



Metals Focus

贵金属月报

第82期 - 2022年9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

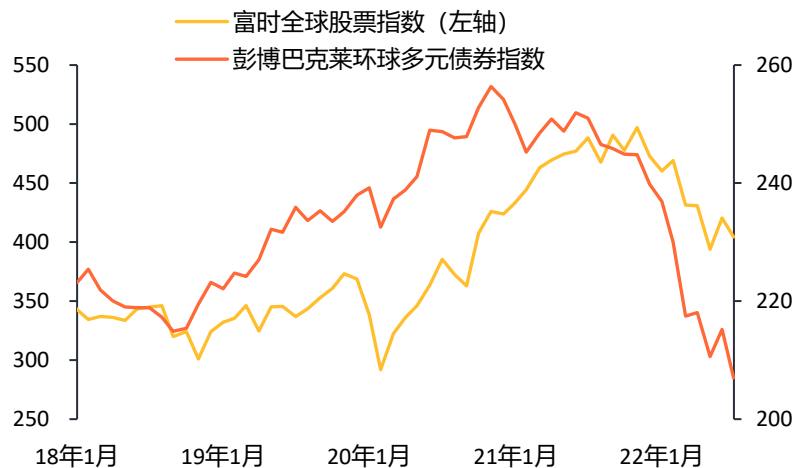
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 7月份有所企稳后，8月份全球金融市场（包括股市、大宗商品市场、债券市场）再度遭遇抛售潮，背后的原因是主要央行重申尽管经济下行压力持续加大，其遏制通胀的决心不变。
- 在这一背景下，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上的讲话成为改变投资者对美国加息路径预期的主要催化因素。
- 在杰克逊霍尔全球央行年会举行前，投资者普遍预期美联储的货币政策将偏鸽派，但过去一个月期间多名美联储成员发表的讲话使投资者预期美联储的立场将更为鹰派。
- 作为例证，7月份联邦基金利率期货价格尚显示2022年底时利率可能在3.6%左右见顶，但随着之后美联储的表态日益鹰派，目前市场预期年底时利率将逼近4%，9月份美联储加息75个基点几乎已成定局。
- 由于主要央行将遏制通胀置于促进经济增长之上，因此短期内仍可能会激进加息，这推高了债券收益率和美元，从而对贵金属价格构成压力。目前美国两年期国债的收益率接近3.5%，创出2007年以来新高，同时美元指数也已飙升至2002年以来的最高位。对欧洲和中国经济增长前景的担忧，亦使美元升势更为凌厉。
- 展望未来，鉴于美国经济增长势头仍大体稳定，我们维持基准预测情境不变，即假定美联储在加息的同时，仍可避免经济“硬着陆”。我们亦预期今年后期通胀尤其是核心通胀率或将开始回落。
- 有鉴于此，我们预计今年后期实际利率将较大幅度上升，2023年上半年还将进一步走高。这很可能会打压贵金属价格。不过在对中国多地新冠疫情可能再起的担忧，以及北半球冬季将至，欧洲能源供应陷入短缺的大背景下，短期内市场仍可能继续波动。此外，欧洲央行加息也可能导致美元回落，有望为贵金属价格提供一定支撑。

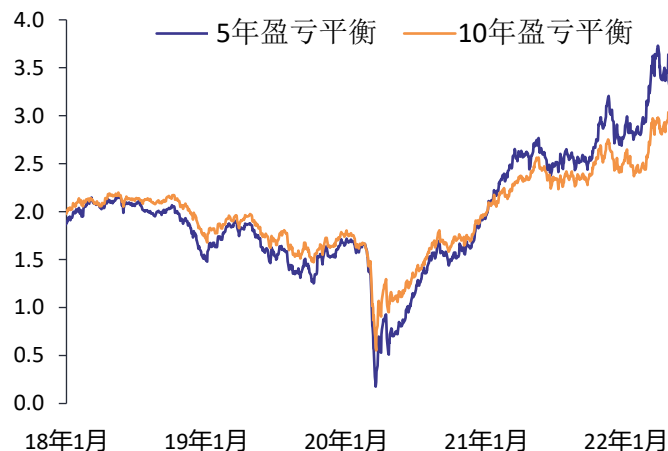
宏观经济现状与展望

全球股票与债券市场



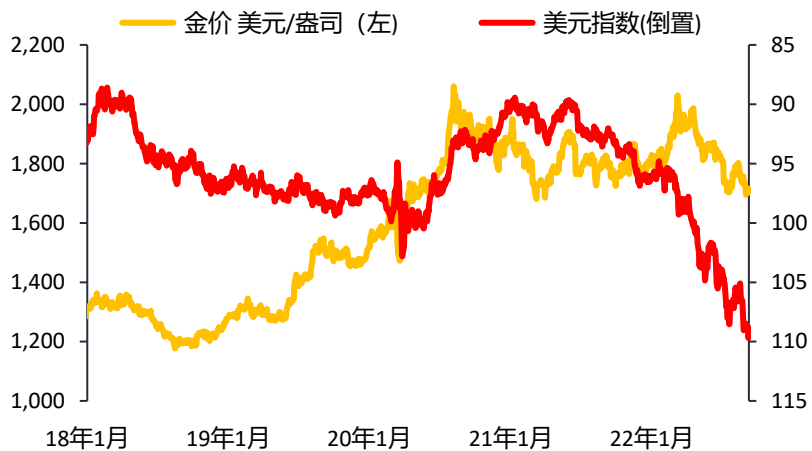
来源: Bloomberg

美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



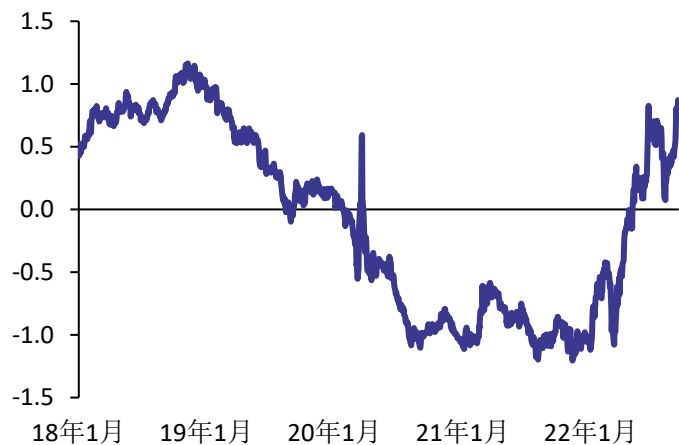
来源: Bloomberg

美元指数与金价



来源: Bloomberg

美国10年期TIPS收益率 %



来源: Bloomberg

黄金市场现状与展望

8月份黄金价格上下波动，月中时曾涨破1,800美元/盎司，但在杰克逊霍尔全球央行年会举行后回吐全部涨幅，9月初更一度跌破1,700美元/盎司。撰写本报告之时（10日），由于美元和美债收益率都已自近期的高点小幅回落，金价已反弹至1,720美元/盎司一线。

