



# Metals Focus

**贵金属月报**

第66期 - 2021年5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)

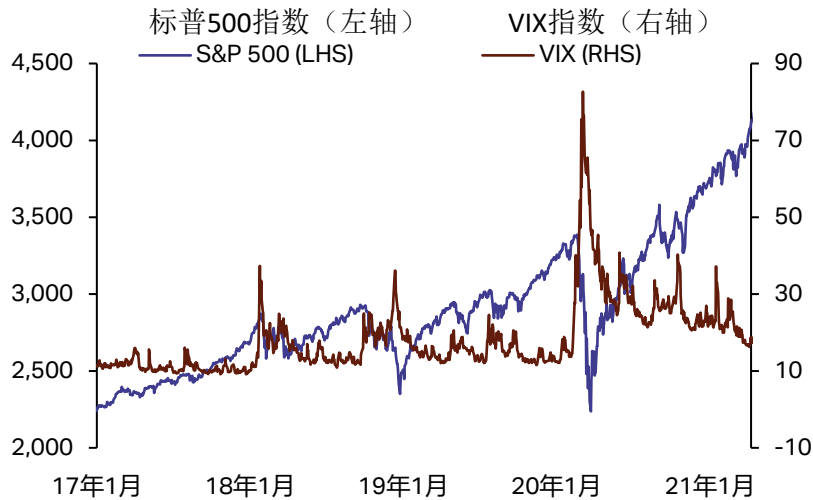
---

# 宏观经济现状与展望

- 4月份，全球市场风险偏好情绪仍较积极；美国经济复苏加速的迹象浮现之际，市场波动仍然温和。在这一大背景下，股市继续大幅攀升。
- 重要的是，在最近一次政策会议上美联储重申将在更长期间内维持低利率不变，亦未暗示将缩减购债规模，债券收益率自其3月份的高点回落。得益于此，贵金属价格在前两个月遭大幅抛售而下跌后显著回升。
- 今年早期推出财政刺激措施后，美国政府又宣布将实施总额达2.3万亿美元的长期基建计划，以及总额达1.8万亿美元的家庭和教育援助计划。
- 在政府继续实施货币和财政宽松政策，且美联储根据其平均通胀率目标框架对通胀容忍度提高的大背景下，大宗商品价格和预期通胀率均重拾升势。例如，目前美国十年期盈亏平衡通胀率就已逼近2.45%，创2012年以来新高。
- 展望未来，由于债券名义收益率因政策利率很低而升幅受限，通胀压力不断加大意味着实际收益率将在负值区间内进一步下滑，这会降低持有贵金属的机会成本，从而能对贵金属价格构成强劲支撑。
- 此外，部分国家新冠肺炎疫情持续恶化，意味着全球经济复苏步伐将不一致，复苏之路尚长，也可能使投资者对全球经济增长的乐观情绪降温。“所有资产都在涨价”还意味着一旦有出乎意料的负面经济数据发布，或者无法证明是短暂的通胀率飙升，风险资产价格容易大幅回调。投资者的此类担忧应能支撑对避险资产的需求走强，以对冲上述市场下行风险。

