



Metals Focus

**贵金属月报**

第64期 - 2021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](http://www.valcambi.com)

---



[www.asahirefining.com](http://www.asahirefining.com)

---



[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)

---



[www.gold-zhaoyuan.com](http://www.gold-zhaoyuan.com)

---

# 宏观经济现状与展望

- 撰写本报告之时(5日)，债券收益率继续攀升，作为基准的美国十年期国债收益率已升破1.6%，超越疫情前水平。值得注意的是，美国国债收益率曲线趋陡，十年期和两年期国债收益率的差值已扩大至142个基点，创2015年以来新高。
- 新冠疫苗大规模接种使市场情绪乐观，引发对经济增长的正面预期，意味着对大宗商品价格上涨和未来通胀走高的预期也进一步升温。CRB原材料指数已逼近2011年的高点，同时美国五年期盈亏平衡通胀率亦已接近2.5%，创2011年以来新高。
- 尽管债券收益率和预期通胀率均大幅上升，美联储仍暗示说在可以预见的未来货币政策将继续保持宽松。由于投资者要求高收益率，以对冲通胀，美联储的表态成为引发债券抛售潮的新催化剂。
- 不仅货币政策将保持宽松，扩张性财政政策，以及对高通胀最终将导致加息的担忧，已令债券市场承压。例如，2月份负收益率债券的总规模就已下降25%，至12.7万亿美元。
- 在这一大背景下，实际收益率上升（虽然只是自极低基数的回升且仍为负值）已导致贵金属遭大幅抛售。2月份股市迭创新高后，近来也出现部分投资者减仓迹象，其中高估值板块股票面临的抛售压力最大。
- 展望未来，债券收益率进一步走高仍将是贵金属走强的关键阻力。同时，短期内美元可能继续反弹也将令贵金属价格承压。
- 不过也应看到，债券收益率飙升可能会促使美联储采取一些控制收益率曲线的措施，这将有助于贵金属价格回升。从长期来看，美国债务水平不断膨胀，资金持续流入新兴市场，也将继续令美元承压，支撑贵金属价格走强。

# 宏观经济现状与展望

## 标普500指数



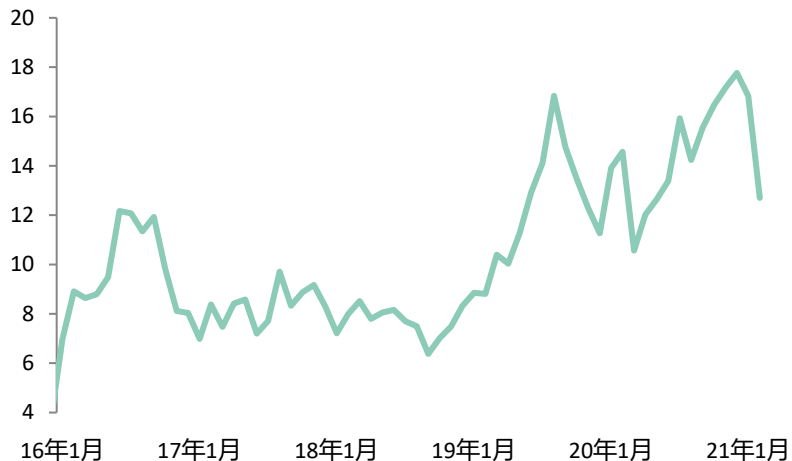
来源: Bloomberg

## 美国5年平准通胀率 %



来源: Bloomberg

## 全球负收益率债券，万亿美元



来源: Bloomberg

## 美国两年期-十年期国债收益率利差，百分比%



来源: Bloomberg

# 黄金市场现状与展望

2021年伊始，黄金价格呈上行走势，但之后持续面临相当大的抛售压力。2月份金价下跌逾130美元，截至3月5日，本年迄今的跌幅已超过10%。撰写本报告之时，黄金仍承压，在关键点位1,700美元/盎司附近交易。

- 金价下跌的主要原因是，受经济将强劲复苏和政府将增加财政支出的预期推动，债券（尤其是美国国债）收益率以超预期的速度上涨。
- 需要强调的是，尽管收益率持续攀升，金融市场波动率也大幅上升，总体上看投资者的风险偏好仍高企。因此资金已加速流出黄金市场，例如：目前全球黄金ETP（交易所交易产品）总持仓量已重返2020年7月初的位置。
- 金价逐步跌破关键支撑位和心理关口，已引发短线战术性投资者大量抛售。管理基金持有的黄金头寸已从今年初的高点下降近一半，至690万盎司，创2019年5月以来新低。不过尽管近期金价疲弱，基本上尚未观察到有投资者战术性做空黄金的迹象。
- 鉴于投资者持有的黄金净多头仓位已大幅下降，因此一旦新的金价上行催化因素浮现，建立新多头仓位的空间犹存。就此而言，尽管美联储主席鲍威尔最近的讲话令市场失望，但如果收益率持续攀升导致股票和债券市场持续承压，美联储仍可能采取如收益率曲线控制等更多干预措施。
- 同时，尽管近期有所回升，实际利率仍将为负值，使得持有黄金的机会成本较低。因此，我们虽已下调了短期内的金价预测值，但仍对金价前景持乐观看法。（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：

➤ 中国商务部发布的数据显示，春节长假期间（2月11日-17日）中国珠宝首饰业零售企业销售额同比激增161%。除2020年同期基数低外，销量同比飙升还得益于下列因素：消费者信心持续改善，其消费模式发生改变（政府鼓励就地过年，用于旅游的开支下降）；情人节恰好位于长假期间，送礼需求旺盛；金价回落后很多消费者趁低买入，刺激黄金首饰需求走高。

➤ 印度政府下调黄金进口关税，同时金价也回落，已推动需求飙升，很多印度消费者趁金价走低而抢购结婚首饰。得益于此，印度黄金进口量大幅上升，初步估算显示2月份进口量同比增长逾一倍，至90吨左右。

➤ 美元计价金价的回落，以及情人节期间销售的推动，中东地区黄金首饰需求有所回暖。得益于投资者趁低买入（土耳其国内金价已较去年11月的峰值下跌约25%），零售投资需求也有所转强。在海湾地区其他重要市场，疫苗开始普遍接种，防疫封锁措施也已放宽，有望推动需求进一步回升，但需要金价保持在当前水平，且交易大体保持稳定。

