



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 392 期  
2020/02/22

### 黄金

上周，因美债收益率进一步走高，金价跌至1,800美元/盎司以下。

印度公布修订后的黄金货币化计划，以期将居民和寺院信托机构持有的闲置黄金货币化。

### 白银

1月份印度白银进口量几近消失，降至仅11吨。

### 铂金

因市场预期工业需求持续改善，以及铂金有望在绿色能源技术领域得到广泛应用，铂价触及1,337美元/盎司，创七年来新高。

### 钯金

2020年12月份，南非矿产铂族金属产量同比下降19.4%。

### 美债收益率不断攀升，黄金走势前景如何

今年年初，金价曾短暂大幅上涨，但之后持续承压下行，2月初一度跌破1,800美元/盎司关口。此后金价收复部分失地，但重获上行动能仍面临困难。展望未来，虽然近期投资者风险偏好升温将继续令黄金市场在短期内承压，我们仍预期黄金有望自当前价格水平回升。

近期金价疲软反映出黄金投资需求显著走弱。1月份黄金ETP的持仓量就基本停滞不前，近期资金更再度流出（虽然流出规模有限）。同时，短线战术性投资者也已减持其COMEX（纽约商品交易所）黄金期货多头仓位，亚洲主要市场的实物黄金需求亦疲软，这些都清楚显示出投资需求不振为黄金上行带来阻力。

投资者对黄金的兴趣下降，背后的主要原因是债券收益率以快于预期的步伐回升。撰写本报告之时（16日），美国十年期国债的收益率已升破1.2%，创新冠肺炎疫情爆发以来新高。美国政府将推出更多财政刺激措施，新冠疫苗的接种，以及美联储主席鲍威尔称无意缩减债券购买规模，都令通胀预期升温，目前美国十年期盈亏平衡通胀率已升至2014年以来的最高点，立于2.2%上方，即为明证。因此，虽然实际利率仍处于负值区域，但近期债券收益率走高仍导致持有黄金的机会成本上升。



valcambi  
suisse

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

valcambi  
suisse

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



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



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

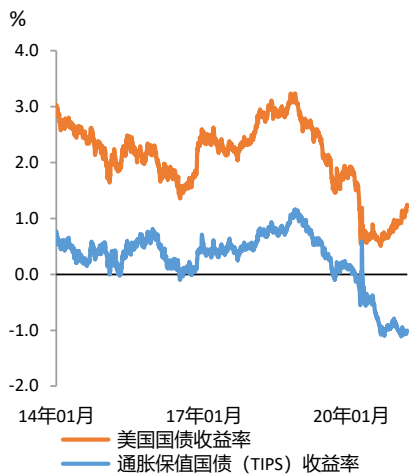


[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)



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

美国10年期政府债券名义收益率与实际收益率



数据来源: 彭博社

在同一时段，流动性充裕，以及对今年后期世界经济将大幅复苏的预期升温，提振了投资者对风险资产的偏好。虽然对股票高估值的担忧日渐上升，上周流入全球股市的资金量仍创出新高，其中主要流向美国股市。与此同时，因市场预期疫苗接种后经济复苏将提振需求，大宗商品的价格也普遍上扬。

展望未来，短期内上述诸因素将继续打压投资者对黄金等避险资产的兴趣。不过Metals Focus仍认为，总体来看，投资大环境仍利好于黄金，应能推动金价重新走强。

首先，全球经济依然脆弱，意味着未来一段时间财政和货币政策仍将极度宽松。需要指出的是，2008年金融危机后金价飙涨的主要推手之一即是通胀预期，虽然最终高通胀并未坐实。尽管有此先例，目前很多投资者认为鉴于货币和财政宽松政策的力度之大，且更具针对性，推升物价水平的可能性高于以前。

更重要的是，因目前失业率仍高企，要使经济增长势头保持强劲意味着各国央行即使在通胀压力开始加大之时，也难以采取加息措施。这很可能促使投资者从其他市场转投大宗商品基金，以对冲通胀风险，从而会让黄金受益。

美国10年期盈亏平衡通胀率



数据来源: 彭博社

需要强调的是，虽然目前来看，债券收益率和盈亏平衡通胀率逐步走高可能不会对股市升势构成不利影响，但如果收益率加速上升，此时股票估值过高会显得愈加明显，则可能使走势脱轨。此外，对债务水平高企的担忧，叠加低利率环境，势必会让美元在未来数月间再次面临下行压力，这有助于消除美元计价金价的上行障碍。股市回调修正的风险仍然较高。目前的股票估值水平已明显高于经济增长预期，因此一旦发布的系列经济数据偏弱，很可能会促使资金流向防御性更强的资产。

