



Metals Focus

贵金属月报

第74期 - 2022年1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



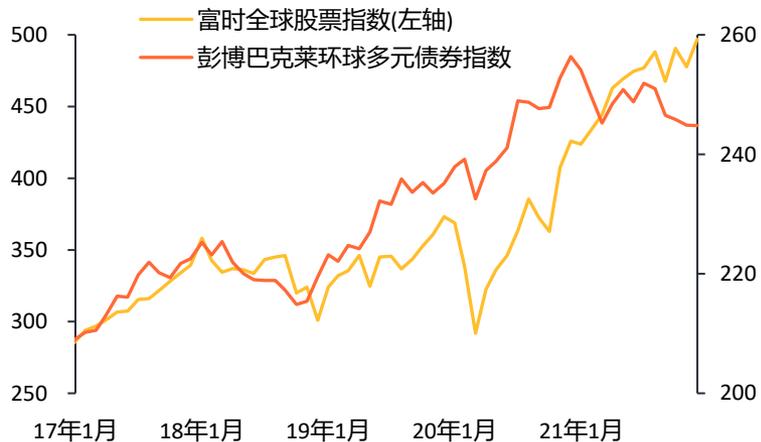
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- ▶ 虽然奥密克戎新变异毒株带来的不确定性持续存在，但2021年12月期间12月股市情绪普遍乐观，标普500指数和富时全球股票指数均上涨逾4%。有趣的是，对股市的乐观情绪并未显著削弱债券和黄金等避险资产的吸引力，2021年最后几周这些避险资产仍获得良好支撑。
- ▶ 不过进入2022年后，市场观点发生了急剧变化。随着投资者对奥密克戎变异毒株的担忧大幅消退，其关注的重点已转向新冠肺炎疫情期间推出的货币政策措施开始回归正常化。
- ▶ 2021年底联邦基金利率期货已显示2022年美联储将加息三次。鉴于新变异毒株的冲击并未对全球经济增长势头产生重大威胁，目前市场预期的首次加息时间已提前——预计美联储在今年3月份的政策会议上就将加息，而非此前预期的到5月份才加息。
- ▶ 随着对货币政策转鹰的预期升温，2022年迄今债券遭大幅抛售，同时通胀预期也已下降。美国十年期国债的收益率已从去年12月的低点1.33%升至1.80%上方，回归疫情前水平。同时五年期盈亏平衡通胀率已从去年11月的峰值3.2%降至2.8%。
- ▶ 展望未来，美元走强和债券收益率持续攀升仍将是打压贵金属价格的主要利空因素。不过日益突出的风险是，美联储激进加息可能会使经济增长趋势偏离轨道。这意味着市场最终会重新审视其对美联储政策转向的预期。
- ▶ 此外，债券收益率持续攀升导致股市尤其是科技股回落的风险日益增大，而股票遭抛售将推动贵金属价格在今年早期回升。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。

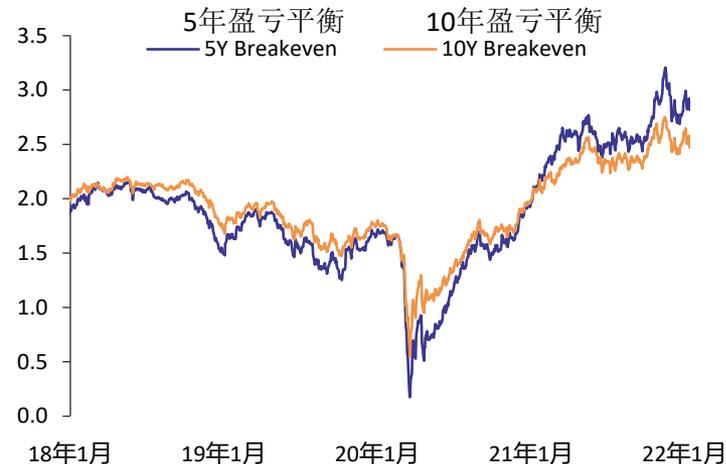
宏观经济现状与展望

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

11月急剧回落后，2021年12月黄金价格有所回升，年末报收于1,830美元/盎司，创六周来新高，但仍较年初下跌3.4%。不过进入2022年后，去年末的涨幅已回吐殆尽，撰写本报告之时（12日）再度交投于1,800美元/盎司下方。

- 2022年初金价走弱，主要归因于在对2022年美联储的货币政策将转向鹰派的预期下，美元走强，同时债券收益率也上升。
- 2021年债券实际收益率持续处于历史低位，但近日来已急剧上升（虽然仍为负值），更进一步打压金价。
- 金价再度试图突破1,835美元/盎司未果，对机构投资者的信心造成冲击。2021年12月黄金ETPs（交易所交易产品）净流出6.4吨，全年总流出量达173吨。截至2021年底，管理基金持有的COMEX（纽约商品交易所）黄金期货多头仓位也比11月份低10%。
- 展望未来，虽然加息时间较预期提前、美元和债券收益率双双走高等利空因素已很大程度上在黄金市场上得到了反映，但美联储释放更强烈的鹰派信号仍可能会给金价带来更大下行压力。有鉴于此，我们已下调了2022年上半年的金价预测值。
- 不过全球经济下行风险仍令人担忧，因此美联储可能不会如此激进的加息，为今年一季度金价回升创造出空间。如果金价再度站上1,835美元/盎司，很可能会引发空头进一步回补，并推动投资者建立新的多头仓位。
- 然而进入今年下半年后，随着新一轮加息周期到来，加之新冠疫情带来的不确定性可能会大幅消退，金价回升之势将难以持续。

