



Metals Focus

**贵金属月报**

第65期 - 2021年4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

- ▶ 受3月份强于预期就业数据的提振，4月初美国股市再创历史新高，标普500指数首度涨破4,000点大关。
- ▶ 欧洲第三波新冠肺炎疫情与疫苗接种瓶颈给该地区的经济前景蒙上阴影。然而，迄今为止其对市场风险偏好情绪的影响仍有限，本周早些时候，泛欧斯托克600指数同样创出历史新高。
- ▶ 美国国会通过1.9万亿美元纾困救助法案，拜登政府计划斥巨资进行基建，金融市场流动性过剩，这些因素都继续促使债券“再通胀交易”。美债收益率曲线进一步趋陡，盈亏平衡通胀率预期亦走高。美元指数也自去年11月以来首度站上93。虽然美联储上调经济增长预期，金融市场对通胀的担忧也日渐升温，在3月份的联邦公开市场委员会例会上，仍宣称至少在2023年底前将继续实施接近于零的超低利率政策。
- ▶ 在这一大背景下，主要贵金属的价格继续承压。3月份黄金和白银价格都创出本年迄今新低，铂族金属价格则因供应方面的担忧而较为坚挺。
- ▶ 最近美联储发表鸽派言论后，贵金属价格有所反弹，其中金价曾短暂涨破1,750美元/盎司。
- ▶ 展望未来，全球经济有望持续复苏，各国也将继续实施极为宽松的货币和财政政策，应能继续支撑市场风险偏好走强。这将使贵金属价格上行幅度受限。
- ▶ 不过也应看到，实际收益率仍处于负值，一定程度上抑制贵金属价格的下行空间。更重要的是，虽然近期美元反弹，我们仍对其将长期走强持怀疑态度。上述诸因素，叠加较高的尾端风险，应使得今年剩下时段内贵金属价格有相当大的上行空间。

# 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

3月份，黄金价格连续第三个月走弱，3月8日一度跌至1,677美元/盎司，重返去年4月份的低位。之后金价有所回升，在撰写本报告的4月初，已站上1,740美元/盎司。

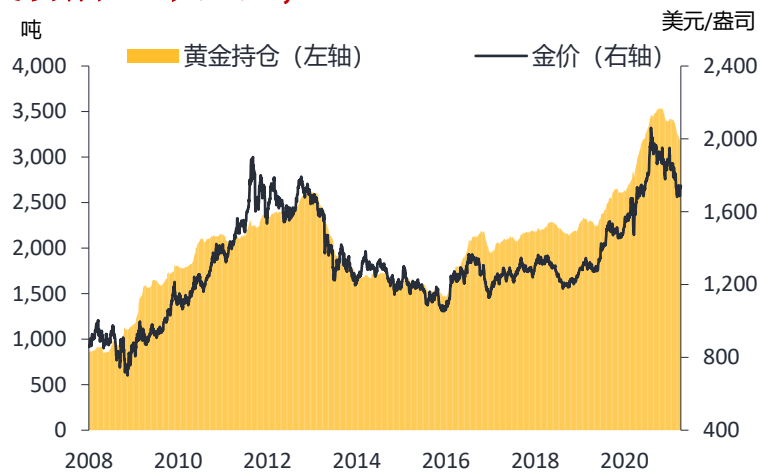
- 与2月份的市况一样，债券收益率不断攀升和美元走强仍是导致金价走弱的根本原因。尤其值得一提的是，金融市场已经越来越多地为美联储将较其暗示的时间提前加息做好准备。
- 投资者对避险资产的兴趣减弱，导致目前资金流出黄金ETPs（交易所交易产品），当前全球黄金ETP的总持仓量已降至去年5月份的低位。同样的情况在期货市场上也较为明显，COMEX（纽约商品交易所）黄金期货净多头仓位就自2019年5月份以来首度降至300万盎司下方。
- 如前面“宏观经济”部分所述，尽管近期面临阻力，但今年剩下时段内金价仍有望回升。
- 虽然估值高企，但因流动性过剩投资者仍很可能会继续看多股市，使其对黄金的兴趣有限。除却疫情急剧恶化，或出现一些意外事件冲击，今年黄金市场的投资流入应会低于2020年的水平。
- 因此，上期月报发布后我们已下调金价预测值。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 供应方面，3月23日，澳大利亚 Resolute 矿业公司旗下的Bibiani公司终止了其采矿租约。加纳矿产委员会建议该公司停止进行所有项目活动和运营。2020年12月，Resolute公司同意将Bibiani金矿项目（预计开采寿命为10年，年产量为10万盎司）出售给赤峰吉隆黄金矿业公司，但目前该交易尚未完成交割。

# 黄金市场现状与展望

- 匈牙利央行于4月7日宣布，3月份已将其黄金储备从31.5吨增加至94.5吨，该举措也提振了黄金投资者的信心。
- 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）国内珠宝首饰零售销量同比飙升161%。升幅较大主要是因为去年同期爆发疫情导致基数很低，此外鼓励就地过年等措施使得居民旅游支出仍低，金价回落后消费者趁低买入等因素也有助力。
  - 3月份印度黄金进口量飙升逾400%，至160吨，创2015年8月份以来月进口量新高。这主要得益于下列诸因素：进口关税下调；金价下跌；被压抑的消费需求得到释放；佛陀满月节到来前首饰制造商提前备货。
  - 在中东地区，3月份金价跌至九个月来新低，促使投资者趁低购入黄金。得益于金价波动率低，加之部分被压抑的消费需求得到释放，首饰消费量也已回升。金价走低同时也导致黄金回收量下降。
  - 近期从欧洲首饰制造企业获得的反馈信息显示市况较好，尤其是面向出口市场的高端首饰。3月份瑞士制表业的黄金印记用量同比劲升72%也佐证了这一点。美国首饰消费量也呈现强劲走势——美国商务部发布的最新数据显示，1月份全美首饰和表业总销售额同比上升26%。
- 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。新冠病毒发生变异的威胁，将为黄金投资增长注入额外动力。另一方面，如果新冠疫苗较预期更快地得到普遍接种，则会导致避险需求下降。最后，地缘政治紧张局势加剧也可能导致市场紧张不安，但其对金价的影响很可能较为短暂。

