Metals Focus

贵金属月报

第101期 – 2024年4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

中国黄金协会
CHINA GOLD ASSOCIATION

Metals Focus 感谢以下机构
对《贵金属月报》中文版的支持

valcambi suisse

www.valcambi.com

ASAHI REFINING

www.asahirefining.com

RAND REFINERY

www.randrefinery.com

SD-GOLD

www.sdhjgf.com.cn

中国国际黄金大会
CHINA GOLD CONGRESS

2024 中国国际黄金大会
China Gold Congress & Expo

创新驱动、绿色发展、共襄未来

7月26日-28日 国家会议中心（上海）

主办单位：

中国黄金协会
China Gold Association

WORLD GOLD COUNCIL
世界黄金协会

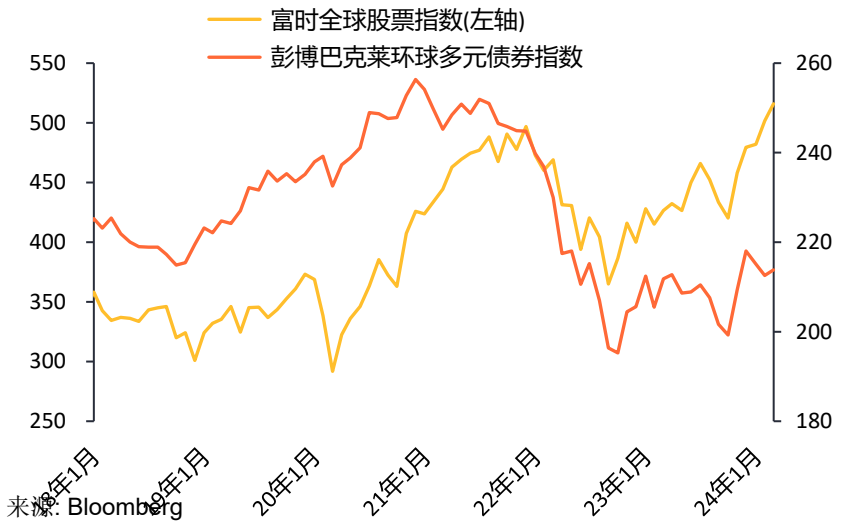
咨询报名：
电 话：010-64465066
传 真：010-64466368
Email: info@bj-unismart.com

宏观经济现状与展望

- 3月份全球宏观经济大环境变化甚微，全球金融市场情绪也保持稳健。3月份全球股市连续第五个月上行，其中标普500指数上涨3%。
- 3月初至4月初黄金也大幅上涨，期间迭创历史新高。截至2月份，其他贵金属的价格表现大幅跑输金价，但得益于市场对工业金属走强的信心持续改善，3月份期间也开始上涨，其中银价自2021年6月份以来首次触及27美元/盎司，铂价和钯价也首次实现月度上涨。
- 考虑到美联储在最近一次货币政策会议上调了2024年美国经济增长和通货膨胀预期，贵金属价格仍能上涨尤其引人注目。重要的是，虽然美联储仍称2024年可能会降息三次，但其3月份的利率点阵图暗示2025年降息次数将较之前的预期减少。预计2025年底时的政策利率中位数为3.9%，高于去年12月会议中预期的3.6%。
- 以上这些都显示金融市场参与者仍对下述情景持乐观预期：随着美国通胀率持续回落至美联储设定的目标值，美联储最终将更快速地降息。就黄金而言，由于全球地缘政治形势仍充满不确定性，中东地区冲突和俄乌战争升级的迹象交替出现，避险性买入仍踊跃。
- 虽然贵金属上涨动能强劲，但仍存在多个不确定因素。首先，近期黄金涨速很快导致一些投资者认为黄金已超买。其次，由于油价继续上涨，未来通胀上行的风险不容忽视。这可能导致投资者进一步调整对2024年降息前景的预期，进而引发短期内贵金属价格回调。
- 不过预计一旦新一轮降息周期开启且2025年进一步降息临近，2024年下半年金价或将显著回升，并将带动银价和铂价走高。

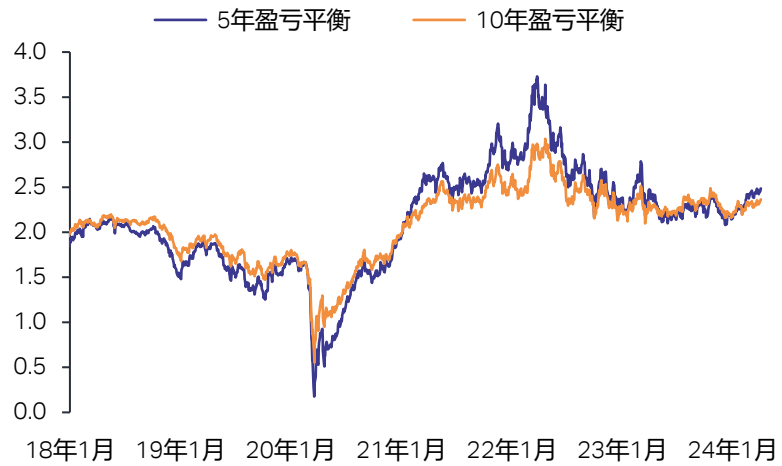
宏观经济现状与展望

全球股票与债券市场



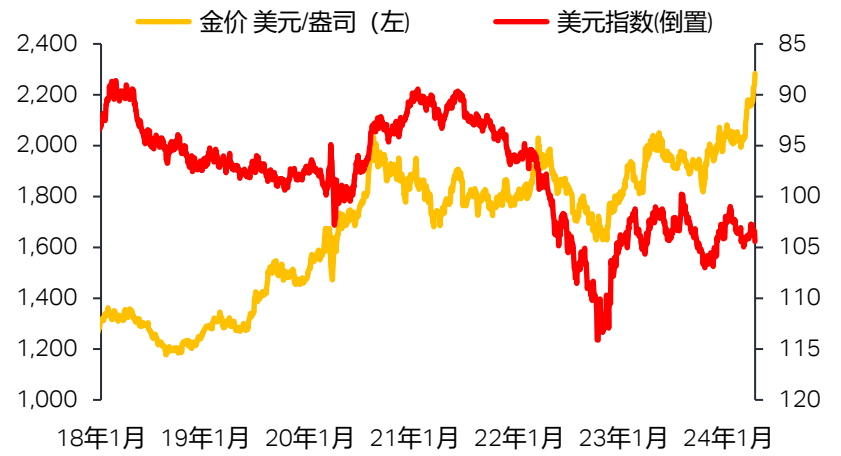
来源: Bloomberg

美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



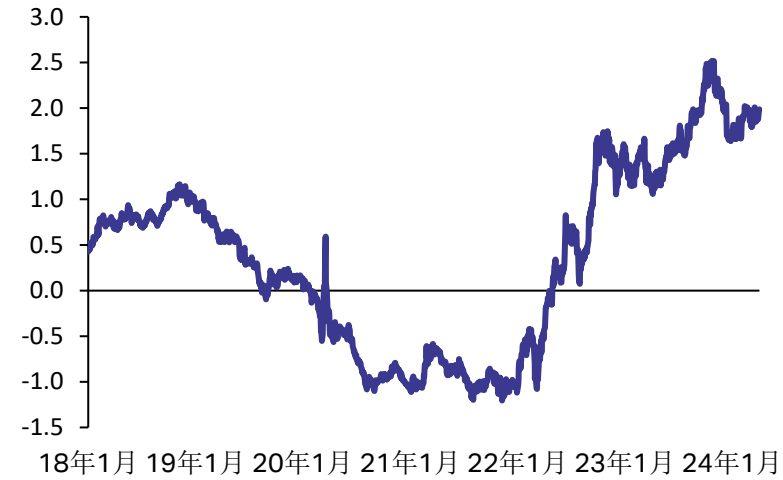
来源: Bloomberg

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

2月底平价收盘后，3月份**黄金**价格飙涨9%，期间迭创历史新高。4月早期金价延续涨势，4日触及历史新高2,306美元/盎司。发布本报告之时（5日），金价小幅回落至2,300美元/盎司下方。。

