



Metals Focus

贵金属月报

第76期 - 2022年3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



www.asahirefining.com



www.randrefinery.com



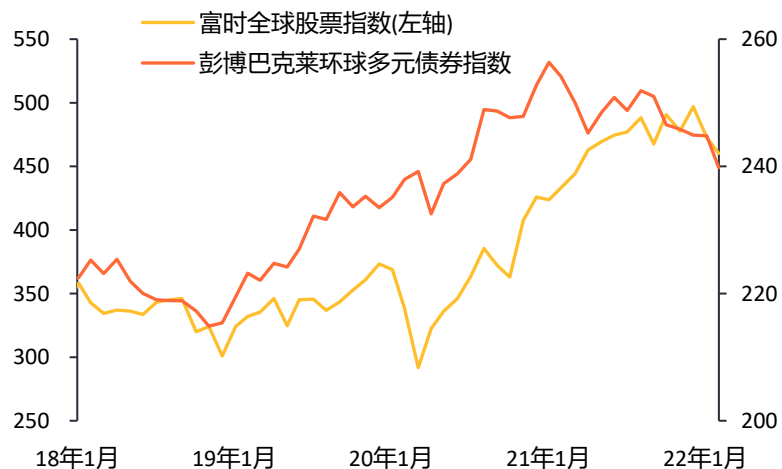
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 1月份全球金融市场宽幅震荡，2月份俄罗斯侵入乌克兰后，随着市场关注的焦点由货币政策正常化和加息转向巨大的地缘政治不确定性，市场波动率进一步大幅上升。
- 全球股票连续第二个月遭投资者抛售，本年迄今标普500指数已下跌9%。在这一大背景下，由于避险需求飙升，同时对钯金供应趋紧的担忧加剧，大量资金从股市撤出后流入贵金属市场。
- 市场对激进加息的预期也已减弱。例如，之前市场预期美联储在3月份的政策会议上将加息50个基点，但目前预期仅会加息25个基点。同时之前市场预期欧洲央行将于今年6月加息，但目前预期要到9月份才会加息。
- 不仅如此，因大宗商品价格飙涨，当前和未来的通胀指标都在上升，这已导致主要经济体尤其是欧洲陷入滞胀的可能性增大。
- 展望未来，虽然市场仍预期美国将进入快速加息周期，但由于全球经济已面临较大下行风险，供应链问题仍然存在，加之俄乌战争还在进行，加息预期会进一步减弱的可能性仍颇大。一旦未来几月间市场的加息预期发生改变，认为加息次数会减少，应能为贵金属价格提供进一步支撑。
- 此外，若俄乌战争转变为持久战，大宗商品价格持续上涨对全球经济的负面冲击将进一步加剧。在这种情境下，投资者将继续抛售股票，日益把资金转投向避险资产，也有望推动贵金属价格走强。不过到今年后期和明年，随着利率开始上升，投资贵金属的理由可能将日益减弱。

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 %



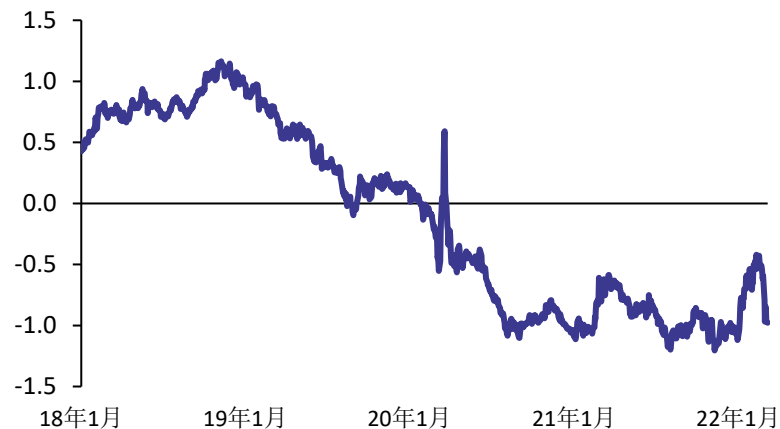
来源: Bloomberg

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

2月份黄金价格大幅上涨。月初金价尚处于1,800美元/盎司下方，而24日俄罗斯全面入侵乌克兰的消息传出后，飙涨至1,974美元/盎司，触及十八个月来的高点。之后金价虽急剧回撤，但（3月4日时）仍在1,900美元/盎司上方获得强支撑。

- 避险需求日益上升是推动新资金流入黄金市场的主要因素。此外，美联储的鹰派声调有所减弱，同时通胀将在更长时段内保持在高位，也利好于黄金投资。
- 资金继续流入黄金ETPs（交易所交易产品），2月底时其总持仓量已升至2021年3月以来最高水平，反映出投资者对黄金的兴趣日益上升。战术性投资者的黄金买入量也显著上升，结果2月底时管理基金持有的COMEX（纽约商品交易所）黄金期货净多头仓数已攀升至三个月来的高点。
- 展望未来，鉴于不确定性加大，我们已上调了今年上半年的金价预测值。金价因俄乌战争持续而进一步上行的可能性不能排除。
- 我们今年下半年的金价预测值则保持不变。随着美联储的加息步伐变得更为清晰，同时地缘政治风险溢价可能会消失，宏观经济大环境将变得不利于黄金投资。这种变化，叠加投资者获利了结，将导致金价回落，而且走弱之势将一直延续到2023年一季度。
- 2020年4月份开始暂停从国内市场买入黄金后，目前俄罗斯央行已恢复买入操作。另一方面，俄罗斯财政部则宣布将暂停买入黄金。过去这两个部门独立运作各自的购金计划，其中俄罗斯央行主要从国内市场买入黄金。遭西方国家制裁后，俄罗斯的银行和黄金生产商将难于像2020-2021年期间那样出口黄金，加之俄罗斯国内黄金消费量低，意味着今年俄罗斯国产黄金大部分将被俄罗斯央行购买。

