



Metals Focus

贵金属月报

第79期 – 2022年6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

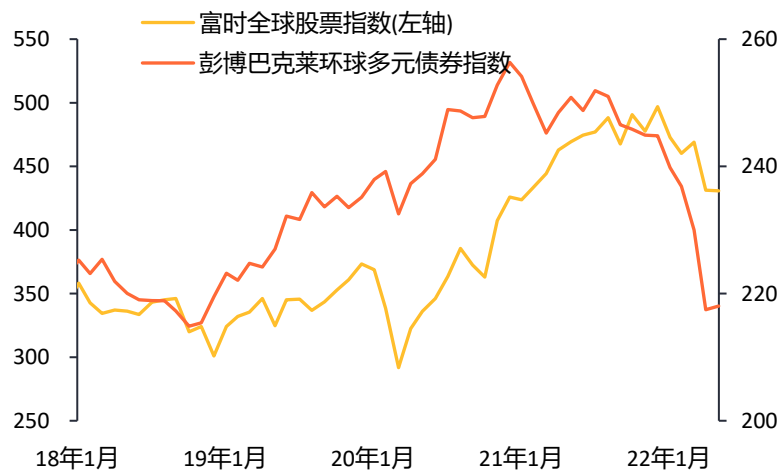
www.sdhjgf.com.cn

宏观经济现状与展望

- 全球股市在4月份大幅回调后企稳, 主要是由于市场对美联储在近期将加息75个基点的预期消退, 美元和债券收益率均自多年来的高点回落。此外中国新冠病毒感染病例数持续下降, 部分防疫封锁措施被解除也有一定助力。
- 但另一方面, 投资者对股票和债券市场的信心仍脆弱。由于能源和食品价格飙涨, 为抑制通胀势而进一步加息导致投资者对全球经济放缓甚或陷入滞胀的担忧加剧。
- 在这一大背景下, 即使美元和债券收益率均处于多年来高点, 5月份投资者抛售贵金属的规模仍有限。
- 展望未来, 投资者担忧通胀, 害怕经济增长放缓, 预期央行将采取激进政策这三者之间将形成微妙的平衡。
- 在此背景下, 鉴于市场已反映出对美联储激进加息周期开启的预期, 欧洲央行日趋鹰派的立场将使美元上行幅度受限, 从而为贵金属提供一定支撑。
- 此外, 受供应链断裂问题持续存在, 俄乌战争仍在进行, 中国多地封城等因素的影响, 经济活动急剧放缓的风险颇大, 因此主要经济体的央行很可能不得不停止实施一些激进的货币紧缩政策。
- 综上所述, 在我们的基准预测情景下, 主要经济体的央行在继续加息的同时, 将调整货币政策以实现“软着陆”。我们预期今年剩下时段内通胀尤其是核心通胀率(其是央行的一个重要参考指标)将有所回落。
- 我们预计随着利率上升和通胀回落, 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。

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 %



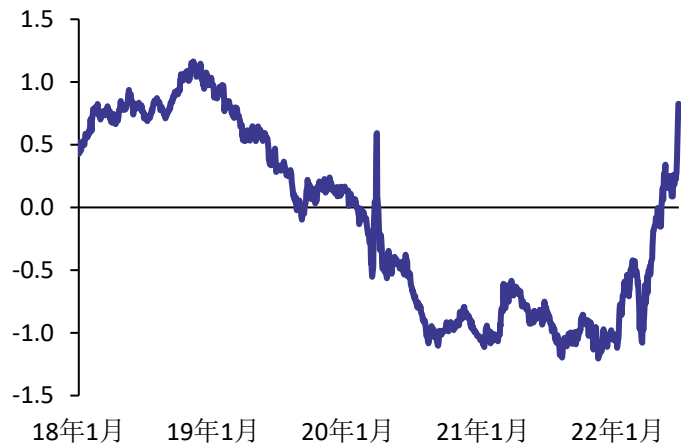
来源: Bloomberg

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

5月上半月黄金价格跌幅扩大，从月初的1,897美元/盎司跌至13日的1,787美元/盎司，触及四个月来的低点。之后金价收复部分失地，直至6月初围绕1,850美元/盎司一线震荡整固。

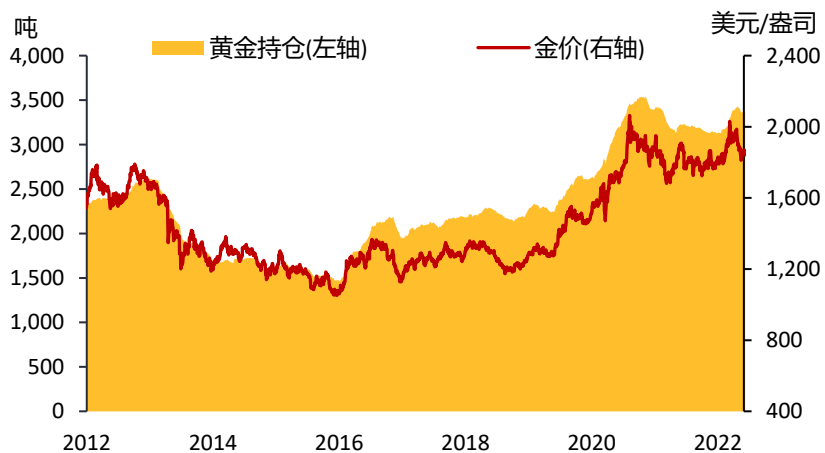
- 金价回落主要是由于美元和美债收益率均大幅走高，导致机构投资者持有黄金的机会成本上升。
- 不过需要指出的是，虽然近期回落，撰写本报告之时黄金成交价仍小幅高于年初价位，其表现明显优于股票和债券。
- 黄金表现优于股票和债券，反映出宏观经济和地缘政治方面的不确定性，使投资者有理由为保护其投资组合免受通胀居高不下，美联储激进加息，俄乌战争仍在进行，中国继续实施疫情动态清零政策等导致尾端风险加大的冲击，而战略性持有黄金。
- 在这一大背景下，目前投资者持有的大部分黄金多头仓位仍具粘性，同时投资者做空黄金的意愿也相对较低。
- 展望未来，我们的金价预测值与上期月报所列基本相同。预计今年下半年金价下行压力将继续加大，或将在2023年二季度前逐季走低。
- 如前面“宏观经济”部分所述，该预期建立在美国经济“软着陆”的假设，这将导致美联储进一步加息，叠加通胀回落，将进一步推高债券实际收益率并使美元保持相对强势，而这些都将抑制新资金流入黄金市场。
- 不过由于通胀仍高，叠加投资者怀疑经济复苏之势能否稳固，都将打压市场风险偏好，金价下行幅度将有限。此外，对股票和债券市场进一步回调的担忧也应促使很多现有黄金投资者继续持有其黄金多头仓位。

