



Metals Focus

**贵金属月报**

第75期 - 2022年2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)

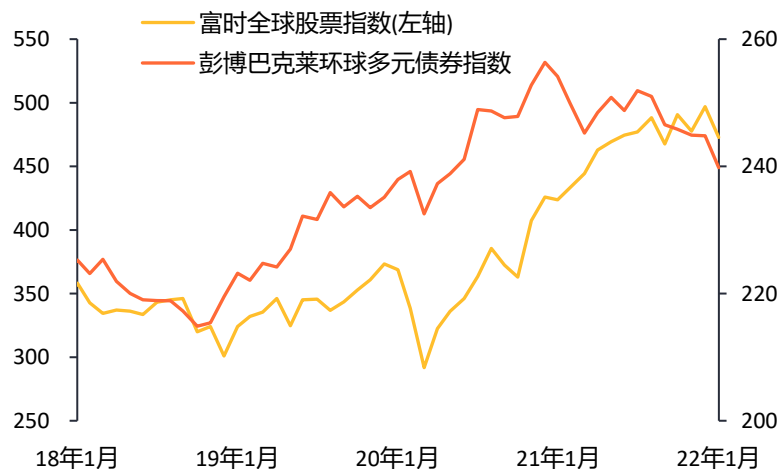
---

# 宏观经济现状与展望

- 1月份全球金融市场波动率均显著上升，股票遭大幅抛售，同时债券收益率不断攀升。美元亦呈上升势头，导致除钯金以外主要贵金属的价格均承压下行。
- 影响贵金属价格走势的主要因素是投资者对美国加息速度预期所发生的变化。2021年后期，投资者预期2022年将加息三次。而在今年1月份FOMC（联邦公开市场委员会）会议举行后，联邦基金利率期货显示目前投资者预期2022年将加息五次。
- 在市场对美国货币政策的预期发生重大变化后，债券收益率飙升。目前美国两年期和十年期国债的收益率已逼近1.2%和1.8%，均创出2020年1月份（新冠肺炎疫情前）以来的最高值。
- 展望未来，实际收益率不断攀升仍将是贵金属价格面临的主要阻力。虽然本年迄今美元走强也抑制金价上行，但欧洲央行等其他主要经济体的央行也可能在今年加息，这将使美元指数上涨幅度受限，进而能为贵金属价格提供一定支撑。
- 更为重要的是，目前贵金属价格已反映出加息幅度将显著提高的预期，全球经济面临下行风险，包括疫情进一步爆发、供应链断裂问题继续存在、地缘政治紧张局势加剧等诸多因素，意味着美国货币政策正常化的速度可能会慢于市场的普遍预期，有望在未来几个月间为贵金属价格提供上行动力。
- 不仅如此，美国国债收益率曲线趋平显示快速加息有可能会对经济增长带来潜在的压力，若有进一步的证据显示果真如此，美联储很可能只会渐进加息。股市抛售潮加剧亦有望推动今年上半年期间贵金属价格回升。不过今年后期随着新一轮加息周期的到来，投资贵金属的理由将日益减弱。

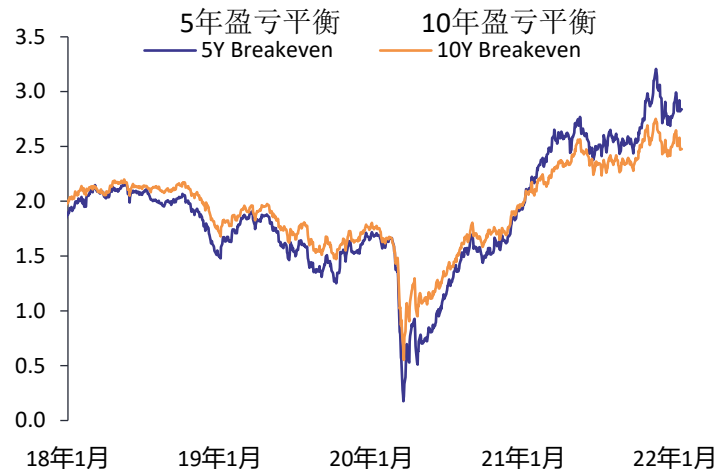
# 宏观经济现状与展望

## 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

2021年黄金价格小幅下跌，但2022年1月早期表现强劲，一度涨破1,850美元/盎司，之后因美联储释放更为强烈的鹰派信号走弱。撰写本报告之时（2月4日），金价已回落至1,800美元/盎司一线。

- 值得注意的是，尽管货币政策制定者的表态日益强硬，金价表现仍相对较强，接近1,700美元/盎司一线构成强支撑。这显示目前市场对货币政策急剧转鹰的预期可能过度，在未来几月间可能需要调整。
- 1月初金价回升导致专业投资者空头回补，金价保持在1,800美元/盎司上方亦促使投资者重建多头仓位。美国商品期货交易委员会（CFTC）发布的数据显示，2021年底至2022年1月28日期间管理基金持有的黄金期货净多头仓位数上升20%，至437吨。同时黄金ETPs（交易所交易产品）的持仓量也变动甚微，仍保持在3,100吨以上。
- 总体来看，鉴于美联储高官近期的鹰派表态，今年一季度金价大幅上涨至1,900美元/盎司上方的可能性已显著下降，因此我们已下调季度均价和最高价的预测值。不过一旦加息预期发生变化，金价应能获得提振，因此我们今年其他季度的金价预测仍保持不变，但进入下半年后，随着美国利率上升，金价涨势将难以持续（具体价格预测可与我们联系订阅）。
- 在供应方面，1月30日Perseus矿业公司宣布同意以约1,750万加元的价格，从Resolute矿业公司手中购买Orca金矿15%的股权。该公司还确认正考虑购买Orca金矿其余85%股权，但尚未达成协议，仍在进行谈判。Orca金矿拥有的主要资产是位于苏丹的Block 14项目，预计在投产后的前七年期间，该项目的黄金年产量将达22.8万盎司。