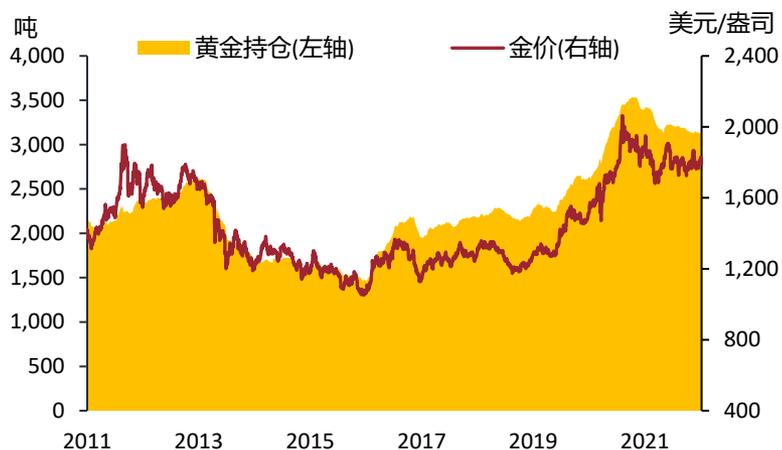
黄金市场现状与展望

主要黄金实物市场情况：

- 因新年到来前消费者为庆祝节日和送礼相关的购买量上升，2021年12月中国黄金首饰零售销量走高。年底前虽有疫情爆发，但局限于少数地区和城市，未对全国绝大部分地区的首饰销量产生负面影响。12月中旬主要零售品牌举行了多场销售大会，亦推动首饰制造上升。
- 初步估算显示，2021年12月印度黄金进口量为81吨，全年总进口量达1,040吨，创出历史新高。进口量飙升反映出厂商补充库存，消费者对结婚首饰的需求也很强劲。不过最近印度新冠病毒感染率上升，已导致很多邦的政府再度出台措施限制出席婚礼的人数，还导致一些珠宝首饰展会延迟举行。从近期来看，婚礼遭取消仍是可能导致印度黄金需求下行的主要风险因素。
- 美元计价的金价较为稳定，推动中东地区大多数国家的金饰消费量回升。2022年初增值税上调前，巴林的金饰销量尤为强劲。在土耳其，本币里拉的汇率波动率极高，导致国内金价急剧波动（2021年12月初至20日期间，里拉计价的金价飙涨50%，到23日又暴跌45%，之后至年底再度上涨35%）。虽然金价大幅走高，但由于经济不确定性日益增大使黄金作为避险资产的吸引力增强，土耳其的黄金回收量并未强劲上升。
- 尽管厂商补充库存的步伐放缓，但得益于消费旺盛、奢侈首饰品牌的黄金用量强劲上升、大众市场首饰出口量大幅回升等有利因素，2021年全年西方国家的金饰制造量仍高于预期。
- **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。尽管地缘政治事件通常仅会对金价产生短暂的影响，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。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。

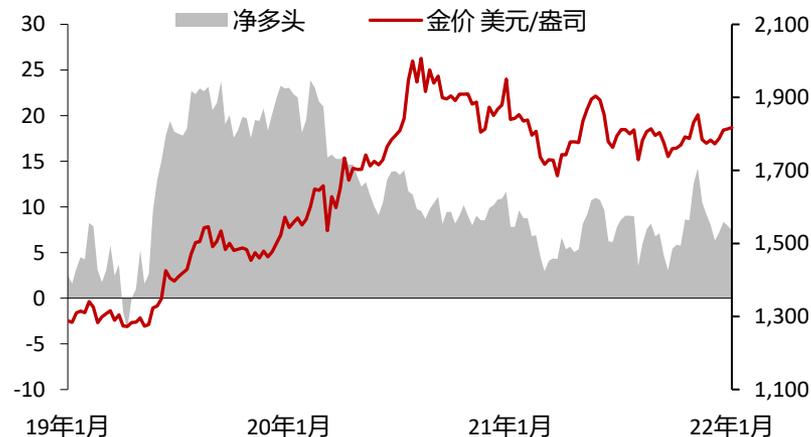
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



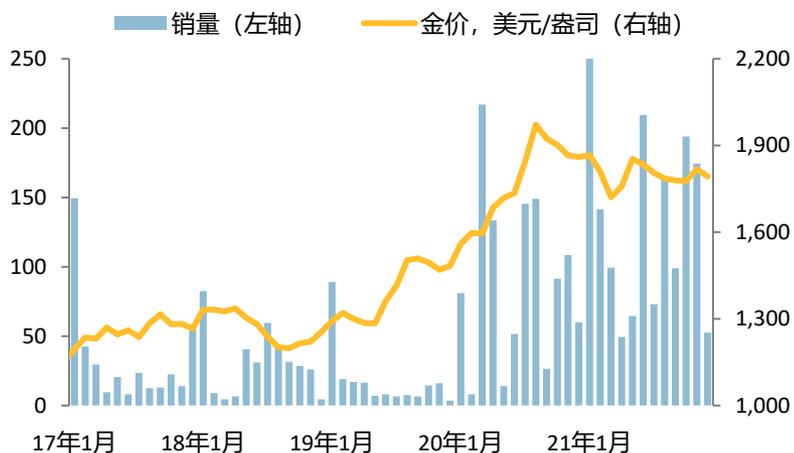
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