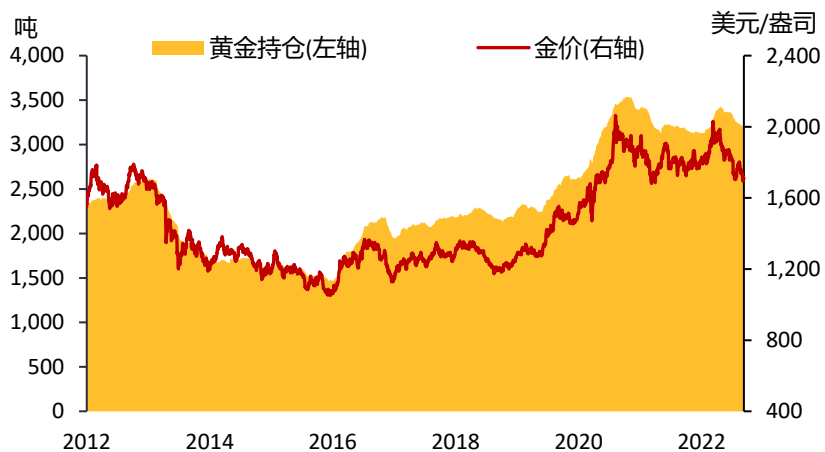
- 与今年的大趋势一致，近期投资者对美国利率政策预期的变化仍是影响其对黄金信心的主要因素。
- 鉴于紧缩性货币政策不大可能在短时间内停止实施，投资者做多黄金的信心转弱。作为例证，尽管出现避险需求，本年迄今黄金表现也跑赢股票，但金价走势仍未能持续走高。
- 在这一背景下，战术性投资者仍看空黄金，管理基金持有的CME（芝加哥商品交易所集团）黄金期货净多头仓位也低至120万盎司。虽然7月份期间净空头仓有所下降，但以绝对数量计净多头仓仍处于低位，较3月份创出的年内高点低90%。
- 由于金价一再未能在高位站稳，8月份黄金ETPs（交易所交易产品）继续遭投资者减持，其总持仓量连续第四个月下降，流出51吨。截至8月末，总持仓量为3,651吨，仅比年初持仓量高出3.6%。
- 展望未来，虽然目前金价已反映出加息预期，但随着通胀压力减轻，实际收益率有可能进一步上升，相应削弱作为无利息资产的黄金对机构投资者的吸引力。
- 因此我们预计未来四个季度金价将逐步走低。（具体价格预测可与我们联系订阅）

黄金市场现状与展望

- 主要实物黄金市场状况：
 - 8月份大部分时间内，**中国**黄金首饰加工量环比显著回升，主要受零售商补货的需求所推动。在此之前，5月和6月份零售商因担忧防疫封控的影响，曾将库存降至极低水平。但8月底深圳再度爆发疫情，影响首饰加工行业，原定于9月7日至11日举行的深圳国际珠宝展也延期举行。
 - 近期我们前往**印度**进行实地调研，发现7月份和8月份印度大部分地区的黄金需求均疲软，只有南部地区的需求因节日到来而较强。8月份印度黄金进口量同比下降一半，至60吨，反映出需求大幅放缓。不过考虑到婚礼季节即将来临，未来几月间本地黄金需求有望回暖。
 - 7月份**土耳其**黄金零售投资需求量回升，8月份继续走强。这主要是由于土耳其里拉计价的金价较低，促使该国投资者为对冲高通胀（官方公布的年化通胀率超过80%，非官方数据显示通胀率更高达181%）而买入黄金。在**中东地区**其他国家，金价较低也有利于黄金零售投资需求走强，使其中部分国家本地金价相对伦敦金价升水。
 - 9月5日力拓公司(Rio Tinto)签订收购协议，将以33亿美元的对价收购其尚未拥有的Turquoise Hill资源公司剩余49%股份。Turquoise Hill资源公司是位于蒙古的奥尤陶勒盖矿山的控股股东，该矿山主产铜，但副产黄金产量也颇高，预计今年黄金产量为15万-17万盎司。
- **价格预测风险因素：**西方主要经济体陷入滞胀的可能性日益上升，是金价上行主要风险因素。如果地缘政治风险再度激化，黄金也应会受益。在金价下行风险方面，如果美联储的加息幅度更大，则可能导致投资者更为激进地减持其黄金仓位。

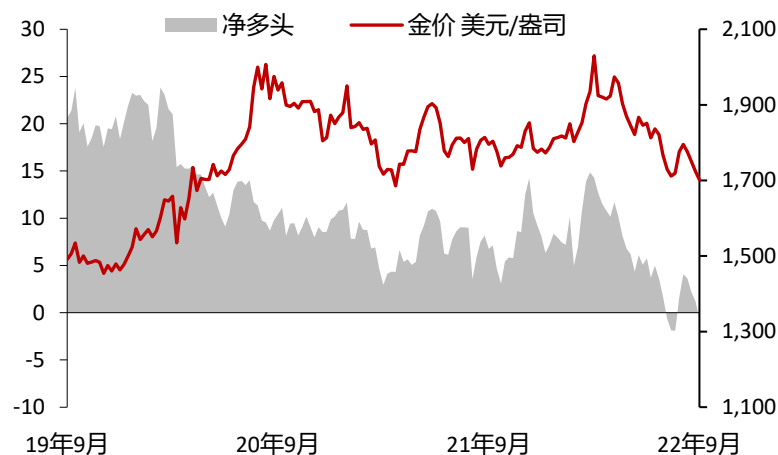
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



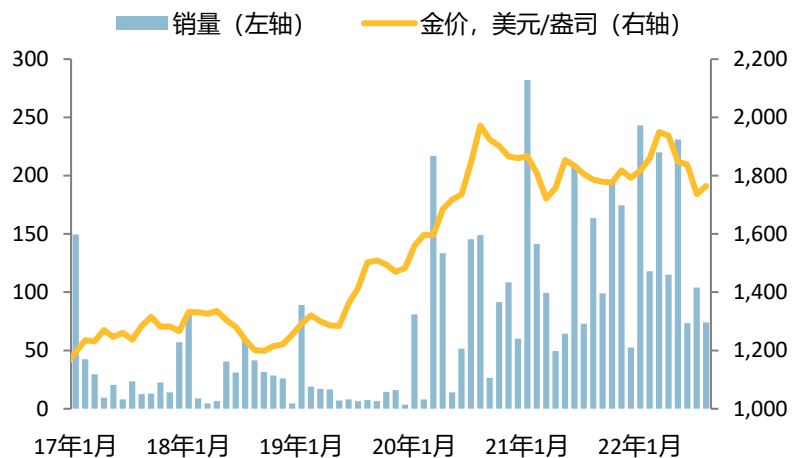
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



