



Metals Focus

贵金属月报

第90期 - 2023年5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



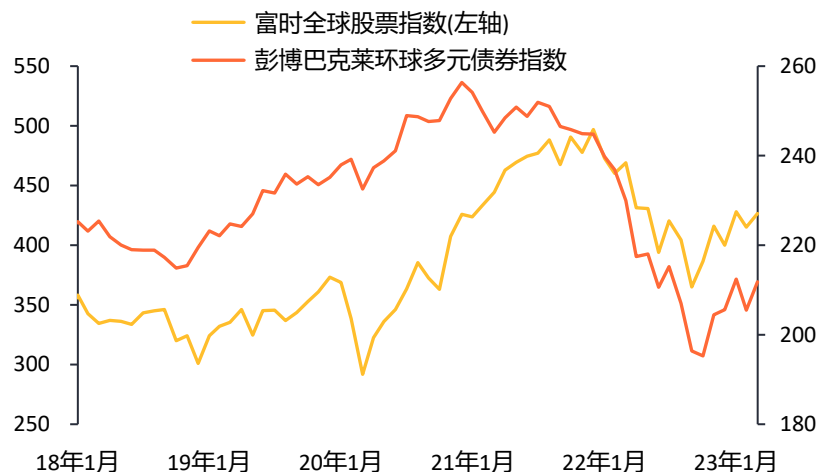
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 3月份银行业危机导致市场波动率大幅上升后，4月份全球金融市场情绪有所企稳，波动率指数VIX已从3月中旬时的26降至4月末的20以下。由于银行业危机后市场巩固了美联储将暂停加息的预期，全月标普500指数上涨1.5%，同时贵金属价格也普遍上涨。
- 在最近举行的FOMC（联邦公开市场委员会）会议上，美联储如市场普遍预期的加息25个基点，同时市场也预期货币紧缩周期将就此结束。不过美联储虽暗示将暂停加息，但也为经济状况有必要时进一步紧缩货币政策预留了空间。
- 重要的是，虽然投资者仍预期美联储随后将降息，但美联储的声明暗示基于当前的通胀预期，今年并无理由降息。在这一背景下，尽管经济数据的确显示经济可能放缓，但现在就断言将发生经济衰退尚为时过早。
- 展望未来，由于诸多重大不确定性犹存，投资者仍然不相信利率将在“更长时间内处于更高水平”。就此而言，美国地区性银行危机，美国两党未能就提高债务上限达成一致而可能出现债务违约（即使只是技术性违约），对俄乌冲突再度升级的担忧等因素都显示系统性尾端风险可能加大。
- 这些高企的宏观经济和地缘政治不确定性应不会很快消退，为今年二季度剩余时间内贵金属价格涨势延期留出了空间。
- 不过在我们的基准预测情景下，我们不认为上述风险会坐实。只要金融和经济状况不急剧恶化，进入今年下半年当前资金大幅流入避险资产的势头将难以持续。
- 此外，基于美国经济将不会径直陷入衰退的假设，我们仍认为今年美联储不大可能降息。随着投资者的预期最终与美联储的政策前景（即利率将在更长时间内处于较高水平）相一致，今年后期投资者贵金属抛售可能会加速。

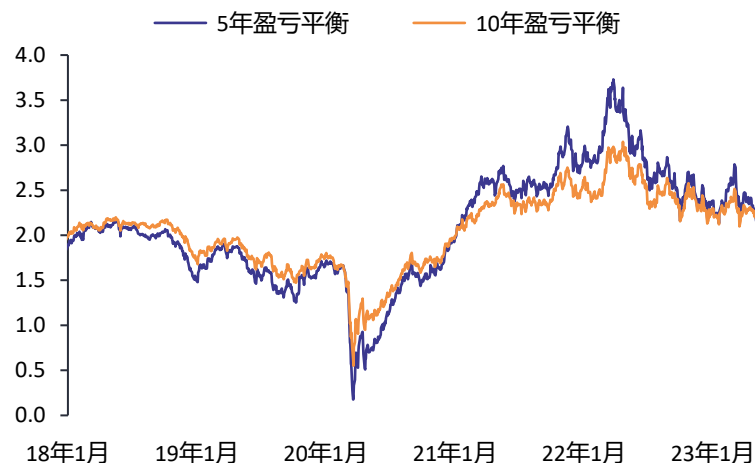
宏观经济现状与展望

全球股票与债券市场



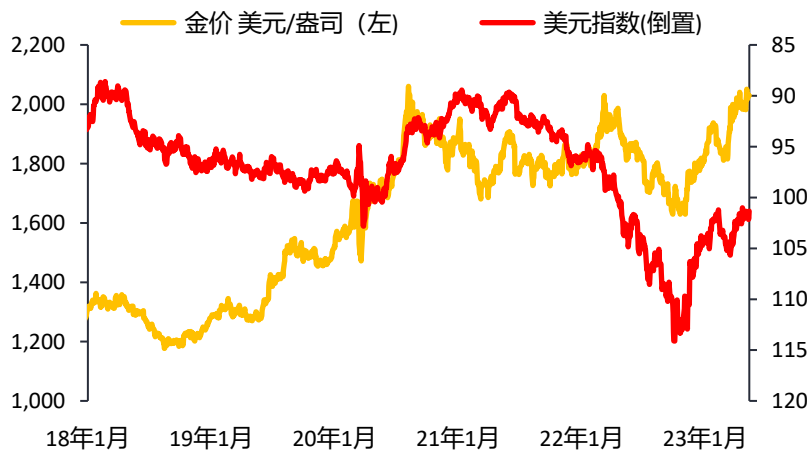
来源: Bloomberg

美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



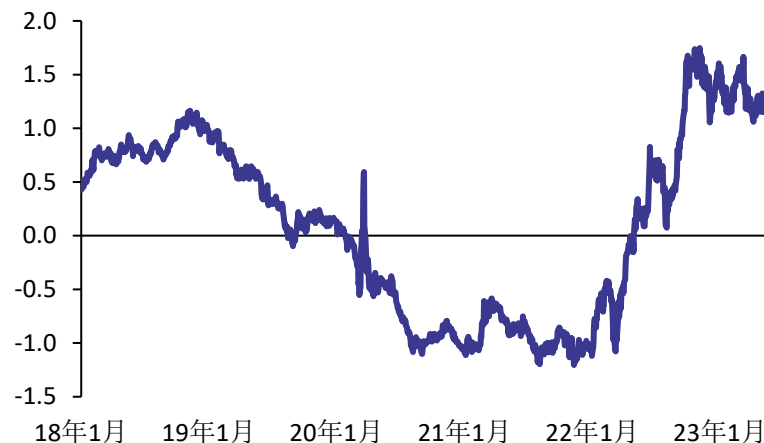
来源: Bloomberg

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

3月份急剧走高后，4月份大部分时段内黄金价格都在高位整固。4月中旬金价触及十三个月来的高点2,048美元/盎司，之后回落，月末报收于2,000美元/盎司下方。5月初FOMC会议举行后金价涨势再起，5月4日现货黄金价格触及2,063美元/盎司，逼近历史新高。

