



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 445 期

2022/03/04

### 黄金

因政治和金融不确定性加剧提振避险资产需求，金价在1,900美元/盎司上方整固。

### 白银

白银ETP的总持仓量升至去年6月以来最高水平。

### 铂金

因旗下冶炼厂的维护计划期延长，羚羊铂业公司将2022财年的铂族金属产量指引下调了28万盎司。

### 钯金

因俄罗斯入侵乌克兰后关键零部件的交付中断，宝马公司被迫停止多家设在欧洲工厂的生产。

## 地缘政治危机能否推高黄金和钯金价格？

俄罗斯入侵乌克兰及之后西方国家对俄实施的制裁，为年初以来波动率持续上升的金融市场带来了新的不确定性。2月24日俄罗斯入侵的消息传出后，黄金价格触及近十八个月来的高点1,974美元/盎司，之后虽有所回落，但撰写本报告之时仍位于1,900美元/盎司上方。同时钯金价格也已于去年8月以来首度涨破2,700美元/盎司，之后虽一度下探2,300美元/盎司，但目前已回升至2,600美元/盎司左右。

当然目前尚无法预测俄乌冲突将持续多久。虽然我们注意到地缘政治事件通常并不会对贵金属价格产生持久影响，但有一点是确定无疑的：贵金属尤其是黄金和钯金，将从这种高度不确定性中受益。有鉴于此，我们2022年贵金属的价格预测波动区间较宽，预计所有贵金属都有潜力上试本年迄今预测的价格高点。

首先来看黄金。除当前的地缘政治危机外，市场对加息速度的预期减弱也让黄金受益。不过目前看，美联储仍将在其3月份的政策会议上宣布新冠疫情后首次加息，但幅度或将仅为25个基点，而在俄罗斯军事行动前，很多人预期加息幅度将达50个基点。此外，能源价格飙涨，西方国家和俄罗斯关闭领空后供应链问题加剧，金融市场波动率持续上升等因素也可能会使未来几月间激进加息的动力减弱。考虑到通胀将在更长时间内处于高位，债券实际收益率也将进一步陷入负值区域，这些亦应能为金价提供新的支撑。



Desired over the millennia.  
Reinvented for the 21<sup>st</sup> century.

valcambi  
suisse

1 oz  
fine gold  
999,9

ESSEUR  
FONDEUR

AA000001

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)

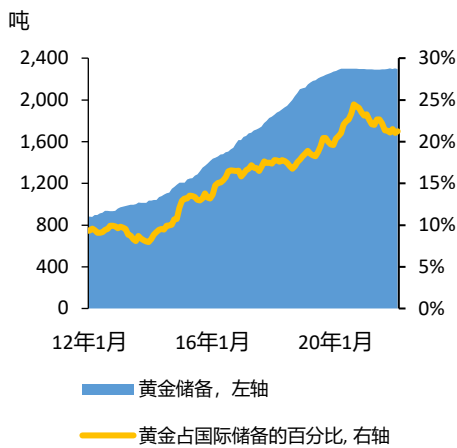


[www.aurus.com](http://www.aurus.com)



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

## 俄罗斯官方黄金储备

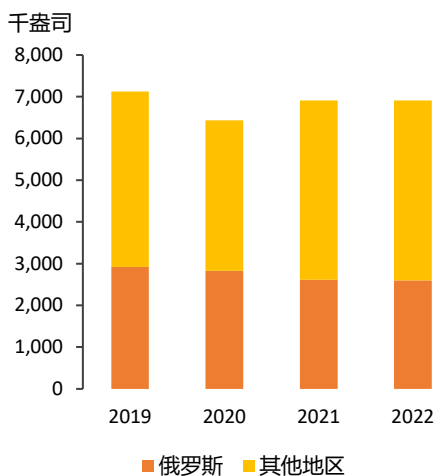


数据来源: 国际货币基金组织

另一个值得注意的是，俄罗斯央行已恢复在国内市场上买入黄金。此前，该行从2020年4月起暂停买入黄金，还鼓励本国黄金生产商和银行出口更多黄金，以应对新冠疫情和油价冲击带来的双重负面影响。俄罗斯央行的最新举措让人回想起2014年克里米亚危机时的情景，当时该行为减持美元计价资产，加速买入黄金，以实现国际储备多元化。

