



Metals Focus

**贵金属月报**

第73期 - 2021年12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](http://www.valcambi.com)

---



[www.asahirefining.com](http://www.asahirefining.com)

---



[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)

---



[www.sdhjgf.com.cn](http://www.sdhjgf.com.cn)

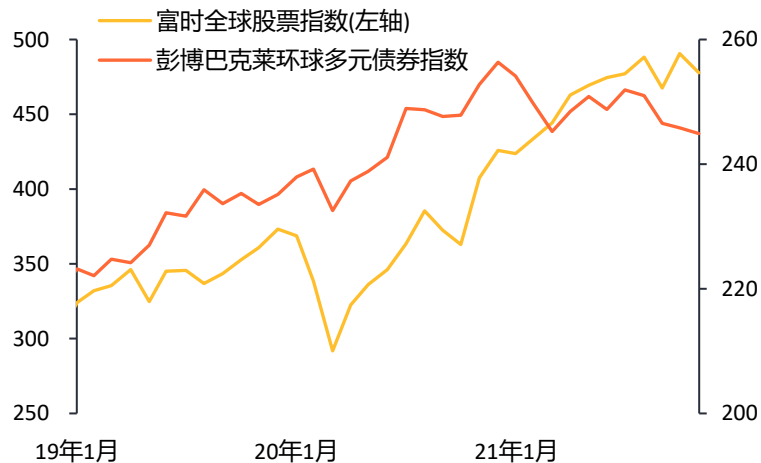
---

# 宏观经济现状与展望

- 近几周来全球金融市场波动率显著上升，11月底前股票和贵金属价格均大幅回调。在此之前，鲍威尔获提名连任美联储主席，随后就通胀问题发表鹰派言论。
- 鲍威尔获连任提名，显示美联储的政策将保持连续性，更进一步强化了市场对美联储缩债步伐和加息时机的预期。尤其值得注意的是，由于鲍威尔不再将通胀视为“暂时性的”，对美联储将加快缩减资产购买规模并可能在2022年中就开始加息的预期已升温。
- 联邦基金利率期货显示，明年美联储将至少加息两次，首次加息或早至2022年中。在这一大背景下，美元持续走强，美国短期国债的收益率亦显著上升。
- 欧洲各国再次实施防疫封锁措施，新出现的奥密克戎变异毒株亦令人担忧，进一步挫伤市场风险偏好情绪。这使得黄金等避险资产的下行幅度受限。
- 展望未来，由于通胀仍将保持高位，根据新变异毒株感染率的数据其对全球经济增长势头的影响，市场对美联储加息前景的预期将随之调整。俄罗斯在乌克兰边境增加军事力量后，地缘政治紧张局势加剧也仍是冲击市场情绪的一大风险因素。
- 总体而言，我们仍认为各国央行将对加息时机和速度持谨慎态度。随着市场加息预期推迟，2022年早期贵金属投资应能获得支撑。
- 不过2022年晚些时候，随着新一轮加息周期来临，贵金属对投资者的吸引力将日益减弱。

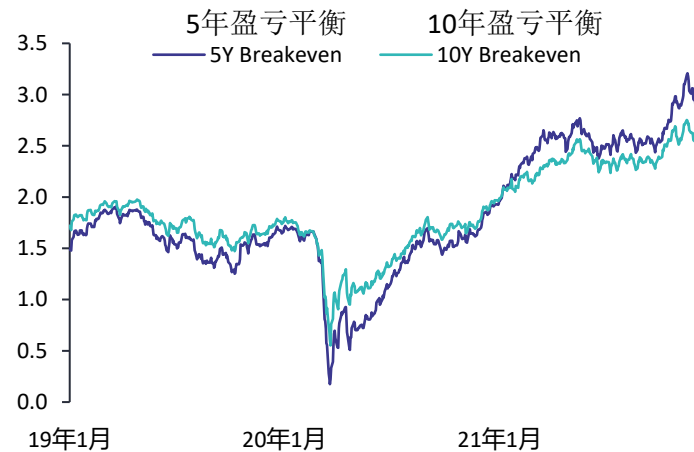
# 宏观经济现状与展望

## 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 %



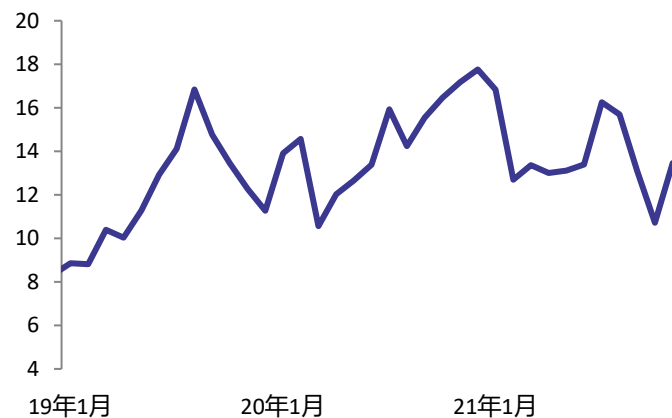
来源: Bloomberg

## 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

11月期间，黄金价格波动率显著增高。月初金价突破震荡区间，一度飙涨至1,877美元/盎司，但到月末回吐全部涨幅。撰写本报告之时，金价已回落至1,780美元/盎司下方。