➤ **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。如果无法控制疫情突变，将为黄金投资增长注入额外动力。另一方面，如果新冠苗较预期更快地得到普遍接种，则会导致避险需求进一步下降。最后，即使拜登政府上任后，在可预见的未来地缘政治风险仍高企。

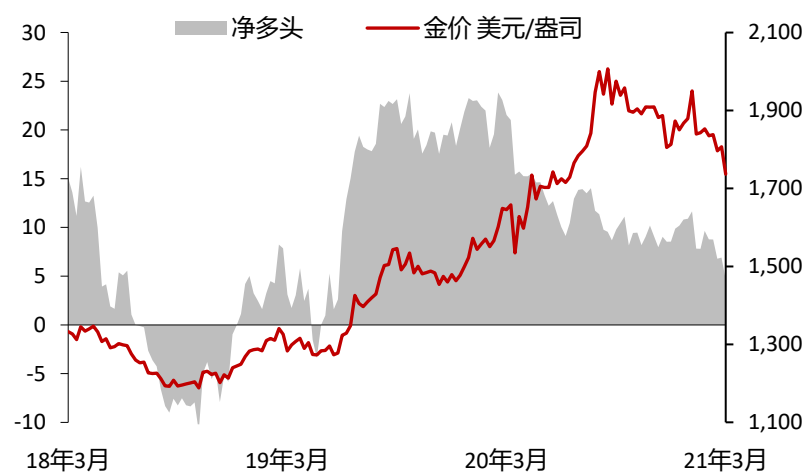
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



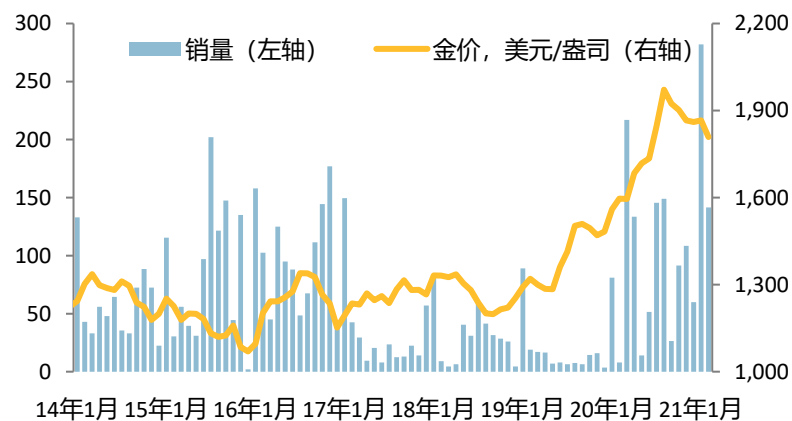
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



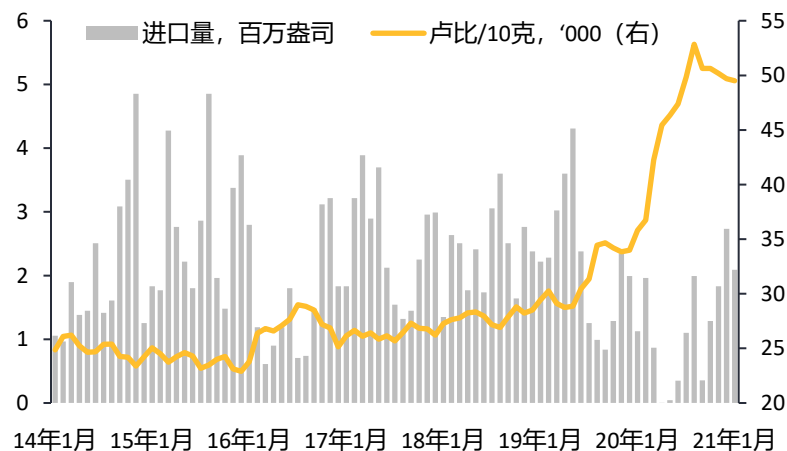
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

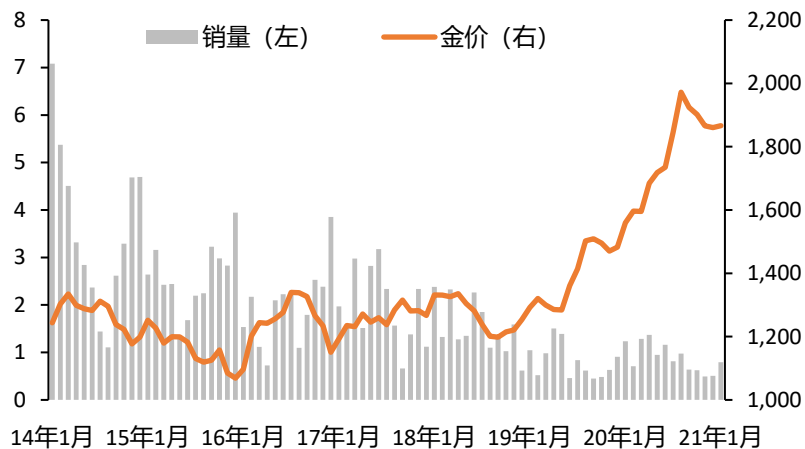
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

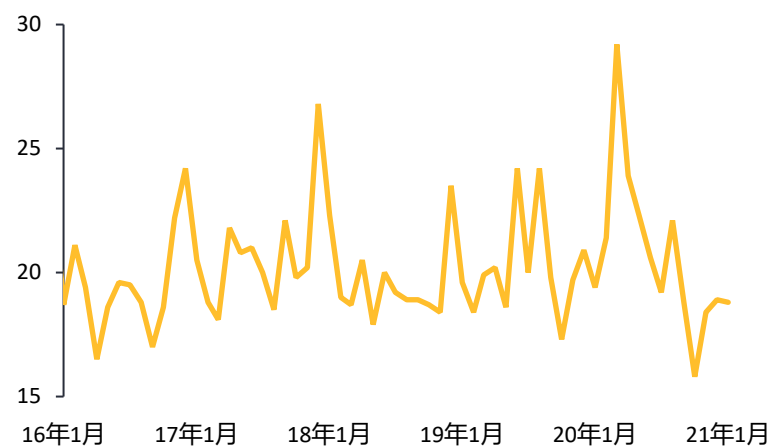
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



