2024年大部分时段内贵金属价格构成压力。

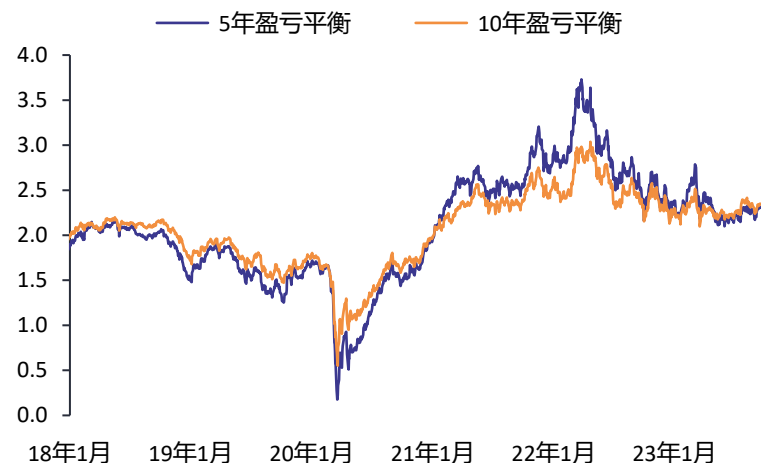
宏观经济现状与展望

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 %



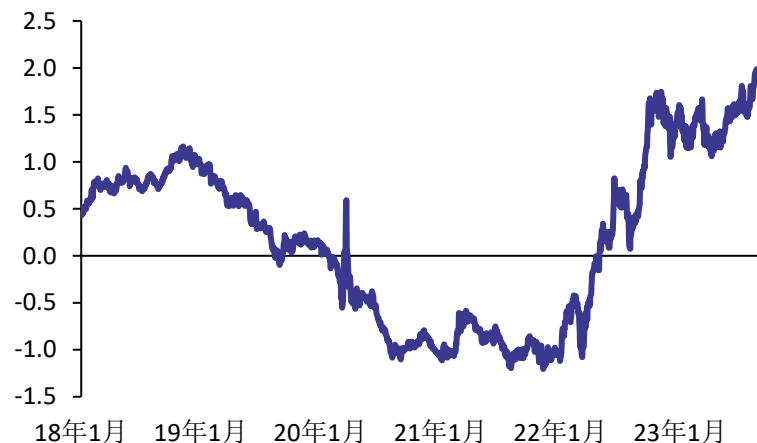
来源: Bloomberg

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

因美元强劲回升，8月22日**黄金**价格大跌至五个月来的低点1,885美元/盎司。虽然之后快速反弹，但月末金价在1,950美元/盎司遭遇强阻力。9月初金价再度走低，撰写本报告之时交投于1,925美元/盎司附近。

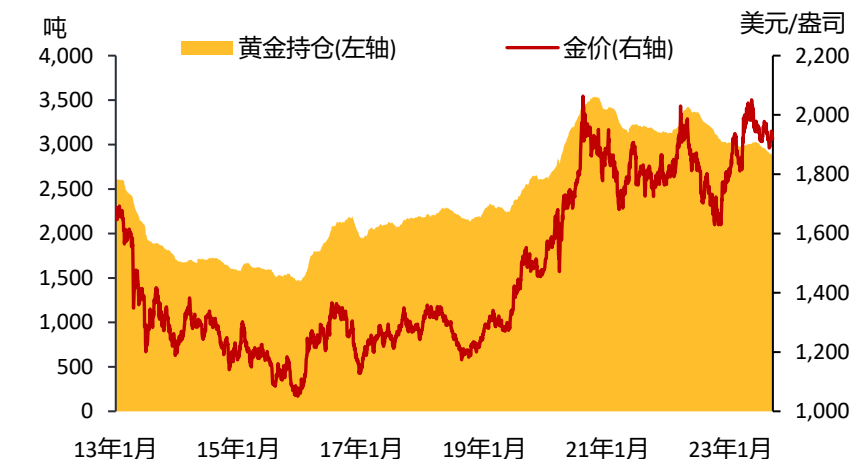
- 由于利率将在更长时间内维持在更高水平的可能性增大，8月份投资者做多黄金的信心减弱。因总空头仓数增长近一倍，8月份CME（芝加哥商品交易所集团）管理基金黄金期货净多头仓数下降逾一半。8月份资金也继续流出黄金ETP（交易所交易产品），目前其总持仓量已降至2020年3月份以来最低水平。
- 虽然面临来自美元走强和债券收益率走高日益加大的压力，金价仍表现出令人瞩目的韧性，在1,900美元/盎司关口附近获得良好支撑。
- 金价保持韧性在一定程度上反映出官方部门买入的支撑作用。虽然绝对数量低于2022年下半年和2023年早期的创纪录高位，官方部门的黄金净买入量仍保持稳健。
- 由于尾端风险众多，加之过去两年间金价表现获得一定关注，中长线投资者将黄金纳入其分散化投资组合也让黄金受益。
- 展望未来，如前面“宏观经济”部分所述，我们预计美国将在较市场预期更长的时段内继续实施限制性货币政策，经济数据会强化利率在更长时间内维持在更高水平的观点。这可能会继续打压黄金投资。
- 上期月报发布以来我们已上调了金价预测值。除近期金价颇具韧性外，一些机构投资者重新评估黄金作为投资组合分散化工具的作用，也是我们上调的理由。虽然很多机构投资者尚未大幅买入黄金，但金价进一步回调有望促使其稳健地战略性吸纳黄金，或将推高黄金底价。