重要的是，目前投资者拥有的黄金持仓中的大部分具有一定粘性，以保护其投资组合免受由政府债务不断膨胀和通胀可能走高所引发的系统性风险的冲击。因此，即使经济复苏的前景改善，投资者对复苏稳定性的疑虑很可能仍会持续，加之其他尾端风险也仍存在，应能继续支撑投资资金流入黄金市场。

## 印度政府修订其黄金货币化计划

印度是全球第二大黄金消费国，但本国矿产金供应量极低，高度依赖于进口，因此进口黄金所花外汇多少对国家经常账户余额有重大影响。有鉴于此，印度历届政府都试图通过提高关税或采取限制措施（例如2014年施行的80:20计划，即所进口黄金中的20%必须以首饰形式出口）等手段，抑制黄金进口。但这些措施未能有效抑制黄金进口量，因此政府已把调控重点转向将国内黄金存量加以货币化。这里需要指出的是，印度地上黄金存量（其中包括由寺院信托持有的黄金）数量庞大，估计超过25,000吨。

为盘活这些黄金存量，政府首先采取的措施是在2015年推出了“黄金货币化计划”（Gold Monetisation Scheme, GMS）。该计划旨在激励消费者将其黄金存储在政府指定机构，获取固定的年利息。不过计划推出后反响平平，推出以来仅吸收了20.5吨黄金，其中大部分来自寺院信托。过去几年间，很多商贸团体强烈呼吁政府修改该计划。在这一大背景下，印度政府在本月早期宣布对计划进行修订，其中一些重要的方面包括：黄金存单可进行交易；下调最低交存量；允许首饰商成为收集中心并批准银行参与相关活动。

具体看各项内容：修订前的计划规定所交存的黄金有锁定期，其期限长短取决于储蓄是短期（1-3年）、中期（5-7年）还是长期（12-15年）。而根据修订后的计划，所交存的黄金可转换为非实体的可交易证券（与股票类似，而且可在不同类型的交易所进行交易）。为吸引消费者参与，最低交存量已由30克黄金下调为10克。以上两项变动实施后，消费者易于将其所交存黄金变现，而且参与门槛降低以及退出更为容易，因此应能吸引其参与该计划。

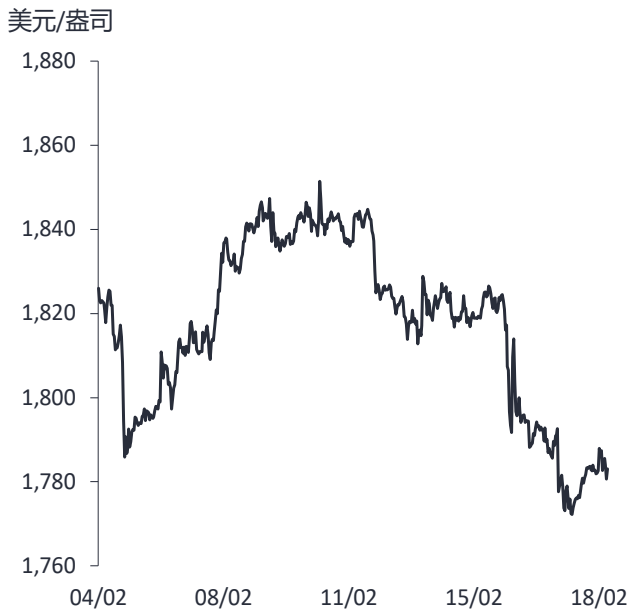
不仅如此，根据修订前的GMS计划，首饰商未发挥作用，鉴于其与消费者直接接触，我们认为这是原计划主要的局限之一。而计划修订后，首饰商获准可以成为GMS计划下的托收代理商。我们认为这已在正确的方向上向前一步。但具体首饰商如何注册为收集中心，其详细规定尚待公布。最后，印度所有公共部门银行（PSBs）被要求参与GMS计划，其中三分之一分支机构将被指定为GMS计划下的收集点。有趣的是，政府也鼓励私营部门银行参与。不过我们认为与通过向海外银行借贷黄金相比，通过GMS计划吸收黄金的成本相当高，这些私营部门银行参与计划可获得的利润会非常低。