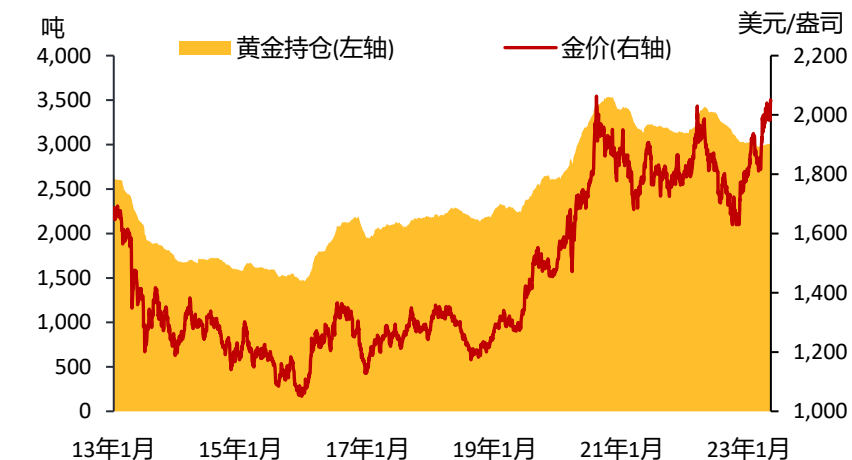
- 鉴于美国银行业危机并未完全结束，同时提高债务上限的截止日期即将到来，而黄金可对冲这些不断加大的系统性风险，应利好于黄金投资。随着技术指标转为看涨趋势，趋势投资者追涨买入也将进一步推高金价。
- 一季度多国央行购进强劲，引发去美元化进程加速的观点升温，也支撑黄金走强。
- 在这一背景下，我们上调了金价预测。考虑到近期金价大幅走强，同时宏观经济和地缘政治不确定性加剧，今年三季度至2024年一季度期间的金价预测值也已上调。（具体价格预测请与我们联系）
- 不过如前面部分所述，我们也要在此提醒，市场为黄金定价时已纳入考虑的很多风险事件在可预见的未来不大可能发生。
- 鉴于通胀仍位于历史高位，劳动力市场也仍紧张，我们认为当前的市场预期（即2023年底前将降息三次，每次25个基点）过于激进。一旦今年后期市场降息预期最终降温或推迟，投资者对黄金的信心将遭冲击。
- 鉴于近期战术性投资者的黄金多头仓位急剧增加（3月中旬至4月底期间，投资者持有的CME黄金期货净多头仓位飙升约80%），存在这些投资者在美国债务上限谈判相关不确定性消除和银行业危机担忧缓解后，大幅减持多头仓位的风险。
- 正是由于上述诸因素，我们仍预期今年下半年金价将大幅回落，2024年一季度还将进一步走弱。（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：
 - 4月份**中国**黄金首饰和实物黄金零售投资需求仍疲弱，除4月份传统上就是淡季外，金价持续上涨和对近期金价将回调的担忧也打压需求。
 - 在**中东地区**，4月份土耳其黄金市场动荡加剧。虽然国内金价高企，但因土耳其居民预期5月14日议会和总统选举后本国货币将进一步贬值，其黄金需求仍上升。
 - 因贸易赤字高企，**土耳其**政府已暂时禁止黄金进口（来料加工项下进口除外）。尽管为满足不断上升的需求，土耳其央行已向市场释放其黄金储备，但国内金价较伦敦金价的溢价率仍升至3%-7%左右。
 - 在**印度**市场，卢比计价的金价涨至创纪录高位继续打压黄金需求。主要得益于本月婚礼季节到来，4月22日佛陀满月节（为吉祥的购金节日）期间消费者的黄金购买量高于预期，但总销量仍低于去年佛陀满月节期间。
- 4月17日圣巴巴拉（St Barbara）矿业公司公布了与创世纪矿产公司（Genesis Minerals）资产交易协议的修订版本。
 - 根据新协议，圣巴巴拉公司将以6亿澳大利亚元的对价，把位于利奥诺拉的资产出售给创世纪公司，支付方式为现金加股票。
 - 圣巴巴拉公司还终止了之前提议收购创世纪公司并组建胡佛（Hoover House）矿业公司，以及分拆非利奥诺拉资产组建腓尼基金属公司（Phoenician Metals）的方案。
- **价格预测风险因素**：在上行风险方面，如果银行业动荡加剧，演变为系统性风险，同时经济状况恶化速度快于预期，美联储很可能会采取更为鸽派的立场，将推高金价。

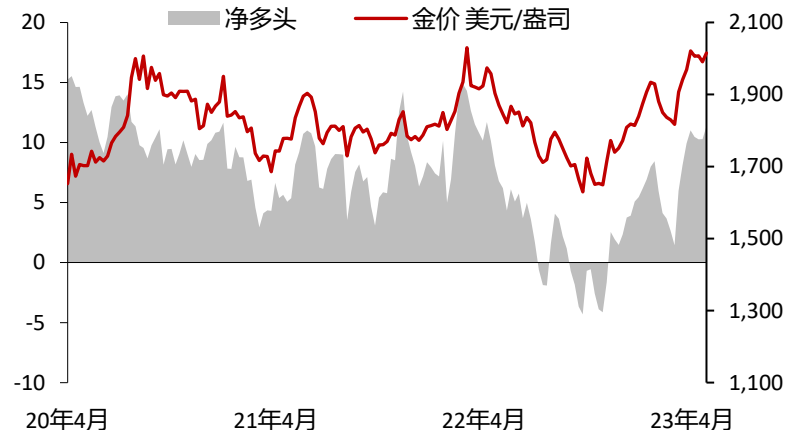
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



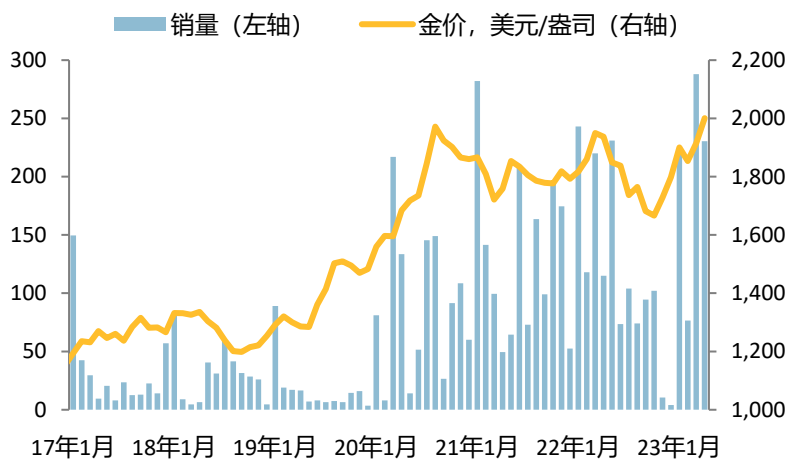
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



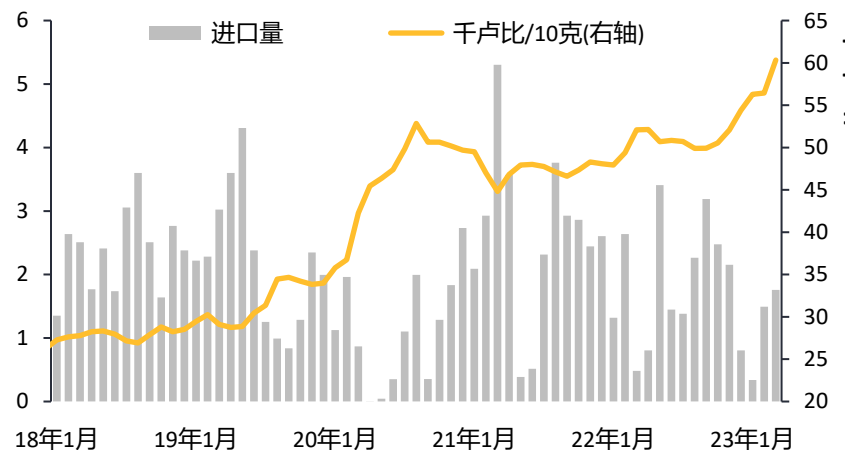
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