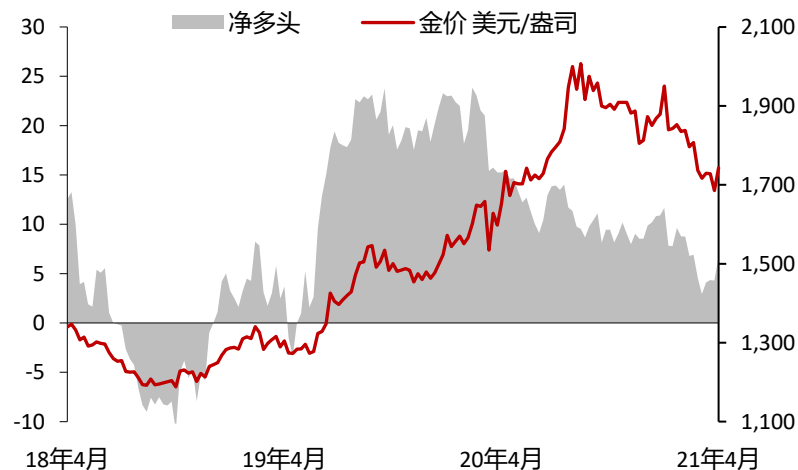
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



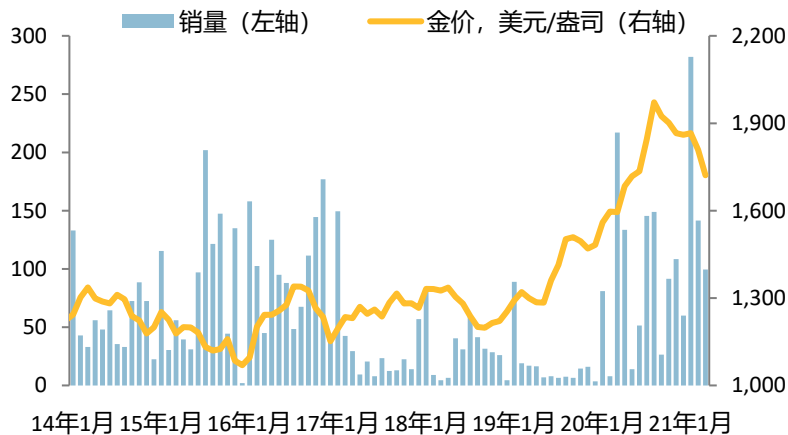
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



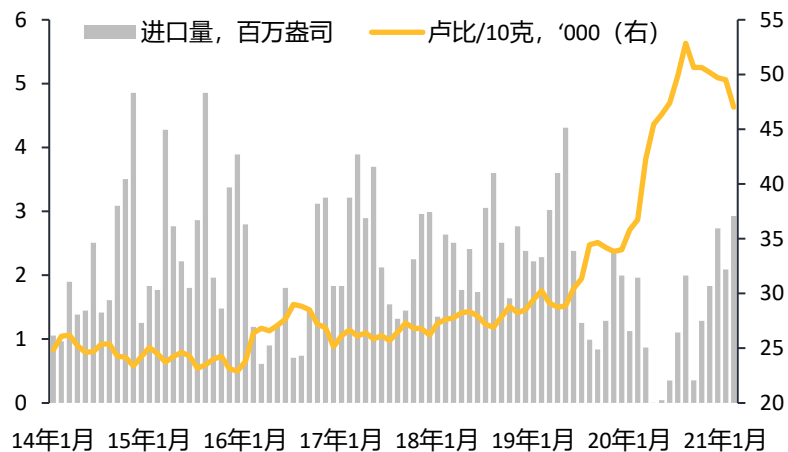
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

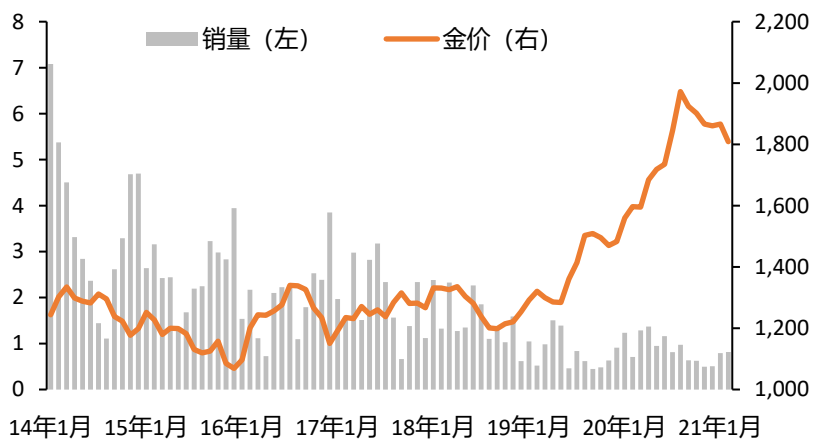
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

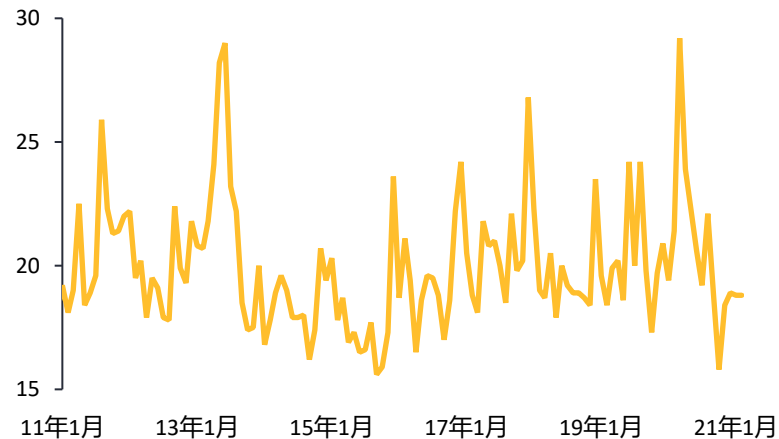
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



