



Metals Focus

贵金属月报

第72期 - 2021年11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

valcambi
suisse

www.valcambi.com


ASAHI
REFINING

www.asahirefining.com


RAND REFINERY

www.randrefinery.com


SD-GOLD

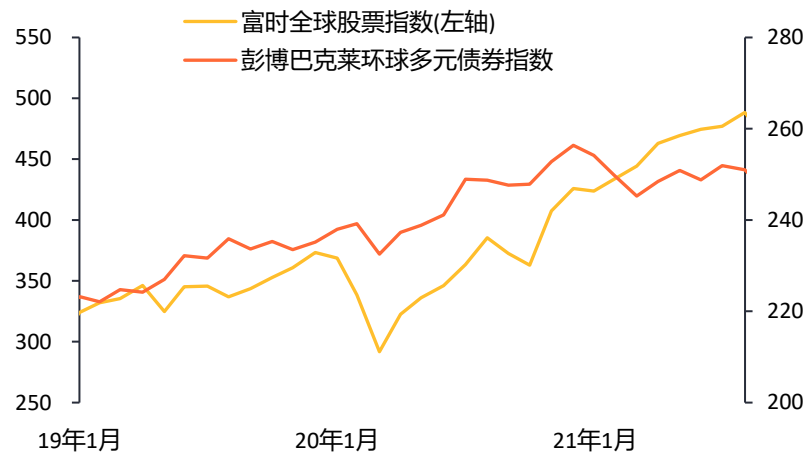
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 11月3日美联储宣布将开始缩减每月的债券购买规模，但其最新政策声明和主席鲍威尔的讲话都显示，美联储并不急于加息。就在同一天，欧洲央行行长也发表讲话称明年加息的可能性非常小。
- 在这一大背景下，全球股市在10月份受公司盈利强劲的提振而大幅反弹后继续上行。撰写本报告之时，欧洲和美国的主要股指均逼近历史新高。
- 虽然主要经济体的央行均重申其坚信目前的高通胀只是“暂时性的”，但10月份大部分时段内市场对长期通胀的预期已进一步升温，例如，美国五年期盈亏平衡通胀率就于二十年来首度逼近3%。
- 同时，能源价格高企、供应链瓶颈、劳动力短缺等因素继续冲击经济增长前景，美国国债收益率曲线日益平坦化，即为明证。10月下旬，美国20年期国债的收益率首次小幅高于30年期国债收益率。
- 展望未来，金融市场仍将对就业和通胀率数据较为敏感，这些数据将对各国央行何时开始加息提供线索。
- 我们维持下列研判不变：由于为支持经济复苏仍需实施高度宽松的货币政策，各国央行将继续对加息时机和速度持谨慎态度。
- 市场对加息的预期降温，应会使美元上行幅度受限。所有这些因素应能在今年四季度和明年初为贵金属投资提供支持。

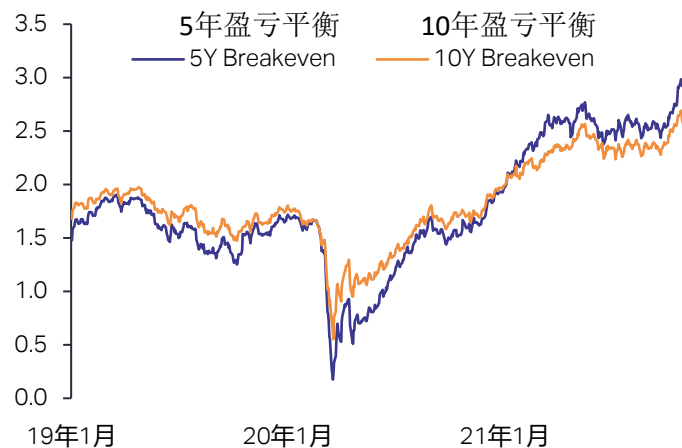
宏观经济现状与展望

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 %



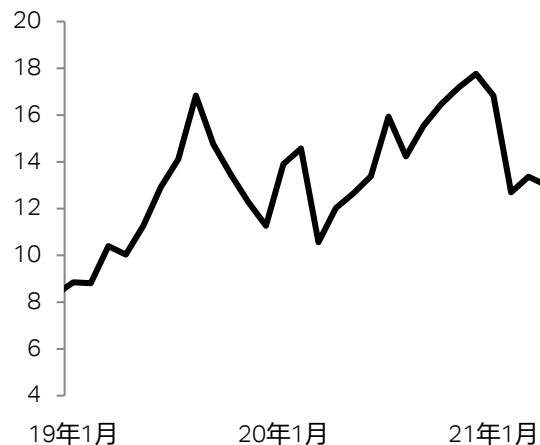
来源: Bloomberg

美元指数与金价



来源: Bloomberg

负收益率债券, 万亿美元



来源: Bloomberg



黄金市场现状与展望

9月份大幅回撤后，10月份黄金价格温和回升。10月22日金价收复1,800美元/盎司关口，涨幅达到5%。之后金价在逼近1,810美元/盎司时遭遇强阻力，实际上自7月以来一直难于逾越此阻力位。10月末再度冲击1,810美元/盎司未果后，金价持续回落，目前（11月5日）交投于1,790美元/盎司一线。

