



Metals Focus

贵金属月报

第92期 - 2023年7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



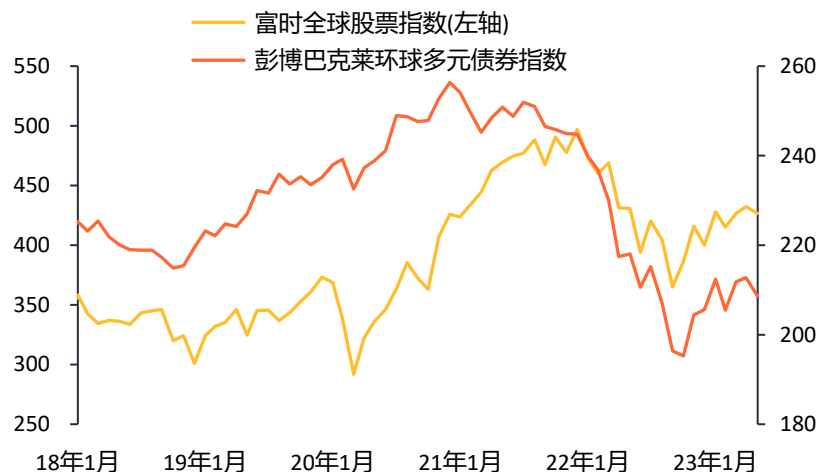
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 由于美国经济表现出很强的韧性（劳动力市场持续紧张为显著标志），6月份全球金融市场情绪显著改善。全月标普500指数上涨6.5%，创2022年10月份以来最大月环比涨幅，同时波动率也保持在低位。
- 相比之下，6月份贵金属（尤其是铂金和钯金）价格则走弱。背后的主要原因是6月份FOMC（联邦公开市场委员会）会议上美联储释放鹰派信号，加之多项良好的经济数据公布后投资者重新评估美国经济陷入衰退的可能性，导致市场对美国利率的预期发生改变，对贵金属重新定价。
- 由于美国核心通胀率仍居高不下，目前来看7月份美联储加息25个基点几乎已成定局（联邦基金利率期货价格显示加息概率达90%）。更为重要的是，降息预期已进一步降温，目前市场预计到2024年3月美联储才会首次降息（而6月初尚预期今年11月就会首次降息）。
- 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，因此美联储有理由使利率在更长时间内维持在更高水平。
- 虽然投资者的利率预期已变得与美联储的立场更为接近，但仍有进一步趋同的空间：撰写本报告时，联邦基金利率期货价格显示目前市场预期今年下半年仅会再加息一次，而美联储表示有可能再加息两次。更长远地看，当前金融市场预期2024年底时利率为4.2%，而美联储的利率点阵图显示为4.6%。
- 随着市场对美国放松货币政策的预期继续降温，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。
- 不过也应看到，2023年底前货币政策保持紧缩的影响基本上已在当前贵金属价格中得到反映。进入2024年后，投资者关注的焦点可能会转向降息的时间和幅度。在这一背景下，我们已小幅上调2024上半年的贵金属价格预测值，以反映价格一段时间内整固。

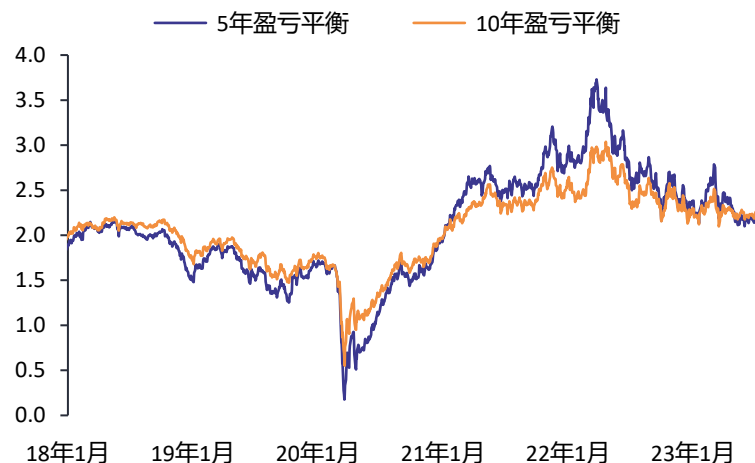
宏观经济现状与展望

全球股票与债券市场



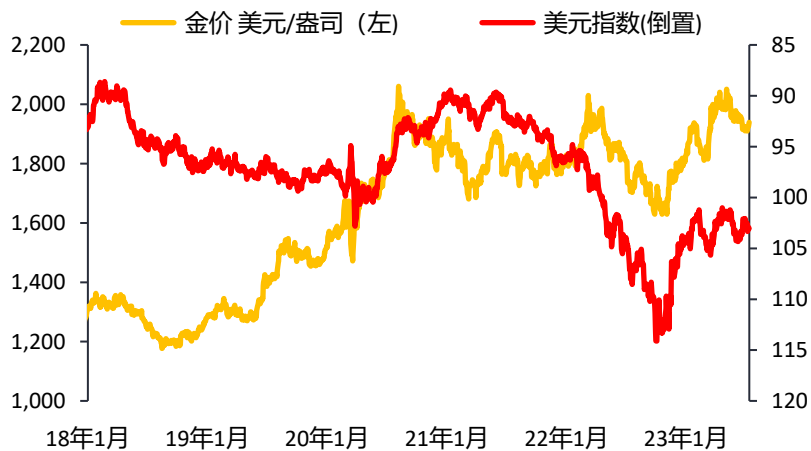
来源: Bloomberg

美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



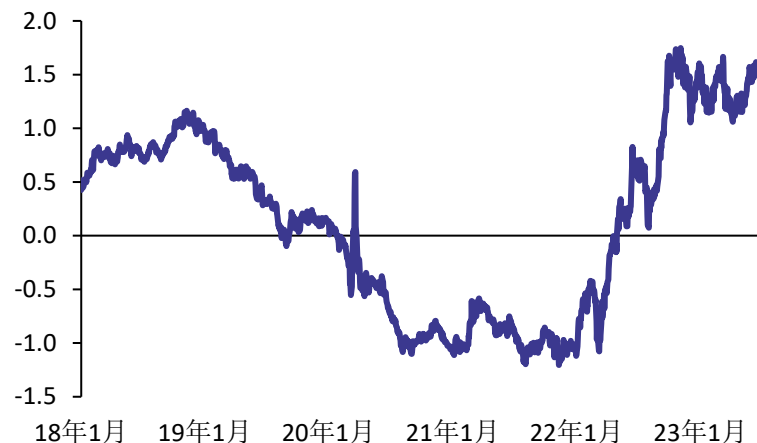
来源: Bloomberg

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

6月份大部分时段内黄金价格持续下跌，29日触及三个月来的低点1,893美元/盎司（较4月份的高点下跌近180美元）。7月早期金价小幅回升，站上心理支撑位1,900美元/盎司。