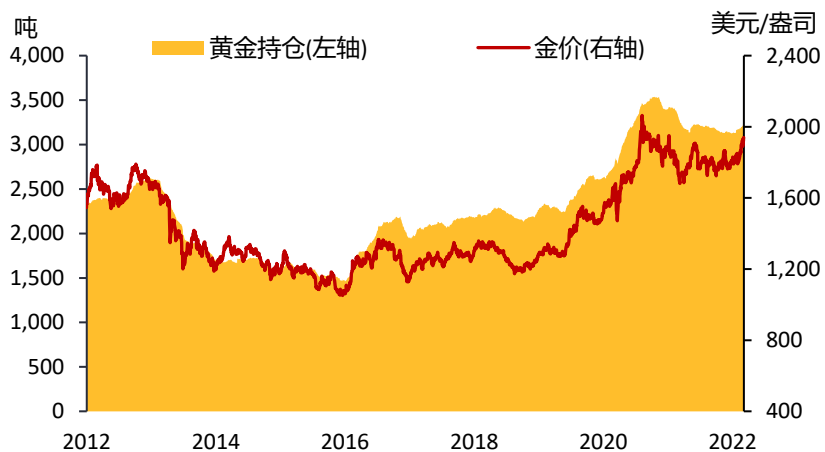
黄金市场现状与展望

主要黄金实物市场情况：

- 春节期间，**中国**黄金首饰零售销势初期缓慢，但随后销量上升，情人节和元宵节期间销势都相当不错。春节前后（1月中旬至2月中旬）的一整月期间，金饰总销量与销势极为强劲的2021同期持平。由于节前零售商已建立足够的库存，节后补货数量则一直处于低位。
- 据估算，2月份**印度**黄金进口量同比下降20%，至78吨。进口量下降的主要原因是金价飙涨导致需求低迷。印度大宗商品交易所的黄金成交价（50,414卢比/10克）触及十八个月来高点，较到岸成本价折价20美元/盎司。我们预计4月份婚礼季节再度来临后，印度黄金需求将回归正常水平。
- 自乌克兰危机升级以来，**土耳其**黄金需求已上升。由于政府收紧管制措施导致进口黄金困难，需求温和上升就已把国内黄金溢价短暂推高至25美元/盎司，之后才回落至10美元/盎司左右。相比之下，由于国际金价走高，迪拜市场的黄金成交价则较国际金价折价1美元/盎司左右。
- 2月份，全球前两大黄金生产商**纽蒙特**公司和**巴里克**公司均公布了2021年业绩。数据显示，两家公司2021年黄金总产量分别为600万盎司（同比增长1%）和440万盎司（同比下降7%）。纽蒙特公司的2022年产量指引为630万盎司，显示产量将稳定增长，主要贡献者为旗下的Boddington矿山和Ahafo矿山。巴里克公司的2022年产量指引则为440万盎司，由于Porgera矿山能否全面投产尚不确定，未把该矿山的产量纳入。
- **价格预测风险因素：**俄乌冲突仍是金价预测最大风险因素。如果紧张局势进一步升级，黄金应会受益。在金价下行风险方面，如果美联储为抑制通胀而采取更为鹰派的货币政策，则可能导致投资者大量卖出其黄金仓位。

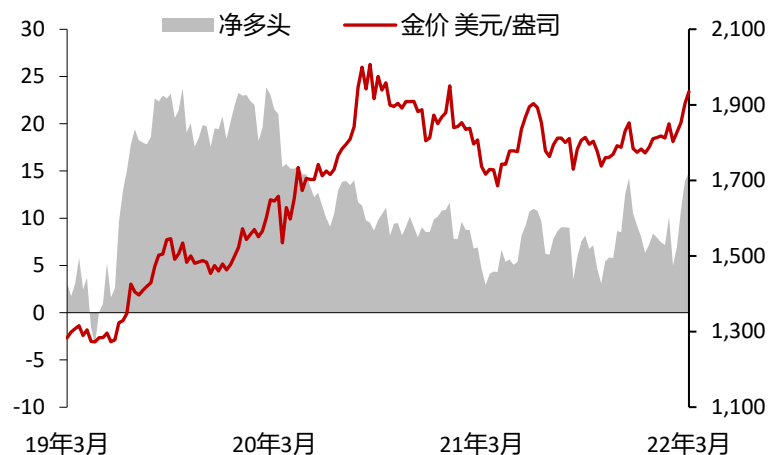
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



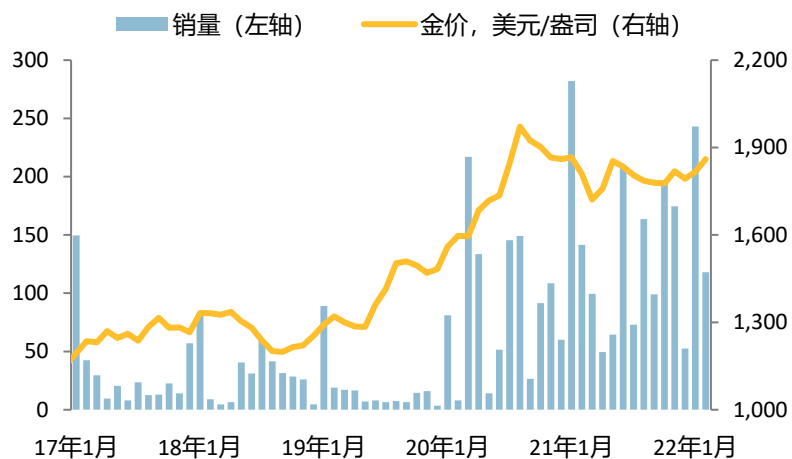
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



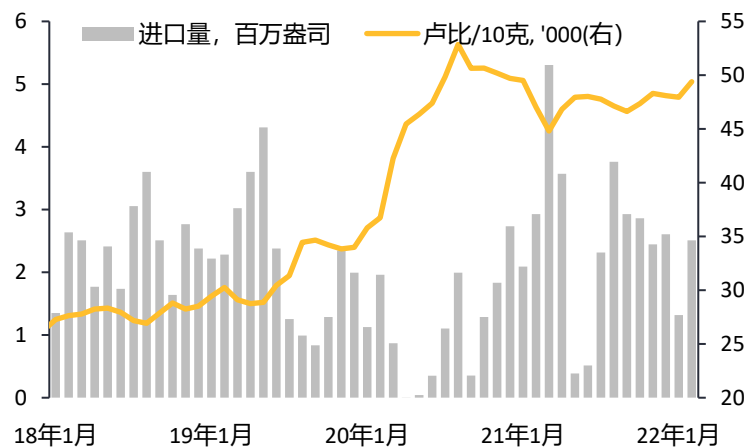
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

