



Metals Focus

贵金属月报

第99期 - 2024年2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



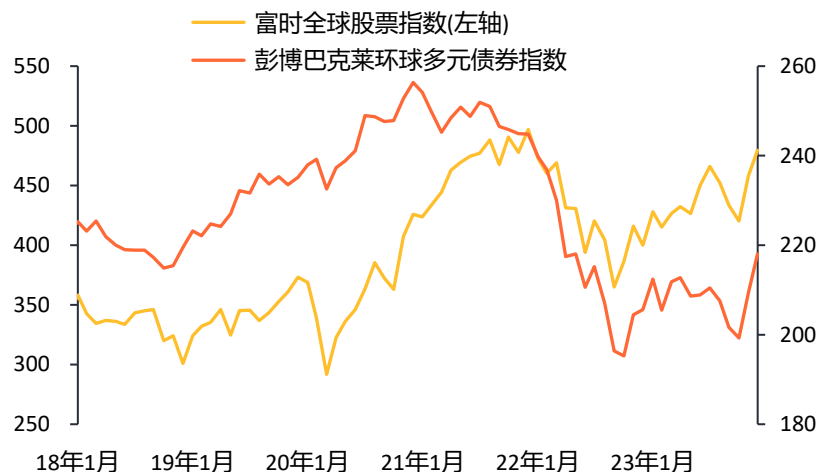
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 在2023年11月和12月强劲上扬后，2024年早期全球金融市场风险偏好情绪回落，1月份股市收盘价基本与前月持平。
- 由于当前美国经济和劳动力市场强劲，金融市场参与者已调整对美联储3月份就会降息的预期，转而预期5月份才会首次降息。2024年初时联邦基金利率期货价格尚显示今年将降息六次，但目前显示降息次数为五次。
- 降息预期的转变推动美元和美债收益率回升，削弱了投资者对贵金属的兴趣。不过中东地区紧张局势持续，叠加有迹象显示美国地区性银行危机风波又起，都支撑对黄金等避险资产的需求，推高了黄金底价。
- 相比之下，1月份其他贵金属价格走弱之势则更为显著。由于市场对中国经济放缓担忧加剧，用于更多工业领域的金属例如白银、铂金和钯金等均遭投资者更大规模抛售，尤其引人注目的是，撰写本报告之时（9日）钯金价格略低于铂金价格。
- 展望未来，需要强调指出的是我们的基准预测情境并不包括下列事件：中东地区爆发全面冲突或与2023年类似的美国银行业危机再现。预计投资者对贵金属信心仍将主要取决于其对利率的预期变化。
- 正如我们一再指出的，就降息速度和幅度而言，美联储的预测与市场预期之间尚存显著差距。如果美国经济不显著恶化，美联储很可能在2024年中前保持政策利率不变，进而可能引发今年上半年期间贵金属价格进一步回调。
- 而预计一旦新一轮降息周期开启并且2025年进一步降息的可能性增大，2024年下半年金价将显著回升，并将提振银价和铂价。

