



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 351 期  
2020/04/25

### 黄金

3月份，瑞士对中国大陆和香港地区的黄金出口量仅为152公斤，对美国出口量则飙升至43吨。

### 白银

美国铸币局西点工厂（West Point facility）恢复部分生产产能。

### 铂金

南非政府于4月16日修改相关法规后，该国矿企得以在全国封闭措施仍在实施的情况下，恢复50%产能。

### 钯金

因油价暴跌严重挫伤投资者的风险偏好情绪，钯价短暂跌破1,900美元/盎司。

### 油价跌至负值对黄金市场的影响

本周，即月交割的西德克萨斯中质原油（WTI）期货合约价格出现巨幅下跌，单日跌幅达到创纪录的55.9美元，结算价首次跌至负值，堪称重大的历史性事件。原油实物市场供需基本面疲弱确实是油价下跌的原因，但油价跌至负值，则更多与原油期货市场动态，尤其是WTI市场的结算规则有关。由于是实物交割合约，而位于俄克拉何马州库欣市的WTI原油交割地点仓储能力严重不足，导致投资者急于在合约到期前清仓。

期货价格与现货价格的这种明显脱节，在近期黄金EFP（转现货交易）市场上也可以见到，表现为期货成交价对伦敦市场现货黄金价格大幅溢价。如上所述，油价暴跌是因为供应过剩和仓储能力严重不足，而黄金市场上现货价格和期货价格间的价差扩大，则是因为新冠肺炎疫情爆发后运力受限，很多精炼厂也暂时关闭，导致可在约定地点，根据期货合约交割的特定规格实物黄金供应有限。

抛开油价跌至负值不谈，这应该只是一时的异常现象。今年油价暴跌也的确对黄金市场有较大影响，包括其对石油出口国的经济造成负面冲击，影响通胀预期和地缘政治局势，挫伤大宗商品投资者的信心等多个方面。由于黄金走势与全球投资者风险偏好情绪的变化密切相关，上述因素无疑也将影响黄金走势。



**Metals Focus** 感谢其合作单位——中国黄金协会  
对《贵金属周报》中文版的支持



**Metals Focus**感谢下列机构对《贵金属周报》中文版的支持



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



A PALLION COMPANY  
[www.ABCbullion.com](http://www.ABCbullion.com)



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



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

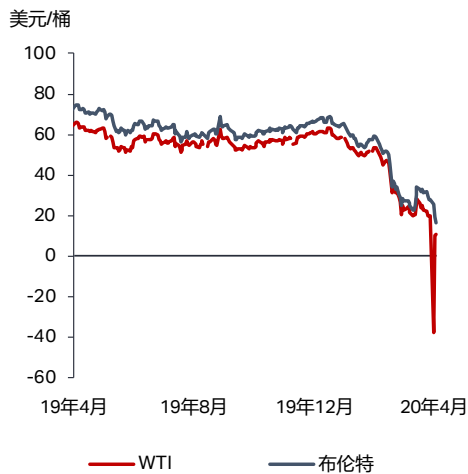


[www.marsh.com](http://www.marsh.com)



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

## WTI,布伦特原油价格



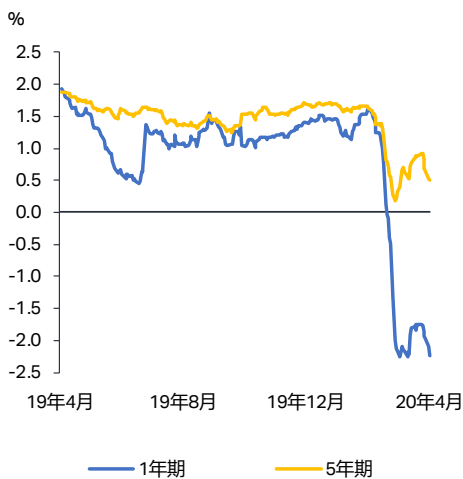
数据来源: 彭博社

具体而言，对于很大一部分收入依赖于石油出口的几个大型经济体来说，油价大幅下跌无疑将对其经济增长产生巨大负面冲击，进而长期拖累世界经济增长。不仅如此，由于能源业上市公司在全球股市上所占权重颇大，油价暴跌还将给股市带来显著负面影响。其次，由于能源价格对通胀率影响甚大，油价暴跌将显著改变通胀预期。例如，目前美国一年期盈亏平衡通胀率为-2.2%，五年期盈亏平衡通胀率也不到0.50%，已是2008年金融危机以来的最低水平。