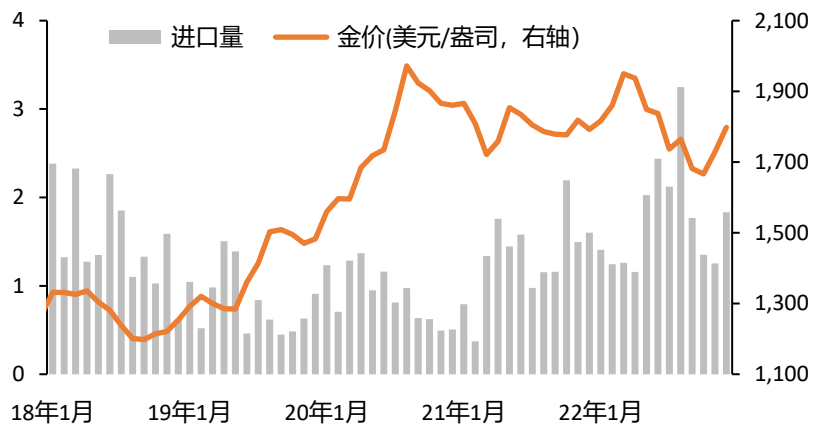
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

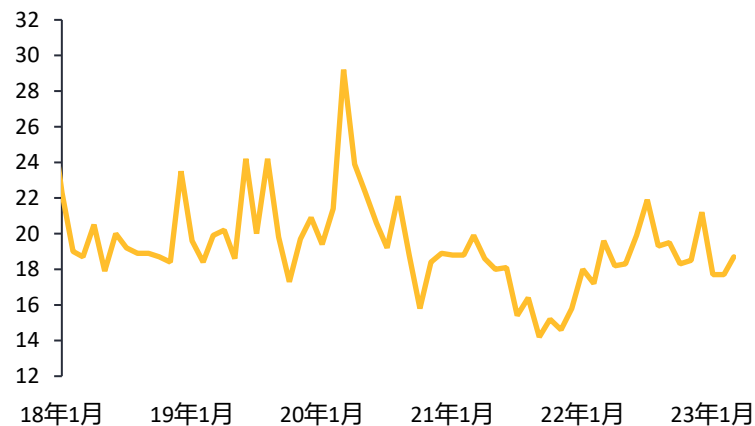
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



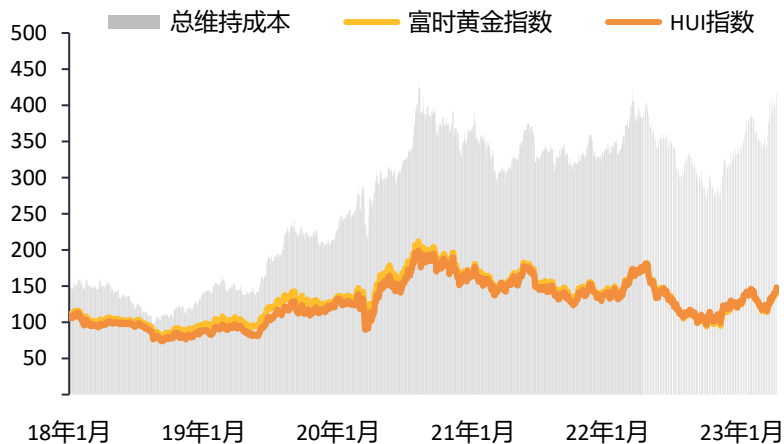
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



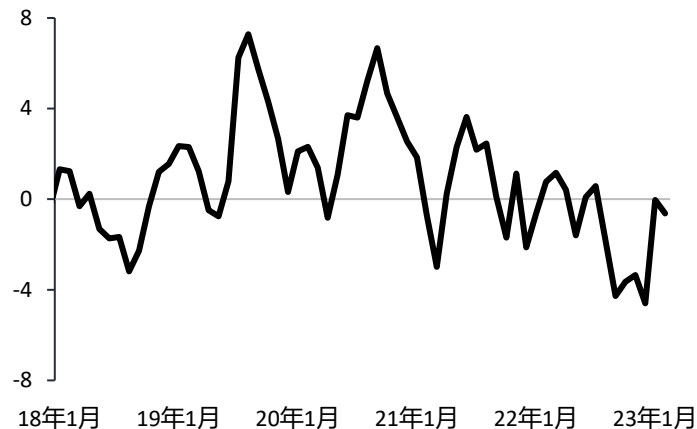
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

继3月份大幅反弹后，4月早期白银价格继续走强，14日时攀升至一年来的高点26.09美元/盎司。虽然之后涨势衰竭，但银价在24.50美元/盎司附近获得良好支撑。5月初银价涨势再起，在FOMC会议后再度逼近26美元/盎司关口。

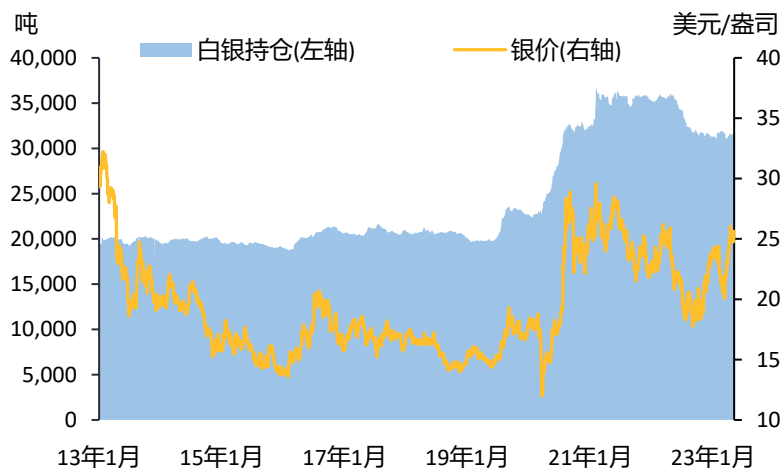
- 近期银价走强很大程度上归功于金价上涨的带动。在黄金走强时白银走势通常更强，也促使战术性投资者建立白银仓位，相当于以加杠杆的方式建立黄金敞口。因此，目前金/银价格比率已从4月初的位置进一步下降至80:1左右。
- CME（芝加哥商品交易所集团）白银期货持仓数量的变化已反映出战术性投资者对增持白银的兴趣显著升温。因总多头仓数急剧上升（4月25日已触及一年来的高点），截至4月25日管理基金持有的白银期货净多头仓较上月翻了一番多，触及三个月来高点。同一期间，白银ETPs（交易所交易产品）持仓量的增幅则较小，4月份总持仓量仅微增0.5%（增加520万盎司。）
- 展望未来，鉴于近期白银走强且金价预测值已上调，我们同样上调了银价预测值。（具体价格预测请与我们联系）
- 不过出于前面部分所述原因，我们仍认为今年下半年银价下行压力将开始逐步加大，下行之势将延续至2024年一季度。考虑到战术性多头仓位大幅上升，近期银价涨幅似乎已过大。因此一旦今年后期投资者变为对贵金属持更为谨慎的态度，获利了结的压力会很大。