- ▶ 尽管通胀压力不断加大，机构投资者对黄金的兴趣仍然不高，背后的原因是通胀担忧使得对主要经济体央行将较预期更早开始上调政策利率的预期升温。
- ▶ 资金持续流出黄金ETP（交易所交易产品），凸显出投资者缺乏做多黄金的信心。截至10月底，黄金ETP的总持仓量已降至2020年5月以来最低水平。COMEX（纽约商品交易所）黄金期货多头仓位的增量亦有限，10月份金价回升主要归功于空头回补。
- ▶ 展望未来，我们的金价预测值仍与上期月报所列相同。由于全球经济仍持续面临多重下行风险，持有作为避险资产的金仍有充分的理由。
- ▶ 不过也应看到，若无重大事件发生，新资金流入黄金市场的规模将受限，进而会限制金价上行幅度。而一旦有切实的迹象显示多国央行考虑加息，那随着时间推移至2022年，投资黄金的理由将开始减弱。
- ▶ 在矿产金供应方面，10月28日纽蒙特公司公布了三季度业绩，并把今年全年的黄金产量指引下调了50万盎司，至600万盎司。
 - ▶ 下调产量指引，原因是公司旗下的博尔顿矿山和内华达金矿遭遇运营问题，同时位于澳大利亚和加拿大的矿山也因新冠肺炎疫情而出现生产中断。
 - ▶ 因防疫限制措施，公司位于澳大利亚的Tanami矿山在6月下旬和7月份被投入保养和维护。公司位于加拿大的矿山也因疫情导致工人缺勤和劳动力紧张问题，生产受到影响。

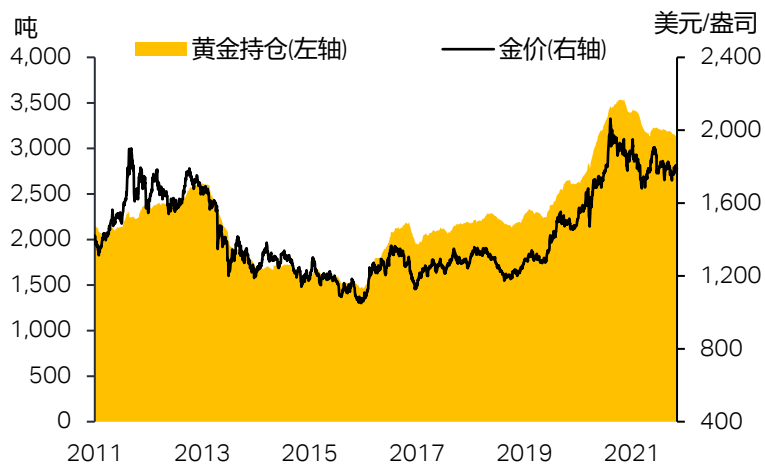
黄金市场现状与展望

主要黄金实物市场情况：

- 在七天国庆长假期间，中国黄金首饰零售商的销量颇旺，背后的原因包括金价具有吸引力，很多新人购买结婚首饰，黄金作为保值品受消费者青睐等。
- 得益于节日和婚礼季节到来，同时卢比计价的金价又处于低位，10月份印度黄金需求继续走强。初步估算显示，10月份印度黄金进口量同比翻了一番多，至89吨。展望未来，由于新冠病毒感染病例数持续下降提振了消费者信心，预计未来几月间需求仍将保持旺盛。
- 由于土耳其里拉贬值，同时美元计价的金价又回升，导致土耳其国内金价飙涨13%，该国黄金需求显著走弱。
- 目前看西方国家的首饰需求量已稳步超越2019年的水平。得益于本地大众市场首饰的消费量持续回升，高端首饰和品牌金表的销量飙升，对美国等国的大众市场首饰出口量持续增长等因素，近月来欧洲的首饰产量显著高于预期。得益于消费者将旅游支出转用于购买首饰等因素，北美本地市场需求仍很旺盛，因此北美首饰市场的增长还更为强劲。
- **价格预测风险因素：**滞胀风险日益上升，加之各国央行很可能在较预期更长的时段内维持超低利率，最终会使黄金受益。新冠肺炎疫情也仍是另一大金价上行风险因素，若新变异病毒株导致未来几月间再次实施防疫封锁措施，则更是如此。另一方面，若美国劳动力市场的复苏速度快于预期，可能导致美联储提前加息，将是金价下行主要风险因素。

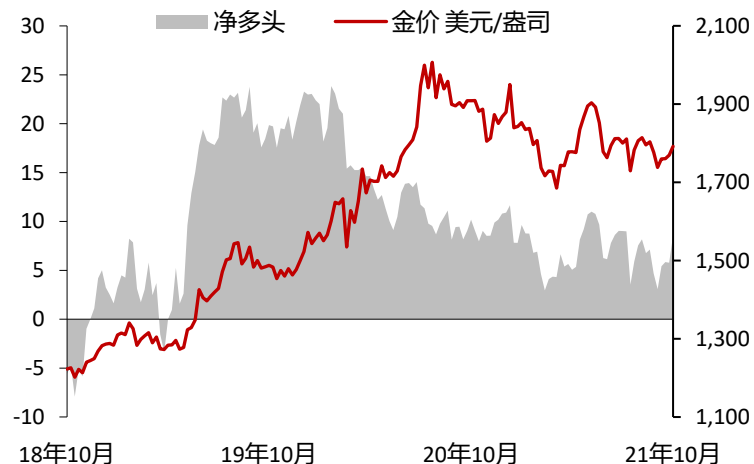
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