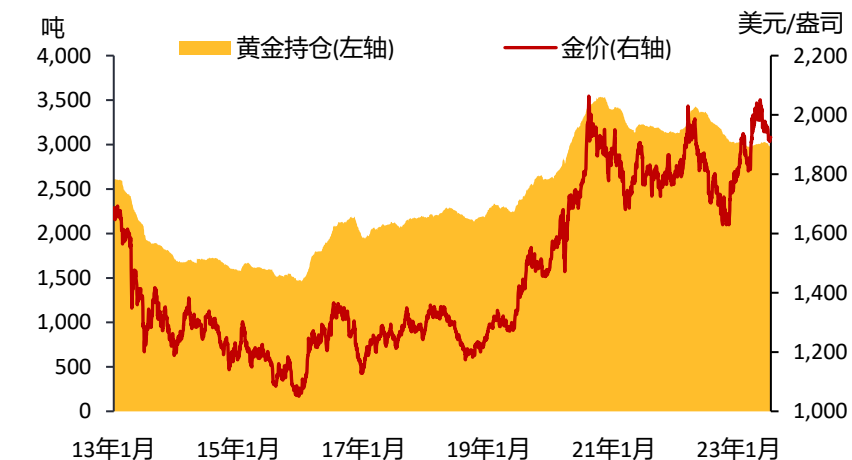
- 如前面“宏观经济”部分所述，导致金价下跌的主要原因是投资者对美联储利率政策的预期发生改变，据此对黄金重新定价。
- 不过也应看到，金价回落幅度仍受限。撰写本报告之时，金价显著高于2022年下半年水平，而且本年迄今尽管加息预期日益升温，债券收益率也急剧上升，金价仍上涨了5%（较年初价上涨100美元）。
- 金价保持韧性很大程度上反映出在地缘政治紧张局势加剧和宏观经济不确定性增大的大环境下，黄金作为分散化投资组合成分资产颇具吸引力。因此不仅获利了结的规模有限，还使部分投资者对做空黄金较为谨慎。
- 6月份期间，CME（芝加哥商品交易所集团）黄金期货总多头仓数减少12%，同时空头仓数增加6%。6月末净多头仓已降至三个月来的低点。在连续三个月获资金流入后，6月份黄金ETPs（交易所交易产品）遭遇资金流出，不过规模有限，总持仓量仅小幅下降1.6%（减少56吨）。
- 展望未来，鉴于经济仍具韧性，同时对利率将在更长时间内维持在更高水平的预期日益升温，我们预期今年下半年期间金价将进一步走弱。此外，近几个月来官方部门的黄金购买量下降，显示实物市场需求对金价的支撑作用有所减弱。
- 不过考虑到加息周期今年可能就会结束，我们已上调了2024上半年的金价预测值。因通胀持续回落，到时市场关注的焦点会转向降息。（具体价格预测请与我们联系）

黄金市场现状与展望

- 在**中国**，由于金价回调，6月份黄金首饰需求较上月环比有所上升。不过需求量仍不及首饰商的预期，且相较于去年同期的低基数（当时新冠疫情严重冲击中国首饰市场）同比下降。今年金价大幅上涨，经济不确定性仍存，消费者信心相对疲软，支出向旅游和娱乐活动倾斜等因素，都导致首饰销量承压。
- 在**土耳其**，随着议会和总统选举结束后国内实物黄金需求开始走弱，政府于7月初解除了黄金进口禁令。土耳其当地金价对国际金价的溢价已从5月份的约100美元/盎司收窄至上月的7-8美元/盎司，同样反映出需求回落。由于向土耳其出口黄金的积极性下降，迪拜当地金价对国际金价的溢价也已降至5美元/盎司。
- 在**印度**，过去两月间国内金价回调推动黄金需求温和回升。而在今年早些时候，国内金价涨至创纪录高位削弱了黄金需求，导致销量疲软。6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7美元/盎司，不过如果从最不发达国家的精炼用黄金进口量继续上升（从这些国家进口适用关税为0-1%，远低于从其他国家进口适用的关税14.35%），折价有可能再度扩大。
- 由于土耳其央行大幅卖出黄金，部分抵消了中国和波兰等经常性买家的持续买入，5月份**官方部门**黄金需求对金价的支撑作用较弱。
- 在**矿产黄金供应**方面，北星矿业公司的董事会于6月23日批准了总额达15亿澳大利亚元的预算，用于KCGM选矿厂扩产项目，目前项目建设已启动。预计到2029年时该选矿厂的矿石加工产能将升至2,700万吨/年，年黄金产量为90万盎司。
- **价格预测风险因素**：在金价上行风险方面，如果美国经济陷入严重衰退，或者地缘政治紧张局势不断加剧，将引发黄金投资需求急剧回升，进而大幅推高金价。另一方面，通胀高于预期则将导致美联储的立场更为鹰派，引发更大黄金抛售潮来袭。

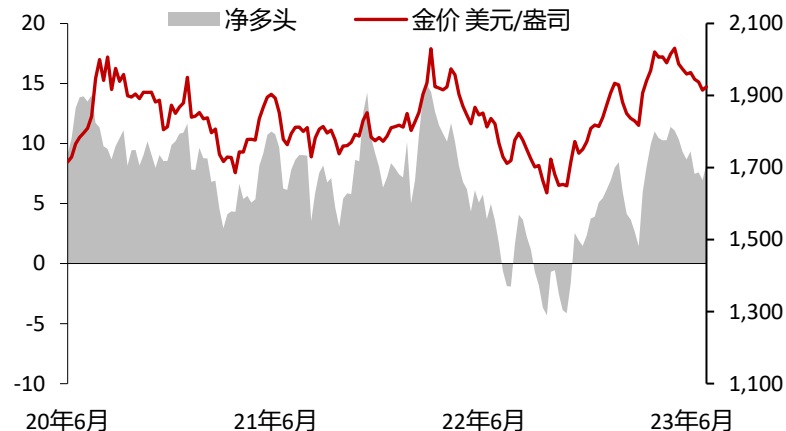
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



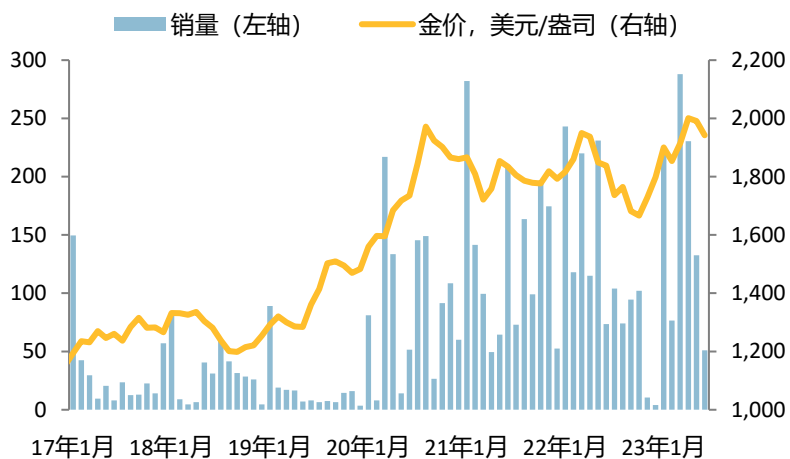
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