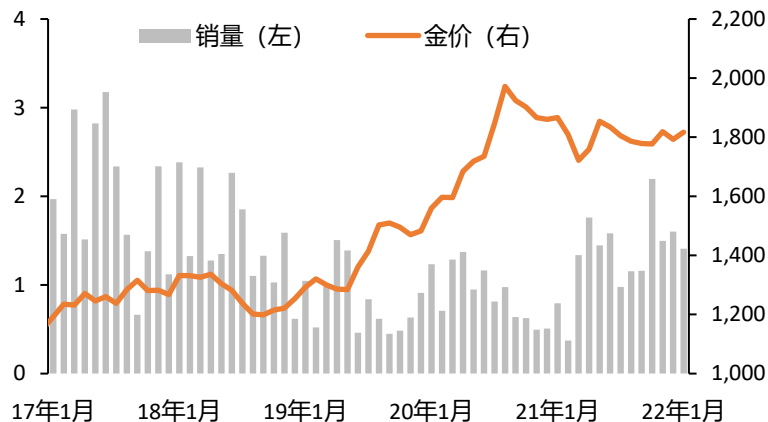
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

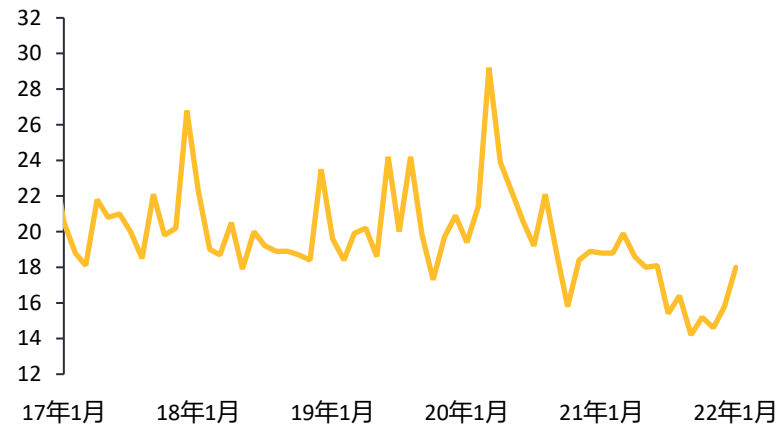
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



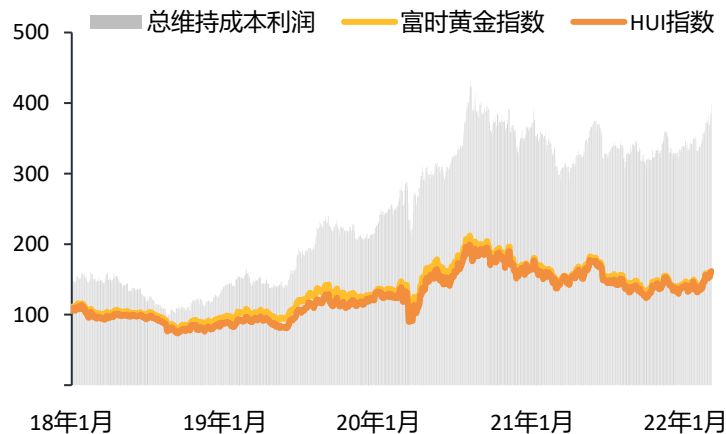
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



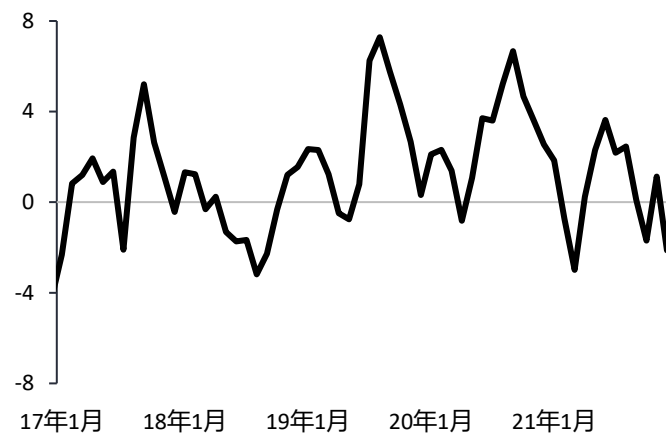
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

得益于黄金上涨的正外溢效应，2月份白银价格大幅反弹，24日触及25.63美元/盎司，创六个月来新高。撰写本报告之时(4日)，银价在25.50美元/盎司一线整固。

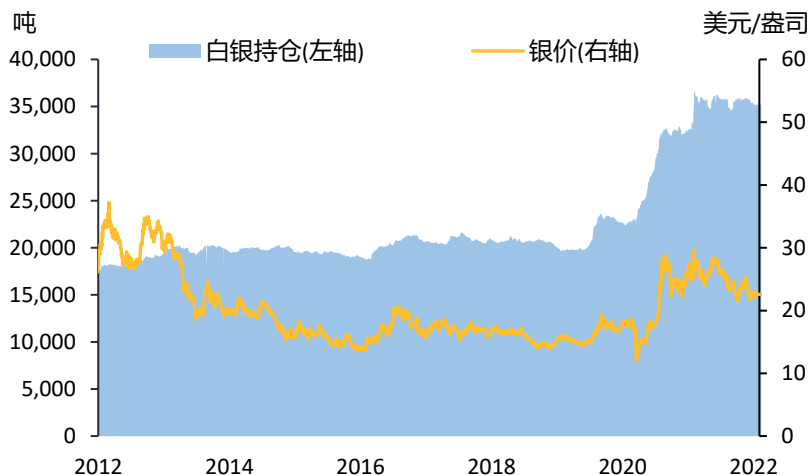
- 与黄金一样，白银也从避险需求持续上升中受益。通胀预期不断上升，美联储的鹰派立场可能弱化，亦为银价提供支撑。
- 截至2月22日，管理基金持有的COMEX白银期货净多头仓数较上月飙升114%，反映出投资者对白银的兴趣不断升温。白银ETP的总持仓量亦较上月增加1%，创出2021年6月以来新高。
- 本年迄今西方国家的实物白银零售投资需求量也保持稳健。需要指出的是，2月份美国老鹰银币的销量大幅回落可能仅反映出难于获得白银坯料，而非个人投资者对买入银币的兴趣下降。
- 不过也应看到，银价上行幅度似乎受限。金/银价格比率虽有所下降，但仍位于75:1上方，显著高于去年同期水平。这很大程度上反映出市场对经济前景的担忧不断升温，害怕GDP增长放缓可能会对一些工业金属的需求产生负面影响。
- 此外，由于白银和黄金都无利息收益，美联储和其他主要经济体的央行为抑制高通胀而采取的行动将导致持有金银的机会成本不断上升，从而会对其价格走势产生不利影响。