- 3月份期间黄金价格与市场对美国利率决定的预期之间的强相关性（2023年黄金市场的重要特征之一）显著弱化。虽然目前金融市场在定价时预期2024-2025年降息次数将减少，但黄金仍迭创历史新高。
- 如前面“宏观经济”部分所述，这部分反映出投资者对降息周期不久将开启持乐观预期。此外，由于地缘政治不确定性因素众多，黄金继续从避险性买入量增加中受益。
- 虽然本年迄今全球官方部门净买入黄金的步伐有所放缓，但绝对数量仍处于历史高位，为金价提供额外支撑。
- 金价突破重要心理和技术阻力位亦引发专业投资者尤其是其中短线战术性投资者吸纳黄金的兴趣复燃。3月份管理基金持有的黄金期货总多头仓数激增57%，叠加空头大幅回补，3月26日将净多头仓数推升至1,360万盎司，较2月底翻了一番多。
- 相比之下，3月份资金连续第十个月流出黄金ETP（交易所交易产品）。轶事信息也显示高净值投资者和家族财富管理办公室继续在场外交易市场上减持黄金多头仓位。
- 展望未来，鉴于较短时间内金价涨幅大，涨速也快，短期内回调风险颇高。不过随着今年剩下时段内降息时刻临近，金价上行空间有望扩大。为反映近期黄金走强的现实，上期月报发布以来我们已上调了金价预测值(具体价格预测请与我们联系订阅)。

黄金市场现状与展望

- 在**中国**，由于金价涨至创纪录高位，叠加需求相对走软，3月份上海黄金交易所金价较伦敦市场金价的溢价已从2月份的44美元/盎司大幅降至24美元/盎司。除春节后季节性因素导致销量回落外，金价飙涨也导致金饰销量和实物黄金投资需求量放缓。

- 2月份**印度**黄金进口量为121吨，同比飙升161%。当时黄金加工商和零售商都对婚礼季节和佛陀满月节（吉祥的购金节日）到来前的需求前景持乐观预期。不过之后金价迭创新高削弱了消费者的购金意欲。金价高企，叠加本月将开始举行选举，可能会令印度黄金市场承压。

- 在**土耳其**，3月21日该国央行将政策利率上调500个基点至50%之前，黄金需求保持旺盛。投资者认为大幅上调利率意味着土耳其央行不论选举结果如何都将坚定实施限制性货币政策。3月早期土耳其国内金价较国际金价的溢价尚高达200美元/盎司，之后大幅收窄至50美元/盎司左右。溢价大幅收窄，叠加3月金价环比上涨15%，引发3月后期投资者获利了结。

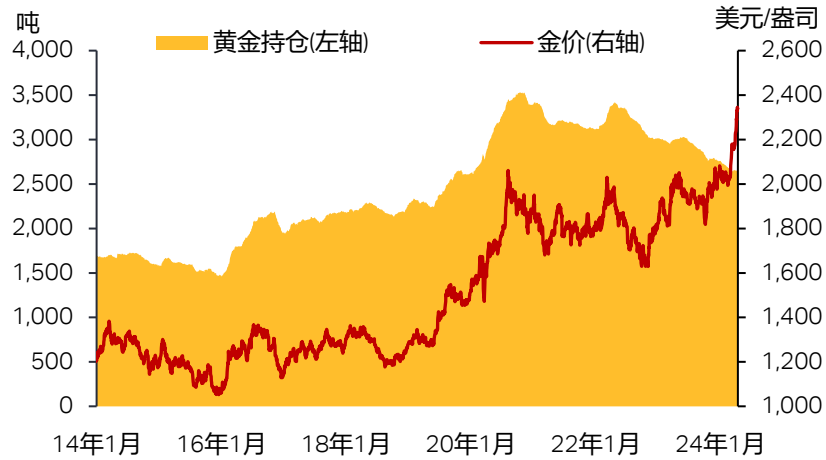
- 就**欧洲市场**而言，近期我们赴法国调研发现与其他一些西方国家一样，过去几月间该国黄金零售投资市场已转为净卖出状态。背后的驱动因素包括投资者趁金价飙涨之机获利了结，叠加生活成本危机导致居民可用于购买新黄金产品的资金减少。

- 在黄金**矿产供应**方面，阿拉莫斯黄金公司（Alamos Gold）已与阿尔戈纳特黄金公司（Argonaut Gold）签订正式协议，同意收购后者所有发行在外股份，交易金额为3.25亿美元。作为该收购交易的一部分，阿拉莫斯公司将收购临近其海岛金矿的Magino矿山。预计上述两座矿山连为一体后，阿拉莫斯公司的黄金年产量将升至60万盎司以上，并有潜力增长至90万盎司/年。

- **价格预测风险因素：**在金价上行风险方面，货币政策宽松步伐加速可能会推高机构投者的黄金投资。如果中东地区紧张局势进一步升级，黄金也有望受益。进入2024年下半年后，美国大选临近亦会带来更多不确定性。在下行风险方面，通胀上升和美联储持鹰派立场都可能会引发黄金抛售潮。

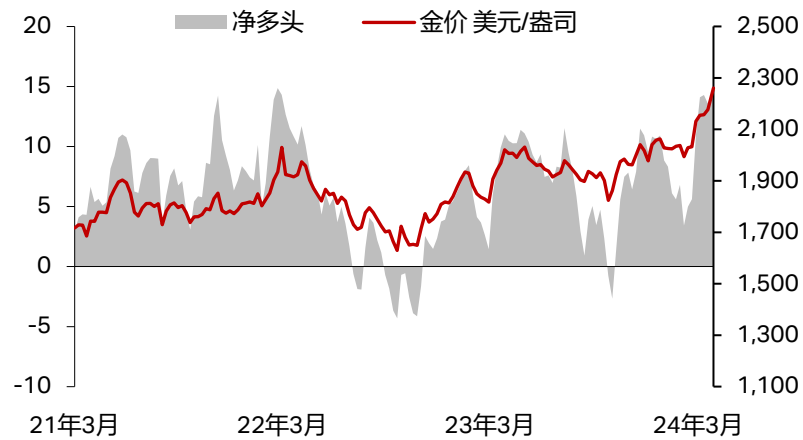
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



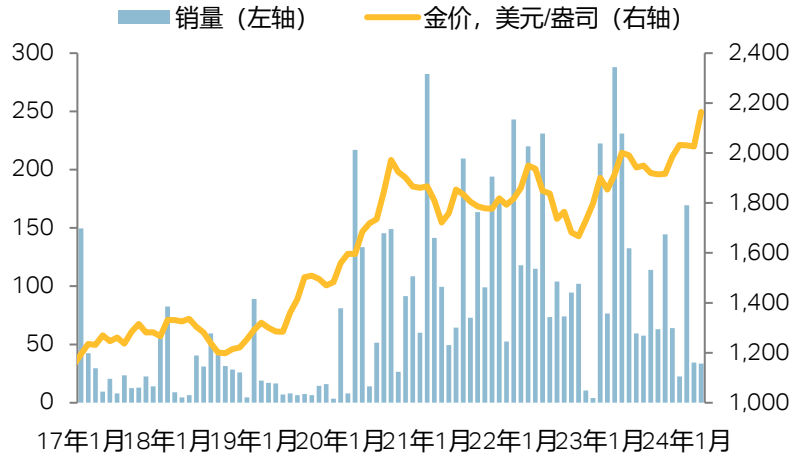
来源: Bloomberg

Comex 净仓位*, 百万盎司



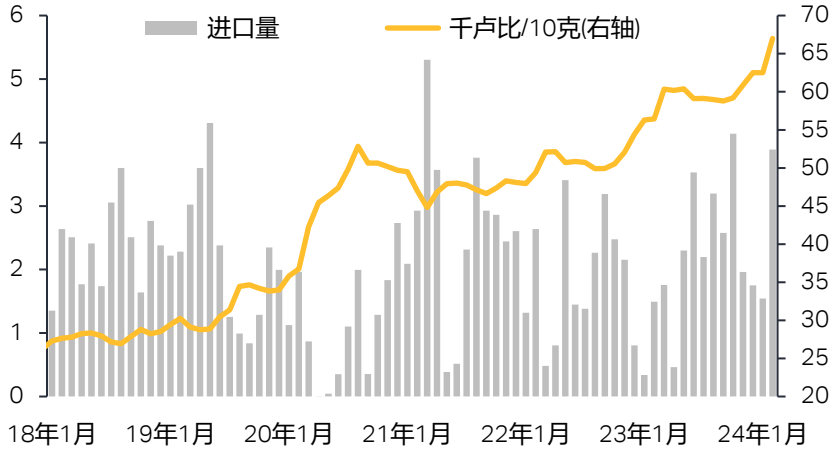
*管理基金(Managed Money)仓位； 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