白银市场现状与展望

- 就银币和银条需求而言，**美国**市场仍极为强劲，由于对更多银行将倒闭的担忧情绪仍浓厚，银币和银条的溢价处于很高水平。与此形成鲜明对比的是，在**欧洲**最重要的白银市场德国，白银零售投资需求仍低迷，主要受近期实物白银销售税上调的影响。
- 近期我们出席了首届**印度**白银大会，印度白银需求因国内银价高企且波动率不断上升而持续疲软，成为大会焦点议题。4月份印度白银进口数据尚未公布，据我们估算为150-300吨左右。虽然较上月上升，但仍显示出印度白银市场较为低迷。
- 在**中国**，因国内银价高企，加之今年一季度大幅增加库存后终端用户采购白银的需求下降，4月份上海期货交易所的库存下降大幅放缓。举例而言，来自光伏行业的反馈信息显示虽然光伏面板产能利用率仍高，但银粉生产企业因在今年早期银价处于低位时建立了充足的库存，4月份推迟采购白银。相比之下，上期所前二十大参与者持有的白银多头继续上升，反映出银价预期持续改善下投资者交易活跃。
- 在**供应**方面，泛美白银公司预计2023年其白银总产量为2,100-2,300万盎司，包括来自近期从亚马纳黄金公司所收购矿山的产量。预计该公司旗下银矿总维持成本的均值为14-16美元/盎司。
- **价格预测风险因素**：与黄金一样，主要上行风险因素是美联储的立场变得更为鸽派。未能阻止银行业危机蔓延，或美国国家债务违约，也将显著提振避险资产需求，令白银受益。通胀持续居高不下则是主要下行风险因素。

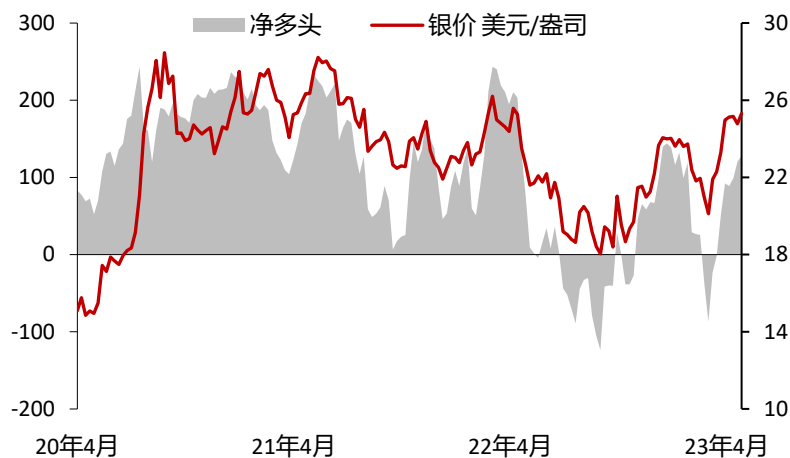
白银市场现状与展望

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

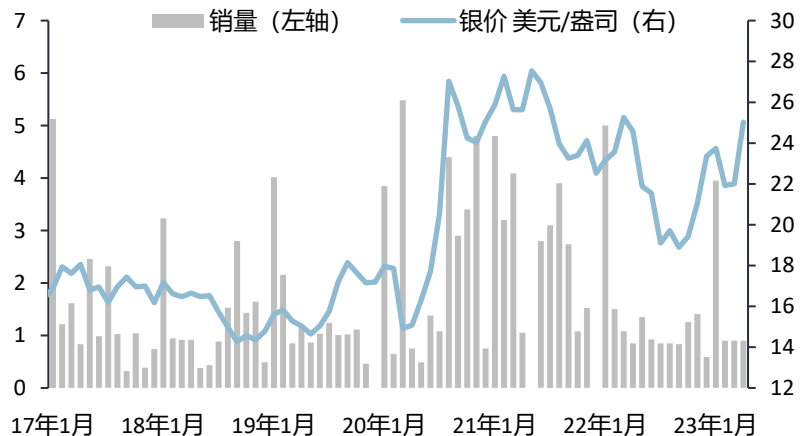
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

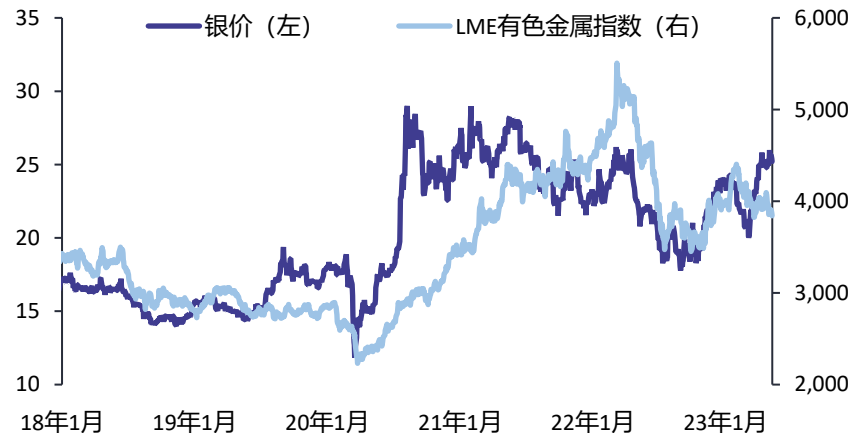
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



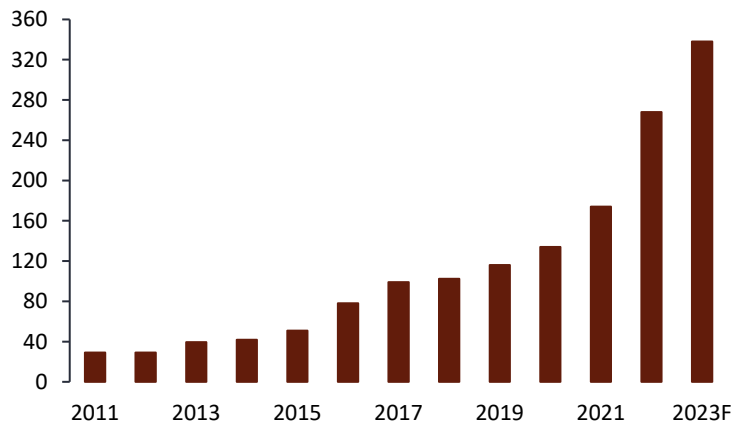
来源: US Mint

白银（美元/盎司） & 有色金属价格



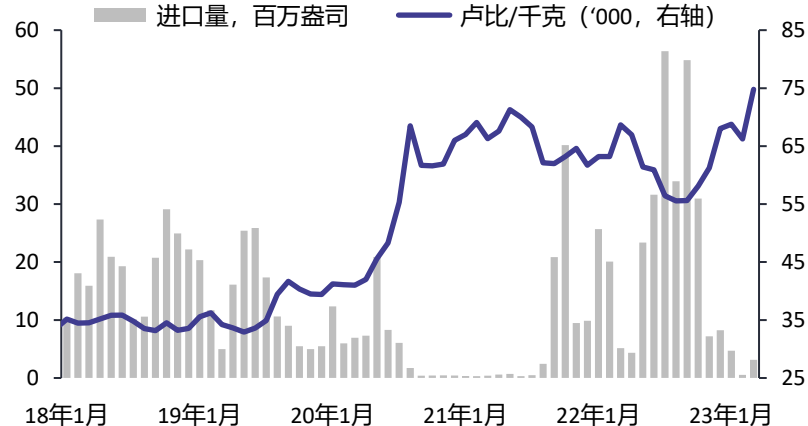
来源: Bloomberg

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

4月份**铂金**开盘价为995美元/盎司价格，第一周上试1,000美元/盎司。在低于预期的通胀数字发布导致美元走低之后，4月12日铂价有效突破1,000美元/盎司。虽然之后美元回升，投资者的加息预期也已升温，但因投资者看多铂金（部分原因是铂金供需缺口扩大），铂价仍继续走高，4月21日触及1,135美元/盎司，创出2022年3月俄罗斯入侵乌克兰后的新高。持续上涨后，铂金多个技术指标都已进入超买区，回落在所难免，月末报收于1,078美元/盎司。撰写本报告之时，铂价交投于1,050美元/盎司一线。