白银市场现状与展望

- 近期我们前往印度主要白银消费中心城市进行了实地调研，发现该国实物白银投资需求因银价波动率高而受到严重冲击。我们还参加了印度国际珠宝首饰展，期间发现，不同于疲软的投资需求，受婚礼相关购买和防疫限制措施放松的推动，银器和银饰需求则继续走强。
- 美国2021年全年的贸易数据已公布，我们对数据的分析显示2021年美国白银首饰进口量（以纯银重量计）同比劲升32%，较2019年也高出4%。这与我们最近实地调研期间获得的反馈信息相一致，联系人都称美国银饰消费强劲，厂商也大量补充库存。
- 2021年欧洲首饰制造量也强劲增长，且2021年1-11月期间，意大利银饰出口量同比飙升40%，较2019年同期也高出7%。我们近期获得的反馈信息显示，2022年初期欧洲首饰制造和意大利银饰出口的强势延续，但也有人担忧增长之势将很快消退。
- 在矿产白银供应方面，2021年泛美白银公司的白银总产量同比上升11%，至1,920万盎司，生产已在2020年因新冠肺炎疫情而中断后恢复。不过实际产量仍低于最初的预测产量（2,250万至2,400万盎司），原因是疫情仍对矿业生产造成影响，例如实施防疫措施导致部署的作业员工数量减少等。预计2022年泛美白银公司的白银总产量为1,900万至2,050万盎司。
- **价格预测风险因素：**与黄金的情况一样，银价上行主要风险因素也是乌克兰危机，这将进一步提振避险需求并导致加息预期减弱。

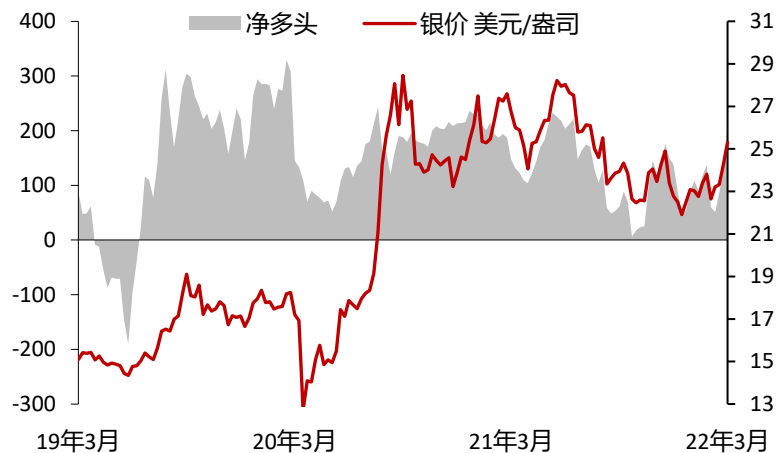
白银市场现状与展望

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

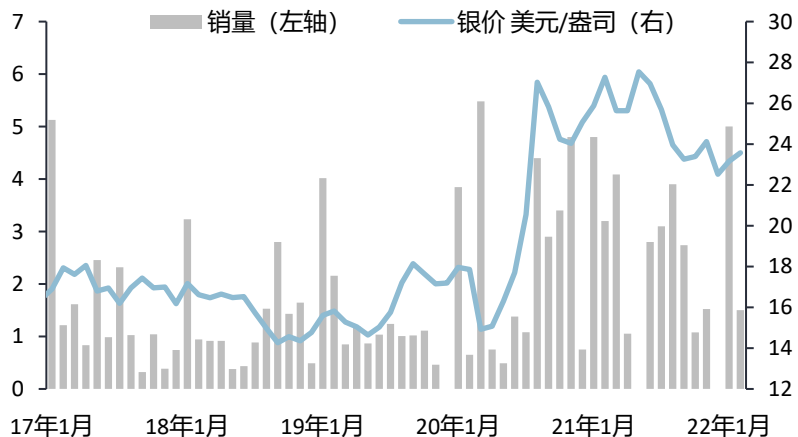
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

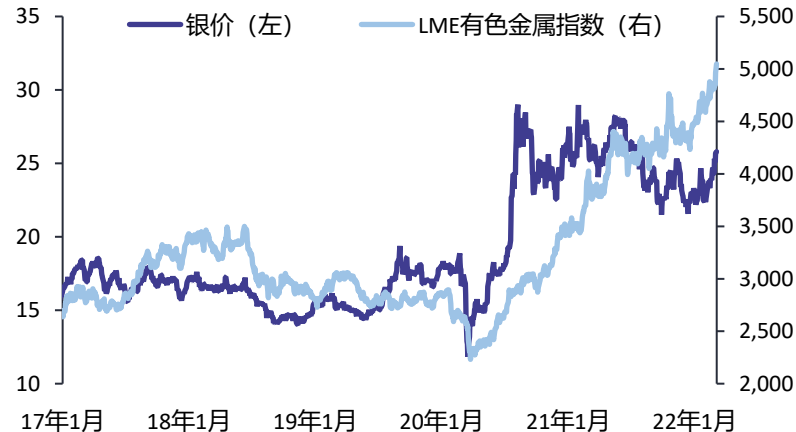
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