就低油价对地缘政治局势的影响而言，历史经验已显示，油价长时间处于低位会导致中东很多国家的收入持续下降，引发政治动荡和地区局势不稳定。虽然目前来看，地缘政治突发事件仍属尾端风险，但近期沙特和俄罗斯这两大产油国对OPEC协议减产一事的影响，年初美伊之间关系紧张，都显示地缘政治风险仍然存在。

最后，石油期货仓位剧降还将导致投资者对投资大宗商品基金和ETFs（交易所交易基金）的热情大为降低。一般而言，欲投资大宗商品的个人投资者和机构投资者通常不会去挑选单个商品投资，而是投资于覆盖一篮子商品的基金或指数，这其中通常也包括贵金属。因此，资金流出这些基金也将对贵金属投资产生负面影响。

## 美国平准通胀率

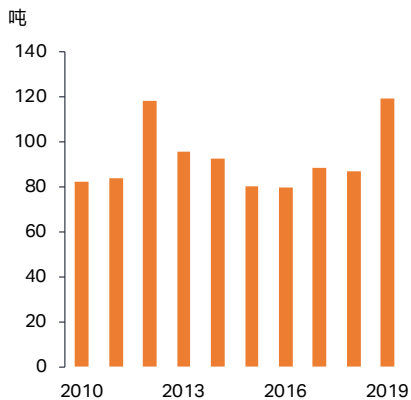


数据来源: 彭博社

总体来看，上述因素多数利好于贵金属，其中黄金从全球市场避险情绪升温中受益最大。虽然从理论上讲，通缩不利于金价上行，但市场波动性增大和股市暴跌对金价的提振效应强于通缩的打压效应。从投资角度看，即使很多大宗商品ETFs可能因全球经济增长放缓而遭遇资金流出，但在利率处于创纪录低位，各国央行也纷纷推出大规模刺激措施的大环境下，机构投资者对黄金的避险需求仍有望保持强劲。

从宏观经济视角看，大宗商品期货和现货价格差值巨大，反映出新冠肺炎疫情所引发的需求和供给双重冲击（在不同时段二者力度各异），已给全球经济前景蒙上阴影。此外，流动性不足的情况时有发生，市场波动率也过高，导致价格暴涨暴跌，也凸显出全球金融市场基础的脆弱性。

## 印度黄金回收供应量



数据来源: Metals Focus

## 印度黄金回收市场的组织化程度有望提高

过去十年间，印度黄金精炼业格局已发生巨大变化，精炼产能从2013年时仅300吨激增至目前的1,200吨左右。目前经印度标准局（BIS）认证的精炼厂数量已达到25家，由于可供其加工的本国黄金回收供应量有限，这些厂商高度依赖于进口精炼用金银块作为加工原料。这反映出印度黄金回收市场的组织化程度甚低，例如，首饰零售商从消费者处回收旧金饰后，就选择自行进行熔炼再生，然后制成新金饰。

