



Metals Focus

贵金属月报

第95期 – 2023年10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



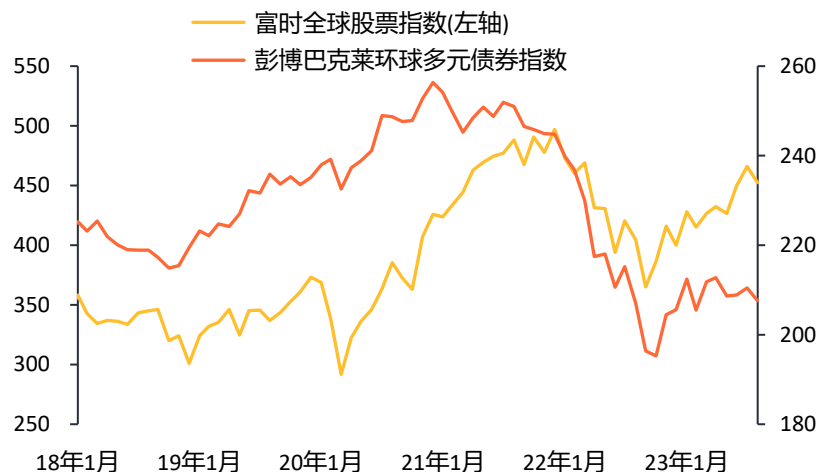
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 因美联储保持鹰派立场，9月份全球金融市场情绪进一步恶化。虽然夏季期间市场预期与美国经济将软着陆的观点缓慢趋同，但9月份FOMC（联邦公开市场委员会）会议仍引发各类资产新一轮抛售潮。
- 在货币政策方面，美联储的最新表态显示其仍偏向于在今年四季度再加息一次。更为重要的是，目前FOMC预计明年轻仅会降息50个基点。相比之下，市场普遍预期今年剩下时段将不再加息，2024年将降息75个基点。
- 在这一背景下，债券市场遭受巨大压力，美国长期国债的收益率已飙升至2007年以来最高水平，进而影响了贵金属价格。
- 股市也遭受冲击，连续第二个月下跌。例如，9月份标普500指数下跌4.9%，创2022年12月以来最大跌幅。
- 展望未来，与上期月报所述相同，我们仍假定未来十二个月期间美国经济将保持韧性。若无外部冲击，美联储将不会被迫较目前预计的时间提前降息。
- 名义利率持续处于高位，叠加美国通胀率持续下降，将继续推高实际利率，导致持有无利息收益率资产的机会成本上升。
- 此外，与美国相比，未来十二个月期间欧洲经济前景仍较为黯淡。由于这种经济增长态势的分化，美元很可能会保持相对强势，也将削弱投资贵金属的理由。
- 因此在我们的基准预测情境下，至2024年三季度金价将进一步走弱，并会拖累银价走低。相比之下，虽然宏观经济因素也将令铂族金属价格承压，但得益于来自基本面的支撑，或将有一定幅度回升。

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 %



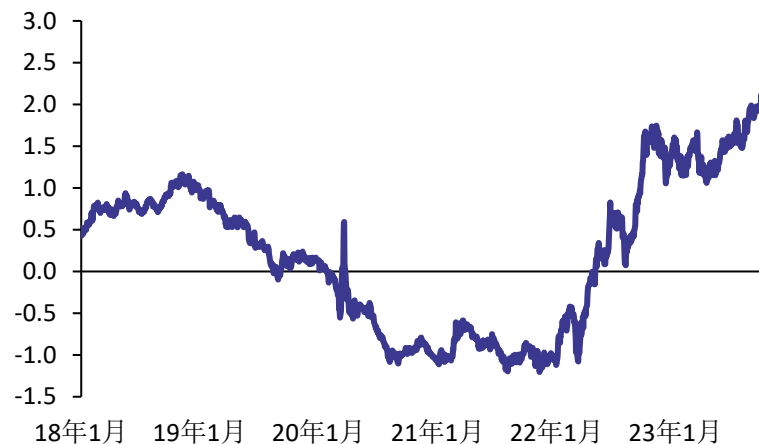
来源: Bloomberg

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

9月份黄金价格加速下跌，走弱之势一直延续至10月初。继9月份下跌5%后，10月初金价触及1,810美元/盎司一线，创七个月来新低，之后才小幅反弹至1,820美元/盎司一线。

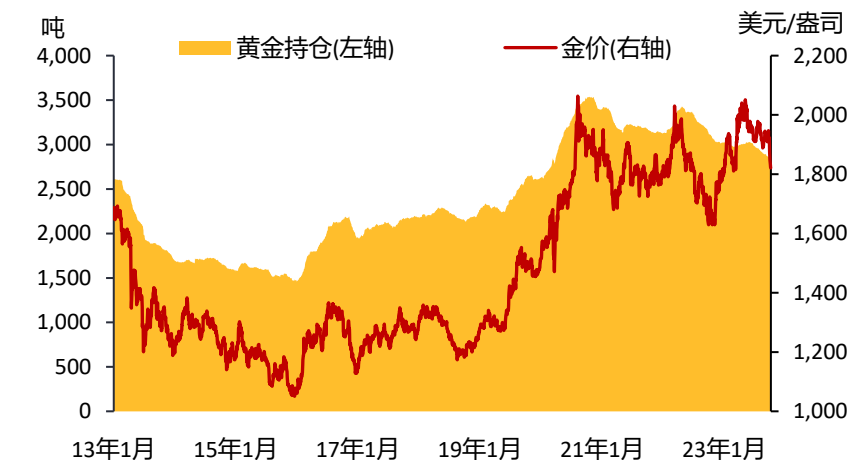
- ▶ 如前面“宏观经济”部分所述，近期金价走弱主要归因于美联储维持鹰派立场和美国经济保持韧性这两大因素，导致市场调整对美国货币政策的预期，与美联储的利率预测更为趋同。
- ▶ 金价跌破今年二季度至三季度大部分时段内的关键支撑位1,900美元/盎司，引发多头平仓。同时，由于未发生新的风险事件，近期技术性卖空黄金的专业投资者人数已上升。
- ▶ 作为例证，9月份管理基金持有的CME（芝加哥商品交易所集团）黄金期货净多头仓数下降逾一半，背后的主要原因是总空头仓扩大。9月份黄金ETP（交易所交易产品）的总持仓量也连续第四个月下降，重返新冠疫情大流行早期阶段的低位。
- ▶ 与大多数专业投资者回避买入黄金的情形不同，全球官方部门仍稳健增持黄金。除中国和波兰等常态化买入黄金的国家外，由于国内黄金市场在总统和议会选举后回归正常，7-8月期间土耳其也恢复买入黄金。
- ▶ 虽然夏季期间需求不振，但金价回调后西方国家个人投资者的黄金需求量已回升。不过近月来黄金回售量颇高，意味着经销商通过回收渠道即可基本满足上升的需求，而无需大量采购新铸造的金币或金条。
- ▶ 展望未来，我们认为对黄金投资和金价走势来说，经济大环境将仍具挑战性。尤其是考虑到美联储可能会在2024年相当长一段时间内使利率维持在更高水平，我们预计到2024年三季度结束前金价将处于下行通道。（除小幅下调了2023年四季度的黄金均价预测值外，2024年各季度预测值保持不变。）