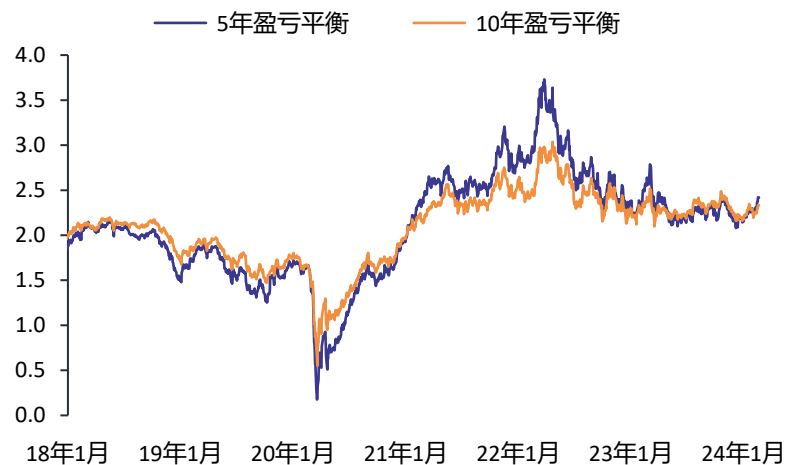
宏观经济现状与展望

全球股票与债券市场



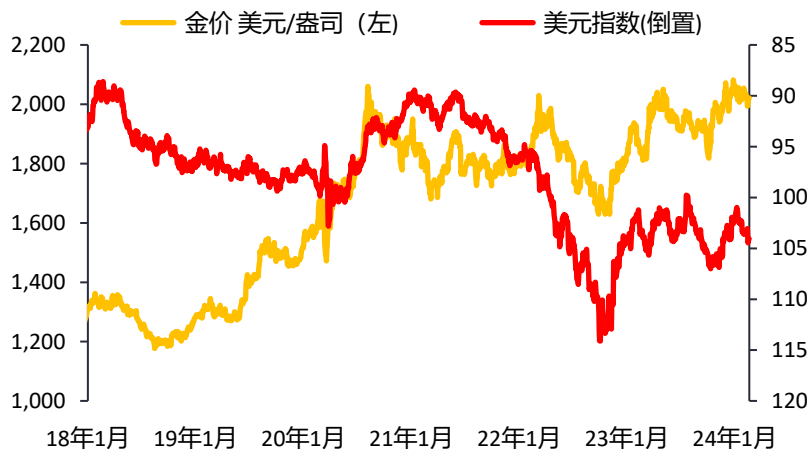
来源: Bloomberg

美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



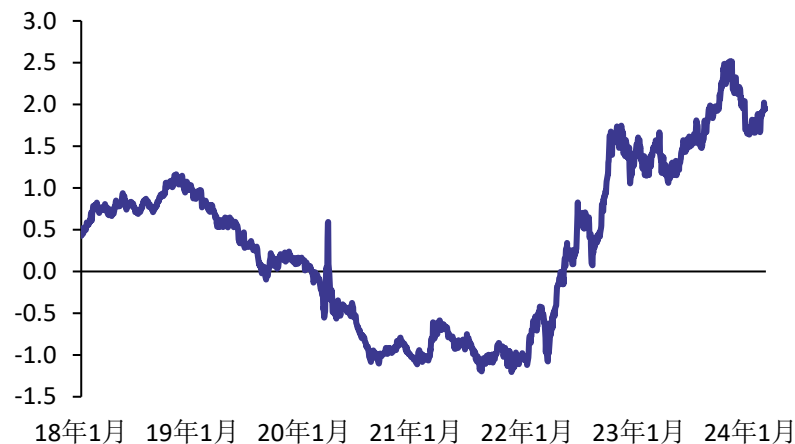
来源: Bloomberg

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

2023年末强劲上涨后，2024年开年黄金价格相对较弱。在1月份大部分时段和2月初，金价基本维持区间震荡走势，在2,000-2,050美元/盎司区间内波动。

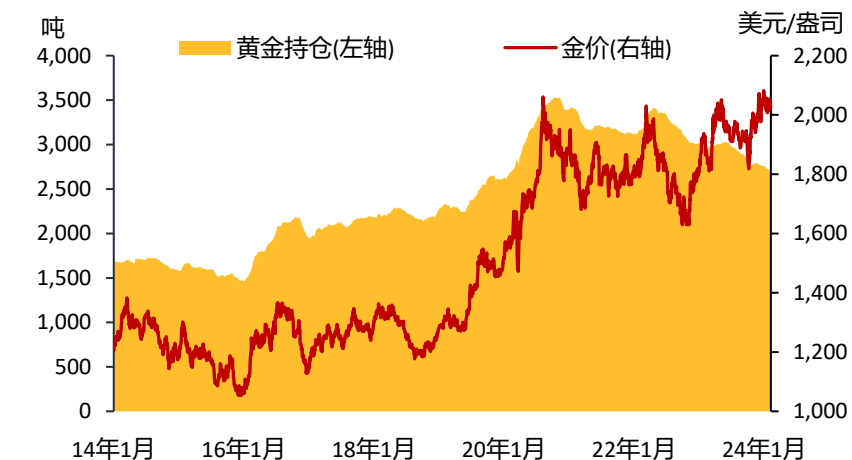
- 如前面“宏观经济”部分所述，美国就业数据强于预期，经济也保持强劲导致投资者对3月份就将降息的预期显著降温，推动美元和美债收益率均回升。
- 在这一背景下，投资者在2023年四季度所建立战术性黄金多头仓位中的相当大一部分已平仓。1月份管理基金持有的CME（芝加哥商品交易所集团）黄金期货净仓位月环比下降41%，同时资金也连续第八个月净流出黄金ETP（交易所交易产品），全球黄金ETP的总持仓量月环比减少1.5%。
- 虽然投资者减持黄金多头仓位增加，但金价仍保持韧性，站稳于2,000美元/盎司这一重要的心理关口上方。这在很大程度上归功于中东地区的地缘政治紧张局势持续升级，继续利好于黄金等避险资产。
- 我们认为全球官方领域稳健买入黄金也为黄金底价提供了坚实支撑。虽然增持步伐放缓，2023年四季度全球官方部门的黄金净买入量仍处于历史高位。2023年全球官方部门的黄金净买入量连续第二年超过1,000吨，仅略低于2022年创出的历史峰值。
- 展望未来，我们对金价走势的研判与上期月报所列相同。鉴于目前金融市场对美国降息时间和速度的预期仍过于激进，进一步调整预期的空间仍大。一旦地缘政治溢价开始消退，或将会导致黄金减持量上升，预计2024年二季度期间金价可能将回落。（具体价格预测请与我们联系）
- 不过进入2024年下半年后，随着美联储开始降息，黄金投资和金价都有望回升。更为重要的是，如果核心通胀率进一步下降，美联储有望释放2025年更多降息次数的信号，应能为黄金走强注入新动力。

黄金市场现状与展望

- 在中国，虽然担忧来自旅游和娱乐消费的竞争与金价走高（影响需求），春节到来前首饰零售商补充库存仍较为强劲。很多商业银行销售的龙年主题金条和金币也一度售罄。
- 在印度，因婚礼季节尚未结束，同时消费者也适应了高金价，黄金需求有所走强。虽然如此，由于适用关税低于金锭的黄金首饰小配件进口量持续上升，1月中旬时印度国内金价较到岸成本价的折价扩大至38美元/盎司。为堵塞税收漏洞，印度政府随后把黄金首饰小配件的适用关税上调至与金锭相同的水平。
- 在土耳其，实际利率处于负值，可替代投资产品有限，地缘政治风险不断上升等因素继续支撑黄金需求。需求走强叠加政府持续收紧对黄金进口的监管，导致国内金价较国际金价的溢价区间从2023年后期的40-80美元/盎司升至2024年1月份的60-90美元/盎司。
- 来自上周举行的柏林世界钱币展的反馈信息显示，以净量计欧洲黄金零售投资需求仍极为疲弱。不过双向交易仍活跃，反映出实物黄金总买入量和卖出量仍处于较高水平。在美国，由于投资者在金价涨破2,000美元/盎司后获利了结或是对经济衰退的担忧减弱有所反应，2023年后期起黄金回售量急剧上升。除总买入量下降外，投资者对新铸金条金币的需求量也持续大幅下降。
- 在矿产黄金供应方面，Red 5有限公司和银湖资源公司于2月5日宣布达成有约束力的并购协议，交易价值22亿美元。根据该协议，Red 5公司将收购银湖资源公司的所有股份，整合两家公司的矿业资产。该并购交易完成后，公司在全球拥有的黄金矿藏储量将达约400万盎司，年黄金产量有望达到44.5万盎司。
- 价格预测风险因素：在金价上行风险方面，地缘政治事件突发仍是近期主要风险。美国经济显著走弱也可能导致美联储加速降息，或将推动金价更大幅度回升。在下行风险方面，若通胀居高不下将导致美联储在较其目前官方指引更长的时间内实施限制性货币政策，进而可能会引发更多投资者抛售。

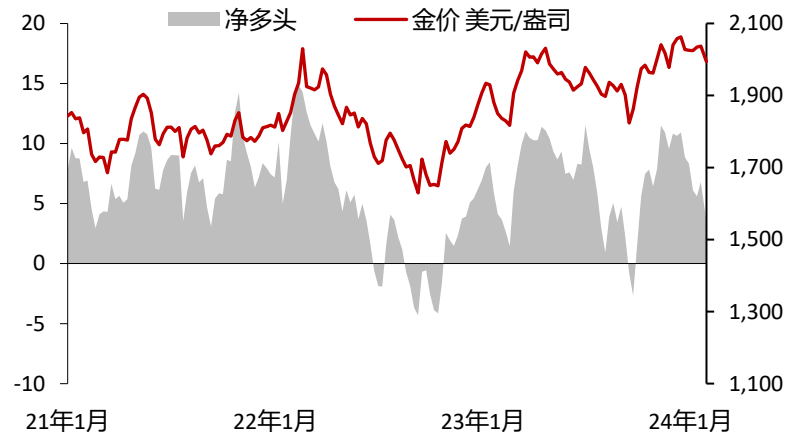
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



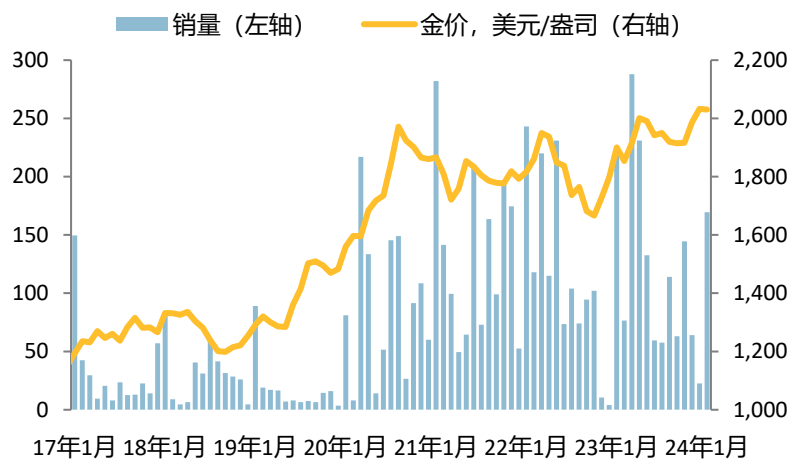
来源: Bloomberg

Comex 净仓位*, 百万盎司



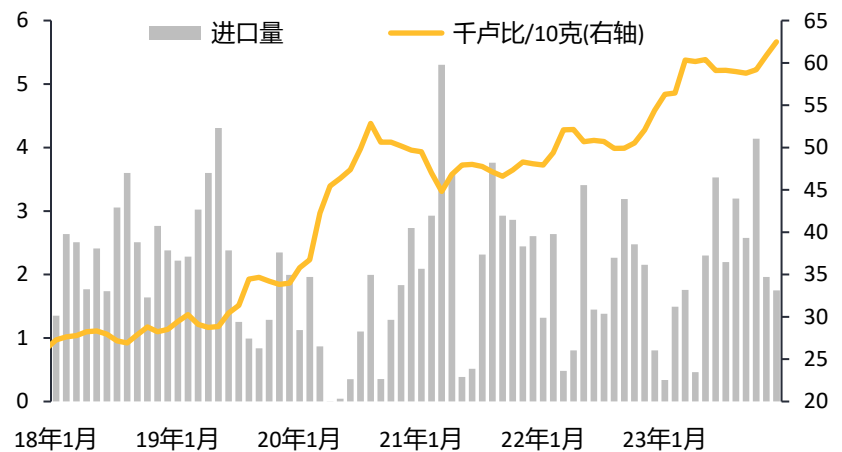
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