不过过去几年间，随着首饰市场上规模化经营厂商所占份额的上升，精炼商增加了设在主要黄金消费城市的回收中心数量，印度黄金回收市场的组织化程度已有所提高。

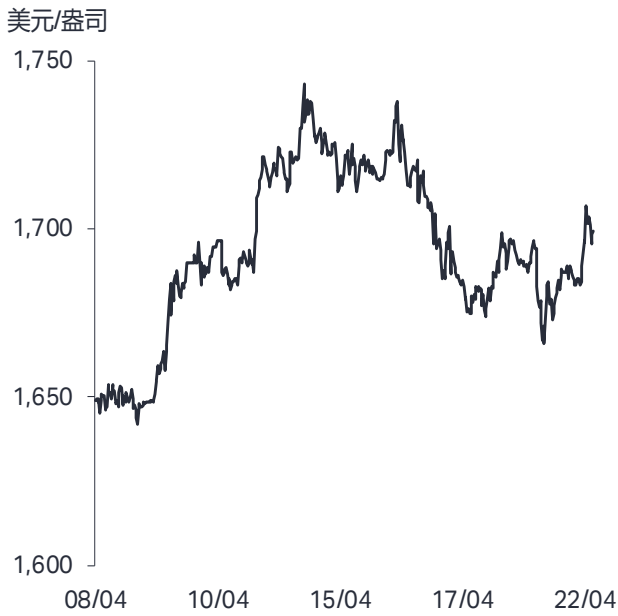
3月中旬起至今，印度全国持续实施防疫封闭措施，已给经济造成严重冲击，很大一部分非正规就业人员的收入急剧下降。我们与印度业内人士的沟通显示，大多数首饰商和精炼商都预期一旦封闭措施从5月3日起放松，那些现金告罄的居民将急于卖出其所持黄金，黄金回收数量有望大幅上升。在印度农村地区，夏播季节将于6月到来，为筹资购买农资材料，农民也很可能会卖出持有的黄金来换取现金。

鉴于今年黄金回收供应量或将远高于过去，那些现金储备有限的首饰商要从消费者处回购大量黄金，会变得极为困难。此外，由于对新首饰的需求也将走弱，首饰商很可能不得不把首饰熔炼后制成金条，然后运往MCX和NSE商品交易所出售，以对冲价格风险。但这两家商品交易所都只接受经伦敦金银市场协会认证，纯度达995的公斤金条，而印度能产出这种金条的精炼厂数量寥寥无几。

在这一大背景下，黄金回收市场的组织化程度有望提高，这样精炼商就能比过去更容易地回收到废旧黄金。随着精炼商之间的竞争加剧，黄金回收中心的数量有望显著上升，进而从非正规回收商处夺走市场份额。更重要的是，这也为印度监管机构和黄金行业推动实施印度合格交割标准提供了好机会，有了合格交割标准后，经印度标准局认证的所有精炼商就都能将产出的金条运至商品交易所出售。

# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



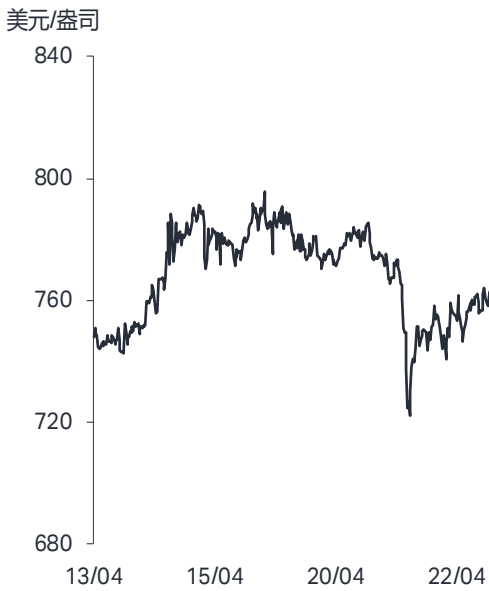
来源: Bloomberg

## 白银



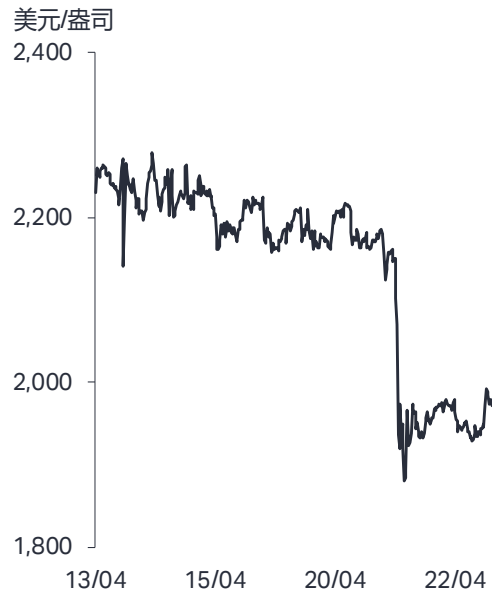
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