由于本国消费量较低，俄罗斯央行预计将购买俄罗斯矿山产出的所有黄金（2021年为330吨左右）。黄金需求激增，应有助于使黄金市场上庞大的供应过剩量下降。而另一方面，由于持有的外国资产遭冻结并被排除在SWIFT网络外，俄罗斯央行可能会通过场外交易出售其部分黄金储备（截至2022年1月为2,293吨），以支撑本币货币。这一情境下对实物黄金市场的直接影响应是中性的。即便如此，这也将强化黄金在经济动荡和地缘政治局势紧张期间，作为分散投资组合重要工具所发挥的作用。

## 全球钽金原生供应



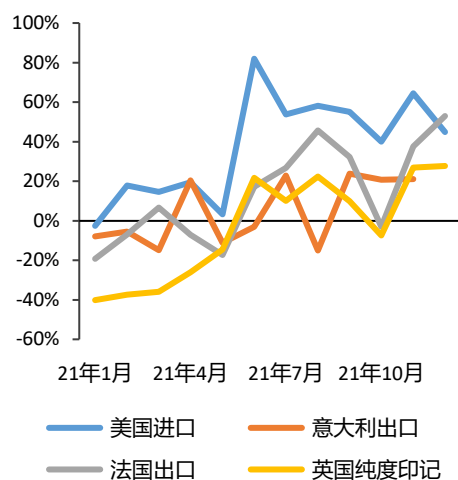
数据来源: Metals focus五年期铂族金属预测季报

再来看钽金，Metals Focus预计俄罗斯产量将占到2022年全球矿产钽金总供应量的38%。虽然目前俄罗斯钽金供应尚未受到限制，但遭受制裁的可能性不能排除，加之俄罗斯银行被排除在SWIFT网络外，欧盟也对俄关闭领空，这些都已带来不确定性，刺激投资者买入钽金。从走势看，钽价短暂回撤至2,400美元/盎司下方后，目前正在上试2,600美元/盎司。

2014年西方国家对俄罗斯的制裁，主要手段是签证禁令和资产冻结，而与此形成鲜明对比的是，本次危机爆发后西方国家作出的反应显示制裁范围将显著扩大。尽管撰写本报告之时，制裁尚未涉及俄罗斯天然气和其他大宗商品的出口，但考虑到德国已暂停认证北溪二号项目，英国石油公司也宣布出售所持俄罗斯石油公司股份，对钽金供应方面的担忧仍是钽金一大切实威胁。

2月初俄乌紧张局势开始升级时，海绵钽对钽锭的溢价出现了显著变化，但不同寻常的是，本次危机爆发后并未出现此情形，而且虽然短期钽金远期合约利率有所收紧，但幅度也不及2月初。从理论上讲，由于领空关闭，从俄罗斯运出钽金的成本将增加，交货期也将延长，应会进一步推高实物钽金的溢价，并导致钽金租赁利率上升。然而与2020年1月份钽金租赁利率升破20%的情形相比，仍有较大的距离。这反映出两方面因素共同所起作用：一是中国的钽金年总进口量比2021年高出近100万盎司，二是英美铂业的ACP转化炉工厂停工后实物钽金产量已下降。

对比2019年西方首饰百分比变化



数据来源: Metals focus, 伯明翰检测局

## 西方国家首饰需求复苏势头仍保持强劲

近期Metals Focus进行的实地调研和最新发布的官方数据都显示, 2021年西方国家首饰需求复苏的势头强劲, 而且有先期指标显示2022年初强势仍得以延续。

美国首饰市场持续表现良好, 自2021年6月以来首饰进口量不仅同比上升, 还显著高于更具代表性的2019年进口量水平。有人曾认为在夏季后随着受压抑的需求得到释放和刺激支票措施对需求的提振作用消退, 美国首饰消费量回升步伐将放缓。然而事实是, 消费者将用于服务消费(尤其是旅游)的支出转用于购买首饰, 同时储蓄存款也处于高水平, 首饰旺销态势一直延续至2022年。2020年去库存后, 厂商大量补充库存, 2021年美国首饰进口量和本地制造量也已上升。而由于销势仍旺, 厂商有信心补充库存, 今年上半年库存增加之势仍在延续, 尚无消退迹象。