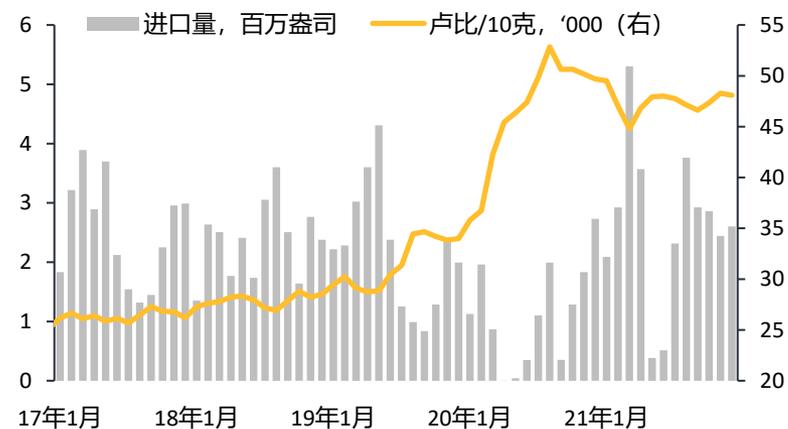
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

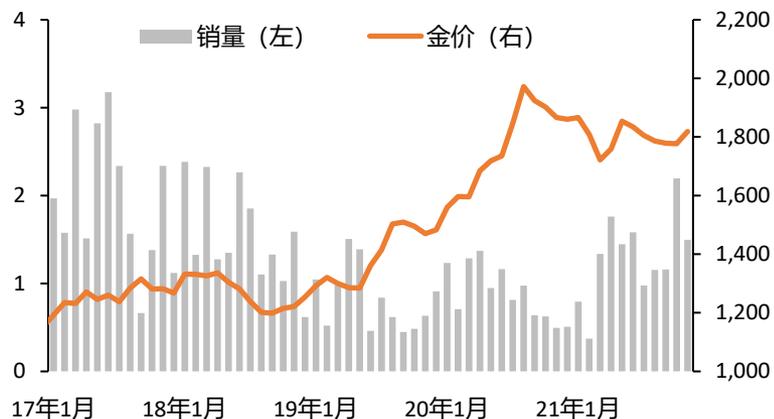
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

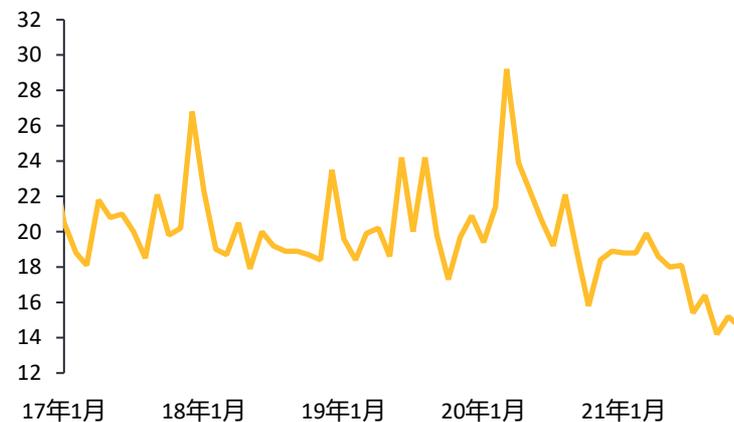
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



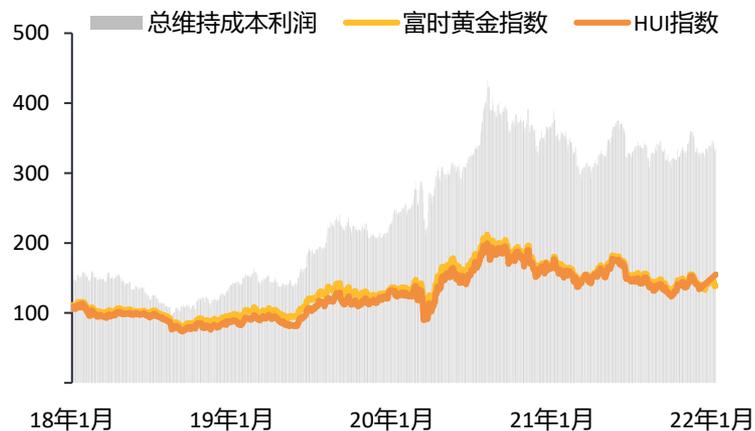
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



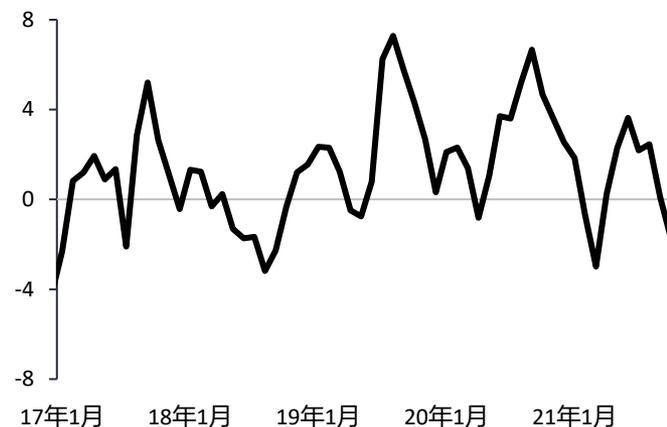
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

11月后期大幅回落后，2021年12月上半月白银价格仍面临下行压力。16日银价跌至21.43美元/盎司，重返9月底时的低位。之后银价反弹，年末报收于23.30美元/盎司，但仍较年初下跌3美元，跌幅达12%。进入2022年后，银价丧失回升动能，撰写本报告之时处于22.40美元/盎司附近。

