



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 538 期  
2024/01/10

### 黄金

上周，因美债收益率和美元均走高，金价回落至2,040美元/盎司附近。

### 白银

2023年印度白银进口量仍保持在低位，截至11月的总进口量为3,337吨，同比下降65%。

### 铂金

管理基金持有的NYMEX铂金期货总多头仓位升至168万盎司，创2023年1月17日以来新高。

### 钯金

2023年11月丰田公司的汽车销量同比飙升114%，至90.5万辆；截至11月的年总销量同比增长107%，至940万辆。

### 2024年贵金属市场展望

2023年末金价涨势异常强劲，但我们预计由于主要央行将在较当前市场共识更长的时段内保持利率稳定，2024年上半年金价将温和回落。尽管如此，我们认为金价下行空间将有限，持续时间也不长。一旦降息周期开始（最有可能自2024年中起），下半年金价有望获得强劲提振。预计2024年银价走势将大致跟随金价。然而虽然结构性供应短缺持续，但地上存量庞大和对中国经济的担忧这两大因素将抑制投资者对白银的兴趣，会进一步推高金/银价格比率。就铂族金属而言，2024年铂金价格将继续维持区间震荡走势，波动区间与2023年类似。相比之下，钯金和铑的价格则可能仍将继续承压。

### 黄金

虽然因美元走强，2024年开年金价略有回落，但仍较为坚挺。撰写本报告之时，金价在2,040美元/盎司上方整固，比2023年12月创出的历史峰值低90美元。考虑到2023年四季度金价大幅上涨，部分投资者选择获利了结并不令人意外。当然受到2024年初抛售潮冲击的并非只有黄金和其他贵金属，债券市场也承压，甚至美国股市在2023年末强势收官后也回吐了部分涨幅。事实上金价一直表现出惊人的韧性，这部分归功于中东地区地缘政治紧张局势加剧。

展望未来，我们预计2024年上半年金价将持续面临下行压力。

我们认为美联储首次降息的时间将晚于目前金融市场的普遍预期，因此作出上述研判。目前联邦基金利率期货价格显示今年3月份就将开始降息，年末时美国政策利率

# 2024



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)

## 金价与美国利率预期\*



\*当前联邦基金有效利率与12个月后联邦基金有效利率之差,由第12个月30天联邦基金CME期货合约价格得出  
数据来源: Metals Focus, 彭博社

将降至3.9%。鉴于FOMC（联邦公开市场委员会）最新预测的年末利率为4.6%，在其12月份会议纪要中也对降息持谨慎态度，我们认为市场的这些降息预期似乎过于激进。更为重要的是，由于美国经济韧性仍强，美联储目前似乎没有理由在核心通胀率仍高于其长期目标值的情况下就急于降息。

如果不发生新的地缘政治巨变，市场对于利率预期的调整，以及因此推高债券收益率，可能会导致黄金市场出现新抛售潮。不过金价回落幅度将受限，较我们早前预期的更小。我们预计一旦跌破1,900美元/盎司（较目前价位低10%左右），金价就将获得较强支撑。

从本质上讲，金价韧性强和地缘政治紧张局势持续这两大因素将继续促使一些国家的央行和其他官方机构增加黄金投资敞口。虽然2022-2023年期间官方部门黄金需求升至创纪录高位的情形可能难以在2024年重现，但稳健买入仍可期，不仅将直接为金价提供支撑，还将鼓励机构投资者增持黄金。机构投资者尤其是其中的中长线投资者，也可能会把金价下跌视为不错的入场机会。

一旦美联储在2024年中进入降息周期，应能为提振投资者对黄金的信心注入新动力。债券实际收益率下降和美元承压下行，叠加诸多系统性风险仍存，地缘政治局势依然动荡，股票价格也高企等因素，都应利好于新资金投向黄金。因此我们预计2024年下半年金价有望显著回升，或将回涨至2,100美元/盎司左右。

