Metals Focus

贵金属月报

第85期 – 2022年12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

中国黄金协会
CHINA GOLD ASSOCIATION

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

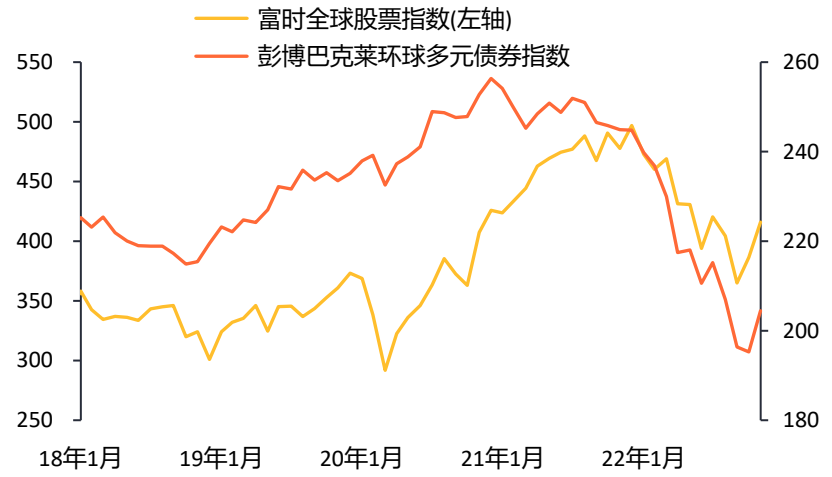
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 11月期间全球金融市场显著回升，债券、股票和大宗商品价格均上涨。富时全球股票指数上涨7.7%，创2020年11月以来最大月涨幅。值得注意的是，上月不仅美债收益率大幅回落，美元指数也下跌4%，较年内高点的跌幅更达9%。
- 市场对美国货币政策的预期改变，是上述价格变化的主要驱动因素。美国通胀出现下行，加之有越来越多的迹象显示美国经济在放缓，使投资者相信美联储将放慢加息步伐，导致加息预期发生变化。
- 在这一背景下，美联储11月政策会议纪要和其政策制定者近期讲话都强化了市场对加息步伐可能放缓的预期。
- 之前市场预期联邦基金利率将于2023年6月份见顶，为5.14%，但目前的联邦基金利率期货价格显示明年5月份利率就将见顶，为4.94%。重要的是，预期利率会在该月见顶后，市场预期显示2023年底前美联储将降息近50个基点，2023年12月的联邦基金利率期货价格显示到时利率会回落至4.46%。
- 展望未来，即使加息步伐可能放缓，但我们仍认为短期内美联储尚不大可能改变利率政策，仍有可能加息至明年上半年。虽然经济逆风加剧，但美国劳动力市场和服务业活动显示经济增长尚未显著放缓，这让美联储能够在通胀得到有效遏制之前继续加息。
- 鉴于2023年通胀尤其是核心通胀率将回落，我们预计明年实际利率将较大幅度上升，进而会打压贵金属价格。
- 不过短期市场波动率可能仍高，即将公布的美国最新消费价格指数和即将举行的美联储政策会议将为研判市场方向提供指引。