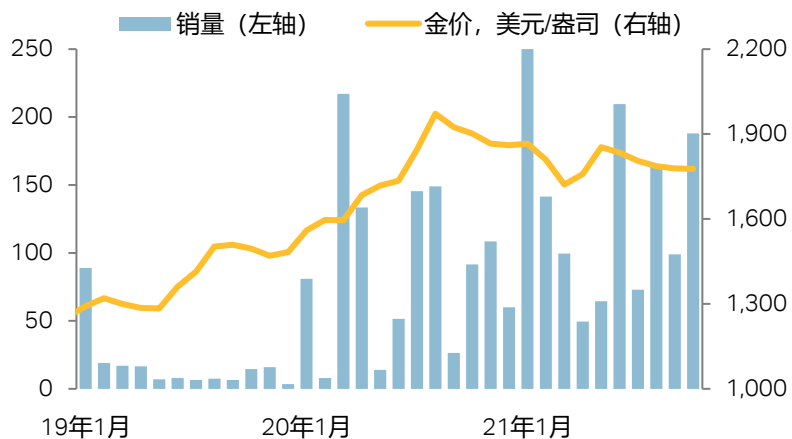
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



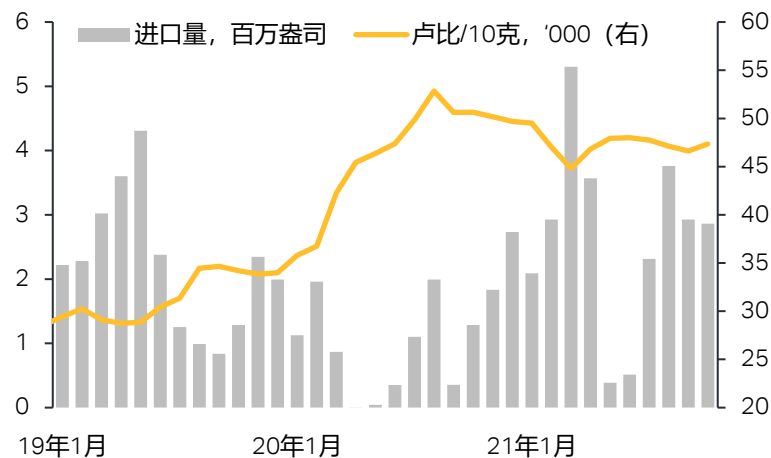
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

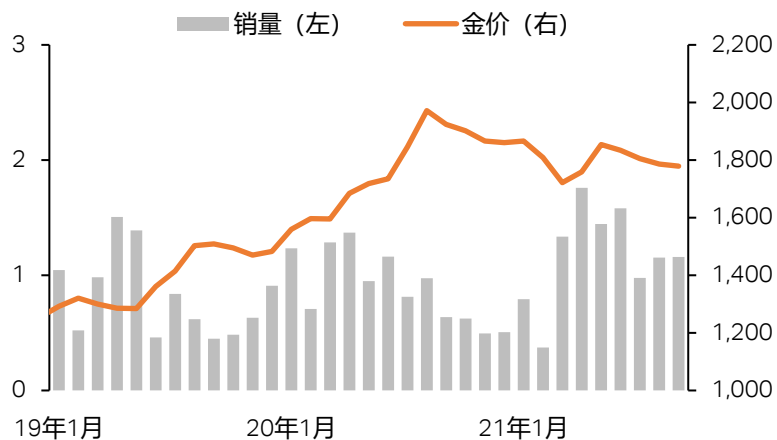
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



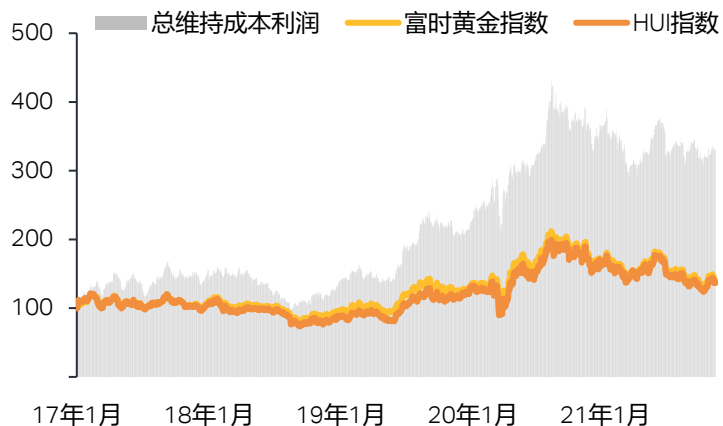
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



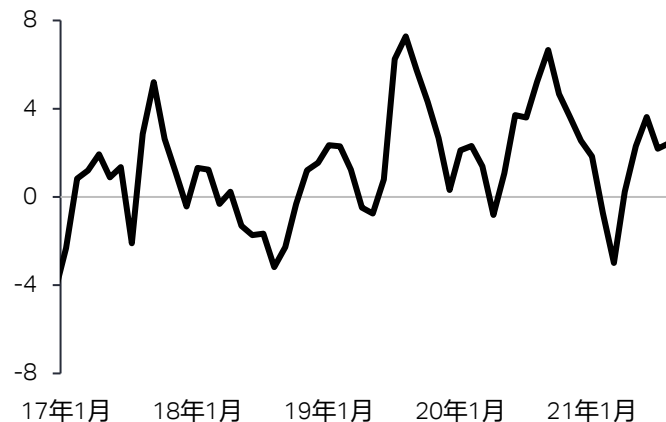
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

黄金矿产-经营利润*



* 指数 2016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

9月份白银价格大幅波动的市况延续至10月份。9月底银价触及十四个月来的新低21.42美元/盎司，之后至10月22日飙涨16%，逼近25美元/盎司关口。但之后银价承压，直至11月FOMC（联邦公开市场委员会）会议举行后才反弹。短暂跌至23.02美元/盎司的低点后，撰写本报告之时银价已回升至23.50美元/盎司上方。

