



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 495 期

2023/02/27

### 黄金

上周三，因投资者尚在等待周末FOMC（联邦公开市场委员会）会议纪要和美国核心个人消费支出（PCE）价格指数发布，黄金交投于近六周以来的低位。

### 白银

1月印度白银进口量下降83%，至146吨，为史上1月份进口量的第二低值。

### 铂金

中国石化在内蒙古投资约8.28亿美元建设的绿氢工程启动，预计将年产绿氢约3万吨。

### 钯金

1月份欧盟国家新乘用车上牌数量同比上升11.3%，至76万辆。

### 2023年初西方国家金银零售投资需求显著下降

2022年西方国家的实物金银投资需求极为强劲，其中实物白银需求量升至2.64亿盎司（8,200吨），创出历史新高，实物黄金购买量也升至2013年以来最高水平。除此之外，如果不是因全年大部分时段内产品供应不足，销量可能还要更高。需求旺盛将批发和零售环节的溢价更推高至前有未有的水平。例如，去年美国市场上鹰扬银币售价一般较现货白银价格溢价80%-90%。推动西方国家实物金银销量大幅上升的因素包括俄乌战争持续（对欧洲市场的影响尤其大），通胀上升，投资者对政府的信任度大幅降低，欧盟国家利率处于负值等。

不过2月份参加柏林世界钱币博览会（下称“WMF博览会”）期间我们了解到，进入2023年后欧洲大部分国家和美国的实物金银投资需求已显著放缓。就德国而言，背后主要有两个原因：一是金价相对稳定；二是适用于非欧盟产银币的边际税待遇被取消。2014年以来，进口此类非欧盟产银币可以先只缴纳7%的增值税，之后再按银币购买和销售价的差额征收19%的增值税。相比之下，德国在售的其他所有白银投资产品都按其全价征收19%的增值税。

2022年9月30日德国政府突然宣布将废止该税收优惠待遇。从10月3日起，非欧盟产银币也按其全价征收19%的增值税。不过之后政府同意给予至年底的宽限期，使业内企业有时间来调整其库存。参加WMF博览会期间我们了解到政策变化对德国公众的购买行为产生了很大影响。这主要是由于



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

valcambi  
suisse

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



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

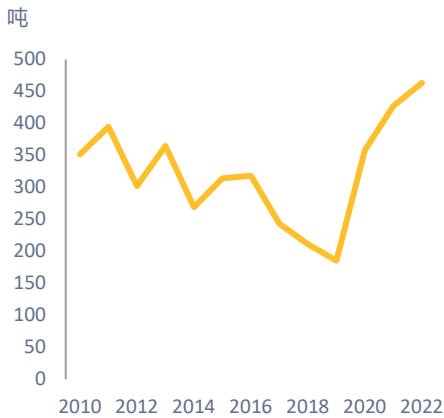


[www.aurus.com](http://www.aurus.com)



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

## 西方市场白银实物投资需求



数据来源: Metals Focus

媒体普遍报道销售税将提高,因此导致2023年1月1日起该类银币的零售溢价发生很大变化。因此,1月份德国白银零售投资需求剧降。

展望未来,在德国和欧洲其他国家业内企业可能会更多使用保税仓库来储存白银,原因是在客户从仓库提货前,保税仓内的白银免征增值税。不过,对于通常选择自己提货的小投资者来说,是否乐意持有一部分远程储存在保税区仓库的银条尚存争议。还需指出的是,随着需求下降,产品溢价已有所回落,这至少能部分抵消非欧盟产银币税收上调带来的影响。

就黄金购买情况而言,随着欧元计价的金价上涨,德国和欧洲其他国家居民的购金量都已下降,同时其黄金回销量急剧上升,在一些国家甚至已达到疫情爆发前的新高。

1月份美国零售投资者的实物金银购买量也有所放缓,延续去年四季度后期需求开始走弱的趋势。不过随着一些地区产品供应改善,使评估美国个人投资者的购买状况变得更为复杂。产品可供性改善可从三方面对市场产生影响。首先,由于中小经销商不再需要像以前那样持有大量库存,有把握次日就能从批发商处提到货,从事批发业务的大经销商(他们向面向公众直接销售的中小经销商供货)所获订单的降幅高于实物金银零售投资需求量的降幅。对中小经销商来说,融资成本上升导致其更倾向于减少库存。