总而言之，我们认为印度政府的这些举措是积极进展，应能提高未来几年GMS计划项下的黄金持有量，但还需采取更多措施，尤其是在提高消费者认知度和激励银行参与方面。



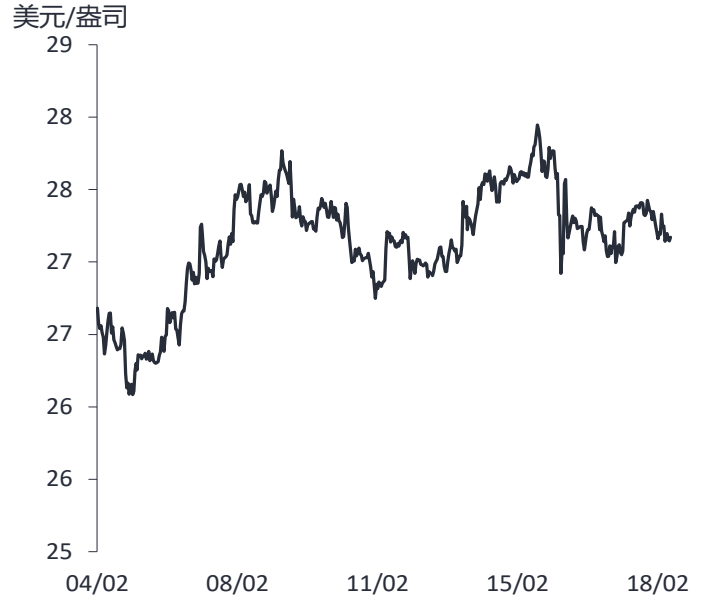
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



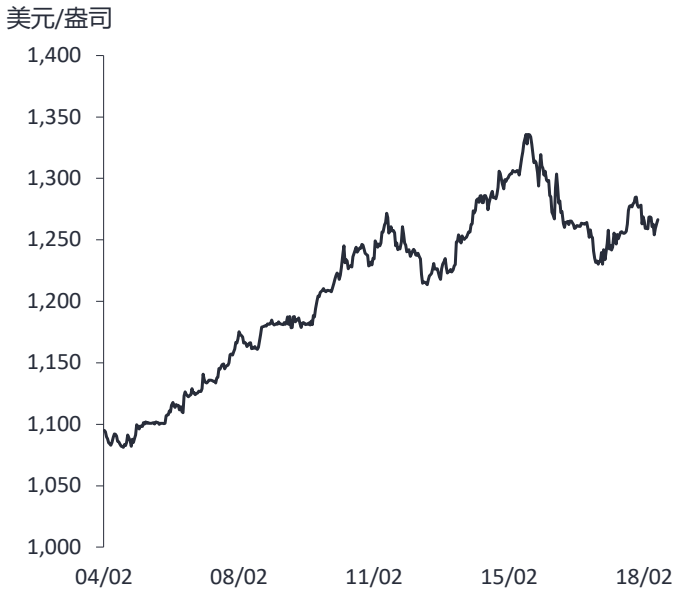
来源: Bloomberg

## 白银



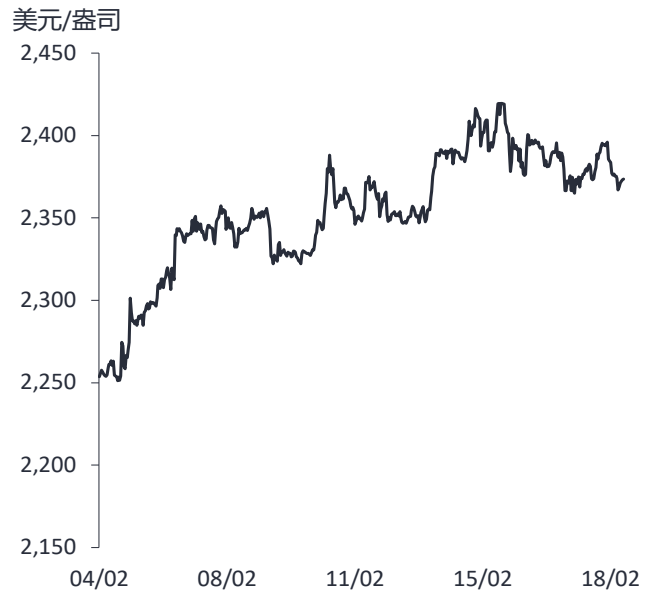
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金