## 黄金：白银价格比



数据来源: 彭博社

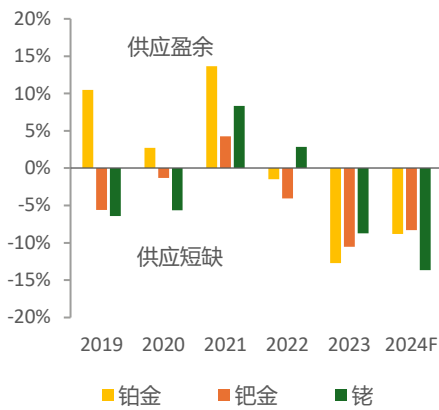
## 白银

与历史常态一样，2023年白银走势跟随黄金，在价格上行期间跑赢黄金，反之亦然。有趣的是，在近期金价走强期间银价的表现远逊于之前周期。撰写本报告之时，金/银价格比率已逼近90:1，重返2023年3月份的高位。背后的部分原因是与黄金相比，白银作为避险资产的吸引力有限。此外，中国经济增长放缓也影响投资者对工业用大宗商品的信心，进而影响到白银。

展望未来，我们预计2024年全年白银走势将继续跟随黄金。在此期间，中国经济复苏前景的不确定性也将影响投资者对白银的兴趣。目前房地产市场的表现不佳可能会成为工业金属走势的一大风险因素。

从积极的一面看，目前白银市场仍处于结构性供应短缺状态，这是未来数月内金/银价格比率不会自当前水平大幅上升的原因之所在。白银的基本面向好主要归功于白银工业需求强劲。得益于光伏

## 市场供需平衡所占需求百分比



数据来源: Metals Focus

行业需求旺盛等驱动因素，继2021-2023年期间迭创新高后，2024年白银工业需求量有望进一步上升。不过也应看到，地上白银存量庞大意味着短期内实物白银市场不大可能出现供应紧张状况。

## 铂金

2023年铂金供应短缺量升至十多年来的最高水平，但铂价仍下跌8%。预计2024年铂金供应短缺量虽将收窄，但仍将处于高位，应能支撑铂价。不过与2023年的市况类似，我们预计2024年铂价应不会大举突破上行。

铂金供应短缺量处于高位，主要归因于矿产铂金供应量受限。由于俄罗斯矿企启动冶炼厂停产检修，同时在一篮子铂族金属价格暴跌的背景下，全球矿企忙于进行整合、关闭矿山和取消扩产计划，矿产铂金供应增长乏力。另一方面，虽然铂金回收供应量继续受到废汽车催化剂供应链制约因素的影响，但2024年汽车尾气催化剂回收供应量仍有望较2023年上升13%。不过2024年铂金供应短缺量将较2023年收窄，主要原因是铂金工业需求将走弱，而这又归因于化工企业和玻璃生产企业2023年大幅扩张产能的情形不会在2024年重演。其他主要需求领域的铂金需求量则将保持稳定，其中汽车催化剂制造业和首饰业的需求有望分别增长2%和3%。

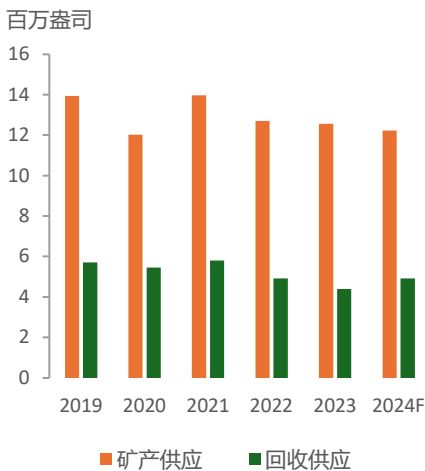
虽然我们看多中长期铂金走势，但铂价要突破上行尚需克服几个不利因素。首先，地上铂金存量充足，减弱了铂金供应短缺的影响。其次，2021至2022年期间中国大量进口铂金，但之后尤其是铂价上涨期间进口已放缓，意味着这一推动铂价上行的动力被削弱。最后，氢能供应链困境和股市走强也可能会影响到铂金的投资吸引力。不过金价走强、铂金供应风险持续存在、市场供应短缺等因素将继续支撑铂价。

## 钯金

由于工业买家一直在消化2022年期间囤积的过剩钯金库存（当时芯片供应短缺和对俄罗斯钯金供应的担忧促使汽车整车制造商过量采购钯金，虽然对俄罗斯供应的担忧最终被证明并不成立），2023年钯金均价大跌35%。从技术角度看，由于供应严重受限（2023年供应量较2022年下降40万盎司），同时需求量又上升25万盎司，钯金市场供应短缺量显著。尽管如此，由于库存高企和大量投资者做空钯金，钯价仍表现不佳。