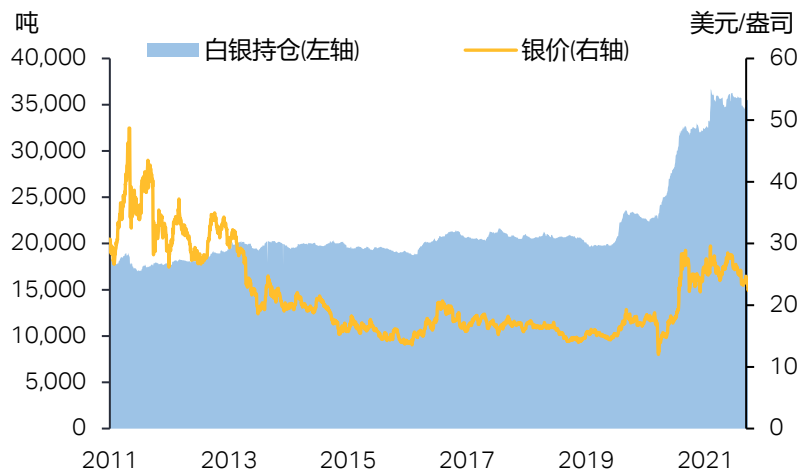
- 在银价大幅上涨期间，金/银价格比率从逾80:1降至约73:1，反映出白银波动率更高这一长期存在的特点。在10月末至11月初期间，白银回吐了部分涨幅。撰写本报告之时，金/银价格比率位于75:1上方。
- 如前面部分所述，通胀预期不断升温为金价和银价提供了良好支撑，但对加息步伐快于预期的担忧使金银价格上行幅度都受限。
- 与黄金的情况一样，银价回升主要归功于空头大量回补。管理基金持有的白银期货总空头仓数在9月21日触及两年来的新高，但之后至10月26日，已下降逾一半。相比之下，总多头仓数的升幅仍有限，10月份白银ETP的总持仓量也基本与9月份持平。
- 考虑到最近银价的波动，我们的银价预测值与上期月报所列保持不变，仍预期短期内银价将回升（具体价格预测可与我们联系订阅）。
- 在重要实物白银市场中，9月份印度的白银进口量飙升至650吨，重返2020年5月的水平。国内由于白银回收供应量下降，同时需求尤其是银饰和银器需求量飙升，进口量激增。与黄金的情况一样，节日和婚礼季节的到来推动印度白银需求大幅走强。银价回调，也推高了排灯节期间的白银投资需求。鉴于印度新冠肺炎确诊病例数持续下降，我们预计在长达三个月的婚礼季节到来后需求仍将保持强劲。

白银市场现状与展望

- 最新动态显示，今年全年白银工业需求量将稳健回升，有望超过2019年的水平，2022年进一步增长后还有望创出历史新高。
 - 因很多工业部门的需求旺盛，半导体供应短缺的状况持续，阻碍了白银用量更大幅度的上升。例如，2021-2022年全球汽车产量预期就已遭持续下调。
 - 近期中国大范围拉闸限电也对工业产量造成了影响。鉴于尚不清楚何时停止轮流停电，不确定性犹存。
- 矿产白银供应状况：
 - 今年前九个月弗雷斯尼洛公司的可归属白银产量为4,020万盎司，基本与去年同期持平。产量未增长，原因是虽然旗下San Julian矿山浸染型矿体开采的矿石品位上升，推动产量走高，但Saucito、Fresnillo 和Cienega矿山的产量因矿石品位和矿石加工量下降而走低，形成了抵消。
 - 修订后的墨西哥劳动法自9月1日起实施，新法律限制矿企进行劳务分包，对员工轮换、设备可用性和利用率都产生了影响。这使得矿企进入高品位矿区进行作业受阻，其运营灵活性也受到限制。
- **价格预测风险因素：**与黄金的情况一样，银价下行主要风险因素也是全球经济扩张速度快于预期，导致各国央行较预期更早地大幅收紧货币政策，进而推高债券收益率。银价上行风险因素则包括能源价格高企，供应链断裂，一些工业部门劳动力短缺等。