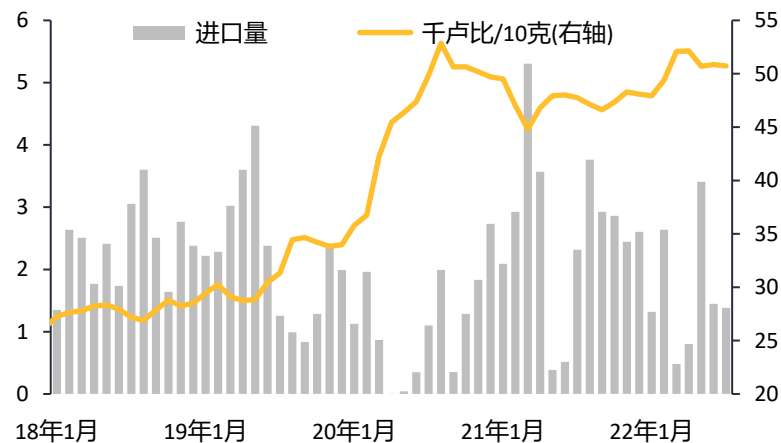
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

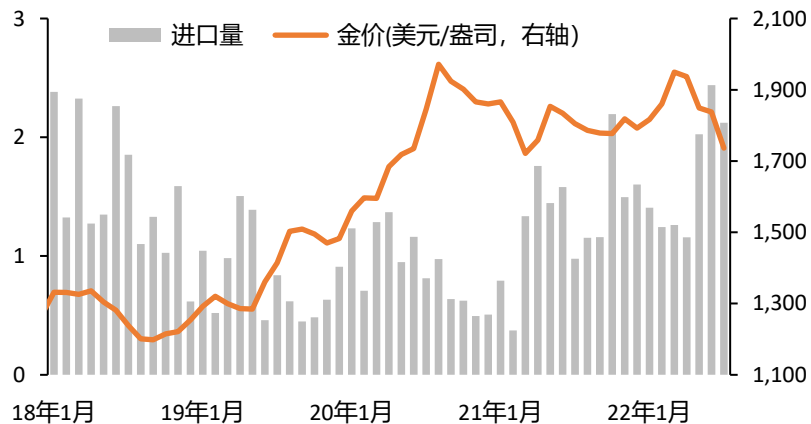
印度金锭进口, 百万盎司



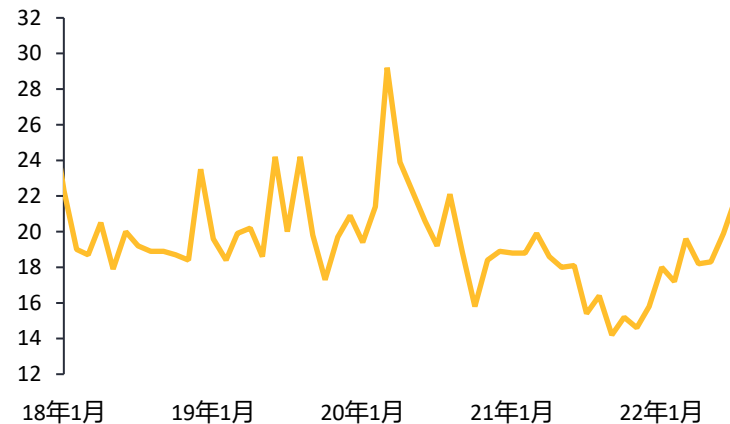
来源: Various

黄金市场现状与展望

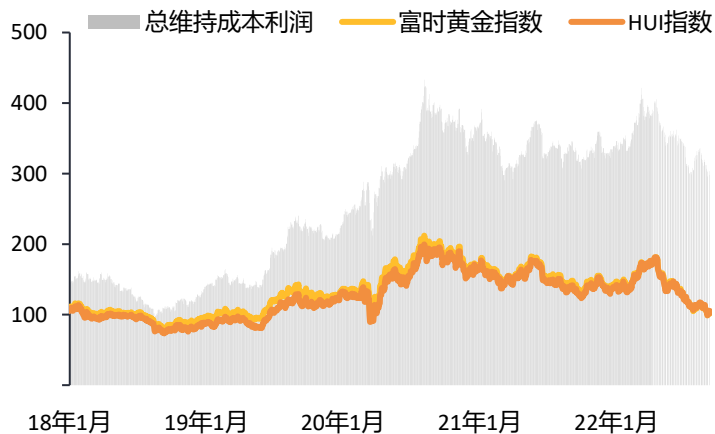
香港金锭进口, 百万盎司



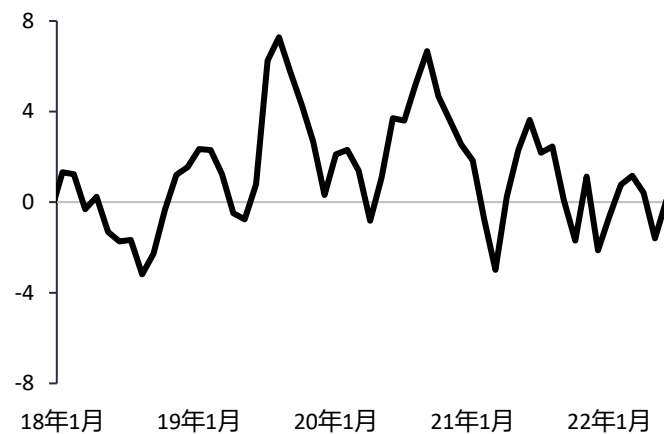
伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



黄金矿产-经营利润*



英国金锭净进口量, 百万盎司



白银市场现状与展望

7月底至8月中旬期间，白银价格大幅上行，跑赢黄金，金/银价格比率从93:1的高点回落至86:1。但之后很快由涨转跌，到9月1日已跌至17.50美元/盎司一线。撰写本报告之时银价已温和回升，交投于18.50美元/盎司一线，金/银价格比率也已从月初时的逾96:1回落至92.5:1左右。

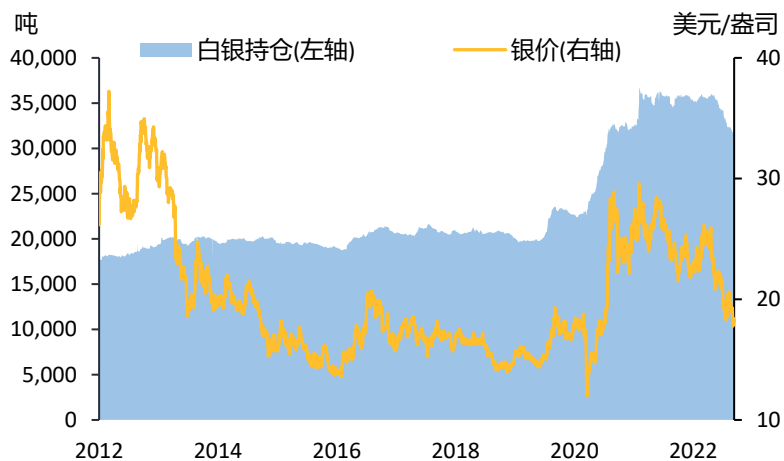
- 银价表现疲软，反映出白银具有贵金属和工业金属双重属性。首先，市场担忧美联储将继续收紧货币政策，推动美债收益率和美元都持续走高，打压贵金属价格升势。其次，中国经济增长放缓、欧洲能源危机、美国加息等因素导致市场担忧全球经济增长前景，打压投资者做多工业金属的信心。
- 投资者对银价上行缺乏信心，促使其获利了结。作为例证，8月份管理基金持有的CME白银期货总多头仓数环比下降15%，因此虽然同期总空头仓数也下降4%，8月30日净空头数量达3,271吨，降至2019年5月底以来的最低水平。
- 8月份资金继续流出白银ETPs，9月初全球白银ETPs的总持仓量已降至2020年7月份以来最低水平，较2021年2月2日创出的历史峰值低15%。
- 展望未来，现有和潜在的地缘政治风险因素叠加对全球通胀高企的担忧将继续支撑贵金属投资。不过，在全球地缘政治紧张局势没有进一步升级的情况下，我们的核心预测为，受全球经济放缓风险日益加大和实际利率不断上升的影响，银价上行幅度将受限。考虑到这些因素，我们已小幅下调了至2023年第三季度的银价预测值。