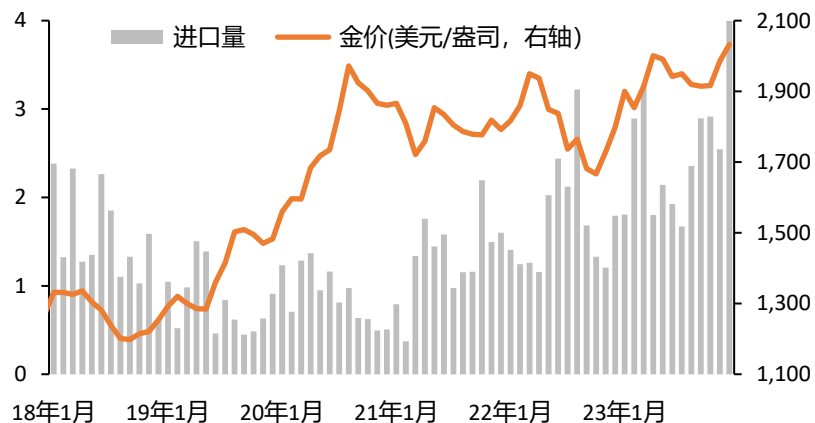
印度金锭进口, 百万盎司



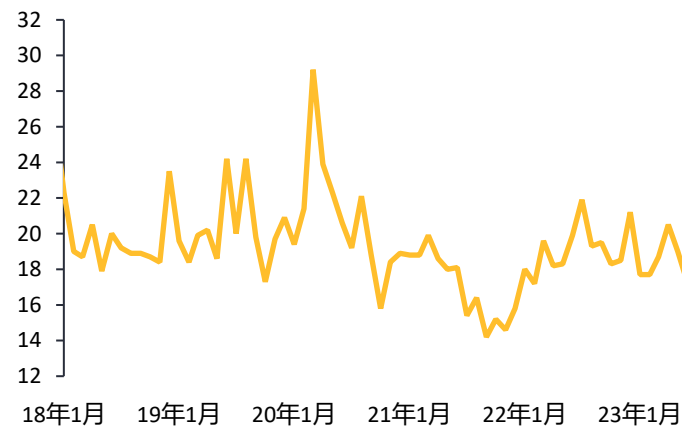
来源: Various

黄金市场现状与展望

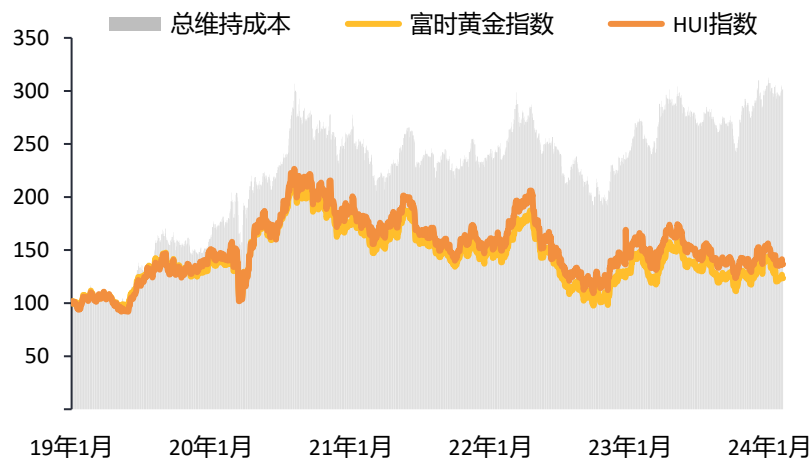
香港金锭进口, 百万盎司



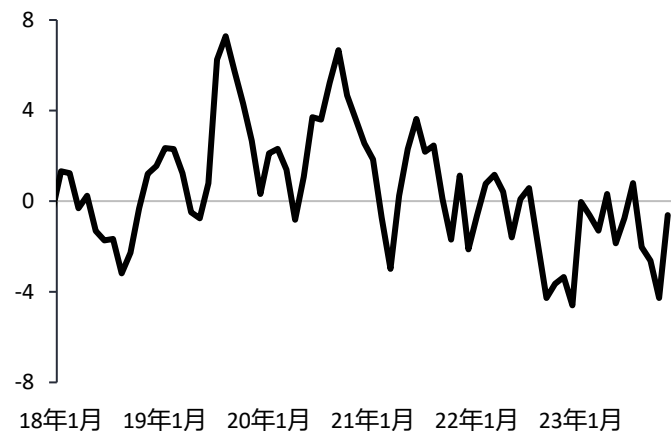
伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



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

与黄金一致，2024年1月份白银价格也出现回落，22日跌至两个月来的低点21.93美元/盎司。在短暂回升至23美元/盎司上方后，银价再度承压，撰写本报告之时交投于22.5美元/盎司下方。

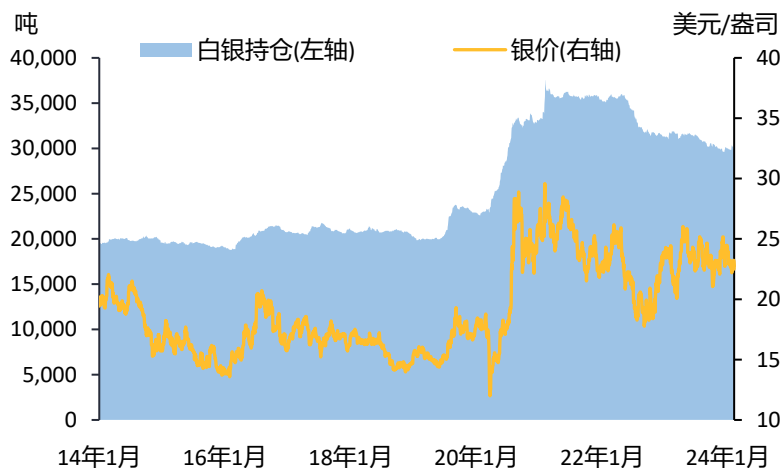
- 由于贵金属和工业金属的投资理由均减弱，1月份白银同时遭受了双重冲击，导致金/银价格比率快速扩大，1月后期已升破92:1，为2022年9月份以来首次。
- 一方面，对美联储政策提前转向的预期减弱导致持有金银等零利息收益率资产的机会成本上升。另一方面，中国经济增长出现放缓迹象的担忧也令工业用大宗商品总体价格承压。
- 短线投资者看空白银的情绪尤为显著。因总空头仓数激增44%，1月份管理基金持有的CME白银期货净仓位月环比下降74%。相比之下，2024年迄今白银ETP的持仓量则大体保持稳定。
- 展望未来，为反映近期银价走势不佳的情况，我们下调了2024年一季度的银价预测值。（具体价格预测请与我们联系）
- 目前2024年剩余时段内的银价预测值则保持不变。预计银价走势将大致跟随金价，走弱之势将延续至二季度，进入下半年后将逐步回升。
- 不过预计2024年后期银价回升幅度将受限，难以突破2023年以来一直存在的强阻力位26美元/盎司。该研判建立在下列假定之上：中国房地产业问题持续和经济增长放缓仍将影响白银投资和银价。