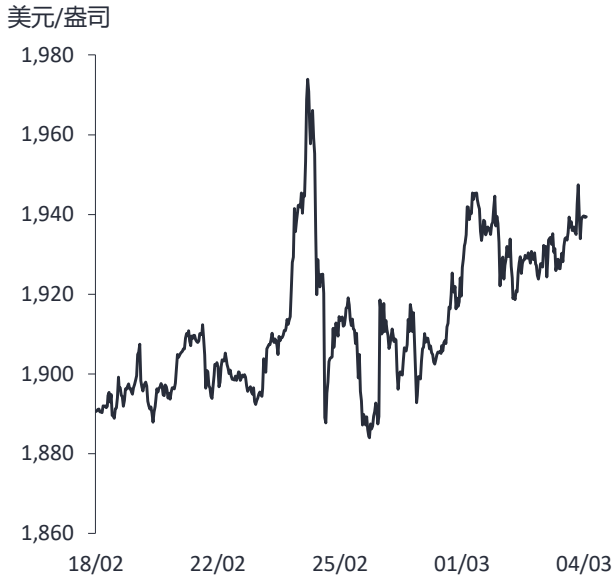
虽然开年市况良好, 但关于美国首饰市场前景的看法则有分歧。一些联系人认为厂商停止补充存货和消费者支出正常化(尤其是夏季期间旅游支出将大幅增加)意味着需求量将从2021年的高位回落。不过另一些人尤其是婚礼首饰供销商则对市场前景更为乐观, 原因是一般情况下美国一年举行210万至220万场婚礼, 但由于因疫情推迟的婚礼在今年陆续举行, 全年婚礼数量将升至250万至260万场。这对提振铂金首饰销售最为重要, 因此预计今年铂金首饰销量将显著高于黄金和白银首饰。

欧洲首饰消费量的回升步伐虽更为缓慢, 但一直延续。2021年一季度欧洲黄金首饰总消费量较2019年同期下降24%, 但到四季度时降幅已收窄至3%。从6月份起英国首饰业的黄金印记用量就已超过2019年, 而消费量尚未恢复至2019年水平, 二者似乎有些矛盾, 但其部分原因是用量统计数字仅反映出零售商像美国同行一样补充库存。虽然奥密克戎变异毒株的蔓延给2022年欧洲各国首饰市场的前景蒙上了一层阴影, 但我们很多联系人仍持乐观预期, 同时需要强调的是, 那些打压首饰消费量(以所含贵金属重量计)的长期结构性变化因素在今年似乎已不复存在。

2021年欧洲首饰制造量也强劲增长。如法国首饰出口量所显示的, 2021年高端首饰和手表制造业强劲复苏, 我们联系人预计今年仍将保持强势。大众市场首饰的出口量(以意大利出口量为代表)亦已回升, 其主要驱动因素包括对美国的出口量飙升和迪拜市场终于复苏。在主要出口目的地中, 仅香港的需求走弱。我们即将前往直意大利进行实地调研, 贵金属价格走高和乌克兰危机是否已给2022年需求的最初乐观预期造成冲击, 到时应该会有答案。

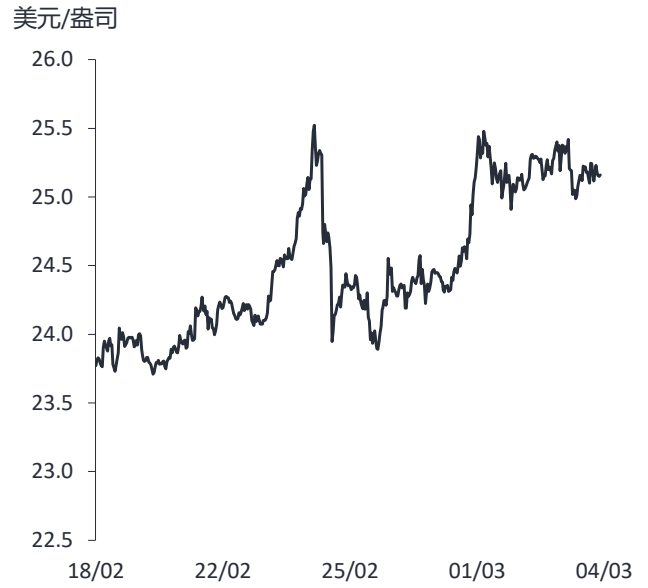
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