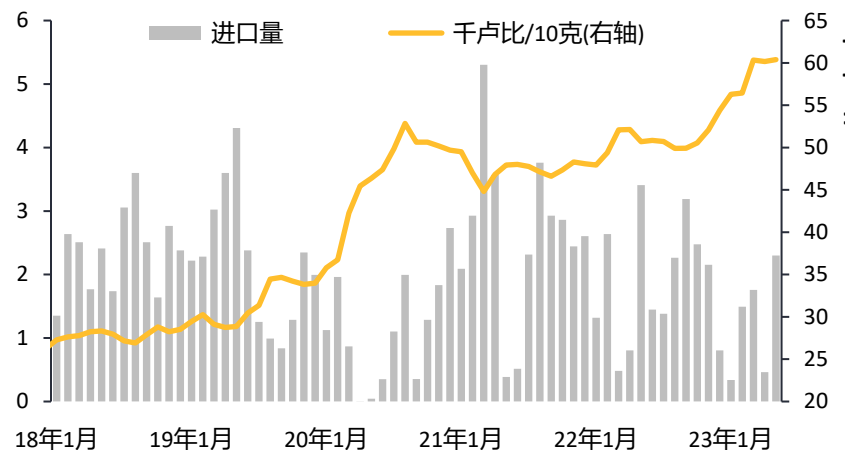
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

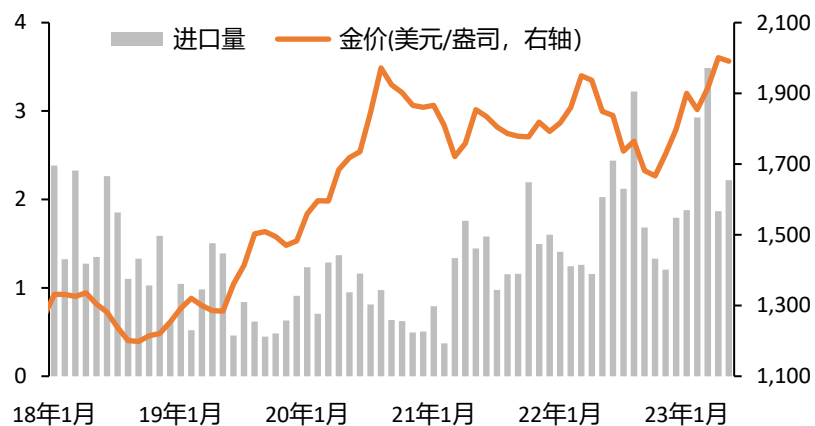
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

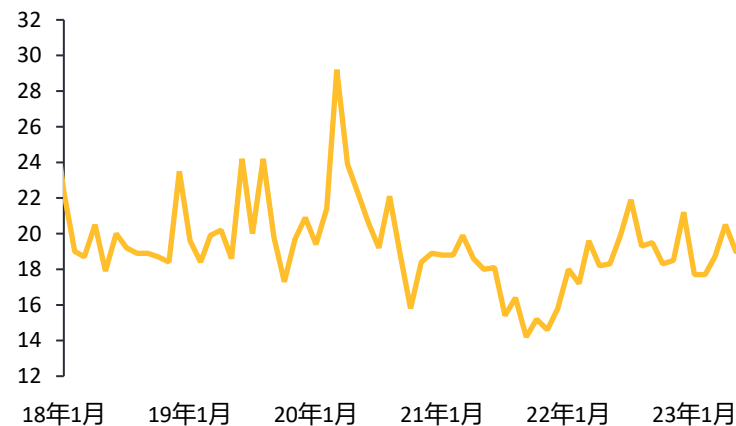
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



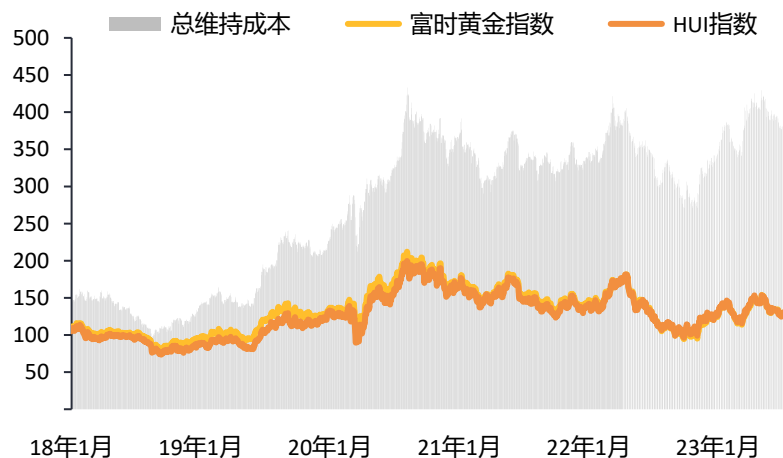
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



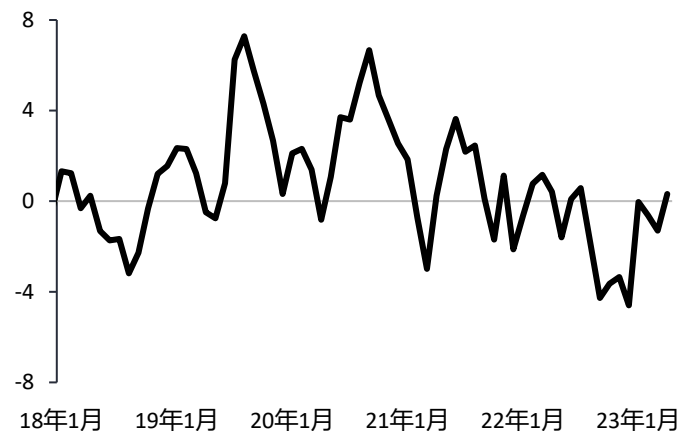
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

5月份大幅回撤后，6月早期白银价格有所回升。不过在触及月内高点24.53美元/盎司后，银价重返下行趋势，23日跌至22.11美元/盎司的低点。之后银价一直在22-23美元/盎司区间内震荡。

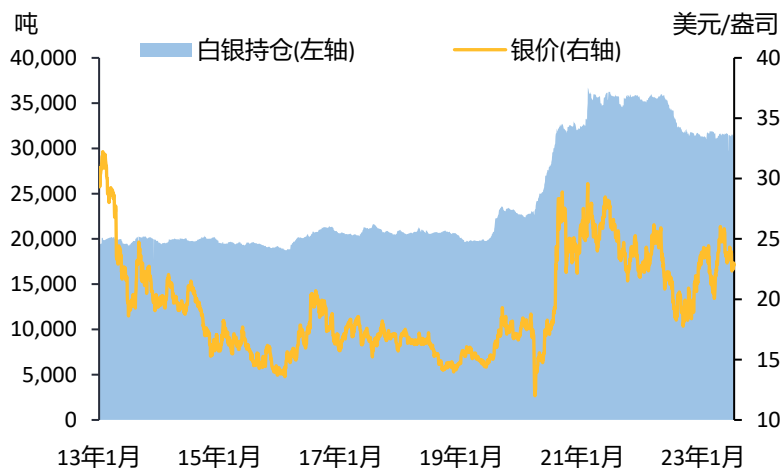
- 与黄金的情况一样，6月份市场对美联储将在更长时间内使利率维持在更高水平的预期日益升温，打压投资者做多白银的信心。
- 延续5月份的趋势，6月份大部分时段内白银表现跑输黄金，23日时，金/银价格比率扩大至86:1，创三个月来新高。
- 白银贝塔系数高的特点继续得到凸显，在主要贵金属的价格都遭遇投资者抛售潮的冲击时，银价跌速往往快于金价。
- 白银具有贵金属和工业金属双重属性，也无助于支撑银价。近期中国公布的一系列数据显示，房地产业承压，出口增长相对趋缓，青年人失业率处于高位等因素可能正在影响疫情后中国经济的复苏势头。在这一背景下，基本金属价格持续承压，也对白银产生负面影响。
- 展望未来，我们维持下列研判不变：由于市场会继续调整利率预期，今年下半年银价将进一步走弱。债券收益率尤其是实际收益率不断上升，仍将是金银价格上涨的主要阻力。
- 不过出于前面“黄金市场”部分所述原因，我们已上调了2024年上半年的银价预测值。预计进入2024年后，当前的加息周期将逆转为降息周期，银价有望在一段时间内整固。