- 12月大部分时段内，白银表现都跑输黄金，截至15日金/银价格比率已自2020年10月份以来首度升破82:1。虽然12月后期该比率有所收窄，但与全年大部分时段相比仍处于高位，而到今年1月初又再度升破80:1。
- 白银跑输黄金，反映出白银具有贵金属和工业金属双重属性。除投资者对买入黄金持谨慎态度外，供应瓶颈和奥密克戎变异毒株的快速蔓延导致对全球经济放缓的担忧加剧，亦挫伤了投资者对工业金属的信心。
- 12月期间白银ETP的流出量创出九个月来新高（总持仓量减少1.8%），反映出投资缺乏做多白银的信心。同一期间，COMEX白银期货总多头仓位虽基本保持稳定，但也仍处于低位。
- 与黄金的情况一样，我们也已下调了2022年上半年的银价预测值。不过若当前的利率预期被证明为过度激进，未来几月银价应仍有一定回升空间。由于白银的贝塔系数高，在此期间很可能会跑赢黄金表现，相应的金/银价格比率有望回落至接近70:1的水平。
- 然而更长远地看，随着更多机构投资者在债券名义和实际收益率都不断攀升后开始减持其白银多头仓位，今年下半年银价持续下行的压力将加大。尽管白银的供需基本面状况仍良好，但单是此因素并不足以阻止白银遭更多投资者抛售，考虑到其走势与黄金密切相关，则更是如此。

白银市场现状与展望

- 在主要实物白银市场中，2021年四季度印度白银需求显著回升，最后四个月的进口量占到全年白银总进口量的90%。进口量飙升反映出受婚礼相关购买增加和银价走弱这两大因素的推动，该国银饰和银器需求大幅走高。印度的白银工业需求量也大幅回升，四季度制造业采购经理指数持续扩张。不过因最近新冠病毒感染病例数上升导致再度实施一些防疫限制措施，印度白银需求回升之势可能会放缓。
- 在矿产白银供应方面，12月墨西哥环境与自然资源部(SEMARNAT)给予Fortuna银矿公司位于墨西哥瓦哈卡的San Jose矿山十二年的环境影响核准(EIA)续期。Fortuna公司在11月就该部不予以EIA续期的决定提出上诉，环境与自然资源部与该公司持续对话并对San Jose矿山的合规状况进行技术评估后，重新评估申请。
- 在需求方面，预计2022年全球白银工业需求量将进一步上升。首先来看光伏行业，得益于项目储备数量充足，全年新增光伏发电装机容量有望自有记录以来首次超过200GW。此外，由于半导体芯片供应短缺状况将逐步缓解，汽车和充电设备、储能设施等相关应用的产量都有望回升，这将进一步提振白银需求量。
- **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，这将导致持有贵金属的机会成本上升。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，以及新冠病毒新变异毒株的蔓延给全球经济造成更大冲击的可能性。

白银市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



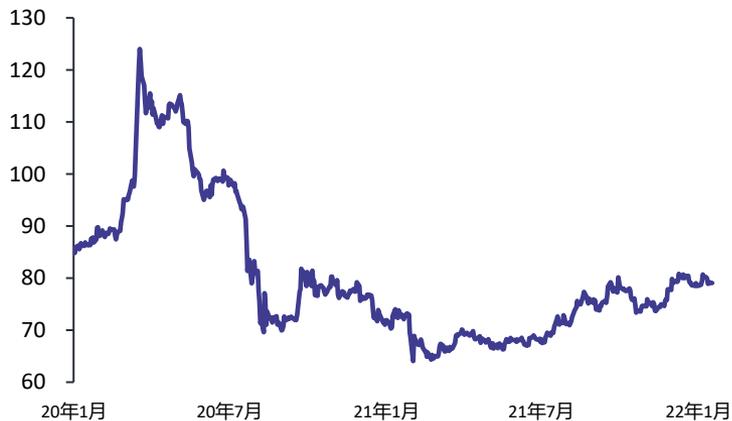
来源: Bloomberg

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

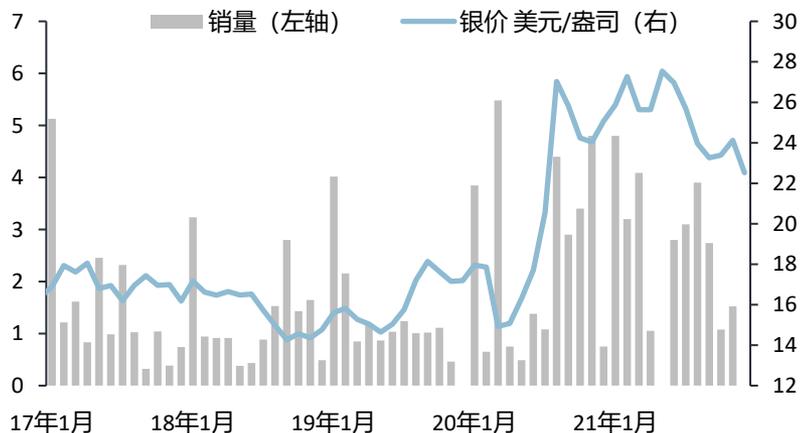
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

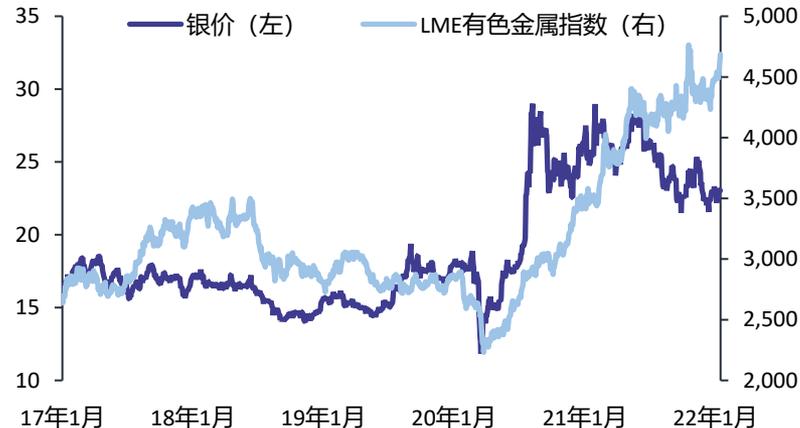
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