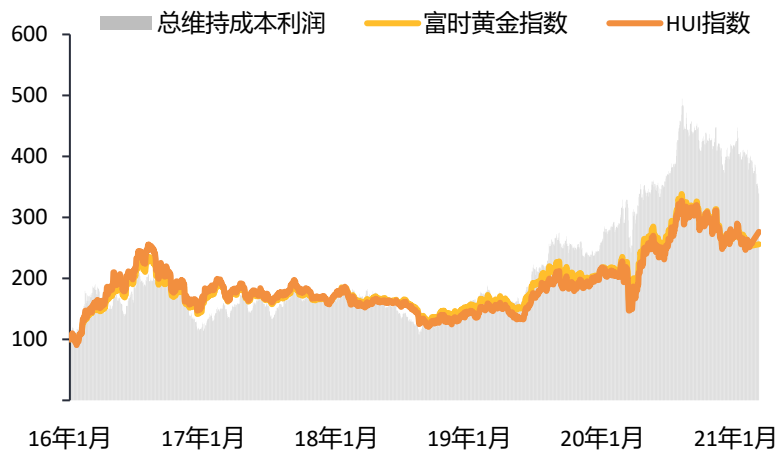
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



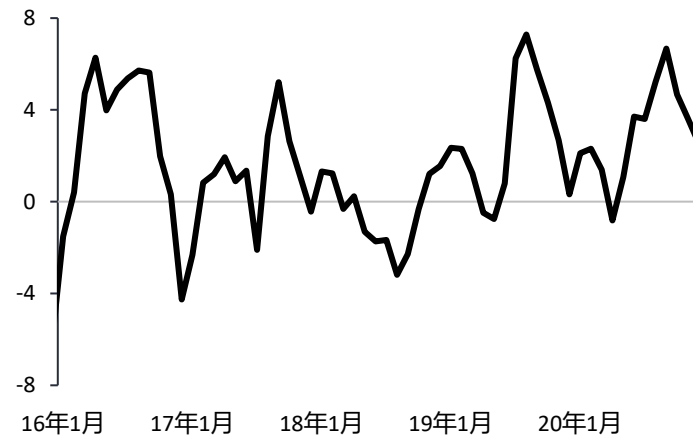
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

## 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

2月1日白银价格触及八年来的高点30.10美元/盎司，但之后由社交媒体号召引发的价格飙涨势头很快熄火，2月份大部分时段内在26-28美元/盎司区间内整固。3月初银价走弱，但跌幅温和（而黄金则遭抛售），撰写本报告之时交投于25美元/盎司上方。

- Reddit论坛效应对银价产生的推升作用未能持久，并不令人意外，其原因有二：首先，白银投资市场的体量远超游戏驿站等个股价值。第二，也是更重要的，投资者持有数量较大的白银净多头仓位，因此在白银市场上“轧空”这一概念难以成立。
- 就近期价格走势而言，债券收益率不断攀升导致银价回落。有趣的是，在2月份抛售潮期间，银价仍较为坚挺，表现略好于黄金，使金/银价格比率持续在近七年来的低点（65:1）附近波动，3月初才小幅上升。
- 近期银价表现相对较强，背后的原因是越来越多的市场人士称大宗商品超级周期将再现。美国出台新财政刺激措施，对中国经济的乐观情绪日益升温，新冠疫苗的推广，这些因素都推动工业金属价格大幅上涨（例如2月份铜价就已飙涨至九年来新高）。
- 政府对通过发展“绿色能源”实现经济复苏的兴趣日益上升，是提振银价的另一大因素。不过需要指出的是，由于过去十年间光伏行业需求的重要性日益上升，光伏白银需求在白银总需求中所占份额不断增长，这已持续相当长时间——光伏行业的白银用量已从2010年时约5,000万盎司升至去年的约1亿盎司。
- 投资者对白银信心良好，这是2月期间白银ETPs和期货市场上获利了结较为克制的根本原因。2月初白银ETP的总持仓量触及12亿盎司，之后也仅小幅流出（减仓3,400万盎司，降幅为3%），本年迄今仍增仓9,600万盎司（增幅为9%）。

# 白银市场现状与展望

- 如前面“黄金市场”部分所述，尽管近期面临逆风，我们仍坚信经济大环境将鼓励流向贵金属市场的资金回升。有鉴于此，小幅下调了今年一季度和二季度的银价预测值。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 在美国市场，尽管2月初之后，受Reddit论坛推动流入白银ETPs的资金有所减少，但对银条和银币需求仍极为强劲。白银在社交媒体上的曝光度激增后，很多新个人投资者对实物白银的兴趣升温，将之视为避险资产（而非寻求短线买卖来获利）。事实上，实物白银投资需求量的增长，还受到现货实物产品供应不足的制约。
- 在印度市场，虽然进口关税下调，白银进口仍极为疲软，2月份剧降逾90%，已连续第七个月下滑。该现象反映出消费者白银需求疲软，同时国内白银回收供应量增加。此外，在印度一些地区新冠病毒感染病例数持续上升，被迫再次实施防疫限制措施，进一步降低了需求短期内回暖的可能性。
- 相比之下，我们仍对2021年白银工业需求前景持乐观看法。不过也应看到，半导体芯片供应短缺持续给汽车行业造成冲击，2月份日本福岛地震、美国德州暴风雪等自然灾害使供应链连续多日遭受重创，更加剧了供应紧张之势。今年二季度大部分时段内，汽车生产很可能会继续受到严重影响。尽管如此，我们仍预期今年下半年汽车生产商能弥补大部分产量损失，因此仍对全球汽车业前景持乐观看法。
- **价格预测风险因素：**与黄金一样，白银价格下行主要风险因素是实际利率进一步攀升，这将导致持有贵金属的机会成本进一步上升。价格上行主要风险因素则是新冠病毒新变异株的出现（可能会破坏经济复苏）及现有疫苗对其是否有效。不过尽管白银工业需求会因此下滑，但避险性买入再次涌现将形成抵消。

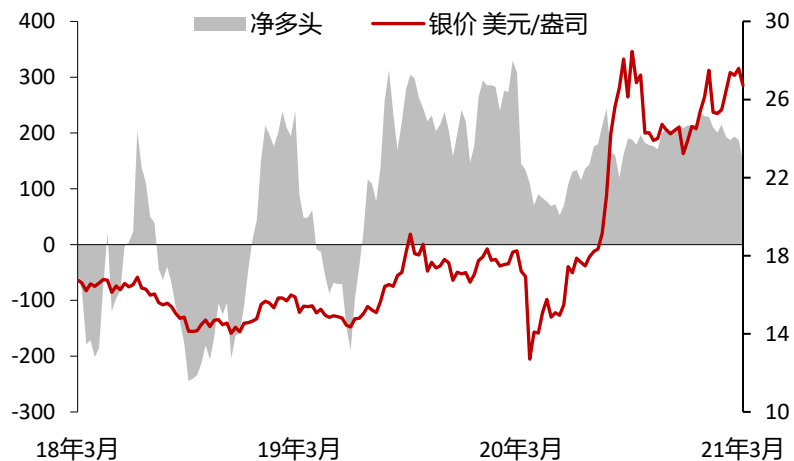
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Comex 白银净多头仓位\*, 百万盎司