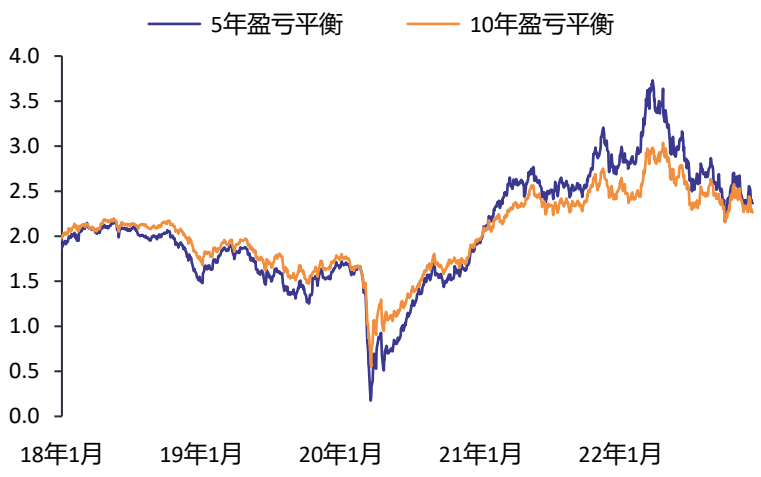
宏观经济现状与展望

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 %

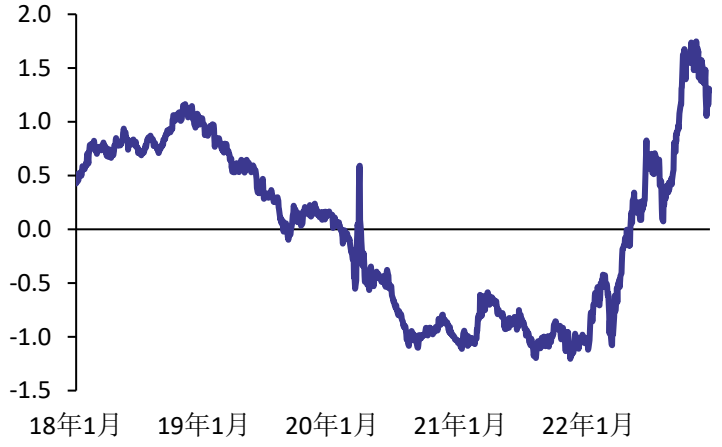


来源: Bloomberg

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

连续下跌七个月后，11月份**黄金**价格急剧回升，全月上涨逾8%，创2020年7月份以来最大月涨幅。目前金价已较年内低点上涨近10%，本年迄今的跌幅基本抹平。

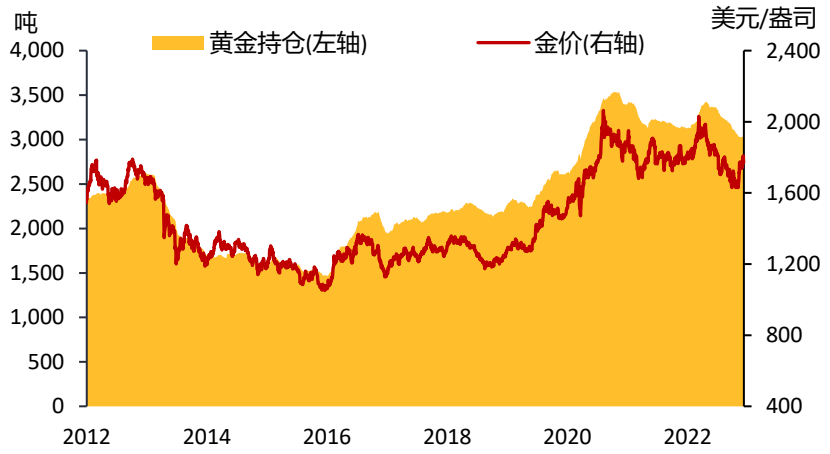
- 如前面宏观部分所述，推动金价急剧回升的最主要因素是市场预期美联储将放慢加息步伐。
- 虽然美国经济数据尚未显示经济显著下行，但很多指标的确显示经济增长势头放缓。而市场指标则显示经济衰退风险正日益加大。市场指标显示，美国十年期国债和两年期国债收益率差值的倒挂幅度已创出上世纪八十年代以来新高。目前彭博社预计未来12个月美国经济陷入衰退的几率超过60%。
- 在这一背景下，虽然金价大幅回升可能显示出结构性反转，但需要强调的是，这主要是由于空头回补，而非新投资买入。
- 作为例证，截至11月29日，管理基金持有的黄金期货总空头仓数已从9月底1,170万盎司的高点大幅回落60%。相比之下，同一期间总多头仓数则仅增长16%。这显示如果金价不能持续上涨，一旦跌破关键支撑位，多头减仓和空头增仓可能会导致金价急剧下跌。
- 与战术性投资者增持黄金不同，11月份资金继续流出黄金ETPs（交易所交易产品），全月总持仓量下降1%，较今年4月份创出的高点下降约12%。
- 展望未来，市场参与者一方面预期经济可能会陷入衰退（这或将导致货币紧缩政策更快停止实施），另一方面亦预期利率将在更长时间内处于高位，其主要决定因素是未来的通胀变化轨迹和美联储作出的应对之策。

黄金市场现状与展望

- 主要实物黄金市场状况：
  - **中国**宣布截至11月底，黄金储备增加103万盎司，至6,367万盎司，这是三年多来首度大幅增持黄金储备。相比之下，受疫情影响，过去一段时间消费者信心进一步走弱，国内黄金消费量大幅下降。
  - 节日季节期间**印度**黄金销势强劲，但之后需求已放缓，背后的主要原因是国内金价上涨。目前购金主要局限于婚礼相关购买，而由于在印度很多地方12月中旬至1月中旬都被视为不适合举行婚礼的时段，婚礼相关购金量也有可能放缓。
  - 在**中东地区**，11月土耳其国内金价上涨10%，使得过去三月间的高溢价回落至2-3美元/盎司。由于较高金价导致来自印度的购买量下降，迪拜市场的金价已从对国际金价溢价转为折价，撰写本报告之时为3-4美元/盎司左右。最后，虽然绝对需求量仍属强劲，但11月份土耳其和其他中东国家的黄金零售投资需求量较10月份有所下降。
- 西班耶-静水矿业公司于11月1日启动了旗下南非Beatrix 4号矿山和Kloof 1号工厂的189条款协商程序，可能导致约2,400名工人遭解雇。公司作出此决定是由于这些矿山和工厂持续出现亏损，储量大幅下降。公司将与受影响的利益相关方进行协商，以避免裁员或少裁员，并寻求关闭矿山和工厂的替代方案。
- **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。

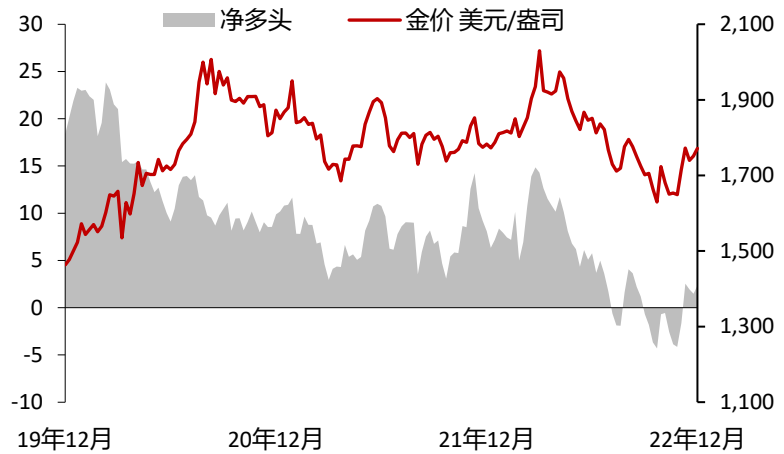
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



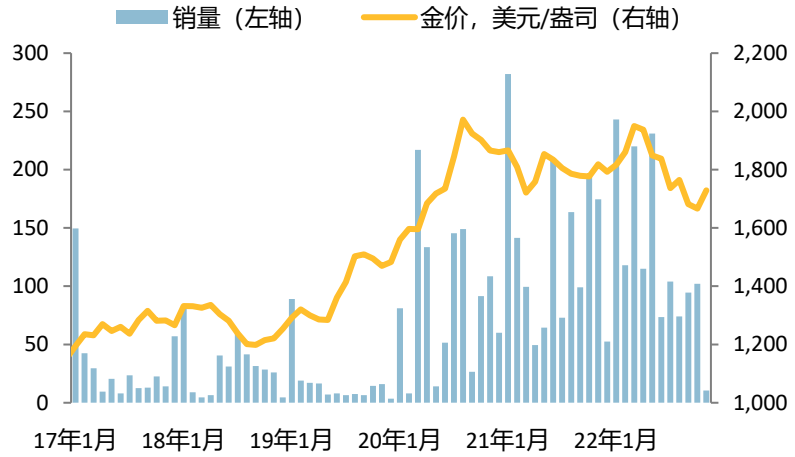
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



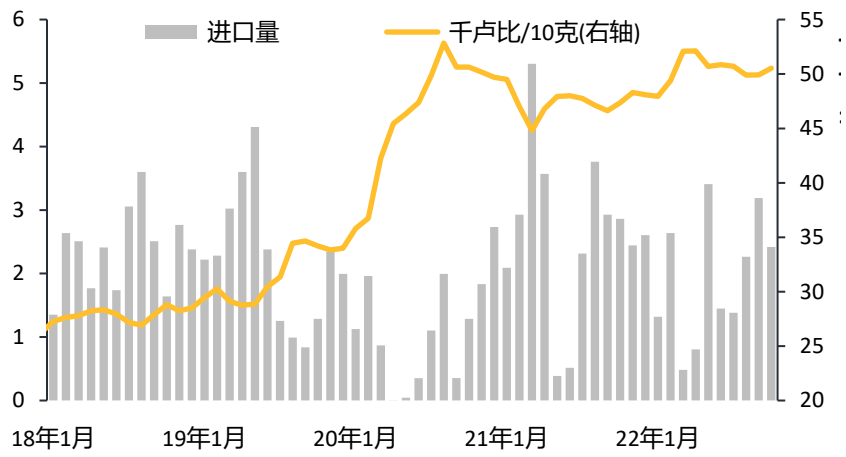
*管理基金(Managed Money)仓位； 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