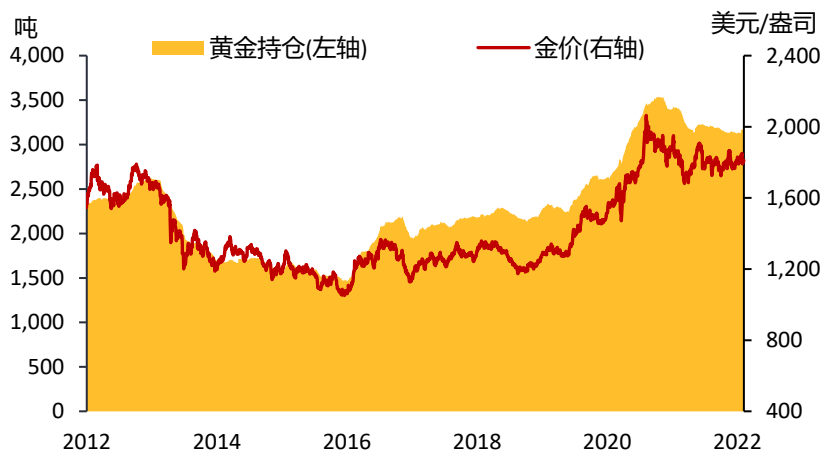
# 黄金市场现状与展望

主要黄金实物市场情况：

- 随着节日购物热潮来临，**中国**黄金首饰零售需求呈强劲增长势头。热销品为带有虎年生肖图案的古法金首饰和精品金饰系列。尽管1月初爆发零星新冠疫情对深圳首饰批发中心产生不利影响，导致展厅暂时关闭，但首饰加工商调整销售策略，通过其他渠道与客户联系，因此首饰加工量方面仍保持良好。
- 2021年**印度**黄金需求量同比翻了一番，达到899吨，创出2013年以来新高。这反映出进入婚礼和节日季度后消费者大量购买金饰，推动首饰需求量强劲上升，单是四季度的需求量就占到全年总需求量的40%。不过今年1月份印度爆发第三波疫情，使需求增长势头减弱，黄金进口量环比剧降59%，至40吨左右。鉴于目前新冠病毒感染病例数已开始下降，同时婚礼季节将持续至4月份，需求有望回升。
- 金价的进一步稳定支撑**中东地区**大多数国家和地区的黄金首饰消费走强。不过在土耳其和黎巴嫩两国，受当地金价高企、通胀处于较高水平、居民可支配收入不断下降等因素的影响，首饰消费量增长受限。由于金价向上或向下都未能出现决定性突破，整个地区实物黄金零售投资需求疲软。
- **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，若有任何明确迹象显示美联储将继续目前的加息时间表，都可能导致投资者大量卖出其黄金仓位。

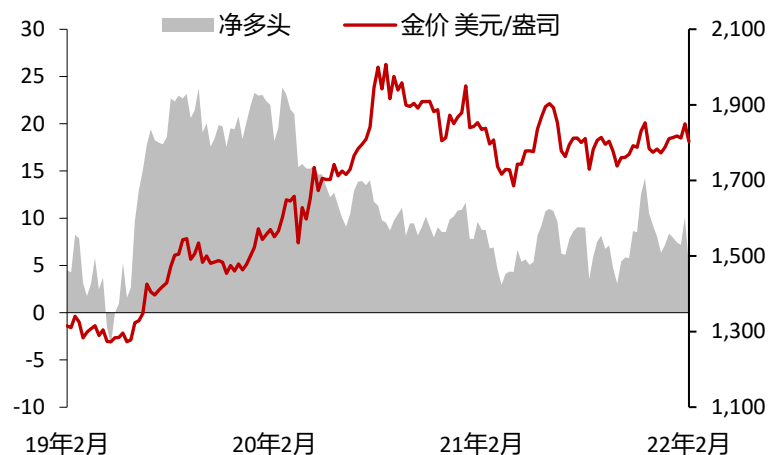
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



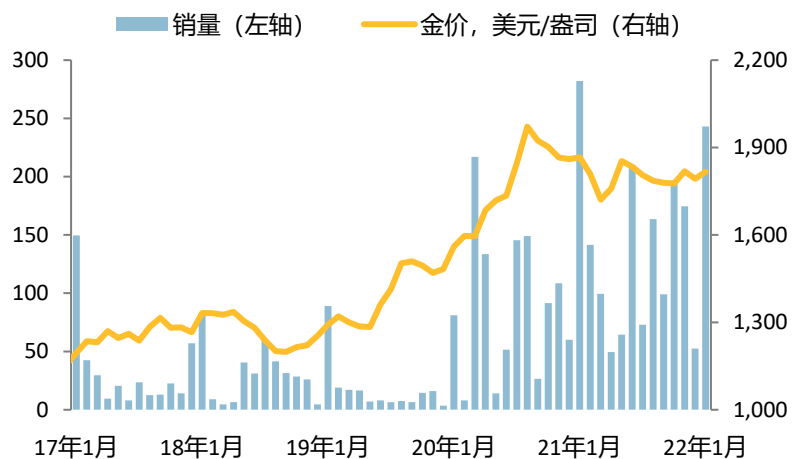
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



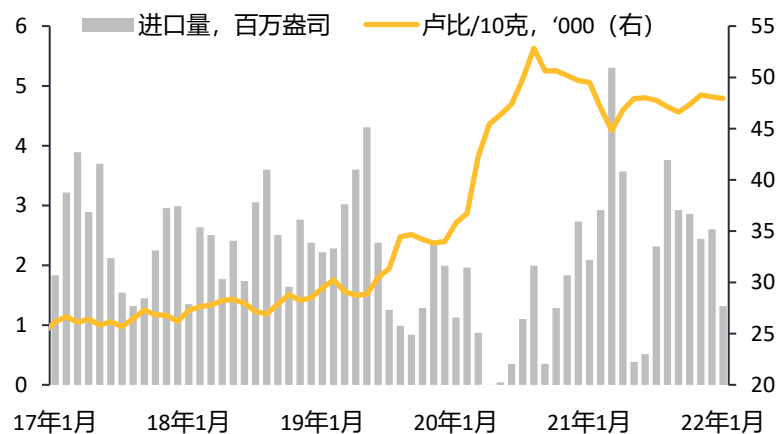
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