黄金市场现状与展望

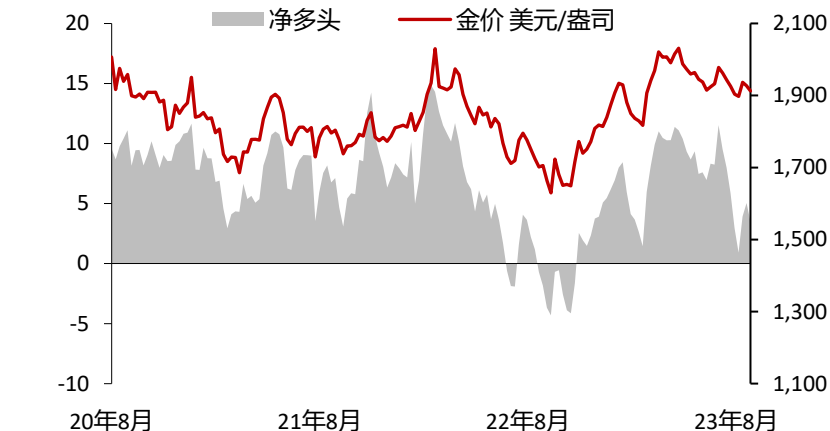
- 在**中国**，深圳首饰展厅/制造商证实从7月后期起经营状况开始改善，8月全月都维持向好之势。此外，在2023年二季度长时间去库存（原因是金价走高导致需求疲软）后，首饰零售商的库存已处于低位，因此在8月份金价回调后大幅补充库存。最后，二季度推迟购买首饰的消费者开始购买，以及8月22日七夕节前后送礼需求旺盛也使本地消费量受益。
- 因进入节日期间，8月份**印度**黄金需求上升。在上月于孟买举行的印度国际珠宝首饰展期间，订单数量创出新高，应能推高印度黄金首饰加工量。展望未来，鉴于婚礼季节也已开始，我们预计未来几月间需求走强之势有望延续。不过季风雨季期间降雨不足仍是打压需求的一个风险因素。
- 在**土耳其**，因政府努力削减贸易逆差，央行也致力于维持其外汇储备，8月7日起再度部分禁止进口黄金并再次实施进口配额制度。之后土耳其当地金价对国际金价的溢价区间从7月份的5-12美元/盎司快速升至50-75美元/盎司，不过9月早期已收窄至30-50美元/盎司。
- 在**矿产黄金供应**方面，英美黄金阿散蒂公司已把其位于巴西的Córrego do Sítio矿山投入保养和维护，原因是该矿山长时间产量表现不佳，而且生产成本较高。今年前六个月期间，该矿山仅产出3万盎司黄金，总维持成本高达3,031美元/盎司。该矿山停产带来的影响将在今年三季度报告中披露。
- **价格预测风险因素**：在金价上行风险方面，如果美国经济加速放缓导致美联储采取鸽派立场，或将引发黄金买入潮。此外，地缘政治局势骤然紧张也有望进一步推高金价。在下行风险方面，如果美国经济保持韧性，则可能导致美联储在更长时间内保持鹰派立场，这可能造成黄金抛售。

黄金市场现状与展望

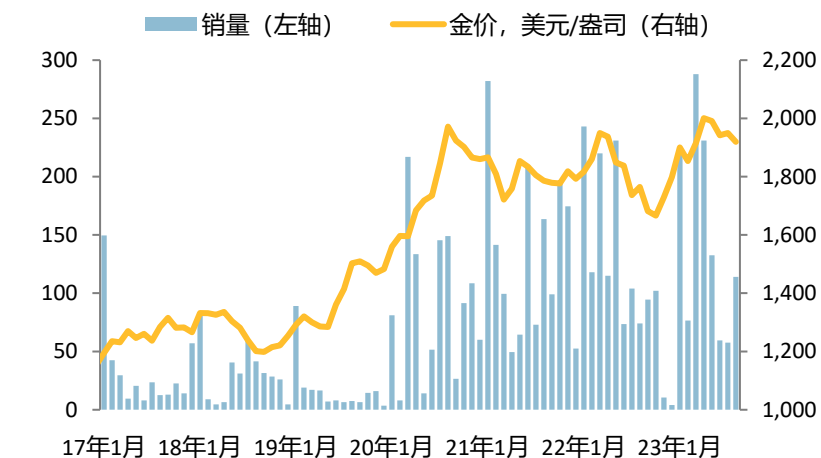
交易所上市基金, 吨



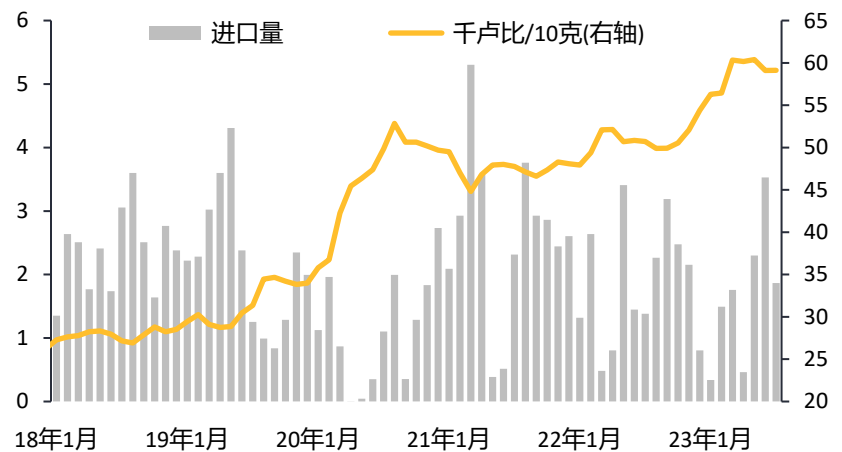
Comex 净仓位*, 百万盎司



美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司

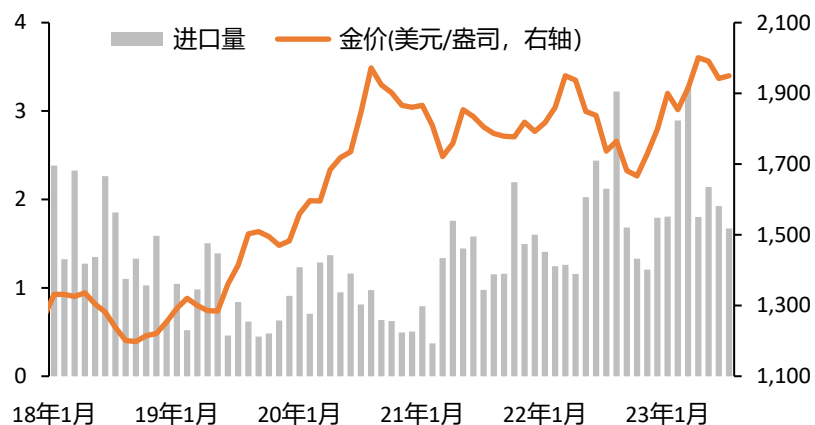


印度金锭进口, 百万盎司



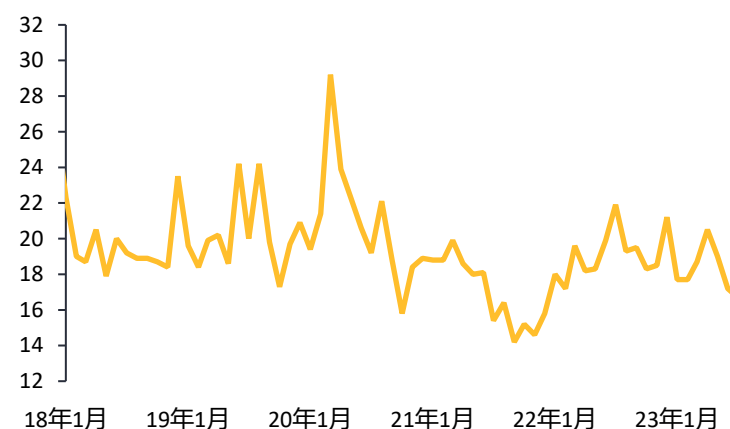
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