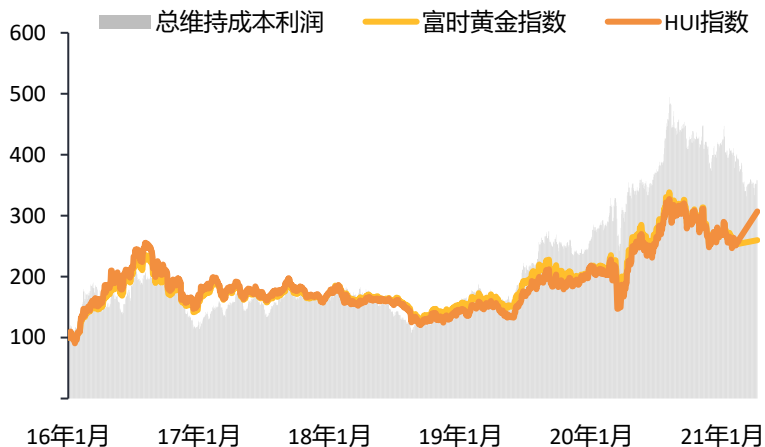
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



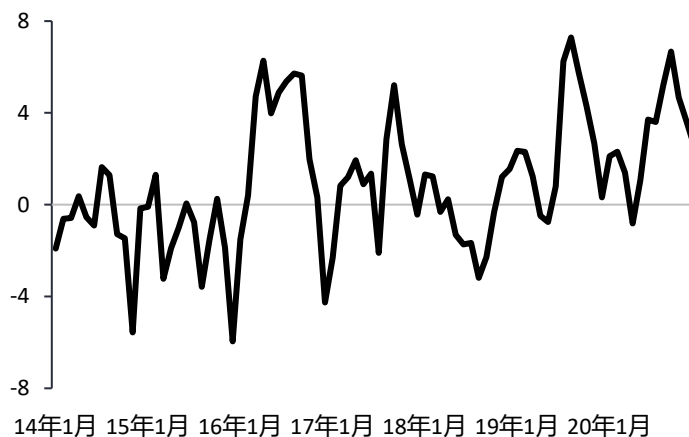
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

## 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

3月份大部分时段内，白银价格都大致追随金价变化而波动，月末报收于23.87美元/盎司，触及四个月来新低。4月初银价收复部分失地，目前交投于25美元/盎司上方。

- 与黄金一样，美元走强和美债收益率不断攀升亦令白银持续承压。此外，3月份基本金属价格涨势暂停，也拖累银价走弱。
- 白银市场体量远小于黄金，固有的波动率也更高，3月份其价格表现小幅跑输黄金。不过尽管金/银价格比率已从65:1左右升至接近70:1，该比率仍保持在七年来的低点附近。
- 随着投资者对吸纳白银和黄金变得日益谨慎，期货市场和ETP市场上获利了结的步伐加速。3月份白银ETP的总持仓量减少3%，幅度尚小。相比之下，受短线战术性投资者推动，管理基金持有的COMEX白银期货净多头仓位大幅下降29%。
- 由于债券收益率不断攀升和美元走强这两大利空因素在近期内持续存在，预计未来几周内银价将震荡整固。我们对金价前景持更为谨慎的看法，相应的也下调了今年剩下时段内的银价预测值。
- 不过我们仍坚信今年晚些时候，宏观经济大环境将促使投资者转向贵金属，或将推高银价。此外，随着疫情后全球经济复苏，投资者看多工业金属也将让白银受益。美国政府计划推出一系列基建刺激措施，也将推动白银用量上升。
- 因此，我们维持下列研判不变：一旦贵金属价格重拾升势，白银表现将跑赢黄金。（具体价格预测可与我们联系订阅）

# 白银市场现状与展望

- 在实物白银投资方面，由于很多投资者利用银价走低之机增持白银，3月份**美国**银币和银条销量仍较为强劲。虽然因2月份基数很高，老鹰银币销量（显示美国实物白银投资需求的基准指标）3月环比下降25%，但一季度的总销量仍较去年同期劲升21%。
- 3月份**印度**白银进口量连续第八个月下滑，同比降幅超过90%。进口量持续下滑反映出印度国内需求尚未复苏，本地银价较到岸成本价折价0.90美元/盎司。此外，因新冠病毒感染病例数持续上升，印度一些邦已开始实施更为严格的防疫封锁措施，短期内需求很可能仍将疲软。在其他地区，我们在业界联系人反馈的信息显示，得益于北美消费旺盛，欧洲出口也很强劲，**西方**国家白银首饰制造业内人士普遍表示乐观。
- 得益于光伏发电新增装机容量持续增长，5G网络相关应用蓬勃发展，以及汽车电气化的持续推进，2021年白银工业用量稳健回升。近期日本一家芯片制造商遭遇火灾，已导致半导体芯片供应短缺之势变得更为恶化，其对供应链的冲击很可能从汽车业延伸至消费电子产品制造业。尽管如此，我们仍对前景持乐观看法，事实上我们在业界的联系人大多也认为三季度芯片供应有望改善，下半年制造商能逐步夺回缺芯所造成的大部分产量损失。
- **价格预测风险因素：**与黄金一样，银价下行主要风险因素也是实际利率的升速快于预期——这将使持有贵金属的机会成本上升，以及美元继续走强。上行主要风险因素则包括地缘政治紧张局势加剧引发避险需求上升；新冠病毒变异株加速传播，以及全球疫苗接种速度不平衡，打击经济复苏之势。

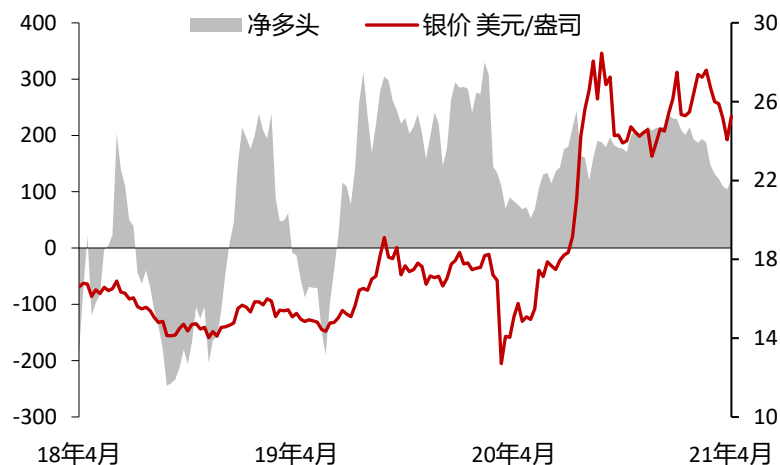
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Comex 白银净多头仓位\*, 百万盎司



