



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 354 期  
2020/05/16

### 黄金

虽然对爆发第二波新冠肺炎疫情的担忧推动美元走强，金价仍继续围绕1,700美元/盎司关口整固。

### 白银

金/银价格比率于4月中旬以来首度降至110:1下方。

### 铂金

截至5月11日，欧盟国家汽车制造企业平均停工天数达29个工作日，停工导致汽车产量至少减少2,396,549辆。

### 钯金

4月份，中国汽车销量同比上升4.4%，结束了销量连降21个月的下滑走势。

### 美国实施负利率政策的可能性及其对黄金的影响

上周，很多国家仍在继续实施防疫封锁措施的情况下，金融市场开始预期明年初美国可能转向实施负利率政策。美国联邦基金利率期货显示，2021年3月到期的隐含利率为-0.010%，史上首次跌至负值。这反映出全球经济增长前景持续恶化，大多数经济指标都显示经济收缩加剧。例如，美国首次申领失业救济金的人数已超过3,300万，世界各国的制造业和服务业采购经理指数也普遍下降，在一些国家甚至降至历史新低。国际货币基金组织目前预计2020年全球经济将收缩3%，创大萧条以来最差经济表现。

目前联邦基金利率期货显示明年美国利率将进入负值区域，并不意味着美联储就一定会降息至负值，但市场对利率的预期本身能对金融市场和资产价格（包括金价）产生重要影响。

首先回顾下近期政策干预的背景。为应对新冠肺炎疫情蔓延导致的金融市场动荡和经济放缓，美联储已利用其货币政策工具箱，实施了多项措施，包括下调利率，为缓解短期流动性紧张而启动无限制资产购买计划等。美联储已在年内将隔夜拆借利率下调150个基点，目前已接近于零利率。不仅如此，宣布购买价值5,000亿美元的国债和价值2,000亿美元的住房抵押贷款支持证券之后，美联储更承诺将实施无限量宽松计划。

更值得注意的是，从本周起，美联储还首次开始



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)

**BRINKS**

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



**RAND REFINERY**

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

 **MARSH**

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



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

购买企业债券（包括在一级和二级市场上直接购买投资级债券和通过交易所交易基金（ETFs）购买），更不寻常的是甚至承诺将购买未达到投资级的债券或高收益率债券。虽然美联储不会直接购买高收益率债券，但将购买拥有此类债券的ETFs份额。鉴于已宣布的创纪录的资产购买规模，过去两个月期间其资产负债表急剧膨胀。

具体而言，3月初以来美联储的资产负债表规模已激增至6.72万亿美元，增幅超过60%。期间增量高达2.5万亿美元，每日资产购买金额高达近360亿美元。放眼全球，其他主要经济体的央行也已像美联储一样实施大规模货币宽松措施。举例而言，日本央行原先设定购买政府债券的总规模不得超过80万亿日元（7,450亿美元），但3月份已废除此上限规定，并进一步扩大资产购买规模。3月份，欧洲央行也推出了疫情紧急资产购买计划（PEPP），据此今年将购买价值7,500亿欧元（8,190亿美元）的欧元区国家债券。今年全球货币供应总量已飙升至创纪录的83.4万亿美元。

在各项措施影响下，金融市场局部复苏——标普500指数自3月份的低点反弹30%，市场波动率下降，信用利差收窄，都是明显的例证。巨量流动性注入也令黄金受益，本年迄今已上涨12%，近期一直交投于近八年来的高点附近。

在谈到美国是否会转向负利率的可能性时，尽管市场仅预期了较低的可能性，但因已实施如此大规模的货币宽松措施，美联储则对是否转向负利率三缄其口。自去年以来美国政界一直呼吁进一步降息，但美联储主席鲍威尔在今日发表的声明中仍坚称尽管可能需要实施更多的经济刺激措施，但目前尚未考虑实施负利率。