展望2024年钯金市场前景，我们预计上述动态变化趋势将延续。虽然钯金供应仍将短缺，但由于供应有所恢复，同时需求量又将小幅

## 铂族金属矿产供应与回收供应



数据来源: Metals Focus

下降,短缺量将收窄。为应对一篮子铂族金属价格的持续下跌,矿企已快速调整其计划产量,同时俄罗斯冶炼厂停产检修也将导致供应量减少和待加工库存上升。因此我们预计2024年矿产铂金总供应量将下降。另一方面,在连续两年下降后,回收商对2024年持乐观态度,预计废汽车催化剂回收供应量将增长16%。据此我们预计2024年钯金总供应量将小幅增长1%。

相比之下,2024年钯金总需求量则将小幅下降,背后的主要原因是内燃机汽车产量下降,其对钯金需求的影响已大于混动汽车产量的上升(混动汽车的单位铂族金属装填量一般更高)。此外,三金属催化剂在美国等国得到广泛应用,导致钯金被铂金替代,也影响需求。虽然预计农用化学品、制药和其他一些工业部门的钯金需求将有所回升,但需求量都较小,无法抵消汽车业需求的下降。尽管如此,由于库存量下降,买盘持续采购钯金有望支撑钯价。

## 铑

虽然2023年铑供应短缺量创出2019年以来新高,达9.1万盎司,但全年铑价却暴跌64%,至4,425美元/盎司。

展望2024年铑市场前景,我们预计供应短缺量将扩大至15.8万盎司,部分原因是铑供应持续疲软。虽然我们预计主要因废汽车催化剂供应量回升,2024年铑总供应量将增长5%,但这只是低基数上的增长。预计矿产铑供应量将保持相对稳定,但由于面临很大的利润率压力,生产商已宣布实施多项削减成本措施,以适应低价环境,因此2024年南非铑供应量可能最多只能与2023年持平。而在俄罗斯,矿企更换设备供应商已影响项目交付能力。

在需求方面,汽车业继续从生产内燃机汽车转向生产电动汽车。虽然使用化石燃料汽车的总产量下降可能会导致铑需求小幅走低,但在2023年持续消化库存导致需求承压之后,2024年整车制造商有望恢复采购铑。就玻璃制造业而言,预计所使用合金中的铑含量将保持稳定,因此在2023年净卖出铑库存后,2024年全行业的铑净需求将转为正值。此外,美国等国化工产能扩张也有望提振铑需求。

鉴于铑需求将实现两位数增长,供应又受限,我们预计2024年铑价将自当前价位逐步上行。

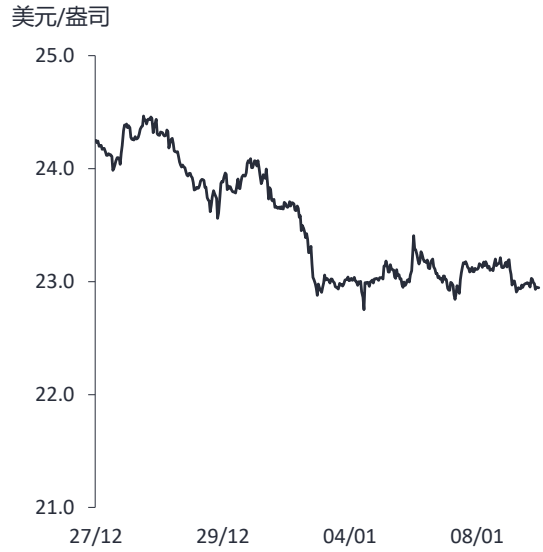
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