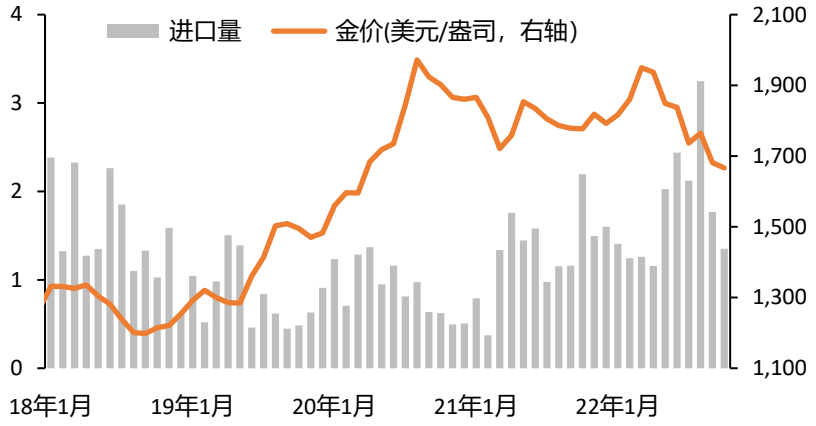
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

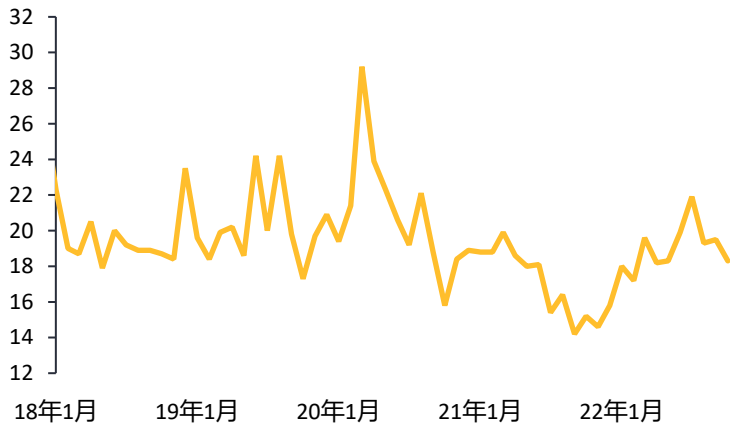
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



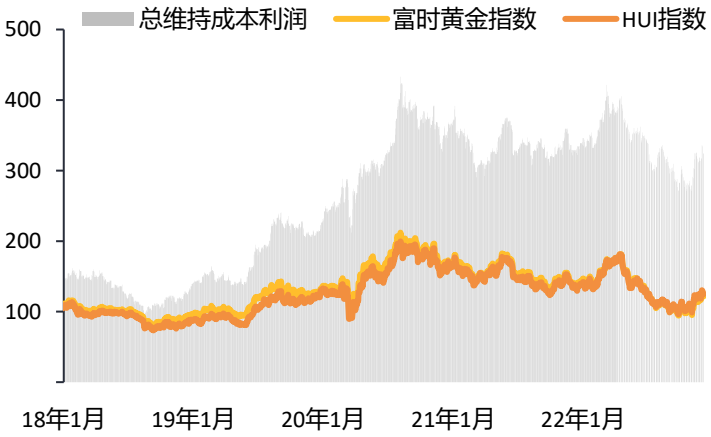
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量* ，百万盎司



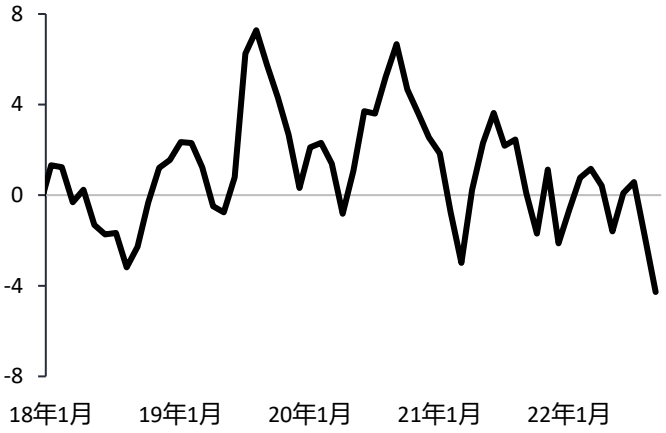
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

自10月中旬开始上涨以来，11月**白银**价格继续走强。期间白银涨幅跑赢黄金，12月5日金/银价格比率已从9月1日96:1的高点大幅回落至77:1。撰写本报告之时，白银交投于23.50美元/盎司一线，延续了大部分涨幅，金/银价格比率也从月初的逾85:1降至77:1左右。

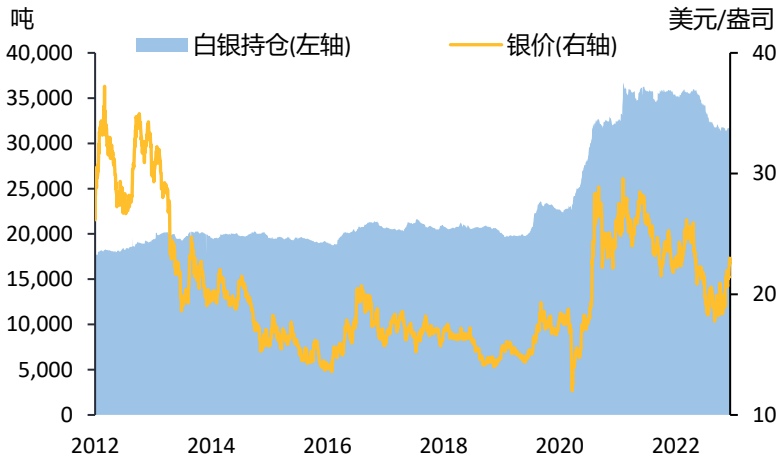
- 同时，中国放松疫情防控措施、能源价格持续下跌、预期美联储货币政策将转鸽等因素提振了投资者做多工业金属的信心。
- 机构投资者的交易行为集中体现出市场情绪的改善。具体而言，11月期间管理基金持有的CME（芝加哥商品交易所集团）白银期货净仓位增长近四倍，月初时净空头仓尚为2,700万盎司，但月底时已转为净多头，数量达6,400万盎司，创出今年5月份以来新高。
- 不同于由机构投资者主导的期货市场，ETP市场由小投资者主导。11月全球白银ETPs的总持仓量与10月份和9月底都大致持平，较2021年2月创出的历史峰值低16%。
- 相比之下，美国和德国的实物白银投资需求都仍然稳健。目前来看，10月初德国废除了边际税，取消了针对非欧盟产银币的销售税优惠待遇，基本未对德国实物白银需求产生影响。
- 展望未来，地缘政治紧张局势持续和对高通胀的担忧将继续支撑贵金属投资。不过在我们的核心预测情景下，只要地缘政治紧张局势不进一步升级，银价上行幅度将有限，原因是我们预期全球经济放缓风险和实际利率持续上升等宏观经济方面的不利因素，不会在短时间内消退。