更重要的是，联邦基金利率期货仅反映市场的预期，而预期会随着全球宏观经济形势的变化而变化。如果有更明显的迹象显示疫情正得到控制，全球经济活动和金融市场有望开始更为强劲地回升，之后对明年利率将转为负值的预期可能会迅速降温。不过，即使明年美联储不大可能将政策利率下调至负值，美元也将因美国与其他国家间的利差消失殆尽而显著走弱。这将成为黄金走强的强劲推手。另外，一旦利率降至负值，持有黄金的机会成本进一步降低，此时黄金对个人投资者和机构投资者的吸引力势必大大增强。



## 新冠肺炎疫情对摄影业白银需求的影响

5月12日，医疗影像领域巨头爱克发-吉华集团（Agfa-Gevaert）发布了今年一季度经营结果。数据显示，该公司影像诊断业务部门（产品涵盖传统的X光片、干式胶片和打印机、数字影像诊断设备、影像处理软件等）的营收较去年一季度略有上升。

该公司在季报中指出，新冠肺炎疫情对影像诊断产品需求的影响好坏参半。一方面随着疫情蔓延，很多医院正加速增加医疗设备投资，包括购入可用于进行高质量床边X光检测的设备，此类设备在重症监护室都可以使用。但另一方面，疫情期间其他病人前往医院看病的时间被迫推迟，导致对常规影像诊断的需求下降。

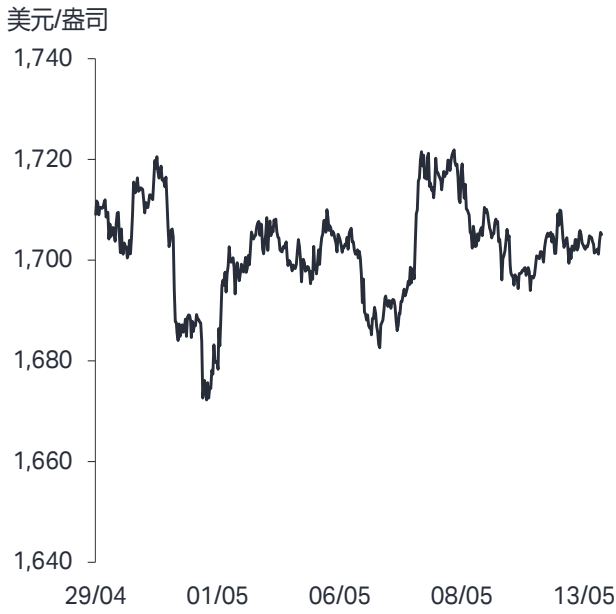
季报中并未提供X光片实际需求量的明细数字，但总体上我们认为疫情对医疗业白银需求量的影响大体呈中性。一方面，近年来数字化X光影像正进一步替代使用卤化银X光片的模拟摄影，在西方国家该趋势尤为明显。

另一方面，中国和东南亚等很多国家的医疗服务覆盖面日益扩大，而在这些国家，由于缺乏资源转向数字化摄影，或人们对此有抗拒心理（在中国，病人保存自己的X光片仍然是惯例），卤化银X光片仍得到广泛使用。在中国疫情震中区武汉市，疫情高峰期间需要对大量人群进行检测，以确诊是否感染新冠肺炎。核酸检测有两大不足之处（即假阳性检测结果比例高和本地检测能力受限），因此靠胸部X光片诊断被认为更为可靠，因此使用也更广泛。

把目光从医疗影像领域转向全行业，我们预计今年摄影业的白银需求量仍将延续长期下滑趋势。回顾历史，近十年来摄影业的白银用量逐年走低，期间共计已减少逾一半。正如上月发布的《World Silver Survey 2020》中指出的，由于面向大众消费者和专业摄影人员的含银胶卷和底片产量进一步下降，预计今年摄影业白银需求量将下滑10%，降幅在所有主要白银需求领域中最大。拍摄电影用的35毫米胶片是近年来需求保持旺盛的极少数亮点之一，但由于新冠肺炎疫情的蔓延已导致很多电影的上映时间被推迟，电影公司的新片拍摄计划也被迫变更，今年需求也很有可能下降。