- 如前所述，近期金价回落100美元主要是由于在通胀不断上升和近期美联储对通胀的看法发生变化的背景下，市场对美国将更快加息的预期已升温。
- 不过市场对新出现的奥密克戎变异毒株的担忧日益上升，叠加债券实际收益率下降和地缘政治紧张局势加剧，仍对金价构成支撑。
- 正是由于经济不确定性持续存在，11月期间资金净流入黄金ETPs（交易所交易产品），数量约为12吨，使其总持仓量自今年7月以来首度环比上升。由于空头回补，管理基金持有的黄金期货多头仓数亦已上升，目前净多头仓数为286吨。
- 需要强调的是，我们认为美国加息步伐将快于预期，美元走强等利空因素，已很大程度上在金价中得到了反映。鉴于近期内多个尾部风险因素加剧，公布经济数据弱于预期可能导致空头进一步回补，推动金价走强。
- 我们预期2022年1季度金价将回升，原因正在于此。不过进入2022年下半年后，随着新一轮加息周期来临，金价上涨之势或将难以持续。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 在供应方面，11月9日纽克雷斯特矿业公司宣布将以28亿美元对价收购Pretium资源公司及旗下的Brucejack矿山。Brucejack矿山是位于加拿大不列颠哥伦比亚省的一个高品位金矿，2020年黄金产量为34.8万盎司。预计该收购交易将于2022年一季度完成。

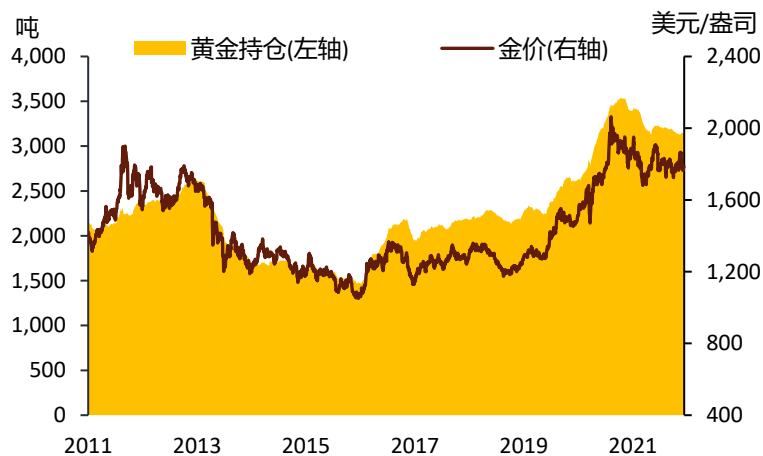
# 黄金市场现状与展望

主要黄金实物市场情况：

- 因进入传统淡季，加之消费者信心减弱，经济又持续放缓，近期**中国**黄金首饰零售市场表现平平。最近一些地区新冠疫情再起，但对首饰贸易的影响甚微。零售端疲软也影响了批发业务发展。此外，限电状况已逐步缓解，对深圳的首饰加工影响消退。
- 上个月，Metals Focus的**印度**团队访问了多个二线和三线城市。期间与市场人士的沟通显示，得益于金价走低、受压抑的需求释放、婚礼和节日期间购金增加等因素，印度国内黄金首饰需求旺盛。坊间证据表明，近期需求量可能已升至多年来的高点。正因为需求强劲，印度黄金进口量也处于高位。初步估算显示，11月进口量约为90吨。
- 在**中东地区**，因里拉计价的金价涨至创纪录高位，11月全月土耳其实物黄金零售投资需求持续疲软。相比之下，因里亚尔计价的金价较上月上涨10%，再次燃起投资者的买入兴趣，11月伊朗金币和金条需求回升。
- 在**北美地区**，黄金首饰市场表现再次超出预期。我们的调研之行显示，销量并未像之前人们担心的那样，由于人们重新开始旅行和联邦政府停止疫情救助措施而出现下滑迹象。事实上，得益于经济复苏推动消费走强，今年全年美国金饰消费量有望较2019年增长14%。。
- **价格预测风险因素**：新冠肺炎疫情演变趋势仍是金价预测主要风险因素。西方国家与俄罗斯的紧张关系进一步加剧，可能会为金价上行注入额外动力，但地缘政治事件通常仅会对金价产生短暂的影响。在下行风险方面，若有任何迹象显示美联储将提前加息，都可能导致投资者大量卖出其黄金持仓。

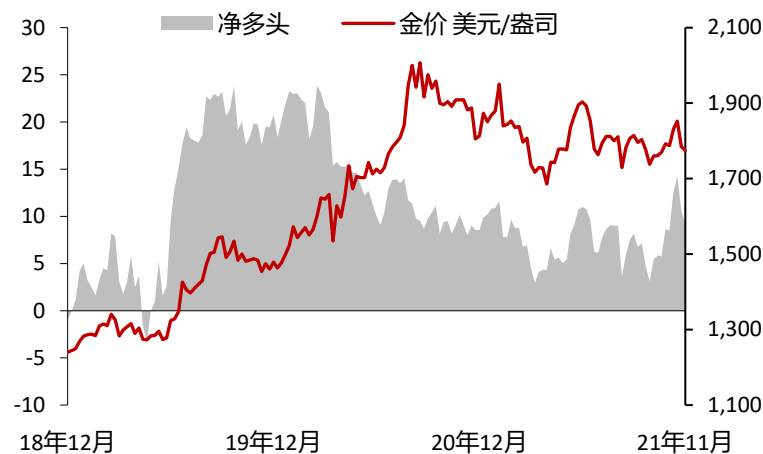
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