白银市场现状与展望

- 在重要的**印度**市场，3月份以来白银进口量持续保持强劲。不过我们与印度业内人士的沟通显示，11月进口增速已放缓，背后的一大原因是银价急剧上涨，导致企业减缓补充库存以及投资需求走弱。需求不振还导致印度国内银价转为对国际银价折价0.25-0.30美元/盎司。
- 在白银**工业需求**方面，虽然年末期间各品牌制造商大力开展促销活动，但消费电子产品销售仍疲软。
- 相比之下，光伏需求则显著增长，年装机容量有望创出新高。鉴于为实现绿色能源发展目标，光伏项目储备充足，我们预计光伏行业的白银需求将保持强劲，明年有望创出新高。
- 总体来看，因对经济衰退的担忧犹存，明年仍存需求下行风险。因此我们对2023年上半年的需求前景持谨慎看法，预期下半年需求将有所改善。
- 在**供应**方面，SilverCrest金属公司于11月1日宣布，旗下Las Chispas矿山在连续两个月以不低于80%的设计产能运转并实现高于85%的采收率后，已进入商业化生产。在矿山接入墨西哥国家电网后，截至11月30日该项目所有建设活动均已竣工。
- **价格预测风险因素：**主要价格风险因素与黄金大致相同，包括俄乌战争持续，实际收益率继续走高，以及对全球经济增长的担忧及其对工业金属需求可能带来的冲击。

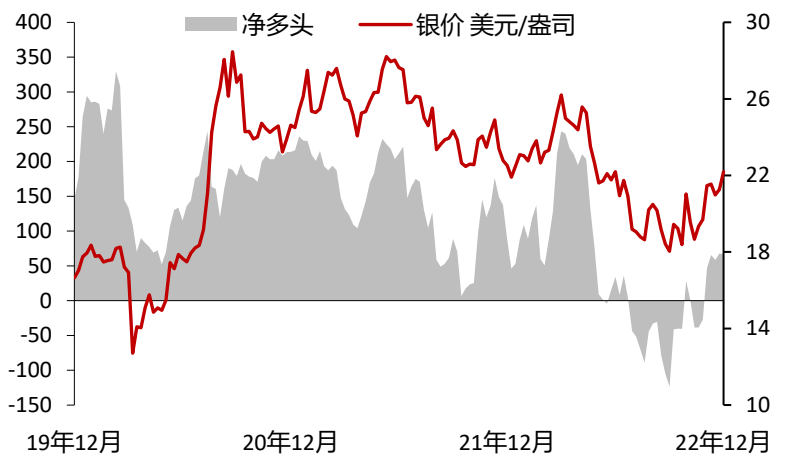
白银市场现状与展望

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

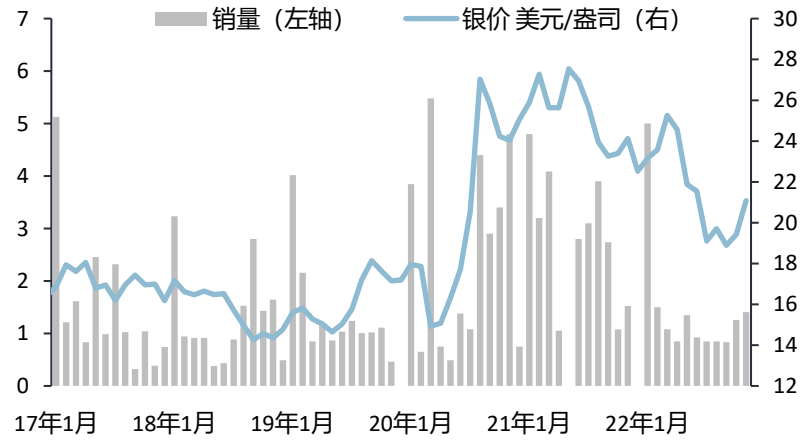
来源: Bloomberg

白银 & 黄金价格 美元/盎司

来源: Bloomberg

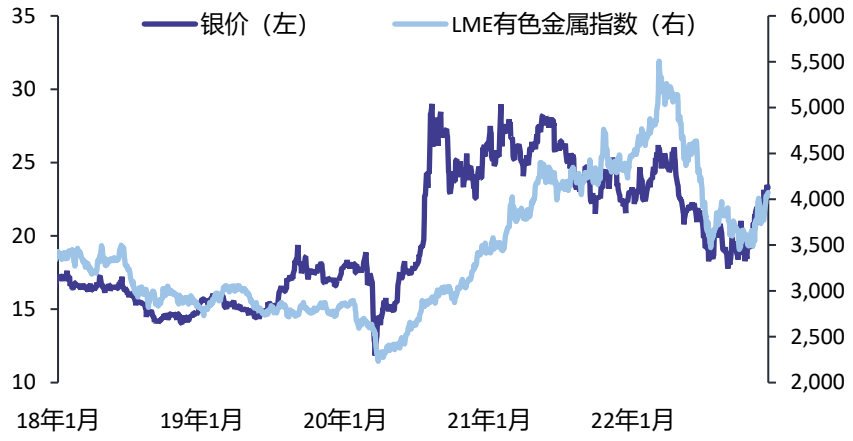
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