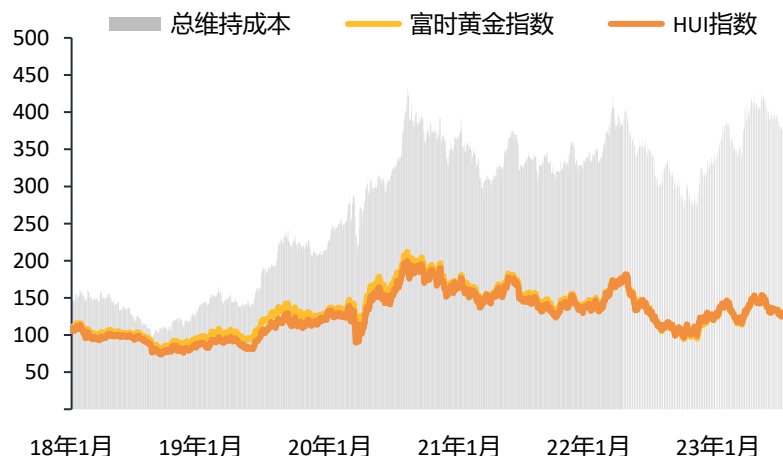
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



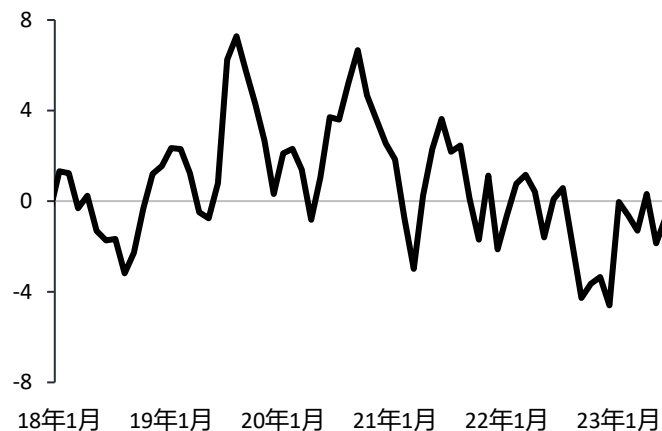
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

黄金矿产-经营利润*



* 指数 2018年1月1日=100
来源: Metals Focus, Bloomberg

英国金锭净进口量, 百万盎司



来源: IHS

白银市场现状与展望

8月初白银价格持续走低，截至15日已下跌逾10%，触及22美元/盎司的低点。不过下半月银价收复全部实地，8月后期曾短暂触及25美元/盎司。9月早期银价再度面临下行压力，撰写本报告之时银价接近23美元/盎司。

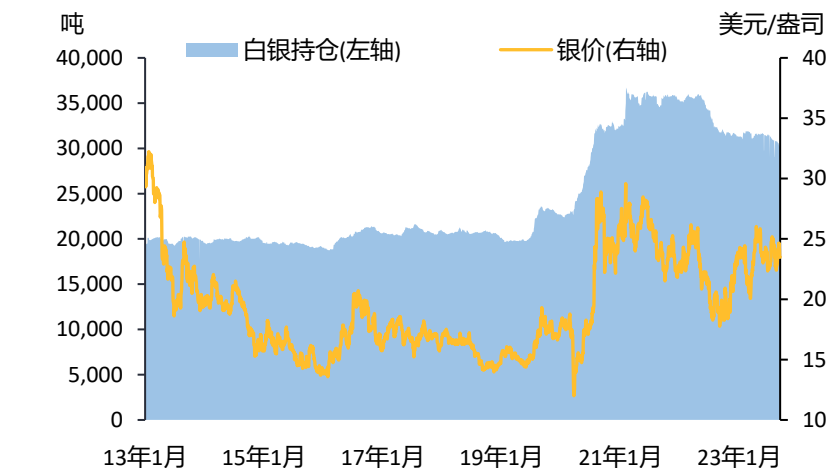
- 与黄金的情况一样，美国经济颇具韧性和美联储保持鹰派立场仍是打压投资者对白银兴趣的最大利空因素。
- 此外，中国尚未推出激进的财政和货币刺激措施，一定程度上使投资者对工业金属的兴趣受限，也影响白银价格。该因素叠加白银的贝塔系数高，导致8月中旬金/银价格比率曾短暂触及85:1。8月后期短暂降至80:1下方后，9月早期金/银价格比率已回升至80:1上方。
- 在这一大背景下，投资者继续缺乏做多白银的信心。受空头仓位飙升和获利了结的影响，8月中旬管理基金持有的白银期货净仓位曾短暂转为净空头。资金也持续流出白银ETP，导致8月底其总持仓量降至三年来的低位。
- 展望未来，鉴于前面“黄金市场”部分所述的那些因素，我们已上调了截至2024年第二季度的银价预测值。不过我们仍维持未来十二个月期间银价将走弱的研判不变，原因是金价因债券实际收益率持续上升而下跌，将拖累银价走低。
- 此外，由于尚未推出更大规模的刺激措施，房地产业仍表现较弱、出口放缓等因素可能会影响中国经济增长，进而影响投资者对工业金属的兴趣，使白银更易遭抛售。叠加价格下行期间白银跌幅往往大于黄金，直至2023年三季度金/银价格比率或将持续上升。

白银市场现状与展望

- 在**美国**市场，8月份老鹰银币销量环比上升49%，创七个月来新高。不过销量上升主要归因于生产中断情况改善，而非零售投资需求走强。总体来看，北美地区的实物白银销量仍较为稳健。在**欧洲**（其中德国是最大市场），由于2023年初以来打压零售销量的因素继续存在，实物白银销量仍低迷。
- 因进入节日季，8月份**印度**白银需求回升。不过由于国内银价逼近创纪录高位，总需求量仍处于低位。印度已开始根据与阿联酋签订的自由贸易协定从该国进口白银，适用进口关税税率为9%，低于从其他国家进口适用的15%。这可能会导致印度国内银价长时间较到岸成本价折价。
- 在**中国**，继7月份企稳后，8月份上海期货交易所和上海黄金交易所的白银库存量再度大幅下降336吨。不过这主要归因于终端用户趁银价走低而增持库存。光伏行业的白银需求仍受到今年上半年期间囤积的高库存和夏季假期间装机放缓这两大因素的影响。不过在假期结束后，随着企业赶在冬季到来之前装机，需求有望上升。
- 在**供应**方面，赫克拉矿业公司于8月21日宣布因地层坍塌事故导致地下火灾，已暂停旗下Lucky Friday矿山的生产。预计本次事故将影响矿山产量和生产成本，因此赫克拉矿业公司将更新该矿山2023年产量指引。
- **价格预测风险因素**：前面“黄金市场”部分所述风险因素也将影响白银。银价下行风险因素包括中国经济硬着陆的可能性加大，拖累工业用大宗商品的价格走低。