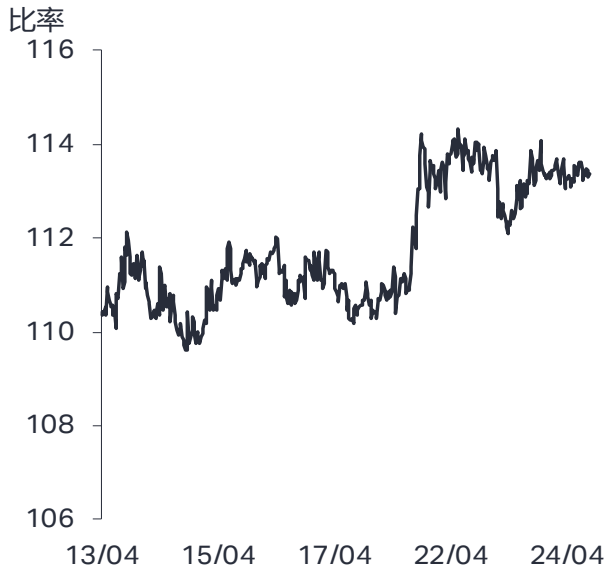


来源: Bloomberg



# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



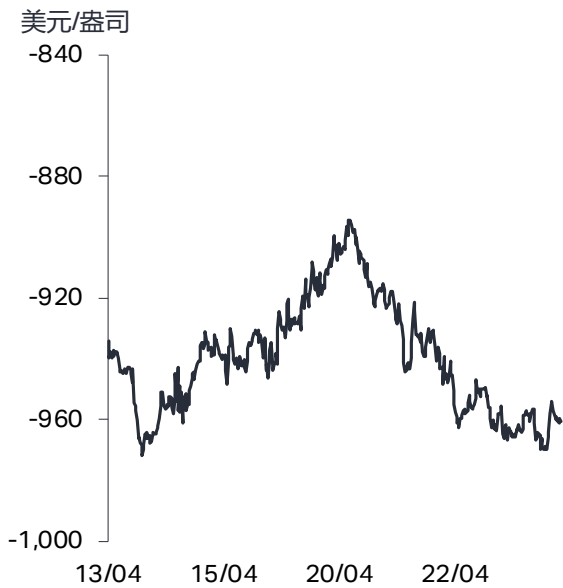
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



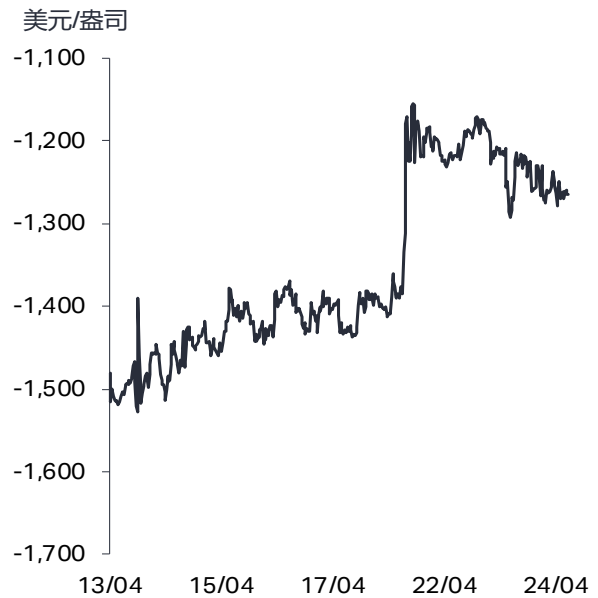
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