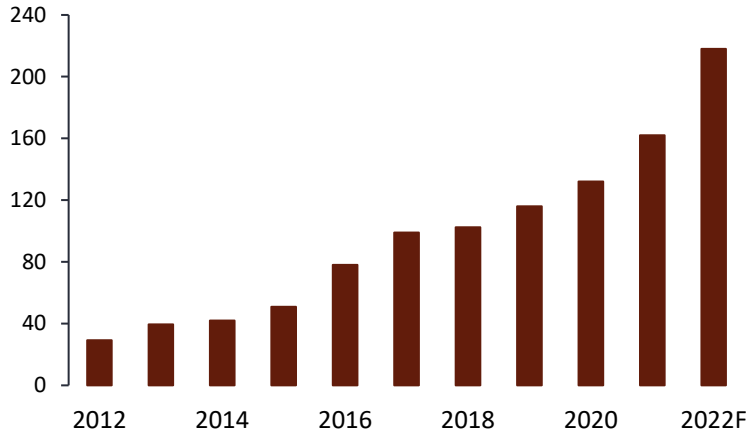
来源: US Mint

白银 （美元/盎司）& 有色金属价格



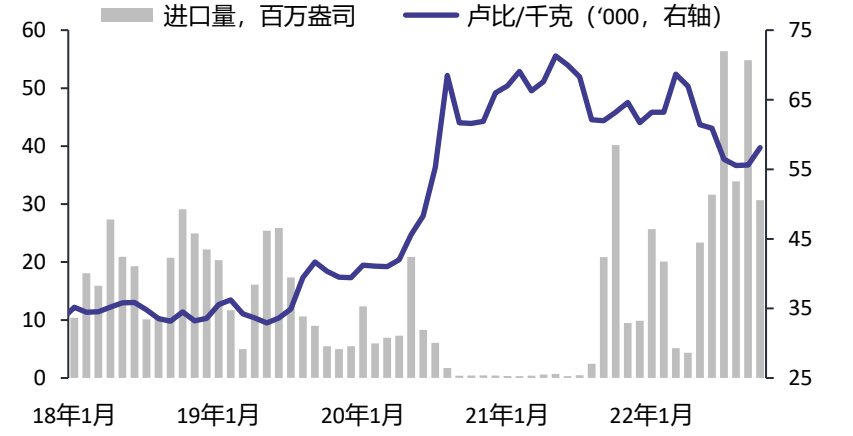
来源: Bloomberg

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

11月初**铂金**开盘价为930美元/盎司，之后在11日攀升至1,061美元/盎司。11月10日欧盟宣布施行针对重型汽车尾气排放更为严格的欧7标准（利好铂金），同一日公布的美国核心通胀率数据也低于预期，加息预期降温后美元指数下跌近4%。今年下半年以来，铂价走势与美元呈负相关关系（系数为0.7），因此美元下跌后铂价自然上涨。之后铂价一直围绕1,000美元/盎司关口震荡，月末报收于该关口之上。目前铂价交投于1,000美元/盎司上方。
鉴于2023年铂金供应短缺量将显著扩大至59.4万盎司，同时对2023年加息的预期降温，我们将2023年铂金均价预测值小幅上调。（具体价格预测请与我们联系订阅）

- 12月1日，铂金价格的50日移动平均线上穿200日移动平均线，这被称为“黄金交叉”，是价格走势转牛的技术标志，助力铂价向1,000美元/盎司上方继续攀升。自5月初以来，50日移动平均线一直位于200日移动平均线下方。

- 因美元走弱使投资者日益看多铂金，截至11月底，管理基金持有的NYMEX（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓达到103.9万盎司，创3月份以来新高。显示出市场对铂金前景预期的变化。9月初铂金净头寸尚为净空头（数量达95.4万盎司），且已经几乎连续五个月都处于净空头状态。

- 11月铂金ETP的总持仓量下降2%（减少5.61万盎司），已连续第七个月下滑，本年迄今的总流出量达55.3万盎司。减仓主要来自于英国基金（减持14.1万盎司）、德国基金（减持12.7万盎司）、美国基金（减持11.7万盎司）和南非基金（减持11.6万盎司）。月末时总持仓量为309万盎司，同比下降18%。

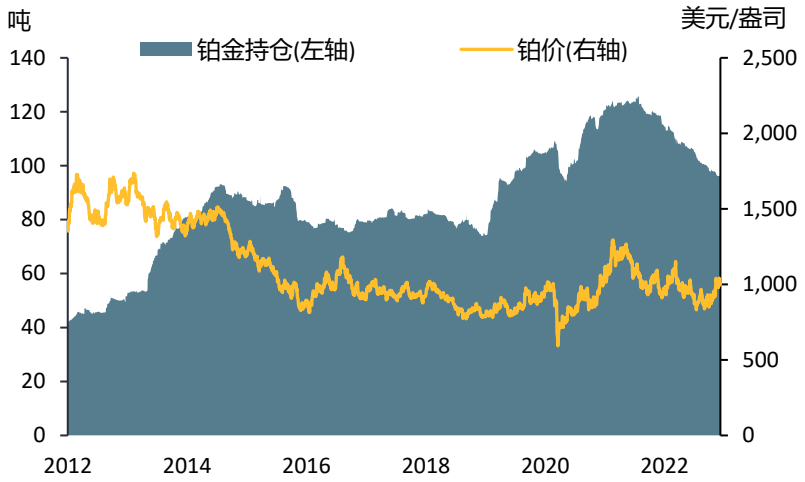
- 预计2022年全球汽车总产量将上升7%，其中轻型柴油车产量将下降2%，轻型汽油车产量则将小幅增长4%。2023年全球汽车总产量的增幅将收窄至3%，其中内燃机汽车（柴油车和汽油车）产量的增幅将低于1%，因此电动汽车将是主要增长源。

铂金市场现状与展望

- 2022年和2023年全球汽车业的铂金需求量有望分别增长13%和11%，至297万盎司和230万盎司。中国和印度施行国六和Bharat VI尾气排放标准后，重型汽车须装填的铂金量大幅上升，是增长主要推手。此外，非道路车辆尾气后处理系统中铂金的装填量提高，也助力需求上升。
- 2022年中国和印度的合计产量占全球重型汽车总产量的44%，其中86%都已安装符合国六或Bharat VI尾气排放标准的催化剂系统，占比较2021年的43%大幅上升。
- 虽然柴油车和燃料电池电动汽车的产量下降，但2022年全球轻型汽车制造业的铂金需求量仍有望上升6%。推动需求上升的因素包括随着美国Tier 3等更为严格的尾气排放标准施行，催化剂系统中铂族金属的总装填量上升，以及铂金替换钯金用量的比例提高。
- 继9月份之后，11月南非国家电力公司再度实施第六级拉闸限电。供电受限可能会冲击南非的铂族金属生产，Polokwane冶炼厂改造也将抑制四季度产量增长，而四季度通常是产量最高的季度。
- 因运营环境恶化，叠加2021年ACP转化炉厂停工期间累积的半成品库存已释放，2022年南非铂金产量将下降14%。鉴于南非矿业生产继续面临困难，而其他国家的产量也仅会温和回升，我们预计2023年全球矿产铂金总供应量仅会增长1%，至570万盎司。
- **价格预测风险因素：**今年南非拉闸限电的规模已达创纪录水平，限电时间长达2,400小时或100天。若供电情况进一步恶化，将打压矿产铂金产量的回升，带来铂价上行压力。

铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨

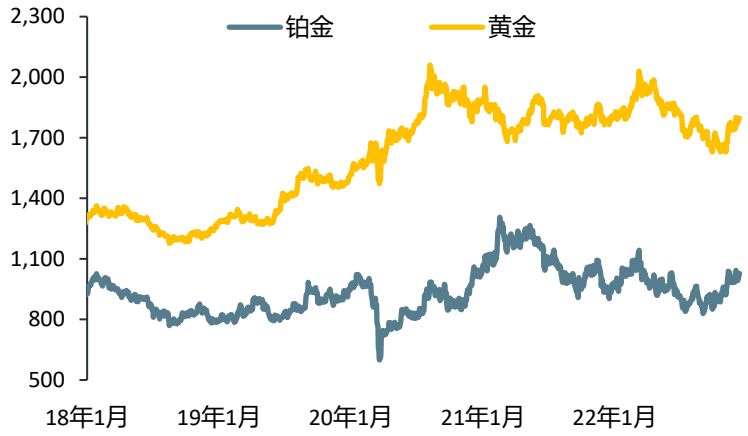


来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司

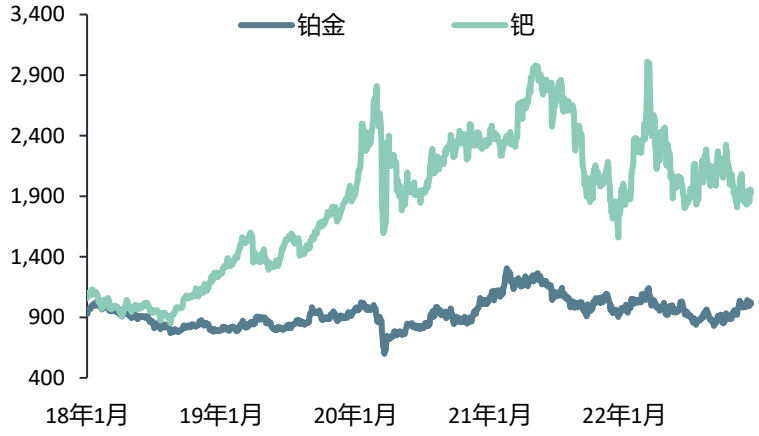
*管理基金(Managed Money)仓位； 来源: CFTC

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

钯金市场现状与展望

10月底欧盟批准从2035年起禁售新内燃机汽车的提案后，**钯金**价格走弱，11月开盘价为1,851美元/盎司。11月10日利好于钯金的欧7尾气排放标准公布后，钯价上行，于15日涨至2,118美元/盎司。但因全球经济前景持续走弱令钯金承压，钯价上行之势未能持续。钯价在1,800美元/盎司上方获得强支撑，并再度回升至1,900美元/盎司，目前也交投于该关口附近。

鉴于受经济状况恶化和欧盟批准禁售内燃机汽车提案的影响，近期钯价表现疲软，我们将今年四季度的钯金均价预测值下调（具体价格预测请与我们联系订阅）

- 11月期间管理基金持有的NYMEX钯金期货净仓位仍处于净空头状态，月末净空头仓为7万盎司。受被铂金替代、内燃机汽车产量下降、明年将供应过剩诸因素的影响，钯金前景走弱，导致净仓位持续处于净空头状态（过去65周期间53周均为净空头）。

- 11月钯金ETP的总持仓量下降2%，至50.1万盎司（远低于2014年创出的峰值310万盎司），本年迄今共计减少10.2万盎司。减仓的主要是美国基金，其持仓量占剩余总持仓量的一半以上。

- 我们预计2022年化工业的钯金需求量将上升7%，至47.2万盎司。虽然因受供应链限制、能源价格高企、运营面临挑战诸因素的影响，硝酸生产企业等一些部门的产量下降，但PTA的产量则显著增长，原因是为实现化工产品的自给自足，中国继续增加产能。

钯金市场现状与展望

- 就汽车业的钯金需求而言，我们预计2022年全球轻型汽油车产量将上升4%，至6,320万辆，但2023年增速将放缓，增幅将低于1%，至6,370万辆。

- 总体来看，由于汽油车产量放缓，叠加铂金继续替代钯金，轻型汽车制造业的钯金需求将停滞。不过得益于重型汽车、非道路车辆和摩托车的需求上升，2022和2023年汽车业的钯金总需求量仍都将小幅增长1%，至820万盎司和830万盎司。

- 2022年和2023年轻型混动汽车（其钯金装填通常高于普通内燃机汽车）的产量将分别增长32%和29%。混动汽车产量持续增长，叠加大排量汽车销量上升，将进一步支撑汽车业的钯金需求。

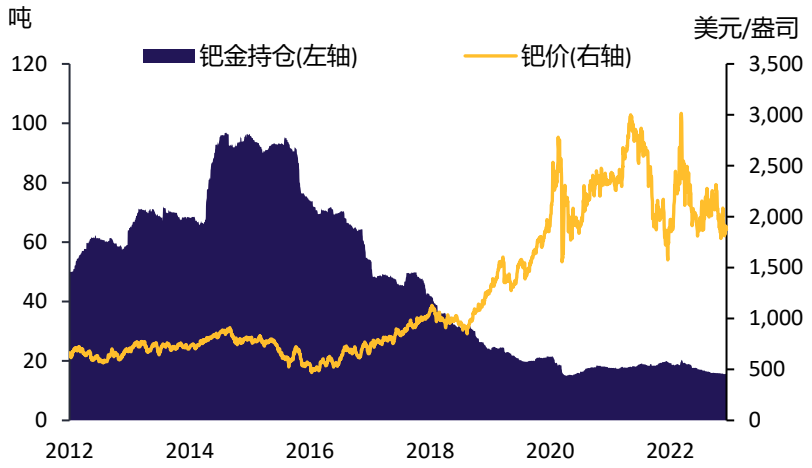
- 虽然汽车销量受到通胀率升至数十年来高位和俄乌军事冲突持续的冲击，但整车制造商仍对前景持乐观预期。丰田公司预计今明两年其在欧洲地区的汽车销量都将上升，在手客户订单至少相当于六个月的销量。

- 与铂金的情况一样，2022年迄今全球矿产钯金供应量下降5%。鉴于美国产量回升，我们预计全年总供应量将上升2%，至670万盎司，但仍将低于2019年水平。2022年钯金回收供应量也同比大幅下降15%，至280万盎司，不过2023年有望恢复至2021年水平。

- **价格预测风险因素：**纯电动汽车加速替代内燃机汽车和混动汽车，可能会导致汽车业的钯金需求下降，拖累钯价走低。由于生活费用居高不下，汽车订单可能会被取消，整车制造商也会下调产量预期。另一方面，因对俄制裁导致俄罗斯矿企难以获得关键设备和材料，俄罗斯矿产钯金产量可能承压。

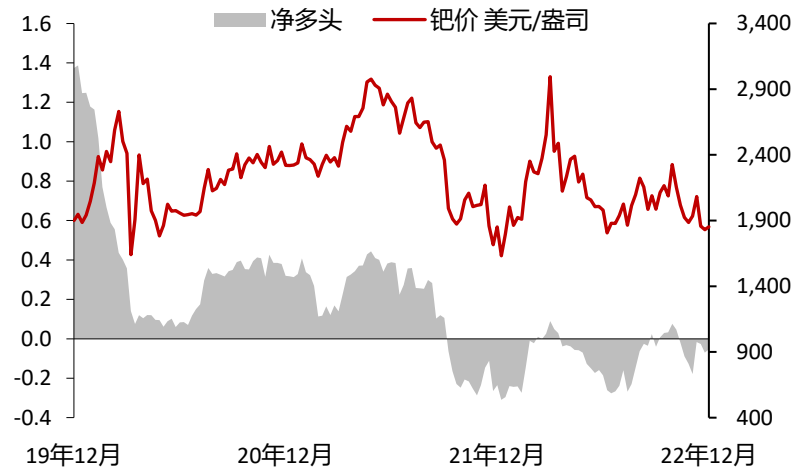
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