白银市场现状与展望

- 在实物白银投资方面，美国实物白银需求继续回落，美国铸币局的银币销量也疲软，8月份销量已创出2008年以来新低。不过不仅在美国，在其他很多市场实物白银产品的溢价也仍处于历史高位，反映出产品供应持续短缺。
- 在另一个重要的实物白银市场印度，得益于企业用户补充库存叠加投资者对吸纳白银的兴趣复燃，白银需求继续强劲增长。白银现货价格与期货价格间的差值达6%-8%，也推动机构投资者、基金和高净值人士买入实物白银并在印度大宗商品交易所卖出白银期货。上述因素推动印度白银进口量走高。7月份印度白银进口量升至创纪录的1,700吨，8月份估计也达1,000吨。预计2022年全年印度白银进口量将达7,000-8,000吨。
- 消费电子产品销量继续下行，导致过剩库存难以被消化。中国多地实施防疫封控，主要工业生产国亦面临供电短缺问题，也对供应链产生显著冲击。不过由于能源危机促使各国尤其是欧洲国家加速发展可再生能源，光伏市场的表现则强于预期。芯片供应状况改善也让汽车行业受益。总体而言，我们对今后两年的白银工业需求前景仍持乐观预期。
- 在矿产白银供应方面，9月5日银矿有限公司（Silver Mines Limited）宣布其位于澳大利亚的Bowdens矿山项目中Bowdens地下矿山初步探明的矿产资源量为4,290万白银当量盎司。该数字远低于露天矿山高达2.75亿盎司的矿产资源量，其中35%属于储量范畴，开发已进入最后审批阶段。
- **价格预测风险因素：**与上期月报所述相同，与黄金一样，银价上行主要风险因素也是滞胀担忧和地缘政治紧张局势加剧。主要下行风险因素则包括美元继续走强和全球经济放缓，导致更多机构投资者卖出工业金属。

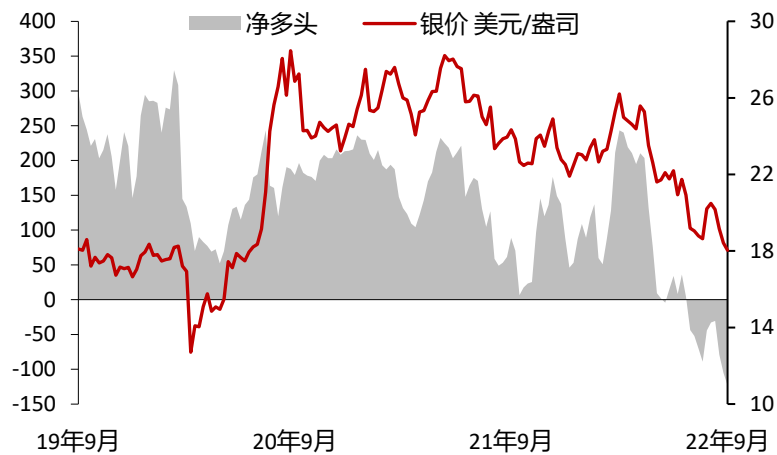
白银市场现状与展望

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

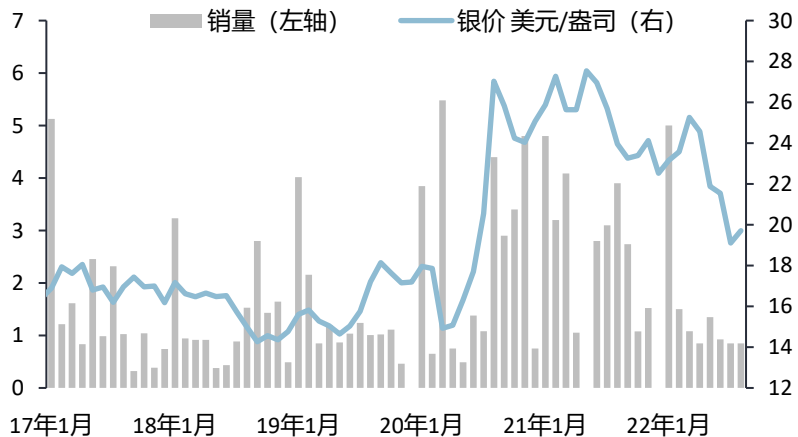
白银 & 黄金价格 美元/盎司



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



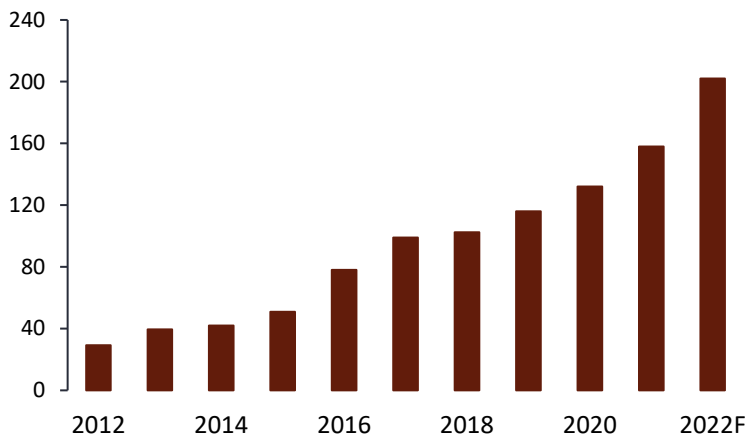
来源: US Mint

白银（美元/盎司） & 有色金属价格



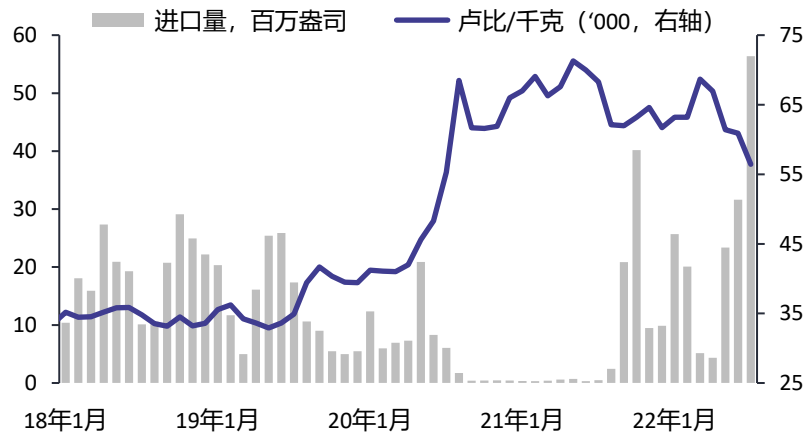
来源: Bloomberg

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

8月，**铂金**价格基本紧随黄金波动，由美元走势所主导。月初铂价为896美元/盎司，8月11日攀升至976美元/盎司的高点，但之后至月末因美元走强而承压下行。8月份十年期美国国债的收益率从2.7%升至3.2%，进一步推高美元并导致铂价下跌。8月末铂价报收于846美元/盎司附近。