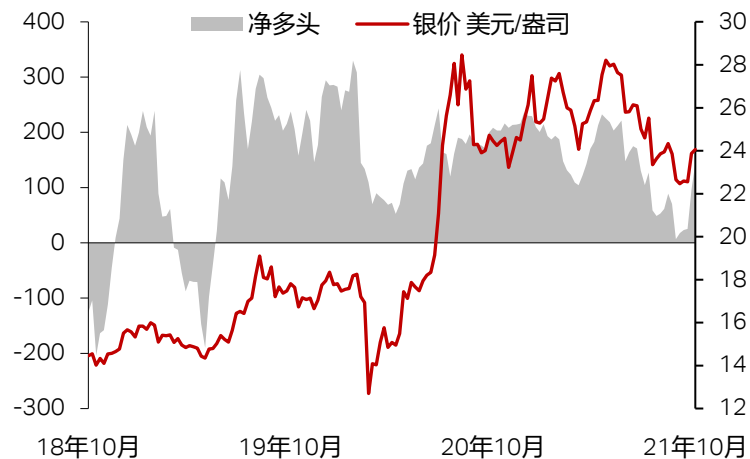
白银市场现状与展望

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

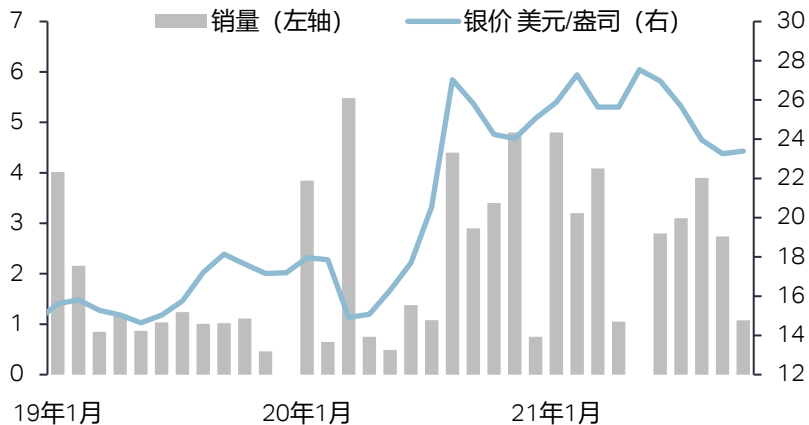
白银 & 黄金价格 美元/盎司



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



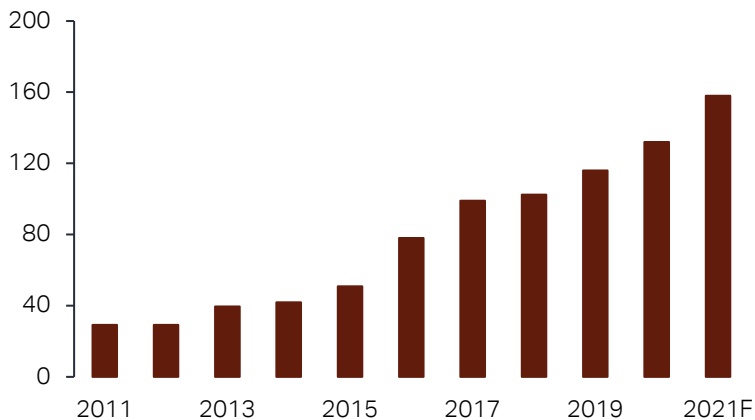
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



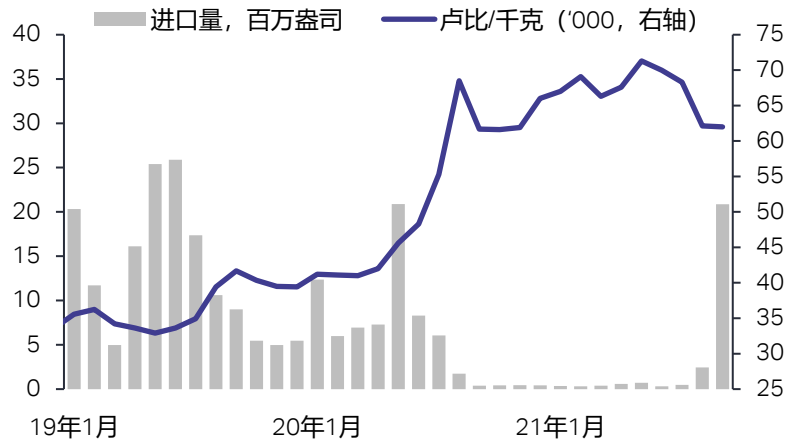
来源: Bloomberg

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

过去6-7周期间，**铂金**价格自9月20日触及的低点905美元/盎司温和回升，10月22日曾攀升至1,080美元/盎司的高点。铂价上行并跑赢黄金，使铂金对黄金的折价已从9月中旬时的856美元收窄至撰写本报告之时的760美元左右。

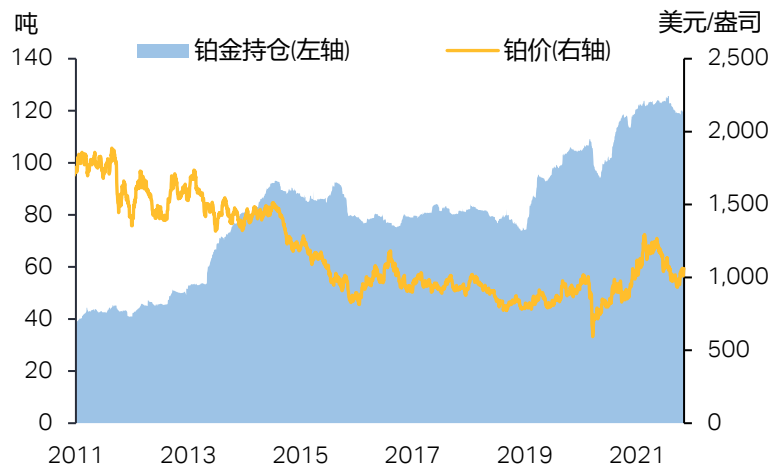
- ▶ 在芯片供应持续短缺和供应链断裂尚未得到修复的背景下，近期铂价仍能回升，可能有些令人意外。我们认为其部分原因是前段时间铂金已遭超卖，此外实物铂金继续大量流入中国，使其铂金进口量仍保持在极高水平，也助力铂价走强。
- ▶ 总体而言，我们目前预计2021年铂金供应过剩量将从去年的16.8万盎司大幅扩大至55万盎司，也远高于年初时我们预计的20万盎司。供应过剩量扩大归因于今年全球汽车产量持续下降，同时矿产铂金产量又高于之前的预期。
- ▶ 南非矿企公布的三季度业绩显示，其铂金产量继续保持强劲，背后的原因是英美铂业公司持续释放半成品库存，加之矿企宁愿增加成本也要维持产量，克服了新冠肺炎疫情和工厂定期检修给生产带来的不利影响。预计今年南非铂金总产量有望达到数十年来的高位。
- ▶ 从近期Nymex（纽约商业交易所）的铂金期货交易数据来看，铂金已遭超卖。截至9月中旬，总空头仓数触及150万盎司，创出2019年7月份以来新高，导致铂价下跌至接近900美元/盎司，为十个月来的低位。铂价大跌吸引投资者趁低买入，之后价格回升迫使空头回补，为铂价上行注入更大动力。截至10月26日，总空头仓数已降至60万盎司，较9月14日时的数字减少了90万盎司。
- ▶ 总空头仓数大幅下降后，Nymex铂金期货持仓量已重返净多头状态，净多头仓数为30万盎司。不过这仍远低于今年一季度高达100万盎司的净多头仓数。因此，多头增仓的空间相当大。