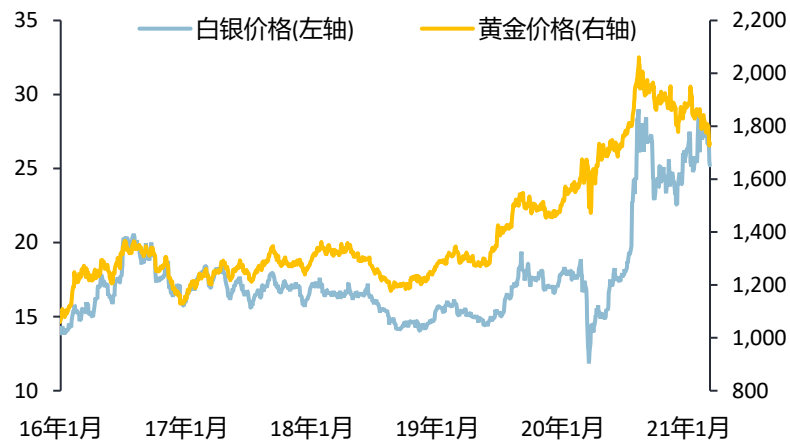
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

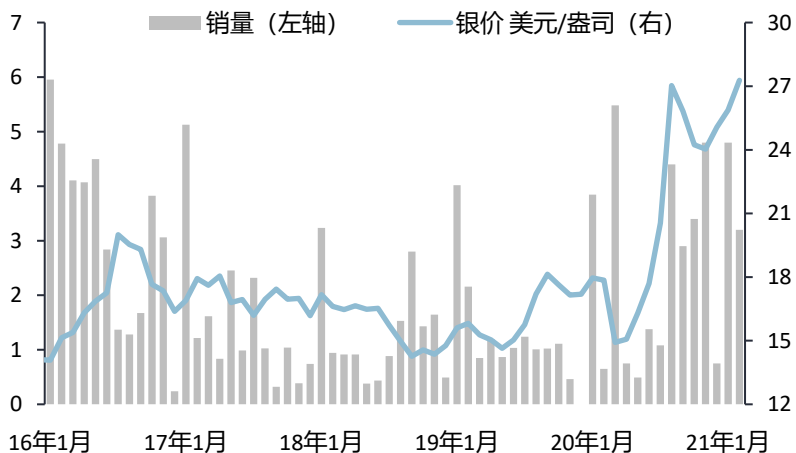
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

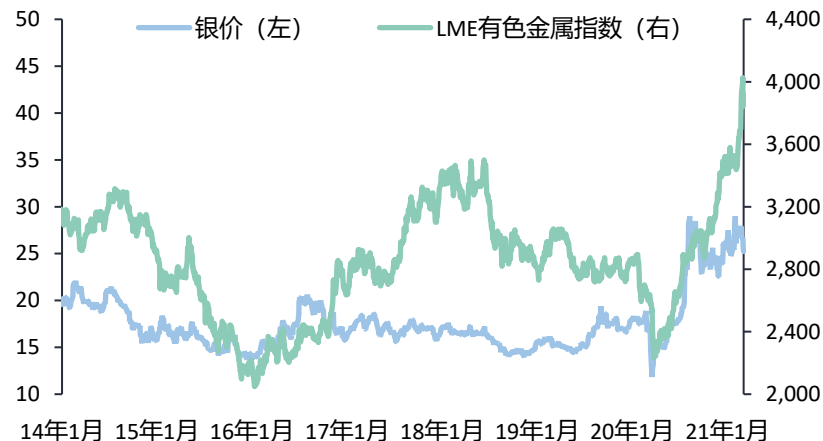
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



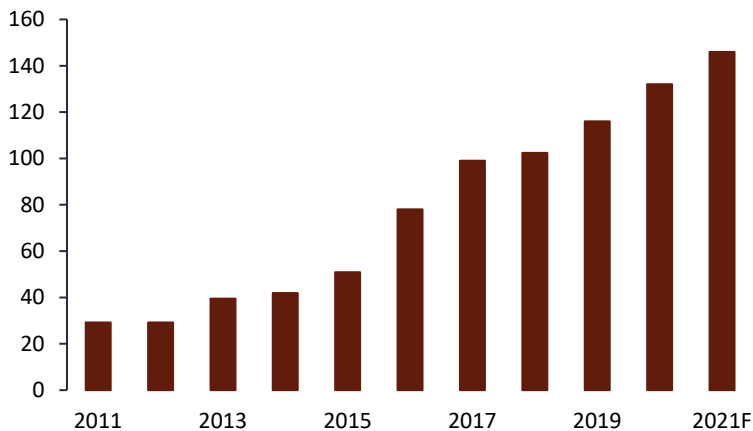
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



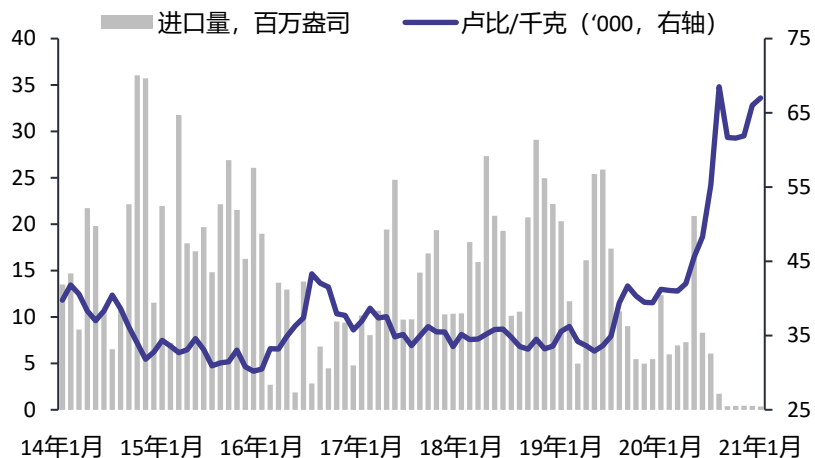
来源: Bloomberg

## 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16日，**铂金**价格触及六年来的高点1,340美元/盎司，但之后开始走低。受累于黄金下跌，加之铂价未能再次站上1,300美元/盎司，导致部分投资者获利了结，进一步打压铂价回升势头。尽管2月份铂价月内涨幅达8%，但进入3月份后跌破1,200美元/盎司，撰写本报告之时处于1,120美元/盎司附近。