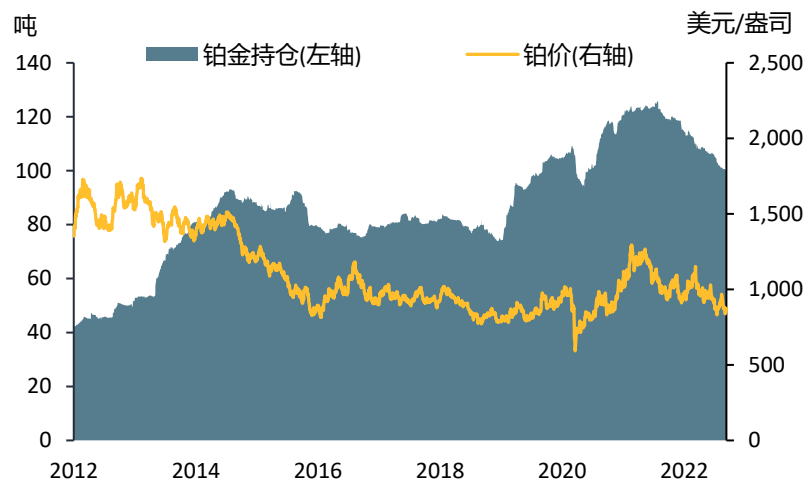
- 虽然铂金租赁利率已自7月份的峰值（接近10%）回落，但仍高于历史平均水平，目前为6%左右。不断上升的货币利率正日益成为影响租赁利率的重要因素。
- 上期月报发布后，LMC汽车咨询公司已将今年全球汽车产量预期上调了50万辆（从8,150万辆上调至8,200万辆）。中国汽车产量在今年上半年因多地实施防疫措施而下降后显著回升，是导致该公司上调产量预期的主要因素。根据目前的预测，今年下半年乘用车产量将增加460万辆，其中75%为汽油车，4%为柴油车。全球轻型汽车增产量将有70%来自中国。
- 汽车产量增长的同时，各国尤其是中国的尾气排放标准也更加严格，加之汽油车尾气后处理系统中铂金的用量比例提高，有望推动2022年汽车尾气催化剂制造业的铂金需求量较2021年上升14%，自2018年以来首度达到300万盎司。不过对欧洲汽车产量可能因能源危机加剧和生活费用进一步飙升而受影响的担忧也日益升温。随着柴油车的市场占有率持续下降，欧洲汽车业的铂金需求量已逐步走低，鉴于俄乌战争持续，进一步下降的可能性也不能排除。

铂金市场现状与展望

- ▶ 英美铂业公司宣布由于材料不达标，将推迟两个月实施Polokwane冶炼厂改造项目，并把2022年精炼铂族金属产量指引下调了40万盎司。不过采矿作业会继续进行，因此半成品库存量将上升。但由于旗下Mogalakwena矿山开采的矿石品位下降导致转炉厂的加工产量受限，2023年英美铂业将难于大规模释放库存。这是该公司今年第二次下调产量指引，目前的年铂金产量目标较2022年初下调28万盎司，是导致2022财年南非铂族金属生产企业铂金总产量减少50万盎司的主要因素。
- ▶ 海绵铂金继续对铂金锭溢价，但幅度低于海绵钯金对钯金锭的溢价幅度，为4美元左右。该溢价略高于历史正常水平，在Polokwane冶炼厂改造项目延期实施的消息传出后有进一步收窄迹象。
- ▶ 8月份NYMEX（纽约商业交易所）管理基金持有的铂金期货净仓位下降17.29万盎司，仍为净空头，数量为78.12万盎司，与7月底时的净空头仓位大致相同。自6月底以来多头仓数一直较为稳定，交易活动主要来自于做空投机。值得一提的是，由于8月早期铂价上涨期间空头回补，净空头下降逾40万盎司，使8月中旬时净空头仓位收窄至18.71万盎司。
- ▶ 8月份铂金ETPs的总持仓量延续下行趋势，下降1%（减少4.66万盎司），至323万盎司。
- ▶ 截至7月底，今年中国大陆和香港特区的铂金净进口总量为179万盎司，高于去年同期的165万盎司，与过去五年间的均值相比高出43%。
- ▶ **价格预测风险因素：**美国通胀率回落或是继续走高将改变美国货币政策前景，驱动美元走强或走弱，鉴于近期铂价走势受宏观经济因素的高度影响，也将驱动铂价走强或走弱。能源价格继续走高和可能实施能源配给制将导致汽车制造企业等工业企业关闭，进而会拖累铂价。

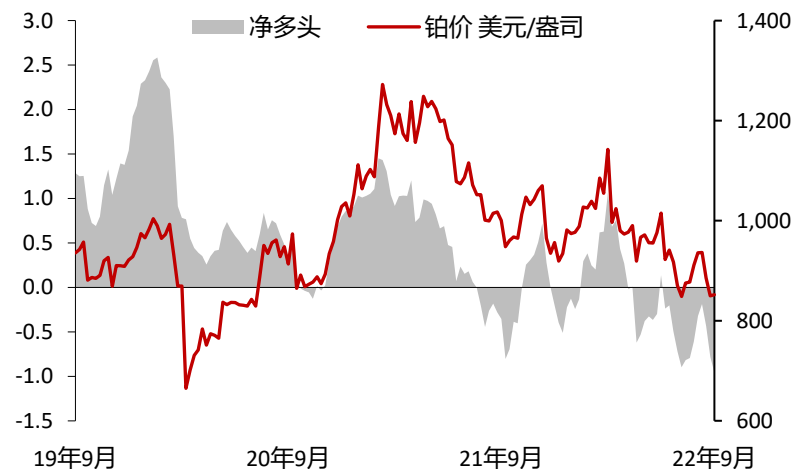
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



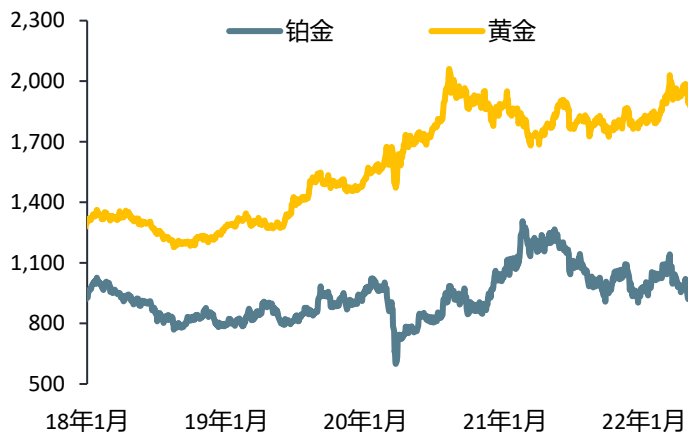
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