来源: Bloomberg

## 白银



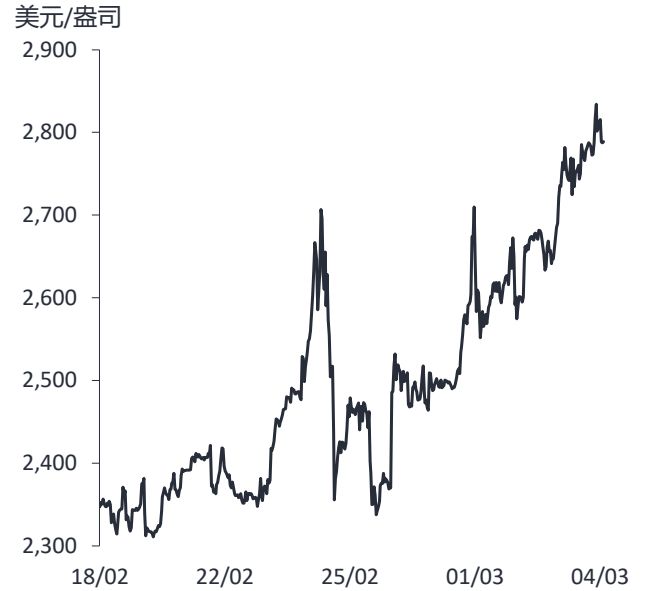
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

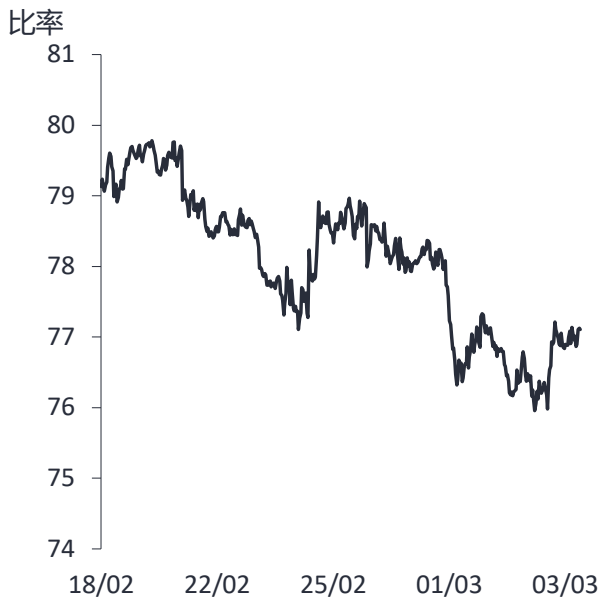


来源: Bloomberg



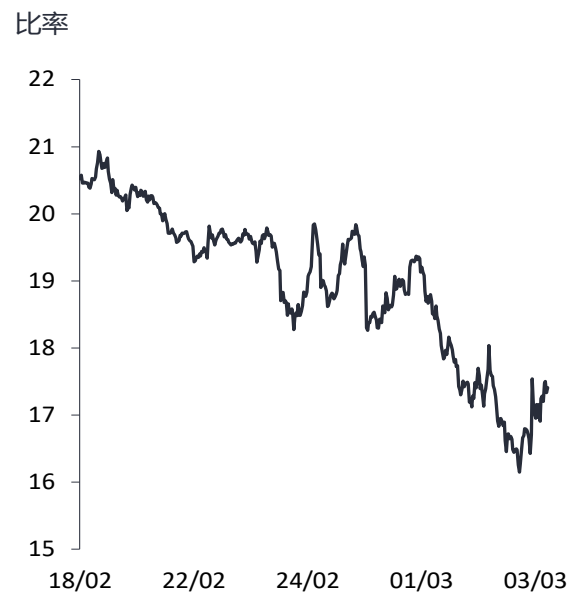
# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