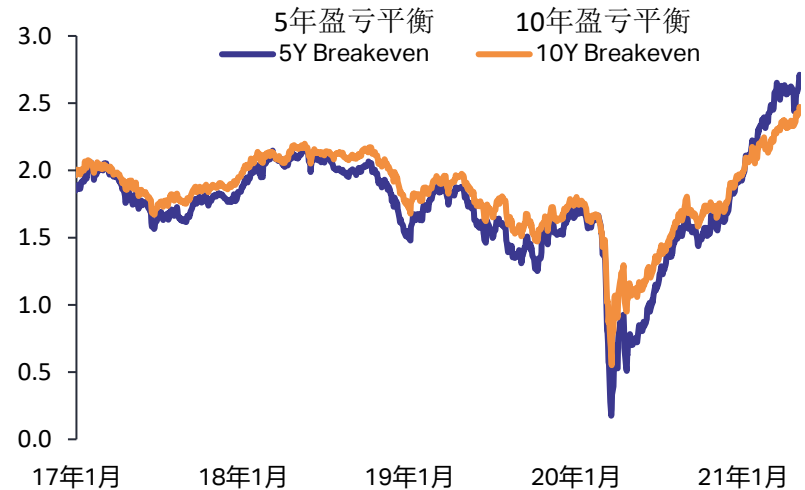
# 宏观经济现状与展望

## 标普500指数与芝商所VIX（恐慌）指数



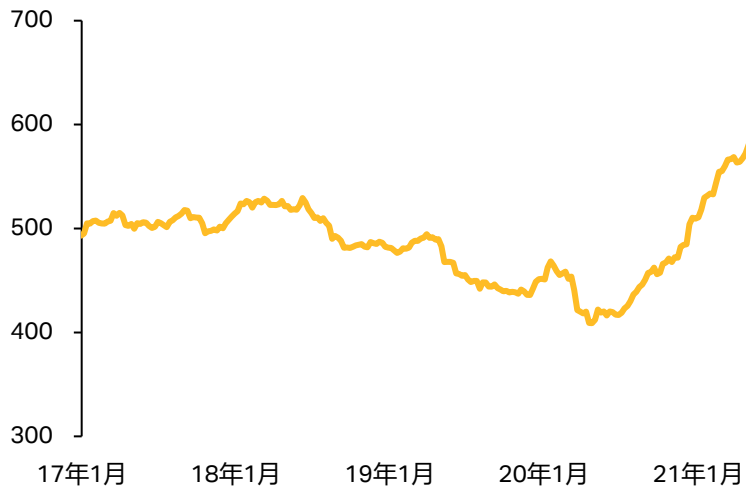
来源: Bloomberg

## 美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



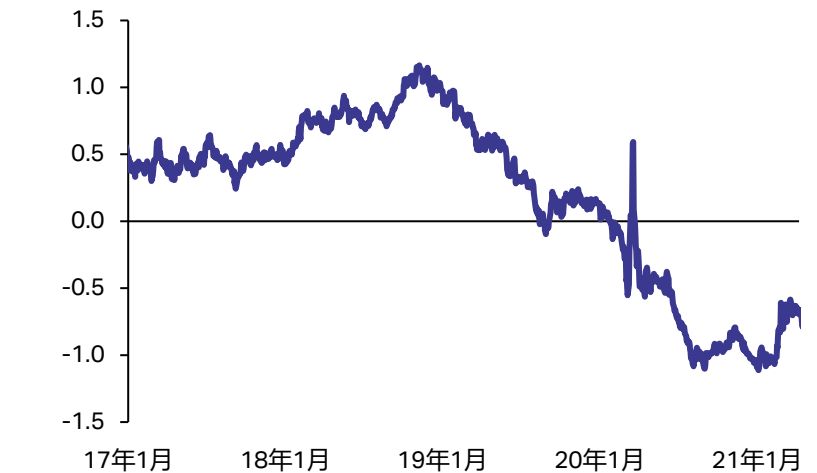
来源: Bloomberg

## 美国CRB原材料指数



来源: Bloomberg

## 美国十年期通胀保值债券收益率, 百分比%



来源: Bloomberg

# 黄金市场现状与展望

连续三个月下跌后，4月份黄金价格强劲反弹，月内上涨逾60美元，美债收益率（尤其是实际收益率）走低是主要推手。进入5月份后，金价继续走强，涨破1,800美元/盎司这一重要心理关口，撰写本报告之时，更已站上1,820美元/盎司，创近三个月来新高。