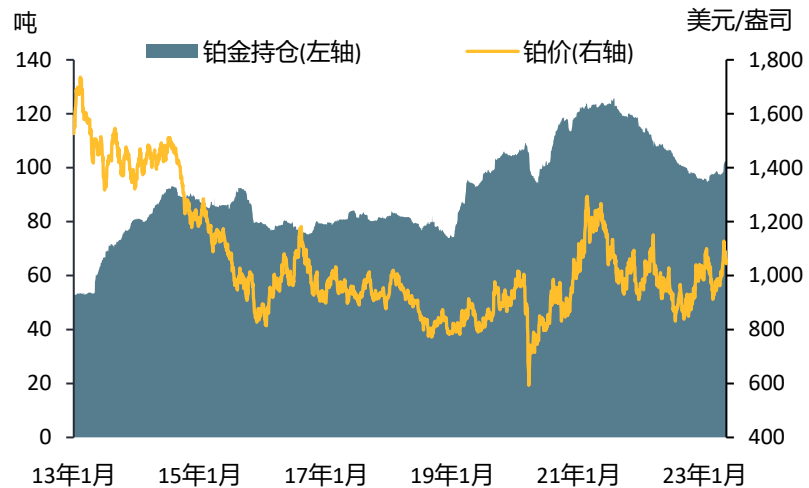
- 鉴于黄金上涨的正外溢效应，我们将今年二季度铂金均价预测值上调。与黄金不同，我们预计铂金需求走高而供应疲软的趋势将延续，因此2023年铂金均价有望较去年上涨。（具体价格预测请与我们联系）
- 4月份NYMEX（纽约商业交易所）管理基金铂金期货净仓位数剧烈波动。不久前2月时仍是净空头，4月初就已转为净多头，数量为40.9万盎司，月底时升至120万盎司以上，推动月内铂价强劲上涨83美元，涨幅达8%。
- 4月份铂金ETPs的总持仓量较上月增长5%（增加16.4万盎司），至329万盎司，创2022年6月份以来新高。得益于资金从矿业股票流出而转投铂金ETPs，南非基金的持仓量较上月劲升28%（增仓17.6万盎司），对全球总持仓量增长的贡献最大。2022年底以来南非基金的总持仓量已上升72%。全球其他地区基金的持仓量则变动甚微，其中欧洲和日本基金的持仓量分别上升1%和3%，北美基金的持仓量下降2%。
- 在去年11月至今年1月份期间受新冠疫情和铂价上涨影响而显著放缓后，3月份中国大陆和香港特区的铂金进口量恢复强劲增长态势，合计进口量达19.3万盎司。鉴于2022年大部分时段内中国需求强劲持续支撑铂价，其进口量再度大幅增长显然有利于铂价走强。今年一季度大陆和香港的铂金合计净进口量与过去五年间一季度的平均值（47.6万盎司）基本相当。

铂金市场现状与展望

- 今年的几个重大变化正在推高汽车业的铂金需求。首先，因2021年很多人赶在中国国六a尾气排放标准施行前，提前购买价格更低的仅符合国五标准的汽车，2022年卡车产量大幅下降，因而2023年有望回升26%。
- 其次，中国经济在去年受疫情影响而放缓后开始回升，也支撑需求走强。另外，预计继2022年公交车产量自2018年以来首度上升后，今年还将继续增长。
- 最后，虽然北美地区的重型汽车销量与2022年持平，但得益于美国环保署确定了下一周期的氮氧化物减排目标，汽车业的铂金需求仍有望走强。我们已获悉北美地区更多汽车安装了三金属催化剂，支撑铂金需求增长。
- 今年一季度全球铂金供应增长受阻，早前南非矿企披露的信息显示其季度产量降至2020年二季度ACP转化炉厂停工以来的最低水平。Polokwane冶炼厂改造和羚羊铂业公司的四号熔炉进行维护，导致加工产能受限，影响精炼铂金产量，此外南非国家电力公司（Eskom）实施负荷削减也导致产量受损。不过虽面临这些挑战，南非铂金生产商仍维持全年产量指引不变，预期在冶炼厂维护完毕后产能制约因素将缓和。不过南非能源危机持续恶化使能否实现计划产量成为未知数。我们预计今年全球铂金总供应量约为560万盎司，与去年基本持平。
- **价格预测风险因素：** 如果我们对铂金替代钯金速度的预测被证明过于保守，则铂金需求将较预期更高，进而会推高铂价。另一方面，如果今年后期南非矿企的铂金产量高于预期，供应增长叠加资金流出南非铂金ETPs而转投股票，则将打压铂价。

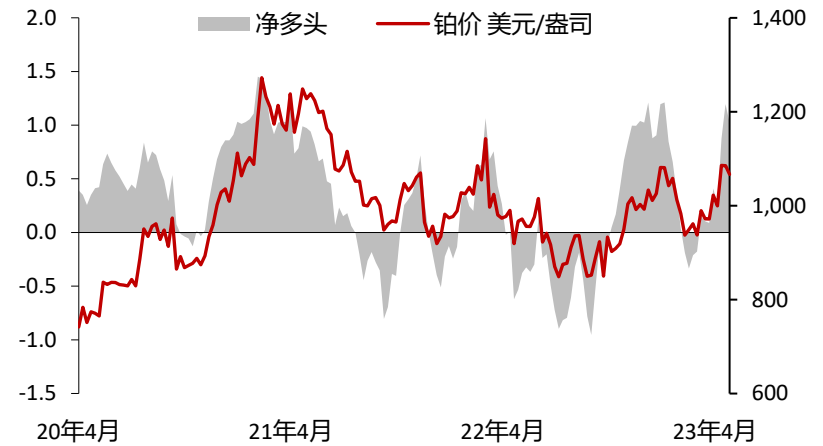
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



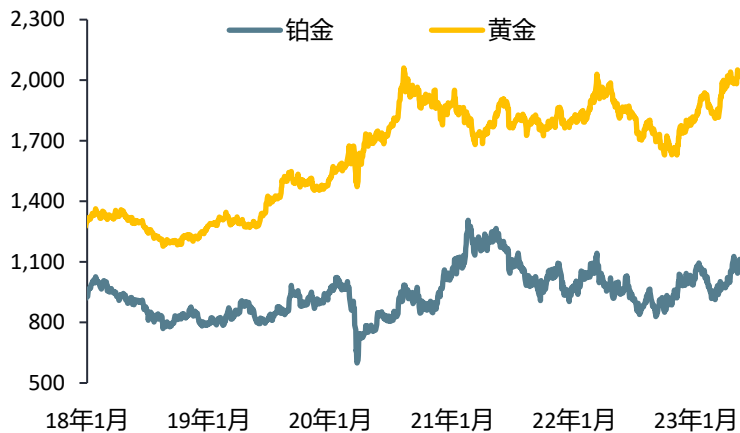
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