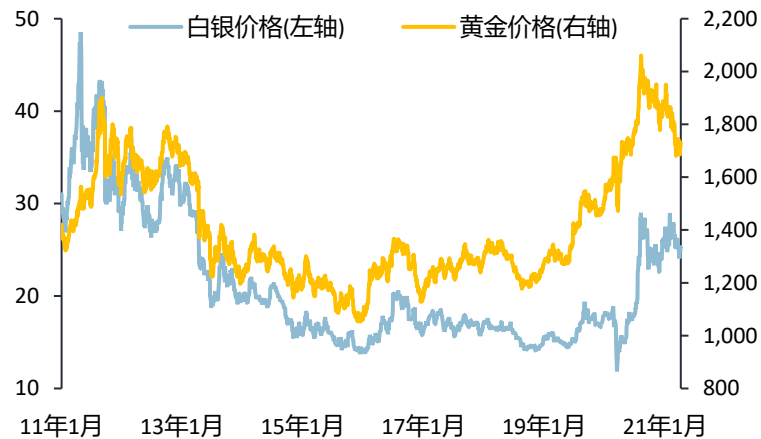
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

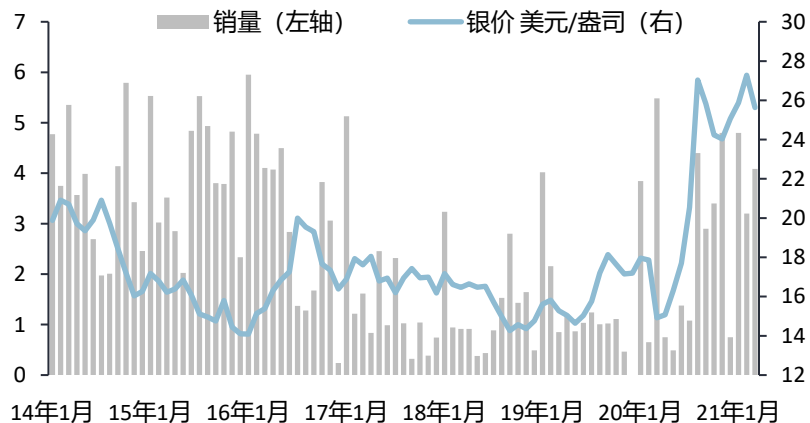
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

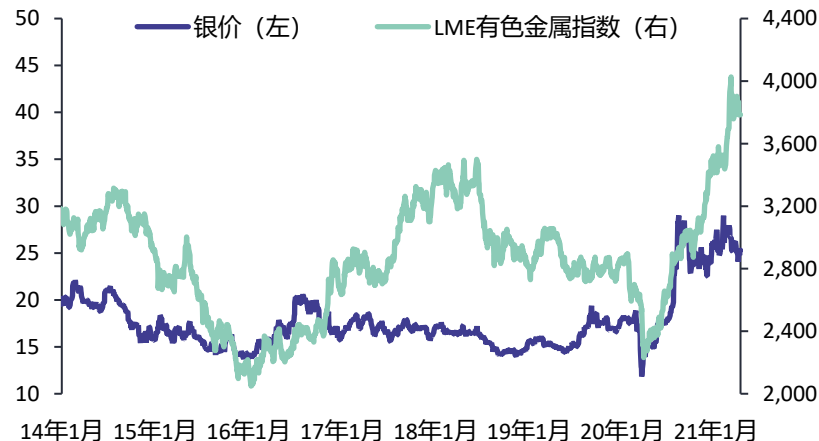
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



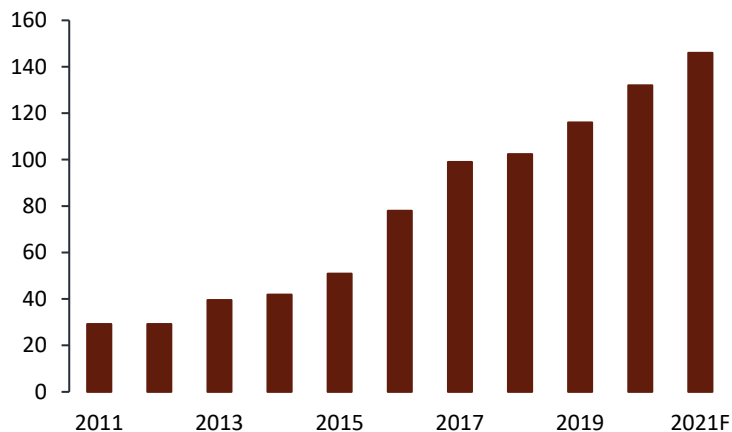
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



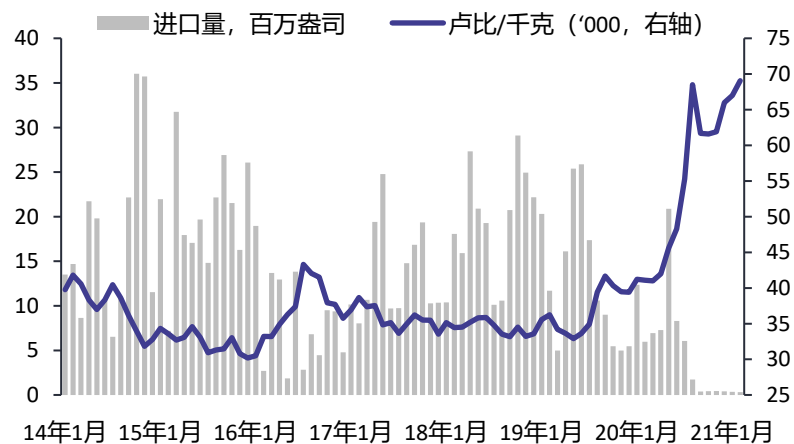
来源: Bloomberg

## 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月中旬触及六年来的高点后，受黄金价格走弱的拖累，铂金价格急剧下跌，3月5日曾降至1,111美元/盎司，较2月份的高点下跌逾200美元。之后金价反弹，又传来俄罗斯矿产铂金供应受限的消息，推动铂价在3月中旬再次站上1,200美元/盎司。此外，关于铂金将在未来氢能经济发挥重要作用的新闻频传，也有助力。不过汽车供应链问题和交易商在月末和季末的减仓行动，使铂金涨幅回吐。直至4月初金价回升，铂价才再次获得支撑，一度涨至1,243美元/盎司，创五周来新高。