铂金市场现状与展望

- 近几周来铂价表现跑赢黄金，除得益于投资者再度在Nymex买入铂金外，还得益于其他地区的铂金需求有所改善，特别是中国大陆/香港特区的铂金进口总量有所增长。
 - 8月份的进口量达60万盎司以上，已创出2020年3月份以来的新高，加之9月份的进口量也达33万盎司，意味着本年迄今中国大陆和香港特区的铂金进口量已达到约340万盎司（全年进口量或将创出新高），远高于去年一至三季度约240万盎司的进口量。
 - 铂金进口量上升似乎很大程度上反映了中国大陆带有一定投机性质的买入。
 - 9月份上海黄金交易所的铂金交易量保持强劲，原因也在于此。三季度该交易所铂金合计交易量同比上升87%，至57.8万盎司。今年一至三季度该交易所的铂金交易量达150万盎司，已比2013年全年总交易量高出4%。
- 中国铂金进口量较为强劲，有助于解释Nymex铂金库存量下降的原因——其库存量从7月初的峰值71.8万盎司降至11月初的50.7万盎司。尽管如此，目前纽约的铂金库存量仍处于高位，仅降至9月初的水平。
- 尽管今年铂金供应过剩量扩大，但投资者对铂金的兴趣日益上升反映出他们预期未来铂金需求将增长，尤其是在汽车催化剂领域有望越来越多地替代钯金，并将在氢经济领域发挥日益重要的作用。在最新一期《五年期铂族金属预测报告》中，我们预计2023年实物铂金供应就将从过剩转为短缺，与上述投资者的预期相符。
- **价格预测风险因素：**未来12个月期间，铂价上行风险远大于下行风险，原因有二：其一，随着芯片短缺状况缓解，汽车需求的回升幅度可能会高于预期。其二，黄金价格可能会意外地大幅上行，将带动铂价也走高。

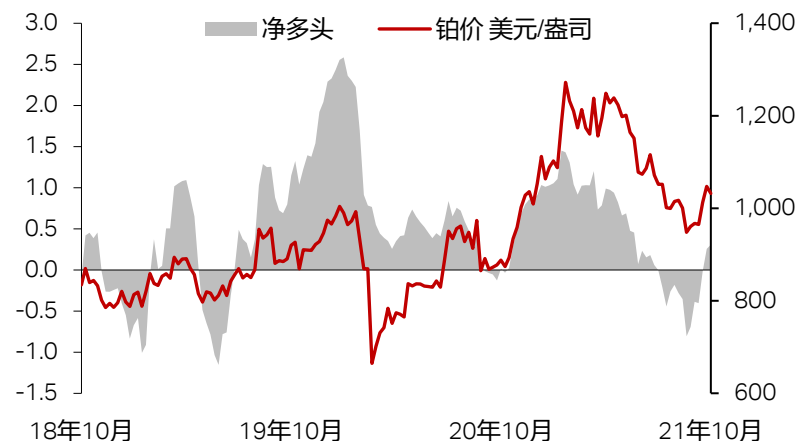
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



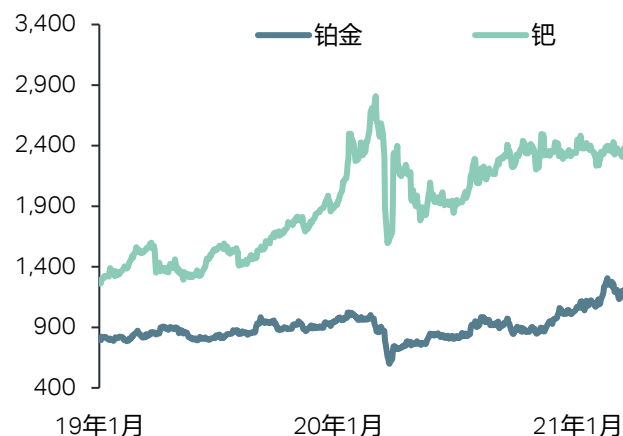
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

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

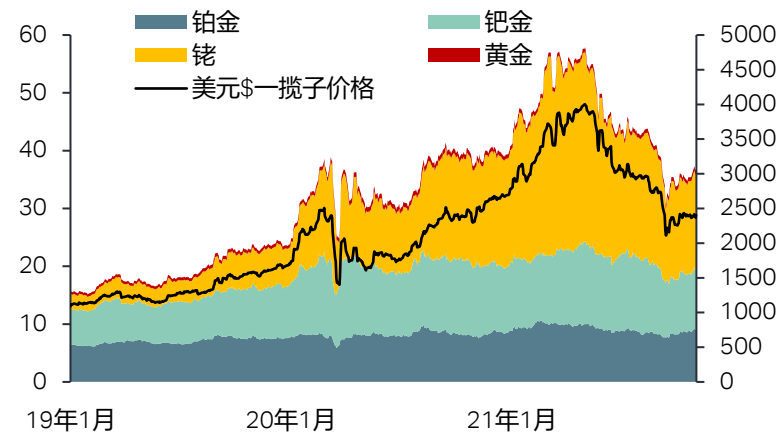
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