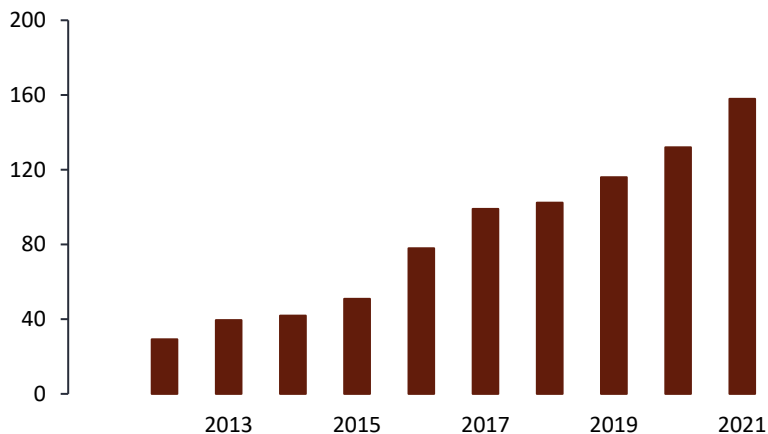
来源: US Mint

白银（美元/盎司） & 有色金属价格



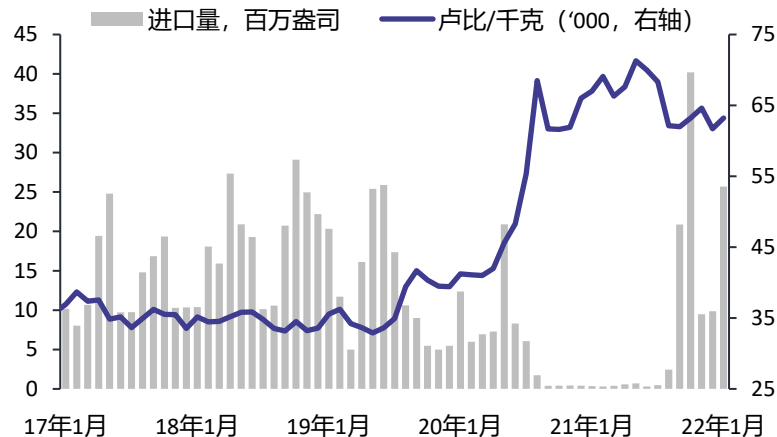
来源: Bloomberg

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

2月18日，铂金价格突破200日移动均线，之后在1,100美元/盎司关口遭遇强阻力。与其他主要贵金属的情况一样，2月24日俄罗斯入侵乌克兰的消息也推高了铂价，触及1,130美元/盎司的高点。之后铂价虽略有回落，但在1,040美元/盎司一线获得强支撑。4日时，铂金交投于1,100美元/盎司一线，自2月1日以来已上涨10%。

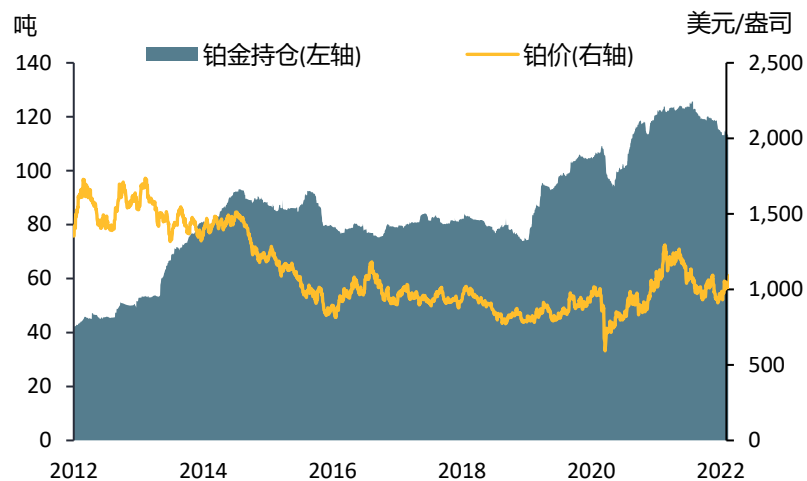
- 鉴于近期铂价上涨，我们已上调今年一季度铂金均价预测。目前看今年其他季度的铂价预测值仍保持不变，预计上半年铂金将从黄金上涨和实际利率进一步陷入负值中受益，进入下半年后，更将受到亚洲需求强劲、厂商补充库存、汽车催化剂制造企业需求回升等因素的提振。
- 预计今年四季度全球汽车产量将比疫情前水平高出4%，支持我们四季度铂价将呈上行走势的研判。不过汽车零部件供应因俄罗斯入侵乌克兰而受限，已导致多家设在欧洲的汽车生产厂停工。虽然我们仍预期2023年一季度汽车业的铂金需求将上升，但受金价走弱的拖累，2023年一季度的铂金均价将与2022年四季度持平。
- 2月份管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓位进一步增加23.6万盎司，使本年迄今的增量上升至75万盎司。1月份净多头仓位上升主要归因于空头回补，当时投资者认为在紧张局势不断升温时做空铂金不是明智之举。相比之下，2月份净多头仓位上升则归因于多头增仓，以期从危机推高铂价中获利。
- 不同于管理基金的净多头仓位上升，2月份铂金ETP的总持仓量下降了2%，至360万盎司，延续2021年7月份总持仓量（400万盎司）见顶后逐步走低趋势。2月份减仓的主要是南非铂金基金，其持仓量下降5.6万盎司，与1月份增仓数量相同。

铂金市场现状与展望

- 2022年全球矿产铂金供应量的预测值面临下调风险，且在一定程度上已坐实，例如羚羊铂业公司2022财年的铂金产量指引就已下调13万盎司，原因是供电不稳定导致熔炉磨损加速，需要花费更长时间进行改造。冶炼厂产能下降进一步限制了全球铂金加工产能，加之半成品库存的释放数量下降，将导致今年矿产铂金供应量同比下降。
- 迄今为止俄罗斯的矿产铂族金属供应尚未受到制裁的直接影响，但关闭领空很可能会使交货时间延长，并推高运输成本。
- 鉴于2021年铂金供应量强于预期，汽车业的铂金需求量又遭小幅下调，与上一期月报所列相比我们估算的铂金供应过剩量上升38%，至91.6万盎司。2022年，预计因总供应量同比持平，而汽车业和其他工业部门的需求走强将推动总需求量上升3%，2022年铂金供应过剩量将降至55.2万盎司。
- 虽然汽车产量受限，而且西欧国家柴油乘用车的市场占有率已降至21.7%（较2011年已下降34个百分点），2021年汽车业的铂金需求量仍增长11%。考虑到芯片供应短缺逐步缓解，同时更多汽车须符合严格尾气排放标准的要求（这在中国表现得尤为明显），我们预计2022年汽车业的铂金需求量将增长19%。
- 首饰业的铂金需求量在铂金总需求量中的占比位居第二，预计2022年需求量将增长1%，至190万盎司，但仍低于200万盎司，原因是在中国和日本市场，铂金首饰在与黄金首饰的竞争中略落于下风。
- **价格预测风险因素：**若3月份美联储的实际加息幅度不同于预期的25个基点，可能会造成铂价的短期波动。此外，如果西方对俄罗斯的制裁变得更加严厉，可能也会对铂价造成一定外溢影响。