- 预计得益于汽车需求复苏（虽然近期半导体供应出现短缺）和俄罗斯矿产供应出现问题，二季度铂金均价预计将创出六年来最佳季度表现。进入三季度后，因轻型柴油车产量将降至年内最低水平，矿产供应也将回升。今年铂价上涨后将表现出相当大的韧性，金价走强也提供一定助力。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 3月初降至100万盎司下方后，管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头头寸很快回升至100万盎司上方，之后至月末变动甚微。虽然总多头仓位基本未变，但总空头降至30万盎司以下，反映出投资者对铂价下行的预期有所改善。
- 2月份小幅净流出后，3月份铂金ETP开始增仓，月底全球ETP的总持仓量升至397万盎司，刷新历史高点。
- 2月份上海黄金交易所的铂金交易量较低后，3月份大量买盘重现，全月交易量达到15.3万盎司，虽仍低于2020年3月创出的历史峰值，但远高于长期以来的月均成交量。

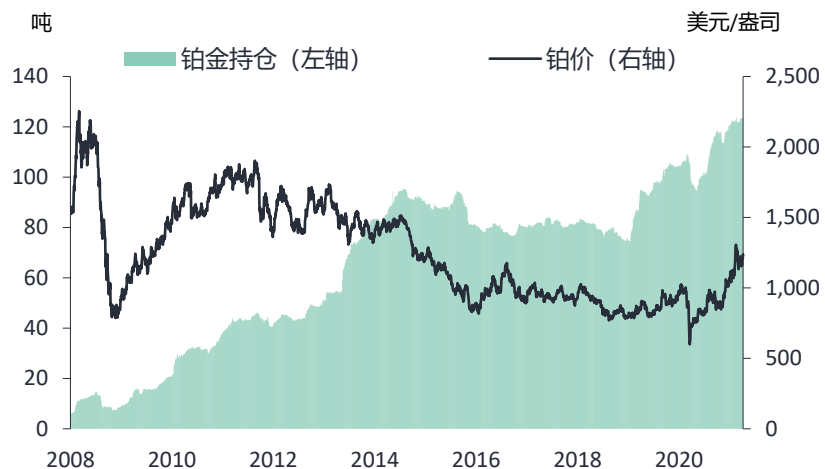


# 铂金市场现状与展望

- Wesizwe铂业公司称因受新冠肺炎疫情的冲击，已修订了Bakubung矿山项目建设进度表，目前预计1MTPA（百万吨年）矿石加工厂将于2022年1月投入试生产，4E铂族金属的预计年产量为11.5万盎司。由于完成项目开发所需的融资尚未到位，该公司正寻求从中国银团获得资金支持。
- 在需求方面，欧洲领先的汽车制造商德国大众公司已推出一项计划，将致力于实现从汽车制造企业向“气候中性，软件驱动的交通运输集团”的转型。大众公司计划大力推进汽车电动化，但同时也指出电动汽车销量要超过内燃机汽车销量尚需15年。预计2021年欧洲轻型柴油车产量将增长12%，略低于全球增速（14%），较2019年下降20%。不过由于尾气排放监管法规更为严格，汽车业的铂金需求量将回升至仅较疫情前低13%的水平。与2020年相比，今年欧洲汽车业的铂金需求量将上升16%，至130万盎司（2019年为140万盎司）。
- 过去十年间，中国厂商需求量在全球汽车催化剂领域铂金总需求量中的占比已翻了一番多，达14%。预计今年需求量将增至41.8万盎司，较2020年增长43%。虽然全年重型汽车和轻型柴油车的产量或将分别下滑17%和9%，但国六排放标准施行后铂金装填量势必提高，足以抵消汽车产量下降的影响。
- 虽然一些OEM厂商对氢能在交通运输中的应用前景表示怀疑，但其他厂商正进一步推动氢动力汽车产能的扩大。Stellantis公司将在年底前推出使用氢燃料和电池的混合动力中型卡车，涉及旗下标志、雪铁龙和欧宝三个品牌。不过目前该领域的铂金需求仍较温和。
- **价格预测风险因素：**投资者预期铂金将在氢能经济中发挥重要作用，将推高铂价，而如果该预期落空，则将令铂价承压。汽车催化剂领域铂金对钯金的替代率上升，也有望推高铂价。另一方面，南非和俄罗斯矿企增加产量并减少在制品库存，则可能会导致铂价走低。

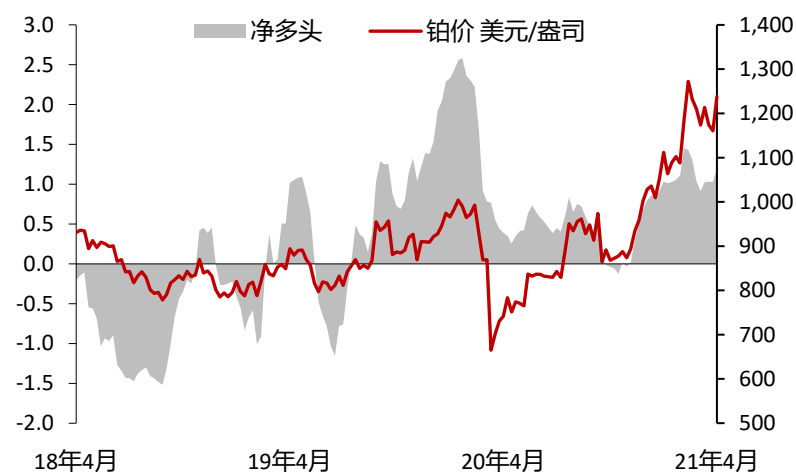
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，吨