黄金市场现状与展望

- 随着很多城市的疫情防控措施放松，从5月中旬起**中国**的黄金首饰销量开始回升。得益于零售商大力开展促销活动，加之“520”在年轻消费者中日益流行，520期间首饰销售相对良好。相比之下，由于上海黄金交易所的金价跌幅远低于国际金价跌幅（主要是由于人民币贬值），导致低价买入的投资者数量有限，叠加中国居民的可支配收入下降，实物黄金投资需求则仍较为疲软。
- 4月份因金价波动率高企**印度**黄金进口量放缓，但进入5月份后随着金价回落，加之佛陀满月节和婚礼季节相继到来，全月黄金进口量飙升至100吨。不过同比增幅颇大主要是由于2021年同期受疫情影响印度黄金进口量基数很低，事实上今年5月份的进口量仍低于2019年同期水平（134吨）。最近，随着婚礼季节结束，国内金价对国际金价的折价持续扩大，印度黄金需求有所转弱。
- 5月，**土耳其**当地金价对伦敦市场金价溢价7-8美元/盎司，主要是由于国内通胀飙升黄金需求上升，政府为阻止经常账户赤字上升也不鼓励进口黄金。在中东其他地区，由于金价更为稳健，以及消费者信心持续改善，黄金首饰销量仍较良好。
- 在矿产金供应方面，5月31日金田公司（**Gold Fields**）宣布已签订收购亚马纳黄金公司（**Yamana Gold**）的协议，交易涉及金额达67亿美元。该收购交易完成后，金田公司将成为全球第四大黄金矿企，其黄金储量也将增加1,370万盎司。
- **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。如果俄乌战争进一步升级，或中国因新冠病毒感染病例数再度上升而收紧防疫封锁措施，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。

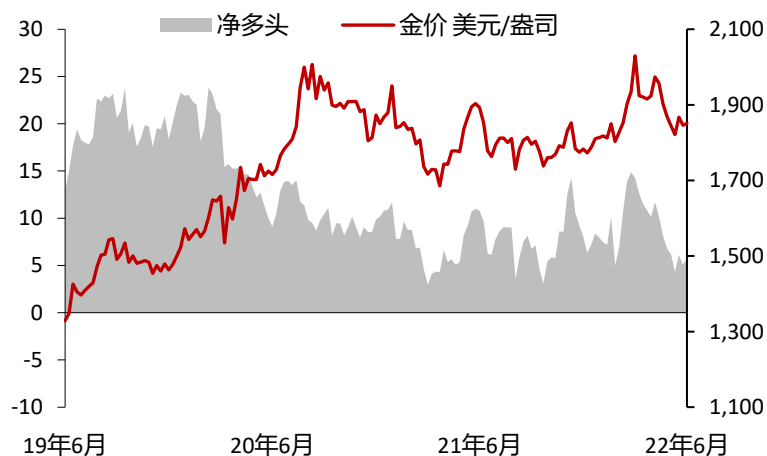
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



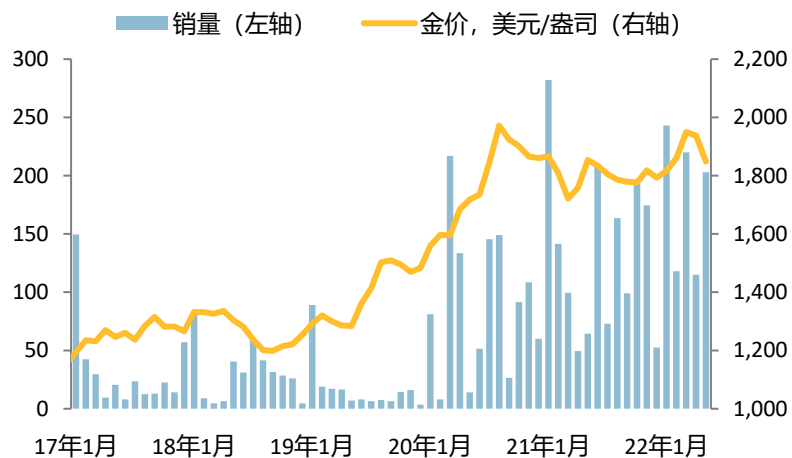
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



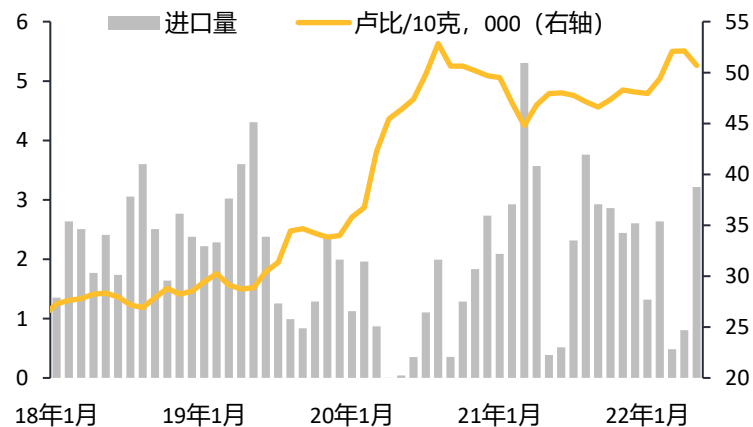
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

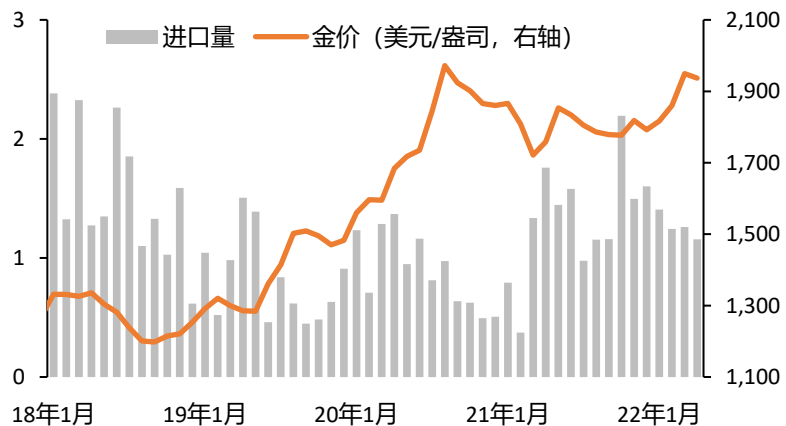
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

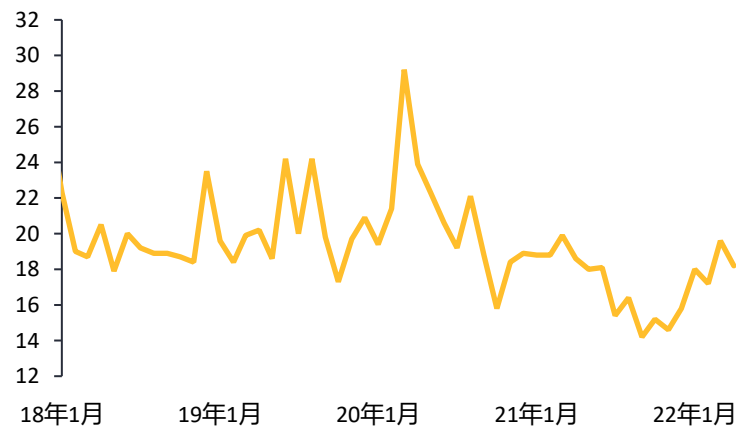
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