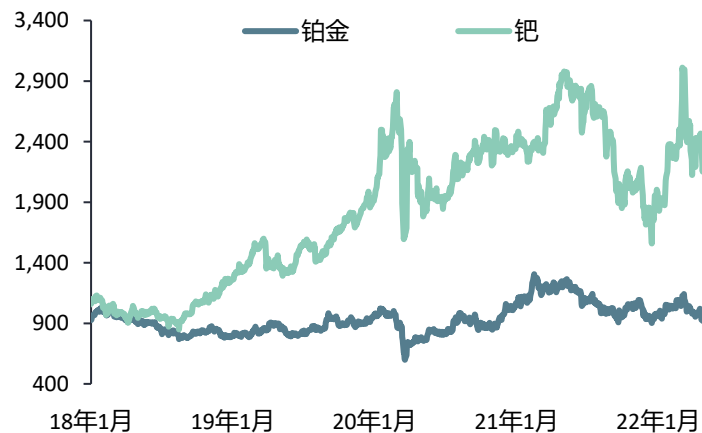
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

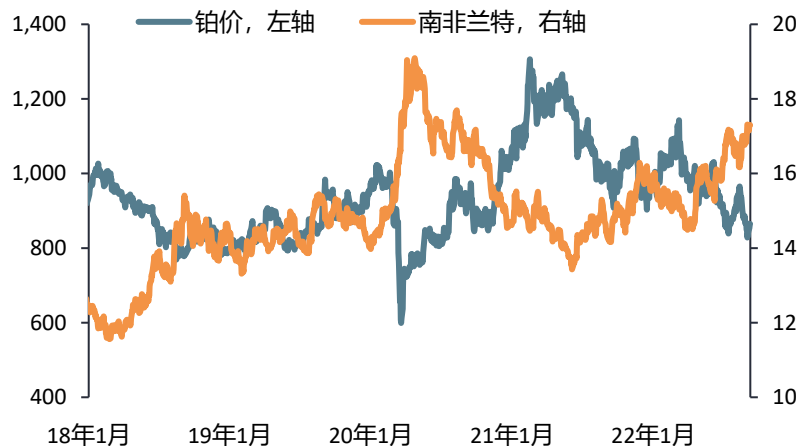
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

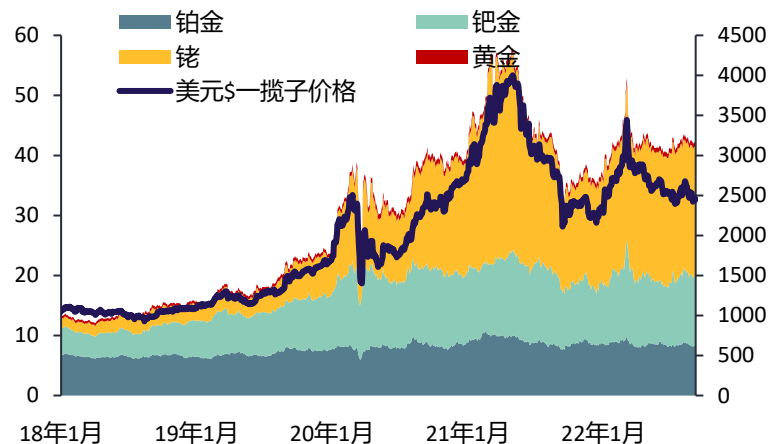
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



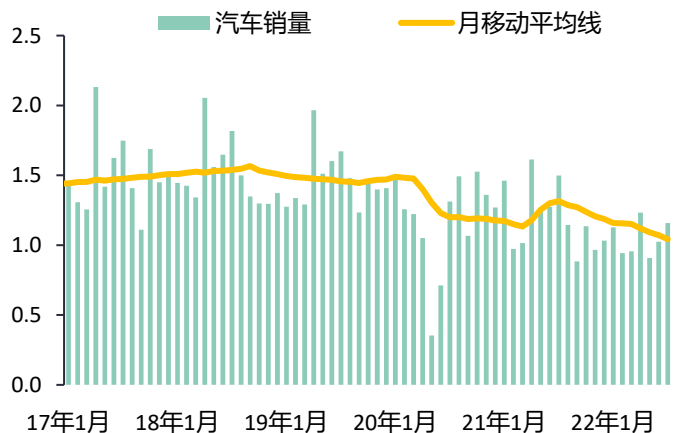
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



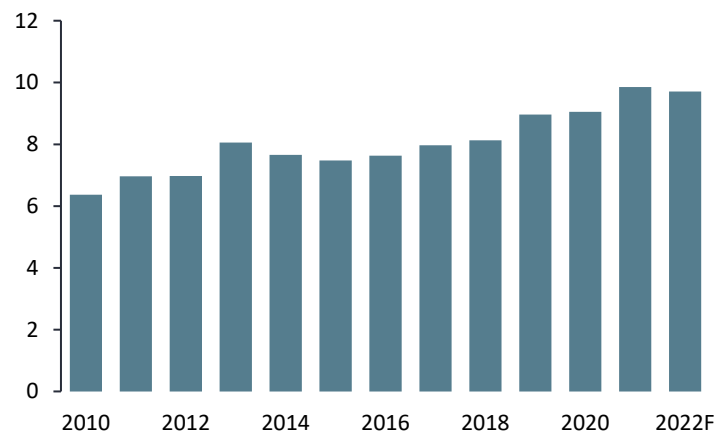
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

8月份钯金价格上下波动，月末报收于2,136美元/盎司，略高于月初价。从月内走势来看，钯价继续在2,000美元/盎司一线获得强支撑，曾多次测试该支撑位，结果都能站上2,000美元/盎司。

8月份期间，每百美元的整倍数都构成钯价的关键心理支撑位和阻力位，其中2,200美元在7月底时为箱体底价，但在8月后期钯价回升时又成为阻力位。8月份钯价高点出现于12日，为2,316美元/盎司，创出5月初以来新高，但之后因部分投资者获利了结而大幅回落。目前钯金交投于2,100美元/盎司一线。