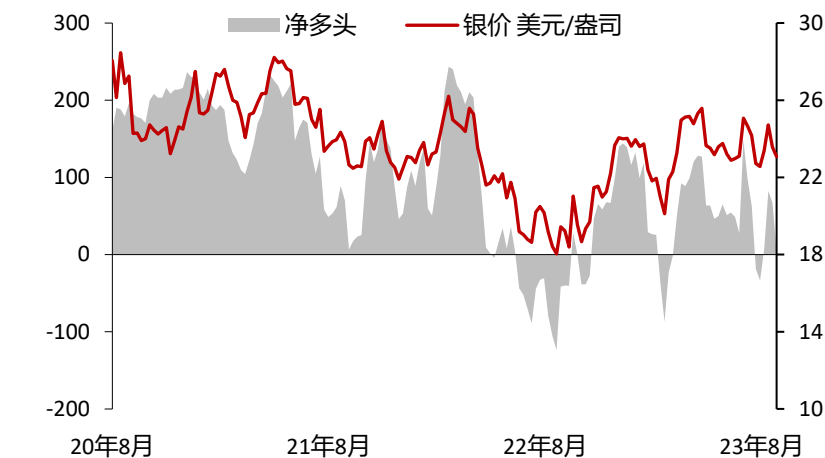
白银市场现状与展望

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

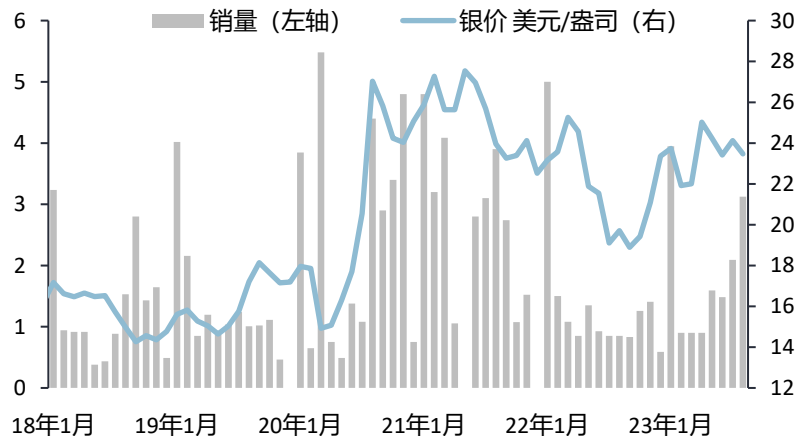
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

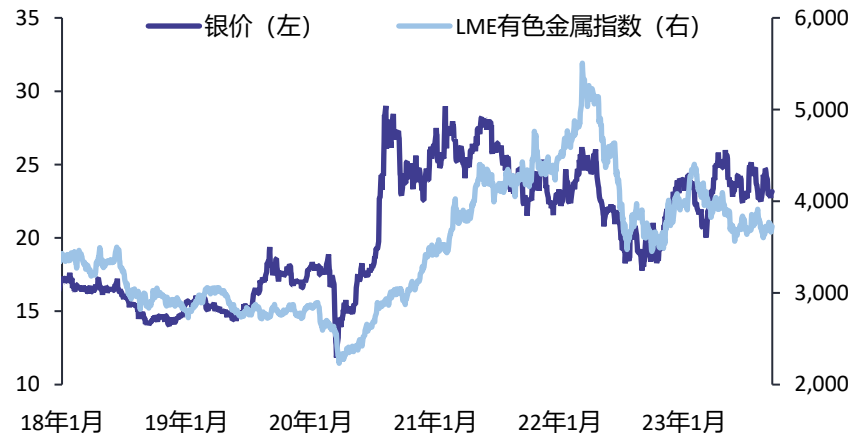
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



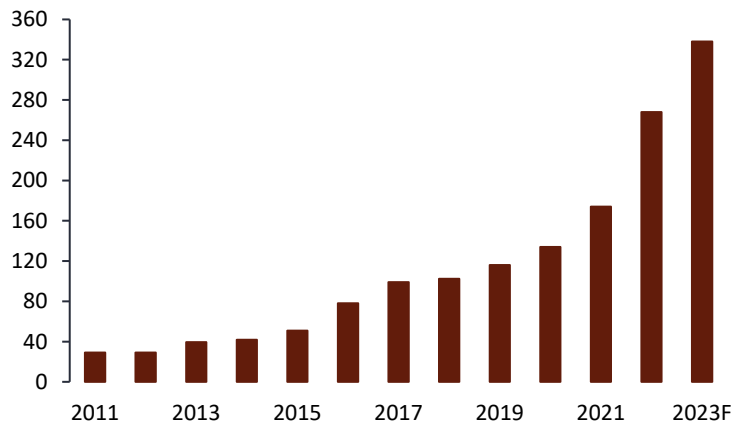
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



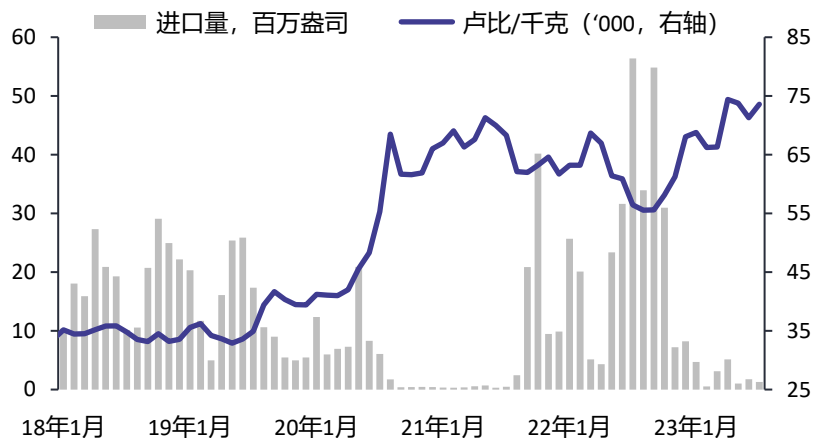
来源: Bloomberg

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

8月份**铂金**开盘价为953美元/盎司, 受影响黄金走势同样宏观经济因素的影响, 之后至月中持续面临下行压力。8月17日铂价随金价一同下跌, 触及884美元/盎司的低点。之后至月末铂价又随金价一同回升, 8月30日触及988美元/盎司的高点。

受金价走弱、整车制造商削减铂族金属库存、中国需求放缓等因素的影响, 本年迄今铂价维持区间震荡走势。有鉴于此, 我们已下调了今年三季度和四季度的铂金均价预测值(具体价格预测请与我们联系)。