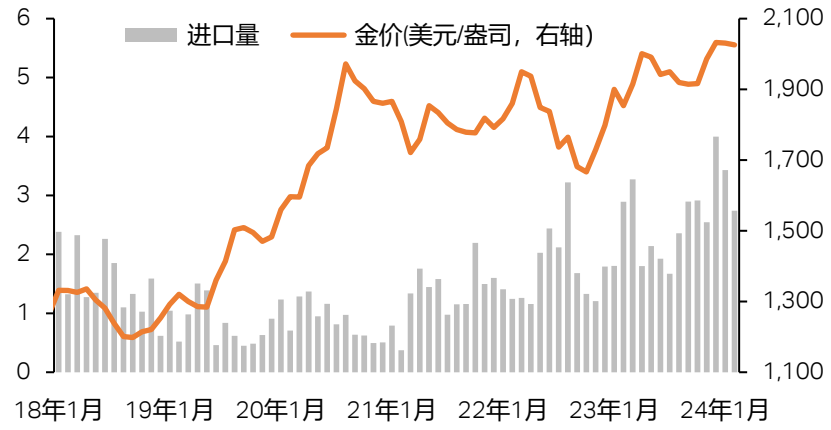
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

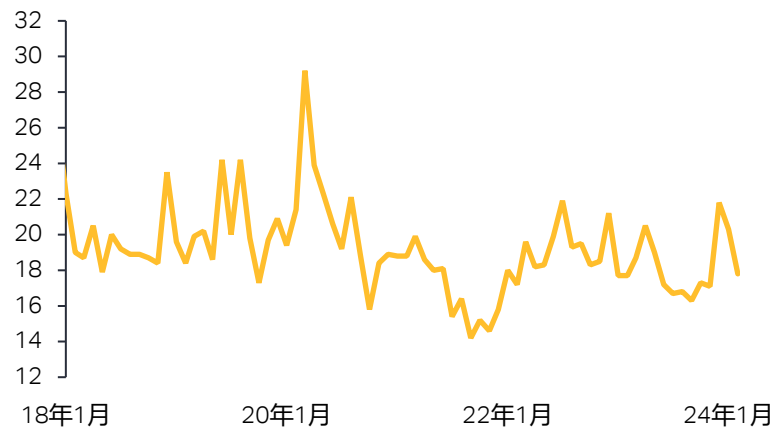
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



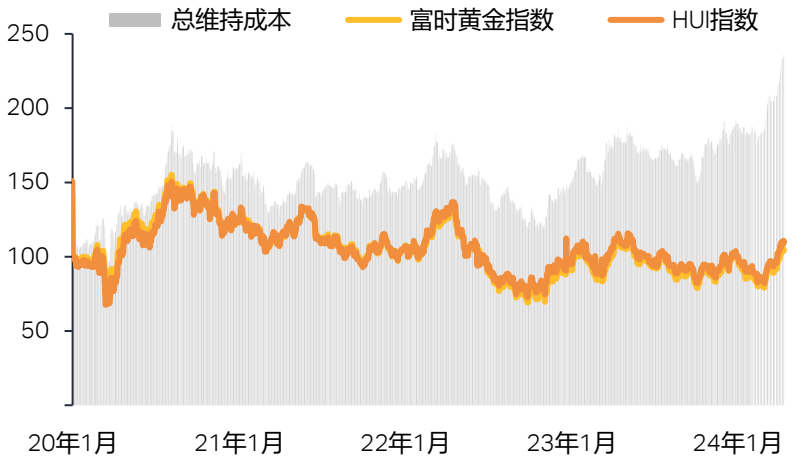
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*，百万盎司



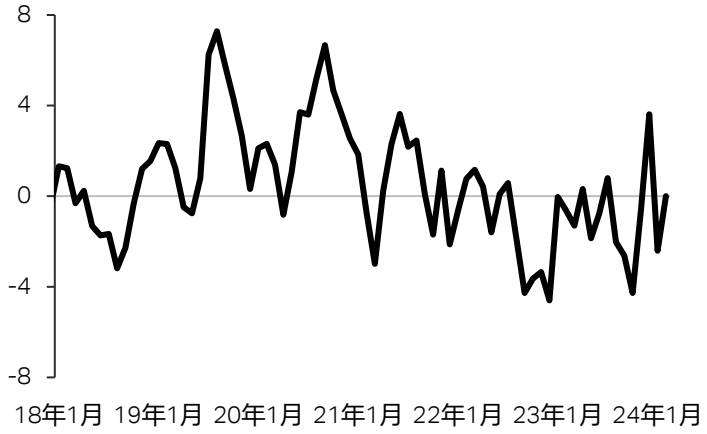
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

1月至2月期间**白银**价格都在22-24美元/盎司区间内震荡，3月份终于突破上行，4月早期更加速上涨。3月份白银开盘价为22.67美元/盎司，之后飙涨逾20%，4月4日自2021年6月份以来首次涨破27美元/盎司。

- 金价飙涨是推动银价大幅回升的主要因素。尤其值得一提的是，1月至2月期间金/银价格比率急剧上升导致更多投机资金流入白银，押注银价涨幅最终会赶上金价涨幅。此外，基本金属价格回升之势也外溢至其他工业金属。

- 银价涨破26美元/盎司（2022-2023年期间的重要阻力位）之后，2023年期间因银价走势平淡而基本回避白银的趋势投资者转而追涨买入白银。

- 吸纳白银的兴趣上升在机构投资者中表现得尤为明显。2月份管理基金持有的CME（芝加哥商品交易所集团）白银期货净仓位为净空头，平均数量达1,590万盎司，但3月早期就转为净多头，之后净多头仓数攀升至1.856亿盎司，触及两年来的高点。因资金流入，3月份白银ETP的总持仓量也上升3%（增加2,920万盎司），创2021年2月份以来最大单月升幅。考虑到资金流入规模和速度，机构投资者应是流入主力。

- 与黄金的情况一样，我们上调了银价预测值。不过鉴于近期银价涨幅似乎已过大，我们预计二季度末银价会因投资者获利了结而回落。(具体价格预测请与我们联系订阅)

- 预计经过一段时间整固后，在金价上涨的带动下2024年下半银价将重拾涨势。事实上虽然近期金/银价格比率收窄，但仍处于高位。这使得更多资金流入白银的空间很大，尤其是来自认为白银遭低估投资者的资金。

白银市场现状与展望

- 与机构投资者对白银兴趣急剧回升形成对比的是，**西方国家**白银零售投资需求仍疲软。由于二级市场上投资者的回售量不断上升，叠加2023年结存的库存数量高企，新铸银币和银条需求下降之势尤为显著。

- 因银价回落，2月份**印度**白银进口量升至2,200吨，创出新高。不过随着3月份银价急剧回升，印度国内白银需求转弱。我们与印度业界人士的沟通显示，之前所进口白银中相当大一部分仍闲置在仓库中。3月份印度国内银价较到岸成本价的折价从0.30美元/盎司扩大至1.30美元/盎司，就是需求疲软的明显例证。展望未来，我们预计只要银价不较大幅度回调，虽然婚礼季节尚未结束，印度白银需求也仍将保持疲软。

