



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 579 期

2024/10

### 黄金

十月中旬，美元汇率升至两个月来高点，但金价仍创出历史新高，触及2,697美元/盎司。

### 白银

金/银价格比率持稳于85:1左右。

### 铂金

继销售黄金锭大获成功之后，目前开市客超市已在北美门店销售铂金条和铂金币。

### 钯金

10月前两周期间北美上市铂金ETPs的持仓量上升17%（增加7.1万盎司），至47.9万盎司，创2015年9月份以来新高。

### 未来几月间金/银价格比率预计保持在80:1-85:1区间内

得益于金价涨至创纪录高位的强外溢效应，本年迄今白银价格显著上涨。不过10月早期几乎触及33美元/盎司后，银价回落，撰写本报告之时已跌破32美元/盎司。尽管如此，本年迄今银价涨幅仍高达34%，略高于金价30%的涨幅，在主要贵金属中表现最佳。

考虑到相较于黄金，历史上白银的贝塔值高，而且供需基本面也很强劲，目前银价涨幅跑赢金价的幅度仍有限。事实上除5月份曾短暂降至70:1左右外，2024年迄今绝大部分时段内金/银价格比率都位于80:1至90:1区间内，自2022年中以来一直如此，大幅高于长期平均值（70:1以下）。

上述现象部分反映出长线投资者因担忧地缘政治和宏观经济形势为避险而买入黄金，全球官方部门也增持黄金，都支撑金价走强，相比之下白银尚未从中受益。由于白银工业需求量在全球白银总需求量的占比大幅高于50%，很多长线投资者仍更倾向于将白银视为工业用大宗商品。

此外，虽然白银工业需求旺盛，但投资者做多工业金属的热情受到对中国经济问题担忧的影响。因此市场对中国经济刺激政策的预期上升时，投资者看多基本金属的情绪升温，进而提振银价。然而由于官宣的支持措施不及市场预期，叠加经济指标显示中国GDP增长前景进一步恶化，投资者的做多热情很快消退。



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

---



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

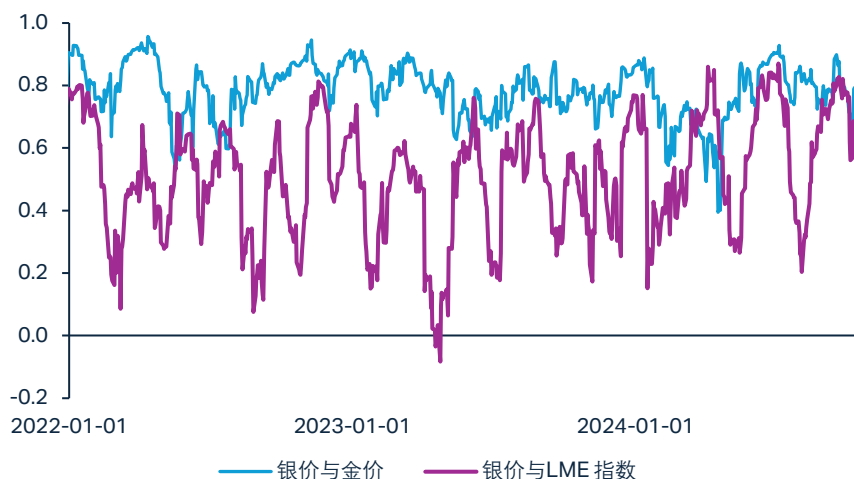
---

白银地上存量庞大是银价走强面临的另一大挑战。2021年早期伦敦金库和主要商品交易所仓库的白银合计库存量接近17.50亿盎司，创出历史峰值，足以满足19个月的需求量。毫无疑问在未报告的库中还有更多白银库存，因此全球总库存量应大幅高于这一数字。

尽管2021年以来实物白银供应持续小于需求，但近年来地上存量释放使白银市场供应充足。事实上尽管2021年以后可识别的白银库存量急剧下降，但绝对数量仍很大，2023年底时为12.23亿盎司，足以满足12个月的需求量。此外，几个重要市场包括欧洲正在努力应对白银库存量高企的问题（背后的部分原因是白银零售投资需求疲弱）。由于库存过高，虽然供需缺口持续存在，短期内仍不大可能出现实物白银供应紧张的市况。

展望未来，正如我们最近发布的《Precious Metals Investment Focus 2024/2025》（贵金属投资年鉴）中指出的，宏观经济和地缘政治大环境仍将支持延伸至2024年的黄金投资。撰写该报告之时，由于9月份美国就业数据强劲凸显出美国经济仍具韧性，投资者已下调降息预期。尽管如此，通胀回落和经济放缓意味着2025年美联储仍可能多次降息。利率不断下降应会导致债券收益率走低，同时美国与其他重要储备货币国间的利率差收窄也会继续打压美元。这两大因素都有利于贵金属走强。地缘政治紧张局势加剧，对美国债务可持续性的担忧日益升温，股票价格高企等其他支持因素都会提升黄金作为有效的投资组合分散化工具而具有的投资吸引力。