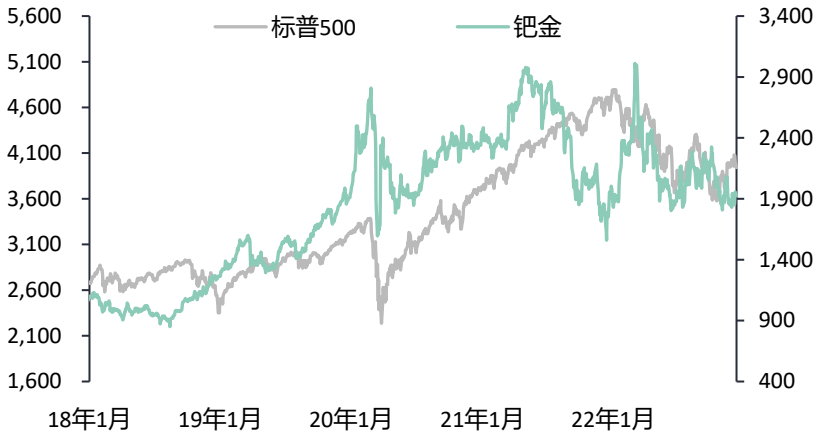
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



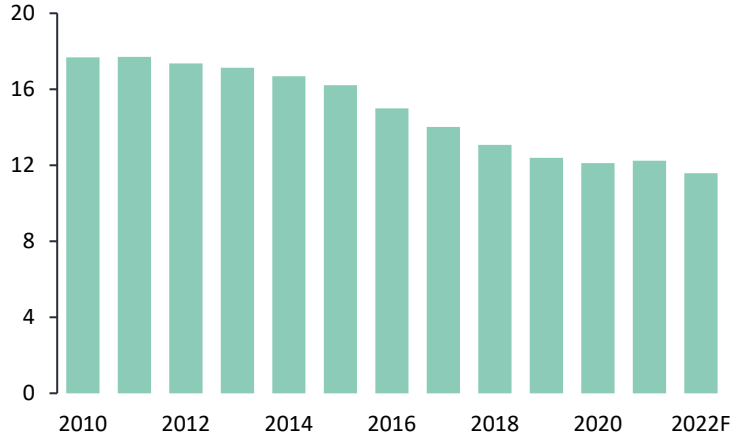
*管理基金(Managed Money)仓位； 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

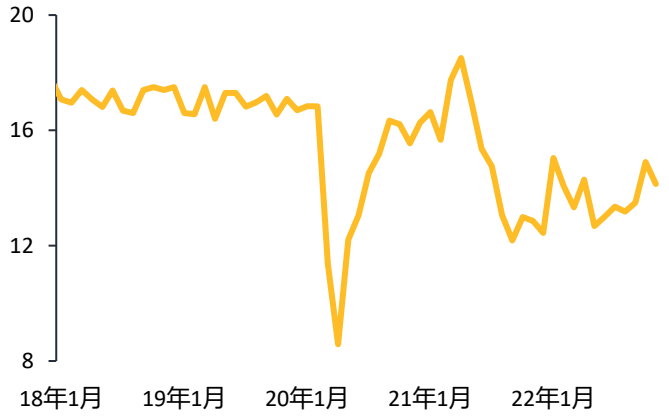
钯金地上存量*， 百万盎司



*年末数； 来源: Metals Focus

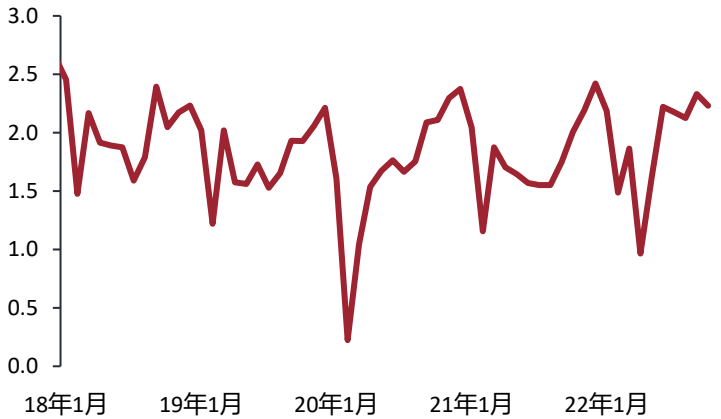
钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率，百万辆