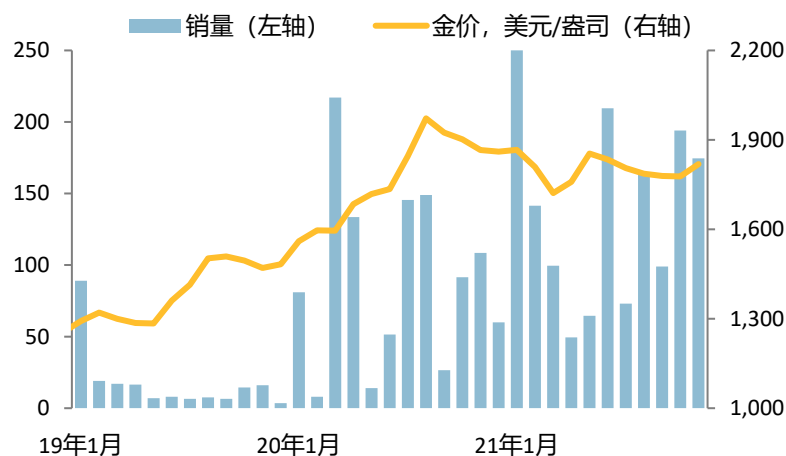
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



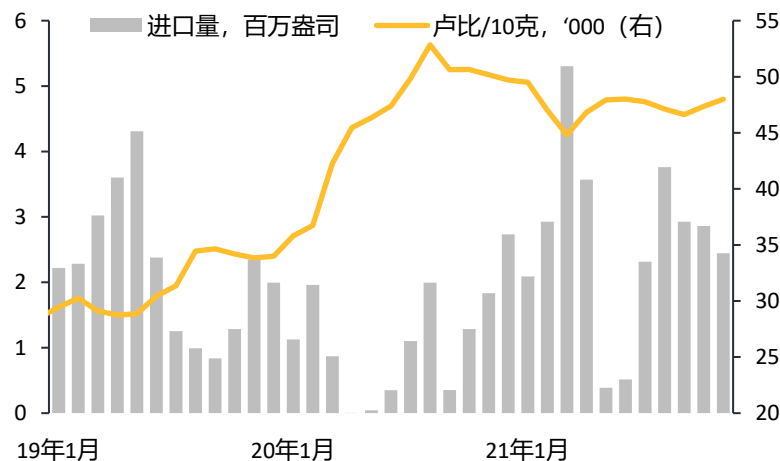
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

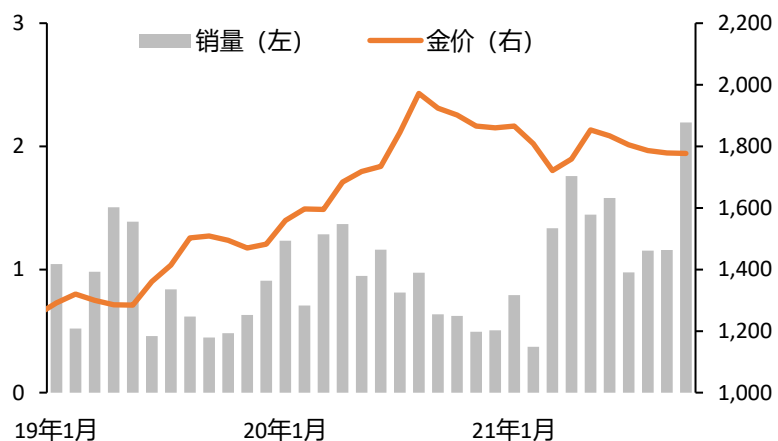
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



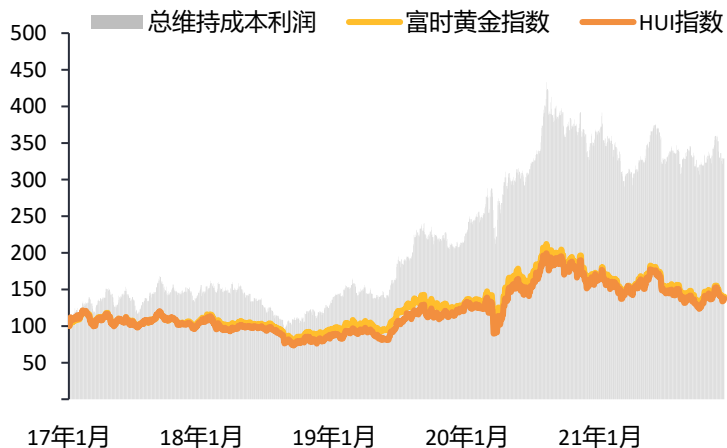
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



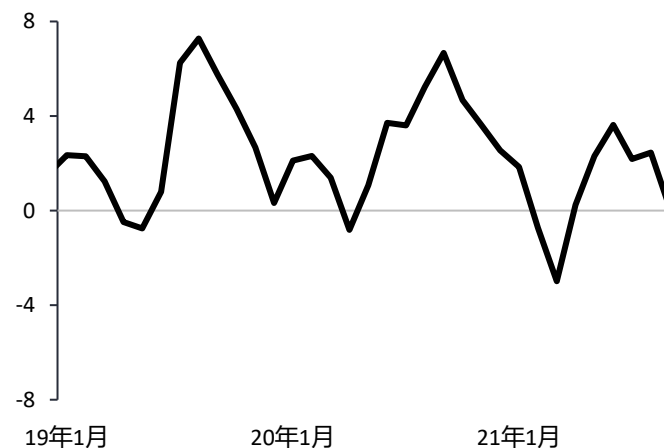
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