#### 白银与黄金/基本金属价格相关性\*



\*20日滚动相关性 数据来源: 彭博社。

## 白银供需市场平衡



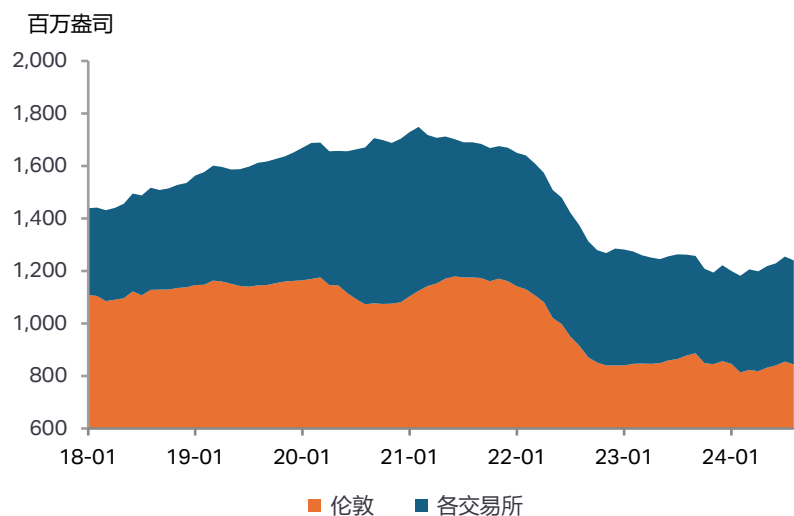
数据来源: Metals Focus 五年期白银预测季报; Precious Metals Investment Focus 2024/2025

预计金价高点将涨至3,000美元/盎司一线, 应足以推动银价进一步上行。鉴于白银波动率更高, 我们作出的价格预测即2025年上半年现货白银价格将涨至35美元/盎司可能显得有些保守。不过近期银价走势让我们认为2024年剩下时段内和2025年上半年期间, 金/银价格比率将继续在80:1至85:1区间内波动。

这部分反映出黄金具有准货币属性, 意味着黄金通常从资产多元化配置中获益更大。市场对中国经济前景的担忧仍然存在(担忧还延伸至工业金属)也打压白银短期涨势。虽然近期中国承诺将大幅提高举债水平来提振经济, 但迄今尚未公布新财政刺激措施的细节。因此投资者仍将对投资工业金属持谨慎态度。

不过我们预计当2025年后期投资贵金属的理由开始弱化时, 白银强劲的基本面将支撑银价。供应持续短缺之下白银库存量势必减少, 到一定时间点市场供应将开始收紧。虽然供应转紧需要一定时间, 但银价最终有望更大幅度上行。

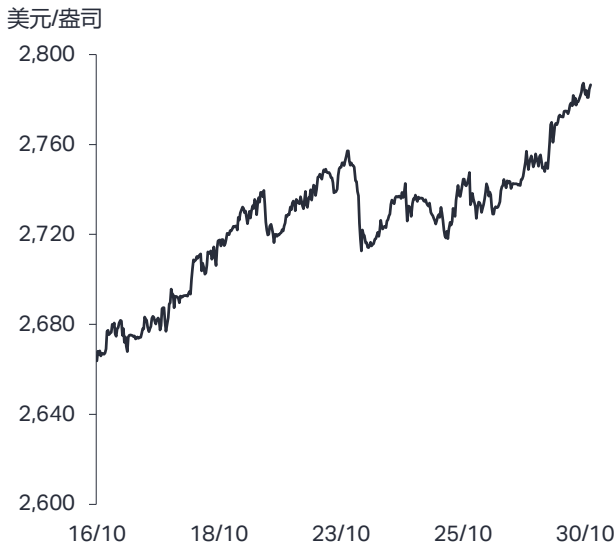
## 可识别白银库存\*



\*伦敦库存包括存放在LBMA会员保管库的白银; 各交易所库存包括存放在芝商所、上海期货交易所、上海黄金交易所、东京商品交易所/大阪证券交易所及印度多元商品交易所的白银。数据来源: Metals Focus, LBMA, 各交易所官方数据