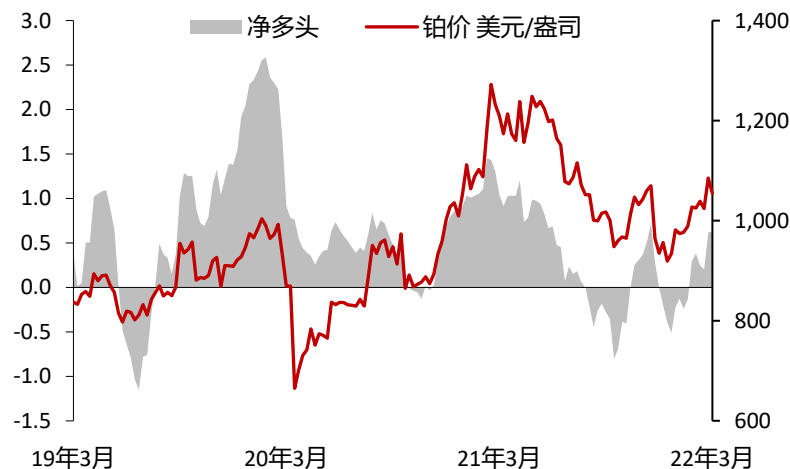
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



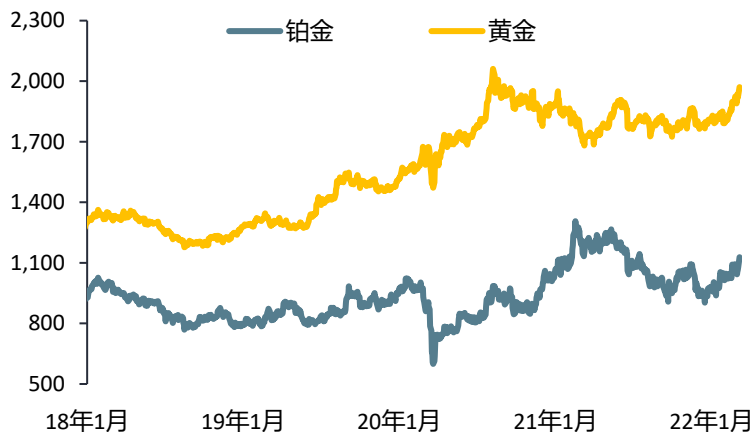
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



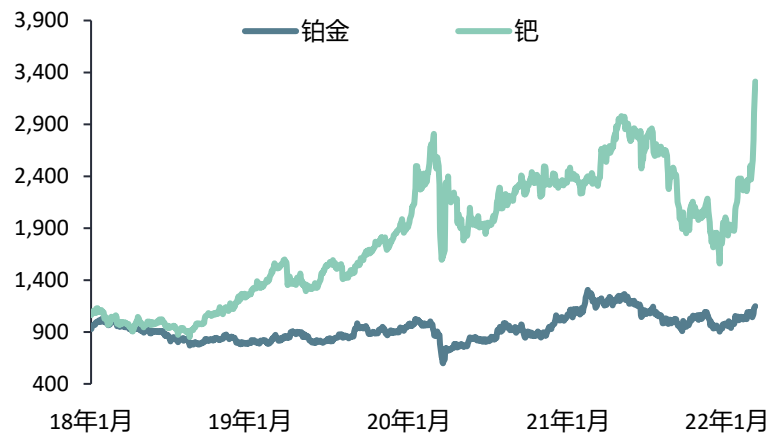
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

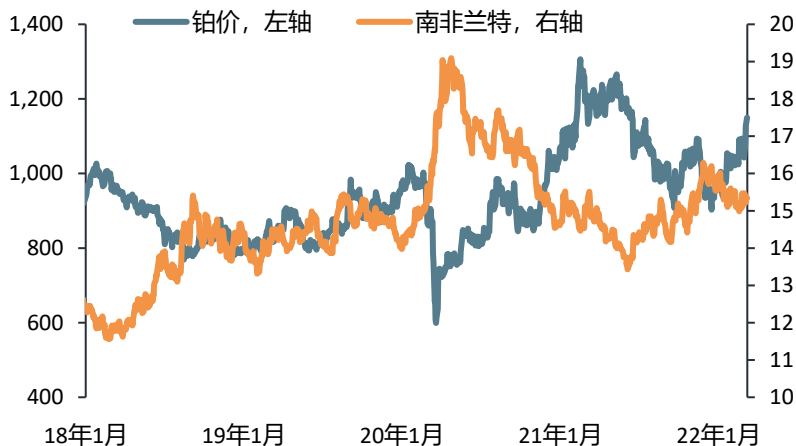
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

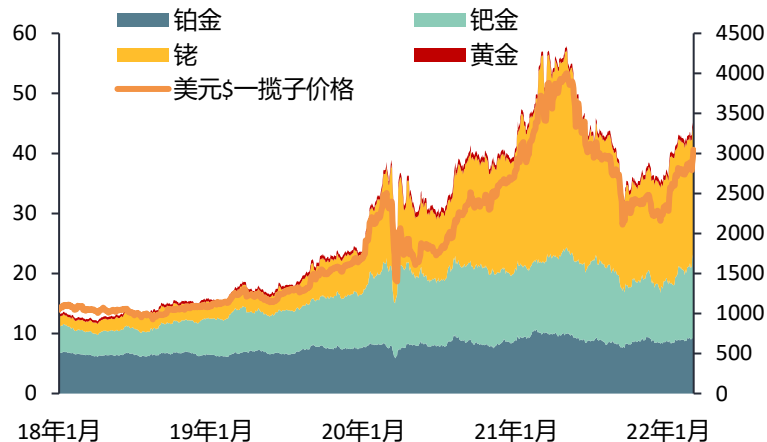
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