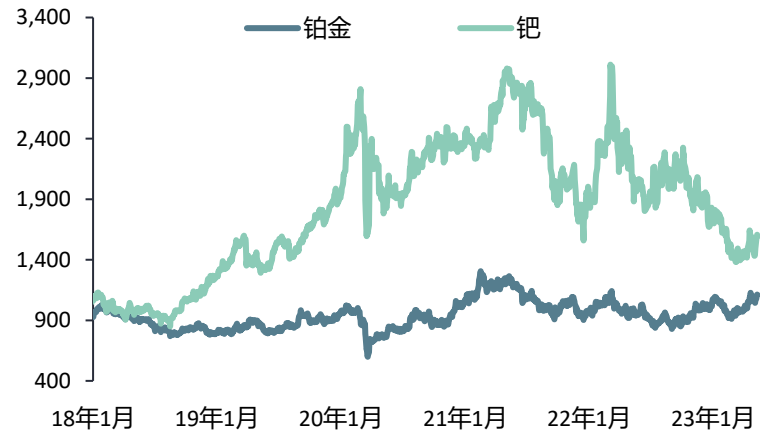
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

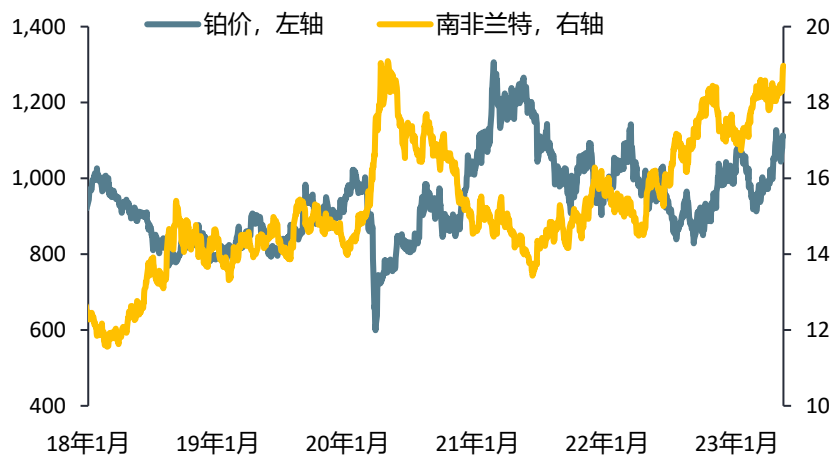
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

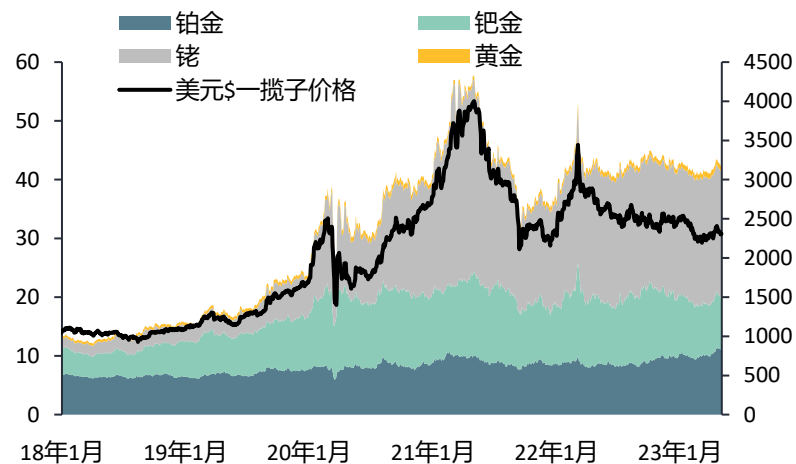
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



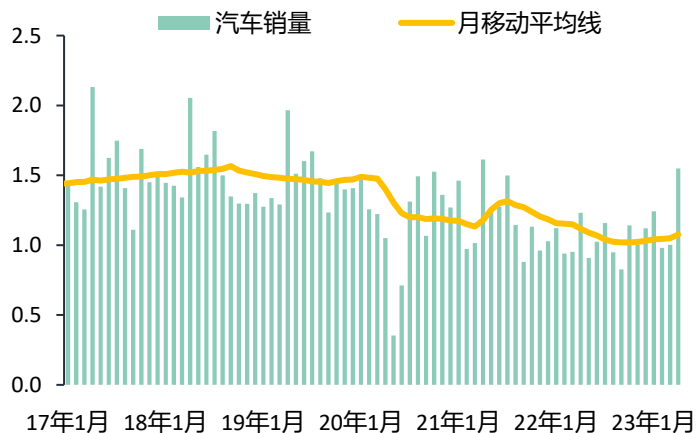
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



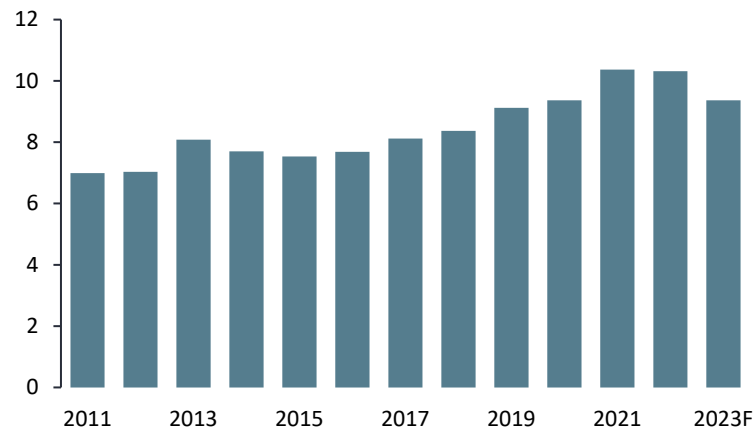
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

4月份钯金开盘价为1,460美元/盎司，因复活节假期西方市场休市，11日跌至1,411美元/盎司的低点。之后钯价显著回升，主要推动因素是价格上涨后的空头回补。月内钯价高点触及1,648美元/盎司（较月初上涨13%），之后有所回落。与铂金一样，钯金急剧上涨后一些技术指标显示已进入超买区，钯价也自去年11月以来首度突破了100日移动均线，都导致冲高回落。月末钯价报收于1,507美元/盎司，之后还进一步回落。

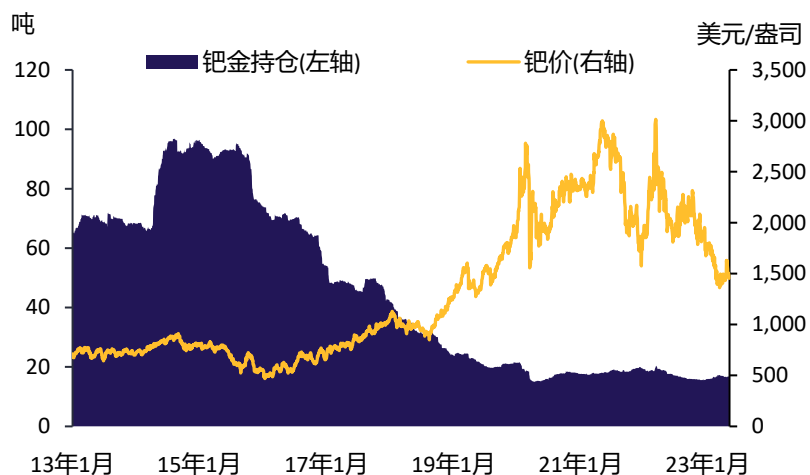
- 我们对钯价预测值与上期月报所列相同。（具体价格预测请与我们联系）
- 4月全月NYMEX管理基金持有的钯金期货净仓位都为净空头，且数量颇大。4月初净空头仓数为57万盎司，之后总多头仓数降至去年8月份以来最低水平（12.2万盎司），而总空头则升至73.9万盎司，过去十年间仅有几次总空头仓高于这一水平，反映出投资者极度看空钯金。不过随着钯价回升，空头开始回补，月末时净空头仓降至47.5万盎司。
- 因欧洲和北美基金的持仓量分别下降2%和1%，4月份钯金ETPs的总持仓量下降1%（减少7,000盎司），至53.7万盎司。
- 虽然因受新冠疫情冲击，今年一季度中国内燃机汽车产量大幅下降，3月份中国大陆和香港特区的钯金合计进口量仍达13.9万盎司，较2022年期间的月均进口量（9万盎司）高54%。背后的原因包括可能有机构趁钯价较低而投机性买入，以及从全年来看中国内燃机汽车产量将回升。