白银市场现状与展望

- 就银币和银条需求而言，近期我们赴美国实地调研的结果和来自柏林世界钱币展的反馈信息都显示，美国个人投资者的白银买入量急剧放缓。2024年初很多经销商的库存都过高，因此采购新铸造银币和银条的数量下降，其中银条采购量下降尤为明显。鹰扬银币的销势虽仍较为稳健，但这主要归功于发行了2024年版的新银币。在欧洲，不论是以净值还是以总买入量计，白银零售投资需求都仍极为疲弱。
- 在印度，白银需求继续受到其国内银价高企的影响。需求疲软导致2023年印度白银总进口量下降63%（虽然10月份进口量创出单月进口量的新高）至3,475吨。鉴于婚礼季节尚未结束，预计未来几周印度白银制品加工量将上升，但吨数增量将有限，原因是高银价环境下银饰和银器的单件平均克重已下降。
- 在中国，1月份上海期货交易所和上海黄金交易所的白银库存量分别下降275吨和122吨。这主要是由于制造商利用银价下跌增加库存。相比之下，由于企业为春节假期做准备，加之来自西方国家的订单数略有下降，工业制造部门加工量相对放缓。
- 在供应方面，虽然旗下Lucky Friday 矿山从8月份起暂停矿业生产，2023年赫克拉矿业公司的白银总产量仍同比上升1%，至1,430万盎司。Lucky Friday 矿山停产造成的影响被Keno Hill矿山增产150万盎司完全抵消。Lucky Friday 矿山已于2024年1月9日恢复生产，一季度就将进入满负荷生产阶段。
- **价格预测风险因素：**与黄金的情况大体一致，银价主要上行风险集中在地缘政治不确定性加大。在下行风险方面，中国经济硬着陆可能会削弱投资者对工业用大宗商品的信心，进而导致银价表现不佳的持续时间长于预期。

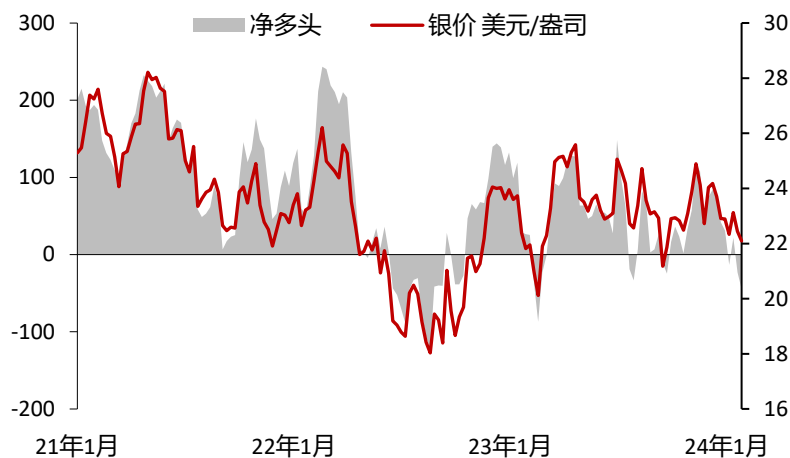
白银市场现状与展望

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

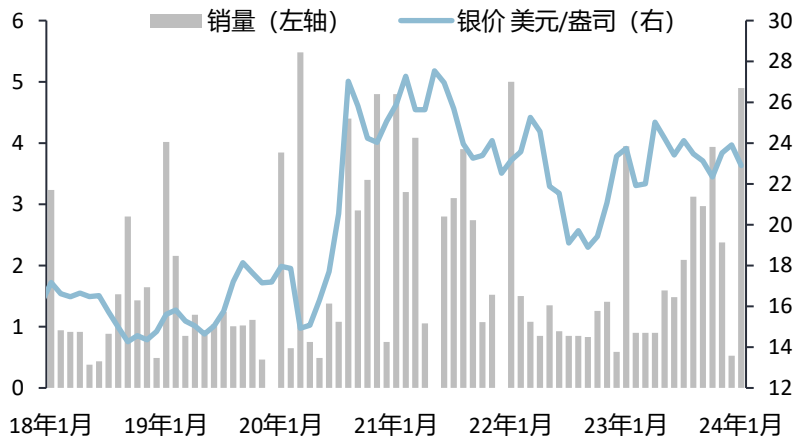
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

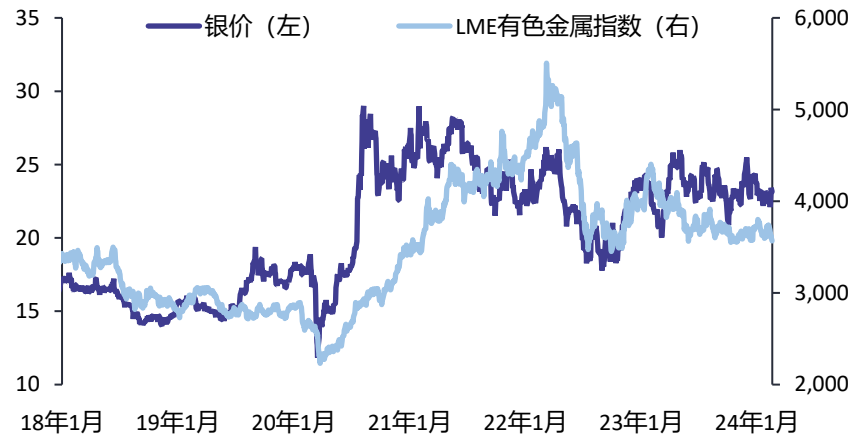
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



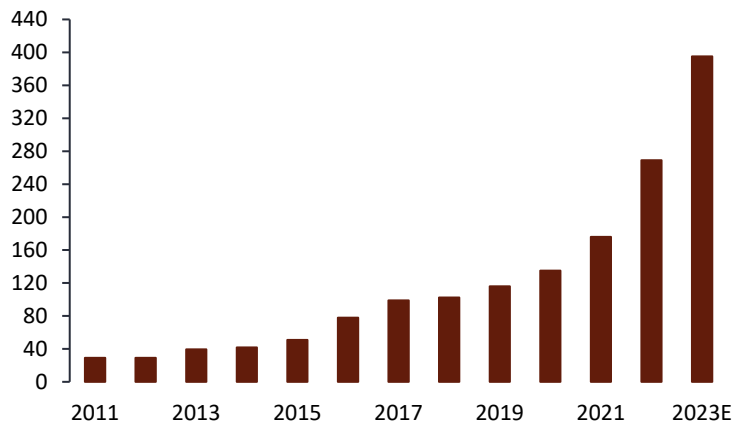
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