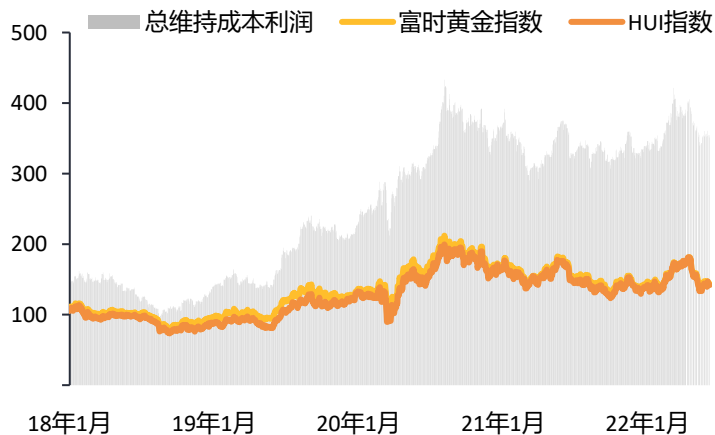
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



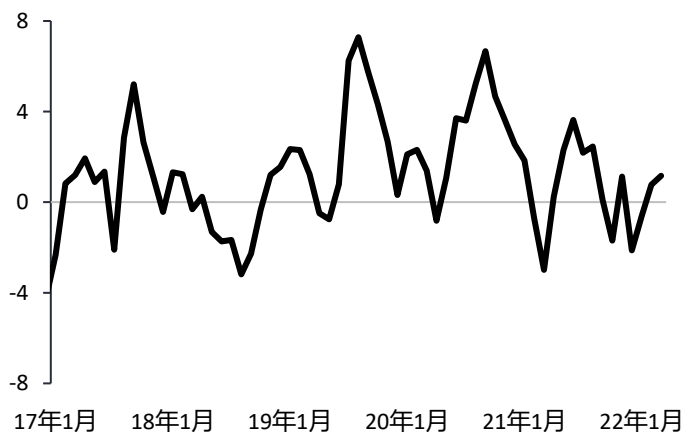
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

5月前半个月期间，白银价格急剧下跌，13日触及二十二个月来的低点20.46美元/盎司。期间银价表现大幅跑输金价，使金/银价格比升至接近89:1，重返2020年7月末的高位。虽然之后银价收复部分失地，但仍难重拾强劲上行的势头，自5月后期以来一直围绕22美元/盎司关口震荡。

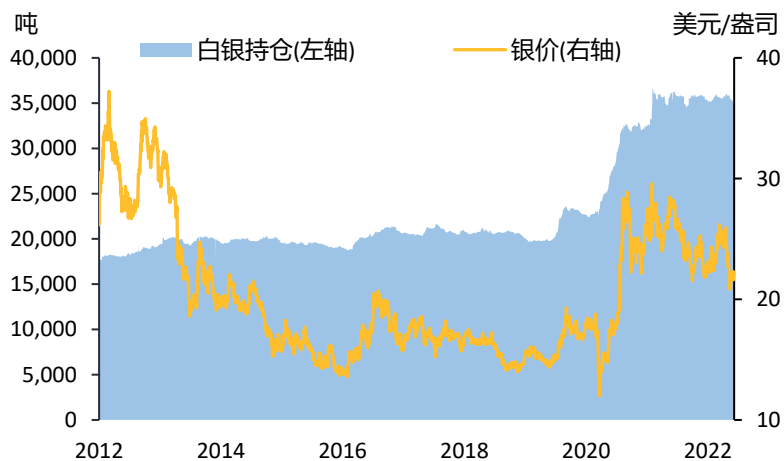
- 银价表现疲软，反映出白银具有贵金属和工业金属双重属性。首先，因市场预期美联储将不断收紧货币政策，美债收益率持续攀升，美元也走强，抑制贵金属价格上行。其次，对全球经济放缓的担忧令工业用大宗商品的价格承压（能源价格除外），也拖累银价走低。
- 投资者对银价上行缺乏信心，导致很多持有白银多头仓位的投资者获利了结。更为重要的是，随着技术指标转为负面，战术性做空白银的投资者人数也有所增加。作为最明显的例证，在芝加哥商品交易所集团（CME）旗下的期货交易所，5月末总空头仓位飙升至七个月来的高点后，管理基金持有的白银期货净仓位一度转为净空头状态（为2019年6月份以来首次）。
- 5月份白银ETPs（交易所交易产品）的流出量也创出十四个月来的新高。6月初白银ETPs的总持仓量降至2021年1月份以来最低水平，不过绝对数量仍处于高位。
- 展望未来，在我们的基准预测情景下，未来十二个月期间银价仍将继续下跌。如前面“黄金市场”部分所述，货币政策不断收紧将降低黄金对投资者的吸引力，不可避免地也会影响投资者对白银的信心。
- 市场担忧美国和欧洲经济都将陷入衰退，同时还担忧中国在动态清零政策下可能面临的经济放缓，将打压各类大宗商品的价格。这将使白银特别易于遭投资者抛售，因而我们下调了银价预测值。

白银市场现状与展望

- 在实物白银投资方面，虽然美国铸币局的银币销量疲软，但美国实物白银（包括银币和银条）需求仍相当强劲。而尽管实物产品的溢价较2021年和今年初都有所回落，但仍处于历史高位。
- 因婚礼季节和佛陀满月节相继到来推动白银需求强劲上升，5月份印度白银进口量飙升至600吨。虽然同比增幅颇大主要归因于2021年同期的基数低，但进口量也已逼近疫情前水平。不过由于下一个婚礼和节日季节要到9月份才会到来，未来几月间印度白银需求可能放缓。
- 在白银工业需求方面，由于化石能源价格飙涨，各国大力发展可再生能源以实现能源多元化的意愿日益增强，将使白银受益。不过也应看到，消费者信心走弱和生活成本不断上涨已对消费电子产品的销量产生负面影响，可能会影响2022年白银工业需求量增长。另外，随着中国多地解除封城措施，从三季度起中国工业制造部门的白银需求有望逐步走强。
- 在矿产白银供应方面，今年一季度弗雷斯尼洛公司旗下Juanicipio矿山开采的145,484吨矿石在Fresnillo和Saucito加工厂完成加工，产出220万盎司可交付的白银。弗雷斯尼洛公司（**Fresnillo**）预计Juanicipio矿山将在2022年中期接入国家电网，年底前Juancipio加工厂的矿石处理产能也将提升至设计产能（4,000吨/天）的85%-90%。目前该公司未对其年度产量指引作出任何变更。
- **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包括加息未能遏制住通胀上行之势，以及主要经济体的经济状况恶化。银价下行主要风险因素则是美国经济增长超出市场预期，导致美联储加速加息。