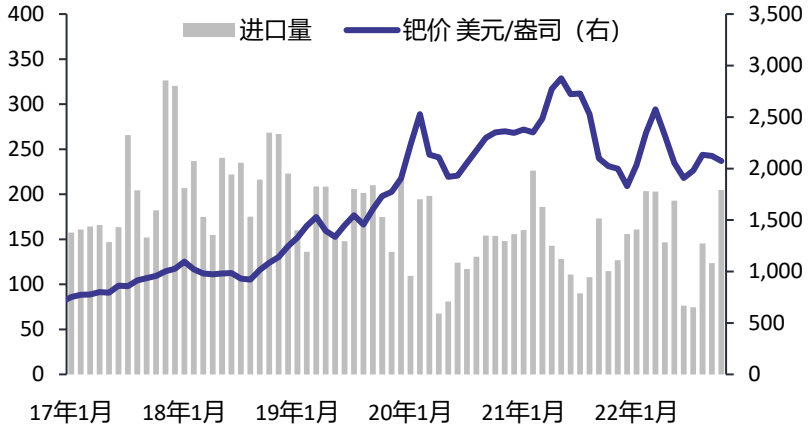
来源: Bloomberg

中国汽车月销量，百万辆



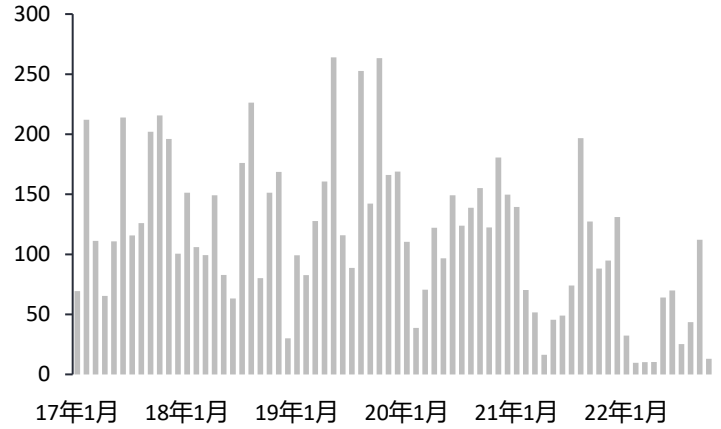
来源: Bloomberg

美国钯锭进口，千盎司



来源: IHS

香港钯锭进口，千盎司



来源: IHS

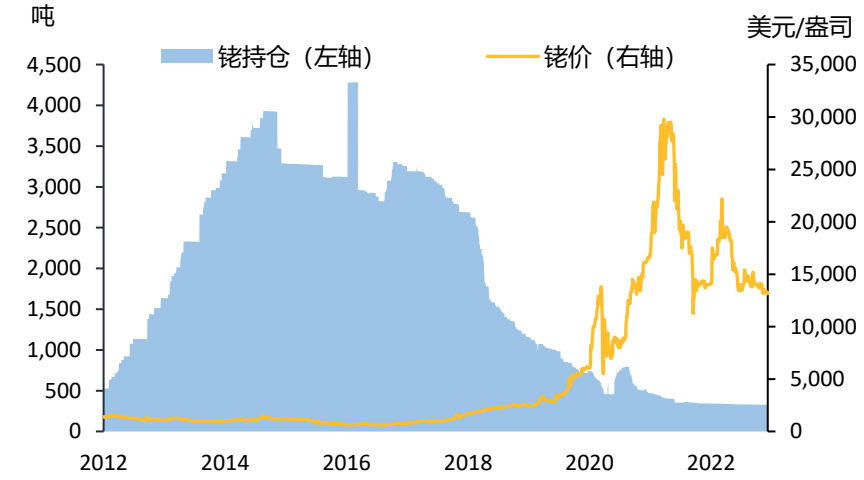
铑市场现状与展望

11月份**铑**开盘价为14,000美元/盎司，但在10月底欧盟批准从2035年起禁售内燃机汽车提案的消息传出后，立即面临下行压力。需求承压，叠加买方数量稀少和钯价走弱，导致铑价一度跌至13,150美元/盎司，在11月10日对氮氧化物排放监管更为严格，因而利好于铑的欧7尾气排放标准公布后，才止跌回升。短暂回升后，铑价企稳，在之后近两周内都保持在13,300美元/盎司，但月末最终跌破13,000美元/盎司。12月第二周也在13,000美元/盎司下方运行。

- 虽然汽车业的需求上升，但鉴于本季度铑价仍表现疲软，我们已将今年四季度的铑均价预测值下调。不过我们仍预期2023年一季度铑价将强劲上行，与过去七年间的趋势相一致。
- 9月份美国铑进口量为5.73万盎司，创出2013年6月份以来月进口量的新高，显示随着半导体供应短缺大幅缓解，该国汽车业的铑需求开始上升，企业补充库存。作为对比。今年上半年月均进口量仅为3.43万盎司。值得注意的是，俄罗斯对美铑出口量下降。过去十年期间，单个季度俄罗斯对美铑出口量一般为8,700盎司，但今年三季度仅为1,000盎司。美国自英国、日本、比利时、德国、意大利、南非的铑进口量增加，填补了自俄罗斯进口下降造成的缺口。
- 预计今年铑总需求量将下降2%。虽然因汽车产量增加，叠加氮氧化物减排规定更为严格，汽车业的铑需求量有望上升4%，但我们认为2021年玻璃工业大幅扩张产能因而推高铑需求量的情况不会重现。
- **价格预测风险因素：**南非继续大规模拉闸限电或限电情况进一步恶化，将导致铑矿产量下降，进而推高铑价。

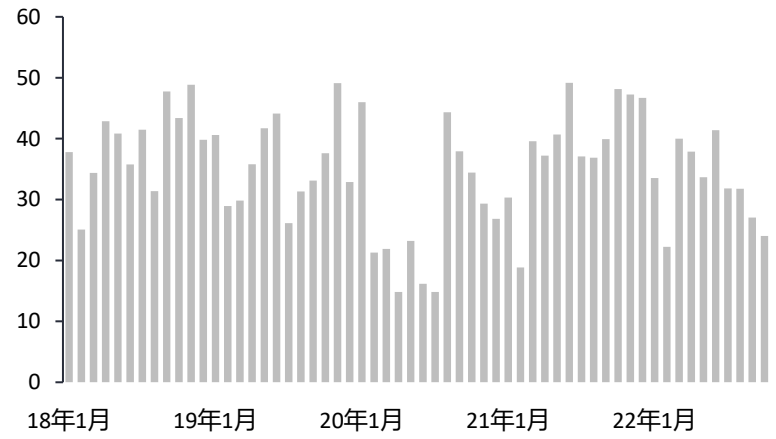
铑市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



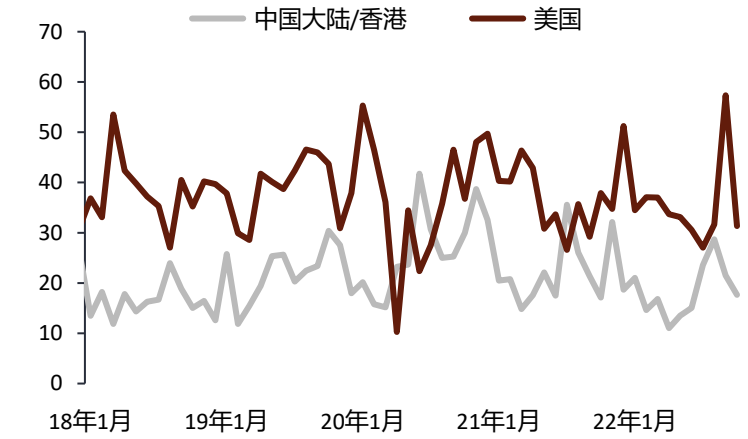
来源: Bloomberg

南非铑出口量, 千盎司



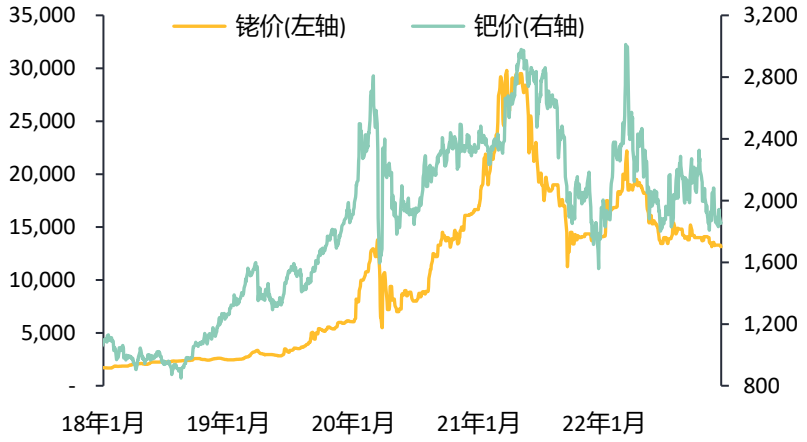
来源: S&P Global

中国大陆/香港与美国铑进口量, 千盎司



来源: S&P Global

钯价与铑价, 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. 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

Neelan Patel, 区域销售总监

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
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。