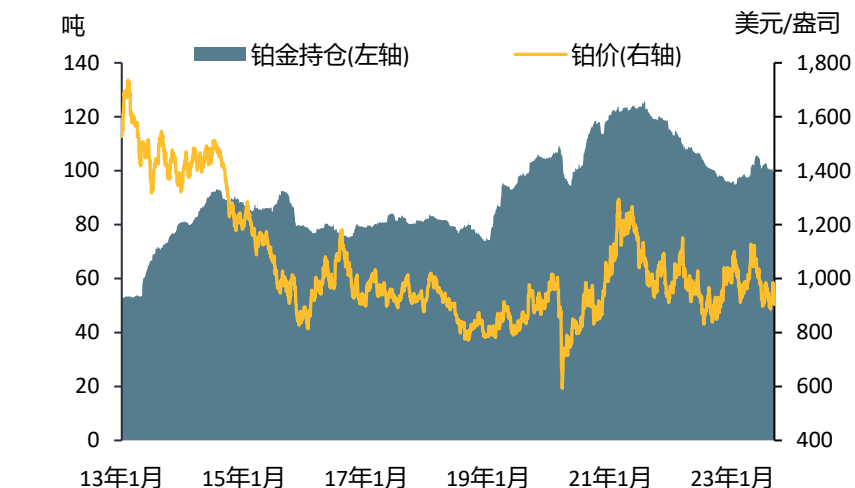
- 主要因空头仓位大幅上升, 8月份管理基金持有的NYMEX (纽约商业交易所) 铂金期货净仓位急剧转为净空头, 月中时净空头仓达66.4万盎司。总空头仓数则自2019年7月以来首度突破200万盎司。在铂价因获利了结跌至接近900美元/盎司以后, 下半月铂价回升, 促使部分空头回补, 铂金期货净仓位再度转为净多头, 约为28.2万盎司。
- 7月份**中国内地和香港特区**的铂金合计净进口量仅为8.4万盎司, 较6月份的36.4万盎司大幅下降。7月份进口量位于过去五年期间月进口量的第十四百分位, 较常规的月度进口量水平低一半以上。铂价疲软通常会促使中国增加铂金进口量, 但7月份是例外, 铂价虽疲软但进口量仍下降。
- 2022年1月份以来, 中国内地/香港的铂金月进口量与铂价呈负相关关系(即铂价走低会推动进口量上升), 相关系数为-0.64。不过7月份是例外, 这可能初步显示出中国实物需求在900美元/盎司关口持续支撑铂价的趋势将结束。

铂金市场现状与展望

- 8月份铂金ETP的总持仓量下降1%（减少2.1万盎司），至320万盎司，连续第三个月下滑后已重返4月中旬的低位。从全球各地区来看，欧洲和南非基金的持仓量分别下降1%和2%（减少1万盎司和1.5万盎司），北美基金的持仓量则大致与上月持平（小幅增加4千盎司）。
- 化工业是铂金和其他铂族金属的第三大需求源，仅次于汽车催化剂制造业和首饰加工业。预计2023年化工业的铂金需求量将升至75.8万盎司，逼近2019年创出的历史峰值79.5万盎司。除新冠疫情后硅酮和硝酸生产等推动全球铂金用量增长领域的产量回升外，在北美、中国和中东地区很多使用铂金催化剂的化工产品产能也显著上升。
- 预计得益于汽车产量缓慢回升，2023年汽车行业的铂金总需求量将增长13%。据我们预测，2024年全球汽车总产量有望基本恢复至2019年水平，但汽车业的铂金需求量将较2019年高出20%，与2023年相比也将上升3%。2022年芯片短缺和其他供应链限制因素打压日本汽车业的铂金需求，但2023年该国汽车产量显著回升，有望创出全球汽车业中铂金需求量的最大增幅。此外，中国重型汽车产量回升也将提振今年汽车业的铂金需求量。
- 2023年上半年全球矿产铂金总产量较2022年同期下降6%，原因是受拉闸限电和冶炼厂停产改造的影响，南非矿产铂金供应量减少。鉴于过去十八个月间累积的部分半成品库存将被加工为成品，我们预计2023全年矿产铂金总供应量将上升1%。2023年上半年期间，西班牙静水矿业公司通过外购精矿，部分弥补了旗下Kroondal矿山产量下降带来的产量损失。外购精矿也将推高该公司今年下半年的铂金产量。
- 价格预测风险因素：中国铂金库存量过剩可能会拖累铂价走低。过去几年间中国大量进口铂金支撑铂价，其需求下降则可能导致铂价关键支撑位告破。钯价进一步走弱也可能使未来铂金替代钯金的规模受限，进而导致短线投资者对铂金的兴趣减弱。

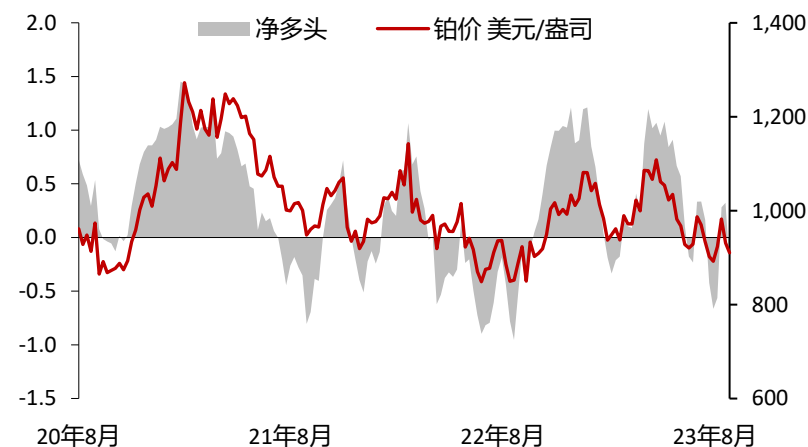
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



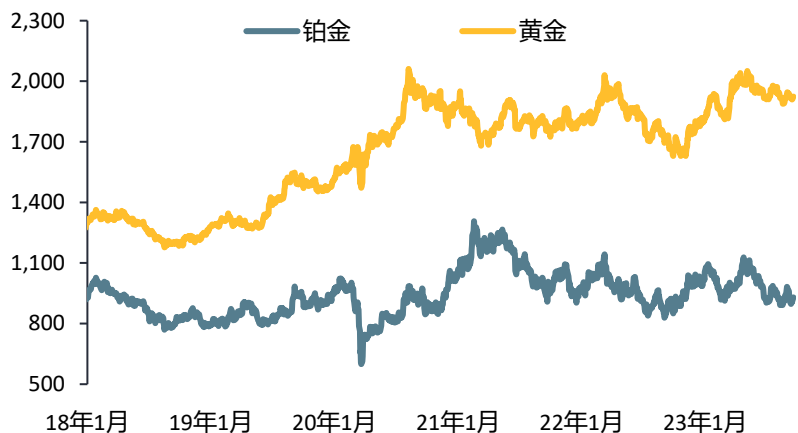
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



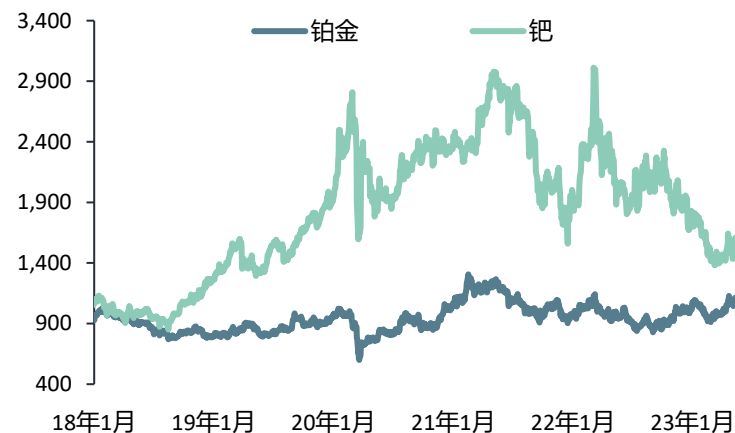
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