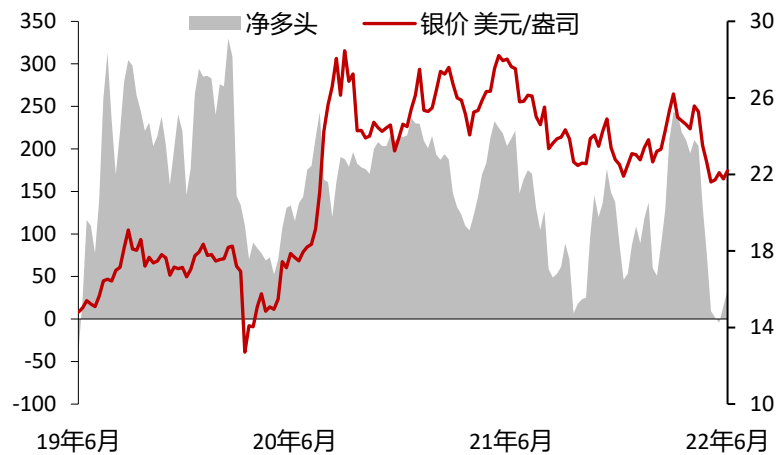
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



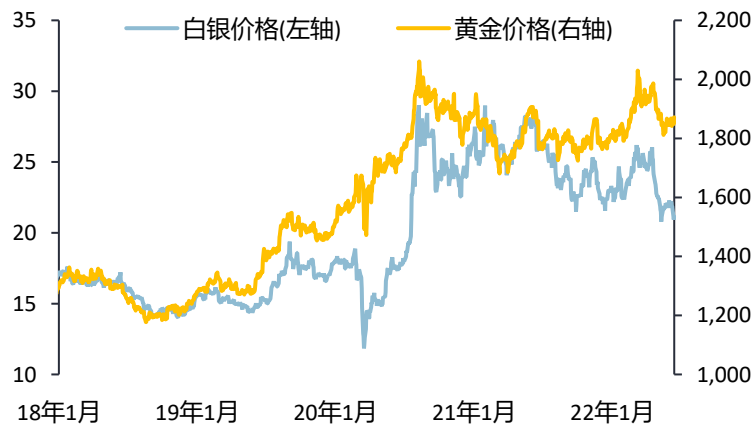
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

白银 & 黄金价格 美元/盎司

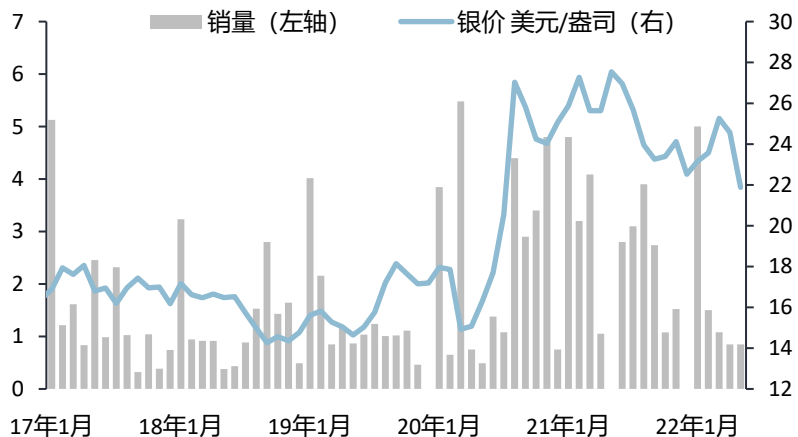


来源: Bloomberg



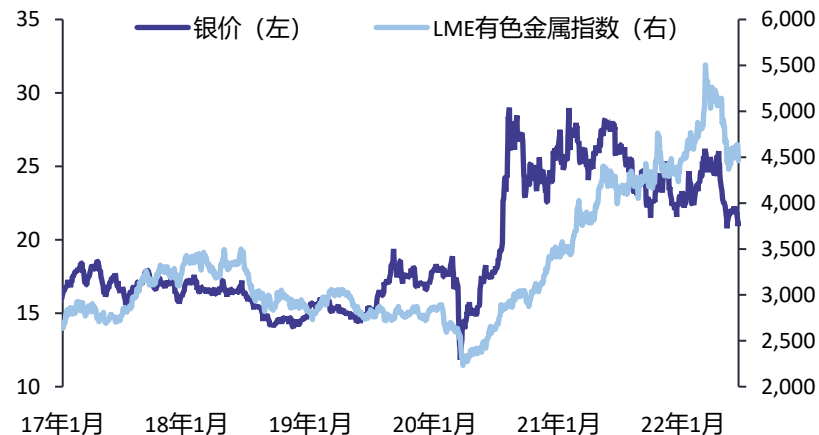
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



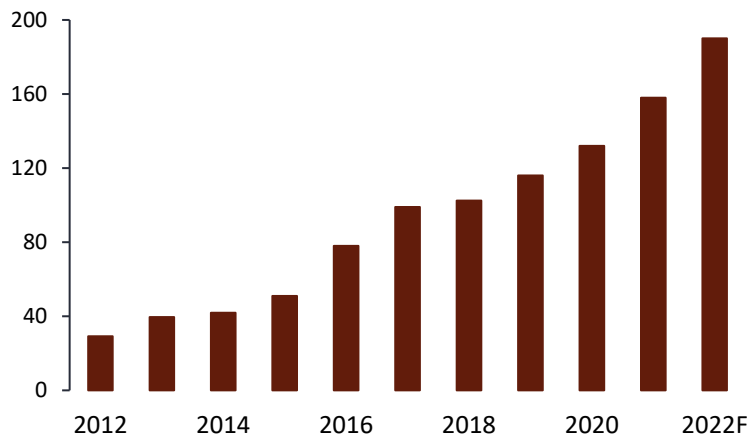
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



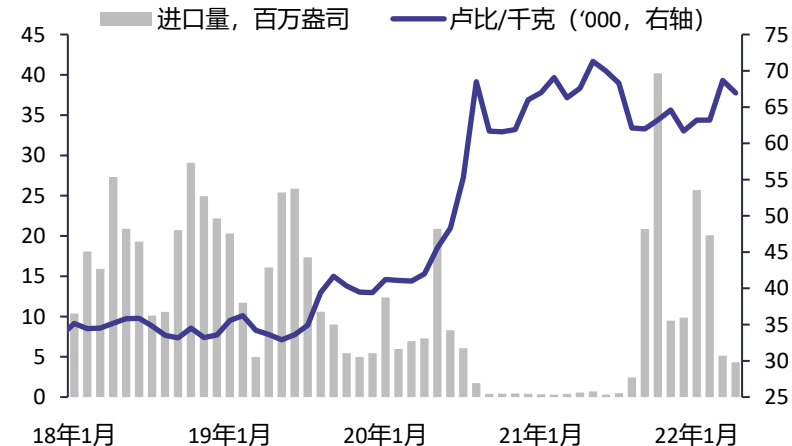
来源: Bloomberg

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

5月份**铂金**均价为961美元/盎司，仅较4月份下跌1%，相较于其他贵金属表现出了较强韧性。今年伦敦铂金周期间我们发现投资者情绪对铂价的正面影响相对较弱。铂价高点和低点均出现于5月份第一周，之后至月末维持区间震荡走势。6月初，因中国放松防疫封锁措施的消息刺激买盘，6月初铂价再度站上1,000美元/盎司。