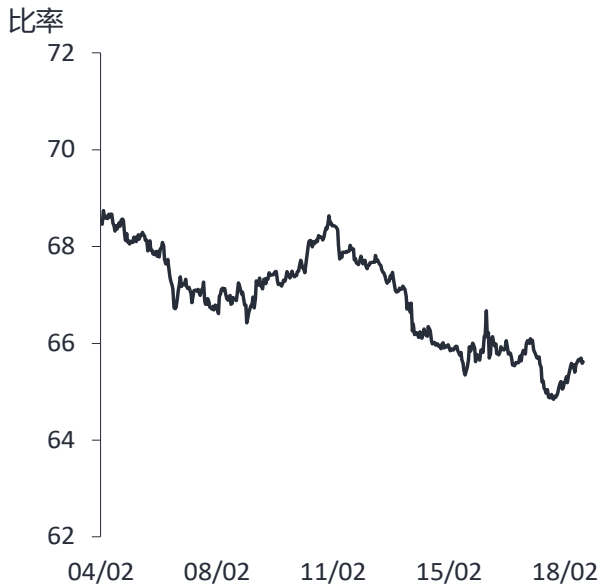
来源: Bloomberg





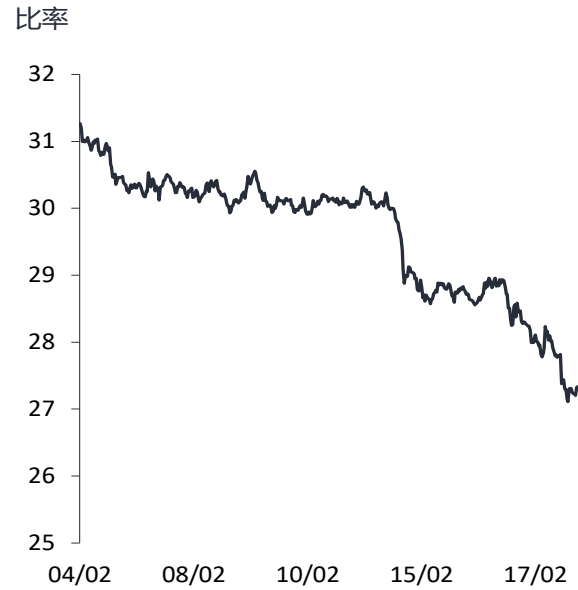
# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



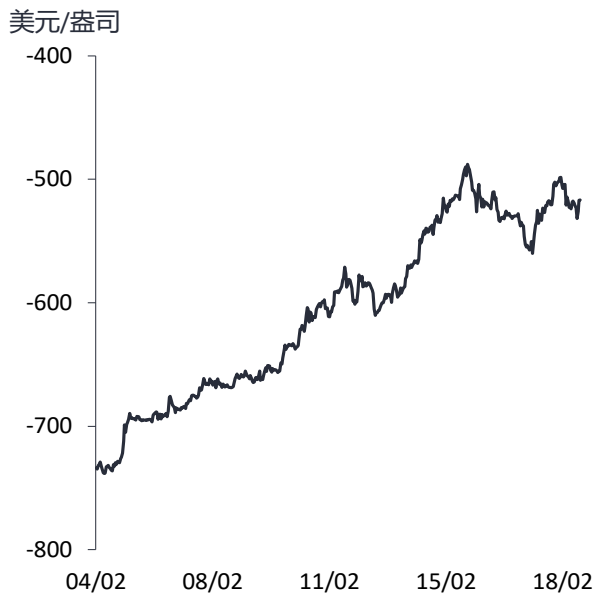
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