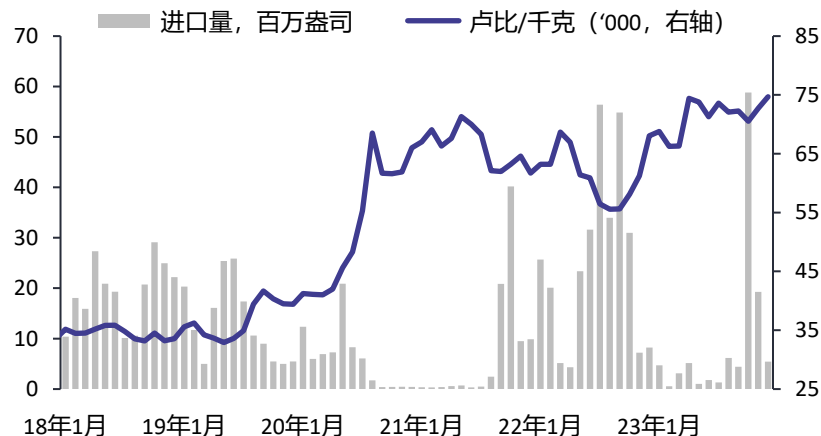
来源: Bloomberg

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

2023年12月全月跟随金价走高后，2024年**铂金**开盘价为993美元/盎司，同日（1月2日）触及月内高点1,003美元/盎司。之后因部分投资者在1,000美元/盎司的价位获利了结，铂价走弱，1月17日随金价下跌而触及879美元/盎司的低点。回升至900美元/盎司上方后，1月剩下时段内铂价两次测试该关口，月末报收于927美元/盎司。撰写本报告之时（9日），铂金在近六年后首次对钯金溢价，虽然为时甚短。

为更好反映年初以来铂价表现疲弱的现实，我们已下调2024年一季度的铂价预测值。预计2024年全年铂价将维持区间震荡走势，虽有来自供应短缺的支撑，但受地上存量庞大、投资者趁上涨之机获利了结、上半年金价回撤等因素的影响，上行幅度将受限。（具体价格预测请与我们联系）

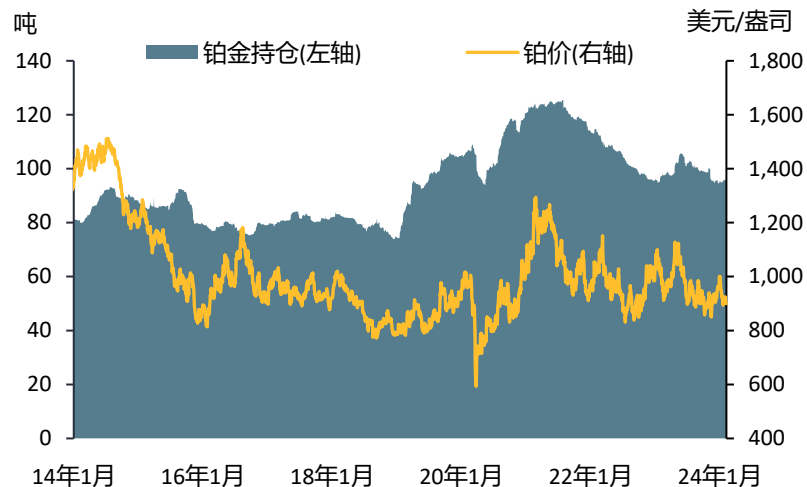
- 预计2024年铂金**供应短缺**量约为68.1万盎司。虽然预计铂金回收供应量将部分回升，但预计将在很大程度上受到抑制（与2022年水平类似）。由于生产中断持续，叠加一篮子铂族金属价格走低带来减产压力，矿产铂金供应也将承压。
- **汽车业**的铂金需求依然是推高铂金消费量的驱动因素之一。事实上数据分析和咨询公司GlobalData已将2023年全球汽车总产量数字从三季度报告中预测的8,890万辆上调至9,070万辆。不同于2019-2022年的情形，除汽车总产量数字上调外，上调集中于内燃机汽车，而非纯电动汽车。就2023年而言，内燃机汽车产量数字上调了190万辆，而纯电动汽车产量估测数字则被下调了25.6万辆。2024年内燃机汽车产量数字较之前的预测上调了5%，至5,700万辆，而纯电动汽车产量预测数字则被下调了76万辆。这支撑2023年汽车业的铂金需求量实现两位数增长，而且虽然内燃机汽车产量同比仍下降，但降速较之前预计的放缓。因此预计尽管内燃机汽车产量下降，但得益于铂金含量高的三金属催化剂（用于汽车尾气后处理系统）得到更广泛应用，叠加燃油车混动化进程提速，2024年汽车业的铂金需求量仍有望温和增长。

铂金市场现状与展望

- 2024年1月全球铂金ETP的总持仓量与上月持平，为308万盎司，较2021年7月创出的历史峰值（404万盎司）下降24%。1月份北美基金的持仓量上升2%，可能反映出铂价跌至900美元/盎司附近时有投机性买盘涌出。
- 2024年开年管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓数为116万盎司，创2023年5月份以来新高。但1月份期间净多头仓数急剧下降，1月22日起始的那一周转为净空头，数量达33.9万盎司，月末净空头仓数为5.9万盎司。除黄金走弱的影响外，铂价涨至六个月来的高点同时也是重要的心理关口1,000美元/盎司后获利了结的压力也较大。
- 2023年12月中国大陆和香港特区的铂金净进口量为13.1万盎司，全年总进口量为230万盎司，较2022年下降8%。12月的进口量较2023年的月均进口量19.8万盎司低三分之一左右，背后的原因可能是高铂价导致进口放缓。
- 鉴于一些铂金生产商已公布2023年四季度产量数字，目前我们维持2024年南非铂金供应量为390万-400万盎司的预测不变。津巴布韦的铂金供应量有望创出新高，达到50万盎司。加拿大镍生产商的副产铂金产量也大致符合预期。因此2024年全球铂金总供应量预测值仍保持不变，为550万盎司。不过仍需等待全球最大的铂族金属生产商英美铂业公司公布产量。
- **价格预测风险因素：**南非铂金矿企宣布减产或矿山铂金供应中断，可能将提振投资者对铂金价格的信心并推高铂价。

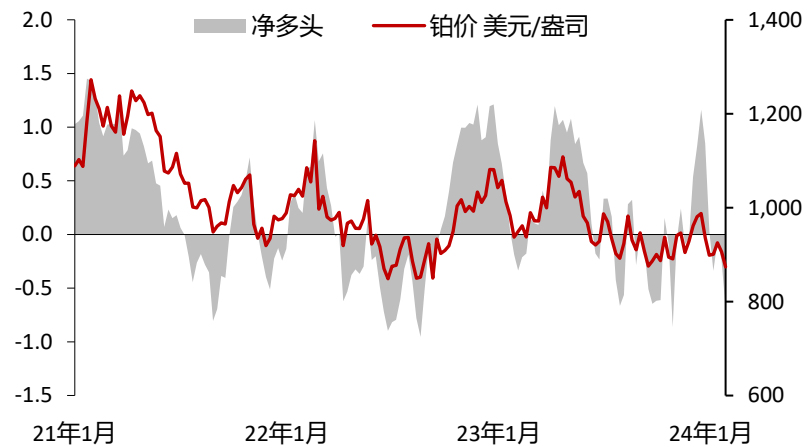
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