## 西方市场黄金实物投资需求

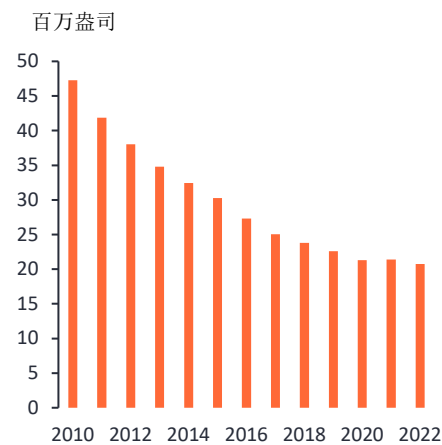


数据来源: Metals Focus

其次,投资者购买的产品类型发生转变。以美国市场为例,在2022年寻求购买金银币的投资者往往遇到无可供产品或其认为溢价过高的问题。为此一些投资者转向购买作为其第二选择的金银条甚或是纪念币/收藏币。购买者还可以转向购买不同材质的产品,据一些经销商称,因1/10盎司规格的金币更容易买到且溢价低,白银投资者也会购买该类金币。值得注意的是,由于投资者已转回购买金币和实物白银产品,目前的钱币销售数据可能并未准确反映出投资者的总购买量。

最后,近期实物金银产品(在美国尤其是实物白银产品)的溢价下降可能只是反映出产品的可供性已改善,而并非一定是零售投资者的购买下降所致。产品可供性得到改善主要是由于德国投资者的白银需求走弱,使更多白银产品可输往美国市场销售。

## 西方市场摄影业白银需求



数据来源: Metals Focus

## 西方摄影业的白银中期需求将进入平台期

我们赴美国实地调研发现,从中期看西方摄影业的白银需求可能已进入平台期。虽然目前需求状况较我们的预测数字略显乐观,也比前十年期间年均下降8%有所改善,但仍需强调指出的是,西方摄影业的白银需求量已大幅下滑,从二十世纪九十年代后期逾1.5亿盎司(4,700吨)的峰值(数据来源于世界白银协会)降至2022年的不足2,100万盎司(650吨)。

用于工业无损检测的传统X光片(例如用X射线检测飞机机翼是否有破裂)是需求稳定的重要领域。由于相对于数字摄影,使用卤化银胶片影像不会被操控,一旦发生诉讼可作为有力证据,通常成为用户的首选,因此该领域的白银需求稳健。而随着工业产量的增长,该领域的白银需求还有进一步增长的空间。

胶片是第二大需求领域。虽然主流消费端已放弃使用传统胶片,但由于存在更富艺术气质或怀旧的小众消费群体,传统胶片仍有市场,主打产品为一次性照相机、拍立得相机和110暗盒使用的35毫米胶片。而为探索传统摄影艺术的可能性,一些专业摄影师也坚持使用卤化银胶片。相纸的情况则相对复杂。在一些国家,由于图像质量更高,对在含银胶片上进行印刷的需求至少稳定。而在另一些国家,由于数字印刷更为方便,且具有成本优势,含银胶片的用量持续下降。电影业的需求看起来也稳定,不过尽管一些看重艺术性的导演可能优先选用含卤化银的胶片拍摄电影,但为了便利发行并降低成本,几乎所有电影都已数字化。因此电影业的白银用量仍很低。

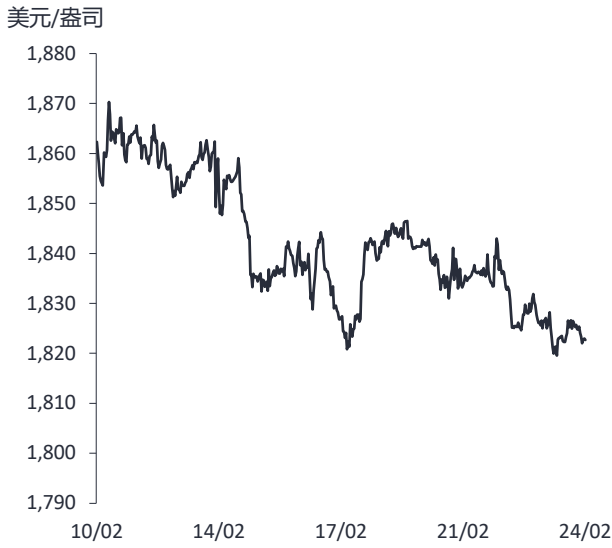
最后,从中期看医用X光片的需求仍稳定。由于西方国家绝大多数医疗机构都已转向数字化摄影,目前传统X光片用量的下降空间已很小。胶片制造商正大力开拓海外市场,向那些居民收入已足以负担医疗支出,但医疗机构仍无力负担数字化转型所需高资本支出的国家出口胶片。