## 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

11月期间，白银价格也大幅波动。16日银价反弹至三个月来的高点25.41美元/盎司，但之后至月底再次面临下行压力。进入12月后，银价继续走弱，撰写本报告之时交投于22美元/盎司一线。

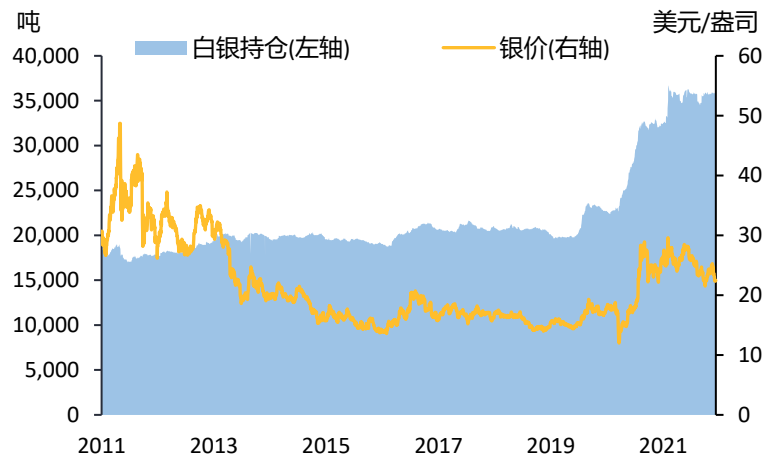
- 11月初白银表现跑赢黄金，月中时金/银价格比率已降至74:1下方。但之后银价很快回吐涨幅，到12月初时金/银价格比率重返80:1。
- 除贝塔系数高外，白银还具有贵金属和工业金属双重属性，使其更易于因投资者担忧全球经济前景选择抛售工业金属而受到冲击。
- 中国经济持续放缓，奥密克戎变异毒株出现，欧洲再次实施防疫限制措施等因素，都令人对全球经济前景疑虑重重。因此，尽管白银工业制造需求仍强劲，也很难摆脱工业大宗商品抛售潮的冲击。
- 11月16日至30日期间，管理基金持有的COMEX（纽约商品交易所）白银期货总多头仓数下降了18%，显示出投资者缺乏信心。
- 白银ETP总持仓量连续第二个月持平，表明零售投资者在目前已经较高的持仓基础上，对增持白银兴趣不高。
- 尽管由于近期银价回撤，我们已下调了今年四季度白银均价的预测值，不过我们仍预期受金价上涨的带动，2022年初银价将短暂回升。
- 从2022年二季度起，随着美联储就在后疫情时代何时首次加息发出更清晰的指示，预计银价将走弱。

# 白银市场现状与展望

- 在白银回收供应方面，近期我们的北美调研之行显示，白银回收量增长乏力，仍低于2019年水平。以旧银器为例，有报道称因银价低，可进入市场的存量亦有限，其回收数量已下降。同时，虽然物流状况持续改善，含银工业废料的回收量也基本未增长，不过抵消了含银摄影废料回收量的结构性下降，使总量与2020年持平。
- 在矿产白银供应方面，11月19日秘鲁政府宣布将关闭位于阿亚库乔地区的四个矿山，包括Hochschild矿业公司旗下的Inmaculada和Pallancata矿山。不过随后秘鲁政府澄清说，只要这些矿山继续满足法律要求并保有许可证，可以继续运营。
- 近期我们在印度的调研与零售商的沟通显示，该国白银需求保持旺盛。需求强劲得益于节日和婚礼季节到来和银价较低这两大因素。正因为此，9月份和10月份印度白银合计进口量达2,000吨。目前估算显示，11月的进口量也处于高位（超过500吨）。
- 目前来看，今年全年白银工业需求量将稳健回升，2022年还将进一步增长。就光伏行业而言，得益于全球对碳中和的共识和充足的项目储备，2022年新增容量有望增长逾20%。因电动汽车日益普及，充电设备和储能装置等配套设施蓬勃发展，汽车电子业的白银用量也将继续上升。不过芯片供应持续短缺将在一定程度上抵消用量上升，同时中国经济健康度的不确定性也可能会打压增长前景。
- **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实际利率的上升速度快于预期。银价上行风险因素则包括地缘政治紧张局势加剧引发避险需求上升，奥密克戎变异毒株蔓延，全球新冠疫苗接种率不均等。