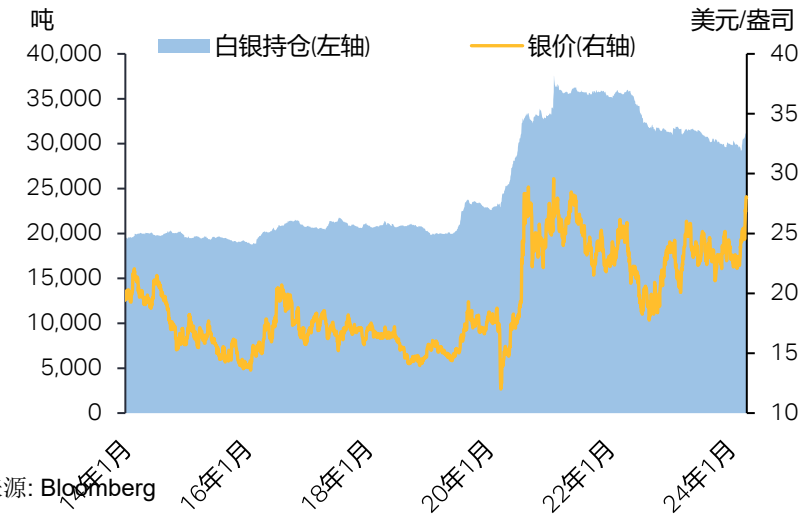
- 在白银**工业需求**方面，受绿色技术转型持续推进和人工智能相关应用不断上升的推动，供应链各环节（包括半导体、消费电子产品等）的工厂开工率稳步上升。在手订单已排到今年二季度底，二季度需求也有望较一季度改善。

- 在**供应**方面，截至2023年底阿雅（Aya）金银公司旗下Zgounder矿山扩建项目已完成80%。项目资金已全部到位，预计在今年二季度投入试生产。已发生的开支为1.1亿美元，另3,800万美元资金已确定投入。据估算到该扩建项目竣工时资本支出将不超过1.59亿美元。该矿山2024年的白银产量指引为260万-320万盎司，现金成本为13-14.50美元/盎司。

- **价格预测风险因素：**与黄金的情况一样，银价上行风险因素包括地缘政治风险升高。在主要下行风险方面，中国经济未能显著复苏或将打压工业用大宗商品价格，进而打压银价。如果印度白银需求受当前银价高企的影响较目前预测的更大，也可能会拖累银价。

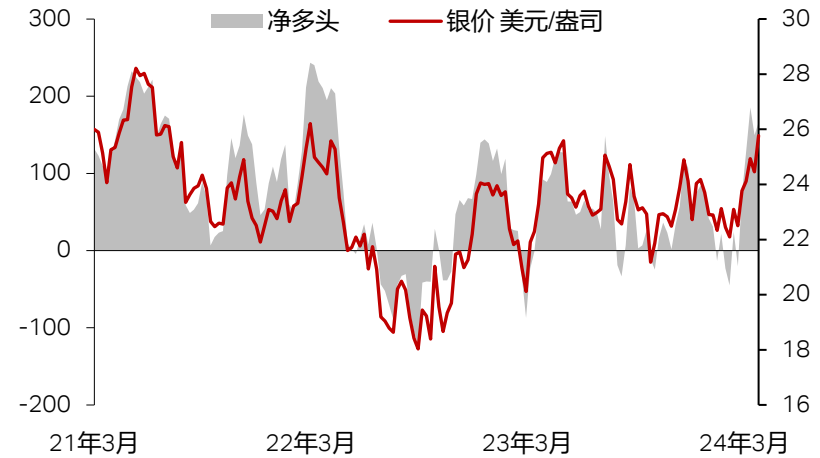
白银市场现状与展望

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

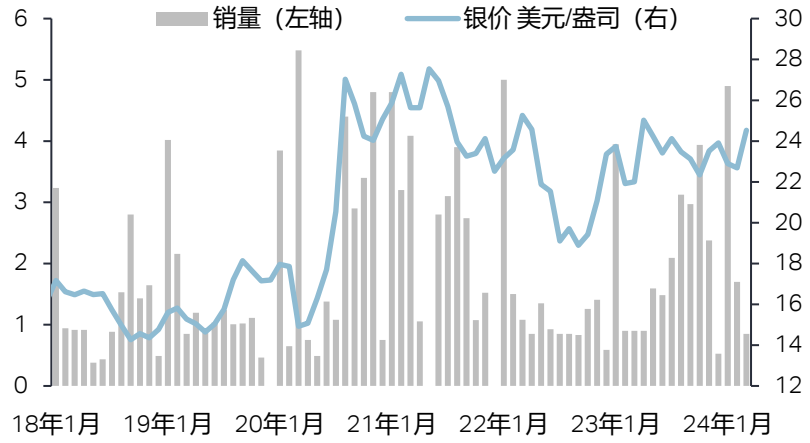
来源: Bloomberg

白银 & 黄金价格 美元/盎司

来源: Bloomberg

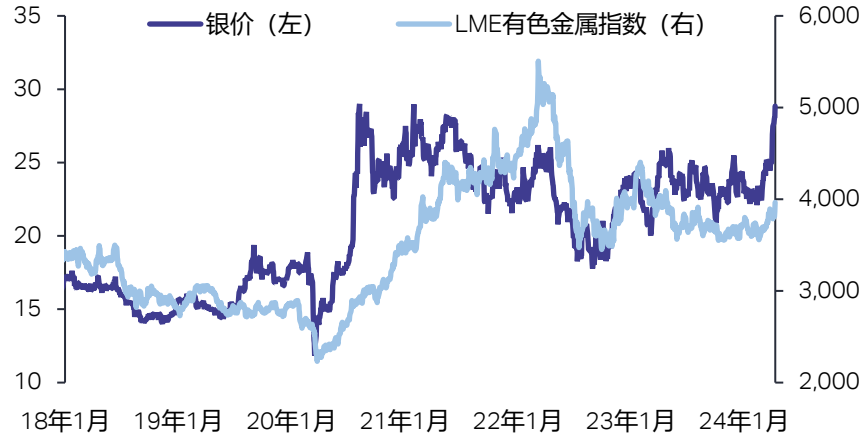
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



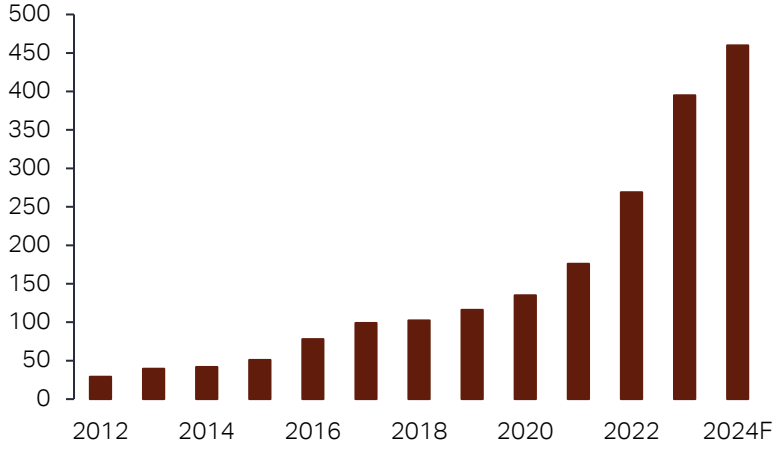
来源: US Mint

白银 （美元/盎司）& 有色金属价格



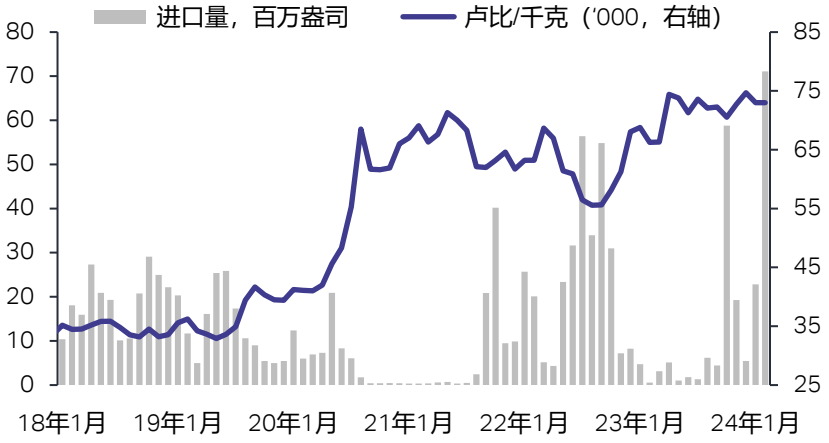
来源: Bloomberg

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

3月份**铂金**开盘价为881美元/盎司,同日触及月内低点869美元/盎司。虽然当前走势显示铂价与金价呈温和的相关关系（相关系数约为0.5），但铂金并未大幅从黄金飙涨中受益。3月15日铂价触及月内高点954美元/盎司，此时金价高位盘整。之后至月末铂价逐步走低，下探900美元/盎司，而金价则迭创新高。这反映出宏观经济和地缘政治因素驱动黄金走高，而铂金目前从中受益甚微。3月底铂价报收于911美元/盎司.