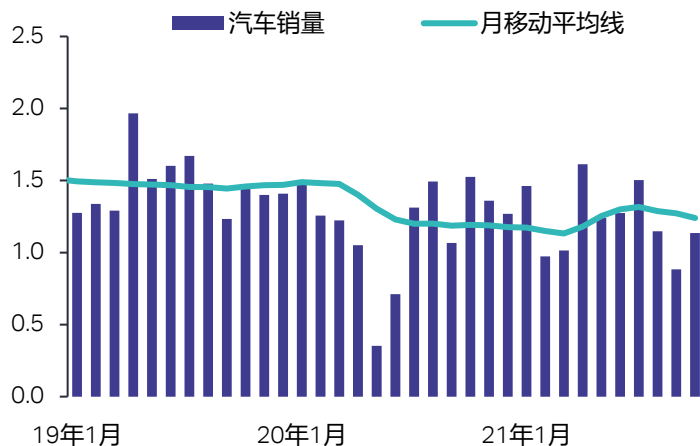
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



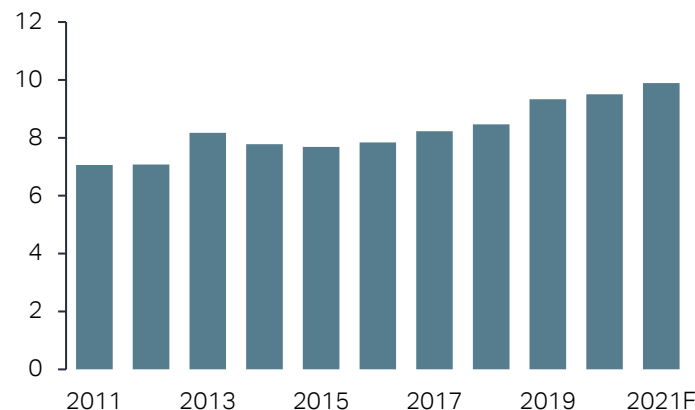
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

与铂金一样，近几周来钯金价格也温和回升。钯价从9月30日时的1,846美元/盎司涨至10月9日时的2,227美元/盎司，之后基本上在1,975-2,050美元/盎司区间内震荡整固。

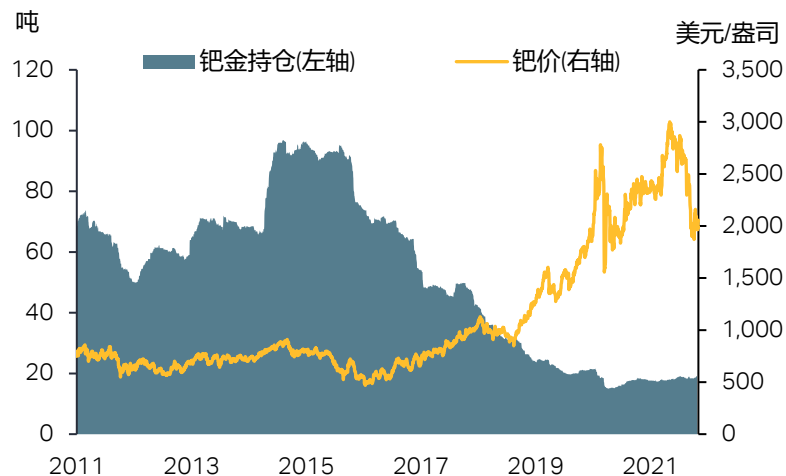
- 投资者抛售钯金，主要是因为供应链断裂对今年汽车行业钯金需求的影响远大于对铂金需求的影响。
- 受芯片、其他零部件和最近出现的材料供应短缺问题的冲击，汽车产量将较之前的预期更大幅度地下降。中国钯金库存量显著减少，更放大了汽车产量下降对实物钯金需求的影响。
- 本年迄今中国大陆和香港特区的钯金进口量急剧下降。虽然8月和9月进口量有所改善，但二季度进口基数较低。因此，今年一季度至第三季度的总进口量仅为120万盎司，创出2015年以来的新低。
- 总体来看，这使钯金供需基本面发生明显变化。根据我们目前的研判，虽然诺里尔斯克镍业公司的钯金生产出现中断（详见后页），今年全年钯金供应仍将出现过剩，数量或达20万盎司以上。而在年初时，我们预计全年钯金供应短缺量将达66万盎司，之前的九年期间实物钯金供应持续短缺，导致地上钯金存量共计减少510万盎司。
- 鉴于今年钯金供应预计将过剩，到年底时地上钯金存量或将达到1,280万盎司，可满足16个月的需求量。回顾历史，2010年底时地上钯金存量为1,800万盎司，可满足24个月的需求量。