黄金市场现状与展望

- 在**中国**，由于人民币贬值叠加黄金供需紧张等原因，9月份国内金价迭创新高，同时上海黄金交易所黄金成交价相对国际金价的溢价也上升，9月14日触及122美元/盎司的峰值。零售商在中秋国庆假期（9月29日开始，为期八天）到来前补充首饰库存使需求回升也加剧了供应紧张态势。
- 由于进入节日和婚礼季节后零售商增加库存，9月份**印度**黄金需求保持强劲。近期金价回调也提振了黄金投资需求。不过因从阿联酋的黄金进口量持续增长，根据印度-阿联酋自由贸易协定享受优惠关税，印度国内黄金成交价仍较到岸成本价小幅折价。
- 在**土耳其**，因政府部分禁止进口黄金并实施进口配额制度，9月期间国内金价对国际金价的溢价保持在高位。在前月大部分时间内溢价区间保持在35-50美元/盎司，但随着国内黄金需求因金价走弱而上升，9月25日后快速扩大至50-65美元/盎司。展望未来，利率持续上升可能成为打压黄金投资的利空因素，目前一些土耳其银行已开始针对储蓄账户提供可高达48%的年化收益率。
- 在**矿产黄金供应**方面，金田公司于9月15日宣布把Salares Norte矿山生产厂投入试生产的时间延后。这意味着该矿山产出首批黄金的时间将推迟至今年四季度底。有鉴于此，金田公司已把Salares Norte矿山2024年的产量指引从50万黄金当量盎司下调至39万盎司。预计2025年产量将持稳于60万盎司。
- **价格预测风险因素**：在金价上行风险方面，如果美国经济放缓速度远超预期导致美联储更快放松货币政策，或将引发黄金买入潮。2024年美国大选前地缘政治紧张局势持续升级也是另一大上行风险因素。在下行风险方面，如果通胀仍保持粘性，则可能导致美联储持更为鹰派的货币政策立场，加剧黄金抛售潮。

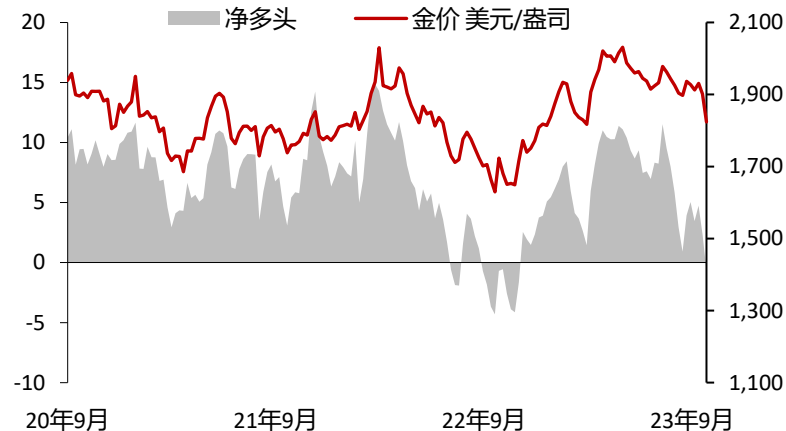
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



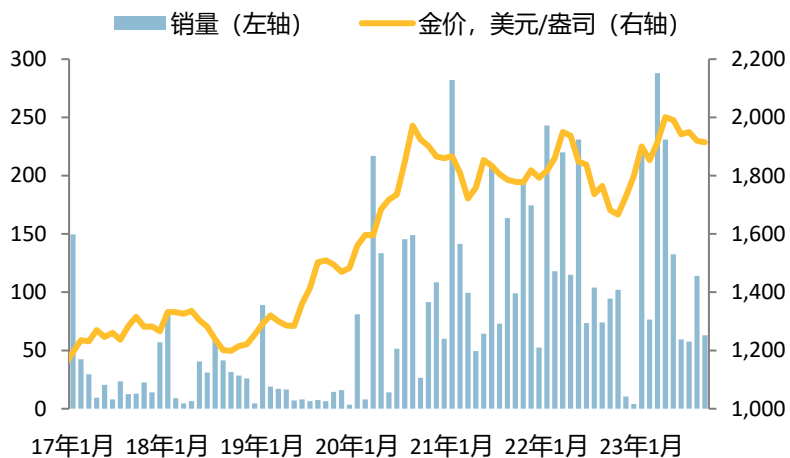
来源: Bloomberg

Comex 净仓位*, 百万盎司



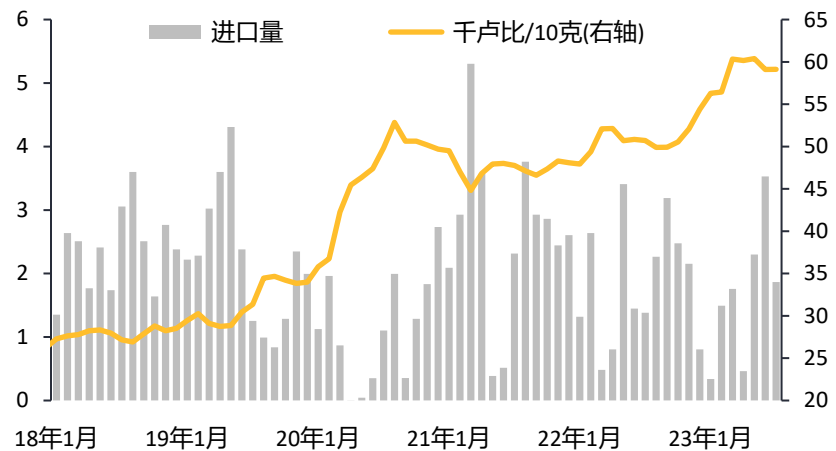
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