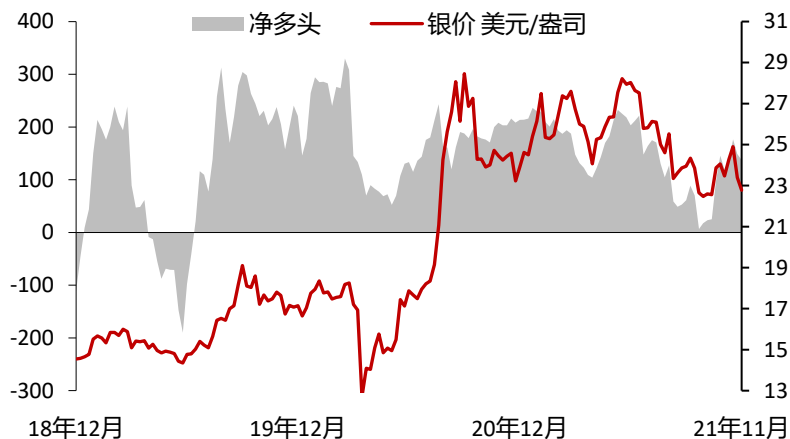
# 白银市场现状与展望

## 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

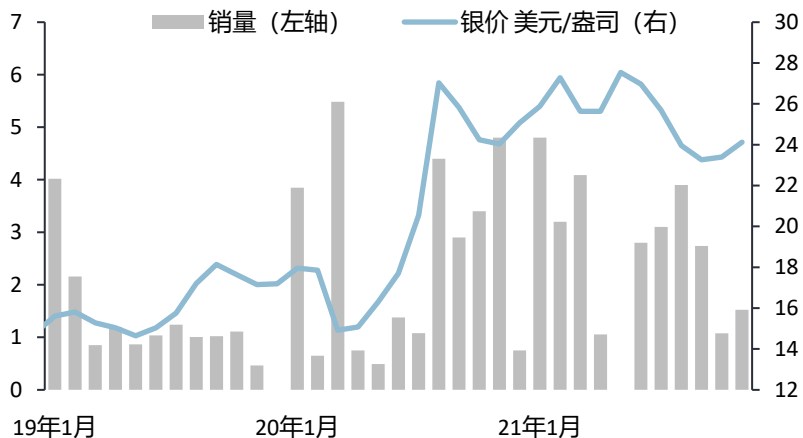
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



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



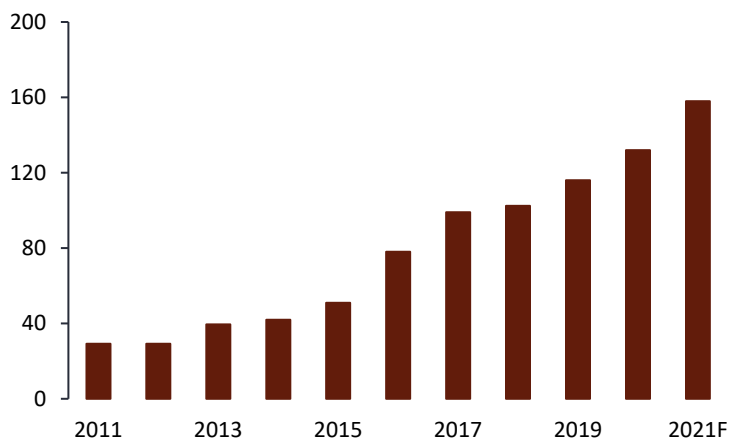
来源: US Mint

## 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

世界各国普遍收紧防疫封锁和限制措施，**铂金**价格受到较大冲击，最近更因奥密克戎变异毒株的出现而触及低点。11月上半月铂价逐步攀升，16日曾短暂涨破1,100美元/盎司，但之后涨势戛然而止，下跌至931美元/盎司的低点。随着多国政府纷纷关闭边境，不确定性为金价提供一定支撑，铂价也随之反弹，撰写本报告之时升至940美元/盎司。

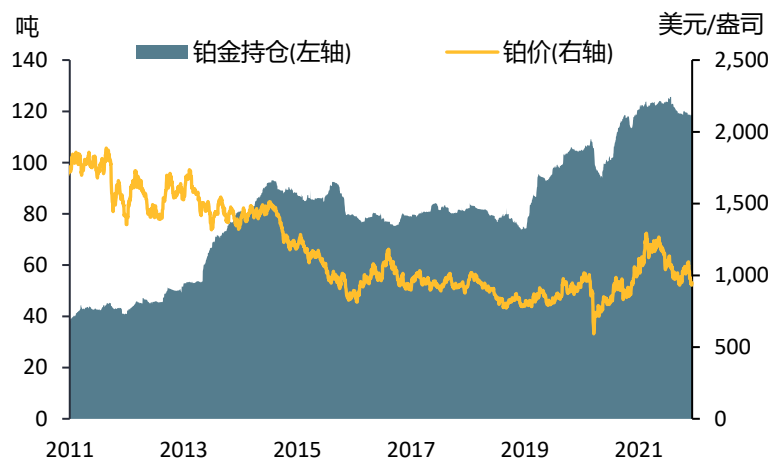
- 今年剩下时段内，虽然汽车产量预期已较三季度提高，但铂金需求量仍将低于供应量，全年供应过剩量将达66.2万盎司，而2020年供需基本平衡。不过与疫情前的供需平衡状况相比，已有很大改善。虽然芯片短缺将继续打压2022年期间的铂金需求，但需求增长有望超过供应增幅，因此全年供应过剩量或将收窄至约50万盎司。
- 总体来看，2021年铂金均价将同比上涨24%。（具体价格预测可与我们联系订阅）这反映出随着汽车行业在芯片短缺状况缓解后缓慢复苏，2022年铂金需求量将逐步恢复。此外，汽车尾气催化剂领域铂金替代钯金，以及对未来氢经济发展前景的信心日益增强，也将提振投资者对铂金的兴趣并推高铂价。
- 从年内价格变化来看，我们预计2021年四季度至2022年四季度期间，铂金均价将有所增长。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 10月中旬前的十周期间，投资者的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净仓位一直处于净空头状态，不过之后净多头仓位逐步重建，直到近日奥密克戎变异毒株引发短线投资者的恐慌抛售后才急剧下降——从36.8万盎司降至3,000盎司。
- 11月期间全球铂金ETPs的总持仓量基本保持不变，其中南非和欧洲基金的出现微服减仓，总持仓量仍处于380万盎司高位。