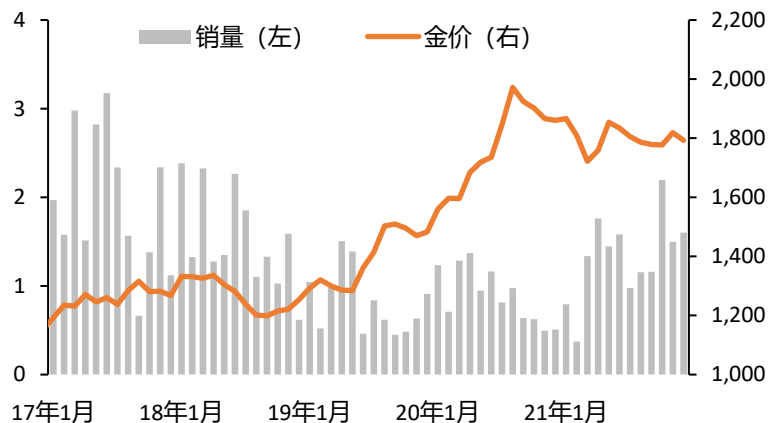
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

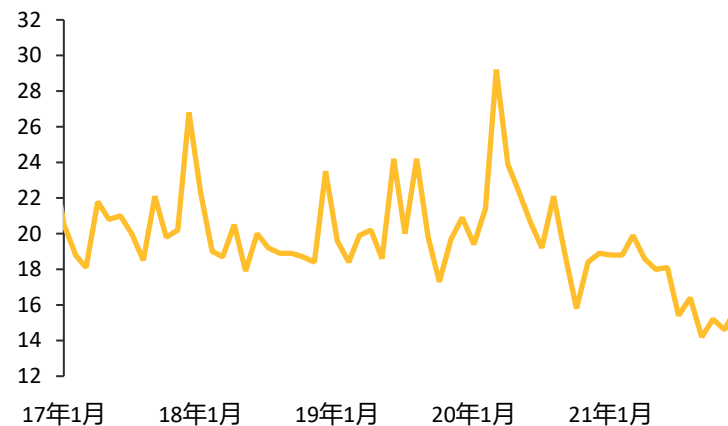
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



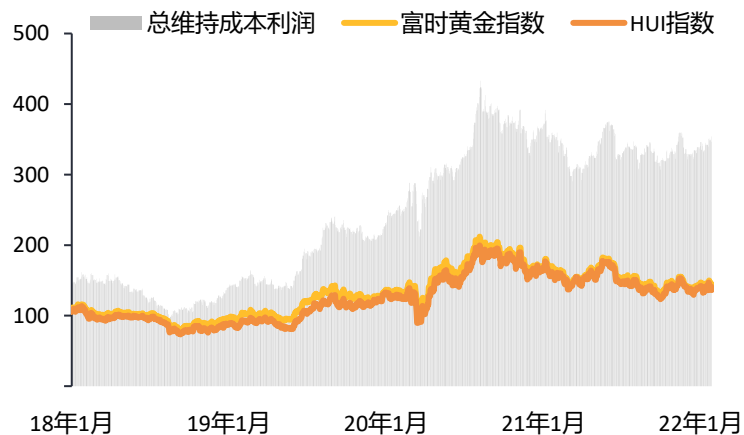
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



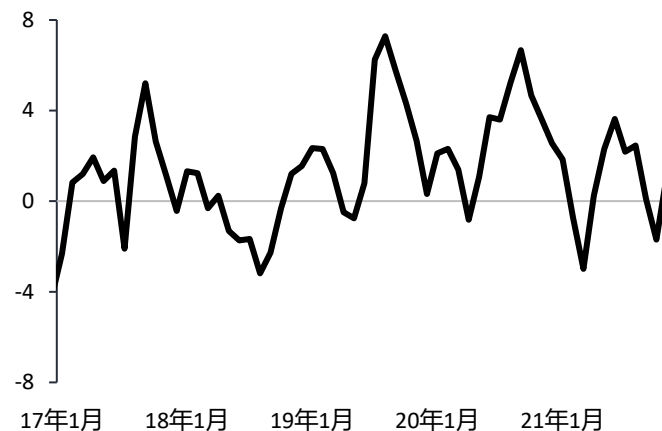
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

## 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

今年1月份前三周，白银价格稳健回升，从年初21.95美元/盎司的低点攀升至20日时的24.70美元/盎司。之后随着美联储高官在1月份的政策会议上释放鹰派信号，银价承压下行，月底时跌至仅略高于22美元/盎司的价位。

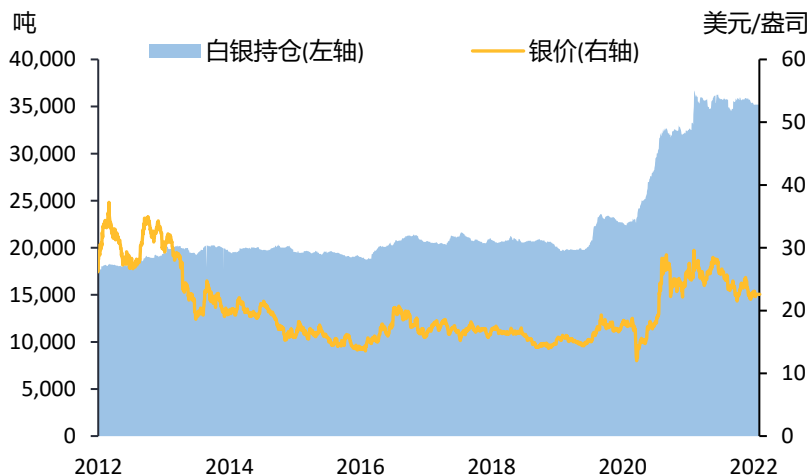
- 1月份前三周期间银价回升，主要归因于金价持续上涨的正外溢效应。由于其贝塔系数高，在此期间白银表现跑赢黄金，使得20日时金/银价格比率降至75:1下方。
- 不过白银表现未能持续跑赢黄金。随着这两种贵金属的价格都再次承压，金/银价格比率随即回升，月底时已逼近80:1。
- 金/银价格比率再度上升，其部分原因是今年初期银价回升主要受空头回补的推动——截至1月25日，管理基金持有的COMEX（纽约商品交易所）白银期货总空头仓数已下降27%。
- 相比之下，投资者建立新多头仓位的兴趣有限，1月份白银期货总多头仓数仅上升2%，同时白银ETP的总持仓量停滞不前，即为明证。
- 展望未来，鉴于市场高度预期3月份美联储就将宣布加息，在此之前投资者对增持黄金和白银很可能继续持谨慎态度，我们已下调今年一季度的银价预测值。不过，我们认为若最近市场的加息预期被证明为过度，二季度银价仍有短暂回升的空间。
- 更长远地看，银价将面临日益加大的下行压力。尽管白银的供需基本面良好，但这可能并不足以在今年下半年提振投资者的信心，原因是到时货币政策加速收紧的态势将更加清晰。随着债券名义和实际收益率均进一步走高，专业投资者持有白银的理由将减弱。