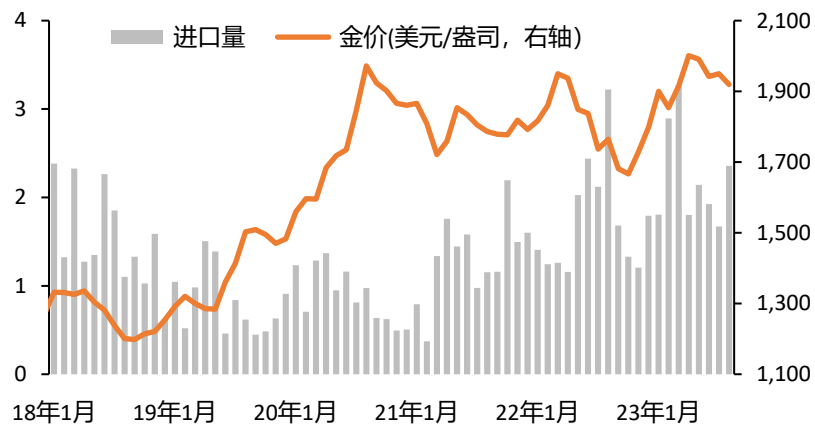
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

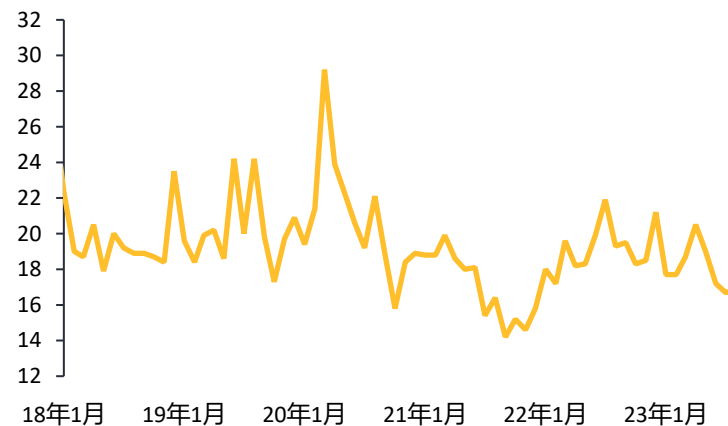
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



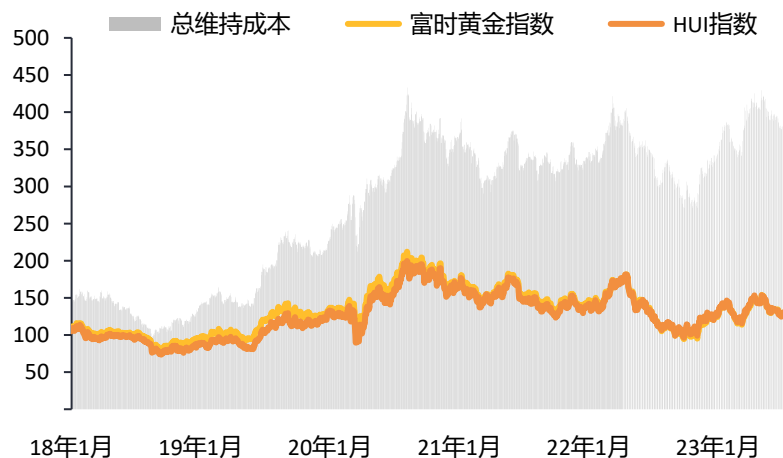
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



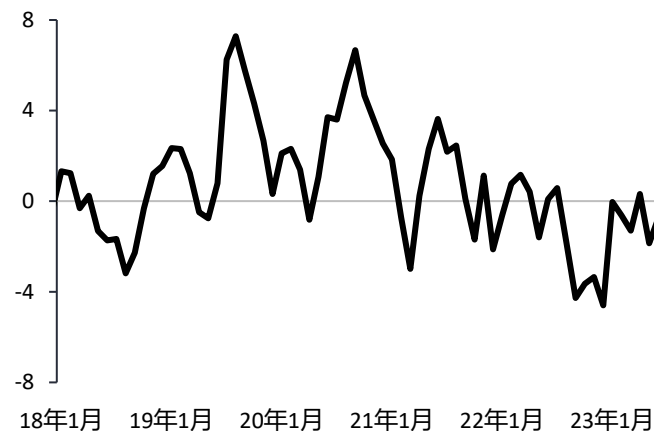
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

4月末以来白银价格一直在22-25美元/盎司区间内波动，9月份大部分时段内亦如此。不过因贵金属价格面临的下行压力日益增大，银价最终在10月初跌破区间下沿。撰写本报告之时，白银交投于21美元/盎司附近，重返今年3月份的低位。

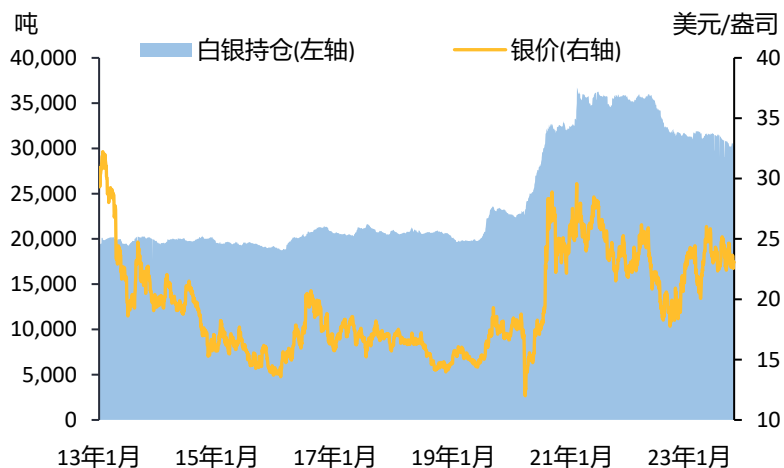
- 与黄金的情况一样，美元走强和美债收益率持续上升也是导致近期银价走弱的主要因素。中国房地产业问题也一定程度上影响了投资者对工业金属的信心，银价走低。
- 鉴于银价波动率高，近期其表现跑输金价并不令人意外，金/银价格比率从80:1下方升至撰写本报告之时的87:1（为七个月来高点），即为明证。
- 看空白银的情绪在短线技术型投资者中表现得最为明显。在CME白银期货交易中，银价一再未能突破25美元/盎司关口促使投资者获利了结。随着期货投资者对银价的预期日益悲观，做空白银更为活跃。相比之下，在8月底降至三年来的低位后，白银ETP的总持仓量则一直相当稳定。
- 展望未来，鉴于打压黄金投资的因素也将影响白银，我们维持未来十二个月期间银价将进一步走弱的研判不变。投资者对中国经济的预期日益谨慎也将影响大宗商品价格并外溢至白银。
- 不过银价下行幅度将相当有限。作为例证，我们目前预计未来十二个月期间银价低点应高于2022年的低点。同时，预计金/银价格比率的季度均值低于2022年水平（具体价格预测请与我们联系订阅）。这反映出白银的基本面更佳，供应持续短缺将在银价下行时提供支撑。