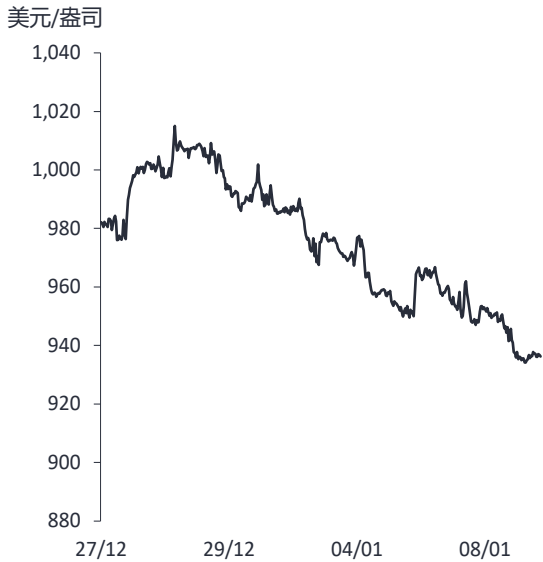
来源: Bloomberg

## 白银



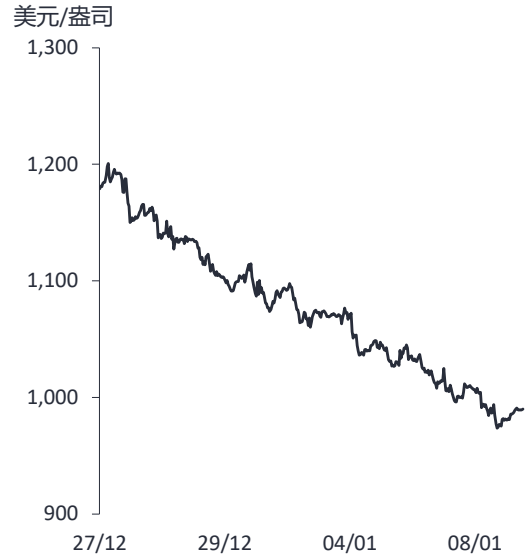
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

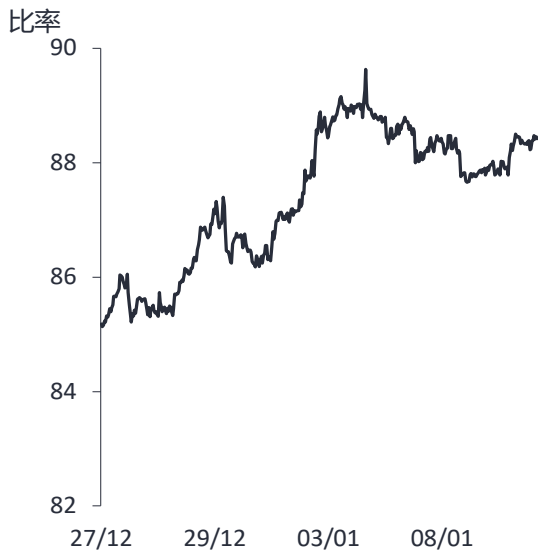


来源: Bloomberg



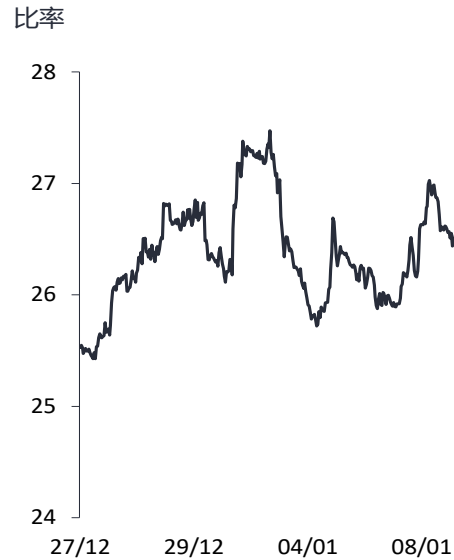
# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



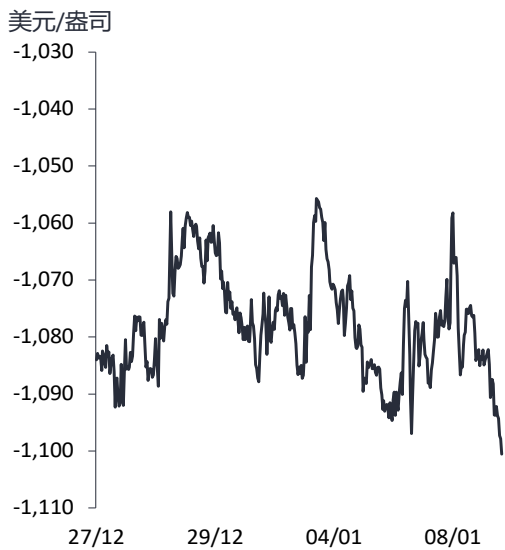
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