# 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



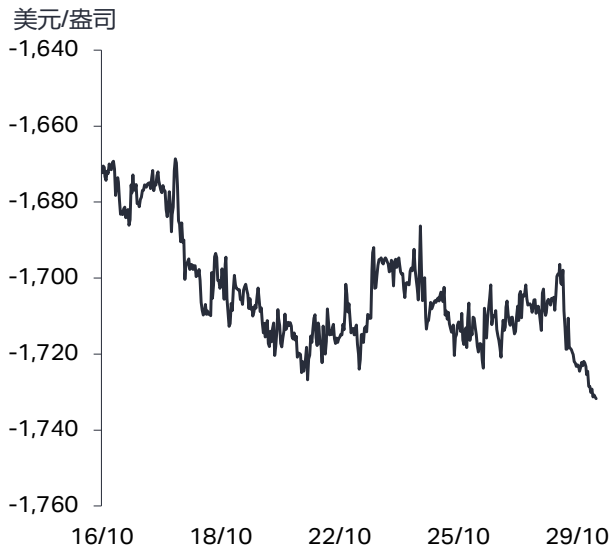
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



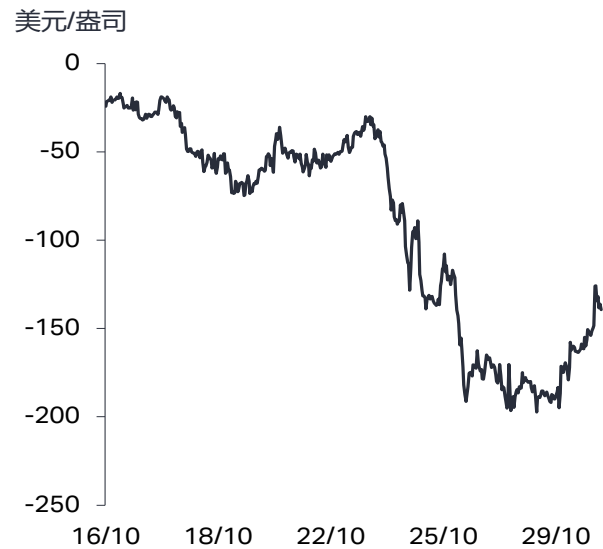
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



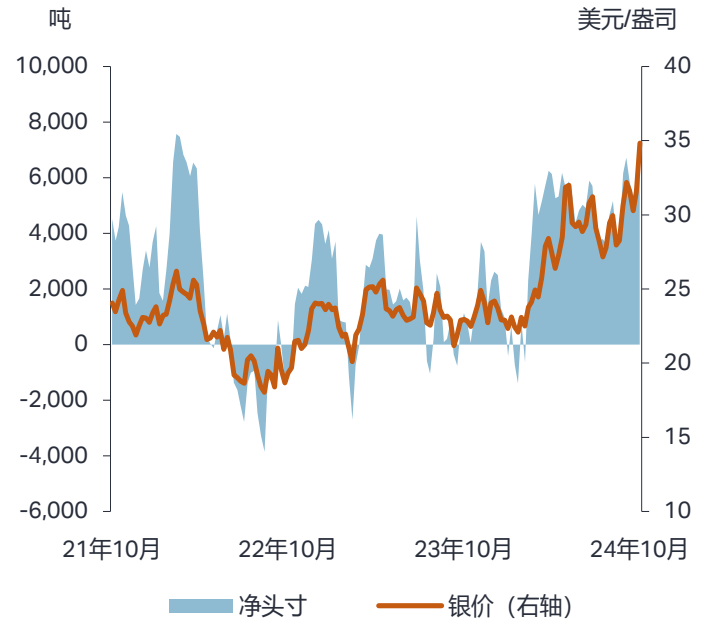
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



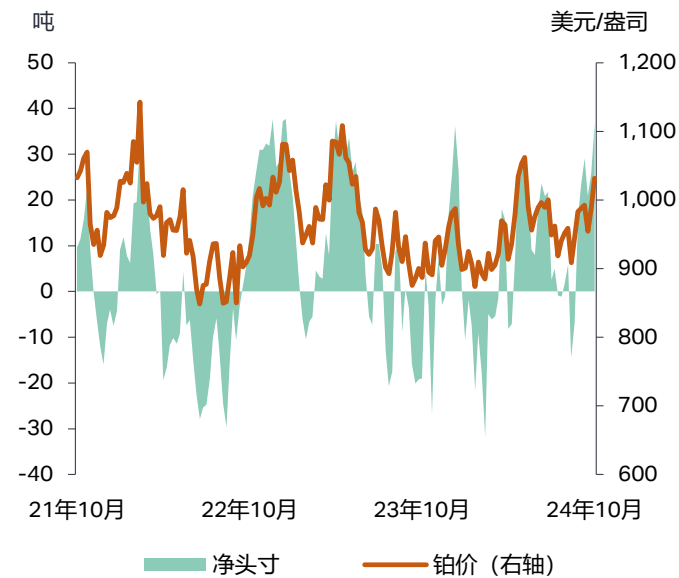
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 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