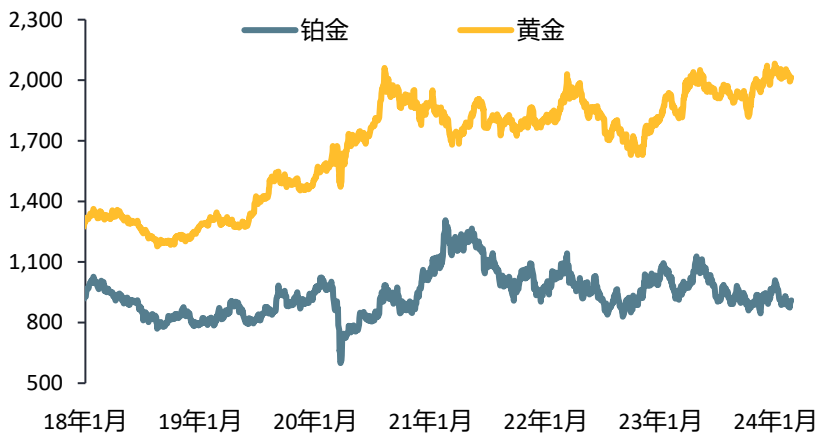
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



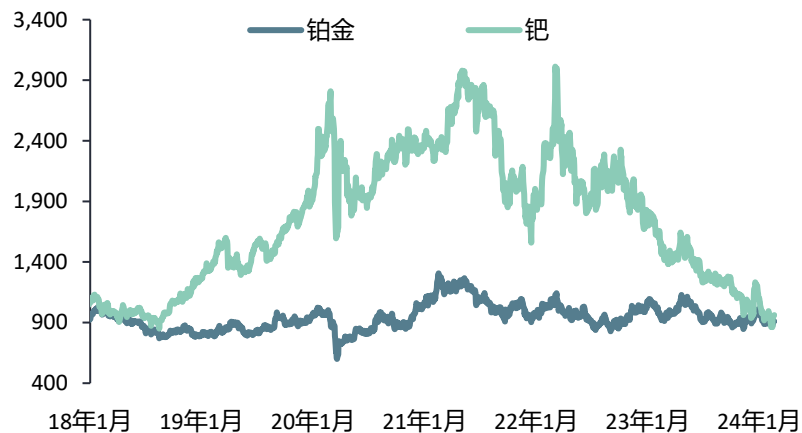
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

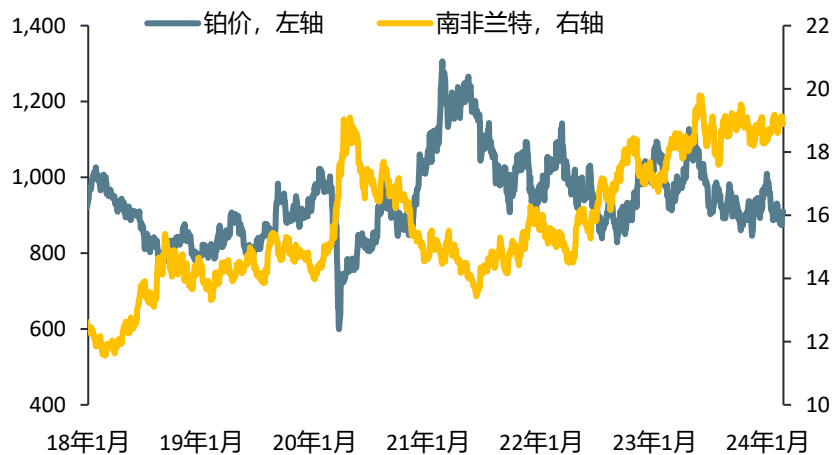
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

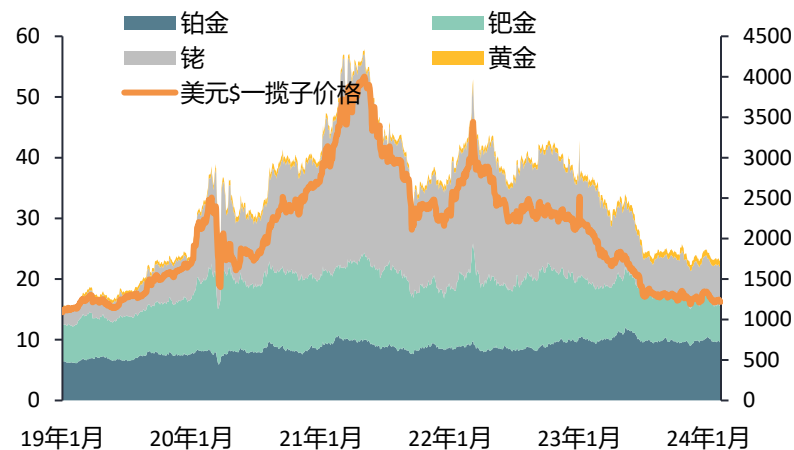
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



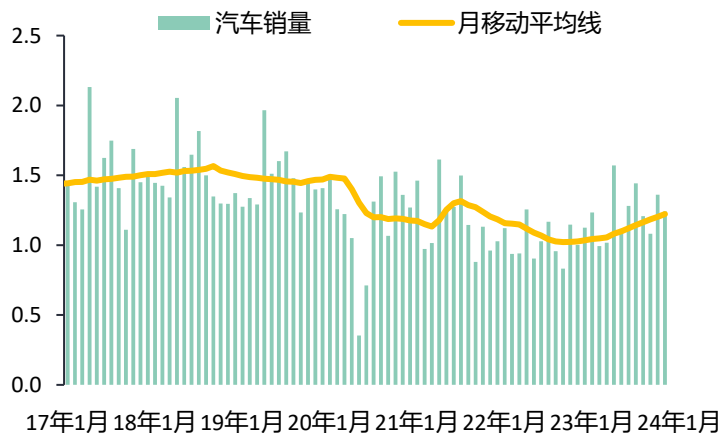
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



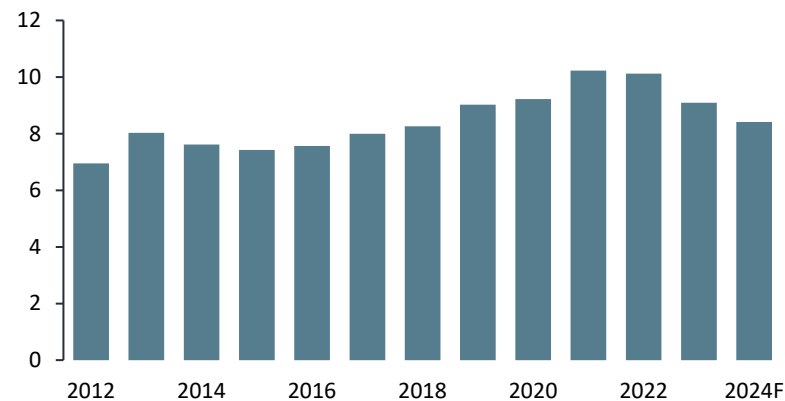
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

因出现轧空，2023年12月**钯金**价格曾飙涨30%，触及1,250美元/盎司的高点。但之后钯价连续13天下跌，创逾二十年来最长连跌纪录。因此2024年迄今钯价高点出现于本年首个交易日，为1,117美元/盎司。今天撰写本报告之时，钯价已跌破900美元/盎司，而且更值得关注的是，自2018年以来首次短暂低于铂价。