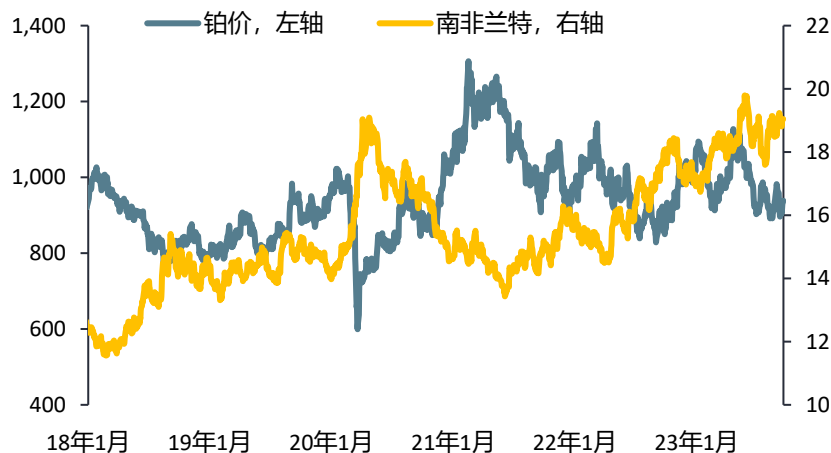
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

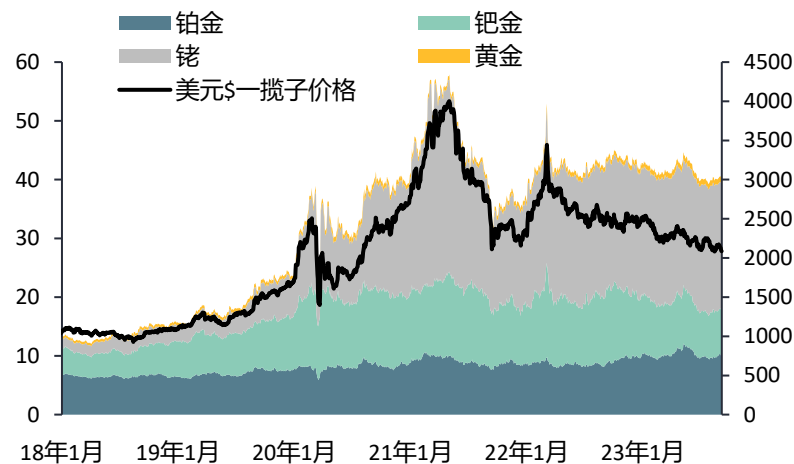
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



来源: Bloomberg

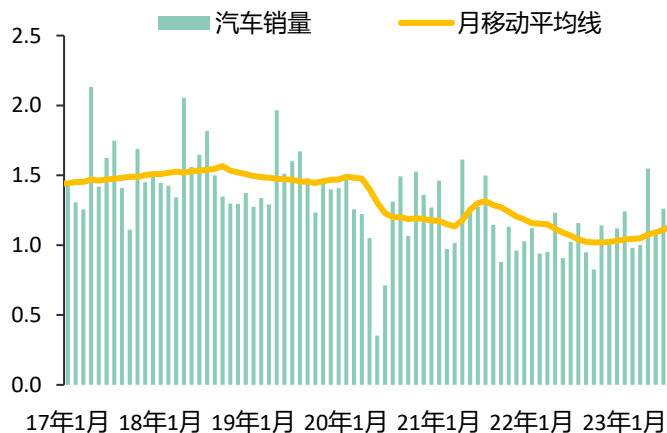
南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



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。

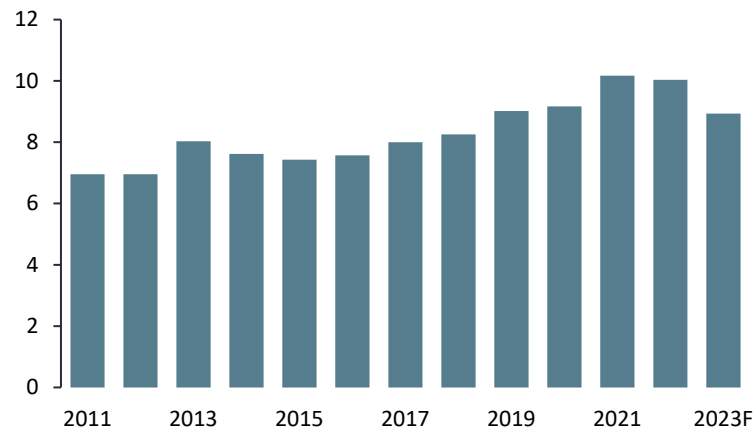
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

8月份**钯金**开盘价为1,281美元/盎司。6月下半月以来，钯价大部分时段内都在1,200–1,300美元/盎司区间内震荡，8月8日跌至1,203美元/盎司，在该价位获得强支撑。得益于美国消费者价格指数（CPI）升幅继续下降等利好因素，之后几天内钯价回升，8月11日盘中触及1,342美元/盎司的高点，但收盘价低于1,300美元/盎司，仍未突破区间上沿，之后几日还跌至1,206美元/盎司。8月剩下时段内，钯价再次上试和下探上述区间的上沿和下沿，月末报收于1,217美元/盎司。

尽管今年钯金供应短缺量将达78.8万盎司，钯价仍持续面临下行压力，主要原因包括被铂金替代，以及受汽车电动化持续推进和钯金回收供应量增长的影响。此外，我们目前预计，得益于整车制造商确定新采购预算和钯价回升这两大因素，钯价或将在2024年一季度见顶（具体价格预测请与我们联系）。

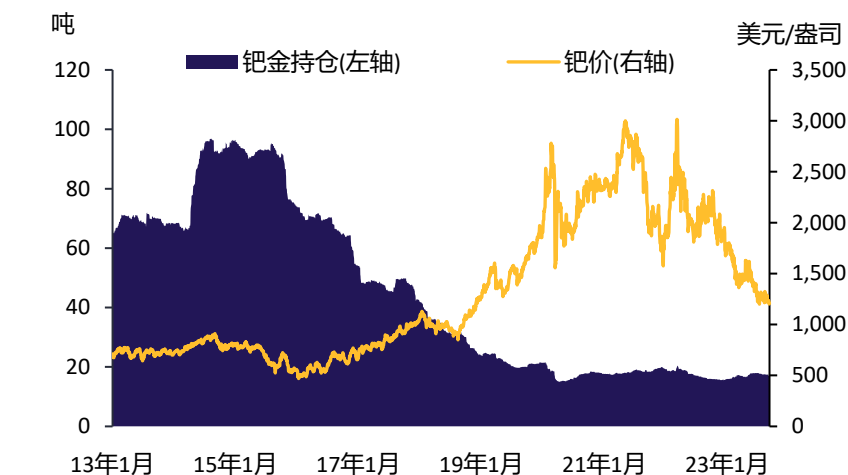
- 8月份管理基金持有的**NYMEX**钯金期货净仓位均为净空头，数量创历史新高。全月投资者日益看空钯金，8月8日总空头仓数首次突破130万盎司，导致净空头仓数达到97.1万盎司。虽然8月剩下时段内空头仓数小幅下降，但月末净空头仓数仍达94.1万盎司。
- 8月份钯金**ETP**的总持仓量变动甚微，仅减少不到1,000盎司，至56.1万盎司。全球大多数地区基金的持仓量均与上月持平，只有南非基金的持仓量下降3%（减仓1,000盎司），至3万盎司，仍较2022年底时的持仓量1.4万盎司显著上升。