钯金市场现状与展望

- 在供应方面，诺里尔斯克镍业公司称其之前宣布的2021年产量指引有可能会上调，目前预计全年钯金产量将同比下降15%，减少41.6万盎司，较之前预计的减少量缩小3万盎司左右。公司正在继续进行旗下遭洪灾矿山和发生事故选矿厂的修复工作，预计12月能恢复满负荷生产。
- 即使考虑钯金需求可能会下降，近期投资者抛售钯金似乎仍过度。去年3月份期货转现货价差急剧扩大后，钯金期货交易一直很低迷，需要在这一背景下观察投资者抛售钯金，但仍值得注意的是，投资者持有的NYMEX钯金期货仓位在9月份已首度转为净空头，截至10月26日，净空头仓数达25.3万盎司。
- 展望未来，目前钯金的投资需求已降至较低水平，应有明显的回升空间，其中空头回补的空间尤其明显。不过考虑到目前钯金基本面遭遇逆风，加之市场流动性低，投资者买入兴趣大幅上升的可能性较小。以钯金ETP需求为例，虽然近期需求小幅上升，但其总持仓量仅为54.1万盎司，仍较为低迷。
- 鉴于投资需求低迷，决定钯价走势的关键因素将是明年汽车行业钯金需求的回升速度。需要指出的是，尽管2022年汽车行业的钯金需求量有望创出新高，但全球总需求量仍将远低于我们之前的预测数字。因此，2022年钯金供应可能仍将小幅过剩。
- 不过预计2022年之后钯金基本面将会有所改善。随着芯片短缺和供应链断裂问题逐步得到解决，钯金供应将逐渐趋紧。因此我们预计2022年钯价将逐步走强（具体价格预测可与我们联系订阅）。
- **价格预测风险因素：**与铂金的情况类似，钯价上行风险更大。具体而言，如果汽车需求的回升幅度高于预期，可能导致钯金供应趋紧，而中国厂商补充库存还可能会加剧供应紧张之势，这些都可能推动钯价走高。

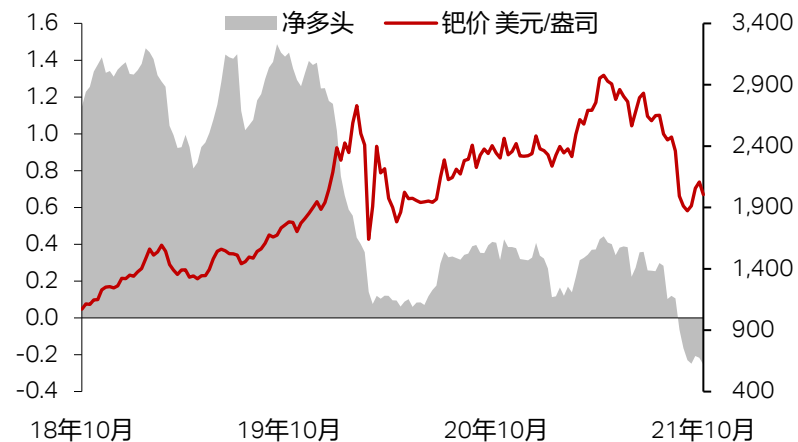
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



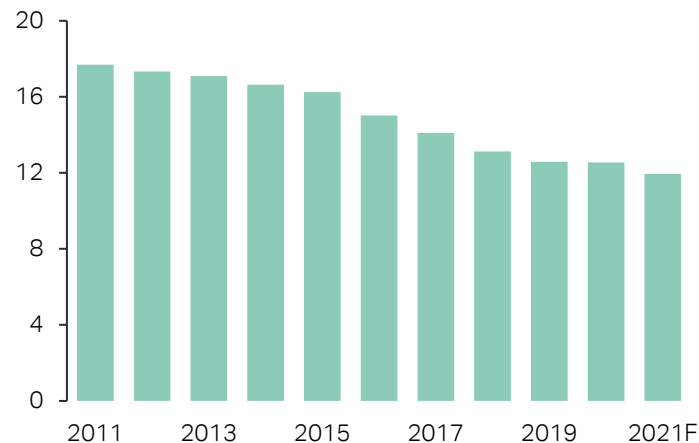
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

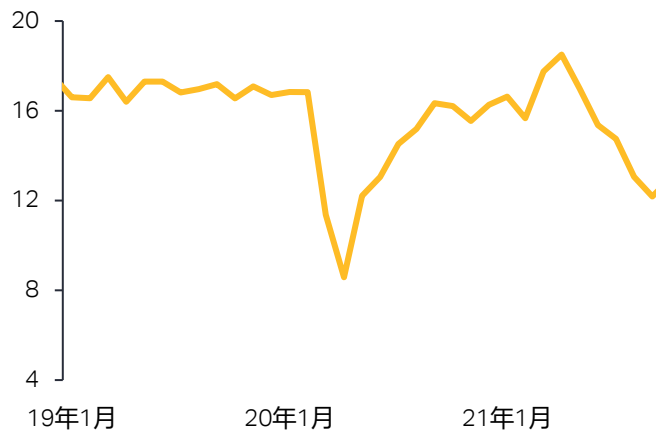
钯金地上存量*, 百万盎司



*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



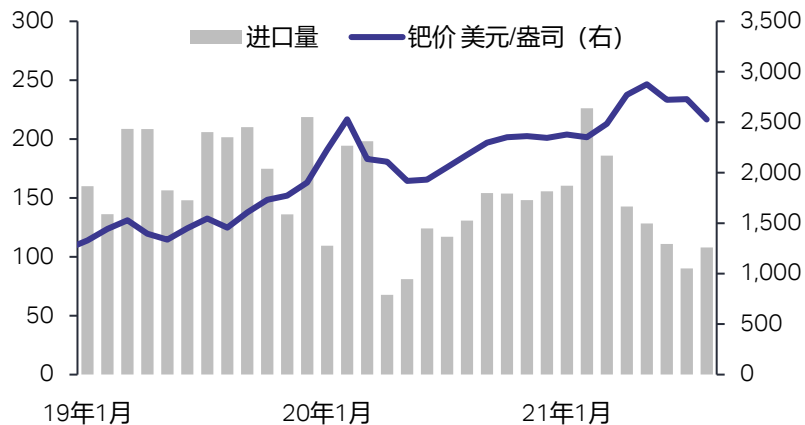
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



来源: Bloomberg

美国钯锭进口, 千盎司



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

Mansi Belge, 研究助理, 孟买

Adarsh Diwe, 研究助理, 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

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。