我们已将2024年一季度和二季度的钯价预测值下调。（具体价格预测请与我们联系）

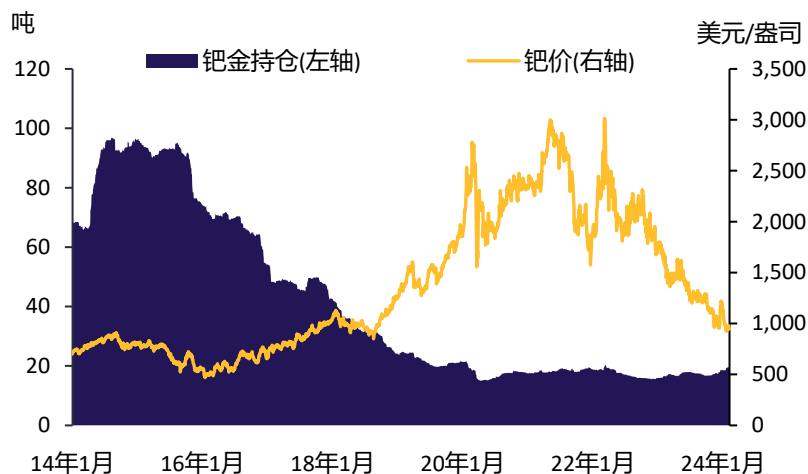
- 预计2024年钯金**供应短缺**量为82.4万盎司。与铂金的情况一样，导致供应短缺的主要原因也是矿产钯金和钯金回收供应都持续受到抑制。
- 2023年12月**中国大陆和香港特区**的钯金净进口量约为18万盎司，较2023年的月均进口量高出27%。12月钯价上涨30%，而考虑到中国的钯金买入量通常与钯价呈负相关（即一般而言，价格上涨时需求下降），该结果有些出人意料。背后的可能原因是国内的钯金回收供应中断，叠加库存水平下降。2023年中国大陆和香港特区的钯金总进口量为170万盎司，创2020年以来新高，较2022年异常低的基数飙升60%。
- 2024年开年管理基金持有的Nymex钯金期货净仓位为净空头，数量为63.4万盎司，在此之前，2023年12月中旬时净空头为100万盎司，随后出现轧空。不过因空头加仓，1月份期间净空头仓数再度回升至创纪录高位，23日触及110万盎司的峰值，月末也达100万盎司。钯金净空头仓数处于创纪录高位是导致今年初钯价下跌主要因素之一，1月钯金下跌约10%。

钯金市场现状与展望

- 在钯价自2023年12月的高点持续下跌后，钯金ETP投资者投机性买入，特别是北美市场。因此1月份全球钯金ETP的总持仓量上升6%（增加3.5万盎司），至63.1万盎司。这已创出2022年3月份（当时俄罗斯入侵乌克兰引发对俄罗斯矿产钯金供应的担忧，导致钯价飙涨）以来持仓量的新高。
- ETP投资者增仓与1月份期间管理基金净卖出逾50万盎司钯金形成强烈对比。背后的原因有两个：第一，ETP投资者和管理基金是两类不同的投资者，前者通常为长线投资者，而持有管理基金的主要是寻求短期获利的资金。第二，在期货升水的市场上，期货空头可以从合约展期中获益。
- 内燃机汽车产量预测数字较之前的报告上调，利好于铂族金属需求。不过预计2024年汽车催化剂领域的钯金需求量将与去年持平或温和下降。据预测2024年内燃机汽车的产量仍将下降9%（减少570万辆），而混动汽车（其铂族金属装填量一般更高）的产量虽有望同比增长18%，但增量仅有300万辆，无法完全抵消企业节约钯金用量、钯金被铂金替代、内燃机汽车总产量下降等因素对**汽车业钯金需求**的负面影响。
- 2023年诺里尔斯克镍业公司的钯金总产量为269.2万盎司，较产量指引中的数字上限高出13万盎司。除2021年因旗下矿山遭遇洪灾和选矿厂发生建筑物坍塌事故导致产量低于指引外，2018年以来该公司每年的钯金产量都高于每年初设定的产量指引。但2024年的产量指引区间为271.5万-284.3万盎司，显示由于旗下冶炼厂按计划停产检修，实际产量有可能会降至数十年来的低点。
- **价格预测风险因素**：钯金空头仓数处于高位可能引发与去年12月类似的另一次轧空，推动钯价飙涨。混动汽车产量高于预测数字可能延缓汽车电动化进程，推高汽车催化剂领域的钯金需求，进而提振投资者对钯金的信心和钯价。

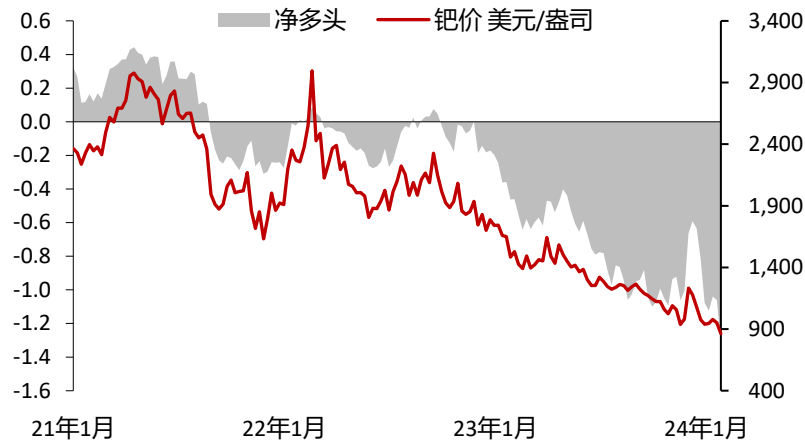
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



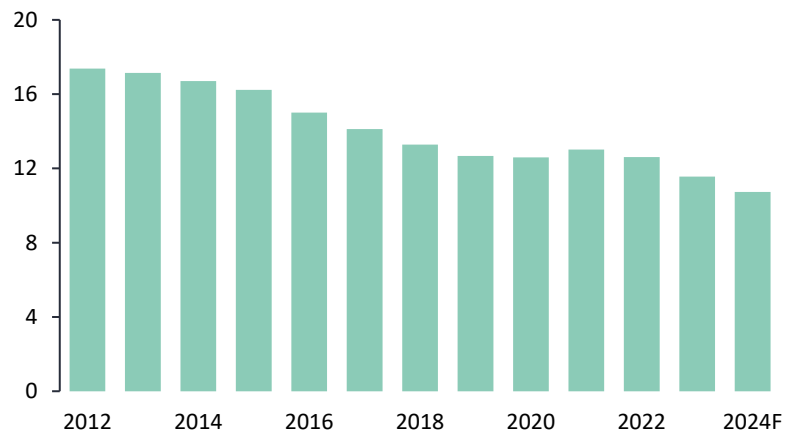
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

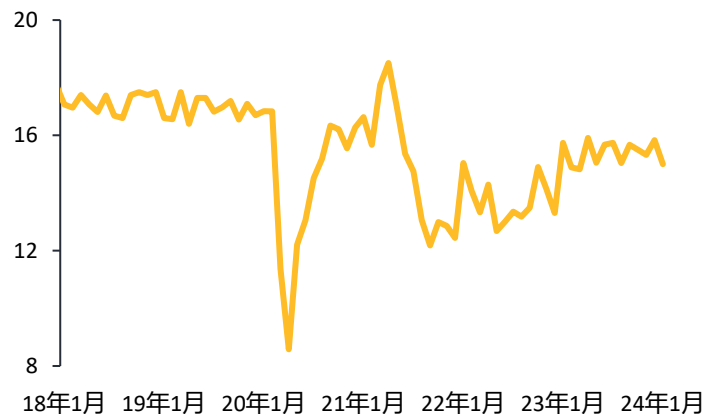
钯金地上存量*, 百万盎司



*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



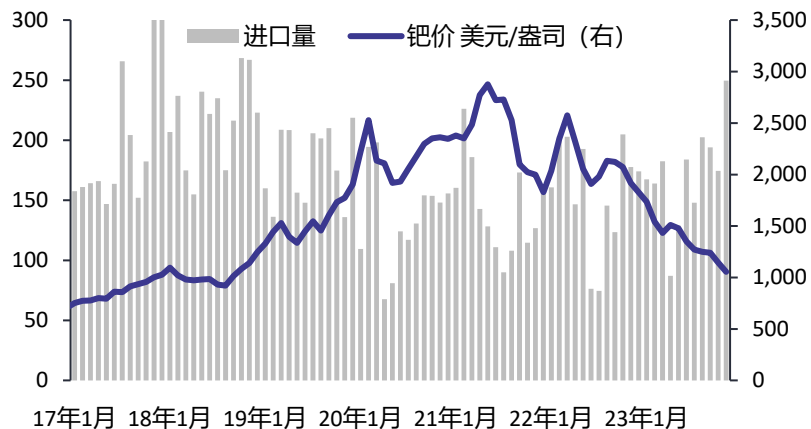
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