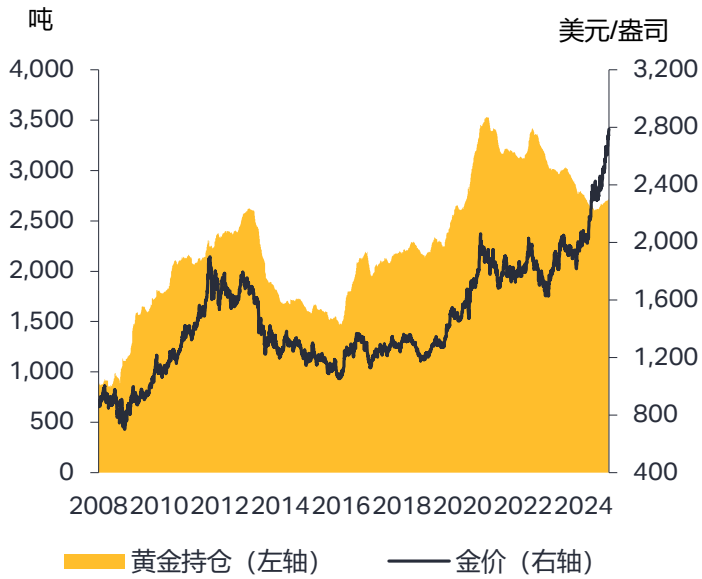


\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg



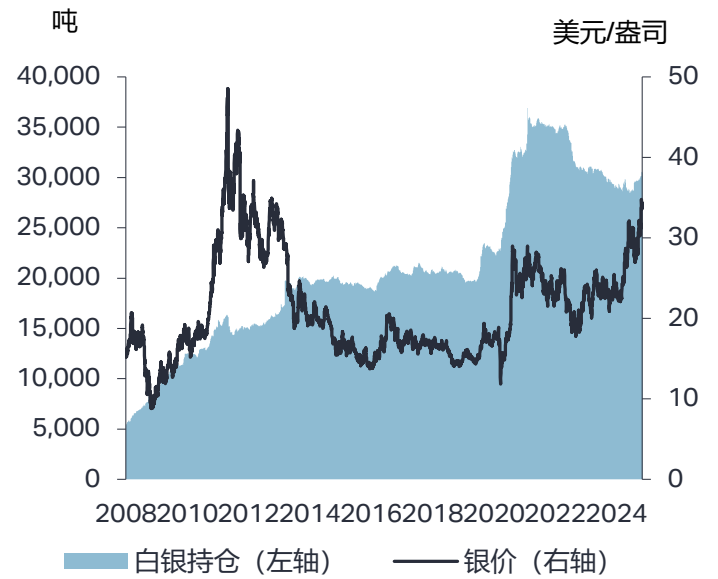
# 图表 - ETP 持仓

## 黄金



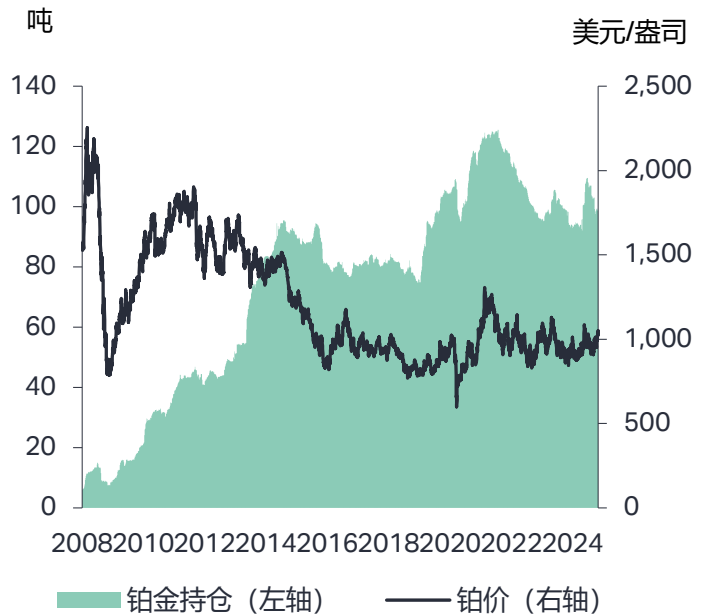
来源: Bloomberg

## 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

Neelan Patel, 区域销售总监

Jacob Smith, 铂族金属高级研究员

Mirian Moreno, 业务经理

Ghananshu Karekar, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究员-孟买

Nikos Kavalis, 常务董事 - 新加坡

Sarah Timlinson, 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

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员 - 上海

Ross Embleton, 矿业研究员

Erin Coyle, 销售及市场经理

## 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。