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。虽然批发环节的溢价已从14美元左右收窄至8-10美元，但这并非需求走弱的标志，而是美国铸币局供应改善的结果。对通胀的担忧，对政府不信任，对股市信心有限，以及对地区性银行的担忧挥之不去等因素都支撑美国实物白银需求走强。
- 随着6月份国内银价跌破70,000卢比/公斤（但7月初已重返70,000卢比/公斤上方），**印度**白银需求温和回升。不过由于去年库存量过高，尚在消化中，本年迄今印度白银进口仍极为疲弱（前五个月期间同比下降80%）。展望未来，我们预计只有到8月份节日季节开始后，印度白银需求才会改善。
- 在**中国**，继5月份显著下降后，6月份上海期货交易所的白银库存量再度减少71吨。前二十大参与者持有的上期所白银合约仓数显示6月份他们继续净买入白银。背后的原因可能是光伏产品制造商为迎接即将到来的装机最旺季而备货，因此白银需求旺盛。此外，6月份银价回调也促使供应链厂商趁机补充白银库存。
- 在**供应方面**，纽蒙特公司旗下的Peñasquito矿山爆发罢工，迫使公司从6月8日起暂停该矿山的生产。纽蒙特公司随后针对一些白银供应合约宣布遭遇不可抗力事件。目前罢工仍在继续中。
- **价格预测风险因素**：与黄金一样，主要价格上行风险因素包括地缘政治风险持续和美国经济增长步履蹒跚。价格下行风险则包括中国经济可能遭遇硬着陆和对2023年后美联储仍有可能加息的预期。鉴于近期中国与西方国家的贸易紧张关系加剧，若紧张关系进一步升级可能会进一步影响工业金属价格，使得银价走低。

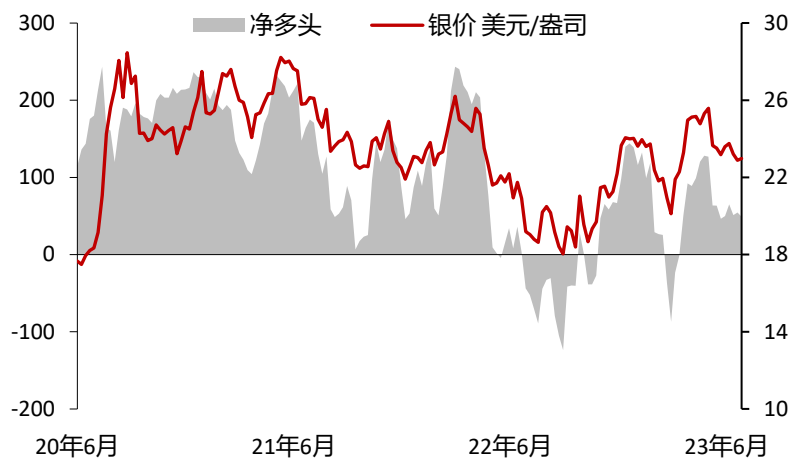
白银市场现状与展望

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

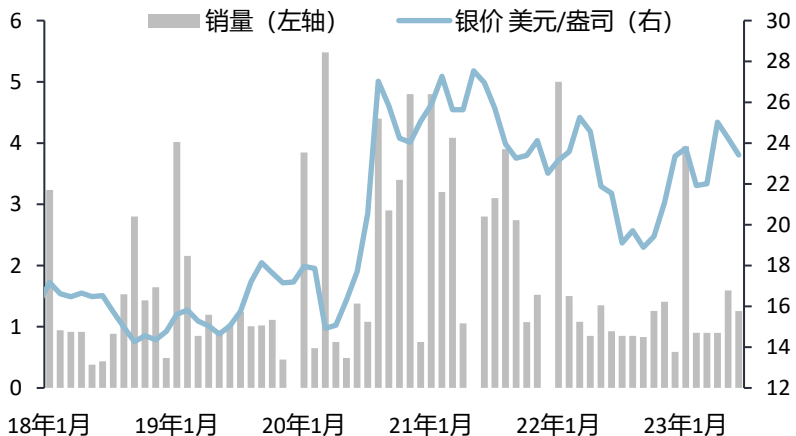


来源: Bloomberg



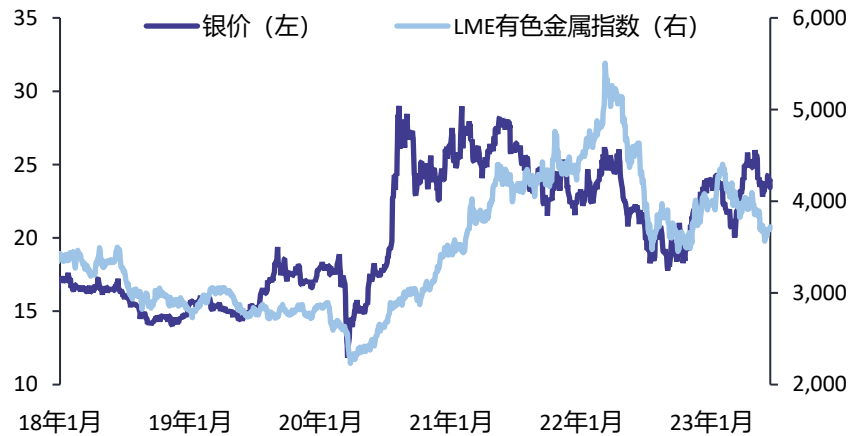
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



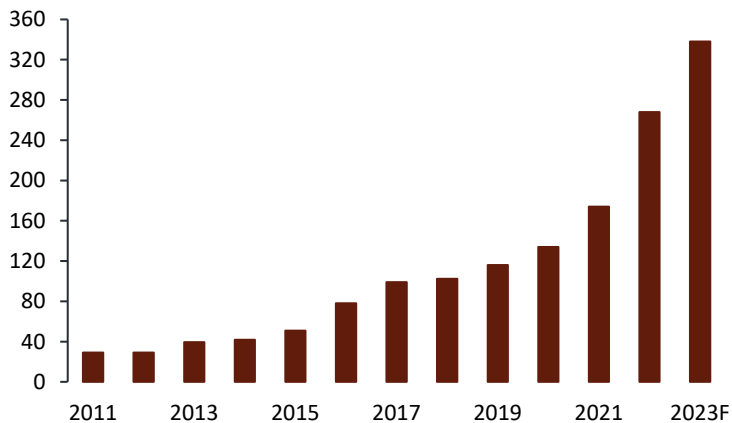
来源: US Mint

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月份自1,100美元/盎司上方下跌近一个月后，6月份铂金开盘价为998美元/盎司。在1,000美元/盎司关口获得短暂支撑后，7日铂价涨至1,049美元/盎司的高点。之后因美债收益率不断攀升，铂价持续承压。