# 白银市场现状与展望

- ▶ 因奥密克戎变异毒株蔓延及随后多个邦的政府实施防疫限制措施，印度白银需求疲软，相应的白银进口量也急剧下降。我们预计一旦新冠确诊病例数下降，未来几月间珠宝首饰展陆续如期举行将推动印度白银需求温和增长。还需强调指出的是，在最新的印度联邦预算案中，黄金和白银的进口关税税率均维持不变。
- ▶ 近期我们前往美国进行实地调研，期间发现实物白银（包括大银条、白银投资产品、纯度达99.99%的银币等）的溢价仍处于高位。这反映出投资者对小银条和银币的需求仍强劲，同时首饰业和工业企业的白银需求继续增长。据受访者称，物流不畅和精炼厂交货时间延长仍是一大问题，虽然一些行业（最为明显的是摄影业）的白银回收量疲弱。
- ▶ 美国之外的其他地区，工业部门的白银需求也保持旺盛。尽管供应链断裂问题仍存在，但得益于汽车电动化持续推进、网络向5G技术过渡、各国政府持续加大绿色能源项目投资等诸多有利的结构性因素，白银工业需求仍继续走强。
- ▶ 在矿产白银供应方面，1月25日Gatos白银公司宣布在更新旗下Cerro Los Gatos矿山资源量和储量的过程中，发现最初的项目技术报告中存在错误，其资源量测算模型高估了资源量。初步估算显示，修正后该矿山的白银储量将被下调30%至50%。高估幅度究竟有多大以及修正后的矿山寿命评估报告都将在今年下半年公布。
- ▶ **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。银价上行主要风险因素则是地缘政治紧张局势加剧引发避险需求上升。

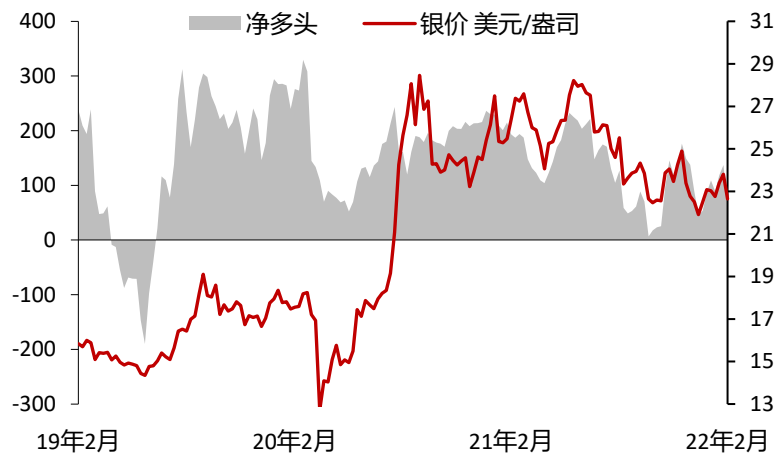
# 白银市场现状与展望

## 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

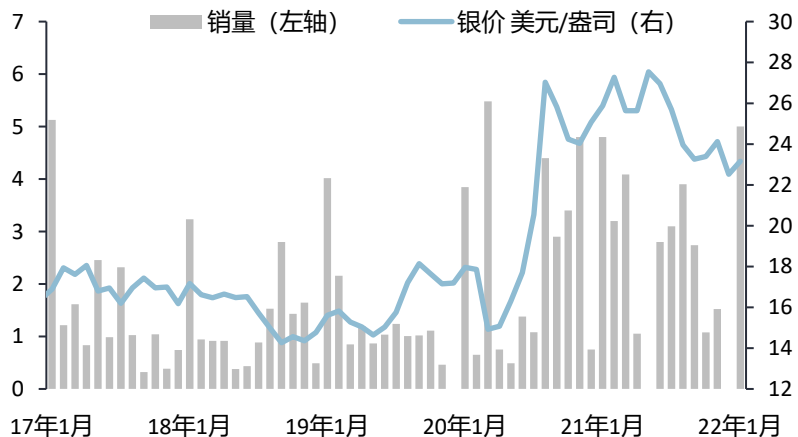
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

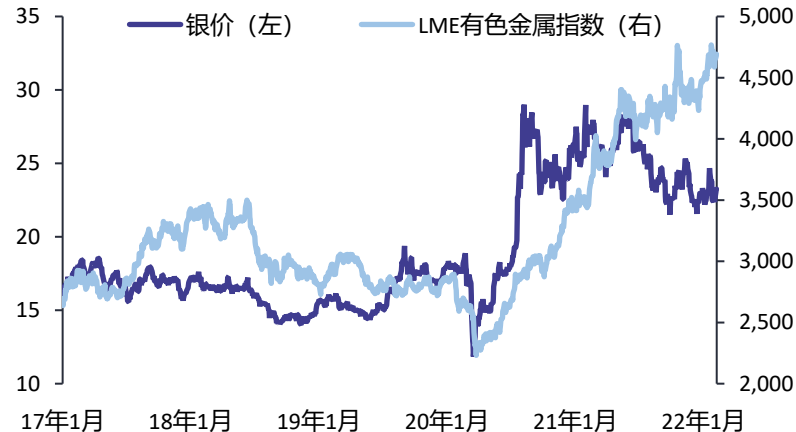
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