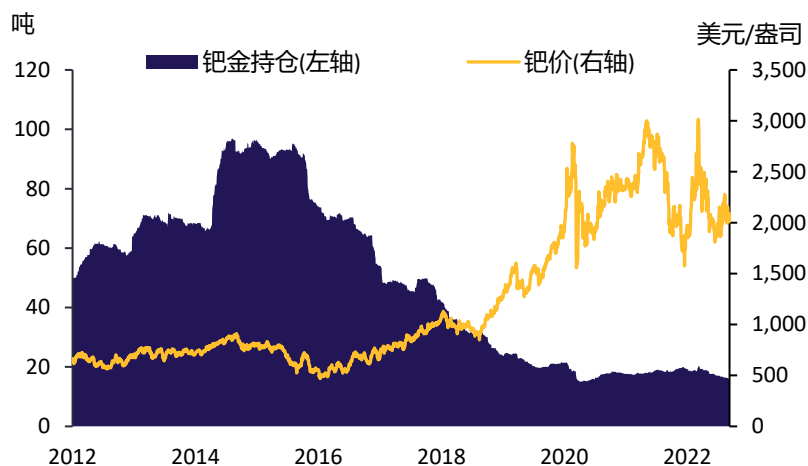
- 海绵钯的溢价幅度仍处于较高水平，报价仍为两位数，目前约为12美元。
- 如《贵金属周报》第469期所详述的，因预期钯金市况不利，同时面临成本膨胀失控的窘境，西班牙-静水矿业公司已缩减其美国矿山的扩产计划。为优化资本回报率，该公司旗下东静水矿山（Stillwater East）2026年起的2E铂族金属预期产量已从2022年收购时预计的27万盎司下调至17万盎司。
- 在连续22周处于净空头状态后（为史上最长纪录），8月份管理基金持有的NYMEX钯金期货净仓位终于转为净多头。汽车产量预期上调，叠加钯价在2,000美元/盎司关口获得强支撑，提振了投资者做多钯金的信心，8月份多头仓数增加16.94万盎司，使净多头仓数达到2.42万盎司。
- 8月份钯金ETP的总持仓量减少1.7万盎司（降幅为3%），至51.98万盎司，创出2020年6月份以来新低。逾一半减仓量来自于欧洲基金（减仓1.09万盎司），南非基金的持仓量也下降9%，至1.54万盎司，约为年初持仓量的三分之一。

钯金市场现状与展望

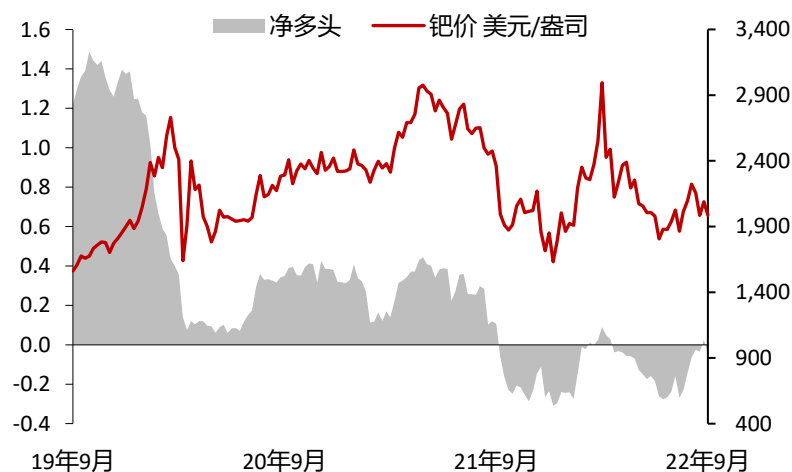
- 继6月份出口6.11万盎司后，7月份俄罗斯又向中国直接出口了5.38万盎司钯金，为月度出口量的历史第三高值。中国直接从俄罗斯进口的钯金数量在其钯金总进口量中的占比也在不断上升：在2022年3月之后的四个月期间，该占比已升至49%，而2021年同期占比约为29%。不过也应看到，本年迄今中国的钯金总进口量已大幅下降，全年总进口量很可能会创出2003年以来的新低。
- 在需求方面，虽然有消息称芯片短缺状况略有缓解，但回升幅度仍弱于预期。在一份初步报告中，LMC汽车咨询公司今年北美地区下半年汽车产量较上半年的增量下调30万辆，这意味着北美地区下半年产量可能收缩。
- 从全球来看，虽然随着LEVIII排放标准的施行，汽车尾气排放标准已更为严格，一些地区汽车业的钯金需求也强劲增长，但中国汽车制造企业努力节约钯金用量和铂金日益替代钯金这两大因素，仍打压钯金需求增长。预计2022年全球汽车业的钯金总需求量仅会小幅增长1%（增加11.2万盎司），至约830万盎司，但仍为汽车业的铂金总需求量的2.7倍。
- **价格预测风险因素：**由于西方国家与俄罗斯的关系继续恶化，政策变化导致钯金供应中断仍是一大威胁，这可能将提振钯价。另一方面，能源价格继续走高和可能实施能源配给制将导致汽车制造企业等工业企业关闭，进而会拖累钯价。

钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



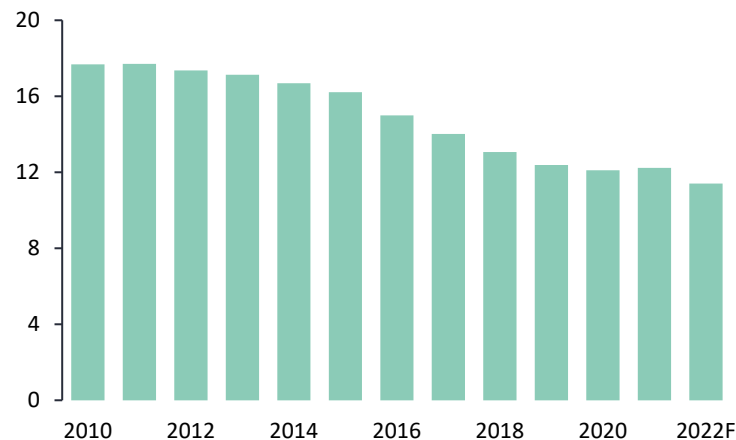
Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



钯价 & 标普 500



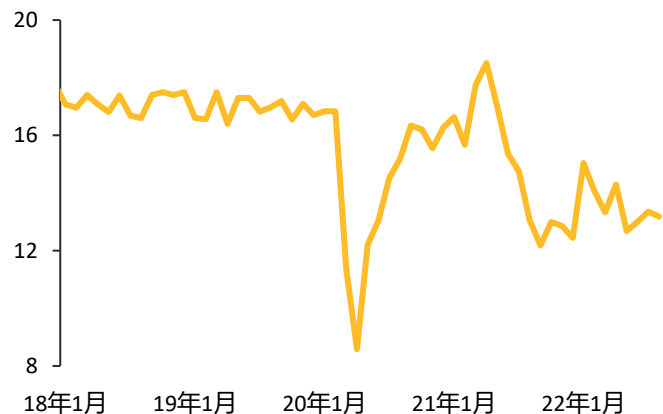
钯金地上存量*, 百万盎司



*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



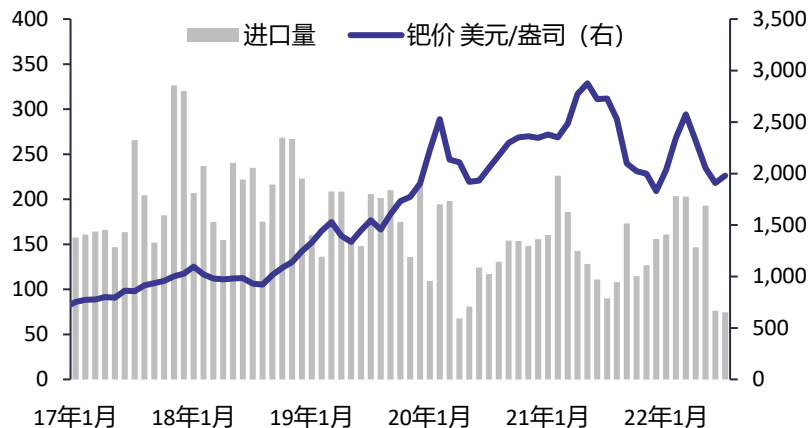
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