美债收益率攀升导致金价下跌，进而打压铂价。6月16日未能站上1,000美元/盎司关口和200日移动均线后，至月末期间铂价急剧下跌。6月30日盘中触及890美元/盎司的低点，收盘报收于906美元/盎司（7月早期也保持在该价位）。我们的铂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）

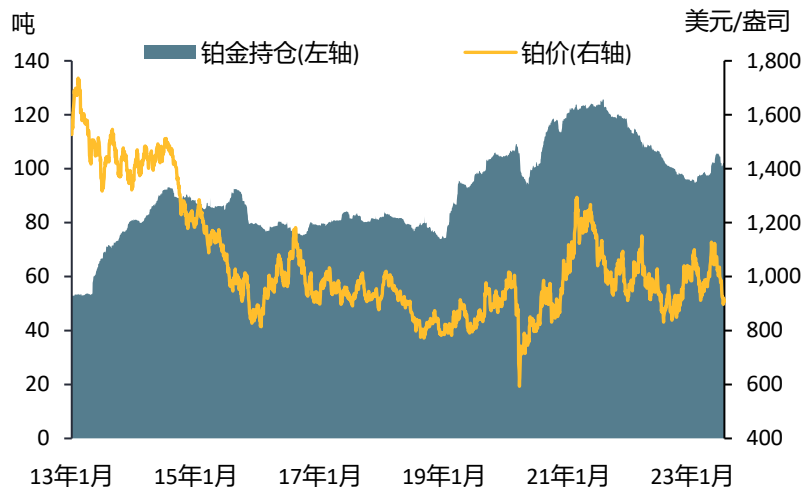
- 6月份铂金ETP的总持仓量下降3%（减少11.1万盎司），上月持仓量的增量全部回吐。这完全归因于南非基金的持仓量减少14%（-12.7万盎司）。6月份南非基金减仓，标志着今年初以来投资者资金从矿业股票流出，转而流向实物金属的趋势发生改变。背后的可能原因包括南非拉闸限电情况较预期缓解，以及越来越多的投资者认识到负荷削减对精炼铂族金属产量的影响极小。6月份欧洲和北美铂金ETP的持仓量则变动甚微。
- 6月初管理基金持有的NYMEX（纽约商业交易所）铂金期货净仓位为净多头，仓数为91万盎司，但之后大幅下降，月末时已降至10.3万盎司，创3月底以来新低。净多头仓数大幅下降的原因是总多头仓减少28.7万盎司，同时总空头仓又大幅增加45.2万盎司。总空头仓飙升主要集中在6月最后一周，该周管理基金仓位变化值创2022年9月份以来最高水平。

铂金市场现状与展望

- 5月份，中国大陆和香港特区的铂金合计净进口量为负的7.6万盎司，为有记录以来首次。在此之前，过去五年间的最低月进口量，为2022年11月期间新冠疫情影响下的2.2万盎司。疫情后中国经济复苏有所放缓，叠加5月份铂价处于高位，影响了铂金大幅流入中国，并引发部分战术性卖出。截至5月底，今年中国大陆和香港特区的铂金总进口量为50.5万盎司，较2021年和2022年同期接近创纪录高位的进口量下降逾一半。
- 上海黄金交易所的铂金成交量也反映出中国进口放缓。4月和5月的平均成交量仅为6.2万盎司，较2020-2023年期间的月均成交量（13.8万盎司）显著下降。
- 6月期间铂金**租赁利率**回落，具有代表性的三个月期租赁利率从逾5%降至3%左右。考虑到实物铂金需求下降（中国进口放缓和ETP持仓量均下滑），租赁利率回落并不令人感到意外。对实物铂金/现货铂金的需求上升会推高租赁成本，同样的需求下降也会拉低租赁成本。
- 数据咨询公司GlobalData的子公司LMC汽车咨询公司表示，将上调欧洲汽车产量预期，2023年产量预期增长率将从8%调高至10%。该上调有望对汽车业的铂金需求前景产生正面影响，但也应看到，产量增长主要源自电动汽车，2023年其产量有望增长13%。相比之下，2023年柴油车在西欧乘用车市场所占份额则将从2022年的18%降至15%。
- **价格预测风险因素：**汽车尾气催化剂系统中铂金进一步替代钯金，可能会导致铂金供需缺口扩大，提振投资者信心并推高铂价。在我们的铂金供应基准预测情景下，南非供电危机将持续，因此若供电状况有任何改善都可能会给铂价带来下行压力，而供电状况进一步恶化则有望推高铂价。

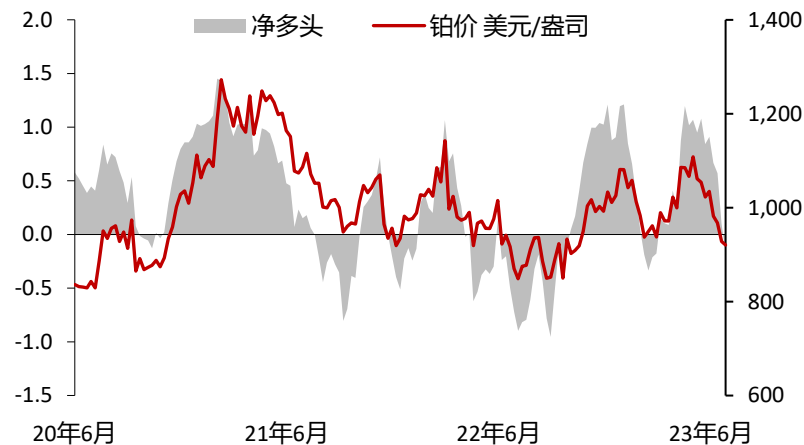
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



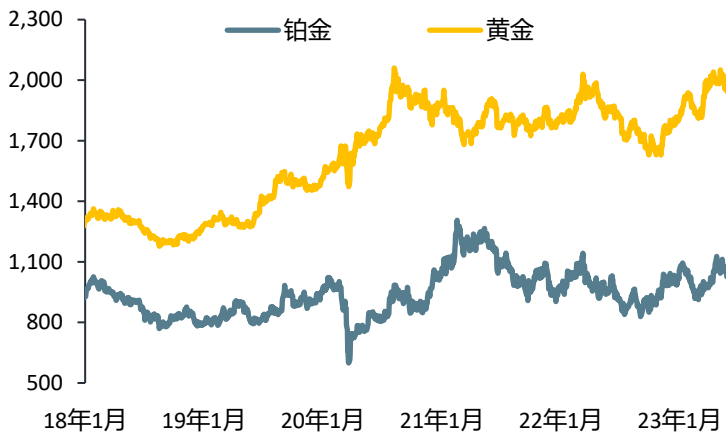
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