白银市场现状与展望

- 与黄金的情况一样，10月早期**美国**实物白银投资需求也飙升，零售溢价急剧走高。相比之下，由于**德国**目前非欧盟产银币也适用更高的销售税率（所有银条和银币都统一适用19%增值税率），仍遏制个人投资者的购买欲，德国实物白银投资需求则仍疲弱。
- 因节日相关购买量强劲，9月份**印度**白银需求大幅上升。据估算9月白银进口量为400-500吨，创出2023年迄今月度进口量的新高。在主要白银出口国中，得益于印度-阿联酋自由贸易协定下的优惠关税，今年阿联酋有望在印度市场获得很大份额。展望未来，鉴于银价进一步回调和婚礼季节即将到来应能推高需求，我们预计印度白银需求将保持旺盛。
- 就**白银工业需求**而言，2023年总需求量仍有望创出历史新高。虽然今年上半年需求相对疲软，但得益于新产品推出和供应链厂商补充库存，三季度消费电子行业的需求已改善，不过总需求量仍低于去年同期。得益于光伏装机容量创出新高，叠加高效N型太阳能电池的产量持续上升，光伏行业的白银用量继续增长。汽车行业的白银需求也已走高，充电站基础设施建设持续增长成为新的需求助推器。
- 在**供应方面**，科尔黛伦矿业公司（Coeur Mining）位于内华达州的罗切斯特矿山扩产项目于9月18日产出了首批精炼用白银。预计产能提升后，2024年早期Merrill-Crowe工厂将实现商业化生产。该扩产项目将使矿石处理量增至3,200万吨/年，并把罗切斯特矿山的开采寿命延长13年。2022年该矿山的产量占到科尔黛伦矿业公司白银总产量的31%。
- **价格预测风险因素**：与黄金一样，银价主要上行风险因素也是美国经济陷入严重衰退。在下行风险方面，如果中国经济硬着陆则可能导致大宗商品遭大幅抛售，拖累银价走低。

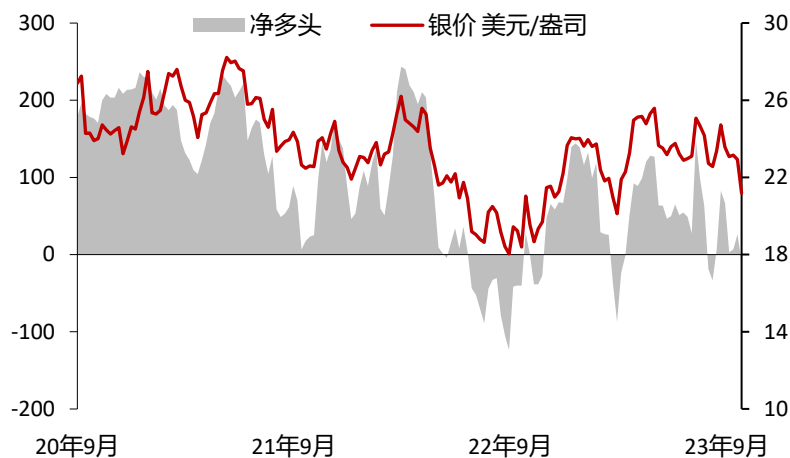
白银市场现状与展望

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

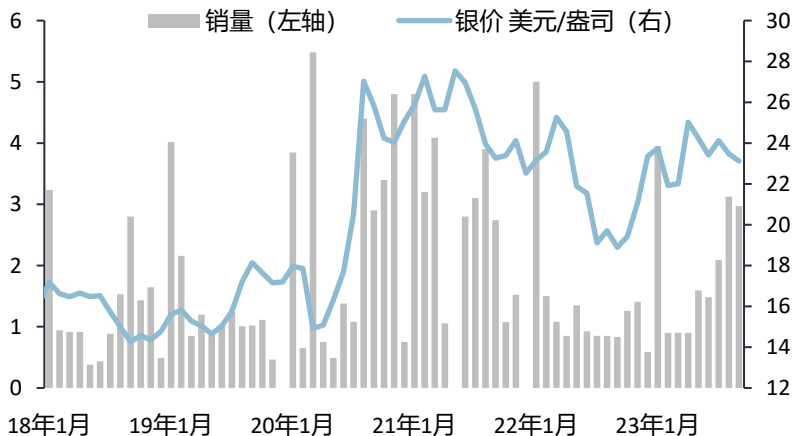
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

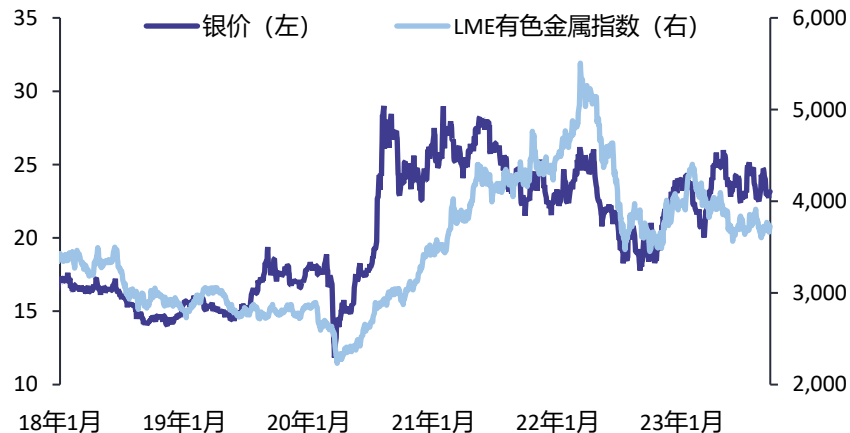
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



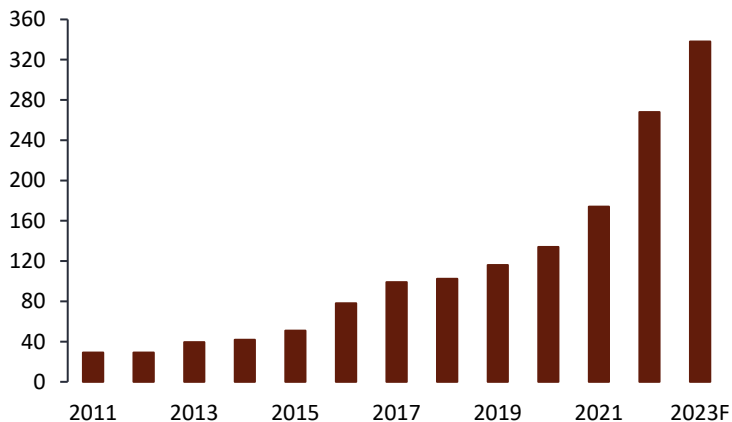
来源: US Mint

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

9月份**铂金**开盘价为969美元/盎司,并在当日触及月内高点(989美元/盎司),但因强于预期的经济数据推动本已上升的美元指数进一步走高,之后铂价持续承压。不过铂价再次在900美元/盎司一线表现出韧性,月中反弹至950美元/盎司上方。之后在美元走强的压力下,铂价下跌,9月28日触及887美元/盎司的低点,月末报收于908美元/盎司。9月底后因金价跌向1,810美元/盎司一线,铂价进一步跌至856美元/盎司,创2022年9月份以来新低。