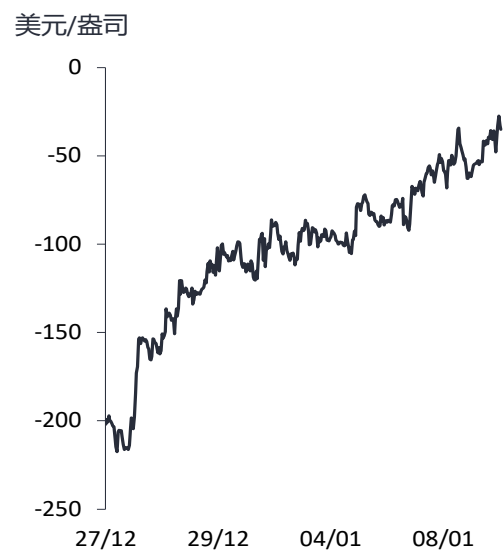
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

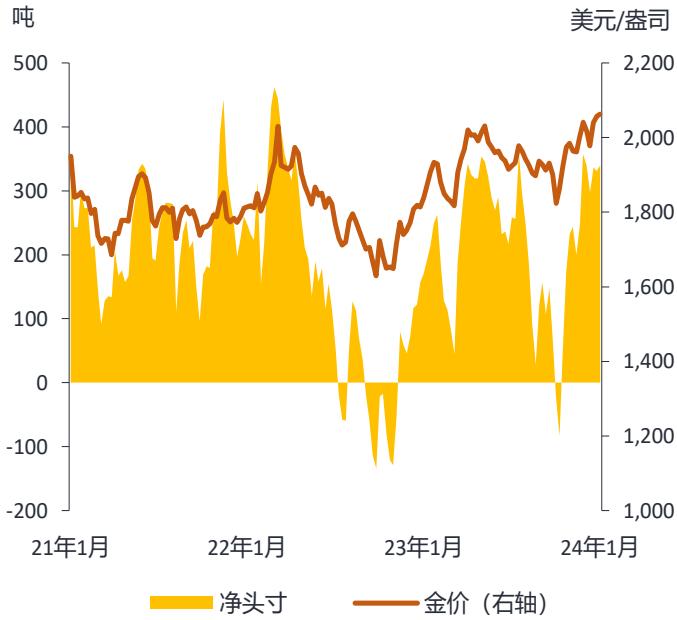


来源: Bloomberg



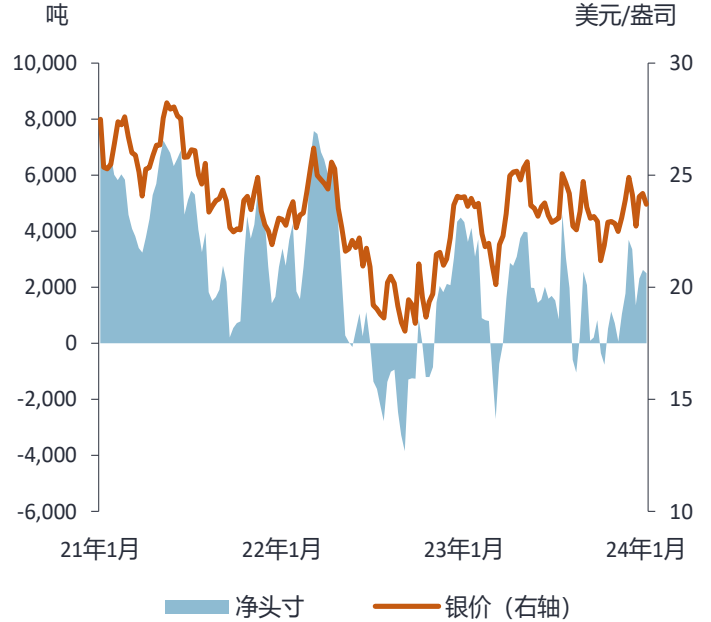
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