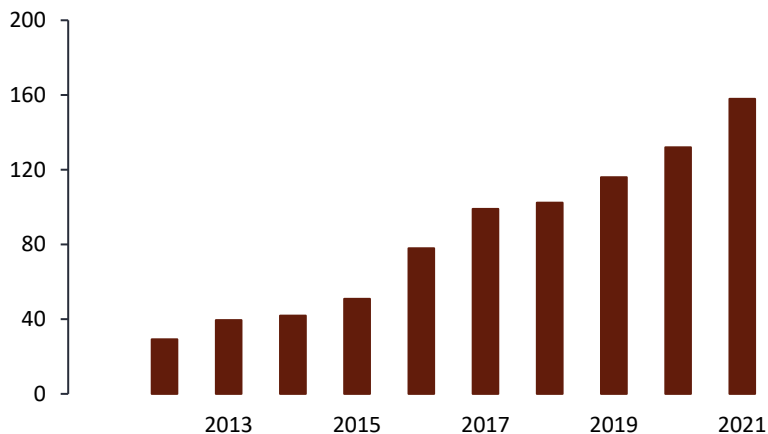
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



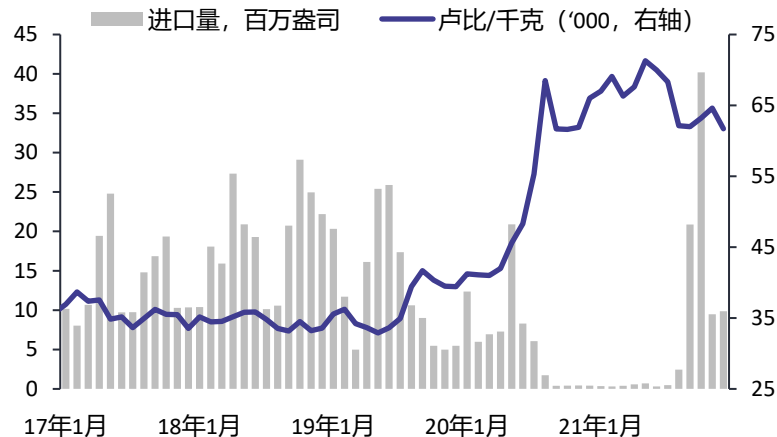
来源: Bloomberg

## 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

2022年伊始，受钯金价格因西方国家与俄罗斯间的紧张关系加剧而大幅走高的带动，**铂金**价格走强。开年铂价为972美元/盎司，1月10日跌至927美元/盎司的低点后大幅回升，1月26日触及1,066美元/盎司的高点。1月26日FOMC会议声明发布后，铂价随金价回落。1月份铂价曾两次试图突破200日移动均线，但均告失败，200日移动均价已成为强阻力位。撰写本报告时，铂金200日移动均价为1,045美元/盎司，而其成交价为1,025美元/盎司左右。

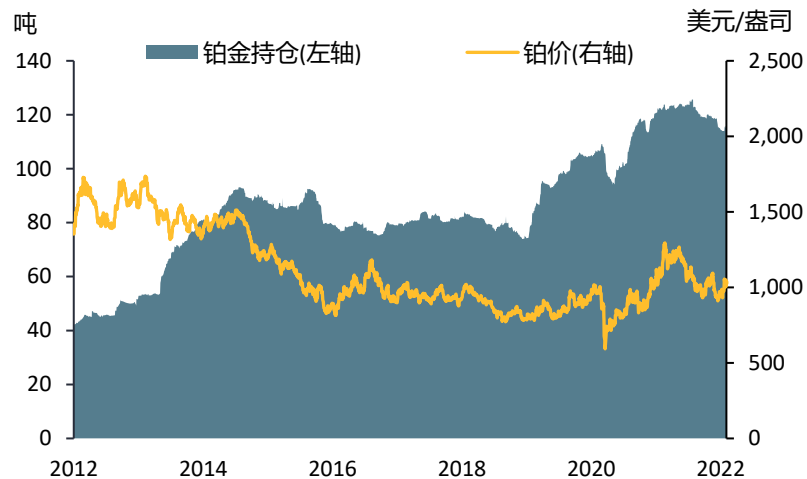
- 我们维持上期月报中所列的2022年铂价预测值不变，预计全年铂价将呈稳步上涨走势。在一季度和二季度期间，铂价总体上将继续追随金价走势（具体价格预测可与我们联系订阅）。虽然能从地缘政治紧张局势中略有受益，对黄金的折价仍将保持在750-820美元/盎司区间内。
- 今年三季度结束前，汽车制造企业仍将遭受芯片短缺的冲击，但到四季度结束前总产量则有望较疫情前上升4%，有利于年底前汽车业的铂金需求走强。（具体价格预测可与我们联系订阅）。
- 1月份管理基金持有的Mymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓数增加50万盎司，这基本上是由于总空头仓数急剧下降。之前八周连续处于净空头状态后，1月份持仓终于回归净多头状态，数量为29.5万盎司，创2021年11月中旬以来新高。
- 截至1月底，全球铂金ETP的总持仓量增长1.1%，至370万盎司，主要由于南非铂金基金增仓5.7万盎司。虽然月度增仓量为2021年3月以来最高值，但总持仓量仍低于2021年6月份创出的历史峰值（400万盎司）。

# 铂金市场现状与展望

- 2021年中国大陆和香港特区的铂金净进口总量为320万盎司，同比增长46%，创2013年以来新高。12月的进口量（45.2万盎司）亦创出月度进口量的历史新高。铂金进口量飙升，归功于下列三个因素：中国国产汽车尤其是重型汽车的铂金装填量上升，对氢经济中铂金应用前景的预期乐观，以及投机兴趣升温。
- 多家铂金生产企业已公布2021年四季度业绩，初步分析显示四季度全球铂金总产量将创出我们数据系列中的新高。不过因一季度南非产量因季节性因素通常较低，很多生产厂会进行计划维修，加之英美铂业的半成品库存接近耗尽影响精炼铂金产量，预计今年一季度的铂金总供应量将有所下降。
- 预计2022年实物铂金供应过剩量将从2021年的66万盎司降至50万盎司。这将是铂金供应连续第七年出现过剩，相应的地上铂金存量将升至1,070万盎司左右。
- 虽然2022年汽车业的铂金需求量有望同比增长20%，大幅超过2019年疫情爆发前的水平，但预计全年全球铂金总需求量仅会增长3%。这主要是由于2022年玻璃工业的铂金需求量将下降一半，回归更为正常的水平。得益于很多扩产项目在2020年期间受疫情影响而推迟后启动，产能大幅扩张，2021年该行业的铂金需求量创出我们数据系列中的峰值。
- 目前中国的铂金首饰需求相对黄金首饰看起来较弱，因此尽管其他国家的铂金首饰需求有望稳健增长，全球首饰业的铂金需求仍面临压力。
- **价格预测风险因素：**地缘政治不确定性引发的供应担忧，可能外溢至铂金市场，推高铂价。另一方面，多次加息的可能性则将打压铂价上行。