- 我们上调了2021年全年铂金均价预测值（具体价格预测可与我们联系订阅）。
- 虽然黄金价格将支撑铂金的底价（即今年大部分时段内应保持在1,000美元/盎司上方），但下半年英美铂业释放其ACP工厂的加工库存，可能将对铂价构成压力。我们预计四季度铂金均价约为1,150美元/盎司。
- 铂金在绿色产业中发挥着重要作用，其长期基本面持续改善继续吸引投资者的关注，直到2月中旬后才有所变化。这一定程度上使得当时管理基金持有的铂金期货净多头仓位升至150万盎司，创2020年2月份以来新高，之后虽有所回落，但月末时仍高达130万盎司。
- 在ETP需求方面，2月份全球铂金ETP的总持仓量变动甚微，不仅仍处于高位，16日还触及历史新高（接近400万盎司），月末时也位于390万盎司上方。
- 虽然有春节长假，2月份上海黄金交易所的铂金交易仍保持强劲。本年迄今合计交易量超过22.8万盎司，较去年同期翻了一番。工业企业交易量在总交易量中的占比已增长至45%。

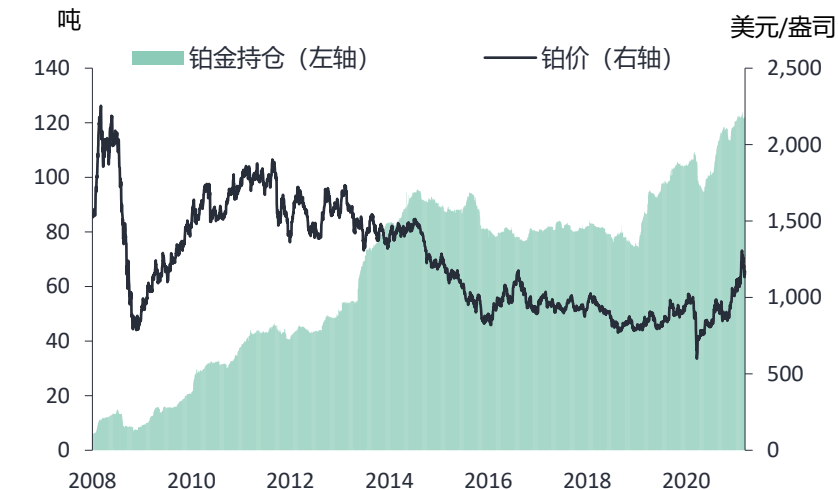


# 铂金市场现状与展望

- ▶ 一篮子铂族金属的价格涨至创纪录高位，正激励南非铂金生产商进行项目开发。西班牙-静水矿业公司已批准K4项目开发计划，羚羊铂业公司也已宣布计划在其Zimplats矿山和两河矿山推进扩产项目。这三个项目有望合计增加20万盎司铂金供应，但达到该生产总量尚需几年时间。
- ▶ 今年初，全球汽车行业铂金需求的回升幅度颇大，但不同地区情况各异。由于大部分防疫限制措施仍在实施，欧洲汽车业遭受严重冲击。此外，全球半导体供应短缺对欧洲汽车制造商造成的冲击也可能最为严重。尽管面临这些短期挑战，2021年全年欧洲汽车需求仍有望回升。
- ▶ 我们预计，中国汽车行业重型汽车需求走强和今年7月前国六尾气排放标准的施行，将进一步支撑今年全球铂金需求量的回升。尽管一些地区启动缓慢，以及面临芯片供应问题，但我们预计这并不会对2021年全球汽车业的铂金需求造成严重影响。预计总需求量有望上涨25%，至300万盎司，去年疫情所导致的需求下跌应能全部恢复。
- ▶ 同时，氢能经济蓬勃发展的势头持续。捷豹路虎汽车公司已宣布未来12个月内将开始进行一款燃料电池版路虎揽胜系列车的路试工作，丰田汽车公司已开发出了一个包装燃料电池系统模块，可应用于多个领域。
- ▶ **价格预测风险因素：**2020年电动汽车的加速普及有望延续至2021年，这将导致柴油车进一步下降。目前一篮子铂族金属价格涨至创纪录高位，将促使铂金生产商加速释放库存，增加供应量。这些因素都可能会导致铂价走低。

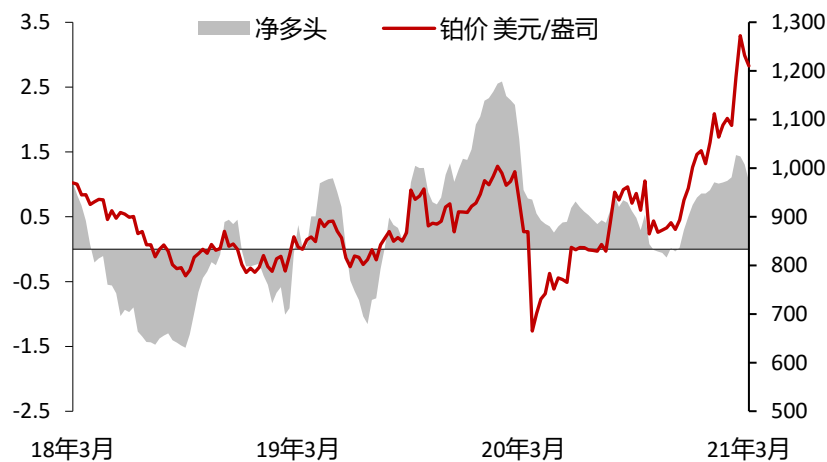
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，吨