钯金市场现状与展望

- 尽管面临多个不利因素，今年轻型汽车制造业的钯金需求仍有望持稳。这些不利因素包括：第一，预计今年汽油车产量仅会小幅上升至6,300万辆。第二，三金属催化剂尾气后处理系统得到更广泛应用，其中铂金含量比率更高，相应的会减少钯金需求。
- 最后，我们认为对汽油车（内燃机汽车的最后堡垒之一）来说，美国出台《通胀削减法》较为关键。电动汽车产量持续稳步增长，《通胀削减法》又就购买电动车提供丰厚补贴，将进一步加速电动车替代燃油车的进程。
- 南非**矿产钯金供应**面临显著挑战，相比之下诺里尔斯克镍业公司报告则显示，公司已从2021年矿山洪灾和选矿厂建筑物倒塌事故冲击之中恢复，今年一季度其钯金产量创出了两年来新高。不过由于冶炼厂维护，该公司的镍产量同比下降9%。虽然铂族金属的加工生产线更长使冶炼厂维护带来的影响滞后，但最终还是会显现，因此我们预计2023年全年俄罗斯的钯金供应量将同比下降10%，至250万盎司。
- 预计2023年化工业的钯金需求量将下降6%，至44.7万盎司，与2021年需求量相同。虽然得益于欧洲高端市场需求量表现良好，装饰用电镀钯盐的用量继续增长，但中国等国的对苯二甲酸和醋酸乙烯单体产能增长放缓。硝酸产业的钯金需求则将与2022年持平。
- **价格预测风险因素**：俄罗斯与西方的紧张关系加剧，叠加无人机攻击莫斯科事件，或将加大钯金供应风险并推高钯价。另一方面，回收商削减在金属价格处于低位期间因不愿出售而囤积的废汽车催化剂库存，则将推高钯金回收供应量，给钯价带来一定下行压力。

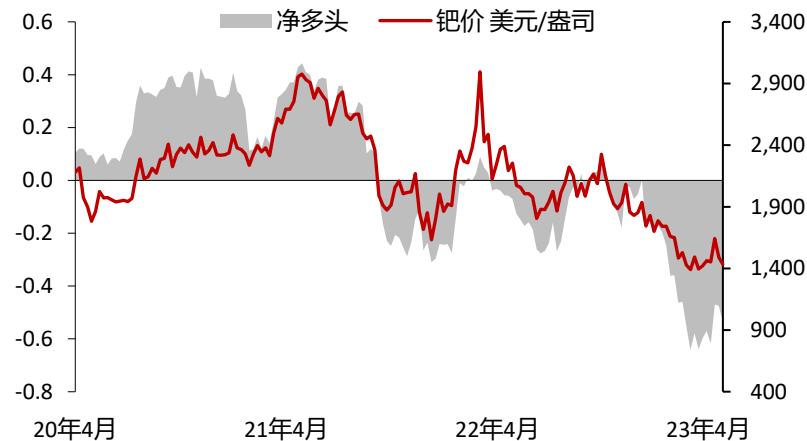
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



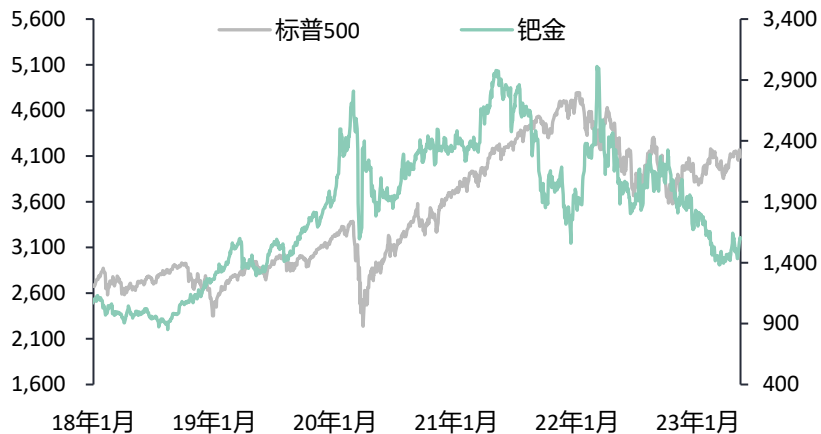
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



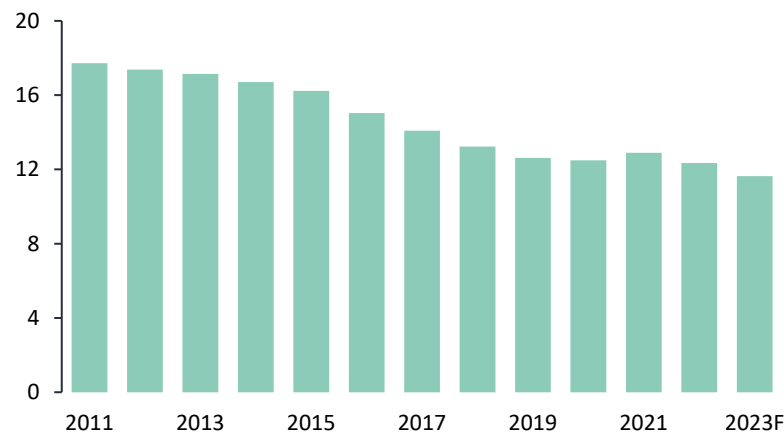
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

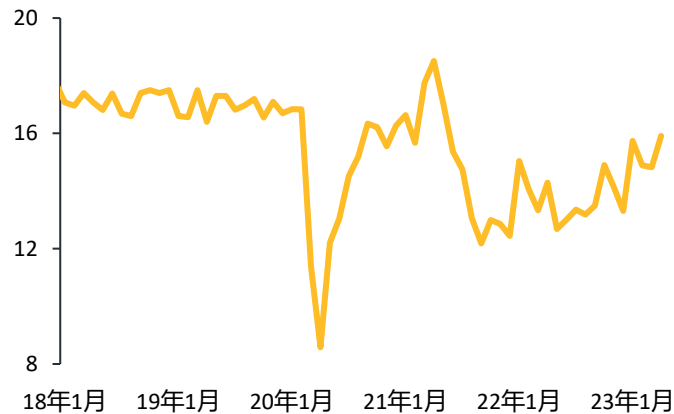
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