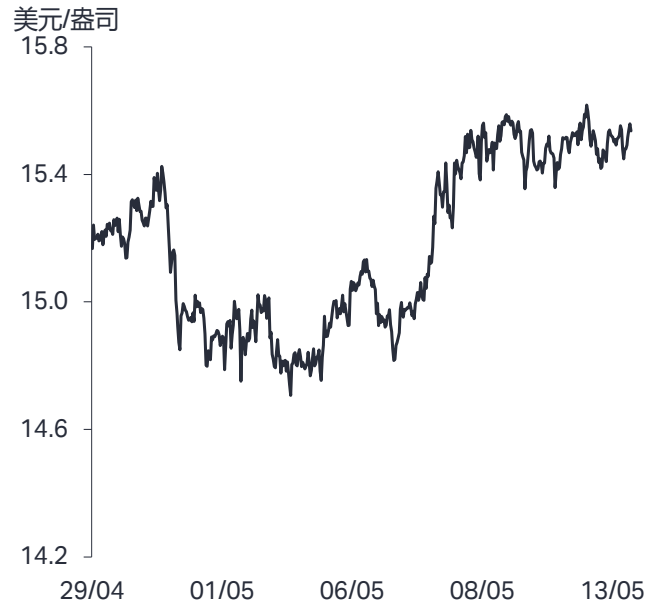
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



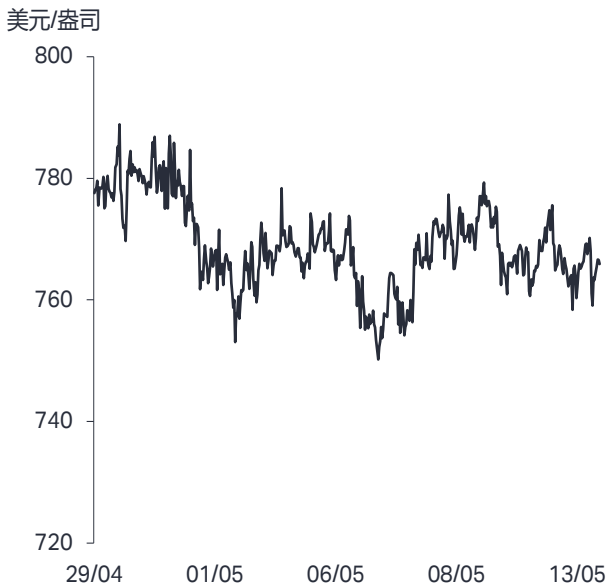
来源: Bloomberg

## 白银



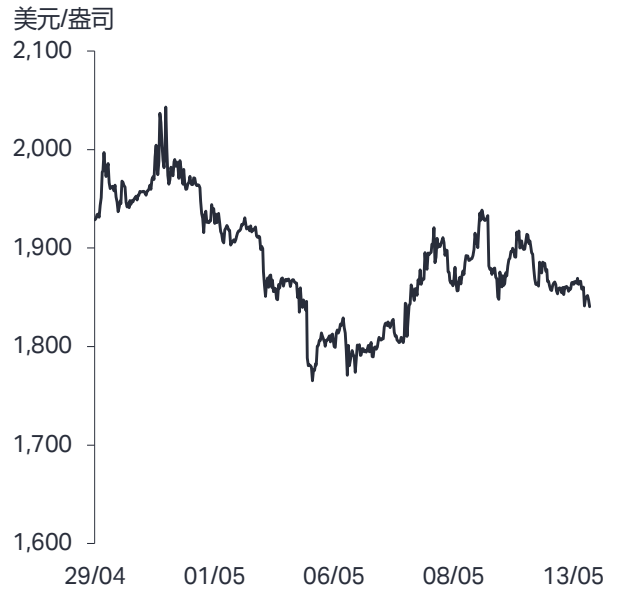
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