# 铂金市场现状与展望

- 世界其他地区投资者对铂金的兴趣下降，与此形成鲜明对比的是，中国的铂金进口量持续上升（明显高于制造需求量），显示国内投机兴趣浓厚。今年1至10月期间，中国铂金总进口量达220万盎司，较2020年同期上升17%，已创出2013年以来进口量新高。
- 在矿产铂金供应方面，羚羊铂业公司和诺瑟姆铂业公司均继续收购RBPlats铂业公司的股份。因地理位置和加工产能方面的原因，羚羊铂业的收购似乎能提供更大的运营协同效益。而考虑到诺瑟姆铂业并无长期有机增长选项以及目前较高现金流，两家公司仍具竞争力。
- 如前所述，汽车业的铂金需求因半导体供应危机而受到严重冲击。因此尽管更多整车制造商确认采用三金属催化剂技术，使铂金需求量增加20万盎司（相应地取代钯金需求），我们仍将汽车业的铂金需求量预测数字从290万盎司下调至270万盎司。
- 在西欧地区，10月份柴油车在新车总销量中所占份额已降至18.9%（五年前高达49.5%）。该数字略高于9月份的17.2%，但对本年迄今柴油乘用车销量仅有小幅拉升影响，其在本年迄今乘用车总销量的占比为22.8%。由于消费者转向购买插电式混动汽车或纯电动汽车，德国柴油车市场份额的降幅最大。
- 展望未来，预计2022年全球轻型汽车总产量将上升11%，但柴油车的产量仅会增长4%，其市场占有率将进一步下降。不过近期丰田公司已开始大力宣传推广其燃料电池汽车解决方案，并计划将Mirai燃料电池车的产量从2021年的1万辆增加至2022年的1.7万辆，接近翻番。
- **价格预测风险因素：**鉴于芯片短缺状况可能被夸大，若汽车产量预期大幅上调则将带来铂价上行风险。不过奥密克戎变异毒株的冲击或将导致工厂关闭和产量下降，进而令铂价承压。另一方面，金价上行有望带动铂价涨至高于预期的价位。

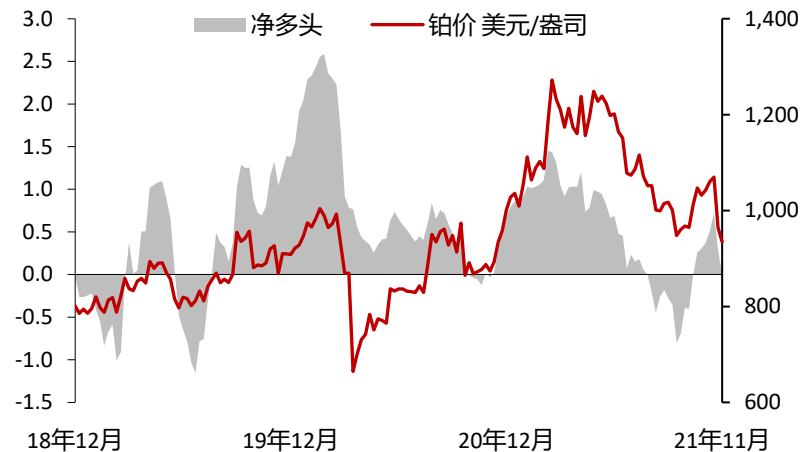
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，吨



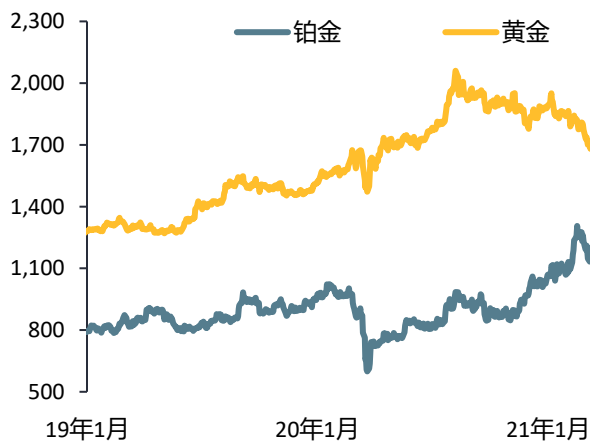
来源: Bloomberg

## 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

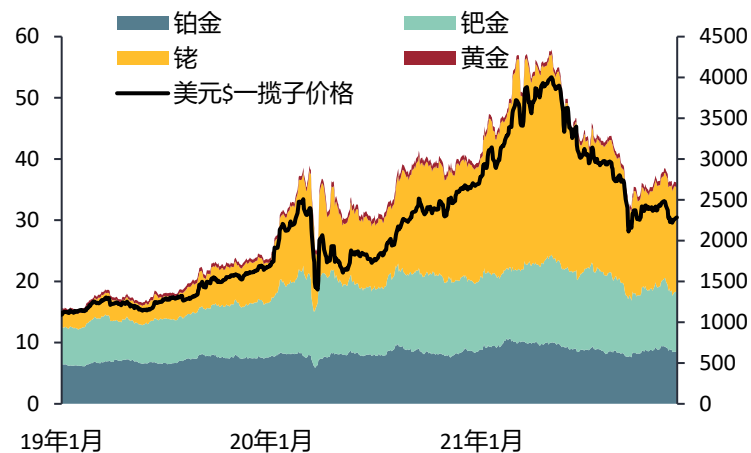
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