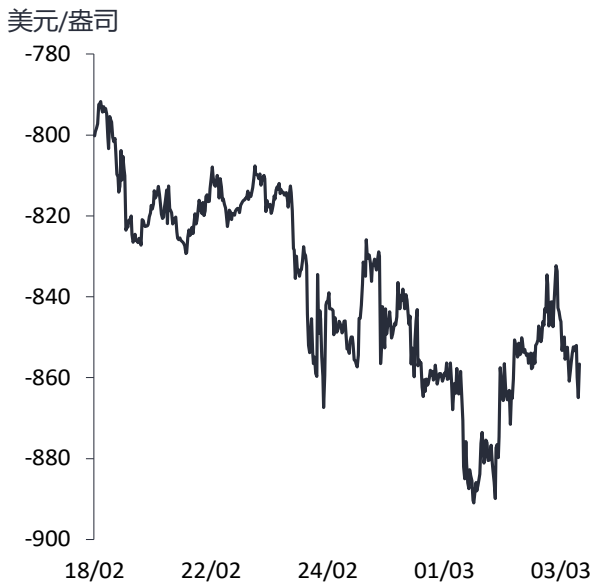
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



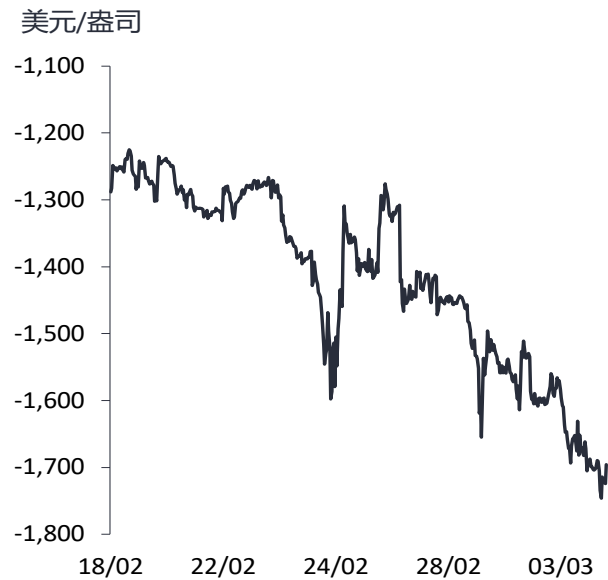
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