目前看摄影业的白银总需求稳定,但未来可能会走弱。人工智能技术的发展意味着很快就易于检查出数字X光片是否遭人为操控,同时出于可持续发展的考虑,在数字印刷的质量提高时,是否还有必要使用含塑料的胶片和纸张值得讨论。在收入升至一定水平后,新兴市场国家的医用X光片也可能数字化,考虑到新冠疫情已证明开展远程医疗很有必要,则更是如此。有鉴于此,对于摄影业白银需求是否或何时将再度开始下降仍需持续观察。



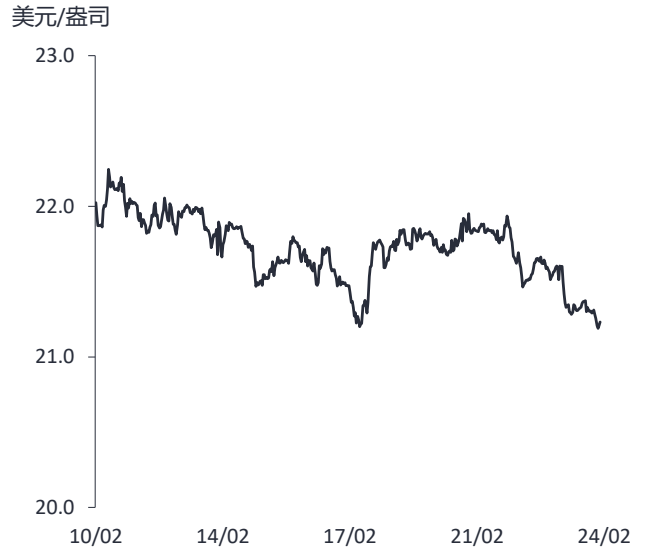
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



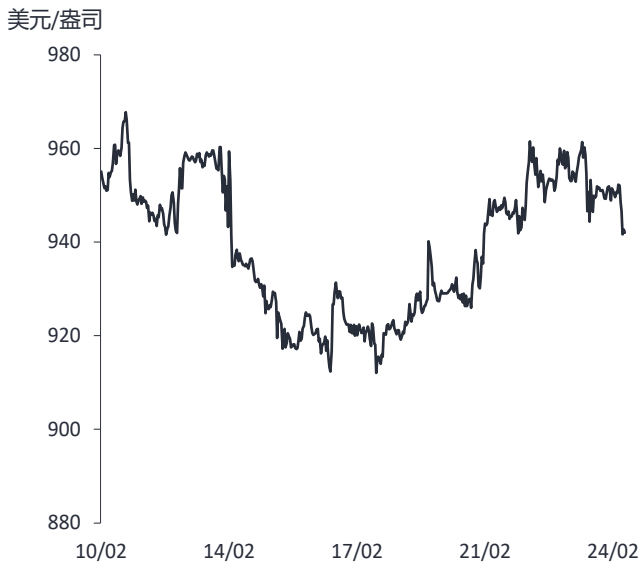
来源: Bloomberg

## 白银



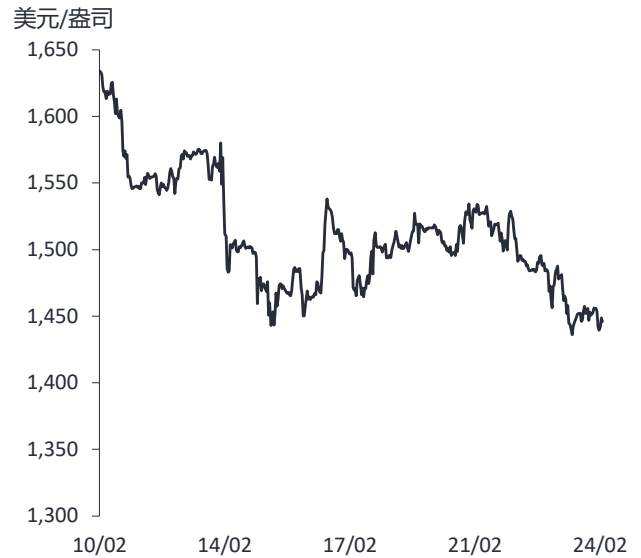
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