我们的铂价预测值较上期月报所列基本保持不变,仅小幅下调了今年四季度均价预测值,以更好反映近期铂价疲弱走势。我们的2023铂金均价预测值保持不变(具体价格预测请与我们联系)。

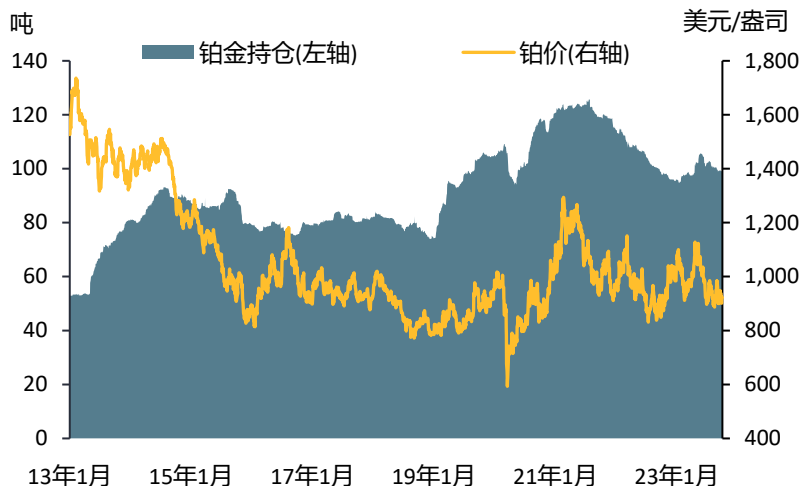
- 由于投资者对短期铂价走势难以判断,今年初以来管理基金持有的NYMEX(纽约商业交易所)铂金期货净仓位常常在净多头和净空头之间摇摆,9月份也不例外。月初净仓位为净多头,数量为32.3万盎司,但下一周就转为净空头,数量为28.5万盎司,导致铂价跌向900美元/盎司一线。之后净仓位重返净多头状态,数量几乎与月初持平,推动铂价回升至950美元/盎司附近。月末净仓位又转为净空头,数量为11.4万盎司。过去两月期间总空头仓数在100万盎司至200万盎司区间大幅波动,一直是影响净仓位变化的主要因素,相比之下总多头仓则大体保持稳定。
- 今年初以来**中国内地和香港特区**的铂金进口情况较为零散。8月份合计净进口量达34.7万盎司,高于进口量几近创出新高的2021年和2022年的月均进口量,但7月份仅为8.4万盎司,5月份甚至为负的7.6万盎司(首次净流出)。2023年迄今月进口量的标准差为22%,远高于去年,成为有记录以来中国实物铂金进口量波动最大的一年,这可能反映出经济不确定性和准投资需求走弱产生的影响。

铂金市场现状与展望

- 8月份全球铂金ETP持仓量的变化与近期趋势一致：西方国家基金的持仓量与上月持平，南非基金的持仓量下降。总持仓量下降1%（减少2万盎司），至318万盎司，为今年3月份以来最低水平。5月份以来南非基金的持仓量持续下降，而之前因国内供电危机促使投资者资金流出矿业股票而转投铂族金属，持仓量曾创出峰值。另一方面，西方国家的铂金ETPs则面临高利率使持有铂金等无利息收益率资产的机会成本上升所带来的压力。
- 更新后的**欧7尾气排放标准**将不再收紧轿车和厢式小型货车的尾气排放要求，而仅收紧重型车的尾气排放要求。预计为满足更为严格的排放要求，重型车的铂金装填量将提高。由于超过90%的卡车和公交车都采用柴油发动机，需使用以铂金为主要成分的催化剂，我们预计欧洲汽车催化剂领域的铂金需求量仍将受益于更新后的欧7尾气排放标准而上升。
- 据南非国家电力公司（Eskom）披露，预计夏季期间设备故障造成的供电缺口为14,500 MW，拉闸限电时长不超过116天，最高等级不超过四级。但需要指出的是，之前该公司预计冬季期间的供电缺口为15,000MW，但实际供电缺口的平均值达16,151MW。Eskom的前景展望为解决南非能源危机提供了路线图，预计未来十二个月期间将恢复7,500 MW的发电能力。如果该公司未能实现增加供电的计划，则将使铂金生产商加工数量估计达70万盎司的过剩铂金半成品库存的能力受限。目前这些生产商计划在未来十八个月期间将半成品库存释放完毕。
- **价格预测风险因素**：钯价持续下跌至1,200美元/盎司下方可能导致汽车制造商重新评估是否应继续以铂金替代钯金，进而可能会转回使用钯金，这将抑制未来铂金需求，削弱投资者信心并打压铂价。此外，南非矿企较预期更快地释放半成品库存将推高铂金供应量，也可能打压铂价。

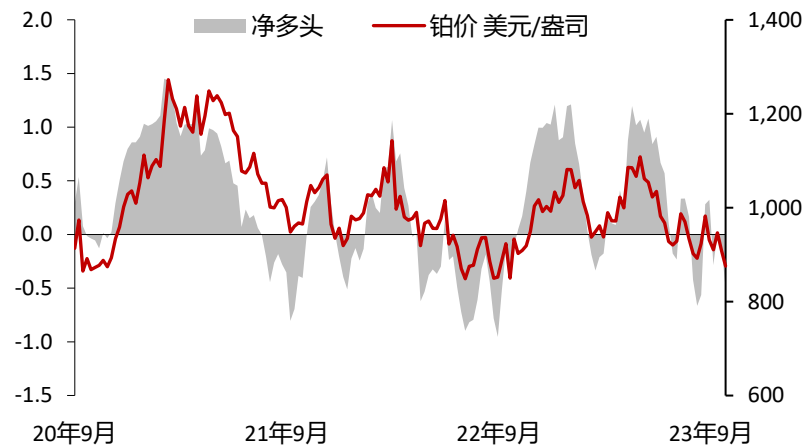
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