- 4月初，美国十年期通胀保护债券的实际收益率约为-0.63%，随着通胀预期升温（4月初至5月初期间十年期国债的名义收益率从逾1.7%降至1.57%左右），到5月初降至近-0.88%。同时，美元也走弱（撰写本报告之时，美元指数已从4月初的93.0降至90.8）。这些都推动黄金走强。
- 同时，4月上半月北美和欧洲的股市继续飙升，而亚洲股市在月内大部分时段内横盘震荡。
- 投资者对上述宏观经济形势变化的反应不一。4月份，管理基金持有的黄金期货净多头仓数上升18%，至158吨，年初以来首度上升，反映出专业投资者战术性买入黄金。但资金连续第三个月净流出黄金ETPs（交易所交易产品），全球ETPs的总持仓量降至3,138吨，创十三个月来新低。不过也应看到，资金流出速度已显著放缓。
- 鉴于政府继续实施支出超过收入的赤字财政政策，债券名义收益率低企，对通胀的担忧亦持续升温，都利好于金价上涨——若非很快收益，就是在债务高企最终至“清算日”到来时上涨，因此我们仍看多金价走势。此外，鉴于全球经济复苏步伐很不一致且脆弱，我们预期美国提前加息的可能性极低。（具体价格预测可与我们联系订阅）
- 在供应方面，经过与巴布亚新几内亚政府的多轮磋商，波格拉（Porgera）金矿将于今年后期恢复运营。该矿山经调整后的所有权结构为巴新政府股东持股51%，巴里克纽吉利有限公司（BNL）持股49%。在巴新政府决定不续期其采矿租约后，波格拉金矿于2020年4月投入保养和维护。巴里克纽吉利公司系巴里克黄金和紫金矿业合资组建的企业。

# 黄金市场现状与展望

- **主要实物黄金市场情况：**据报道，今年一季度中国黄金进口量达53吨，创去年一季度以来季度进口量新高。去年2月起中国本地金价一直较国际金价折价，但从今年1月中旬起已转为溢价。国际金价走软，国内实物市场上供应又紧张，导致中国的商业银行努力寻求获得黄金进口配额。
- 在印度市场，黄金需求量与进口量继续呈不同走势。虽然因新冠病例数飙升和多个城市随后实施的封城措施，4月份需求急剧放缓，但黄金进口量仍保持高位。这导致印度本地金价已较到岸成本价折价4.50美元/盎司。我们认为由于本月封城措施不大可能放松，第二季度的黄金总需求量将受到严重影响。5月14日，最为吉祥的购金节日佛陀满月节将到来，但黄金销量仍很可能像去年一样疲软。
- 在中东地区，4月份国际和国内金价均上涨，已导致土耳其和地区内其他很多国家的黄金零售投资需求量和首饰需求放缓。因土耳其里拉对美元急剧贬值，新冠病例数又飙升，土耳其市场受到的冲击尤其大。还需指出的是，斋月期间需求通常会放缓。
- 近期西方国家的首饰销量数据好坏参半，其中美国消费量强劲回升（略高于疫情前水平），但欧洲国家的销售量仍疲软。不过欧洲奢侈品牌首饰制造商则实现了强劲增长。得益于对美国等市场的出货量增长，一些大众市场首饰制造商的销量也大幅回升。
- **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。若变异新冠病毒无法得到控制，将为黄金投资增长注入强劲动力。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，通胀率数据亦很有可能出人意料，投资者对此作出的反应及其对债券收益率的预期或将对黄金走势产生显著影响。

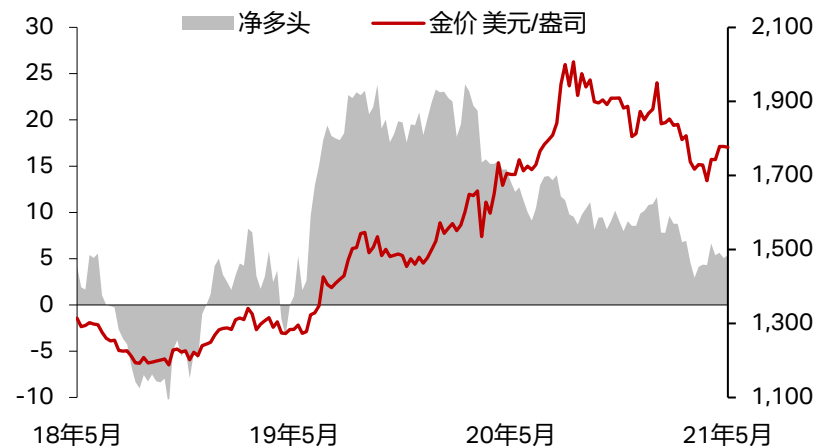
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