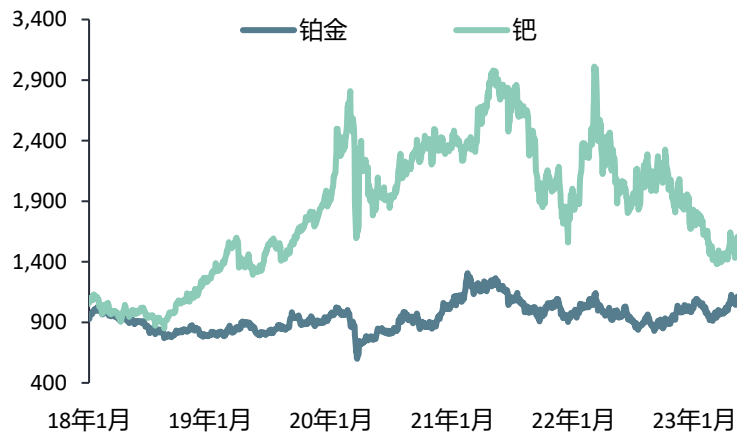
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

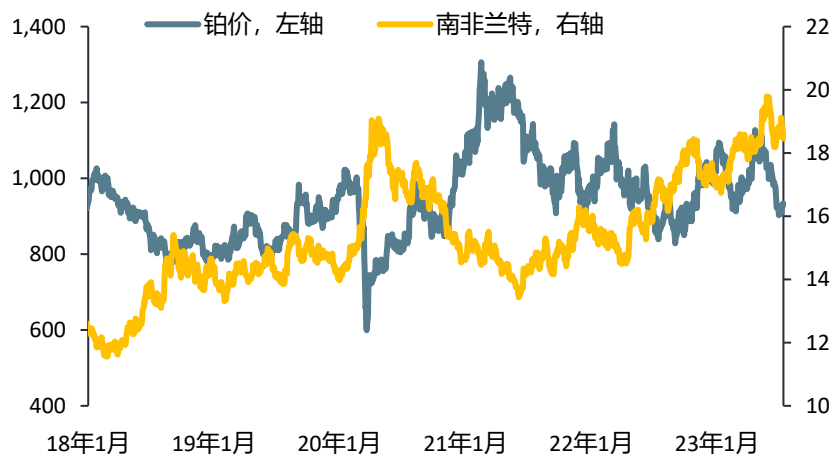
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

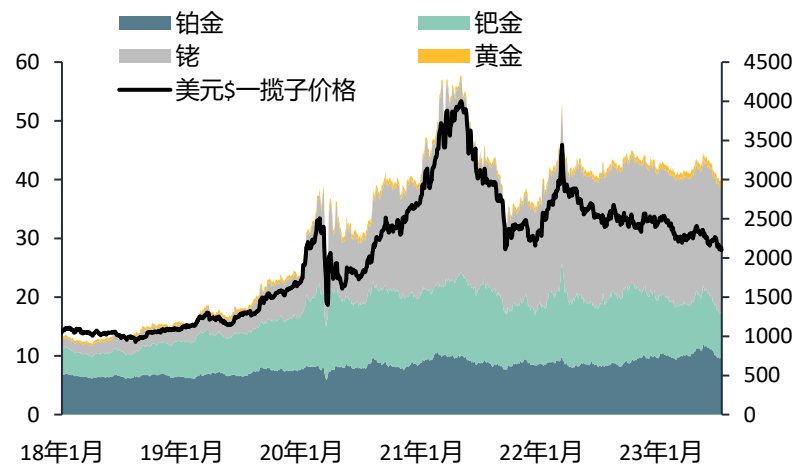
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



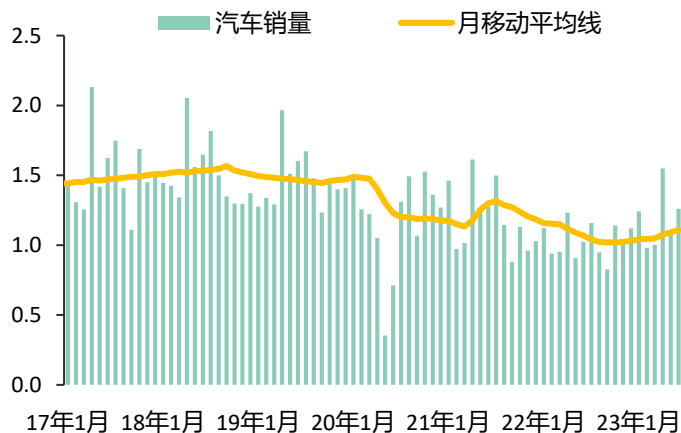
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



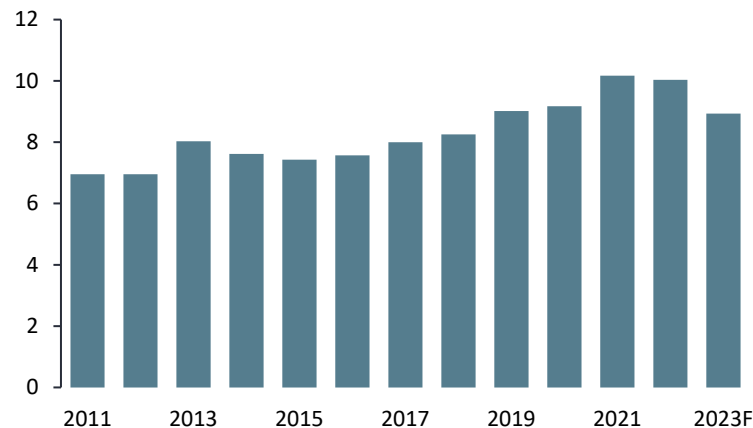
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

6月份钯金开盘价为1,367美元/盎司，在强于预期的美国就业数据发布后上行，5日触及1,452美元/盎司的高点。与铂金和黄金的情况类似，6月利率不断上升令钯价持续承压，从16日起持续下滑，28日跌至1,213美元/盎司，创2018年12月以来新低。之后钯金进入超卖区（如14天相对强弱指数所显示的），显示价格已过度下跌。钯价随后小幅反弹，月末报收于1,230美元/盎司（7月早期也交投于该价位附近）。

我们已下调未来四个季度的钯金均价预测值，预计今年三季度均价预测值下调幅度最大，原因包括近期钯价疲软，以及在铂族金属价格不断走弱和汽车电动化进程加速的背景下，汽车整车制造商战略性削减其铂族金属库存水平。钯价高点也已下调，今年后期钯价有望回升，主要是由于2023年钯金供应短缺量将达75.8万盎司，汽车产量也将持续回升，此外空头回补也有助力。（具体价格预测请与我们联系订阅）