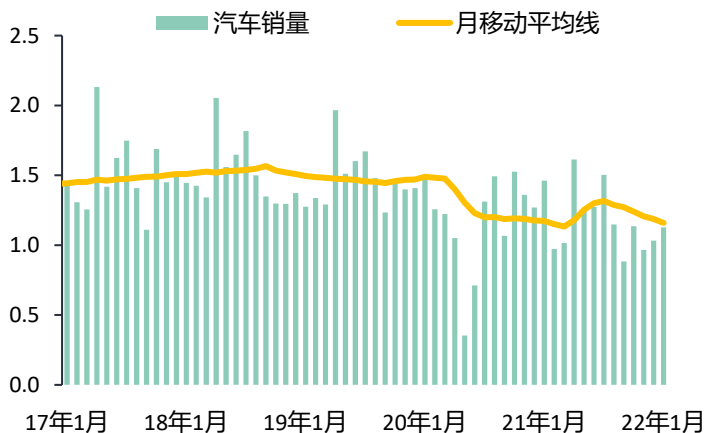
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



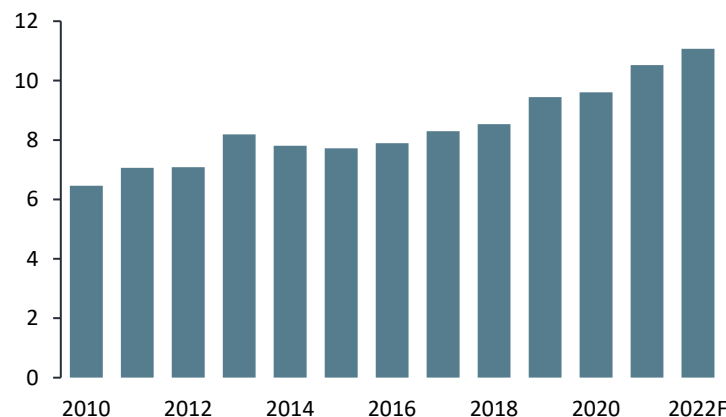
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

在俄罗斯供应的主要大宗商品中，**钯金**受影响程度最高，价格涨幅最大。虽然目前尚未对俄罗斯的大宗商品出口实施制裁，但市场害怕制裁终会发生，叠加俄罗斯银行已被排除在SWIFT网络外和存在交货期延长的风险，足以使人担忧钯金供应，一度将钯价推高至2,715美元/盎司。虽然之后曾回撤至2,350美元/盎司，但该价位构成强支撑，随后就开始回升，使2,450美元/盎司成为新底，4日时上试2,930美元/盎司的新高点。

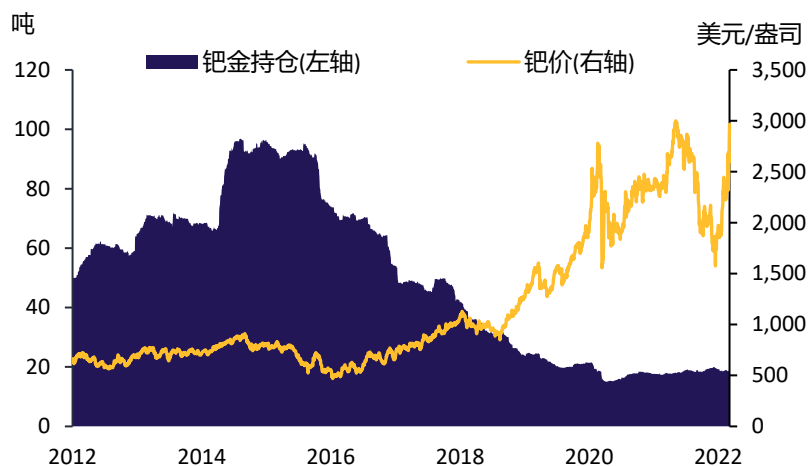
- 俄罗斯入侵乌克兰后，我们已大幅上调今年一季度钯金均价预测值。
- 虽然近期钯价上涨的主要驱动因素似乎并不是工业需求，鉴于工业用户因担忧供应趋紧而提前囤积钯金，我们已将今年三季度钯金均价预测值下调。
- 预计今年四季度钯金均价将上升，考虑到汽油车的产量将下降，同时汽车催化剂制造企业继续使用铂金替代钯金，2023年一季度的均价则将回落。
- 2月份管理基金持有的Nymex钯金期货净仓位变动甚微，月末时为净空头状态，但数量仅为1千盎司。该月钯金期货未平仓合约数量降至2020年7月以来最低水平，仅为75万盎司。
- 主要因欧洲钯金基金减仓，2月份钯金ETPs的总持仓量减少4千盎司，月末时为59.8万盎司。不过2月24日至今，由于投资者担忧俄罗斯供应受阻而优先选择持有实物钯金，总持仓量已上升2.8万盎司。

钪金市场现状与展望

- 西班牙-静水矿业公司宣布将评估其美国铂族金属矿山的生产经营情况。生产中断、成本膨胀、劳动力短缺等因素导致矿山实际生产成本高于计划的生产成本。矿山还连续第三年未能达到产量指引中设定的目标，其中三年的钪金实际产量较计划产量低16万盎司左右。虽然东静水矿区的产能上升，今年产量指引仍已降至2017年的水平，其中钪金产量较之前的计划低9万盎司。
- 预计2022年汽车业的钪金需求量将占到全球钪金总需求量的80%以上。鉴于汽油车和柴油车的总产量有望分别增长11%和4%，预计带动今年汽车业的钪金需求量将增长9%。
- 从全球各地区来看，北美和欧洲地区汽车业的需求增长将是全行业需求复苏的主要驱动力，2021年这两个地区汽车生产受缺芯潮的冲击大于亚洲地区，而亚洲地区汽车业所受冲击较轻是因为地理位置邻近零部件供应商并与之建立有战略性合作关系，因而能更好应对缺芯挑战。
- 虽然与2019年相比汽油乘用车的产量将下降7%，但因汽车尾气排放标准更为严格，预计2022年汽车业的钪金需求量仅会较2019年创出的历史峰值（870万盎司）下降2%。鉴于芯片供应短缺逐步缓解，若不考虑俄罗斯入侵乌克兰早期阶段带来的冲击，预计2022年全行业的钪金需求量将较2021年增长9%。
- **价格预测风险因素：**俄罗斯钪金出口遭制裁，交货期也延长，可能会推高钪价。俄罗斯入侵带来的间接影响，例如汽车生产厂停产、零部件供应受限（例如汽车线束或用于制造芯片的氖气等）等导致汽车产量下降，则可能会拖累钪价走低。