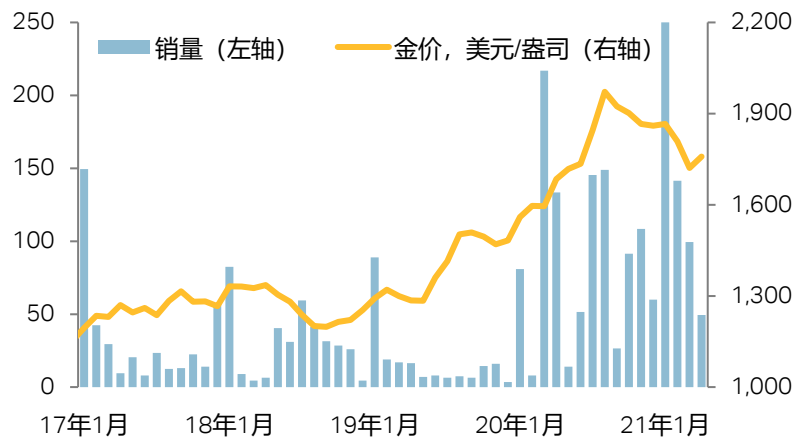
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



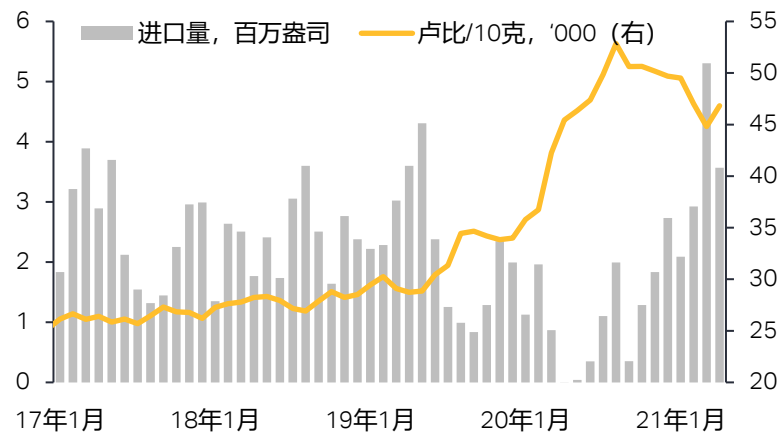
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

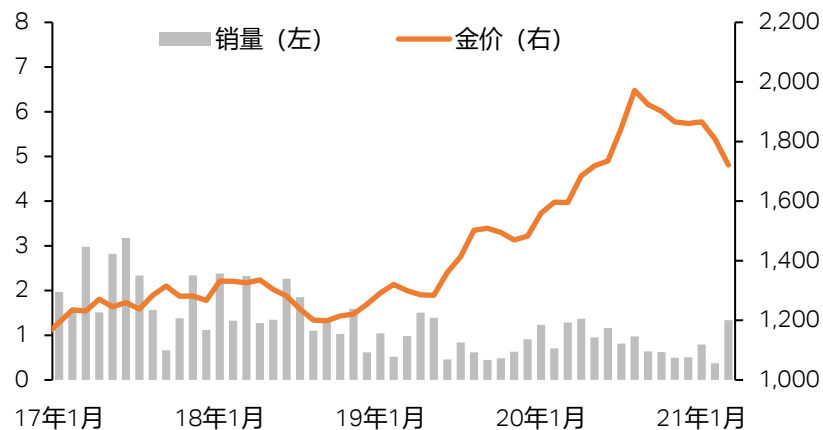
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

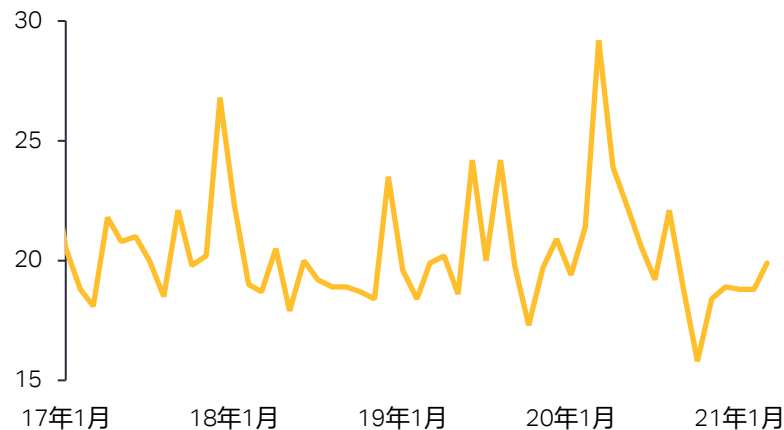
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