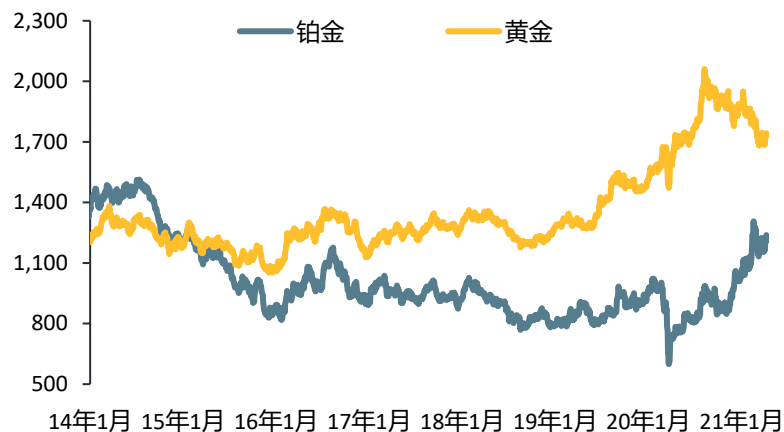
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



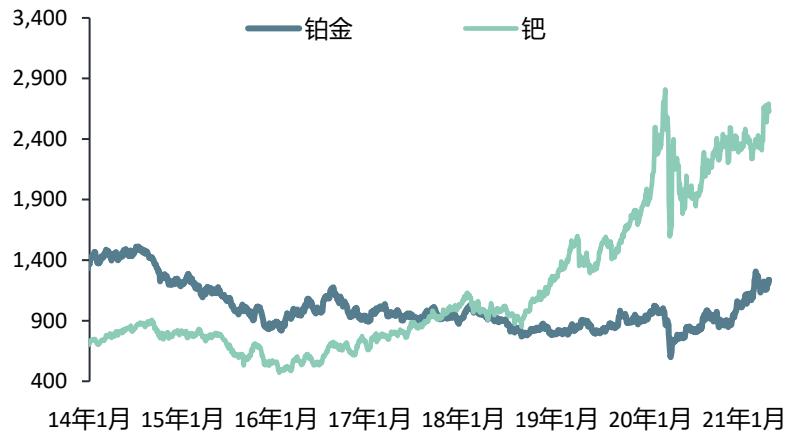
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

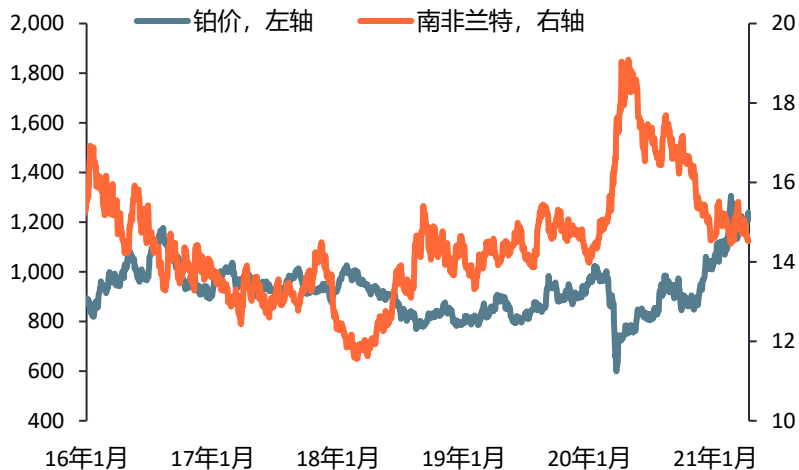
## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

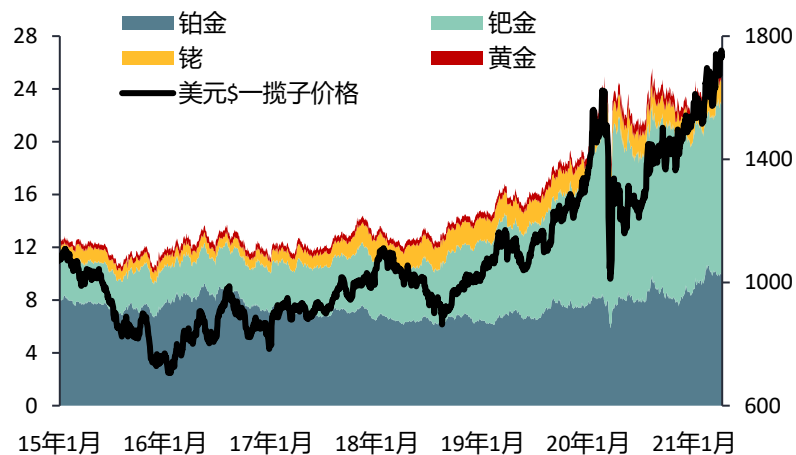
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



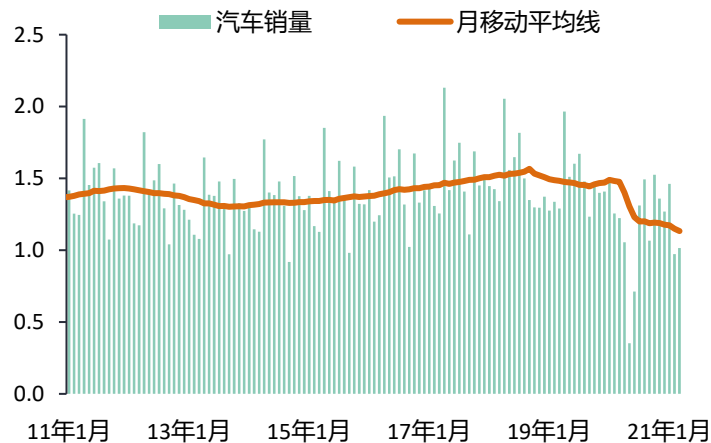
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