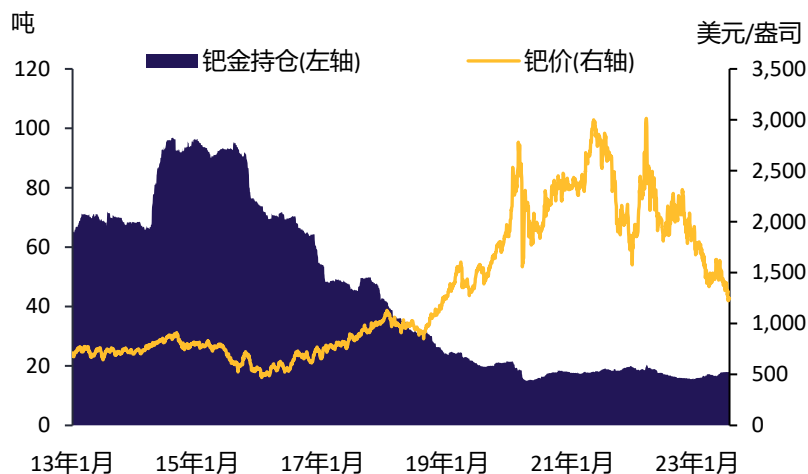
- 6月份钯金ETP的总持仓量与上月持平，为57.6万盎司。全球各地区ETP的持仓量都基本无变动。
- 6月初管理基金持有的NYMEX钯金期货净仓位为净空头，数量达60.8万盎司，多头仓数接近历史最低水平。之后净空头仓数还继续上升，月末为66.9万盎司，多头仓创出历史新低（前低出现于今年3月份）。这反映出考虑到汽车电动化进程加速，钯金被铂金部分替代，中长期看供应过剩量将不断增加等因素，短线投资者极度看空钯金。目前空头仓位已占到由市场参与者持有的钯金期货未平仓合约总量的近一半。作为对比，从历史数据看，由管理基金持有的铂金期货净空头仓数最高也仅占到未平仓合约总量的三分之一（出现于2018年，当时对替代的市场共识与目前不同）。

钯金市场现状与展望

- 今年1至5月期间，中国大陆和香港特区的钯金合计净进口量约为50.1万盎司，5月份环比增加9.2万盎司。虽然1至5月份的总进口量接近去年同期的两倍，但仍为过去五年间的第二低值，仅高于2022年。2016–2020年期间，大量钯金流入中国并建立了充足库存，之后进口逐步放缓，可能反映出中国对实物钯金的需求有所下降。
- 6月份丰田公司公布修订后的发展战略，将更专注于电动汽车生产。实施计划包括重新设计发动机工厂，开发新的专用电动汽车平台，促进电池生产等。丰田公司预计到2030年时，电动汽车在其汽车总产量中的占比将达到35%左右。
- 虽然本年迄今的汽车总产量接近1,000万辆，但目前丰田公司在电动汽车市场中所占份额尚不到1%。公司激进地改变发展战略，有可能会对本十年期后半段内的铂族金属需求量产生重大影响。
- 南非企业收购监管委员会批准了羚羊铂业公司 (Implats) 要约收购皇家贝福肯铂业公司 (RBPlats) 剩余股东所持股份的交易。获得南非公共投资公司持有的9.26%股权后，羚羊铂业公司的持股比例已升至56.41%，成为控股股东。获约翰内斯堡证券交易所批准后，收购要约成为无条件要约，完成日期为7月21日。预计诺瑟姆公司 (Northam) 将保留其所持股权，还可选择将持股比例提高至37.80%。
- **价格预测风险因素：**汽车整车制造商可能会削减其铂族金属库存，转向生产电动汽车也将抵消汽车总产量增长对钯金需求的提振作用，因此尽管存在供应短缺，钯价仍可能走低。此外，对欧7尾气排放法规的反对声浪越来越大，可能延迟或打压未来钯金需求增长，从而会使钯价下行压力加大。

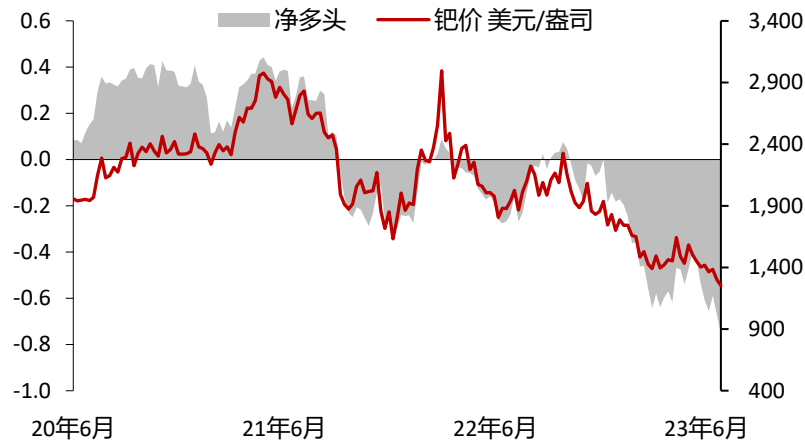
钼金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Nymex 钼金净多头仓位*, 百万盎司



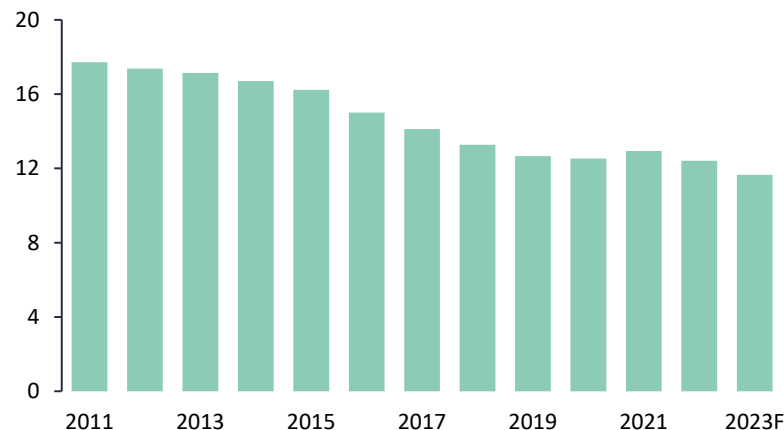
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钼价 & 标普 500



来源: Bloomberg

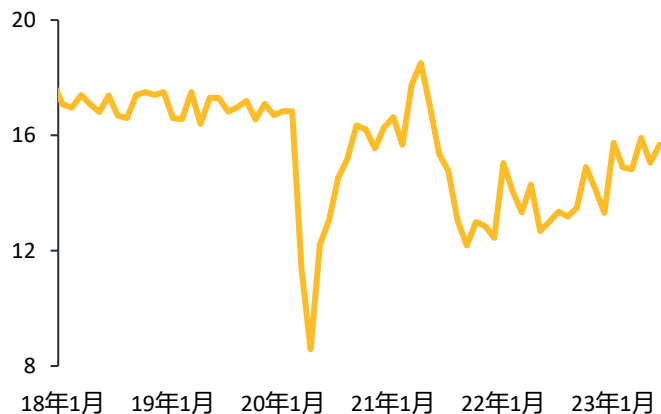
钼金地上存量*, 百万盎司



*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



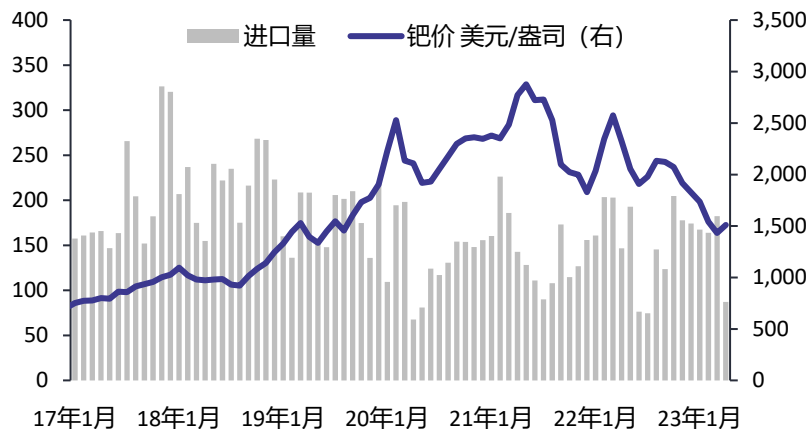
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