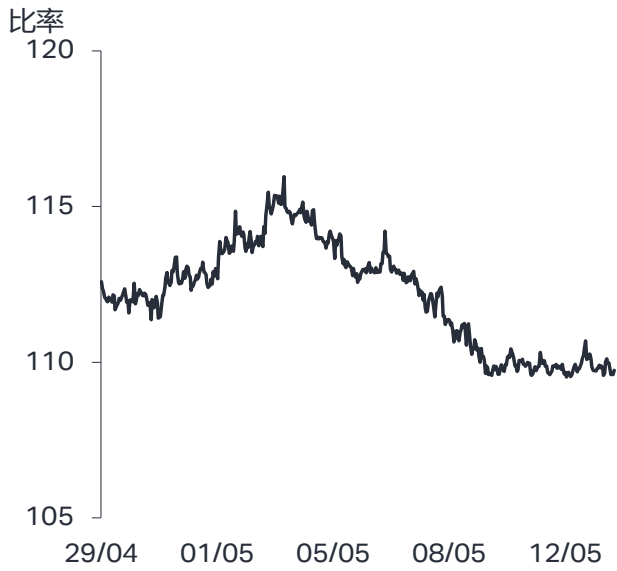


来源: Bloomberg



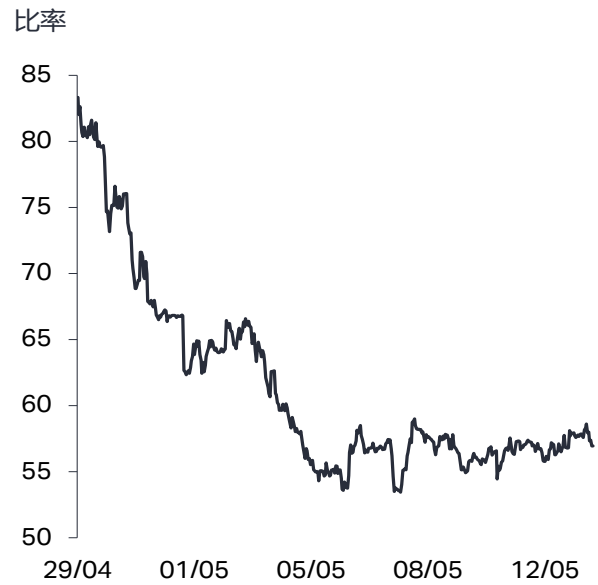
## 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



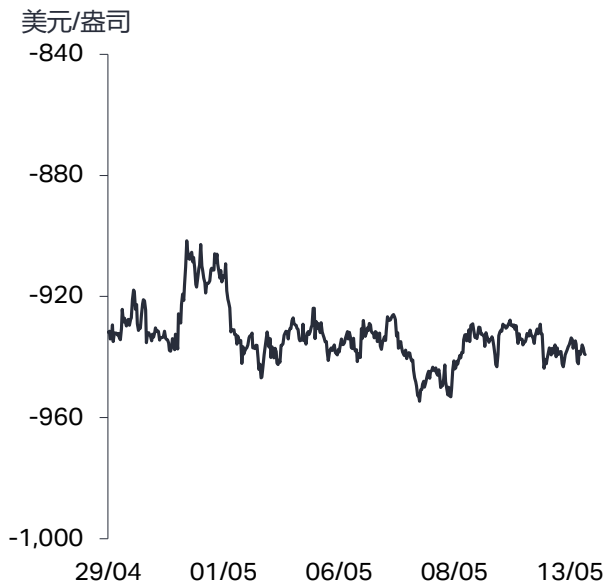
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