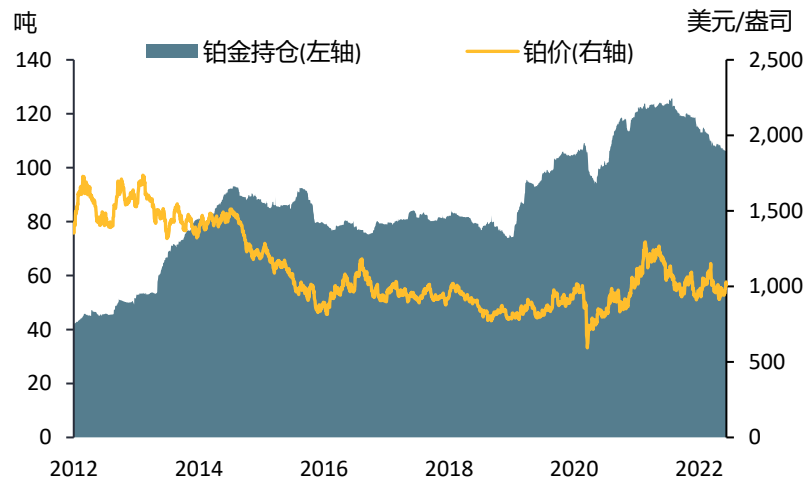
- 5月11日铂价触及1,000美元/盎司之时，铂金租赁利率飙升至11%左右，但之后至月末逐步回落，最终重返与月初类似的水平（4%-5%）。
- 在汽车业需求方面，4月份发布预测报告后，LMC汽车咨询公司今年全球汽车产量预期进一步下调200万辆。此外，该公司还把2023年全球汽车产量预期从9,000万辆下调至8,600万辆。这可能导致2022年和2023年的铂金需求量较原来的预期或将分别减少3.8万盎司和7.8万盎司。如果铂金替代钯金的速度放缓，同时企业加大节约铂金用量的力度，汽车产量下降对铂金需求量的负面影响还会更大。总体而言，我们预计2022年汽车业的铂金需求量将达到310万盎司，较2021年上升14%，自2018年以来首度突破300万盎司。
- 一方面对中国经济复苏的预期提振投资者做多铂金的信心，但另一方面利率上调，地缘政治不确定性加剧，汽车产量下降等因素又打压做多铂金的熱情。有鉴于此，我们维持今年三季度和四季度的铂金均价预测值不变。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 预计2023年汽车产量将较2022年有所回升，同时汽车催化剂制造企业将进一步以铂金来替代钯金，因此我们预计2023年一季度铂金均价将上涨。而进入二季度后，由于铂价走高会刺激部分投资者卖出，铂价或将有回调。

铂金市场现状与展望

- 五月份第二周，CME期货交易所的投机性（非商业性）铂金期货净仓位转为净多头状态，此后一直保持，净多头仓扩大至11.8万盎司。对期货价格上涨的情绪，还对管理基金的铂金仓位产生了影响，虽然净仓位仍为净空头（数量为29.8万盎司），但4月26日（该日净空头仓数高达62.1万盎司）后净空头仓数已大幅下降。
- 不同于投机性铂金期货仓位上升，铂金ETP的持仓量则继续下降，5月份减少6.2万盎司。2021年7月份触及高点以来，铂金ETP的总持仓量已减少63万盎司（今年迄今减少20.9万盎司）。截至5月底，总持仓量约为350万盎司。
- 5月份上海黄金交易所的铂金交易量为15.7万盎司，考虑到疫情清零和封城政策下中国工业部门的铂金需求量应会下降，交易量之高令人略感意外，仅略低于2021年同期的17.9万盎司，远高于2020年同期的9.4万盎司。投机性买入较强劲应是推动总交易量上升的主要因素。
- 截至4月底，中国大陆和香港特区的铂金累计净进口量较去年同期的较高基数进一步增长11%，达82.9万盎司（单是4月份的进口量就占前四个月总进口量的一半，再次凸显出投机性买入行为）。
- 英美铂业公司已与工会签订五年期工资协议，使罢工导致生产中断的风险大为降低（其供应量约占全球原生矿产铂金供应量的四分之一）。此外，西班牙-静水矿业公司称工会成员将投票通过拟议的三年期工资协议，旗下黄金矿山的罢工有望平息。这将有助于该公司正与铂族金属矿山工会进行的工资谈判顺利开展，使爆发第二次罢工的风险消失。
- **价格预测风险因素：**中国改变疫情动态清零和封城政策将影响铂价走势。此外，俄乌战争持续进行可能将进一步打压铂价。主要经济体的央行能否遏制通胀高企，能源和食品价格飙升，以及经济陷入衰退的风险尚存在不确定性。

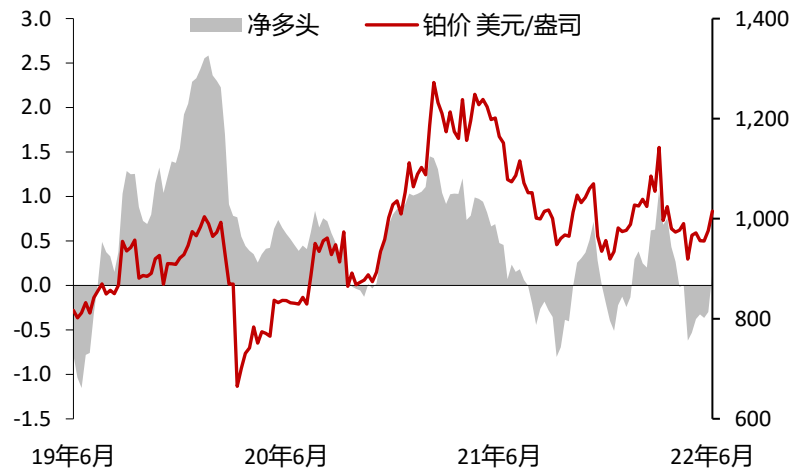
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



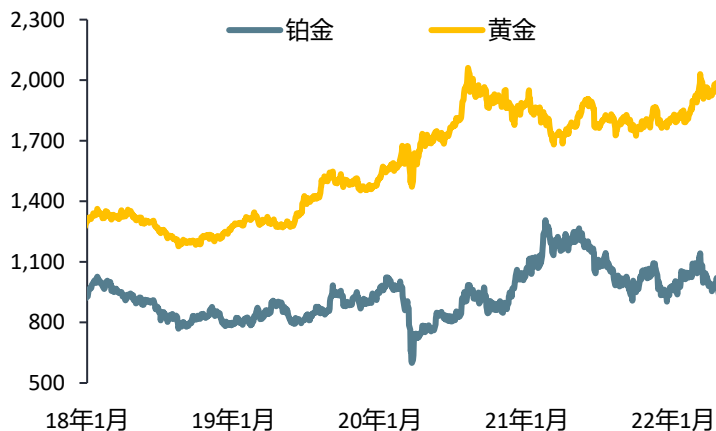
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