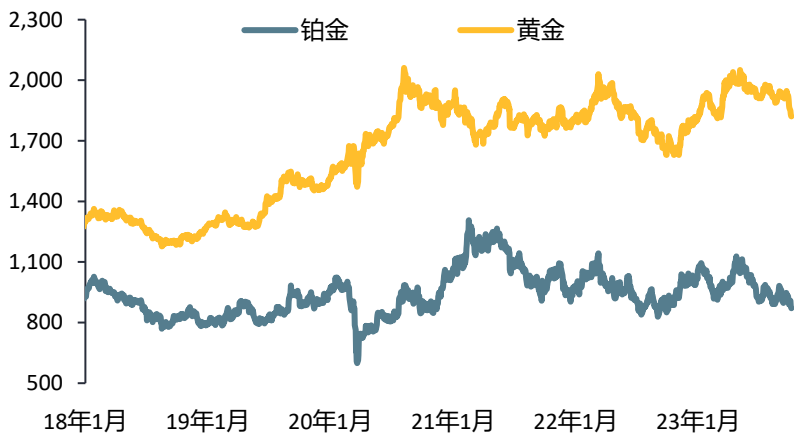
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



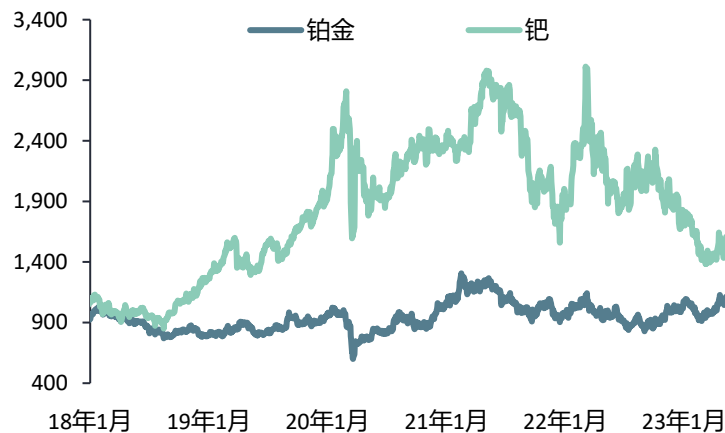
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

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



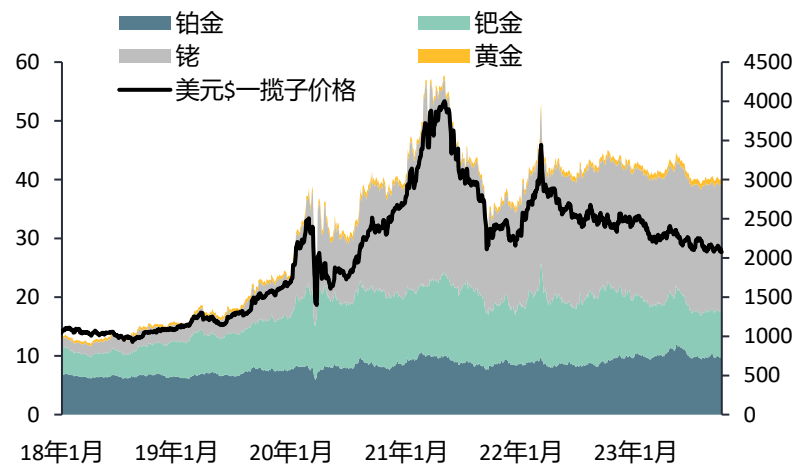
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



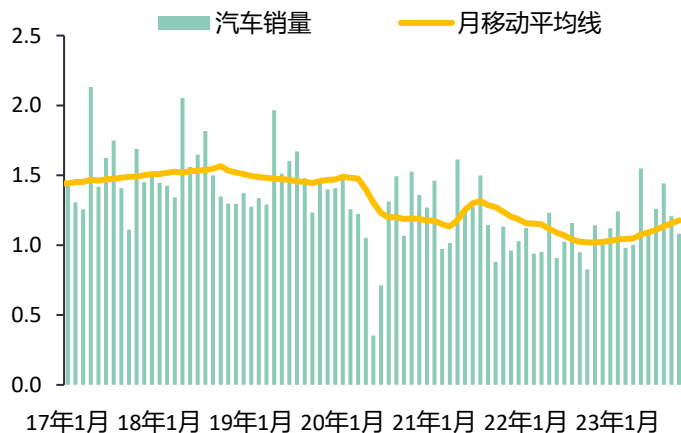
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



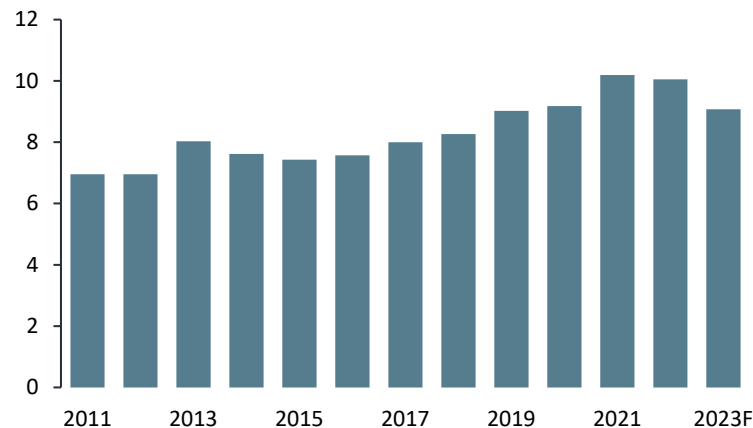
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

9月份钯金开盘价为1,217美元/盎司，与7月份和8月份的情形类似，全月都在1,200–1,300美元/盎司区间内震荡。有些令人意外的是，月内钯价低点（1,186美元/盎司）出现于9月6日，发生在9月15日美国汽车工人工会开始罢工和9月25日欧盟宣布修改欧7尾气排放标准关于轿车和小货车排放规定之前，这两大事件都对钯金需求和投资者信心有负面影响。不过受这两大因素的影响，叠加金价和铂价走弱，10月早期钯价最终还是跌破1,200美元/盎司，10月6日跌至1,138美元/盎司。