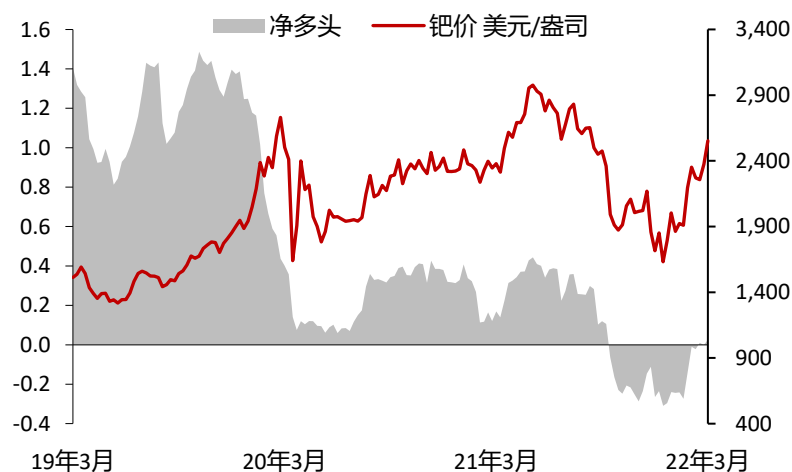
钼金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Nymex 钼金净多头仓位*, 百万盎司



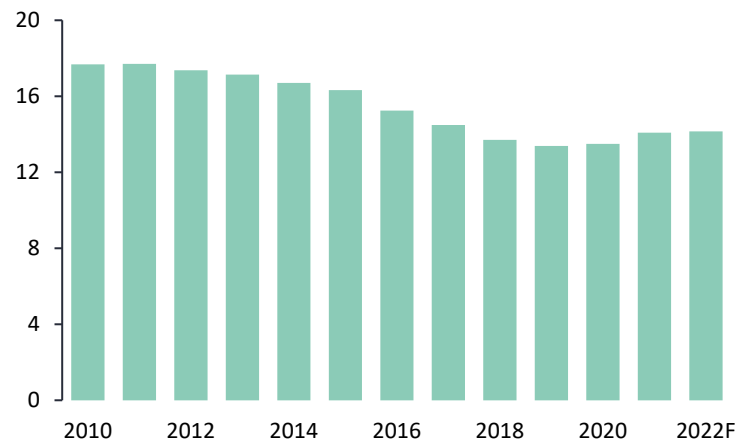
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钼价 & 标普 500



来源: Bloomberg

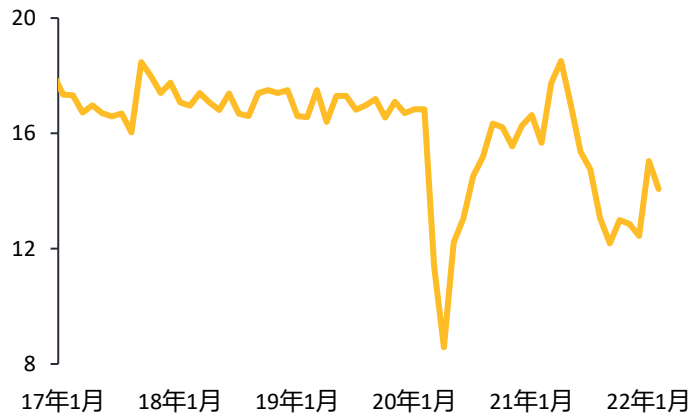
钼金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

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



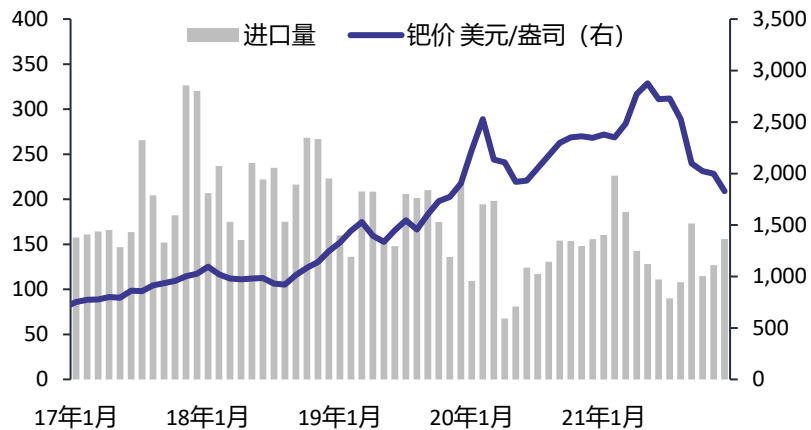
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



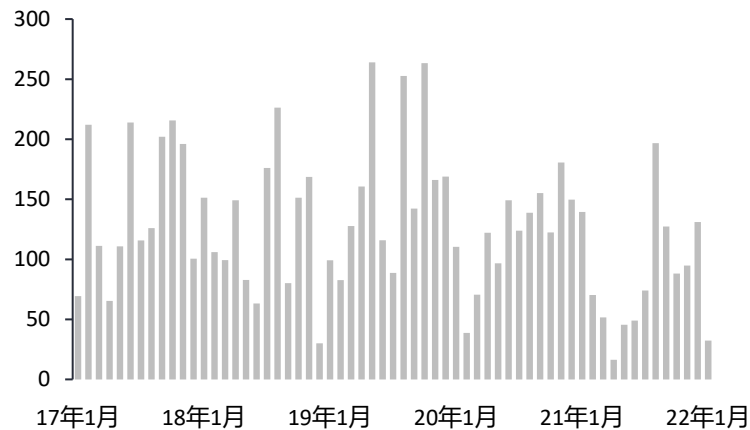
来源: Bloomberg

美国钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

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

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。