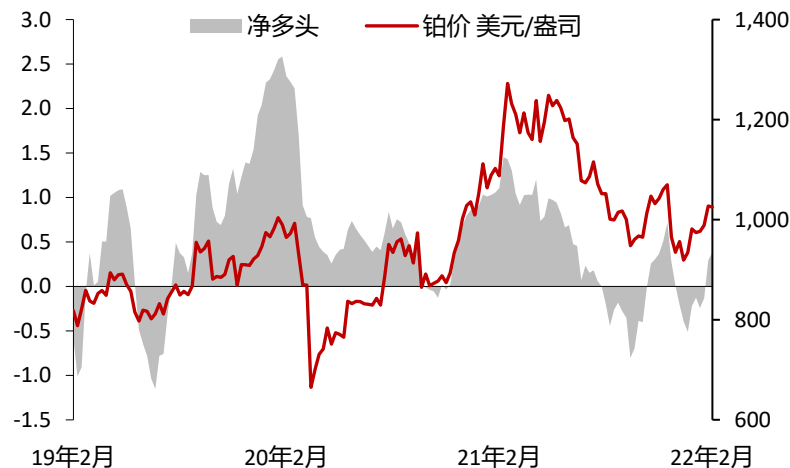
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，吨



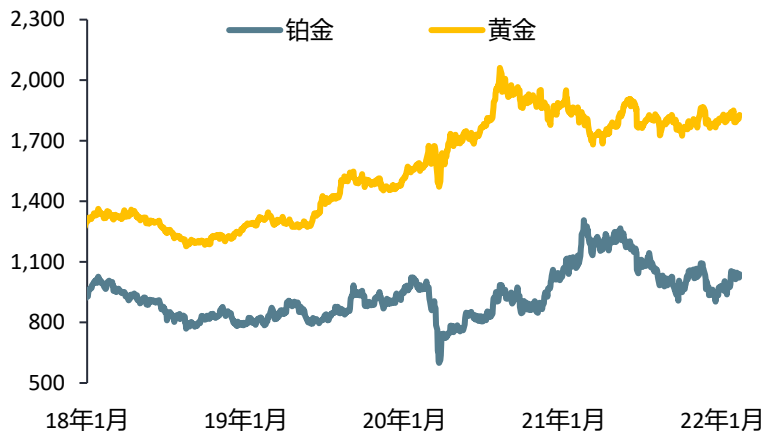
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



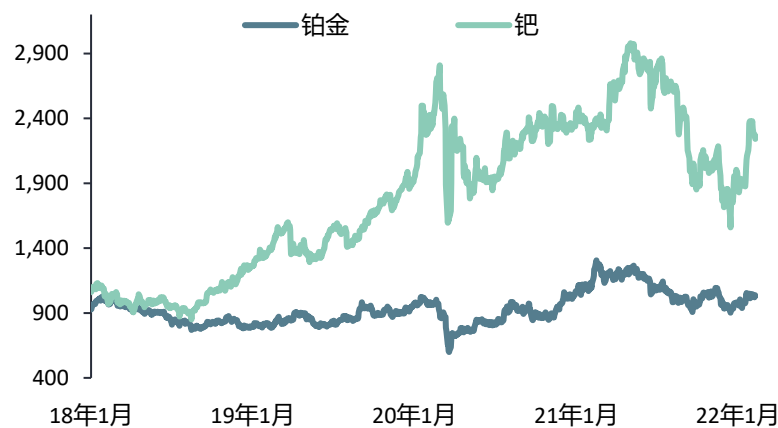
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

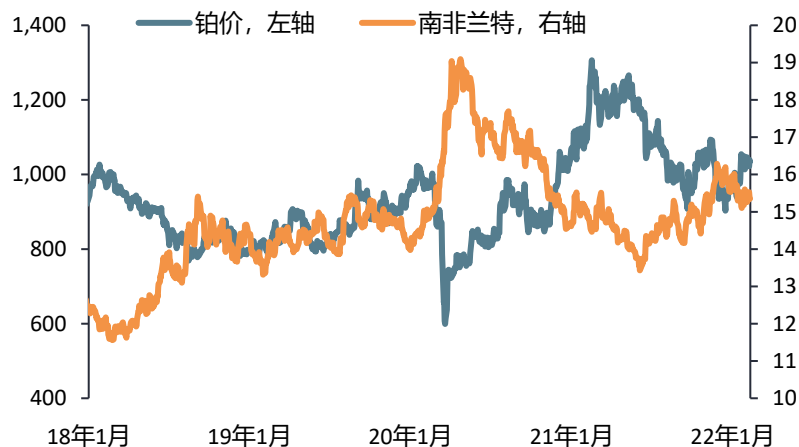
## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

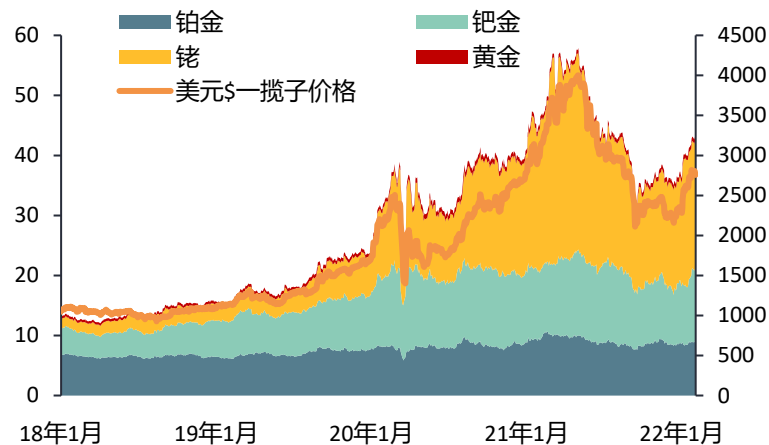
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