我们小幅下调了铂价预测值。铂价难于突破上行，更长时间陷入区间震荡走势。一旦铂价上涨，投资者就获利了结，趋势交易者开始做空，同时来自中国半投机性质的买盘减弱。铂价横盘震荡，金价却迭创新高，使得目前二者的价差已达到1,350美元。(具体价格预测请与我们联系订阅)

- 在**供应**方面，诺瑟姆铂业公司3月初宣布鉴于当前市况将暂停实施多个项目，以保存资本。具体举措包括推迟旗下Zondereinde矿山不会对3号矿井项目产生重大影响的一些作业活动。得益于实施节省运营成本的措施，2023年下半年该公司每盎司4E精炼铂族金属当量的现金成本升幅得到控制，约为6.7%。

- 南非将于今年5月底举行**大选**。三十年来一直主导南非政坛的非洲人国民大会(ANC)可能首次无法赢得绝对多数票。虽然这有可能导致组建联合政府，改变南非政治格局，但我们不认为会对南非矿产铂族金属供应产生重大影响。

- 由于欧洲基金增仓抵消了南非基金减仓，3月份全球**铂金**ETP的总持仓量基本未发生变化，仍为308万盎司。

铂金市场现状与展望

- 3月初Nymex（纽约商业交易所）管理基金持有的铂金期货净仓位为净空头（数量102万盎司），净空头仓创2019年6月份以来新高。有趣的是，在此期间铂价变动甚微，低点仅触及870美元/盎司。由于这是金价飙涨8%至2,200美元/盎司附近的初期，有可能一部分投资者在做空铂金并做多黄金，但实际情况并不清楚。之后净空头仓数降至15.8万盎司，月末小幅升至17.5万盎司。作为对比，2023全年平均仓数为净多仓21万盎司，净仓位在净多头和净空头之间频繁波动，今年开年净多头仓为116万盎司。

- 3月13日欧洲议会批准了修订后的**欧7**尾气排放法规。修订后的尾气排放标准主要针对卡车和公共汽车。原定施行日期为2025年，而目前看施行日期可能会推迟至2030年（针对轿车）和2031年（针对卡车和公共汽车），因此我们的2024年汽车业铂金需求量预测数字仍保持不变。

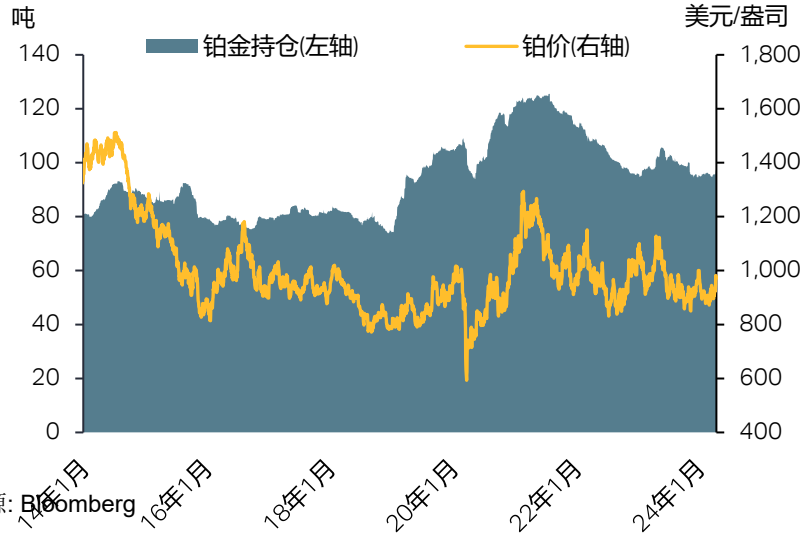
- 今年1月和2月份**中国大陆和香港地区**的铂金净进口量达32.7万盎司，为2017年以来同期最高水平，超过2021年和2022年的进口量高位。这显示铂价低于950美元/盎司时，中国类投机性质的铂金需求仍存在。此外，所进口铂金大部分原产于南非，而并非像钯金一样主要来自俄罗斯。

- 2023年**美国铂金净进口量**为123万盎司，创2004年以来新高。进口量同比增长反映出以下因素所起作用：汽车催化剂系统中铂金替代钯金，叠加汽车业需求在受新冠疫情和半导体供应短缺冲击后持续改善。2024年1月份净进口量达13万盎司，为逾二十年来该月进口量最高水平，显示去年以来北美实物铂金进口之势延续。

- **价格预测风险因素：**随着5月底南非大选临近，爆发社区动乱的风险略有上升，可能影响供应并推高铂价，或者带来地缘政治风险溢价。矿企因一篮子铂族金属价格下跌而大幅削减矿产铂金供应量也有望推高铂价。

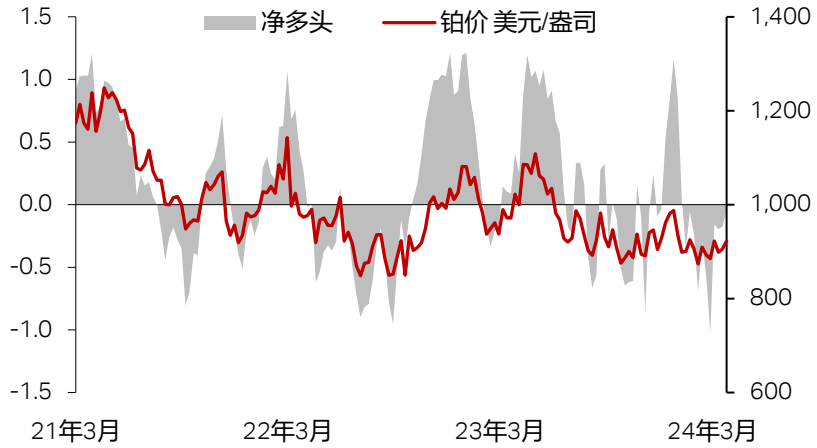
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



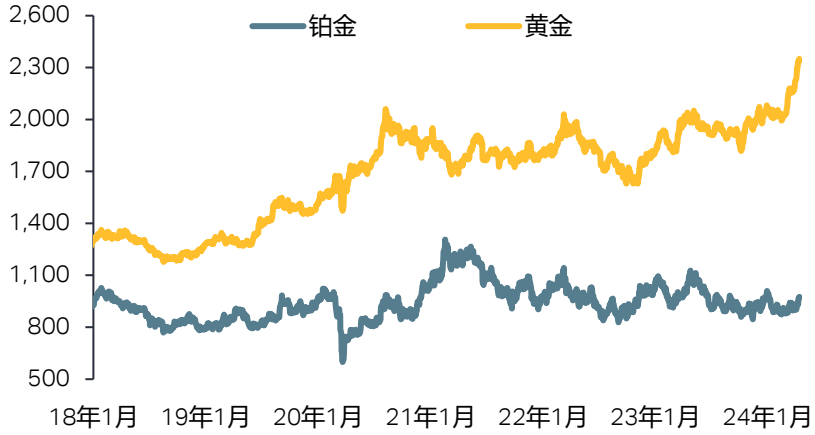
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