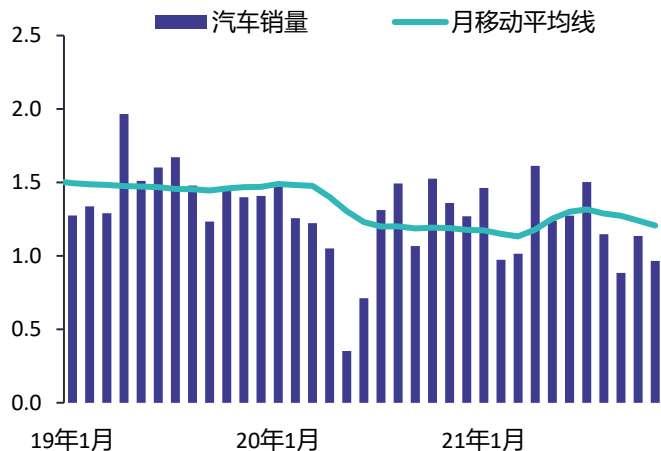
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



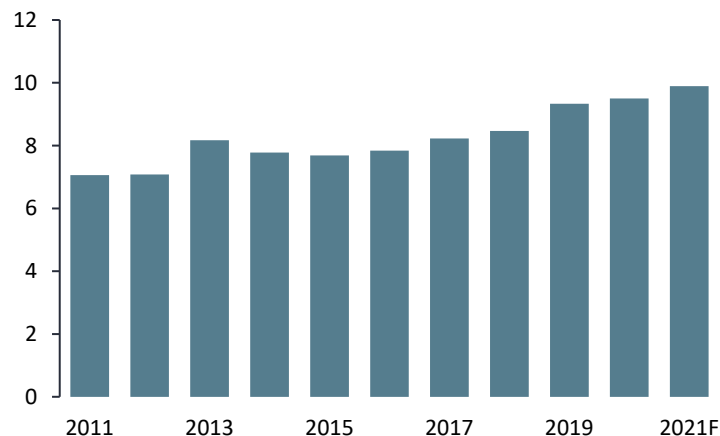
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

由于封城措施再度实施，半导体供应短缺，**钯金**供应量回升等因素导致钯金供应由短缺转为过剩，11月期间钯金价格的跌幅超过其他铂族金属。月初钯价为2,010美元/盎司，18日攀升至2,218美元/盎司，但之后至月末下跌23%，报收于1,716美元/盎司，重返2020年3月新冠疫情大爆发时的低位。此后钯价温和回升3%至1,760美元/盎司附近。

- 汽车产量预期遭大幅下调，同时汽油车发动机后处理系统中铂金的用量比例日益上升，导致今年实物钯金供应过剩量达到27.1万盎司。目前看2022年轻型汽车产量仍将受到供应链问题的影响，因此钯金供应仍将继续过剩，但数量将收窄至4.8万盎司。
- 由于11月底钯价暴跌，今年四季度钯金均价或将下跌。（具体价格预测可与我们联系订阅）不过随着2022年四季度汽车产量预计超过2,000万辆，其中汽油车产量为1,800万辆，我们预计2022年四季度钯金供应将从该年早期的过剩状态转为短缺。
- 2021年四季度至2022年四季度期间，钯金均价应能逐步回升。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 9月份转为净空头后，投资者持有的Nymex钯金期货仓位一直保持净空头状态，时间之长已创出新纪录。由于投资者对钯金的兴趣持续低迷，11月底时净空头仓数已扩大至26.5万盎司。
- 中国的钯金进口量数据显示，投机者和钯金的基本面需求似乎都已饱和。截至10月底，今年中国大陆和香港的钯金累计净进口量为120万盎司，同比下降34%，创出过去四年来的新低。

# 钯金市场现状与展望

- 与铂金ETP一样，11月钯金ETP持仓量也基本持平，小幅增加2%（1万盎司）。增仓主要来自一家南非基金。
- 在矿产钯金供应方面，诺里尔斯克镍业公司在上月举行的资本市场日活动中阐明了其中期生产计划，将2022年的钯金目标产量下调13万盎司，至260万盎司。虽然下调，该目标产量仍将较2021年上升15%，但比2019年产量低9%。2022-2023年期间，公司的冶炼厂将进行维修，将抵消今年生产中断后的大部分产量恢复。
- 就2021年的钯金需求量而言，轻型汽车产量预期遭多次下调后，目前我们预计全年汽车业的总需求量为800万盎司（包含因被铂金替代而减少的需求量）。虽然半导体供应危机最严重的阶段已过去，但其冲击仍将打压2022年的汽车产量。目前预计2022年轻型汽车总产量为8,500万辆左右，仍将较2019年减少400万辆。
- 不过我们仍预计2022年汽车业的钯金需求量将较2021年增长8%，至860万盎司。美国季节性因素调整后的乘用车年化销量数据显示，在9月份降至1,218万辆的低点后，11月底时已回升至1,286万辆。
- 2022年中国汽车产量有望达到2,500万辆，超过2019年的产量。汽油车的市场占有率虽将上升6%，但绝对数量仍将比2019年低200万辆。
- **价格预测风险因素：**鉴于制造商的钯金库存量可能处于低位，如果在疫情再起和芯片短缺的冲击下汽车业的复苏步伐仍快于预期，则将给钯价带来上行风险。