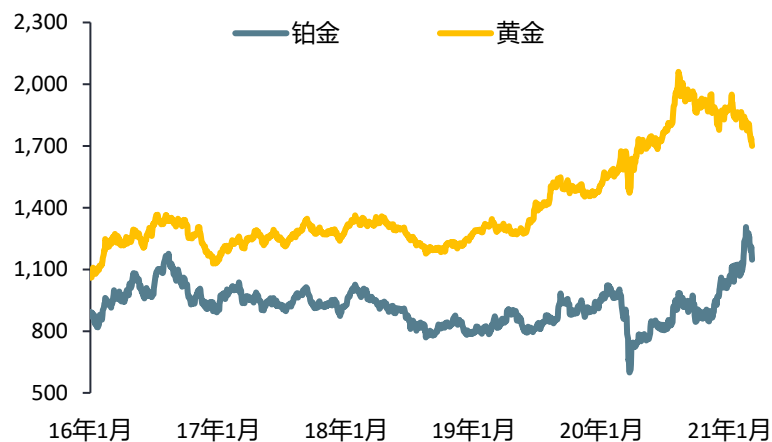
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



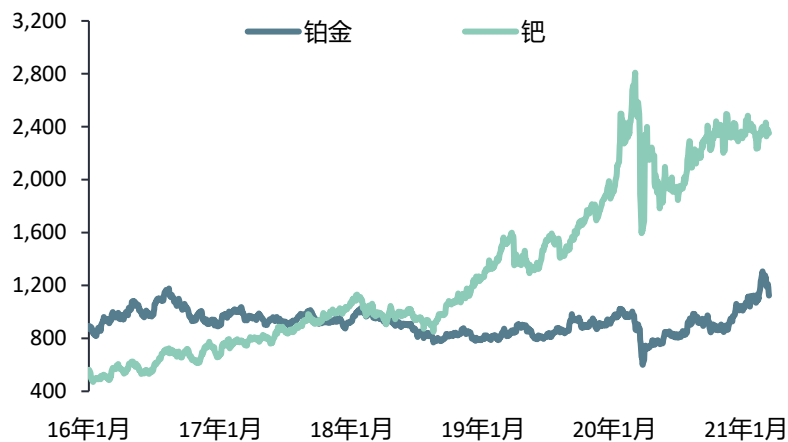
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

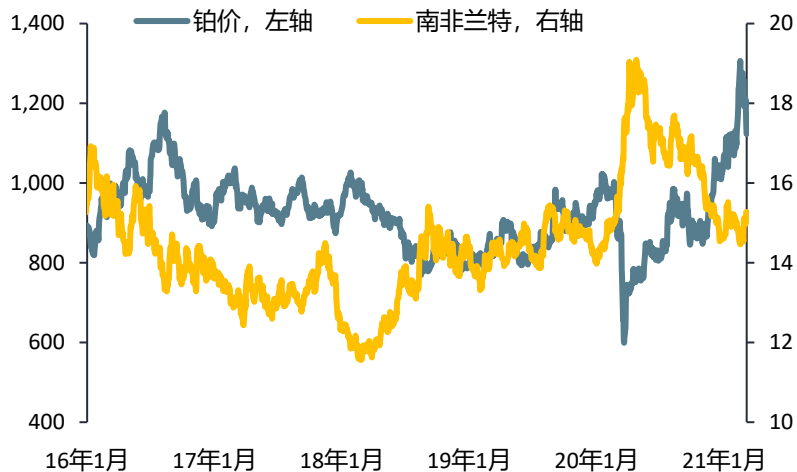
## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

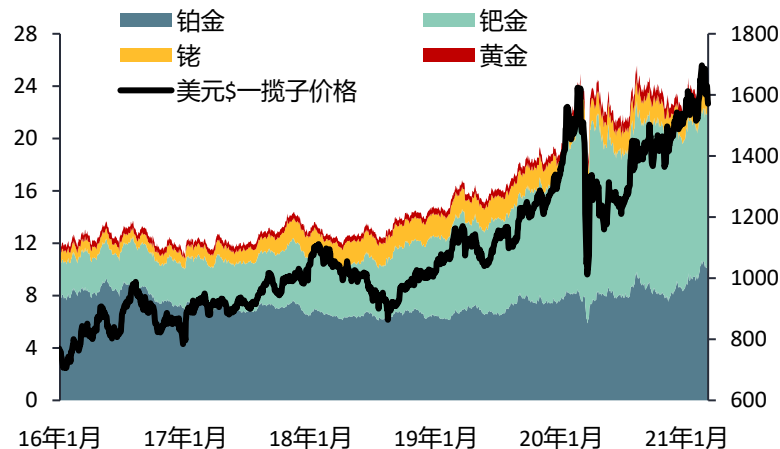
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



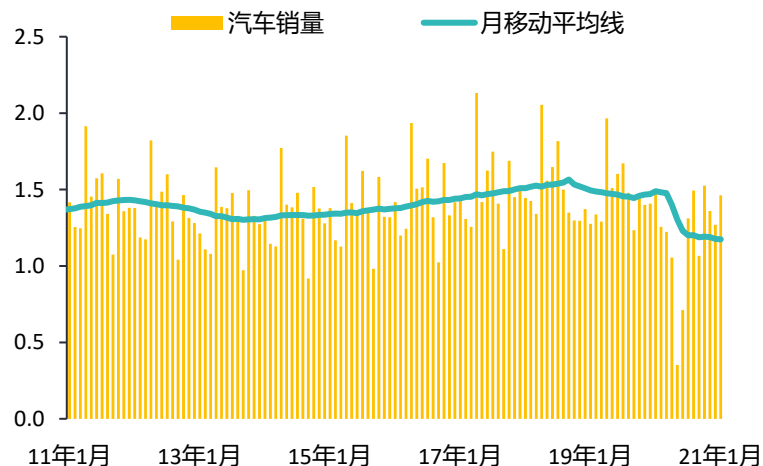
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



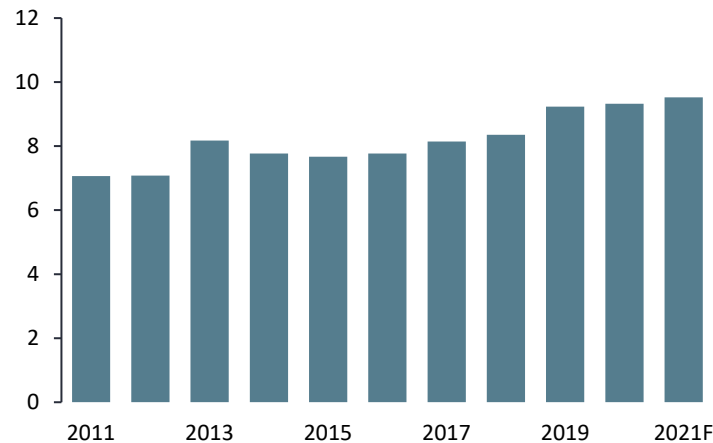
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