我们的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)。

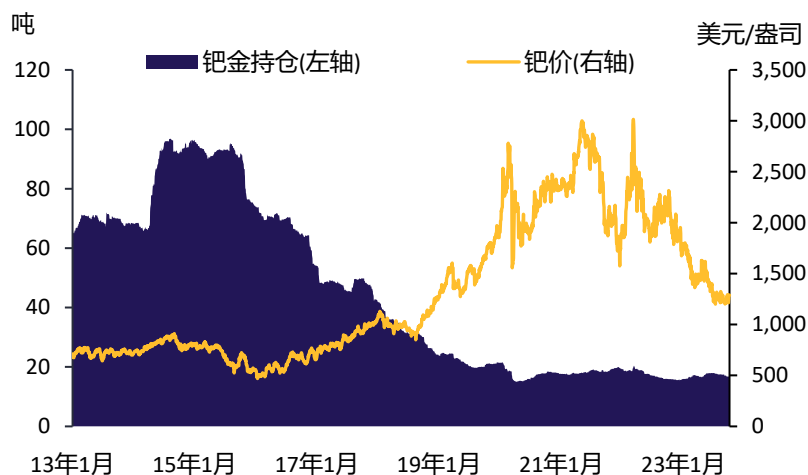
- 9月份管理基金持有的NYMEX钯金期货净空头仓数再创历史新高，首次突破100万盎司。9月初净仓位即为净空头，数量达106万盎司，到月末虽小幅降至94万盎司，但仍接近历史峰值。考虑到目前总空头仓高达130万盎司，可能会出现空头回补，并推动钯价回升。不过鉴于2024年起钯金供应预计将转为过剩，之后基本面会持续走弱，钯价的任何回升都可能会被视为卖出或建立新空头仓位的机会。
- 9月份钯金ETP的总持仓量下降4%（减少2.4万盎司），至53.8万盎司，重返今年1月份的低位。南非基金的持仓量剧降58%，至1.3万盎司，今年早期供电危机期间的增仓数量已全部回吐，成为全球钯金ETP总持仓量下降的主因。
- 8月份中国内地和香港特区的钯金进口量为4.6万盎司，创2022年10月份以来新低。截至8月底的总进口量为83.7万盎司，虽然较2022年同期上升48%，但只是自极低基数水平上的回升，总量仍低于2014年后所有年份同期的总进口量。

钯金市场现状与展望

- 9月15日，美国汽车工人联合会发起针对三大汽车巨头（福特、通用汽车和斯泰兰蒂斯公司）的罢工，导致多家工厂停工，并对向这些工厂供应零部件的企业产生了影响。预计这三大汽车巨头2023年在北美地区的总产量将超550万辆，占美国汽车总产量的46%，其年铂族金属用量为110万盎司（其中钯金为80万盎司）。按此推算，如果三大汽车巨头因罢工全部停产，每月铂族金属用量将减少近10万盎司。
- 欧盟理事会于9月25日通过了新版本的欧7尾气排放标准，适用于轿车、小货车、卡车和公交车。由于多国就过于激进的燃油车减排目标将阻碍电动车发展表达了担忧，新标准实质上是原拟议标准的稀释版本。虽然修订后的减排目标将导致未来燃油车的铂族金属装填量下降，但新标准可能会降低认证合规发动机的费用，与原欧7标准更为激进的版本相比，使小汽车的产量增加，在一定程度上缓解汽车业铂族金属用量的大幅下降。
- 主要因铑和钯金的价格大幅走低，2023年迄今南非6E一篮子铂族金属价格剧降41%。一篮子价格的构成相应发生变化，今年三季度铂金在一篮子铂族金属总值中的占比已达34%，为2019年二季度以来最高水平。钌和铱的重要性也已上升，在总值中的占比分别达4%和9%，均创出历史新高。这对非一体化铂族金属生产商具有重要意义，因为过去他们通常不能获得针对这些次要金属的付款。铂族金属价格下跌还已导致南非铂族金属矿企的股价走低，本年迄今我们所跟踪公司的估值已下降55%，其总市值减少了300亿美元。
- **价格预测风险因素：**美国汽车工人联合会发起的罢工长时间持续将抑制北美汽车产量，进而影响钯价。另一方面，多国将实现净零排放的时间延后则可能导致汽车电动化进程放缓，在短期内为钯价上行提供一定助推力。

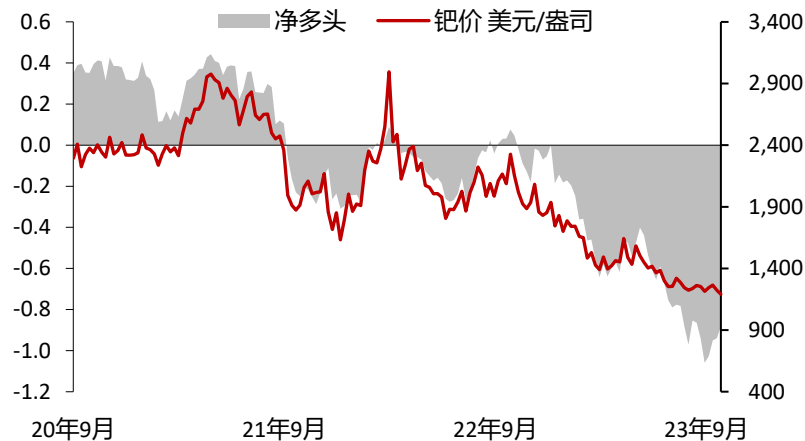
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



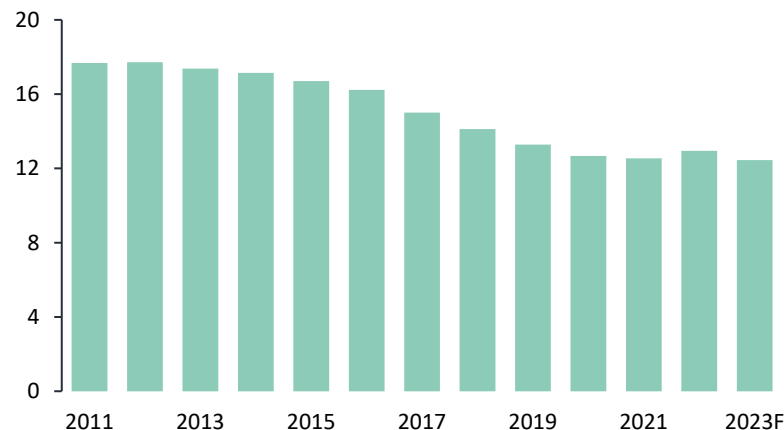
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

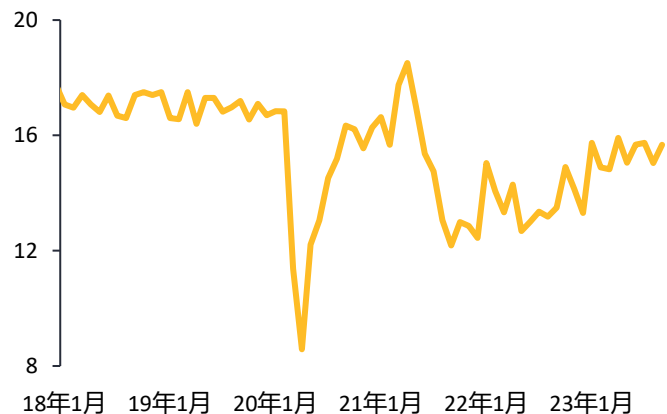
钯金地上存量*, 百万盎司



*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



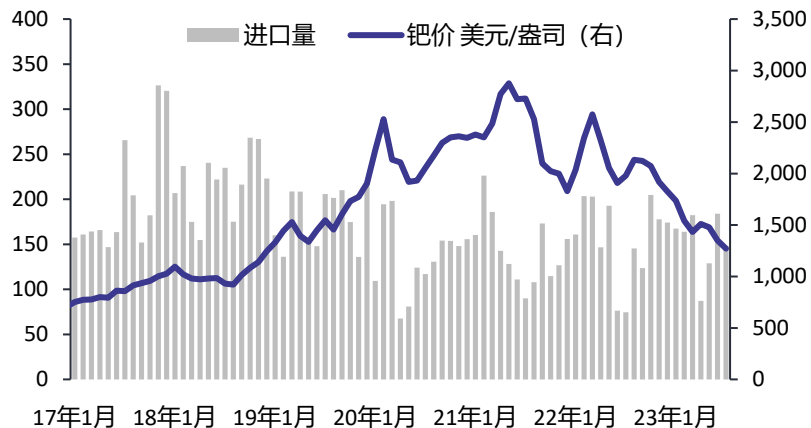
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