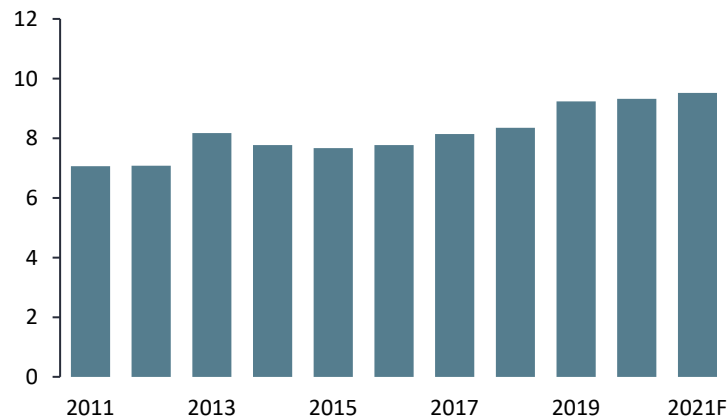
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

3月初，钯金价格回落至2,280美元/盎司，但中旬时诺里尔斯克镍业公司遭遇运营问题的消息令市场深感紧张，钯价随之飙涨至2,754美元/盎司，为去年2月创出历史峰值2,884美元/盎司之后的最高水平。之后随着买入热潮消退，加之月底时交易者减仓，钯价走弱，但在2,520美元/盎司一线获得强支撑。进入4月份后，得益于钯金消费者恢复买入，钯价强劲回升，一度触及2,700美元/盎司。撰写本报告之时，钯金交投于2,650美元/盎司一线。

- 市场对供应出现问题的反应促使我们上调钯价预测值。鉴于半导体芯片短缺继续严重冲击汽车制造业，汽车产量预期会随之下调，供应冲击对钯价的影响将减小。至于今年三季度和四季度的钯金均价，我们维持上一期月报所列预测值不变。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 矿产钯金供应出现问题的消息传出后，部分投资者对钯金的兴趣复燃，3月份管理基金持有的钯金净多头仓位稳步上升，月底时已升至32.6万盎司。不过考虑到钯金供需缺口进一步显著扩大，其交易量仍低于铂金，背后的原因可能是钯金市场缺乏流动性。
- 3月份钯金ETP的总持仓量增长1.3%，至57万盎司。增长主要源自南非的钯金基金在连续数月卖出后，再次开始增仓。

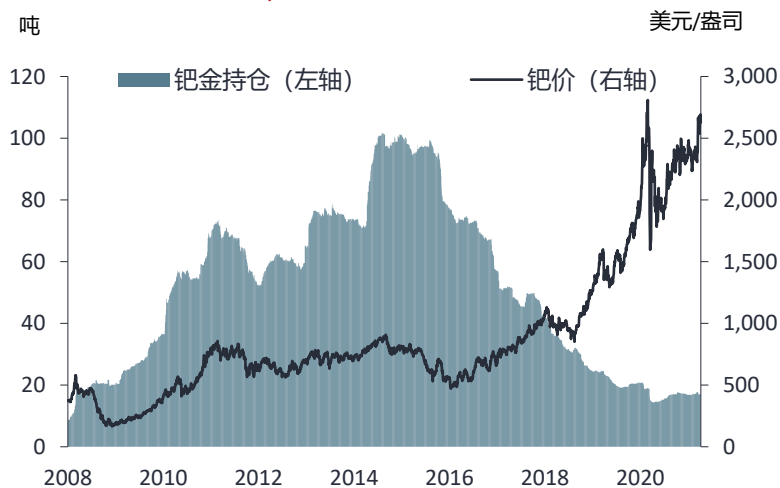
# 钯金市场现状与展望

- 诺里尔斯克镍业公司指出，旗下两座矿山遭遇洪灾将导致钯金产量损失57万盎司左右，相当于全球钯金年总供应量的8%。180万立方米积水抽水作业已开始，预计要到6月份才能恢复满负荷生产。
- 在钯金需求方面，此前我们预计今年全球汽车行业的钯金需求量将达920万盎司，目前看存在不及预期的风险。在美国汽车行业协会呼吁政府干预后，拜登政府正准备制定立法，以提振美国芯片生产。最新预测显示，今年美国汽车产量可能较原来的预期减少约128万辆，同时缺芯对生产的冲击可能再持续六个月。相应的汽车行业的钯金需求量可能下调约20万盎司。不过数据也显示，目前季节性因素调整后的汽车年化销量为1,775万辆，一季度总销量也同比上升11%。
- 2月份中国季节性因素调整后的轻型汽车年化销量为2,320万辆，较1月份略有下滑，与去年四季度的年化数字2,860万辆相比则降幅颇大。市场表现疲软可归因于芯片供应短缺带来的冲击。虽然全年中国汽车总产量可能不及此前的预期，但得益于更为严格的国六尾气排放标准的施行，钯金需求量仍有望增长11.6%，至260万盎司。
- 预计因钯价走高会促使企业节约钯金用量，今年电子工业的钯金需求量将下滑2.9%，至73.9万盎司。就多层陶瓷电容器生产商而言，虽然相关电信和电动汽车应用推动产量增长，但用户仍继续尽量从使用钯基电极转向使用基本金属电极。
- **价格预测风险因素：**俄罗斯矿产钯金产量下降将导致供需缺口扩大，推高钯价。另一方面，半导体供应持续短缺和爆发另一波疫情的冲击则可能对汽车需求产生负面影响，拖累钯价走低。



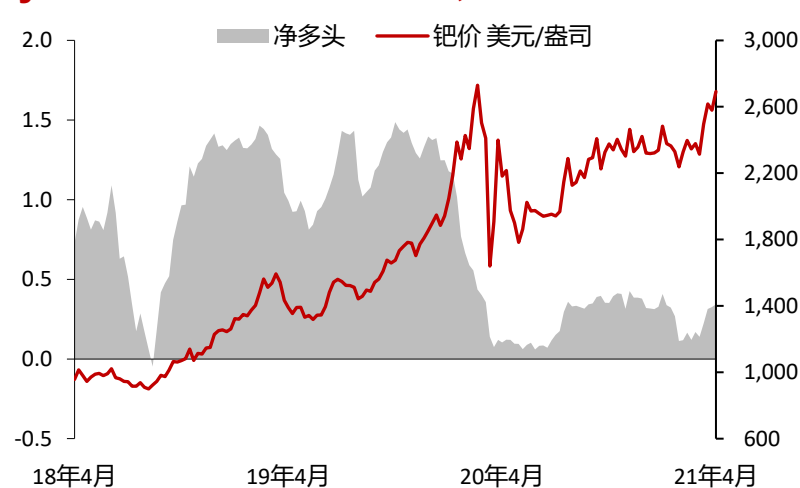
# 钯金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Nymex 钯金净多头仓位\*, 百万盎司