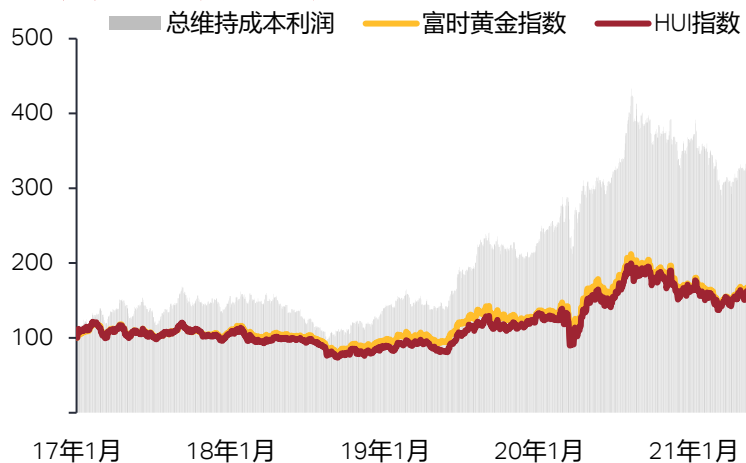
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



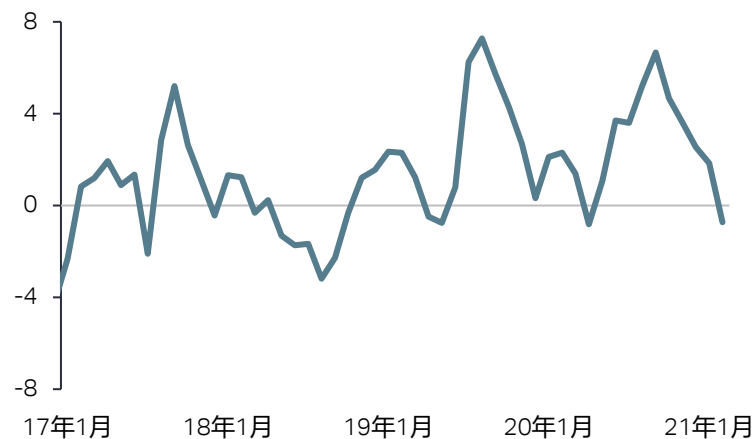
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

## 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31日，白银价格触及四个月来的低点23.78美元/盎司，进入4月份后逐步回升，月末报收于25.92美元/盎司。5月初银价延续强势，撰写本报告之时交投于27.50美元/盎司一线。

- 需要强调指出的是，银价不仅强劲回升，涨幅还跑赢黄金。3月底金/银价格比率一度逼近71:1，4月份更降至67:1下方，创两个月来新低。与去年12月初的近80:1和去年3月127:1的历史峰值相比，已大幅下降。
- 除同时上涨期间银价涨幅通常大于金价这一因素外，银价走势更强还得益于市场预期新一轮大宗商品超级周期正在展开。在这一预期下，白银受益于对美国和中国经济的乐观情绪，以及投资者对吸纳大宗商品的偏好上升（正因为受投资者追捧，铜价已涨破10,000美元/吨，创出历史新高）。
- 推动银价和金价上涨的另一个因素是，4月份大部分时间美元指数走弱，债券收益率下滑之后亦保持低位。
- 随着投资者做多情绪转强，4月份COMEX（纽约商品交易所）白银期货多头仓数和白银ETP持仓量均较3月份上升。全月白银ETP持仓量仅微增0.4%左右，部分原因是基数已接近历史峰值，但管理基金持有的白银期货净多头仓数则激增75%，其中增仓的主要是战术性投资者。
- 展望未来，鉴于宏观经济大环境仍利好于贵金属和工业金属，我们维持白银走势将继续跑赢黄金的研判不变，预计今年后期金/银价格比率将降至接近60:1的水平。
- 在供应方面，今年一季度弗雷斯尼洛(Fresnillo)矿业公司的可归属白银产量（包括白银产出融资流协议项下的产量）同比下降4.5%，至1,260万盎司。产量下降主要归因于旗下Saucito矿山遭遇短期不稳定问题，导致进入高品位矿石区作业受限，并改变了采矿顺序，使得加工量更多的是来自西部作业区的低品位矿石。