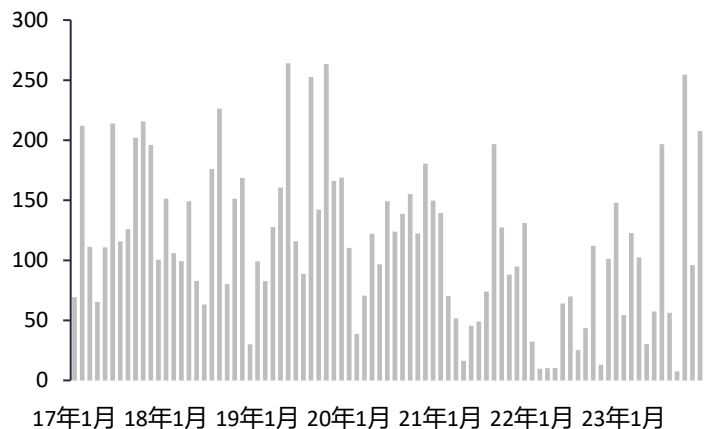
来源: Bloomberg

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

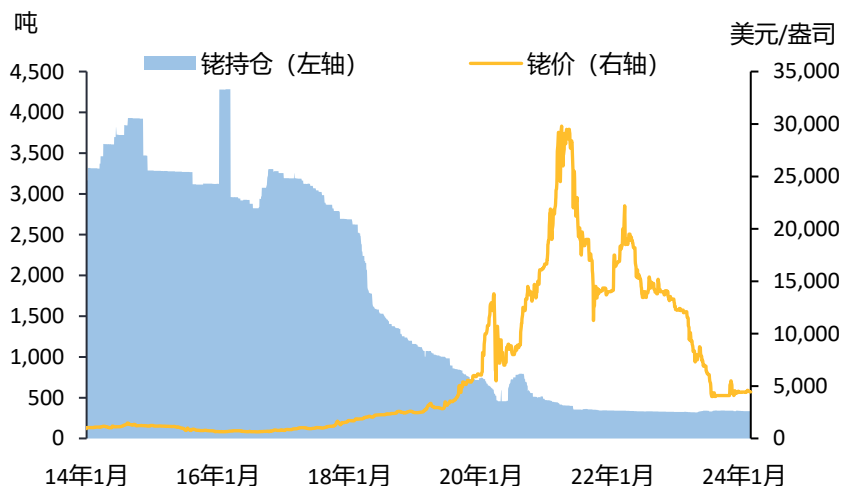
1月份全月铑价都在4,400–4,600美元/盎司区间内窄幅波动。月内铑价走势与其他贵金属不同，月初开盘价为4,425美元/盎司，在1月18日铂金、钯金和黄金价格均逼近月内低点时，却触及月内高点。月末铑收盘价为4,450美元/盎司，除10月份曾短暂飙涨外，2023下半年铑价一直保持在该价位附近。

预计2024年铑**供应短缺**量将从2023年的9.1万盎司扩大至15.8万盎司。背后的原因除供应仍受限外，2024年铑工业需求将增长近两倍。推高铑工业需求的因素包括玻璃工业的铑净需求回归正值和化工业的产能大幅扩张（同比上升55%）。

- 2024年1月份铑ETP的持仓量保持在1.08万盎司，与2023年的均值一致。
- 2023年12月**中国大陆和香港特区**的铑净进口量为2.7万盎司，较2023年的月均进口量高出58%。这与同一期间钯金进口量大幅上升同步，可能显示出国内铑库存下降（部分原因可能是回收供应中断）。有传闻称2023年中国玻璃生产企业继续持有铑库存，或许表明这些库存并不轻易释放或是数量本就低于预计。
- 预计相对于2023年，2024年铑价仍将受到压制，南非UG2矿区矿业生产的经济性将面临的压力日益加大。目前铑在4E铂族金属一篮子价格中的占比约为28%，已较2021年早期的峰值水平（大于50%）大幅下降。
- **价格预测风险因素：**南非矿企削减铑供应量将推高铑价。同时中国铑回收供应中断持续有望推高铑进口量，也利好于铑价走强。

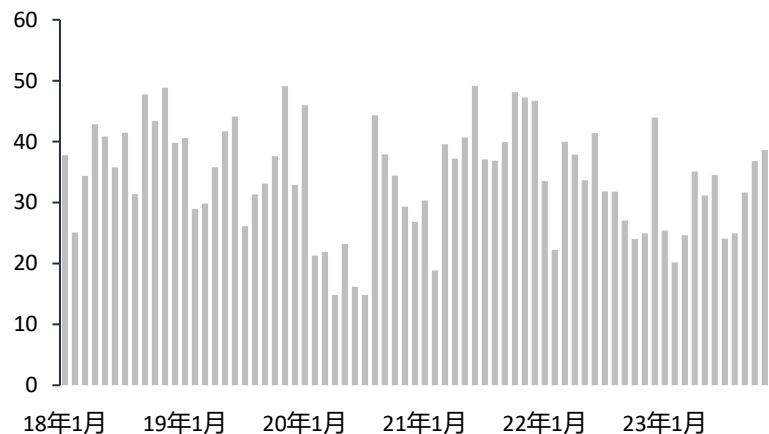
铯市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



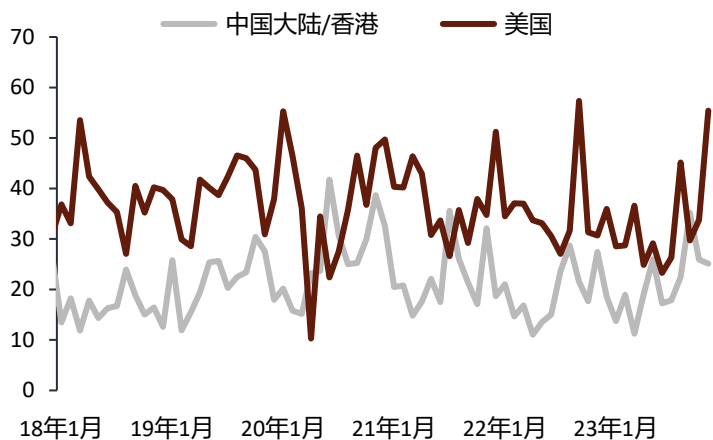
来源: Bloomberg

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

铯价与铯价, 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

Mirian Moreno, 业务经理

Jacob Smith, 铂族金属研究员

Adarsh Diwe, 研究员, 孟买

Ghananshu Karekar, 研究助理

Nikos Kavalis, 董事总经理-新加坡

Sarah Tomlinson, 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

Tim Wright, 高级矿业研究员

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。