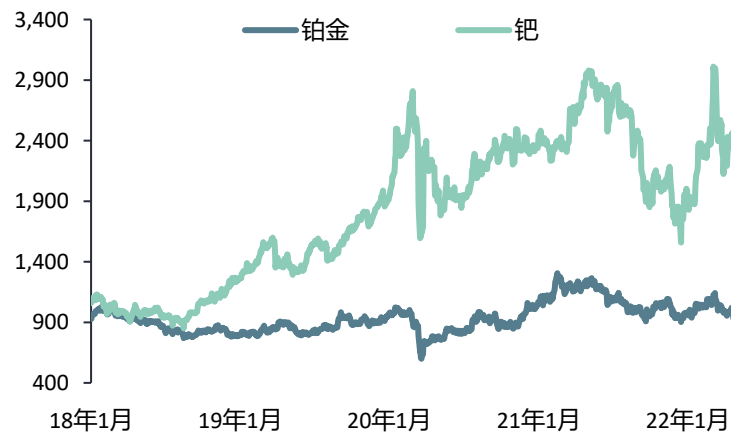
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

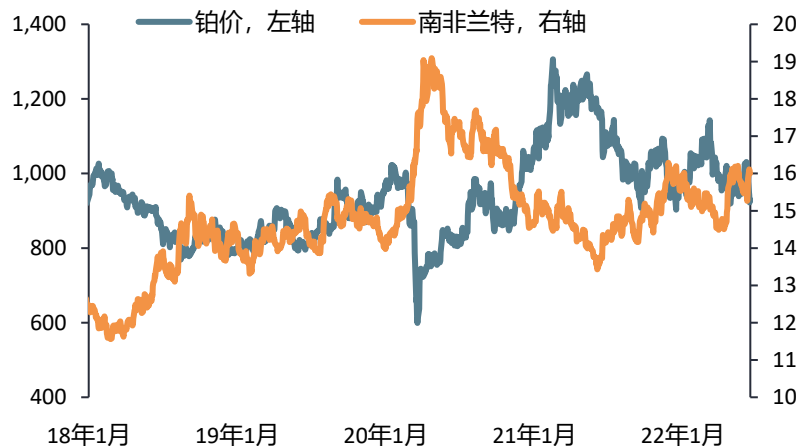
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

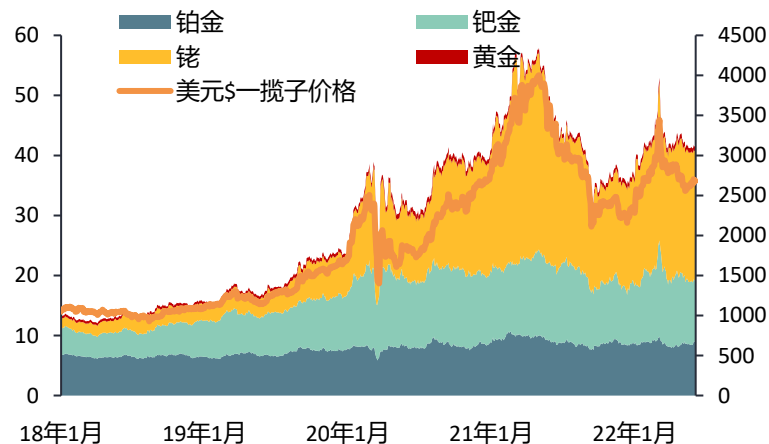
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



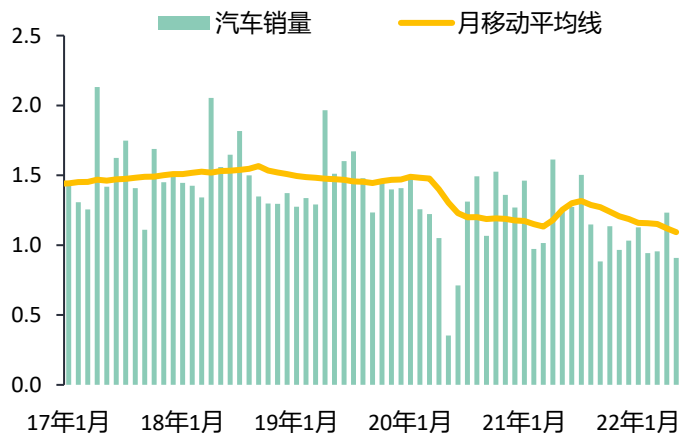
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



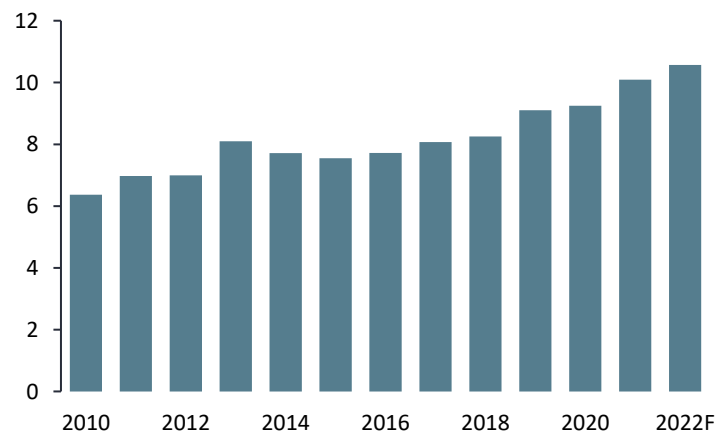
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

5月份钯金价格再度走弱，均价较4月份下跌12%，至2,054美元/盎司。目前俄罗斯尚可对外出口钯金，而钯金需求又由于（汽车）产量下降而走低，都打压钯价。事实上4月份钯金均价就已较3月份的2,575美元/盎司（俄罗斯入侵乌克兰后创出的月均价高点）下跌10%。4月份期间，钯价围绕2,000美元/盎司关口震荡，在此关口下方通常能得到强支撑。不过撰写本报告之时，钯价下滑至1,944美元/盎司。