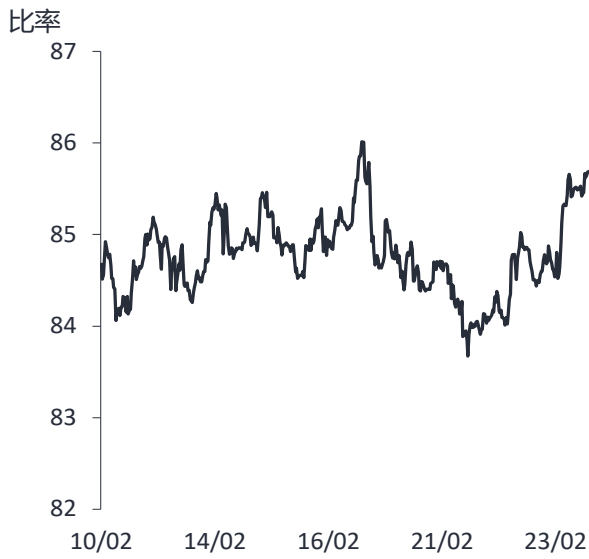


来源: Bloomberg



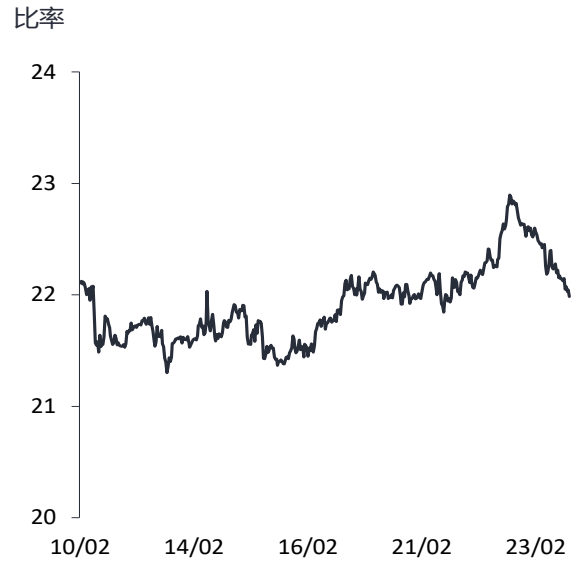
# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



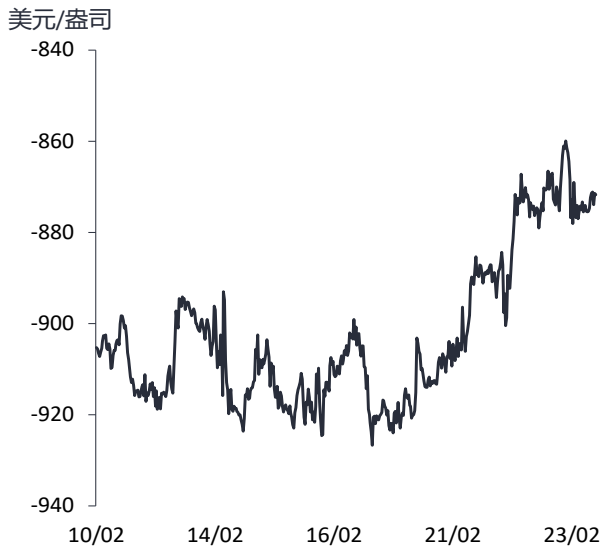
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



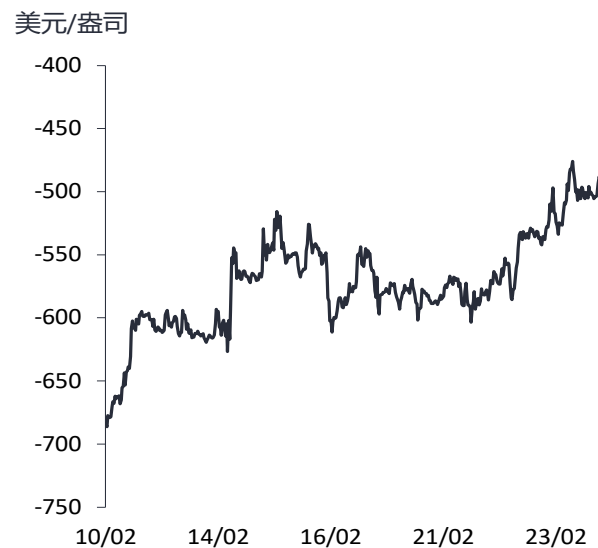
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