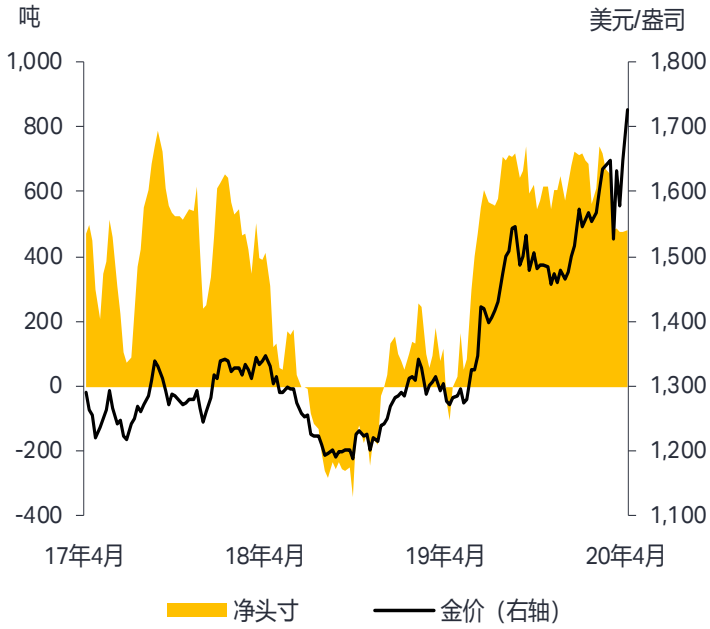


来源: Bloomberg



# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



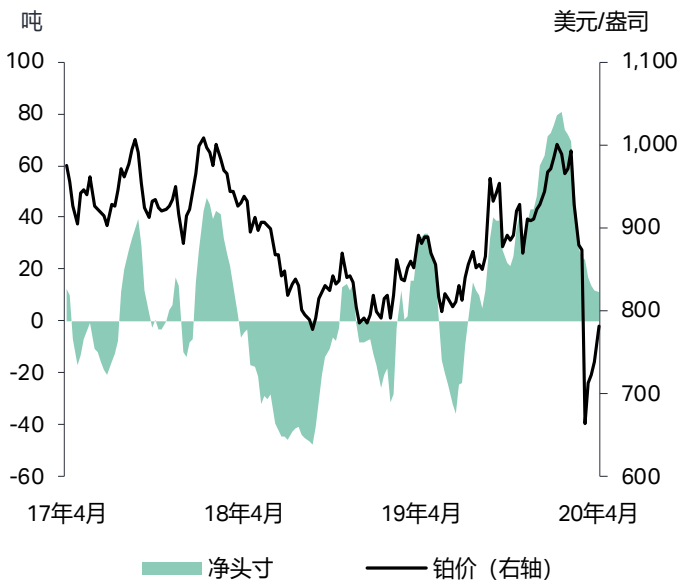
\*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

## 白银



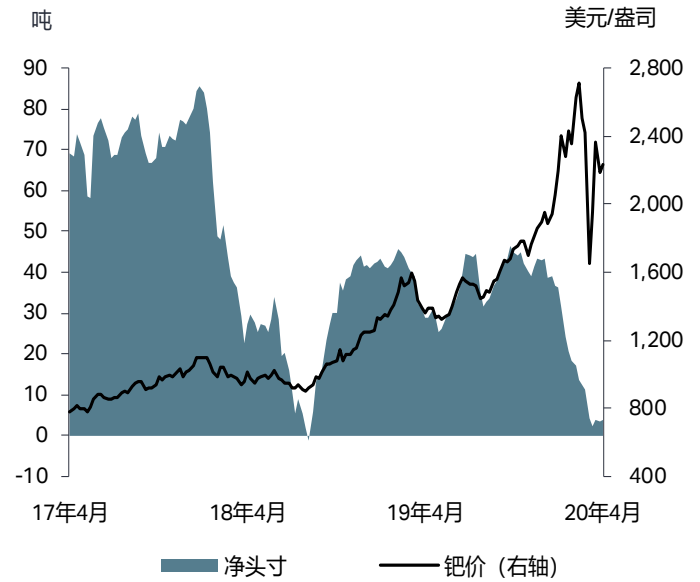
\*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