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



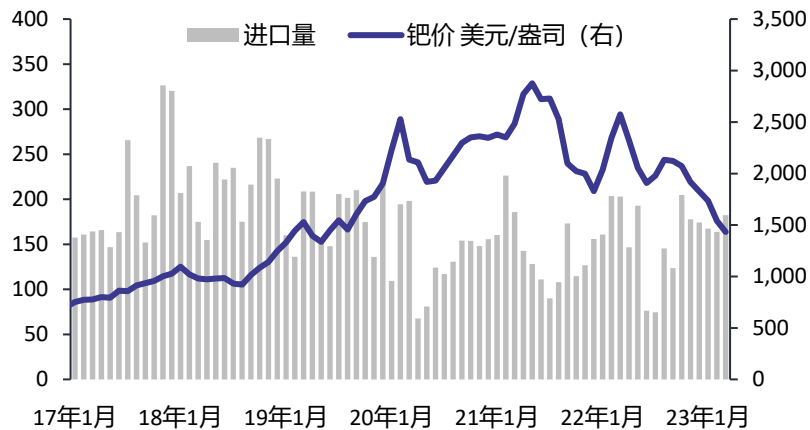
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



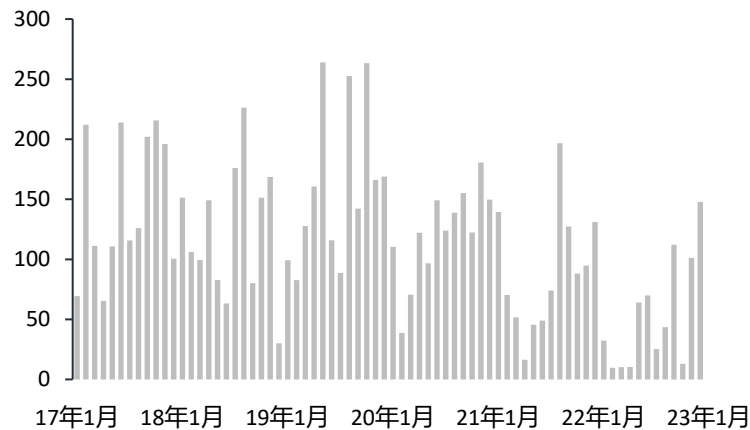
来源: Bloomberg

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

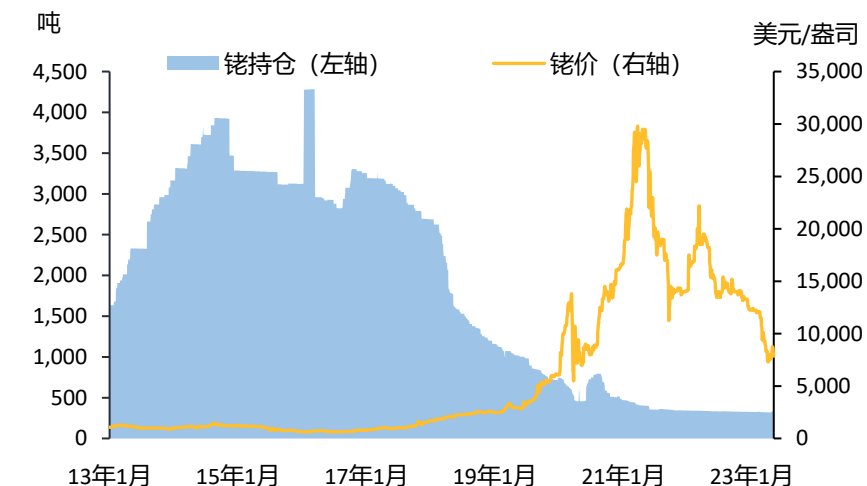
4月初铑价延续自12,000美元/盎司持续下跌之势，首个交易日就触及7,300美元/盎司的低点。之后修正性反弹，叠加汽车领域再度入市采购铑，推动铑价持续回升，4月最后一天盘中触及8,850美元/盎司的高点，收盘时回落100美元，至8,750美元/盎司。

上期月报发布以来，我们已把铑供应短缺量预测值从7.7万盎司上调至12.3万盎司，原因包括因管道库存流动受阻铑回收供应减少，化工业铑需求前景向好（背后的原因是高端品牌饰品销量表现优异，带动装饰用铑盐用量的回升幅度强于预期），以及部分受加工产能受限和Eskom拉闸限电的影响，矿产铑供应量不及预期。不过我们对一年期铑均价预测值仍保持不变。（具体价格预测请与我们联系）

- 4月份铑ETP的持仓量增长4%（增加371盎司），创2020年7月以来最大月环比增幅，总持仓量升至1.07万盎司。
- 4月份中国大陆和香港特区的铑合计进口量为7,400盎司，较上月下降48%，为疫情影响下2020年3月份以来最低水平。导致进口需求下降的原因，是今年早些时候中国玻璃制造企业对外出售了铑和铂铑合金，满足了国内需求并减少了进口量。
- 在中国国六a和国六b尾气排放标准试行和施行阶段，汽车整车制造企业主要侧重于以大幅优于规定指标的方式实现合规。此后与标准做法相一致，这些企业在确保合规的同时，持续减少铑用量。预计受内燃机汽车产量增长乏力和企业节约铑用量的双重影响，今年铑需求量将收缩。
- 价格预测风险因素：中国玻璃制造企业利用铑和铂间的价差进一步释放其铑库存，可能会导致铑价走低。

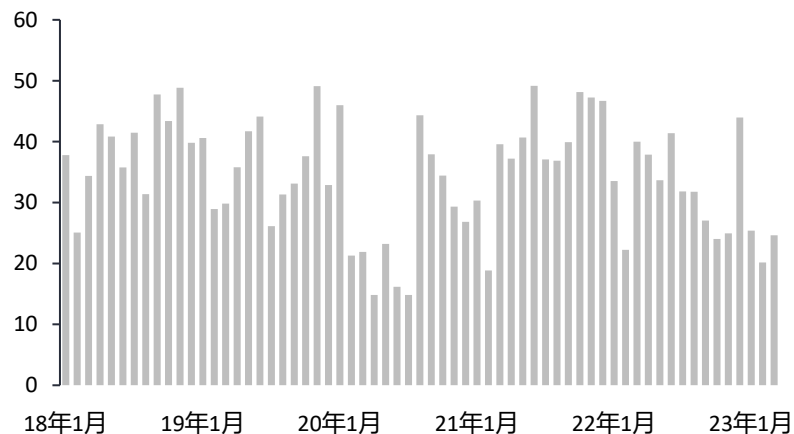
铯市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



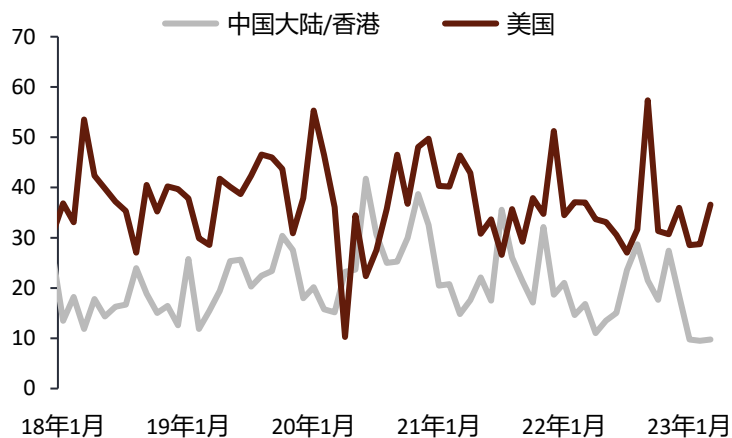
来源: Bloomberg

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。