# 白银市场现状与展望

- 在零售投资需求方面，美国实物白银需求依然强劲，很多银条和银币产品的供应仍短缺。我们编制的银币调查季报显示，今年一季度美国银币销量同比飙升43%。尤其是在过去几周，美国铸币局转向铸造新老鹰金银币更加剧了供应不足态势。该局报告的4月份银币销量数字如此之低，5月初甚至为零（至少目前是如此），原因也正在于此。
- 在印度，第二波疫情爆发已导致多个邦为遏制病毒传播而实施封城措施。这给白银首饰消费量和工业部门的白银用量都带来严重冲击。因此，印度白银进口仍低迷，4月份进口量同比剧降逾90%。需求疲软还导致印度本地银价较到岸成本价折价约0.30美元/盎司。如果防疫限制措施在5月后仍继续实施，需求还可能进一步下滑，为此我们可能会不得不下调所预测的2021年印度白银需求量。
- 相比之下，受5G网络相关应用蓬勃发展，光伏发电新增装机容量增长，以及汽车电动化持续推进等因素的提振，2021年全球白银工业需求量增长可期。不过计算机芯片供应短缺之势在未来多月间仍可能延续，给乐观前景罩上了一层阴影。例如，预计汽车芯片供应紧张态势要到三季度才能逐步改善，而在消费电子产品市场，芯片短缺态势更会延续至年底。这可能会迫使手机和笔记本电脑制造商削减产量。尽管如此，我们仍预期强劲的基本需求将推动今年全年工业部门的白银总用量走高。
- **价格预测风险因素：**除前面“黄金市场”部分所述风险因素外，印度需求因疫情恶化而长时间疲软将导致实物白银市场上供应过剩量扩大，令银价承压。如果广大投资者对供应过剩加剧作出负面反应，则更是如此。

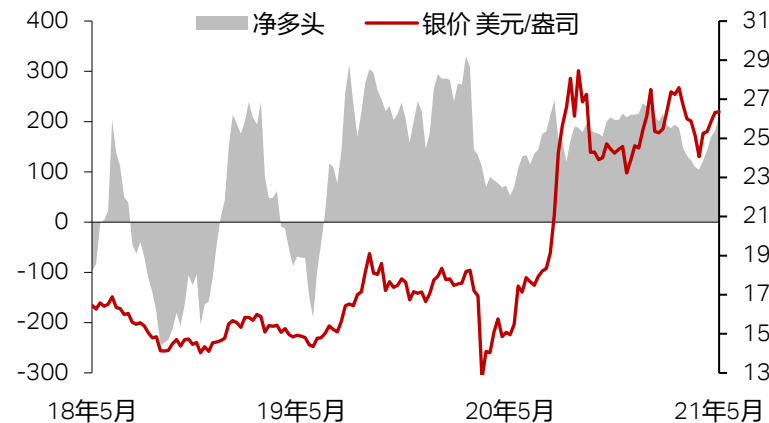
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Comex 白银净多头仓位\*, 百万盎司