钯金市场现状与展望

- 与铂金的情况类似，7月份中国内地和香港特区的钯金合计净进口量仅为7.6万盎司，位于过去五年期间月进口量的第十四百分位。截至7月底的总进口量为79.1万盎司，虽然高于2021年和2022年同期的进口量（分别为76万盎司和47.8万盎司），但大幅低于2017-2020年同期的进口量（均高于110万盎司）。
- 预计2023年化工业的钯金总需求量将达49.4万盎司，创出我们起始于2010年数据系列中的新高。与铂金的情况类似（2023年化工业的铂金需求也极为强劲），一些使用钯金的工业应用正受益于疫情后的经济复苏，其钯金需求量上升。需求量同比增幅最大的是中国对苯二甲酸催化剂制造业，对2023年化工钯金总需求量同比增长的贡献率达四分之三左右。
- 鉴于汽油车产量上升，我们预计2023年汽车业的钯金总需求量将增长2%，至820万盎司。不过尽管半导体供应短缺状况有所缓解，我们预计从2024年起汽油车的产量将下降。据LMC汽车咨询公司预测，2024年轻型汽油车的产量将减少190万辆。虽然因尾气排放标准更为严格，全球一些地区汽车催化剂中的钯金装填量将上升，但2024年汽车业的钯金总需求量仍将下降1%，至810万盎司。
- 预计2023年矿产钯金总供应量将下降1.3%，至640万盎司。西班牙静水矿业公司报告称2023年上半年其美国矿山的钯金产量较2022年同期下降11%，原因是旗下西静水矿山发生矿井事故。尽管旗下East Boulder矿山面临地质复杂性问题，技术人员数量也不足，该公司仍预期2023年下半年钯金产量将回升。
- **价格预测风险因素：**钯价相对于铂价进一步下跌，可能导致铂金替代钯金的步伐放缓甚或出现逆转，会提振汽车催化剂领域的钯金需求，对钯价走强略有助力。另一方面，若汽车制造商持续削减其铂族金属库存，则将打压汽车催化剂领域的钯金需求，使钯价潜在回升幅度受限。

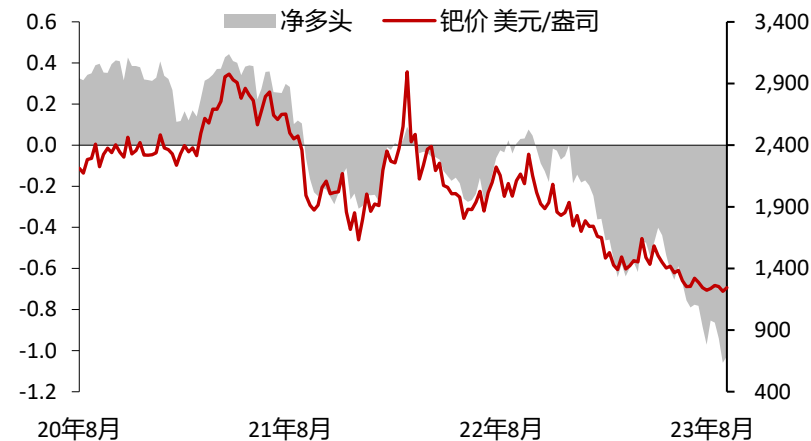
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



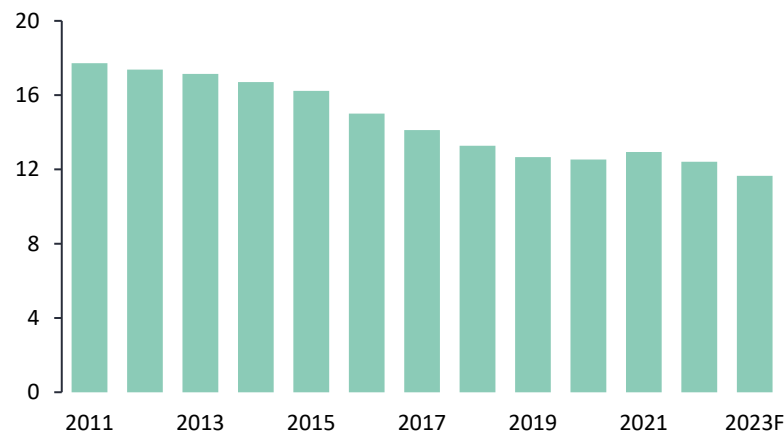
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

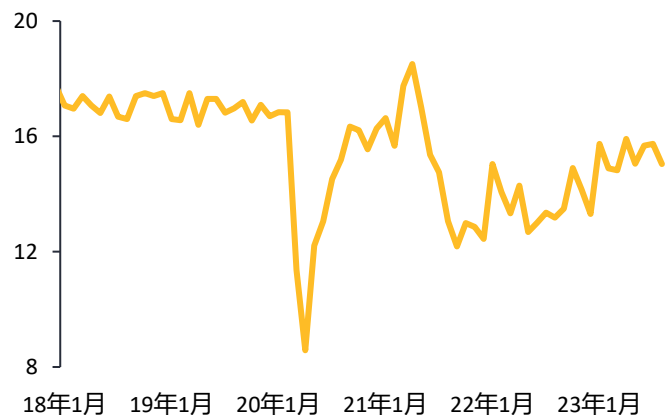
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



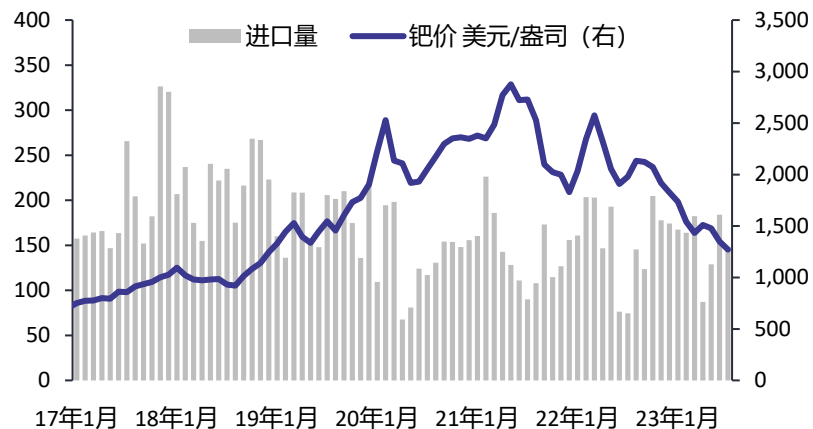
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