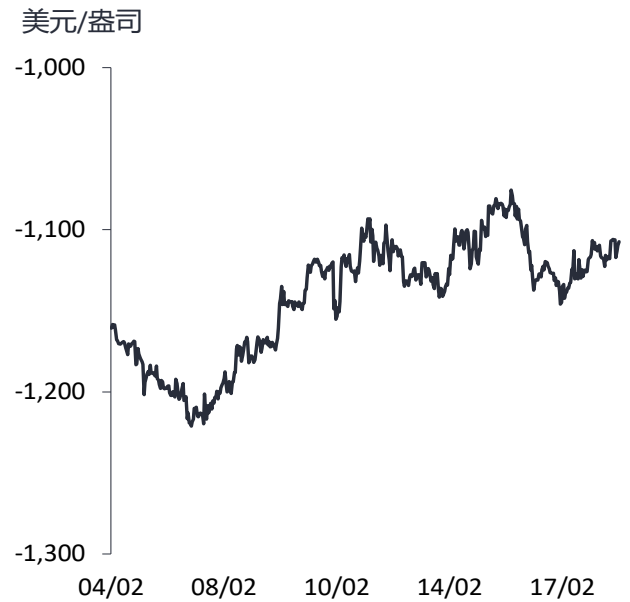
来源: Bloomberg

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



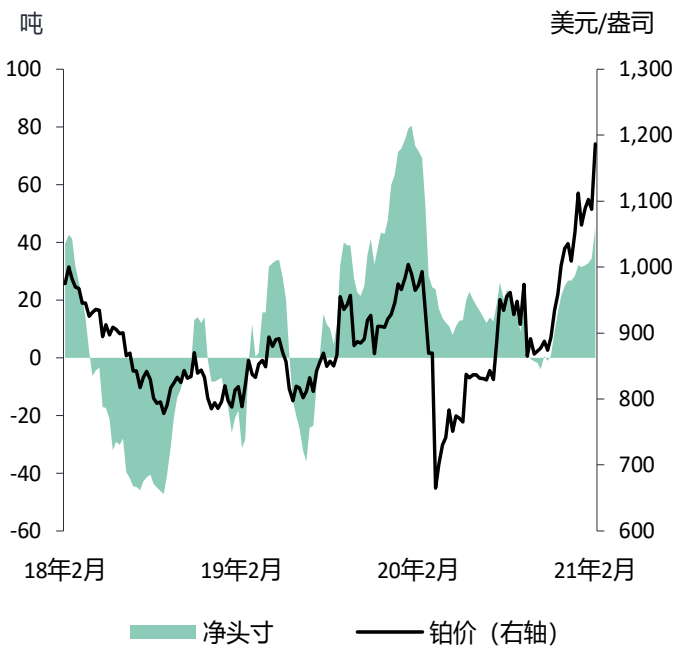
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 白银



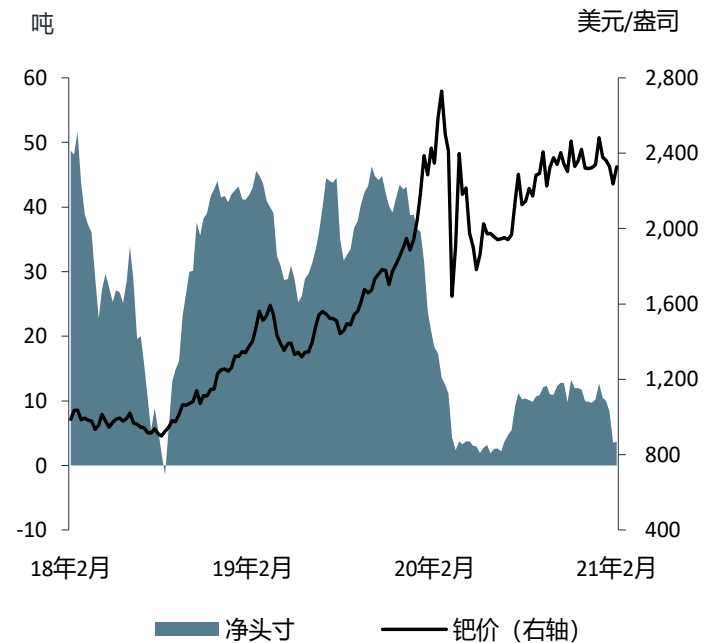
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 铂金



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

## 钯金



\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: 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, 常务董事

Charles de Meester, 常务董事

Neil Meader, 金银业务主管

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

Mansi Belge, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究助理-孟买

Neelan Patel, 区域销售总监

Mirian Moreno, 业务经理

Nikos Kavalis, 常务董事 - 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, 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

## Metals Focus - 联系方式

地址

6th Floor, Abbey House

74-76 St John Street,

London EC1M 4DT

U.K.

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

www.metalsfocus.com



MetalsFocus金属聚焦

微信扫描二维码，关注我们公众号

## 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持有人或持牌人均均为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