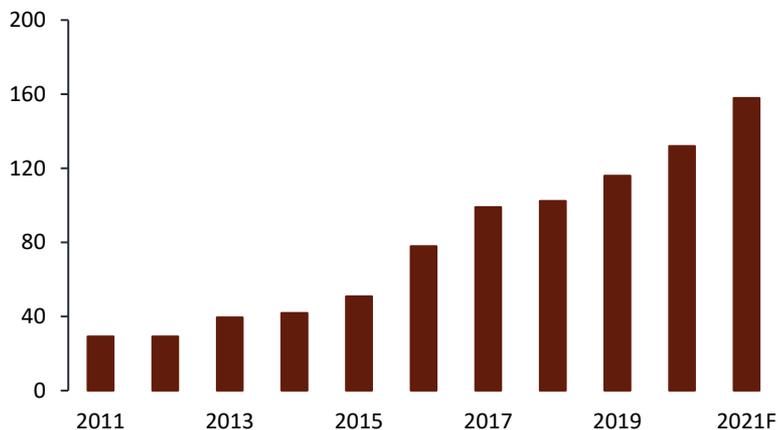
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



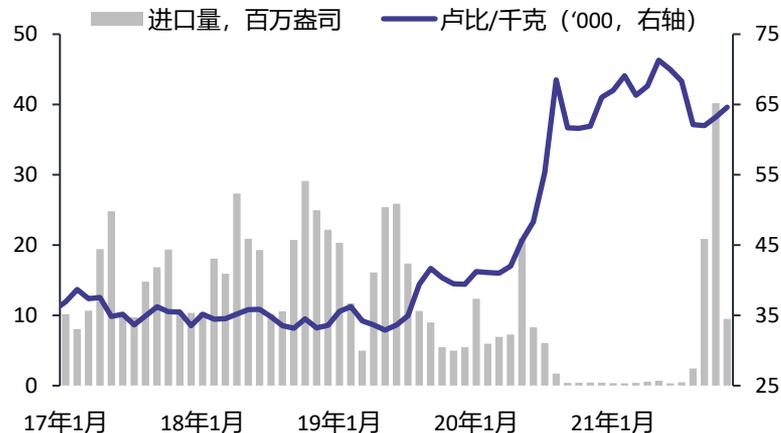
来源: Bloomberg

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

受黄金价格影响，在对通胀走高和加息预期的担忧情绪下，2021年12月初铂金价格下跌。叠加美元走强和年末生产商大量卖出的冲击，12月15日铂价触及897美元/盎司的低点。同日美联储发布声明，释放更为鹰派的货币政策信号，成为铂价转折点，之后至28日飙升至993美元/盎司。年末铂价报收于969美元/盎司，进入2022年后，1月5日曾短暂涨破1,000美元/盎司关口，但撰写本报告之时已回落至940美元/盎司一线。

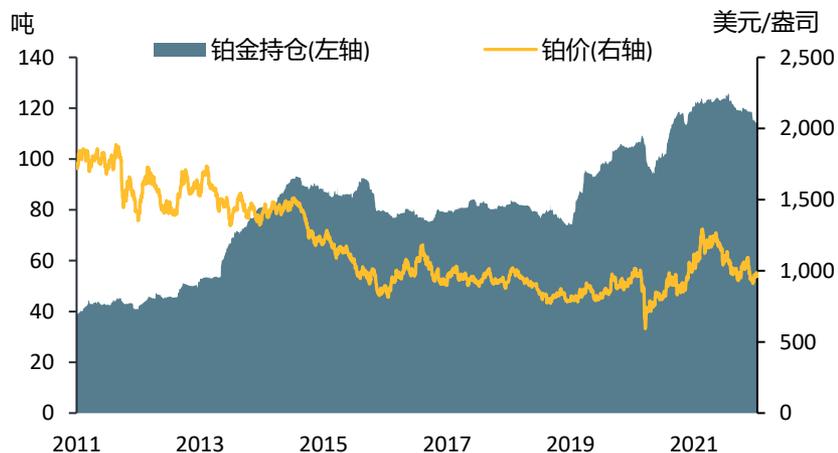
- 展望2022年前景，预计铂价运行趋势将与2021年大致相同。鉴于实物铂金供应普遍过剩，地上铂金存量也相当大，对铂价产生强烈影响的是宏观经济因素和投资者对黄金的信心。投资者做多信心低迷，打压2021年四季度的铂价，我们预计今年一季度该趋势仍将延续。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 我们预计今年年底前汽车芯片供应短缺状况将显著缓解，同时汽车催化剂中铂金的用量比例将上升，而且使用含铂金催化剂的汽车数量也将增多，因此铂金供应过剩量将收窄至50.3万盎司，有望推动铂价在今年下半年稳步上行。
- 尽管投资者的信心仍将是影响铂价的主要因素，但我们预计随着今年三季度和四季度铂金制造需求上升，铂价与金价间的关联性将在一定程度上减弱。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 12月早期，管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净仓位从之前六周的净多头状态再次转为净空头状态。净空头仓数一度触及51.1万盎司，之后有所回落，年底时为22.3万盎司。期间空头回补数量达近30万盎司，推动铂价回升至993美元/盎司。
- 2021年7月，全球铂金ETP的总持仓量升至400万盎司的历史最高值，但之后持续下降，年底时为370万盎司。从全球来看，12月欧洲铂金ETPs抛售其持仓，导致持仓量下降4.6%，美国铂金ETPs的持仓量也下降3.8%。