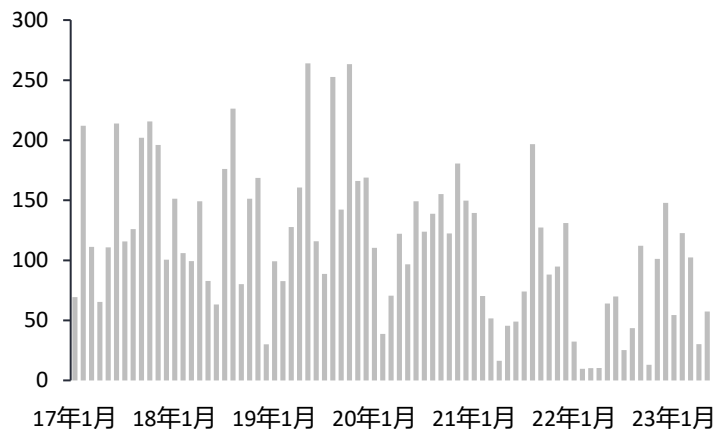
来源: Bloomberg

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

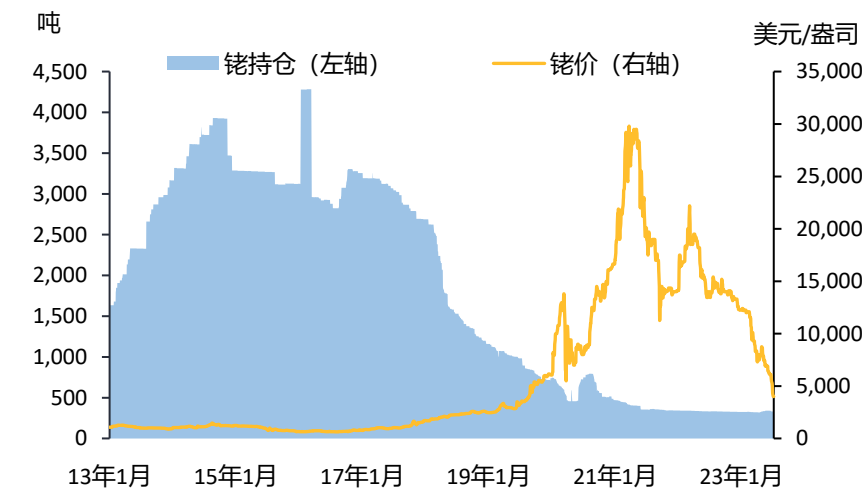
6月份铑开盘价为6,900美元/盎司，之后持续下跌，月末报收于4,300美元/盎司，月内跌幅达38%，已创出2019年8月份以来新低。回顾历史，2019年之后几年中国开始逐步施行国六尾气排放标准，成为推动过去三年间铑价站上五位数的关键因素。

中国玻璃纤维生产企业减持其铑库存，汽车制造商在2022年过量采购后其铑库存量也处于高位，此外我们还观察到一些大型汽车整车制造企业正在战略性削减库存。由于战略上转向生产电动汽车，加之铂族金属价格不断下跌，这些企业正着手在中长期内减少其铂族金属库存。除这些利空因素外，铑市场也缺乏流动性，原因是预判到铑价会下跌，买方会离场观望，待价格更低时才入场买入，而卖方则急于以当前价格卖出。这是一种循环效应，导致铑价快速下跌。有鉴于此，我们已下调2023年铑均价预测值。（具体价格预测请与我们联系订阅）

- 6月份铑ETP的持仓量下降3%，减少296盎司。与铂金ETP的情况类似，减仓的也主要是南非基金。尽管本年迄今总持仓量上升2%，但与2016年2月份创出的持仓量峰值13.77万盎司相比，仍处于极低水平。
- 不同于铂金和钯金进口放缓的状况，5月份中国大陆和香港特区的铑合计净进口量达到2.4万盎司，创2022年8月份以来月进口量的新高。考虑到今年早些时候中国玻璃生产企业减持其铑库存，该月进口量令人感到意外。我们认为，中国铑需求大幅上升可能显示当地市场的实际需求高于之前的预期，或是部分中国买家趁近期铑价大幅下跌而买入。
- **价格预测风险因素：**虽然从基本面看，铑供不应求有望支撑铑价，但玻璃纤维生产企业和汽车制造商减持铑库存的不确定性可能会继续给铑价带来下行压力。另一方面，南非矿企运营状况持续恶化则可能导致供应受限，进而推高铑价。

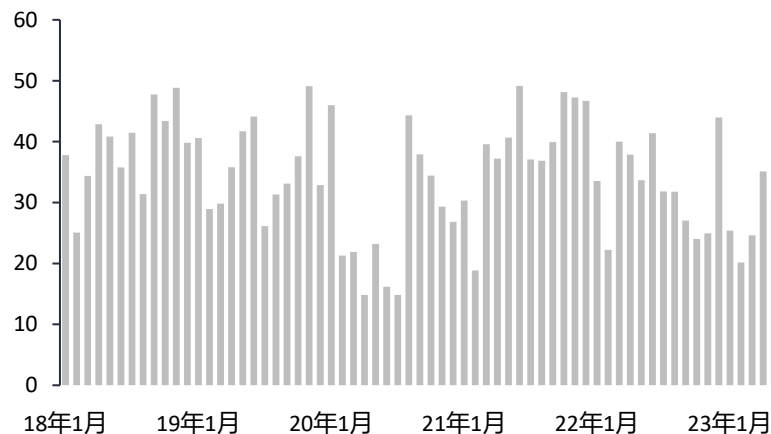
铯市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



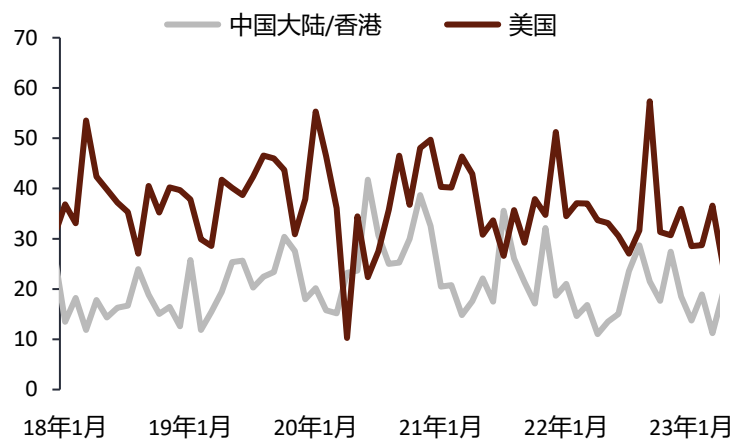
来源: Bloomberg

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

铯价与铷价, 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。