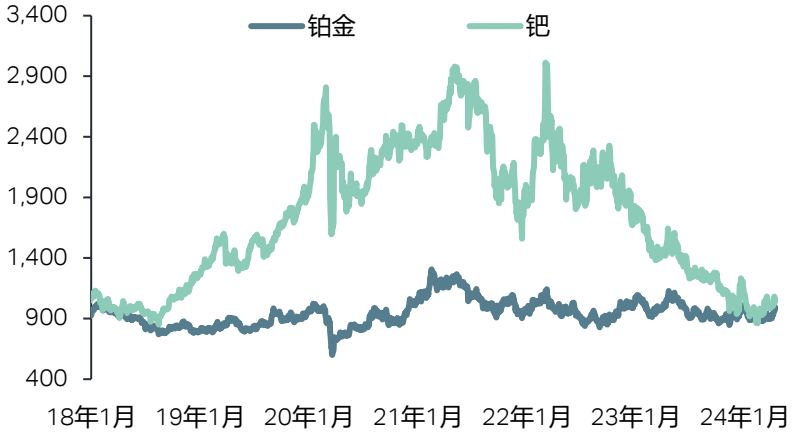
*管理基金(Managed Money)仓位； 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

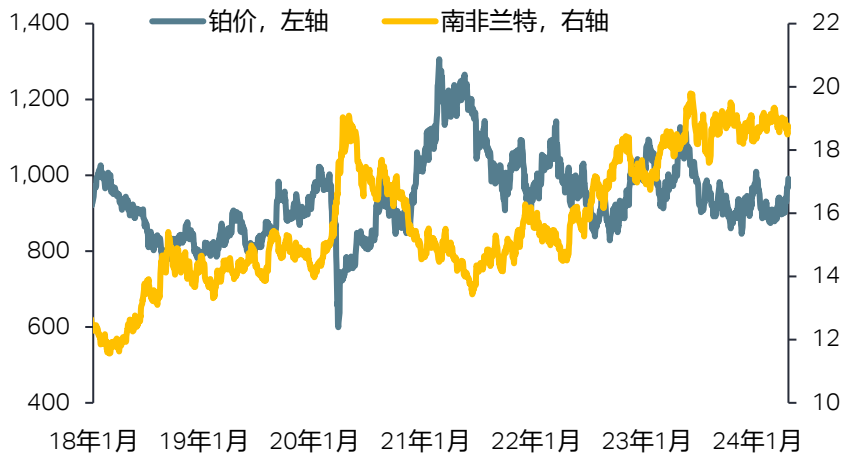
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

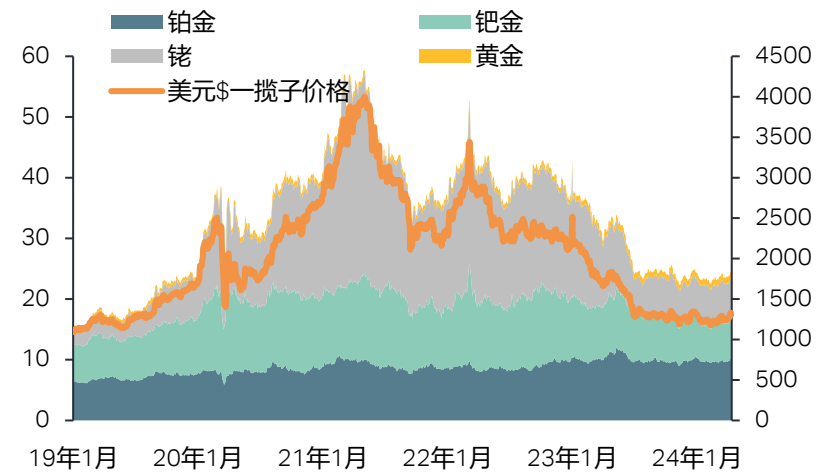
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



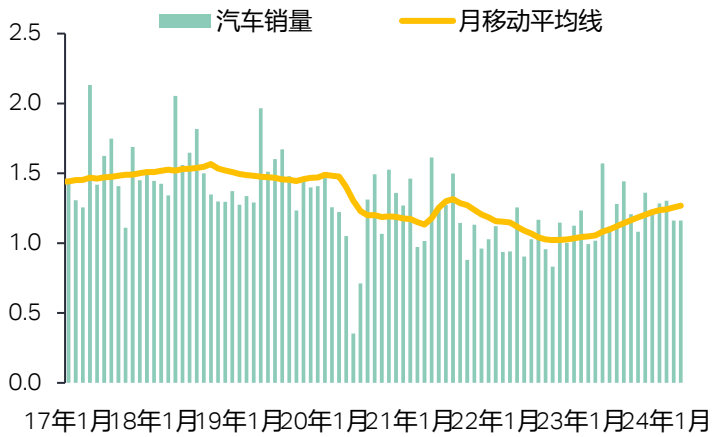
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格，千兰特/盎司



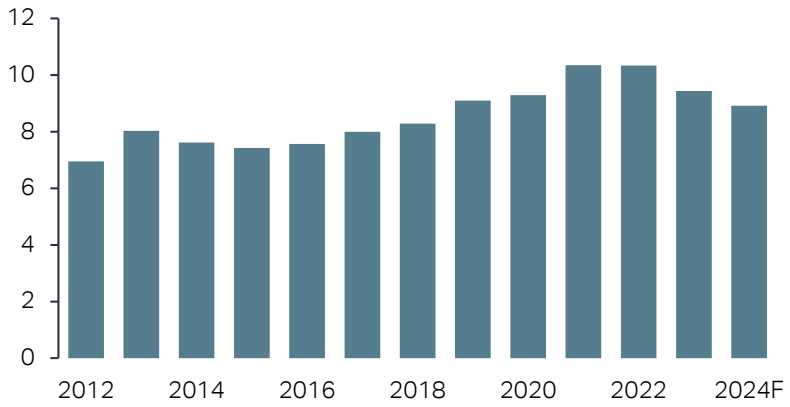
一揽子价格基于经典南非金属分割，包括56.6%铂，33.2%钯，7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

3月份**钯金**开盘价为942美元/盎司。美联储主席鲍威尔重申需要以可控方式降息后，3月6日钯价飙涨近100美元。降息将降低融资成本，提振经济并降低持有无利息收益率资产的机会成本，这些都让钯金受益。3月15日钯价触及月内高点1,111美元/盎司，之后部分投资者获利了结，月末报收于1,017美元/盎司。

我们已将今年二季度钯金均价预测值下调。虽然我们仍预计钯价将上冲空间（原因是Nymex钯金空头仓数仍高，回补空间大），但认为其不大可能保持在高位。价格预测与上期月报所列基本持平，但预计一些时段波动率较高(具体价格预测请与我们联系订阅)。

- 2月份短暂**相对铂金折价**后，钯金价格回升，3月全月都对铂金溢价50-160美元。这与我们的价格预测更为一致，据我们预测，要到明年钯金和铂金的季度均价才可能持平。

- 今年1月和2月份**中国大陆和香港地区**的钯金净进口量达22.6万盎司，为2021年以来同期最高水平，或许反映出钯价下跌后中国买家的钯金需求复苏。与铂金的情况一样，2022年1月以来钯价和中国钯金净进口量呈温和的负相关关系（相关系数为-0.51），显示钯价下跌时买入量通常上升。

- 3月末Nymex管理基金持有的钯金期货净空头仓数略低于100万盎司，较月初时的124万盎司小幅下降。

- 因欧洲和南非基金均减仓，3月份全球钯金ETP的总持仓量下降1%（减少4,000盎司）至63.5万盎司。自2022年下半年以来，钯金ETP的总持仓量与钯价间的相关系数一直为-0.81，意味着钯价下跌时投资者买入，在上涨时获利了结。

钯金市场现状与展望

- 2023年**美国钯金净进口量**为142万盎司，创2019年以来新高。2020-2022年期间，新冠疫情和芯片供应短缺导致美国汽车需求放缓。虽然面临遭替代和整车制造商库存高的逆风，2023年美国钯金进口量仍同比激增52%，显示北美汽车市场正在复苏。