铂金市场现状与展望

- 英美铂业公司已更新其三年期产量指引计划。市场本已预期受2021年半成品库存量加速下降的影响，2022年该公司的精炼铂金产量指引将下调，但英美铂业将产量指引下调达23万盎司，仍超出了预期。公司称下调的原因是冶炼厂改造使加工产能受限。2023年的产量指引也被下调约18万盎司，原因是矿石中的基本金属含量高将影响公司转化炉厂的产能。
- 截至2021年11月底，中国的铂金净进口量达270万盎司，同比劲升32%。2021年中国汽车行业的铂金需求量增长41%，至38.9万盎司，2022年有望进一步增长49%，逼近60万盎司，但首饰业等其他行业的需求量则将与2021年持平甚或下降。因此我们认为目前进口量中相当大一部分是受投机买入的推动，很大程度上只是铂金地地上存量从其他国家转移至中国。
- 预计2022年全球铂金总需求量将增长3%，至780万盎司。增幅不大归因于全球尤其是中国首饰制造业的铂金需求增长停滞，以及玻璃工业和化工业的产能不会再像2021年那样大幅扩张。预计今年玻璃工业的铂金需求量将下降一半，至34.8万盎司，化工业的铂金需求量也将下降6%，至60.8万盎司。
- 预计2022年汽车行业的铂金需求量将增长20%，至320万盎司。推动增长的三大因素是：第一，全球汽车总产量有望回升11%，至8,500万辆。第二，符合最为严格的地区尾气排放标准的汽车占比将显著上升，例如，目前中国制造的卡车中有84%符合国六a排放标准。第三，三金属催化剂技术有利于铂金用量增加，而2022年将有更多汽车使用三金属催化剂。
- **价格预测风险因素：**通胀率走高可能会促使投资者增持硬资产，从而将更快速地推高铂价。另一方面，利率上升则可能会对铂价构成压力。

铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



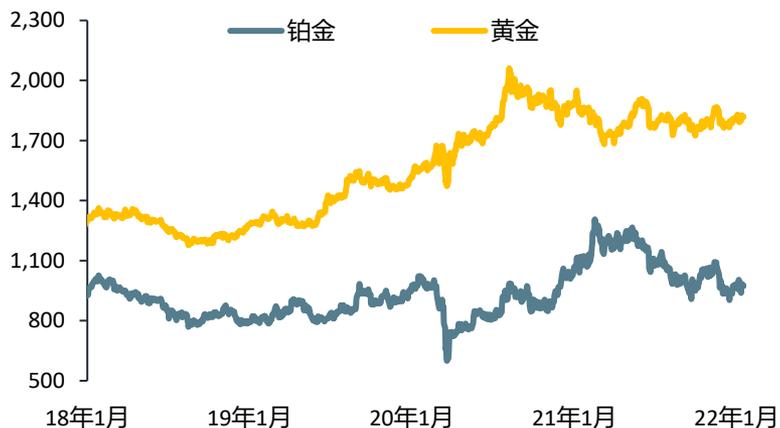
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



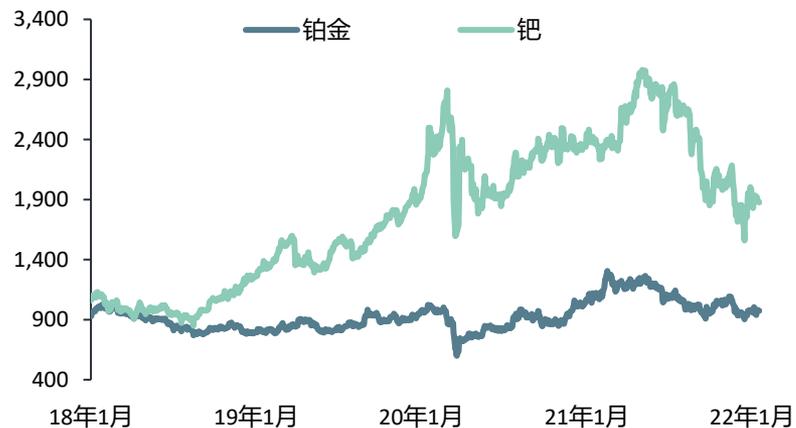
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

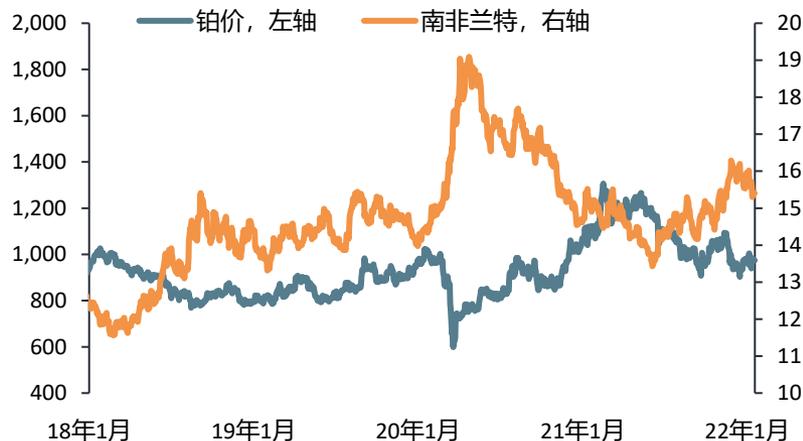
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