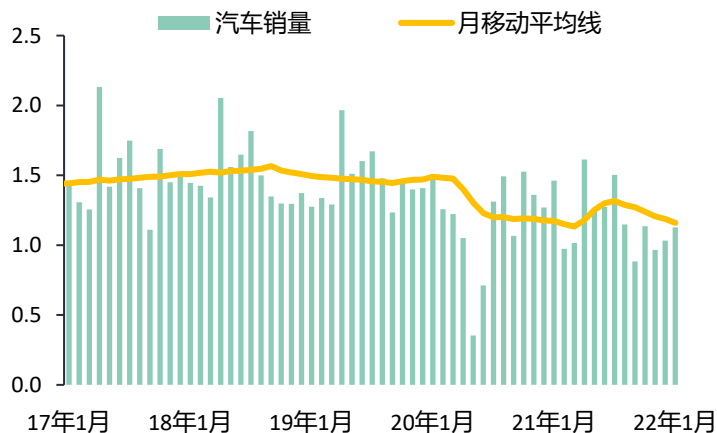
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



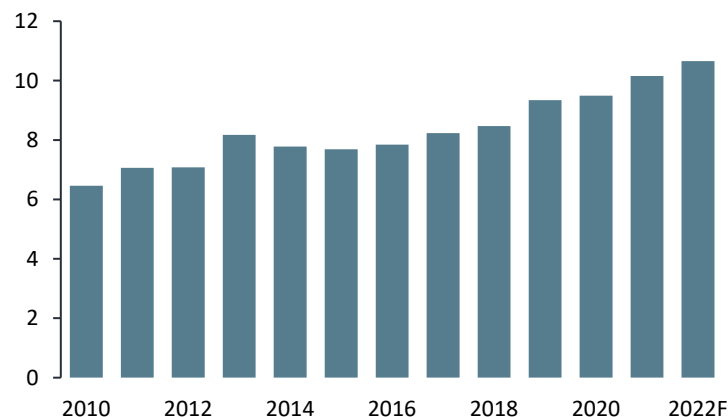
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

今年1月份，钯金在主要贵金属中领涨，19日起从1,900多美元上涨至2,454美元/盎司的高点，涨幅达29%。钯价飙升反映出随着俄罗斯与乌克兰间的紧张关系升温，俄罗斯出口可能受到制裁或出现其他供应问题，令市场担忧钯金供应。1月份最后三个交易日的两日内钯价下跌100美元，但均在2,260美元/盎司一线获得支撑。撰写本报告之时，钯金交投于2,290美元/盎司一线。

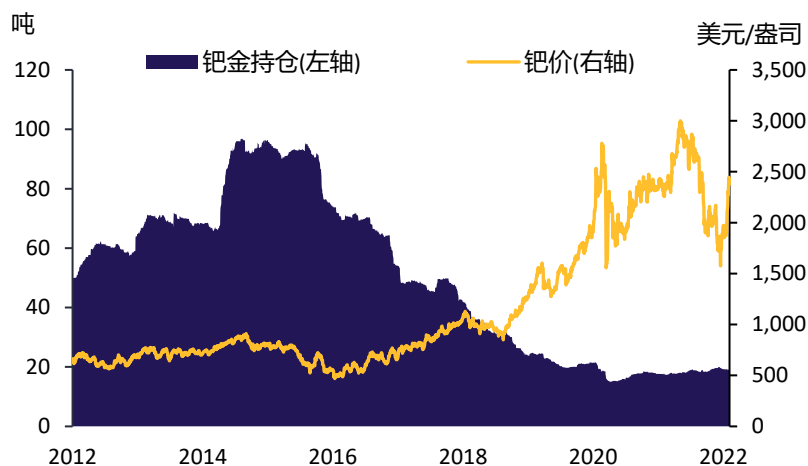
- 鉴于市场对地缘政治紧张局势带来的影响作出了反应，我们上调了今年一季度的钯价预测值（具体价格预测可与我们联系订阅）。如果紧张局势加剧，钯价则有望上升，但另一方面，如果汽车制造企业难于提高产量，同时紧张局势缓和，钯价则面临下行压力。
- 假定钯金供应担忧在今年二季度基本消退，由于工业用户库存过剩，而需求因汽车工业仍受到芯片短缺（缺芯状况仅会缓慢改善）的冲击而仅能温和增长，二季度钯价可能小幅下跌。而三季度尤其是四季度期间，随着汽车产量如预期那样稳步上升，在四季度达到疫情前水平，钯价有望显著上涨（具体价格预测可与我们联系订阅）。
- 在钯价于1月18日大幅回升前，管理基金持有的Nymex钯金期货仓位处于净空头状态，数量为27.4万盎司，为月内最低水平，接近月底时，净空头仓数至14.5万盎司。这意味着空头回补数量达10.6万盎司，推动近期钯价走强。
- 2021年中国大陆和香港特区的钯金总进口量同比下降34%，至170万盎司，为2014年以来的最低值。

# 钯金市场现状与展望

- 目前钯金ETPs的总持仓量仅为60万盎司左右，远低于2014年创出的峰值300万盎司。2014年以后总持仓量持续下滑，已有240万盎司释放至市场，用于弥补多年来的供需缺口。
- 在上半年旗下矿山遭遇洪灾，选矿厂也因事故停产后，2021年后期诺里尔斯克镍业公司的钯金产量回升，其中四季度产量较前一个季度上升18%，至70.4万盎司。2021年该公司的钯金产量因生产中断而受到严重影响，预计2022年产量也仅小幅增长约2%，原因是冶炼厂维修将限制加工数量。
- 汽车业是最重要的钯金需求领域，对该行业钯金需求预计将有所增长但较温和。预计2022年全球轻型汽车总产量将同比增长13%，但受纯电动汽车产量进一步强劲增长的影响，汽油车产量增幅将仅为11%。不过尽管有纯电动汽车产量渗透率上升和铂金替代钯金的影响，我们仍预计汽车催化剂制造企业的钯金需求量将增长9%，至850万盎司。但总量仍将低于疫情前水平，到2023年才有望超过2019年的需求量。
- 大排量汽车产量的增长将进一步支撑钯金需求。预计今年北美地区的SUV车产量将增长19%，高于中型汽车产量的预期增幅13%。我们的调研还显示，消费者为买到心仪的汽车，愿意等待更长时间。预计今年钯金回收的供应量也将增长4%，至290万盎司，但二手车出售延迟可能会影响可供回收的汽车数量。
- **价格预测风险因素：**独联体内国家间的紧张关系升温或将推动钯价进一步上涨，而争端快速得到和平解决则可能令钯价严重承压。虽然芯片短缺问题看起来正在缓解，但汽车产量下行风险仍高，如果钯金需求放缓，钯价可能会面临下跌风险。