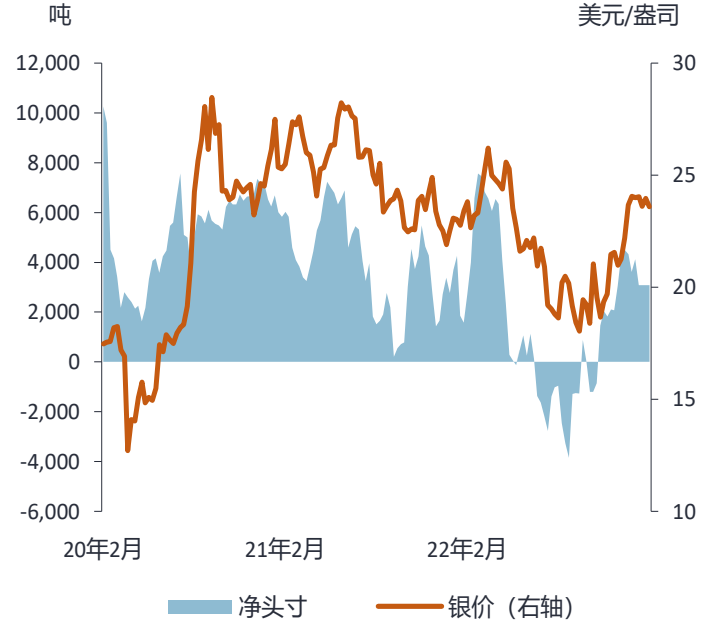
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



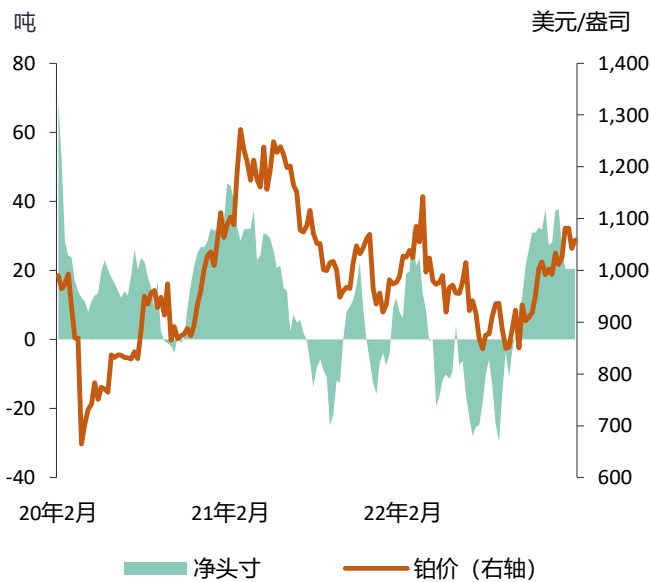
\*管理基金头寸 (Managed money);  
来源: Bloomberg

## 白银



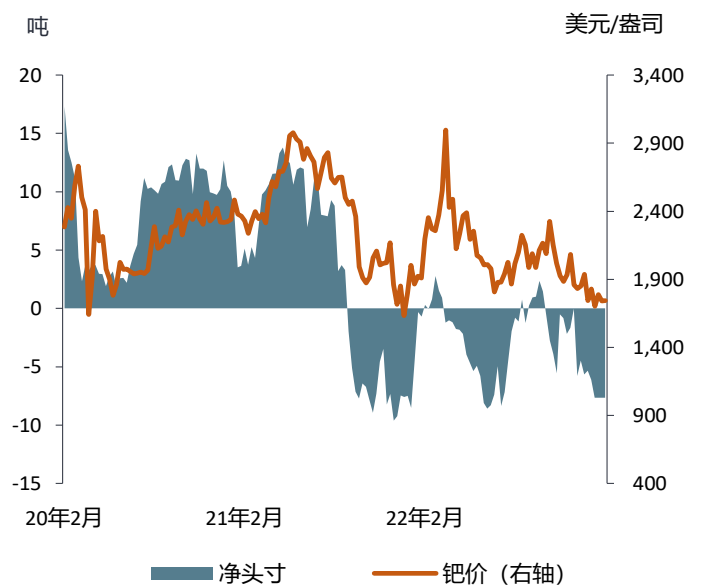
\*管理基金头寸 (Managed money);  
来源: Bloomberg

## 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

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。