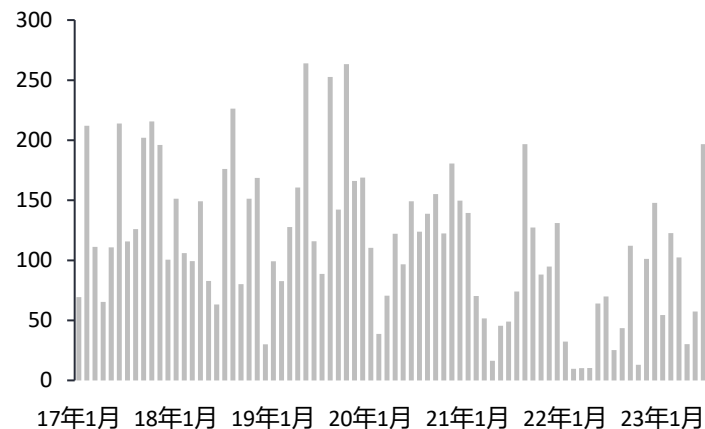
来源: Bloomberg

美国钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

铑市场现状与展望

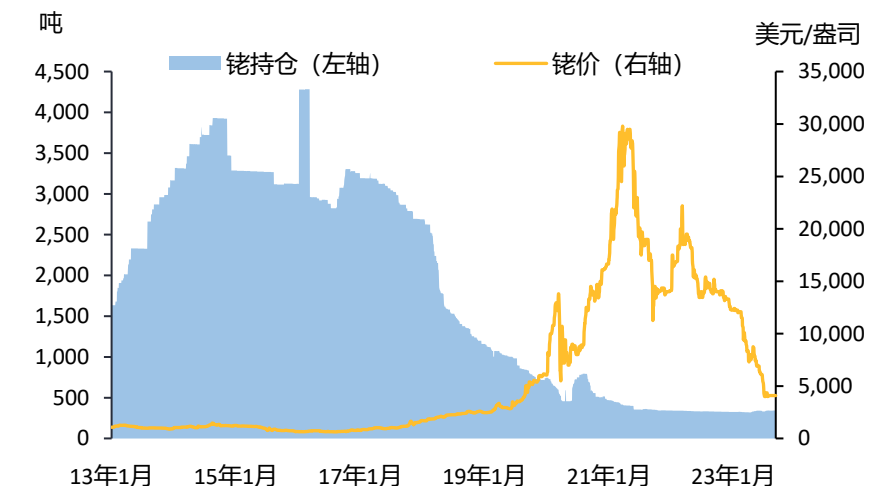
根据庄信万丰公司发布的基准价（为卖出价），8月份铑开盘价和收盘价均为4,100美元/盎司。在8月最后一周，巴斯夫公司的铑报价略有上浮，为4,200美元/盎司。此外，月底前买卖价差看起来已收窄，一些经纪商称市场中间价的均值已回升至4,000美元/盎司上方。

上期月报发布以来，为更好反映铑价低迷，我们已下调了今年四季度铑均价预测值（具体价格预测请与我们联系）。

- 根据庄信万丰公司发布的报价，铑价30日波动率已从7月份的高点40%降至8月底时的5%，9月早期更降为0。这已超过2022年1月份和2023年1月份创出的类似低点。虽然铑成交量仍低（部分原因是夏季期间交投清淡），但价格下限构成重要支撑位，有潜力自该支撑位大幅反弹。这与2021年12月的市况类似，当时铑交投也很清淡，价格为14,000美元/盎司，但2022年初就飙涨24%。
- 与铂金和钯金的情况类似，2023年化工业的铑需求也极为强劲，总需求量有望升至10万盎司，创2015年以来新高。铑需求同比大幅增长，主要归功于中国羧基合成醇产能上升，此外铑价下跌后装饰铑电镀盐需求有所改善，也有助力。
- 与铑价一样，8月份铑ETP的持仓量无变化，仍为1.1万盎司。
- 7月份中国内地和香港特区的铑合计净进口量为1.49万盎司，较2023年迄今的月均进口量小幅上升。不过截至7月底的总进口量仍为2017年以来最低水平。
- **价格预测风险因素：**南非能源危机仍是主要风险因素。近期南非再次实施第六级拉闸限电，矿产铑供应量因此下降的话有望推高铑价。另一方面，若整车制造商持续削减其铂族金属库存导致铑需求量受限，则将令铑价继续承压。

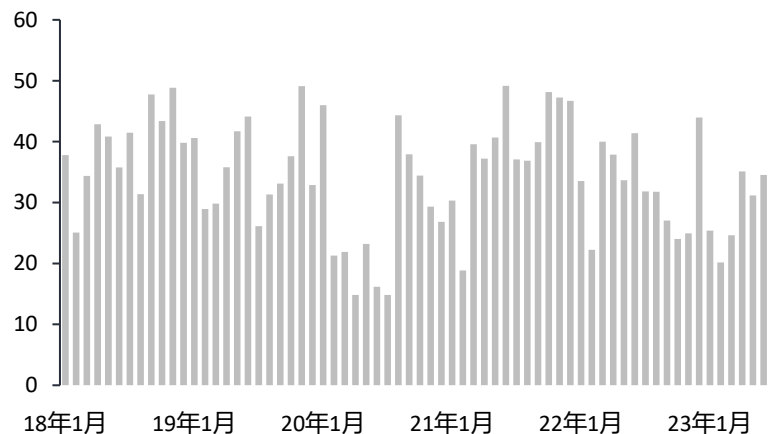
铈市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



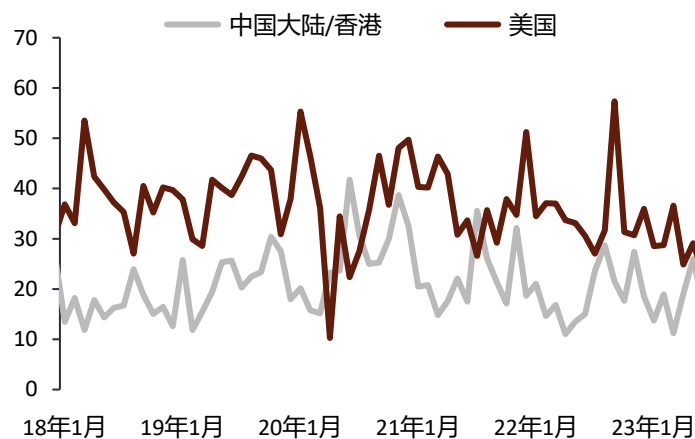
来源: Bloomberg

南非铈出口量, 千盎司



来源: S&P Global

中国大陆/香港与美国铈进出口量, 千盎司



来源: S&P Global

铈价与铈价, 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。