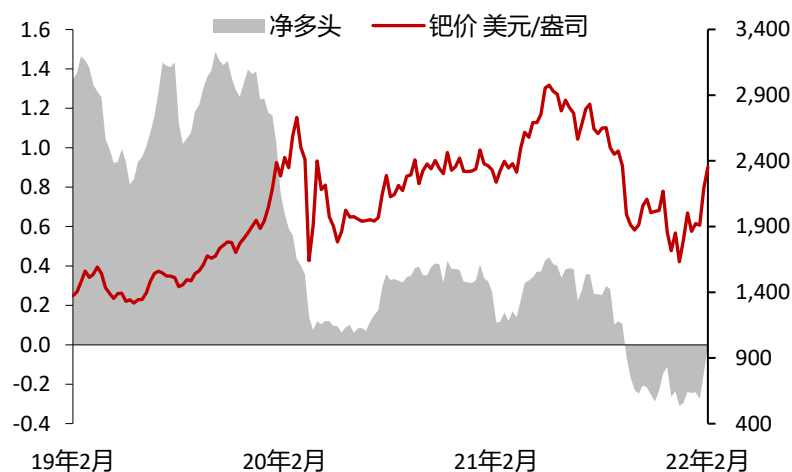
# 钼金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Nymex 钼金净多头仓位\*, 百万盎司



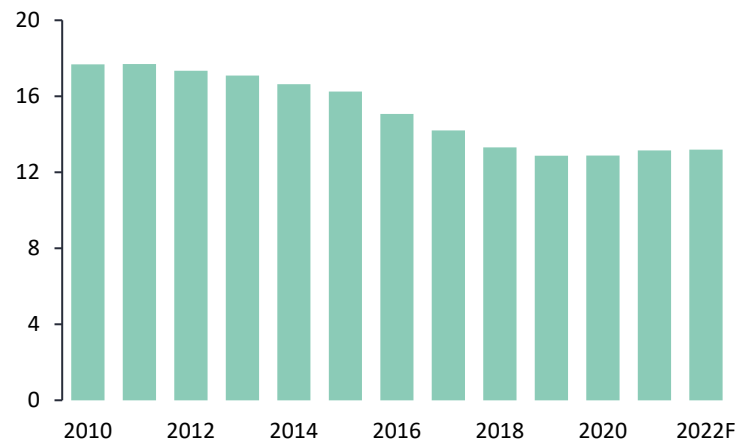
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钼价 & 标普 500



来源: Bloomberg

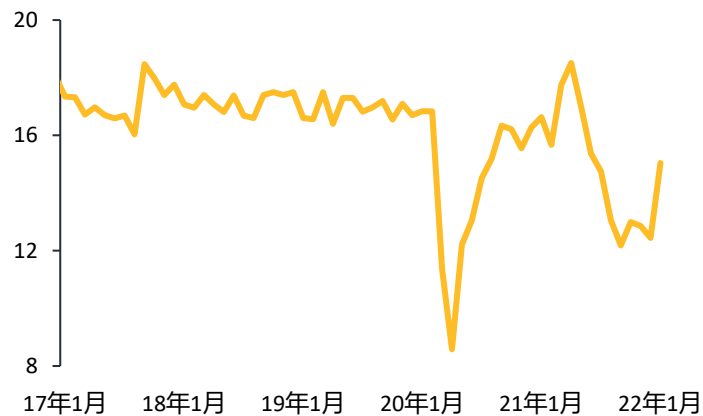
## 钼金地上存量\*, 百万盎司



\*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



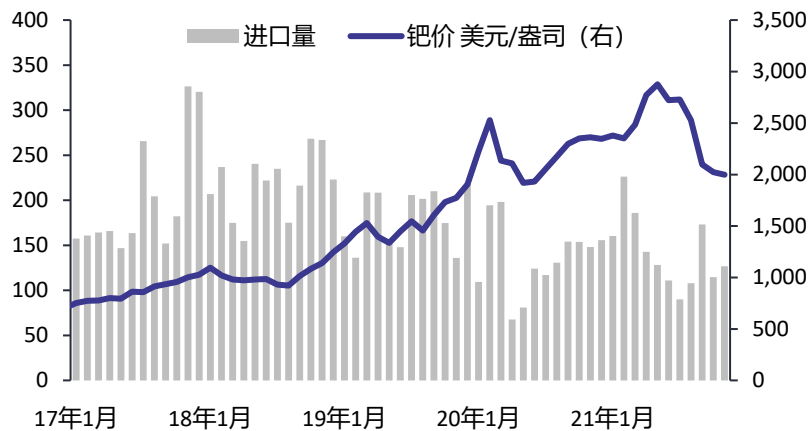
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



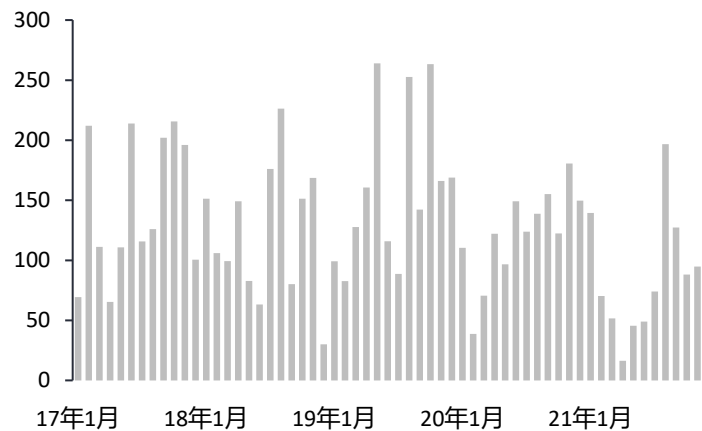
来源: Bloomberg

## 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。