- 3月份北美市场**汽车销量**增长5.5%，已连续第二十个月实现增长。全球总销量下降归因于中国销量因春节长假而走弱，但节后有望回升。虽然利率高企，西欧市场汽车销量仍上升10.8%，将支撑产量增长。鉴于今年电动汽车市占率有望升至15%，我们维持汽车业钯金需求将同比小幅下降的研判不变。

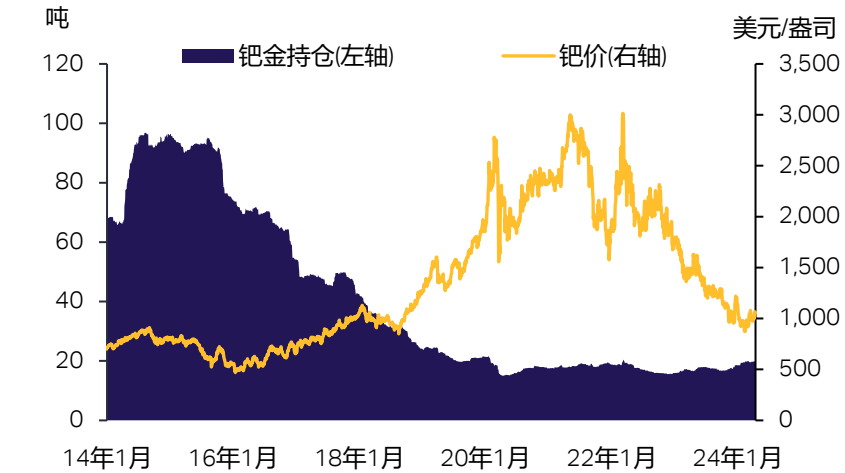
- 3月20日美国环保署公布了轻型汽车尾气排放标准规则的最终版，涵盖时间段为2027-2032年。修订后的规则更多采用了技术不限定路径，可能导致插电式混动汽车的市占率保持在较高水平，而纯电动汽车的市占率下滑。

- 预计主要因俄罗斯和南非产量下降，今年全球矿产钯金**供应量**将下降6%，至610万盎司。因冶炼厂停产检修，叠加获得资本和市场准入都继续面临障碍，诺里尔斯克镍业公司的钯金产量将承压。此外，原定于2024年开始投产的“俄罗斯铂金”项目已大幅延迟。鉴于在当前价格体系下该项目的经济性差，我们在预测钯金产量时未把该项目纳入。

- **价格预测风险因素：**利率急剧下降有望提振新车需求，推高汽车催化剂领域的钯金需求并改善投资者的预期。鉴于Nymex钯金期货净仓位处于净空头，出现轧空的可能性始终存在。一旦出现轧空，叠加有利好钯金的消息传出，钯价可能会大幅飙升。

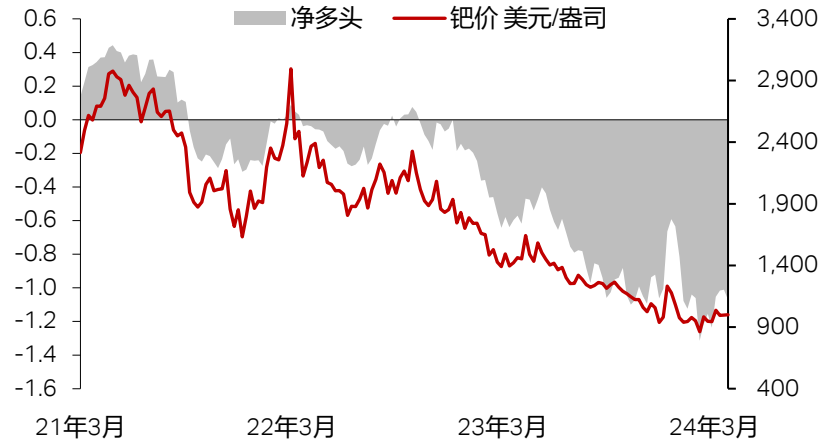
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



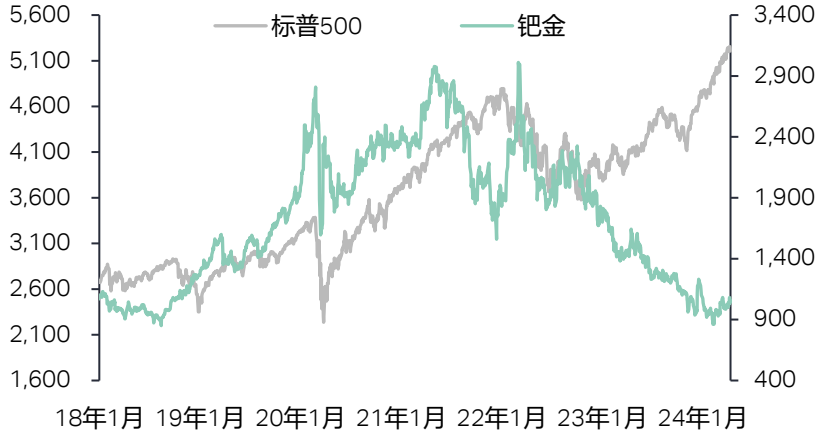
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



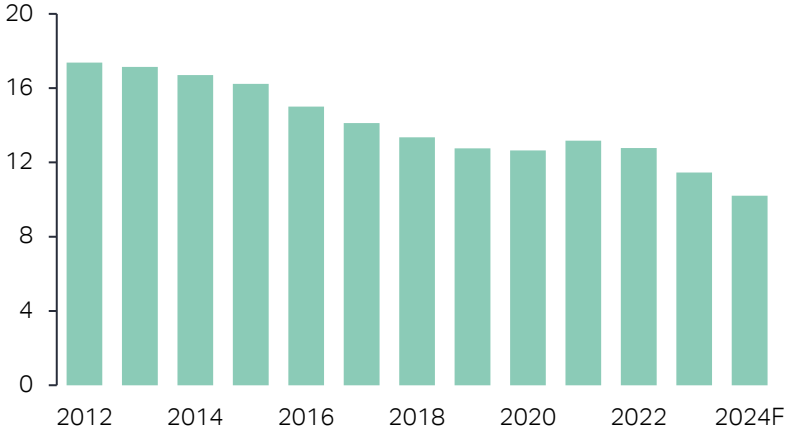
*管理基金(Managed Money)仓位； 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