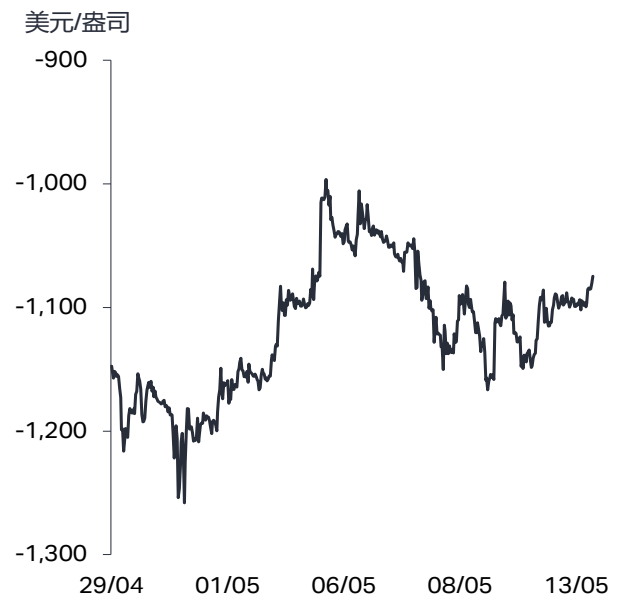
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

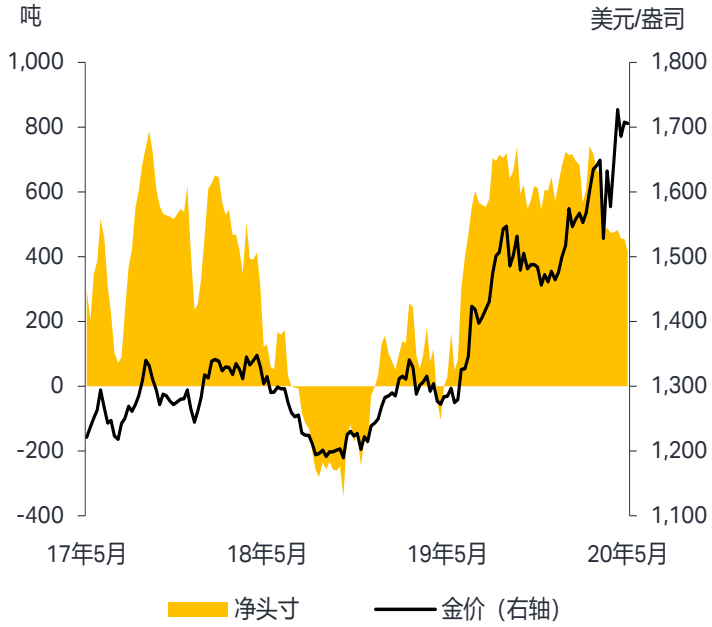
铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg

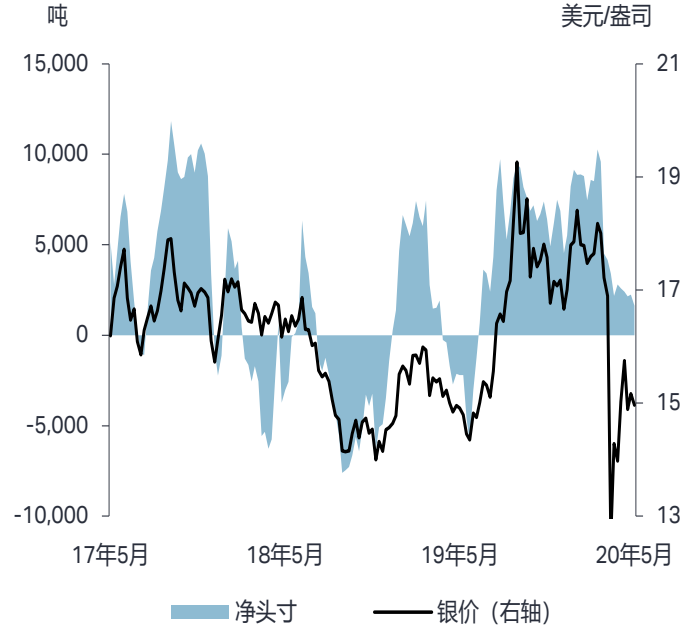
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