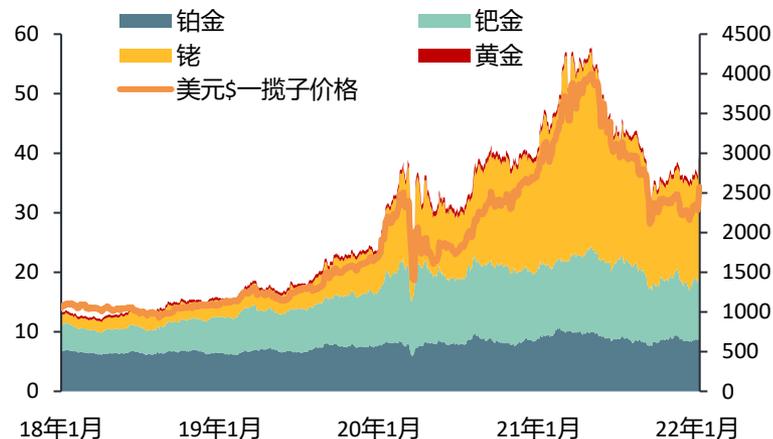
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



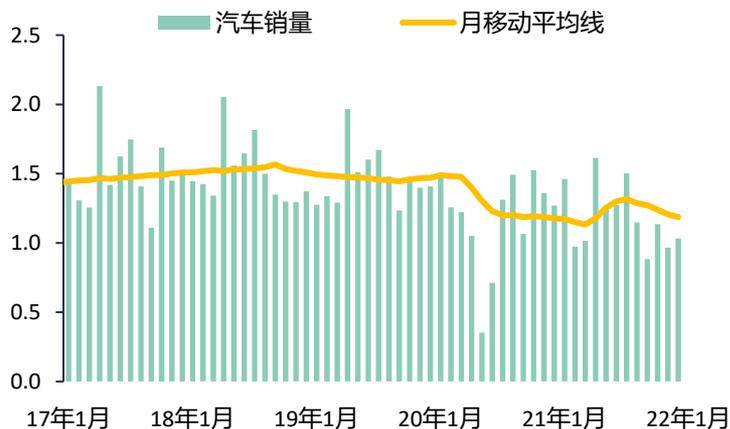
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



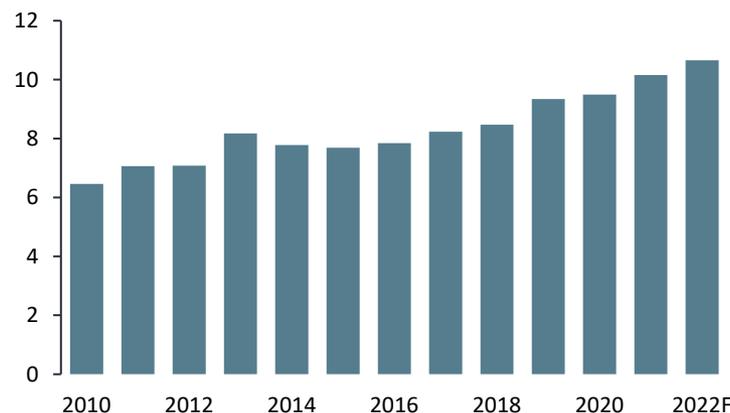
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

与其他铂族金属的情况一样，2021年12月初期钯金价格也进一步下跌，触及年内低点1,542美元/盎司。除2020年3月份新冠疫情冲击市场导致钯价急剧波动外，2021年钯价波动率为十年来的高位，全年价格高点与低点间的差值达近500美元。12月30日钯价回升至2,021美元/盎司的近期高点，最后一周部分投资者获利了结，年末报收于1,905美元/盎司。

- 2021年钯金需求量增幅降至历史低点，同时尽管全球最大钯金生产商遭遇生产中断，全球矿产钯金总供应量仍上升6%，因此年底时钯金市场出现约27.1万盎司供应过剩。鉴于矿产钯金产量虽将回归正常水平，但汽车业需求强劲回升的提振作用更大，我们预计2022年钯金供应虽仍将过剩，但数量仅为4.4万盎司，意味着供需基本平衡。
- 预计2022年钯金均价虽仍将处于历史较高位置，但无法突破2021年创出的年均价峰值2,398美元/盎司。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 到2022年四季度时，钯价有望显著走强。这将主要归功于四季度汽车业的需求回升，该季度全球汽车产量有望首度超过疫情前水平（中国产量急剧回升是主要驱动因素）。
- 投资者对钯金基本面疲弱的担忧挥之不去，导致管理基金持有的Nymex钯金期货净仓位连续十七周处于净空头状态（今年1月4日的最新数据显示，净空头仓位为24.4万盎司）。回顾历史，之前仅在2018年8月份期间持续一周净空头仓。
- 2021年11月，中国大陆和香港特区的钯金净进口量创出年内第二高值，较月均进口量（21.7万盎司）飙升72%，显示随着钯价跌至2020年6月份以来的最低水平，可能已有厂商开始补充库存，同时投机性买入的兴趣可能也已上升。