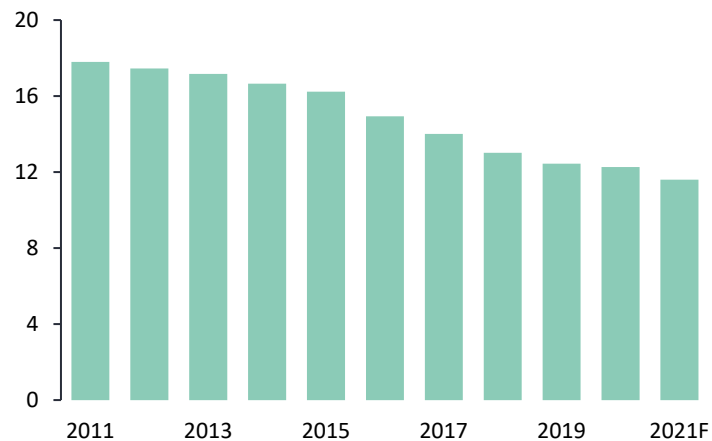
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

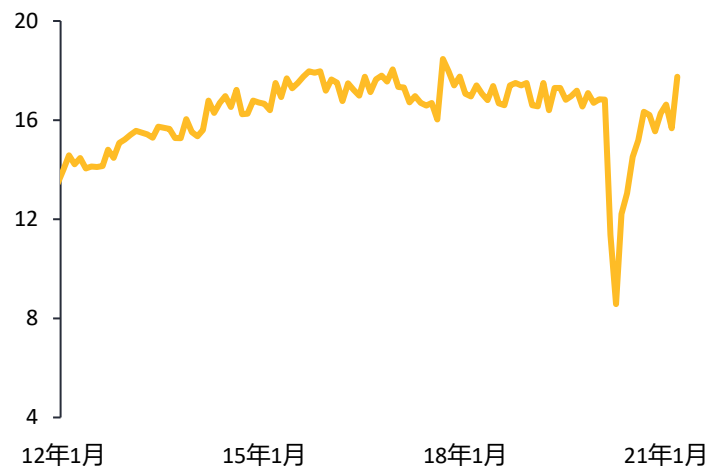
## 钯金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

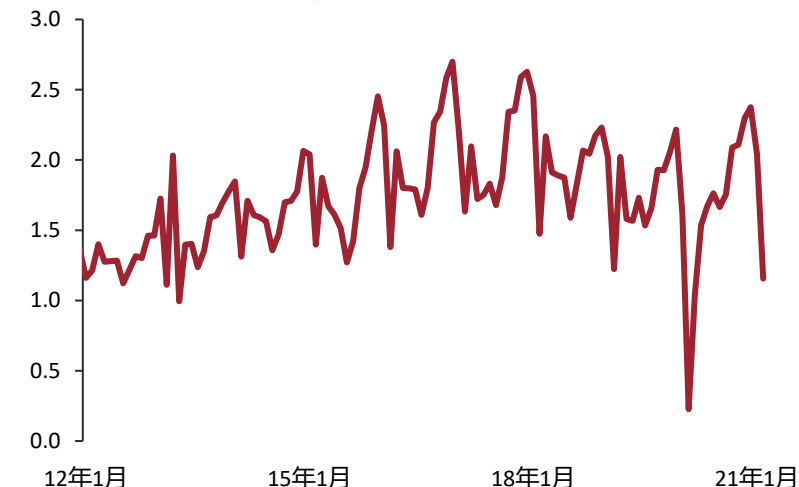
# 钨金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



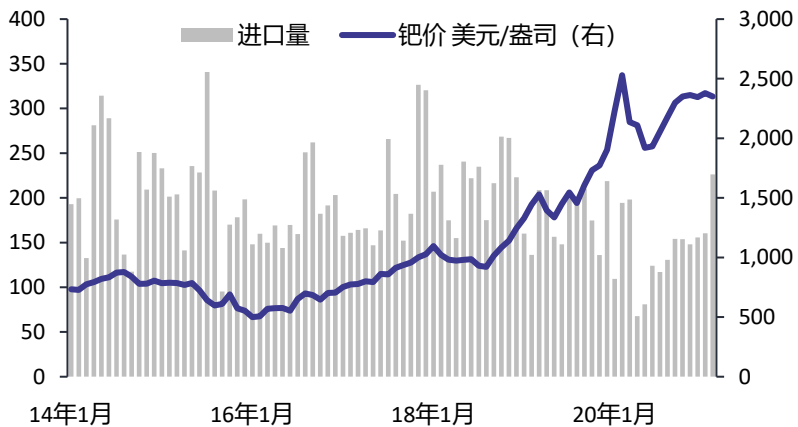
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



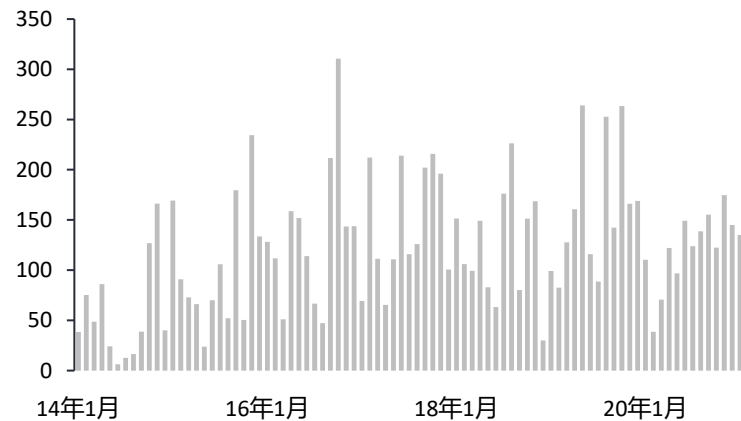
来源: Bloomberg

## 美国钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

## 香港钨锭进口, 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

**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。