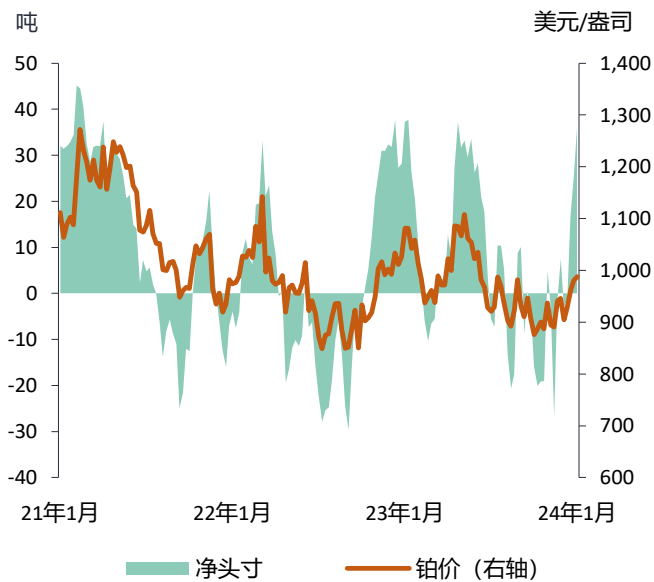
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 白银



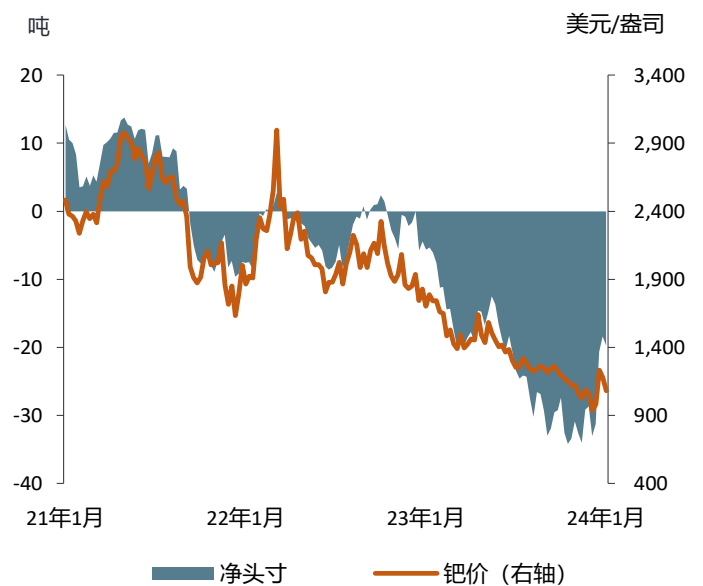
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 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





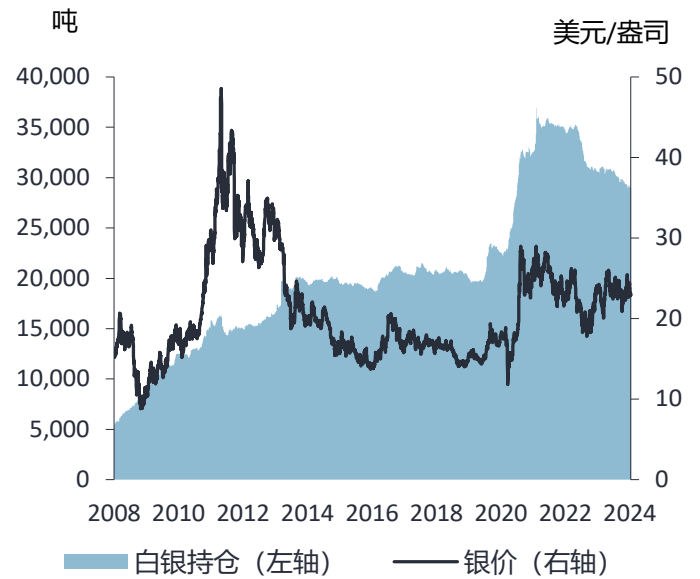
# 图表 - ETP 持仓

## 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

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

Sarah Timlinson, 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

Tim Wright, 高级矿业研究员

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

微信扫描二维码, 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。