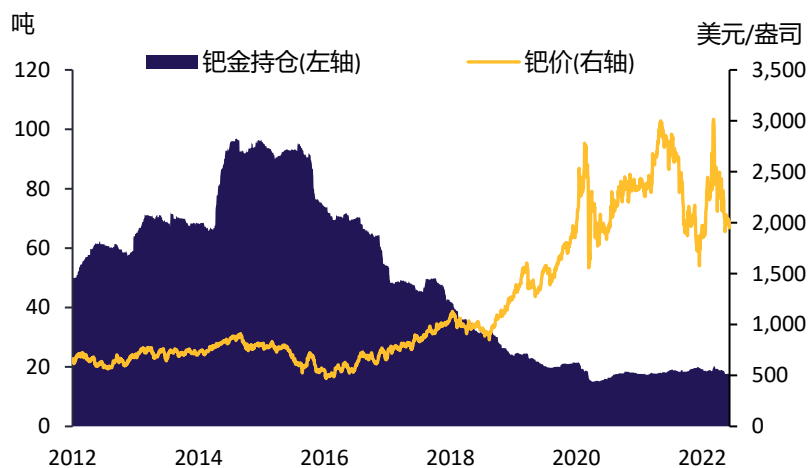
- 考虑到钯价在俄乌战争爆发初期曾飙涨，但之后快速回落，我们已下调今年二季度钯金均价预测值。同时我们认为汽车产量预期下调对钯金的冲击大于铂金，因此也下调了今年三季度和四季度的钯金均价预测值。目前预计2022年钯金均价虽较之前的预测值更低，但仍将创出年度均价的历史第二高值。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 预计2023年半导体供应虽将全面恢复，但回升步伐可能会慢于之前的预期。因此我们认为钯价将面临进一步下行的压力。
- 由于新闻报道称汽车产量下降，钯金供应也未中断，CME期货交易所的投机性（非商业性）钯金期货净空头仓略有上升。截至5月底，投机性（非商业性）钯金期货净空头仓较月初减少6.3万盎司，但管理基金持有的空头仓则翻了一番，至15.8万盎司。
- 5月份全球钯金ETP继续减仓，总持仓量减少3.4盎司（其中欧洲钯金基金的减仓量占70%），至56.7万盎司。
- 截至4月底，中国大陆和香港特区的累计钯金净进口量为19万盎司，较2021年和2020年同期均下降三分之二，反映出汽车产量将走弱的预期，以及未来汽车催化剂载体涂层中的钯金含量将下降。

钯金市场现状与展望

- 在年度市场评估报告中，诺里尔斯克镍业公司重申其2022年业绩指引，称客户仍将按合同收货，公司的销售额和现金流目标也保持不变。该公司在采购备件和耗用品方面继续遭遇挑战，因此今年下半年钯金生产存在风险。诺里尔斯克镍业公司正在审查其中长期发展计划，我们预计公司将大幅下调其五年期业绩展望。
- 在需求方面，我们预计汽车产量预期遭下调对钯金需求的冲击大于铂金。
 - 中国是全球最大汽油车市场，产量预期下调对中国汽车业钯金需求的冲击较大。此外，中国汽车制造商以铂金替代钯金的速率超出之前的预期，更进一步打压钯金需求。
 - 2022年全球汽车产量预期被下调200万辆，可能导致汽车业的钯金需求量从之前预期的约840万盎司降至约820万盎司。如果2023年汽车总产量也仅为8,600万辆，产量下降叠加铂金加速替代钯金，可能导致汽车业的钯金需求量较之前的预期减少约40万盎司，使钯金供需缺口大幅收窄。
- 中国宣布“对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日期间内，且单车价格（不含增值税）不超过30万元（约4.5万美元）的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税”。该消息有望刺激混动汽车制造商的钯金需求，汽车产量也有望增加200万辆，或将抵消前述20万盎司的钯金需求量损失。
- **价格预测风险因素：**目前来看，限制俄罗斯铂金和钯金流动的措施对市场的影响甚微。然而如果俄罗斯钯金生产因制裁导致无法获取足够投入品而进一步受限，则自俄罗斯进口钯金会受阻，相应的钯价将上涨。

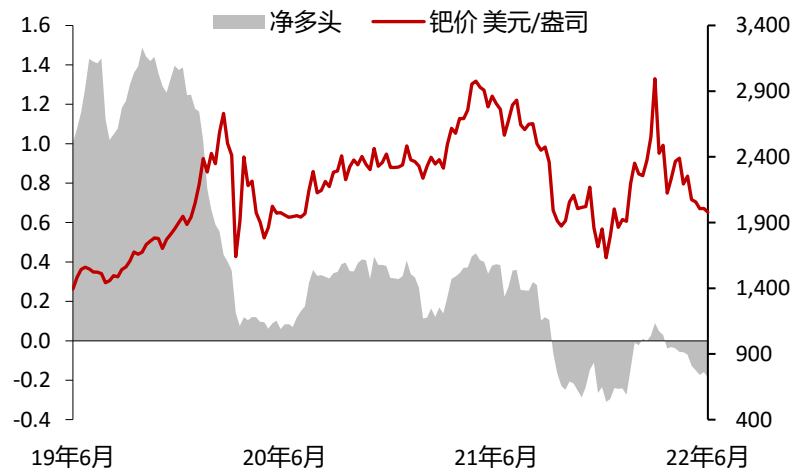
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



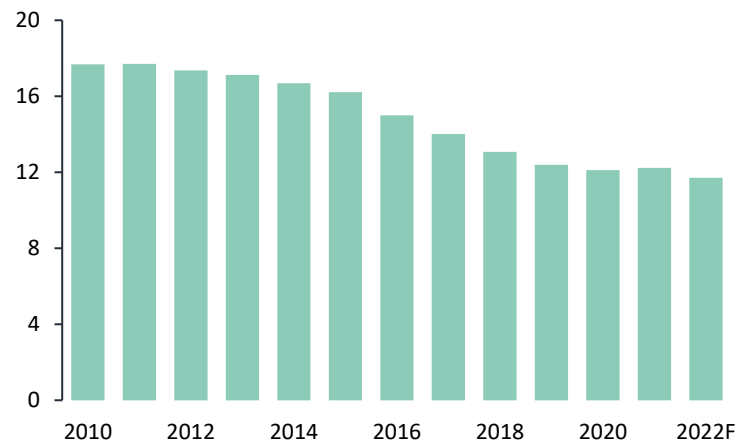
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

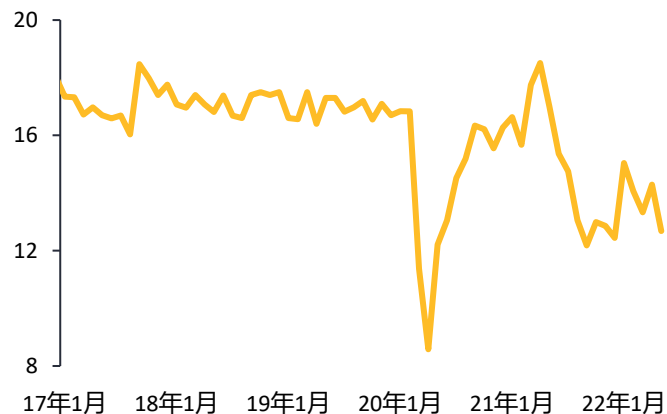
钯金地上存量*, 百万盎司



*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



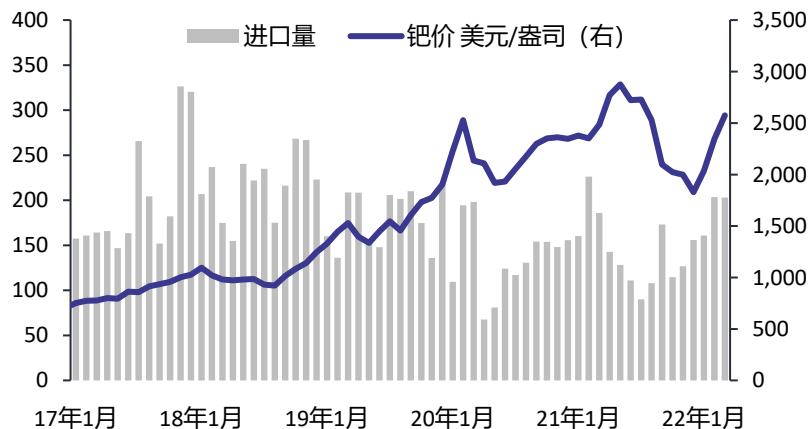
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