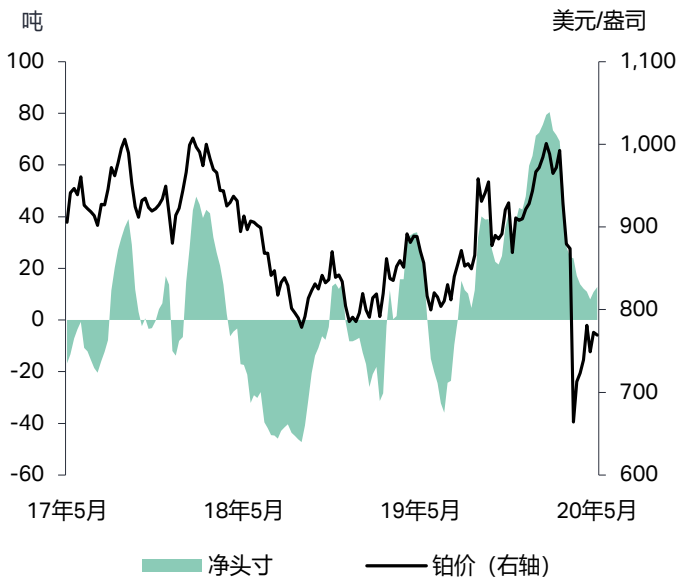
\*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

## 白银



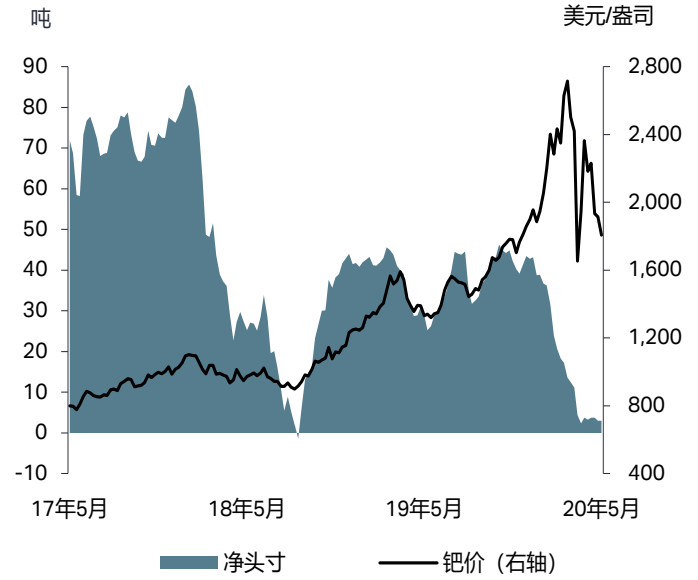
\*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

## 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



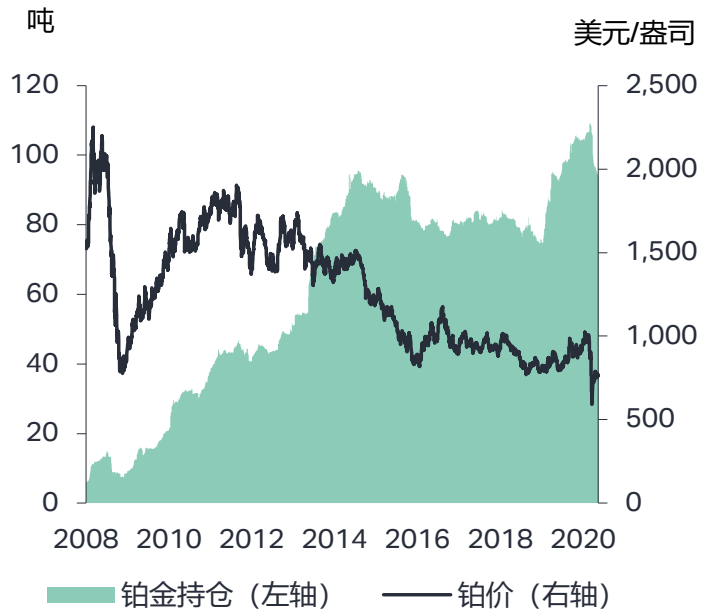
来源: Bloomberg

## 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