## 铂金



\*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

## 钯金



\*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg



# 图表 - ETP 持仓

## 黄金



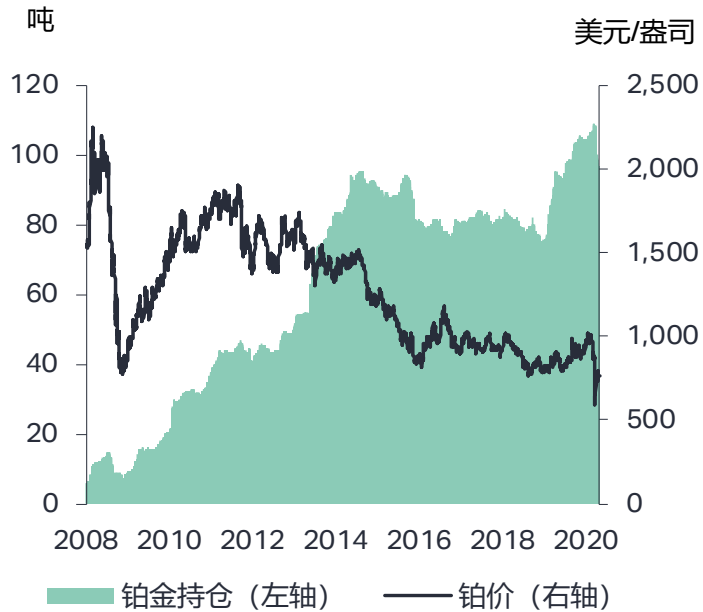
来源: Bloomberg

## 白银



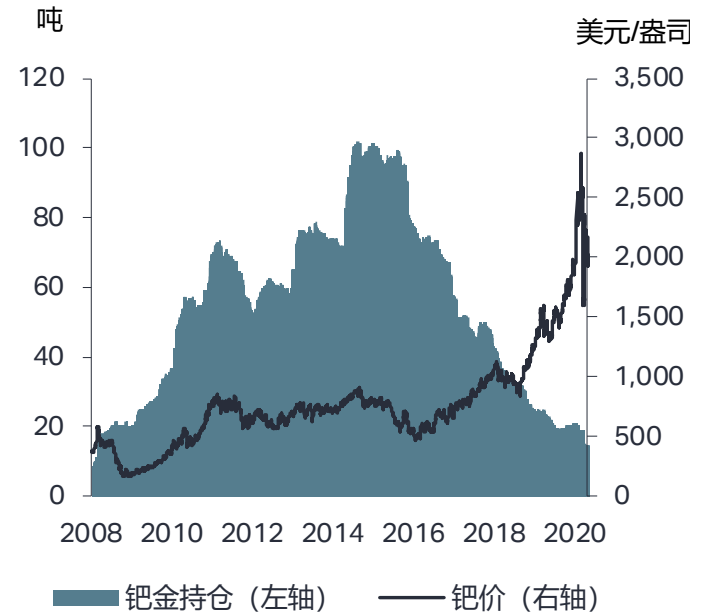
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金



来源: Bloomberg





## Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 董事

Charles de Meester, 董事

[Neil Meader](#), 调研及顾问经理

Junlu Liang, 高级研究员

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

Sanjay Saraf, 区域销售总监

[Neelan Patel](#), 区域销售总监

Mansi Belge, 研究助理 - 孟买

Adarsh Diwe, 研究助理 - 孟买

[Mirian Moreno](#), 业务经理

Nikos Kavalis, 董事 - 新加坡

Adam Webb, 矿业组主管

Wilma Swarts, 铂组金属主管

[Philip Klapwijk](#), 首席顾问

Chirag Sheth, 南亚地区顾问 - 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员 - 上海

Çagdas D. Küçükemiroglu, 顾问 - 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 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

Sonya Boromand, 办公室经理

## Metals Focus - 联系方式

地址

Unit T, Reliance Wharf

2-10 Hertford Road

London N1 5ET

U.K.

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: [info@metalsfocus.com](mailto:info@metalsfocus.com)

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

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



MetalsFocus金属聚焦  
微信扫描二维码, 关注我的公众号

## 免责声明与版权声明

除非另有说明, 本报告中所有知识产权的拥有或持牌人均均为Metals Focus Ltd。本报告(包括任何附件和附件)是为收信人独家使用而编写的。本报告中任何内容均不构成购买或出售贵金属或相关证券或投资的要约, 也不构成关于购买或出售贵金属或相关证券或投资的建议。在根据本报告的内容采取(或不采取)任何行动之前, 您必须获得专业或专家的建议。虽然我们已尽一切努力提供在本报告中公布的信息, 但Metals Focus Ltd并不保证其内容的准确性或通用性。本公司对任何错误或遗漏概不负责, 亦不对任何损失或损害承担任何责任, 亦不对任何第三方承担任何责任。

本报告(包含本报告的任何部分)不得在未经Metals Focus明确书面同意的情况下复制、分发、传输或传达给任何第三方。本报告以电子方式提供, 只有已获发个人用户牌照的获授权用户, 才可下载本报告的副本。如有需要, 可向Metals Focus Ltd购买额外的用户许可证。任何未经授权的工作行为可能导致民事或刑事诉讼。

Copyright © Metals Focus Ltd, 2020