2月份钯金价格呈上行走势，诺里尔斯克镍业公司旗下两家矿山遭遇运营问题，一家选矿厂又发生事故，为钯价上行注入动能，引发投机者的兴趣。触及月内高点2,494美元/盎司后，部分投资者获利了结，导致钯价回落100美元，撰写本报告之时交投于2,340美元/盎司左右。

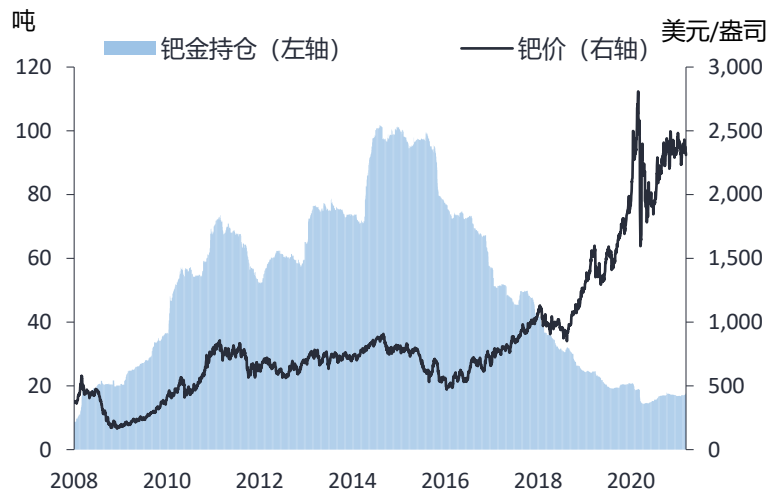
- 我们维持上期对钯价预测价格不变。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 连续三次上调全球轻型汽车产量预测值后，目前我们预计2021年汽车行业的钯金需求量将增长17%，全年供应短缺量则将达66万盎司，较之前的预测数字增加21万盎司。随着OEMs厂商逐步克服供应链挑战，汽车产量有望加速增长。
- 投资者交易活动对钯价上行的贡献甚微，例如截至2月底管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）钯金期货净多头仓数仅为12万盎司，仍接近历史低位。这很大程度上归因于近十年来实物钯金供应持续短缺所导致的市场流动性问题。
- 钯金ETPs投资也受到类似影响。截至2月底全球钯金ETPs的总持仓量为56.4万盎司，意味着2018年8月以来一直位于100万盎司下方。回顾历史，2014年末时其总持仓量高达310万盎司，创出峰值。

# 钯金市场现状与展望

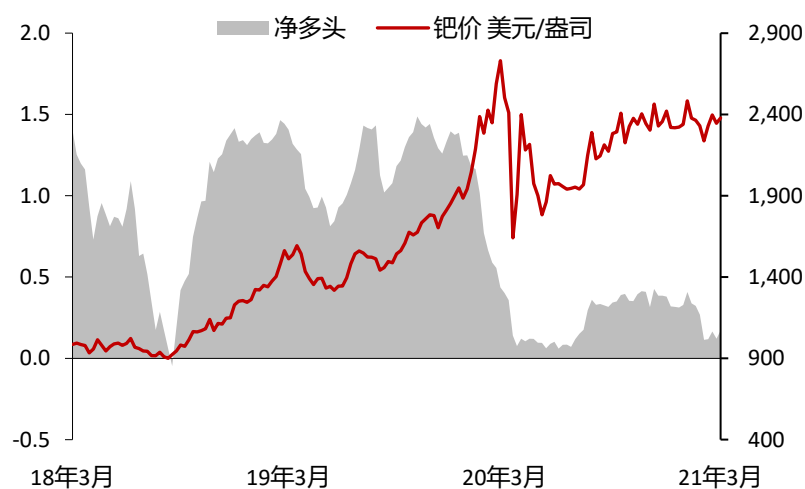
- 全球最大钯金生产商诺里尔斯克镍业公司旗下Oktyabrsky和 Taimyrsky两座矿山因洪灾而部分暂停运营，目前该公司尚未确定这将对钯金产量产生多大影响。据估算，2020年这两座矿山的合计产量占公司钯金总产量的64%。之前预计两座矿山将产出含钯180万盎司的矿石，约占今年全球矿产钯金总供应量的25%，因此其影响可能会很大。
- 不过鉴于2020年钯金需求下降，诺里尔斯克镍业囤积了19万盎司的可销售库存，释放这部分库存可缓解生产中断的冲击。19万盎司的库存大约相当于两座受影响矿山一个月的矿产量。
- 在需求方面，我们预计今年汽车行业的钯金需求量将较疫情前水平超过4%。预计总需求量将达920万盎司，其中北美和“其他地区”（包括南美洲）的需求量将强劲回升，增加74万盎司。福特汽车公司在北美地区的总销量下降14.1%，但F-150混合动力车等大型车销量则劲升40%，这个例子显示北美汽车业K型复苏正在持续。
- 中国汽车产销增长率预计将回归常态，得益于重型汽车的国六排放标准等更为严格的尾气排放标准的施行，今年中国汽车业的钯金需求量有望增加约27万盎司。
- 我们预计2021年化工业的钯金需求量将回升11%，至46.5万盎司。虽然位于德克萨斯州和路易斯安那州的大多数炼油厂和石化厂都因尤里暴风雪灾而遭受严重损失，使美国80%的对二甲苯（PX）产能受到影响，但位于南卡罗纳州和亚拉巴马州的下游对苯二甲酸（PTA）生产厂（这些工厂要使用钯金催化剂）则未受影响。
- **价格预测风险因素：**俄罗斯钯金生产企业遭遇运营问题导致矿产钯金供应量下降，可能带来钯价上行压力。另一方面，如果全球半导体供应短缺持续至二季度，全年汽车总产量或将下降，则可能会给钯价带来下行压力。