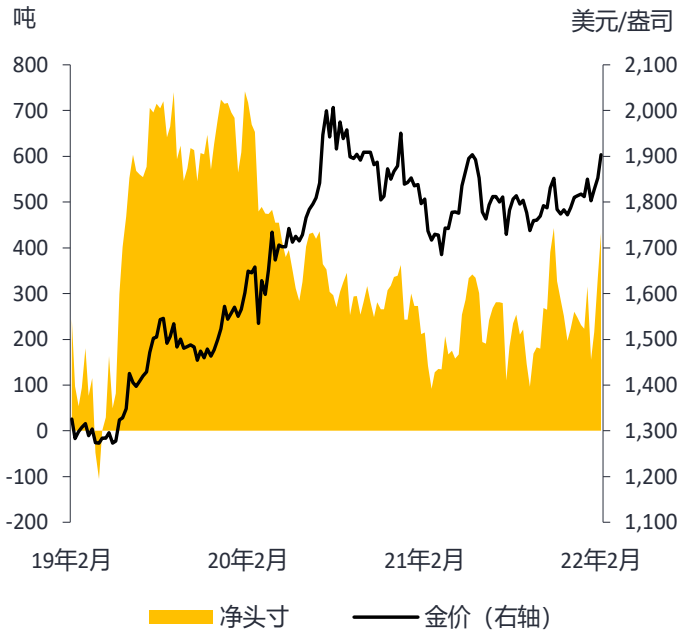


来源: Bloomberg



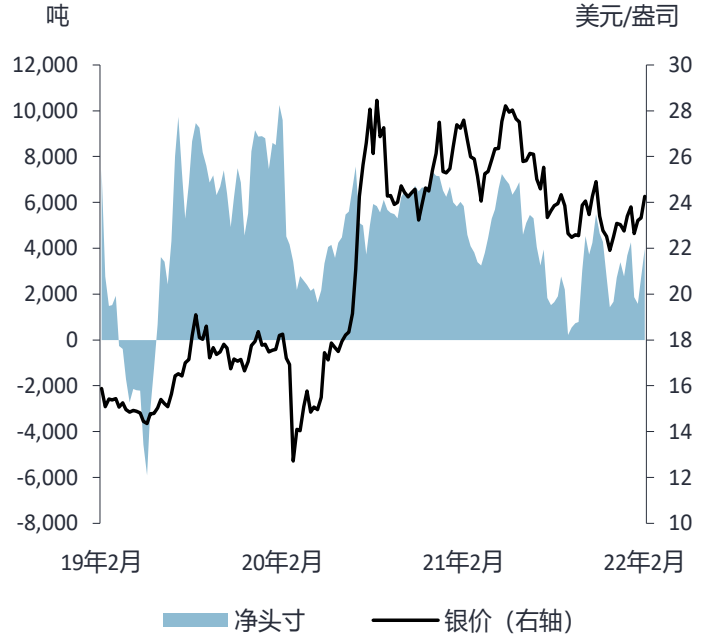
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



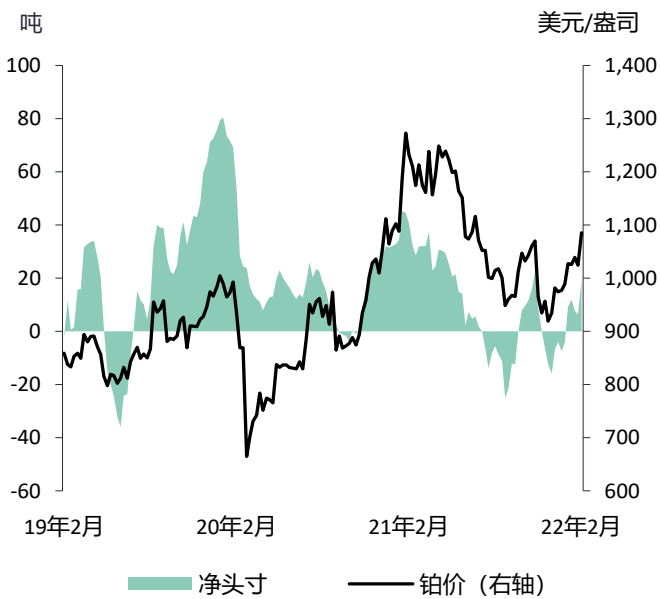
\*管理基金头寸 (Managed money);  
来源: Bloomberg

## 白银



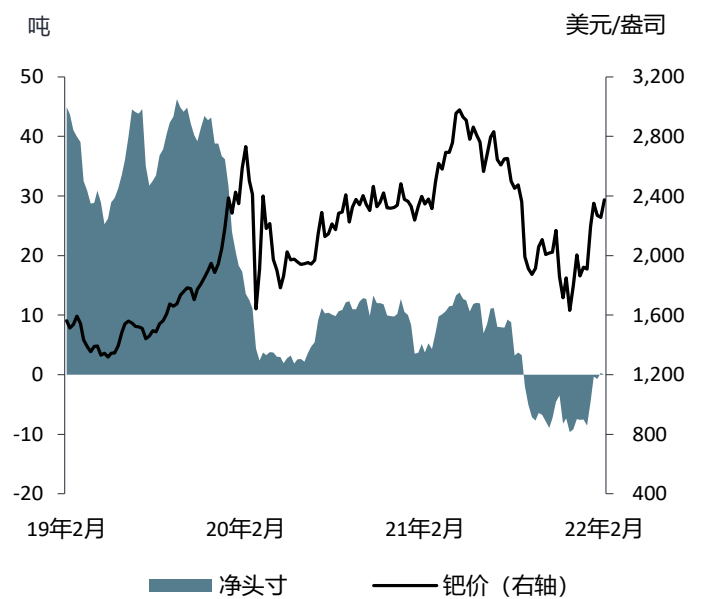
\*管理基金头寸 (Managed money);  
来源: Bloomberg

## 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

Mansi Belge, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究助理-孟买

Neelan Patel, 区域销售总监

Jacob Smith, 铂族金属研究员

Mirian Moreno, 业务经理

Nikos Kavalis, 常务董事 - 新加坡

Adam Webb, 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

Sarah Tomlinson, 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。