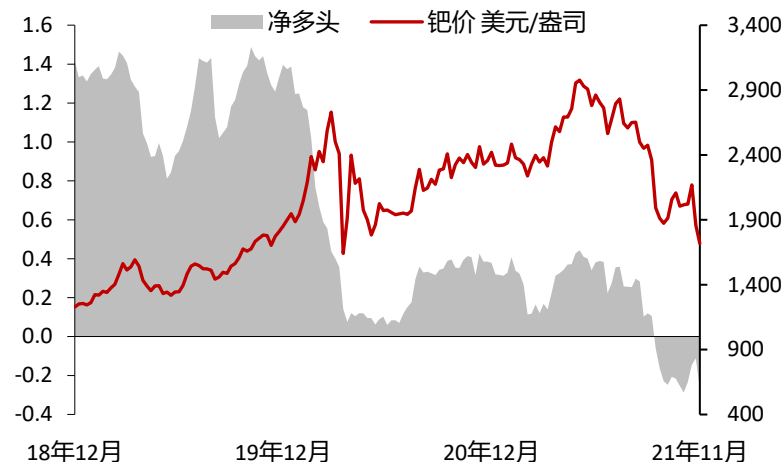
# 钼金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Nymex 钼金净多头仓位\*, 百万盎司



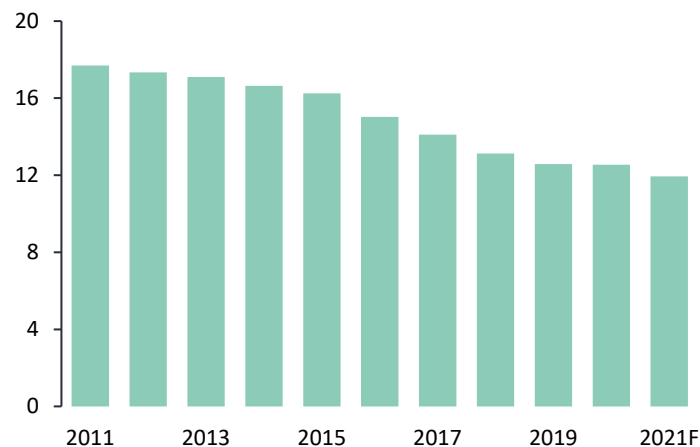
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钼价 & 标普 500



来源: Bloomberg

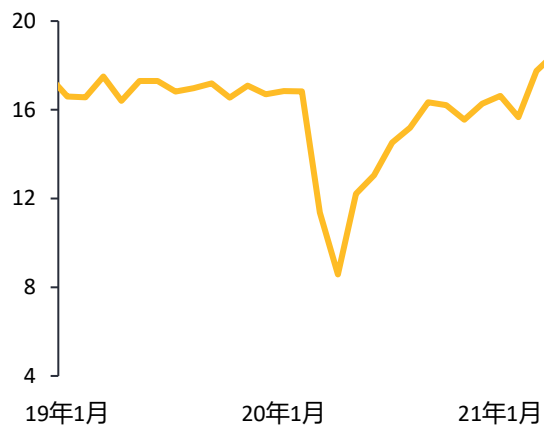
## 钼金地上存量\*, 百万盎司



\*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



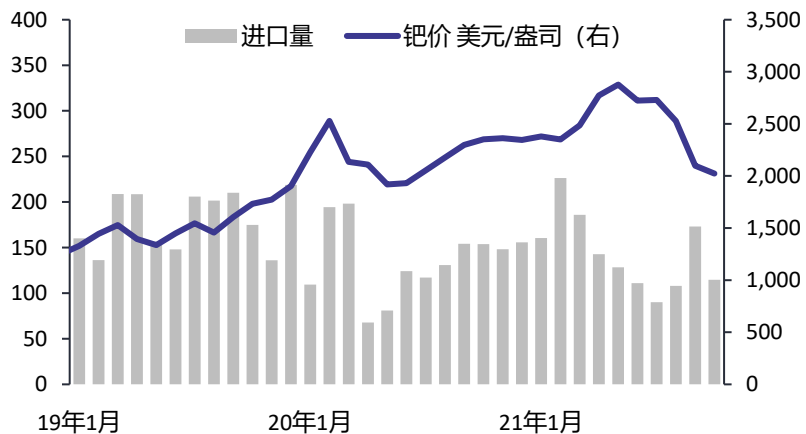
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



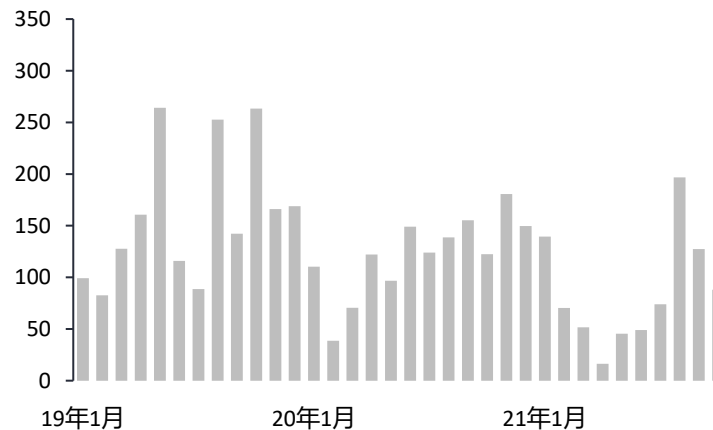
来源: Bloomberg

## 美国钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

## 香港钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

# 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

**Jacob Smith**, 铂族金属研究员

**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](mailto:info@metalsfocus.com)

[www.metalsfocus.com](http://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。