# 钯金市场现状与展望

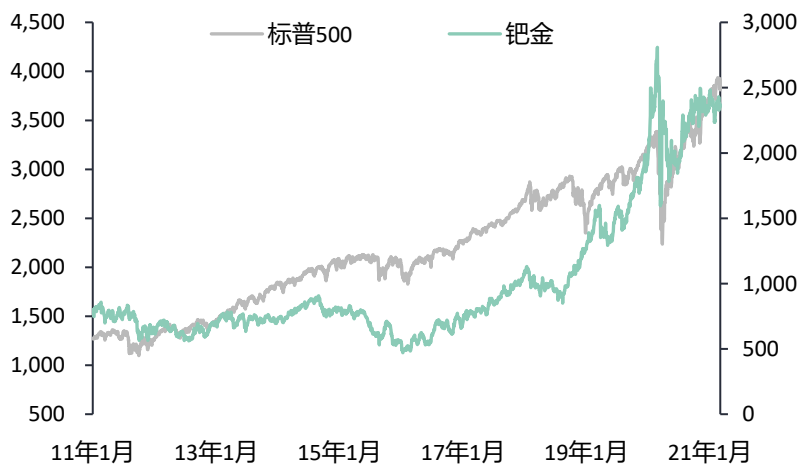
## 交易所上市基金, 吨



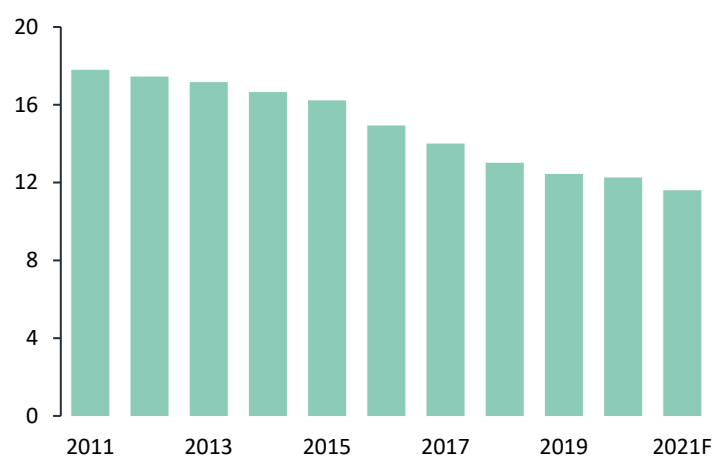
## Nymex 钯金净多头仓位\*, 百万盎司



## 钯价 & 标普 500



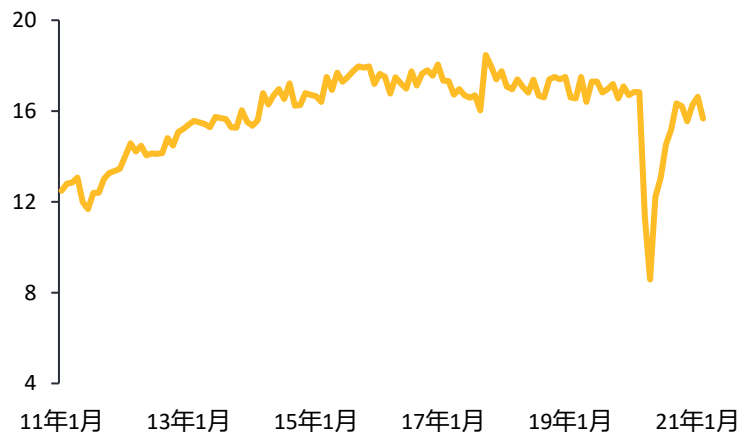
## 钯金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

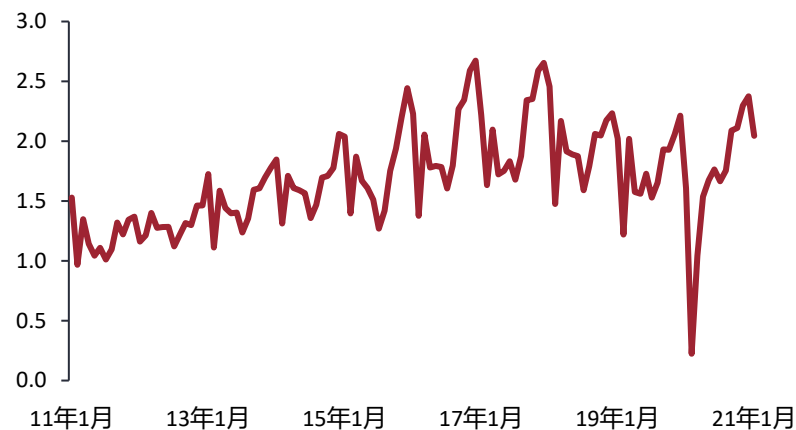
# 钯金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



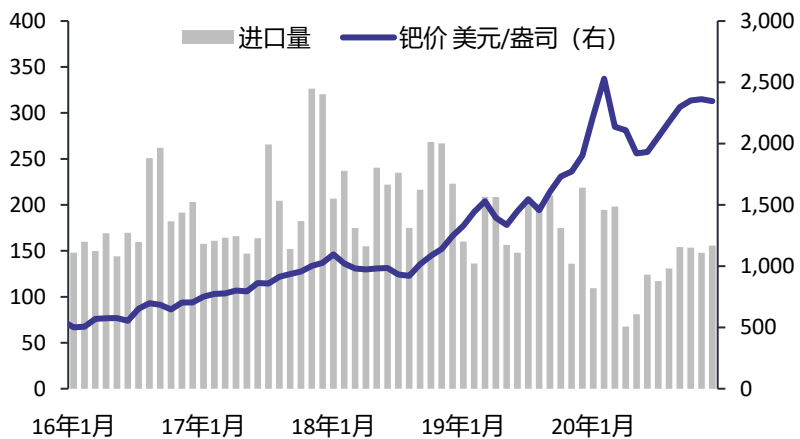
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



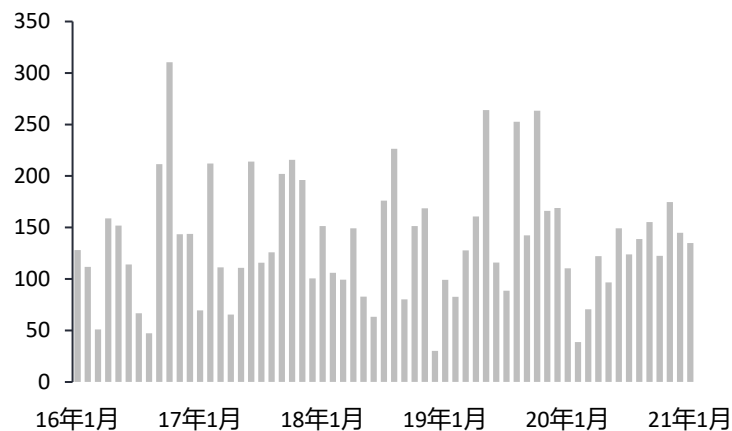
来源: Bloomberg

## 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**, 铂组金属主管

**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

**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

# 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](mailto:info@metalsfocus.com)

[www.metalsfocus.com](http://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。