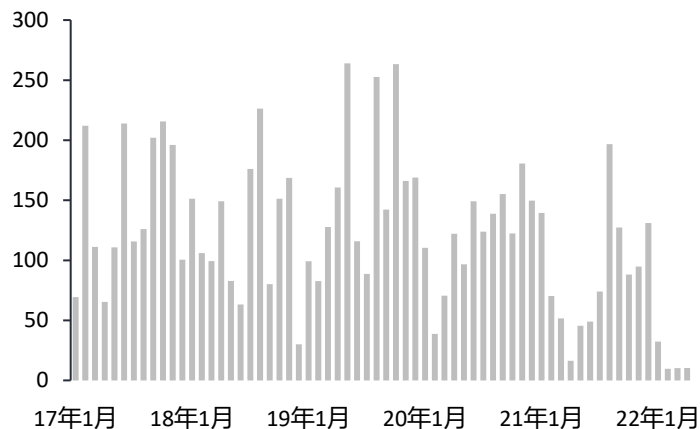
来源: Bloomberg

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

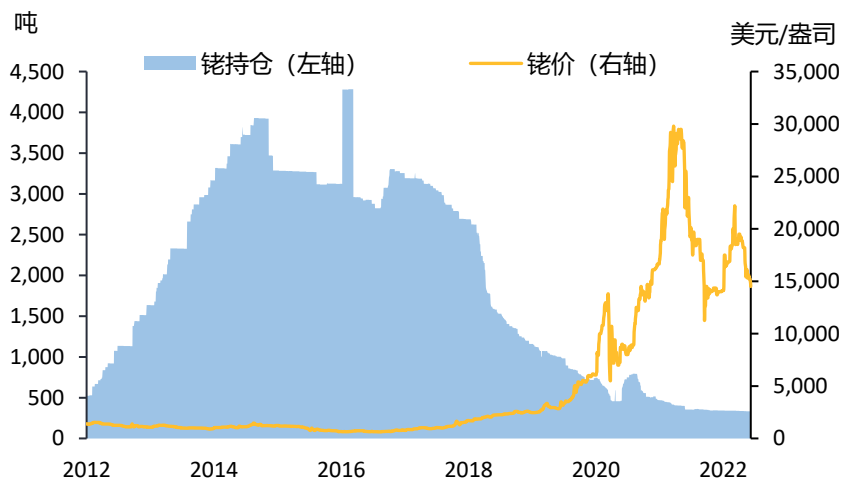
在《PGM Focus 2022》首次加入铑市场研究后，从本期开始，我们也将加入铑市场现状与展望的内容：

5月份铑价格下跌16%。月初铑价为18,200美元/盎司，之后近一周内均保持稳定。与钯价一样，在伦敦铂金属周开幕前夕的13日铑价也曾小幅反弹，但很快就回吐涨幅。撰写本报告之时，铑价为14,350美元/盎司，触及今年1月5日以来新低。

- 6月初中国上海市开始放松防疫封锁和限制措施，经济重启和来自中国的需求回升应能使铑金受益。虽然4月份上海汽车销量为零，但今年前四个月期间中国大陆和香港特区的铑总进口量仍达5.7万盎司，仅比之前四年同期的平均进口量低2千盎司。
- 如前面部分所述，全球汽车产量预期已遭下调，因此我们预计2022年汽车催化剂制造业的铑需求量将同比下降3%（减少2.5万盎司）。相应的全年铑均价预测值较5月份发布的《PGM Focus 2022》有所下调。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 据联系人称，实物铑仍保持期货升水（即远期价格高于现货价格）。由于汽车整车制造商和其他工业用户继续买入铑远期，银行和其他工业端卖方则在现货市场进行对冲/购买铑现货（没有在终端远期市场做对冲）。这意味着银行和其他工业卖家手中有现货可以出借，导致市场上有大量出借方。因此实物铑供应仍充足，有助于期现利差收窄。
- 5月份铑金ETPs的持仓量未发生变化，仍为1.07万盎司，创出2011年6月份（铑金ETP推出后的第三个月）以来新低，已较2016年2月份创出的历史峰值（13.77万盎司）下降92%。
- **价格预测风险因素：**随着芯片供应短缺逐步缓解，汽车制造企业可能会补充其铑库存，有望提振铑价。

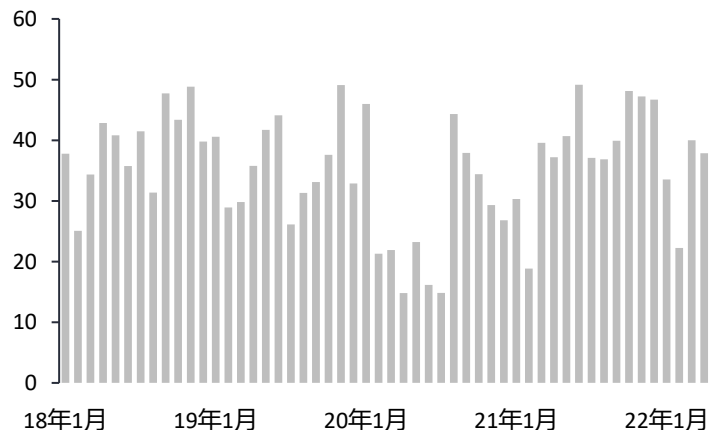
铯市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



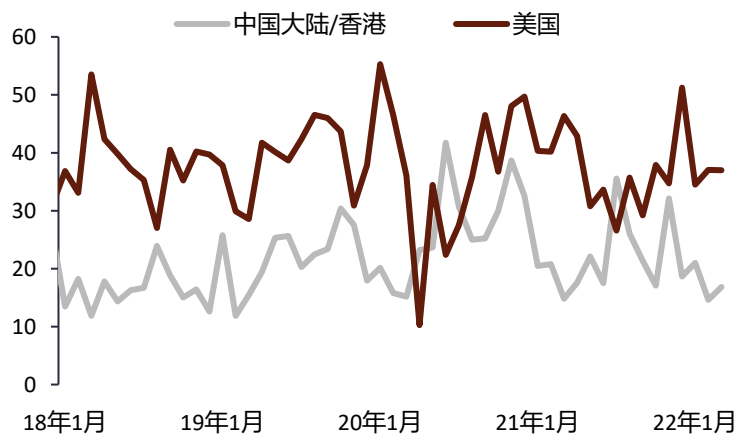
来源: Bloomberg

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

钷价与铯价, 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

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。