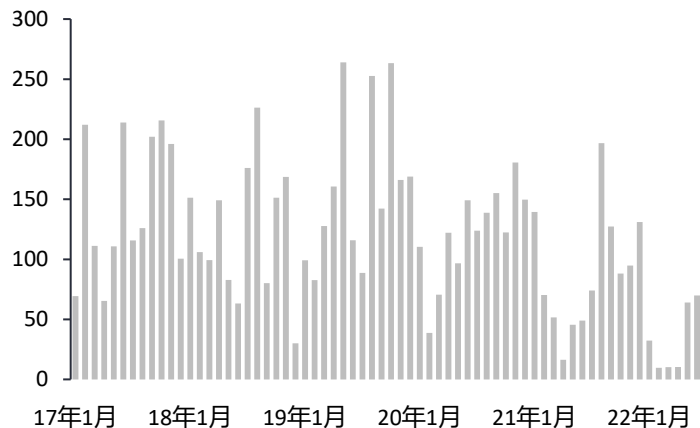
来源: Bloomberg

美国钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

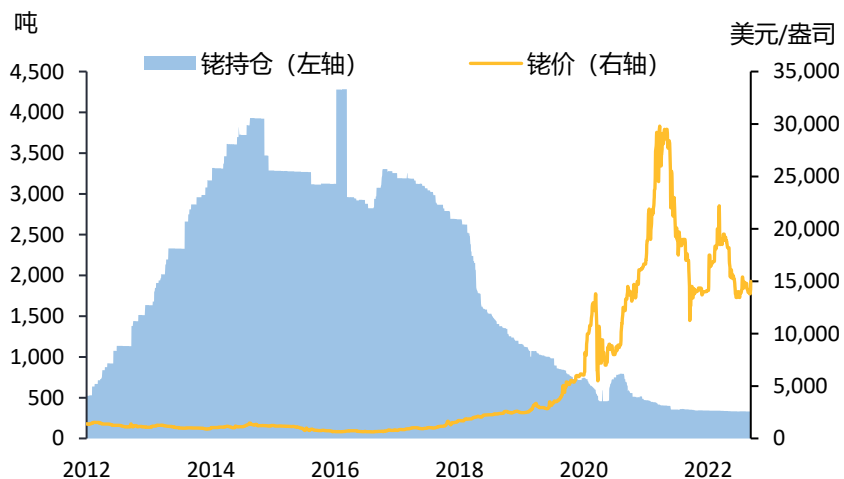
铑市场现状与展望

8月份铑价小幅下跌。第一周触及14,900美元/盎司的高点后，铑价走弱，但在14,000美元/盎司一线获得支撑，多日内仅一次跌破此关口。

- 受氮氧化物排放标准进一步收紧的提振，汽油车尾气排放系统中铑的用量上升。在欧洲，氮氧化物排放量符合因子下调后，排放量限值已较去年调低32%。在美国，随着Tier 3 和LEVIII尾气排放标准的施行，氮氧化物排放量限值也已调低14%左右。鉴于汽油车产量上升，排放标准又更为严格，预计今年汽车尾气催化剂制造业的铑需求量将增长5%，从91.3万盎司增至95.9万盎司。
- 因Polokwane冶炼厂改造项目推迟实施，英美铂业公司近期已下调其精炼铂族金属产量指引，存在风险的铑产量可能达到3.5万盎司，在短期内利好于铑价走强。2020年新冠疫情导致矿业生产中断，ACP转化炉工厂又因事故而停工，大幅推高了铑价，并导致铑供应短缺（数量达11万盎司）。相比之下，Polokwane冶炼厂改造项目延迟则不会对铑价产生同样大的影响。虽然生产最终将恢复，不会产生产量损失，但加工产能受限意味着延迟产出的铑何时能交付尚是未知数。
- 铑生产高度集中于南非，2022年该国产量将占到全球矿产铑总产量的84%。
- 9月8日南非铑供应出现问题的消息传出后，铑价立即上涨800美元，至15,000美元/盎司，但价差仍大体保持稳定（约为200美元）。这在缺乏流动性的市场上比较少见，通常卖家离场观望，等待更好的价格才入场，而买家则尽可能多地买入，价格一般会发生极端变化。
- 相比之下，8月份铑价30日波动率已降至今年1月早期以来的最低水平（与2021年12月份类似，当时铑价在13,900-14,100美元/盎司区间窄幅波动）。波动率低可能导致部分投资者失去交易兴趣，意味着市场走势可能将更多地受新消息和事件影响。
- **价格预测风险因素：** 实施能源配给制/关闭汽车生产厂都可能将拖累铑价。

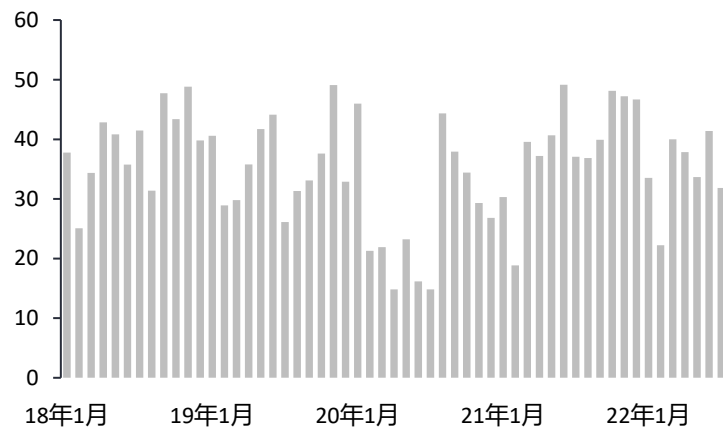
铯市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



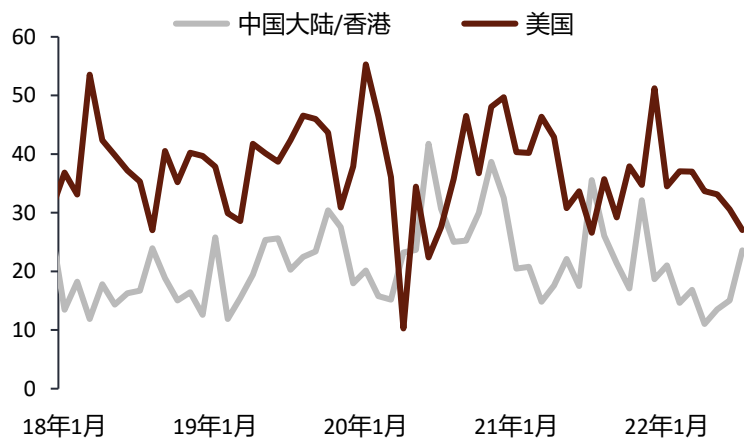
来源: Bloomberg

南非铯出口量, 千盎司



来源: S&P Global

中国大陆/香港与美国铯进出口量, 千盎司



来源: S&P Global

铯价与铷价, 美元/盎司



来源: Bloomberg

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

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。