钯金市场现状与展望

- 12月期间全球钯金ETPs的总持仓量减少近2万盎司，至61.9万盎司，触及10月份以来的低点。西方国家的钯金ETPs持仓下降，而南非钯金ETPs持仓则增长5%。
- 临近2021年末，西班牙-静水矿业公司的矿山运营仍继续因安全问题而受到限制，导致该公司进一步下调2021年铂族金属产量指引。该公司位于美国矿山钯金生产受到的影响最大，目前预计产量仅为44万盎司左右，较2021年初产量指引中确定的目标减少约8万盎司。鉴于该公司的运营问题一直未得到解决，下调产量指引是预料中的事，未对我们的市场平衡测算产生影响。
- 展望2022年需求前景，预计全球钯金总需求量将增长6%，至1,040万盎司，仅较2019年的峰值水平低30万盎司。除汽车业和化工业外，高钯价将继续导致其他行业的钯金用量下降，其中电子工业和牙科业的钯金用量将分别下降3%和10%，至74万盎司和23.2万盎司。
- 在各需求领域中，汽车催化剂制造业的钯金需求量占到总需求量的83%，因此全球汽车总产量回升至8,500万辆将对需求产生最大提振作用。预计今年汽车催化剂制造业的钯金需求量将增长70万盎司至870万盎司。北美地区汽车产量有望增长15%，增幅将超过中国和日本，与欧洲产量的增幅相当。鉴于目前北美地区的汽车库存量处于历史低位（仅相当于19天的销量），据报道芯片供应短缺状况也在逐步缓解，今年汽车产量预期上调的可能性更大。
- **价格预测风险因素：**与铂金的情况一样，钯价也易于受到宏观经济因素和半导体行业复苏的影响。另一方面，如果汽车产量回升幅度高于目前的预测，制造商的库存下降则可能会带来钯价上行压力。

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



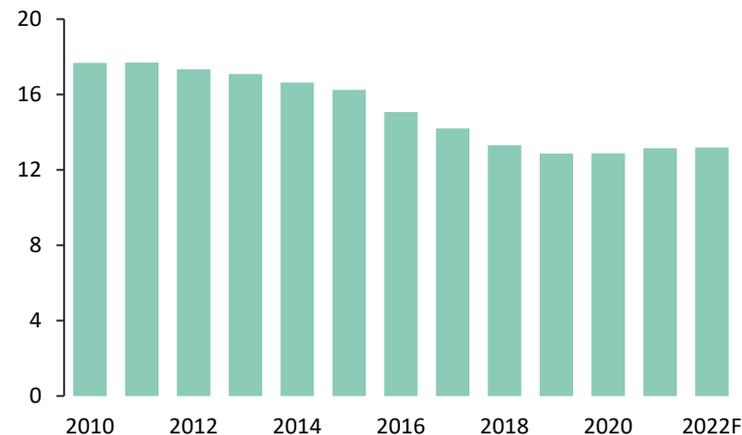
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钼价 & 标普 500



来源: Bloomberg

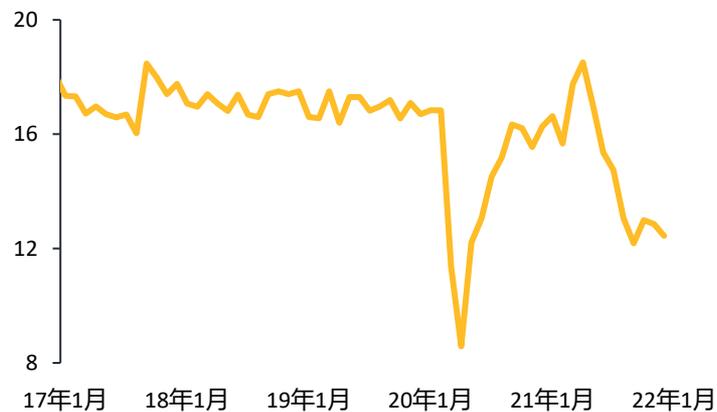
钼金地上存量*, 百万盎司



*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



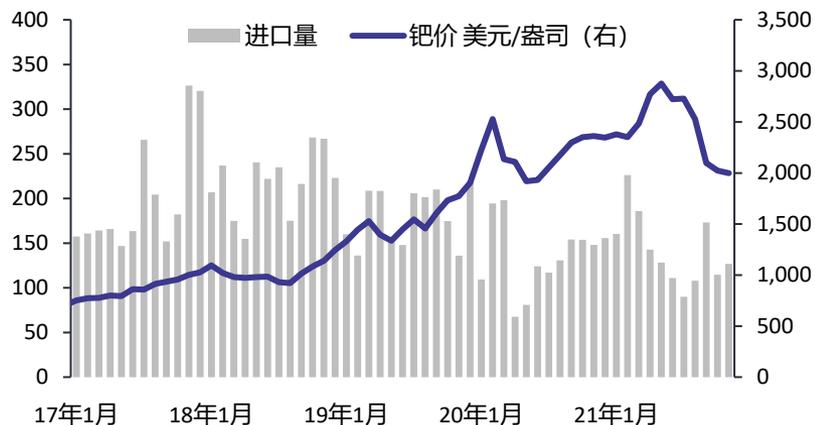
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



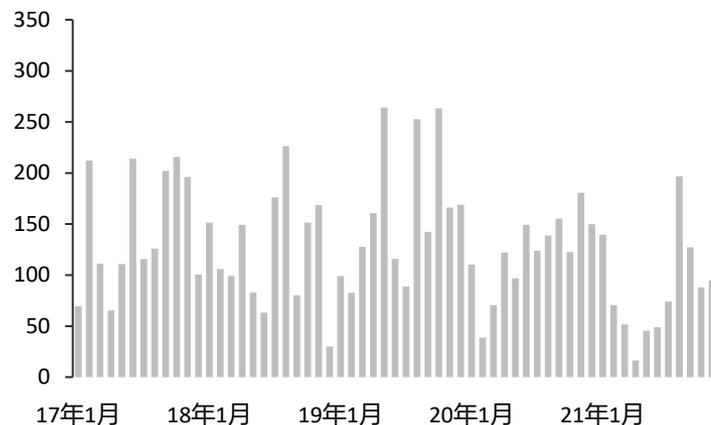
来源: Bloomberg

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

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。