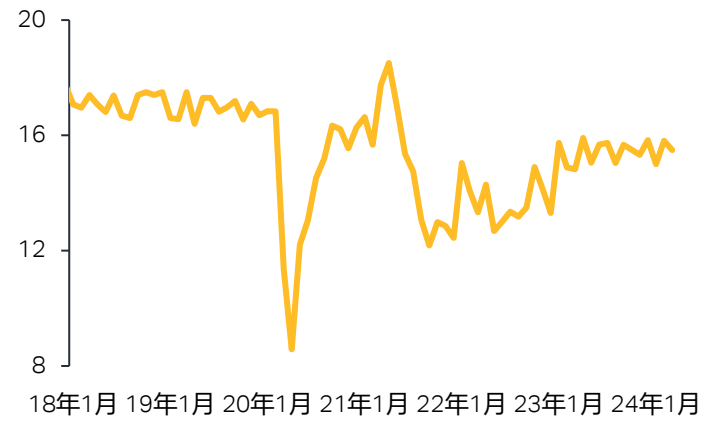
钯金地上存量*， 百万盎司



*年末数； 来源: Metals Focus

钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率，百万辆

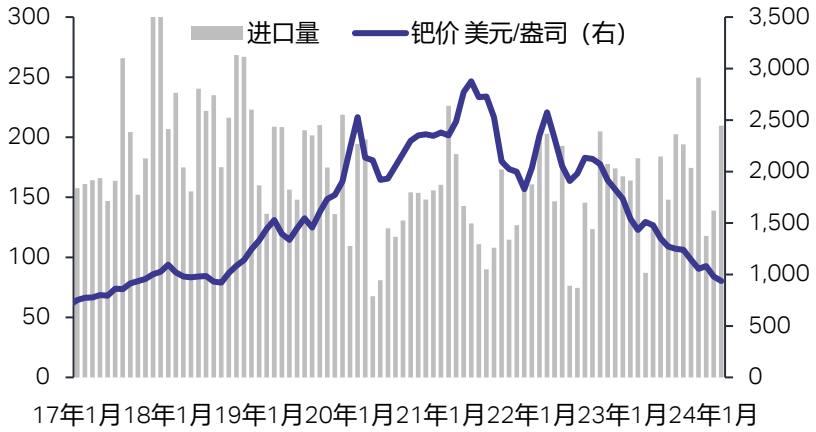


来源: Bloomberg

中国汽车月销量，百万辆

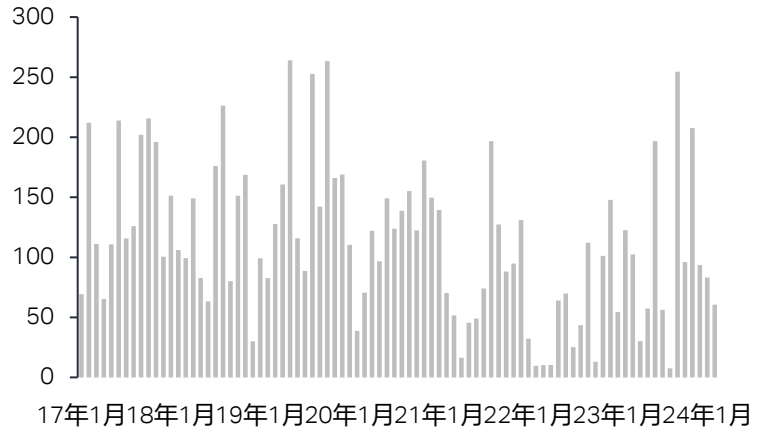
来源: Bloomberg

美国钯锭进口，千盎司



来源: IHS

香港钯锭进口，千盎司



来源: IHS

铑市场现状与展望

3月份**铑**开盘价为4,400美元/盎司，之后稳步小幅上涨，15日触及4,725美元/盎司，创2023年10月份（当时因轧空，铑价飙涨30%至5,500美元/盎司）之后新高。相较于去年10月份，本次铑价上涨可能更具可持续性。在因投资者获利了结而回落100美元后，铑价重拾涨势，月末报收于4,725美元/盎司。

经过多年大幅波动后，2023年6月底起铑价稳定下来，在4,000－5,000美元/盎司区间内震荡。庄信万丰公司公布的铑基价变动越来越小（目前仅为25美元），买卖价差也不断收窄，都反映出铑价波动率大幅下降。虽然因铑市场体量小，叠加市场参与者从事趋势交易，短期内铑价可能大幅上涨，但我们预计2024年铑价将基本维持窄幅震荡走势，从长期来看或将走低。

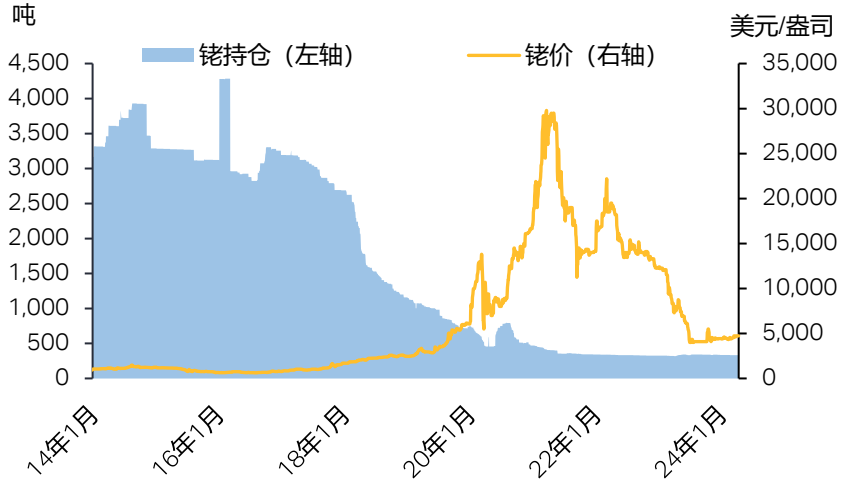
- 不同于铂金和钯金进口量显著增长的情形，2023全年**美国铑净进口量**都低迷，总量仅为13.7万盎司，为至少七年以来的最低水平。这部分反映出由于铑价高，很多应用领域内的企业都节约铑用量，还反映出由于国内需求放缓和投资者兴趣下降，铑出口量增加。

- 预计今年**汽车业铑需求量**将下降4%。电动汽车产量增长，汽车制造商继续节约铑用量，欧7排放法规严格性弱化且施行时间推迟等因素都将打压铑需求前景。

- **价格预测风险因素：**中国玻璃生产企业的铑库存量仍高，任何大规模卖出都可能会打压铑价。此外，定于5月底举行的南非大选日益临近可能导致投资者防御性买入铑，带来地缘政治风险溢价。

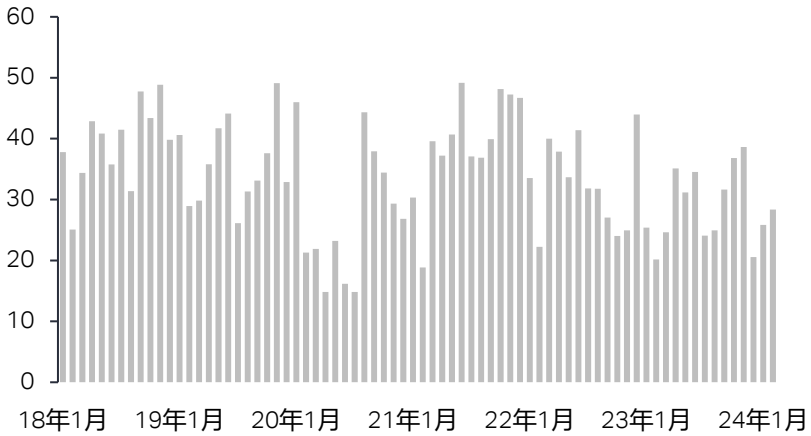
铑市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



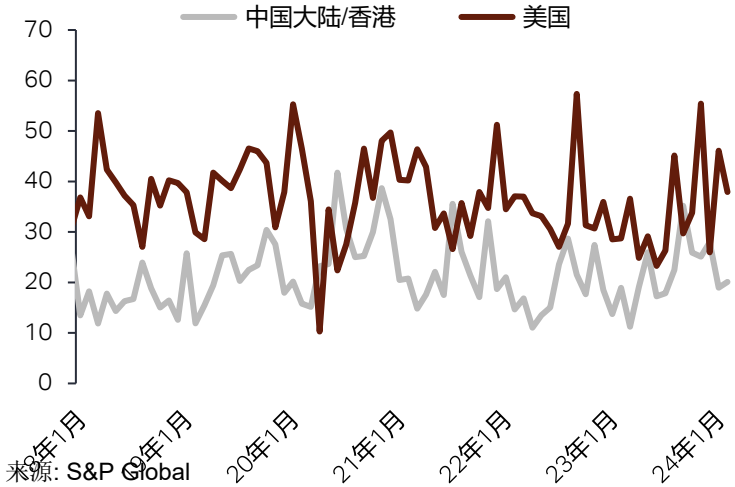
来源: Bloomberg

南非铑出口量, 千盎司



来源: S&P Global

中国大陆/香港与美国铑进口量, 千盎司



来源: S&P Global

钯价与铑价, 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

Mirian Moreno, 业务经理

Jacob Smith, 铂族金属研究员

Adarsh Diwe, 研究员，孟买

Ghananshu Karekar, 研究助理

Nikos Kavalis, 董事总经理-新加坡

Sarah Tomlinson, 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. 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

Neelan Patel, 区域销售总监

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
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。