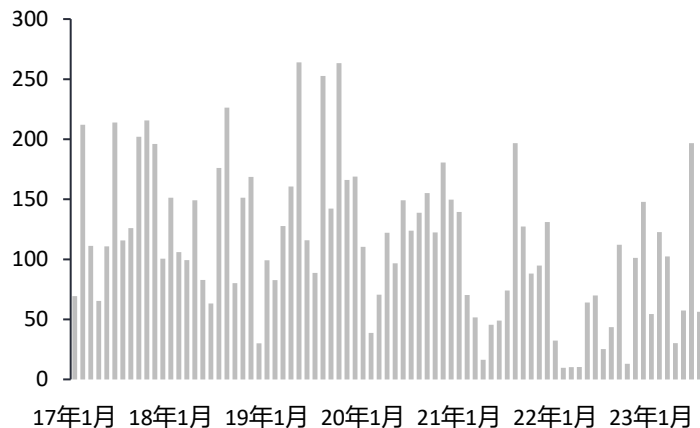
来源: Bloomberg

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

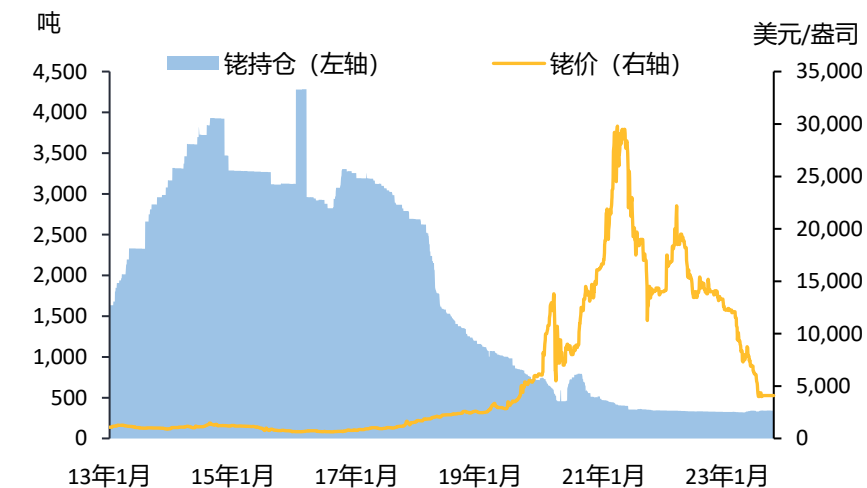
根据庄信万丰公司发布的基价，9月份铑开盘价和收盘价均为4,100美元/盎司，连续第二个月无变化。巴斯夫公司公布的每日铑价则保持在4,200美元/盎司。卖出价和市场中间价都处于4,000美元/盎司左右。

我们的铑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)。

- 尽管2024年全球汽车产量有望增长3%，至8,960万辆，创2018年以来新高，但内燃机汽车产量将下降1%。全球电动汽车渗透率上升至两位数，标志着汽车行业的转折点已到来。
- 因南非基金减仓，9月份铑ETP的总持仓量下降近1%，至1.1万盎司。
- 不同于铂金和钯金的情况，今年中国内地和香港特区的铑合计净进口量相当稳定，这可能反映出尽管基本面走弱，但随着价格放缓，需求有所改善。8月份进口量为1.77万盎司，较今年前七个月期间的月均进口量上升29%。截至8月底，净进口量总计为11.4万盎司，同比下降8%，为2017年以来最低水平。
- **价格预测风险因素：**除南非能源危机冲击矿业生产这一风险外，2024年南非大选前爆发国内骚乱的风险也在上升（该国铑供应量占全球矿产铑总供应量的83%）。美国汽车工人联合会发起的罢工长时间持续将抑制北美汽车产量，进而打压铑需求和铑价。

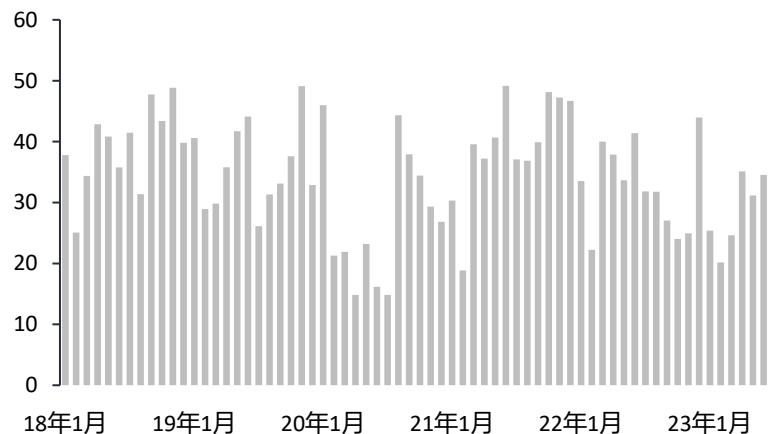
铯市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



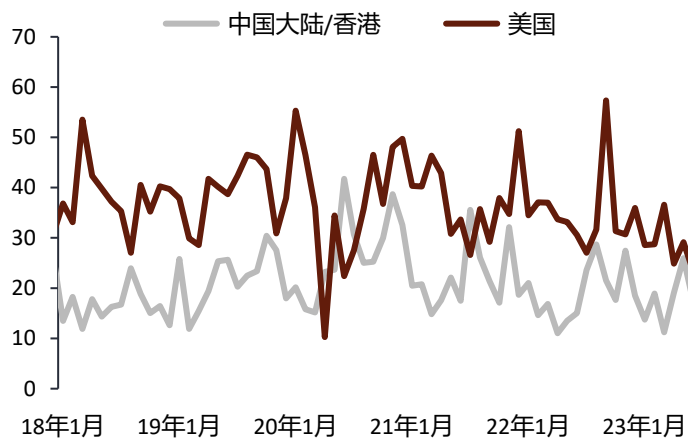
来源: Bloomberg

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

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。