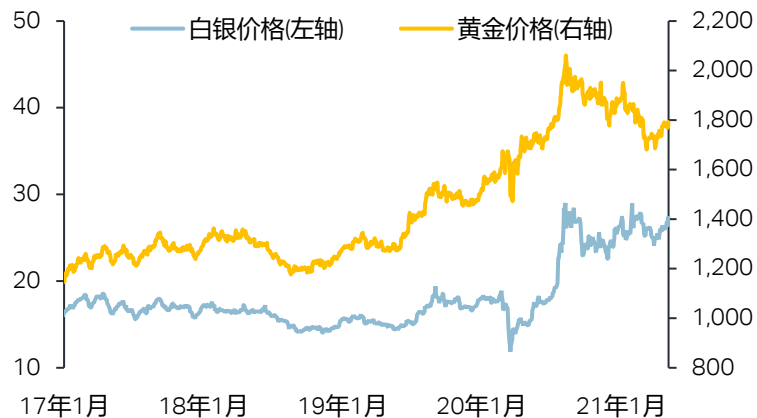
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

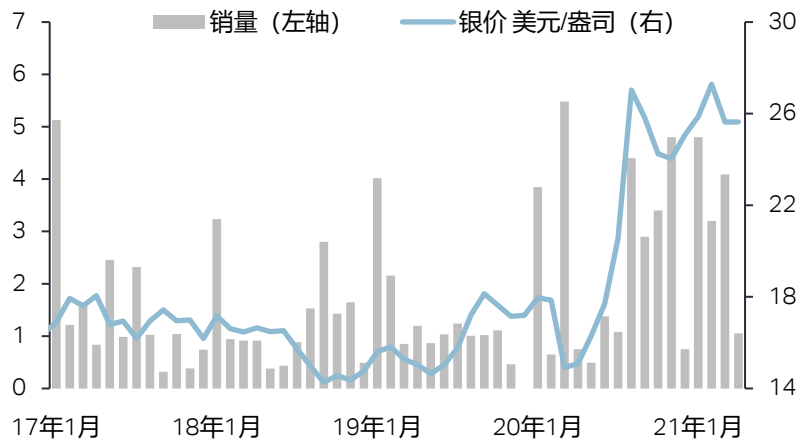
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

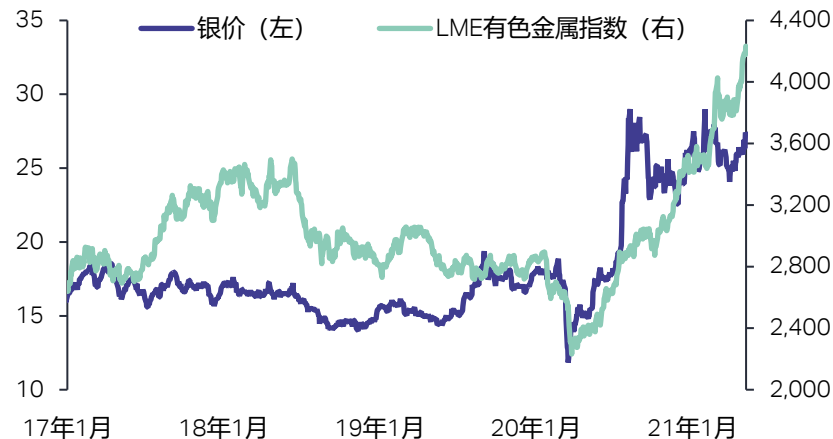
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



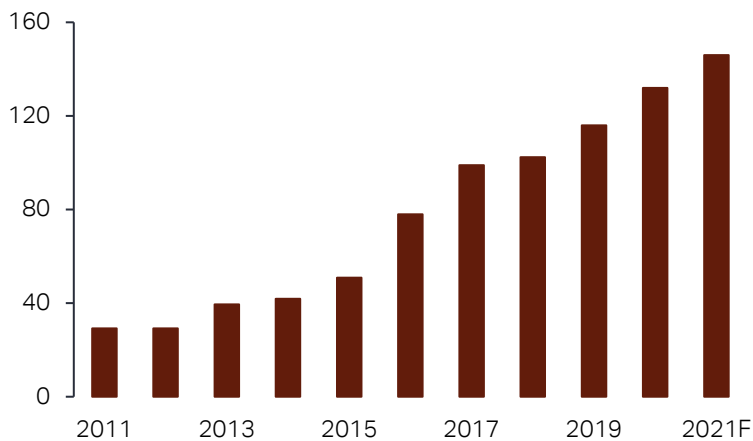
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



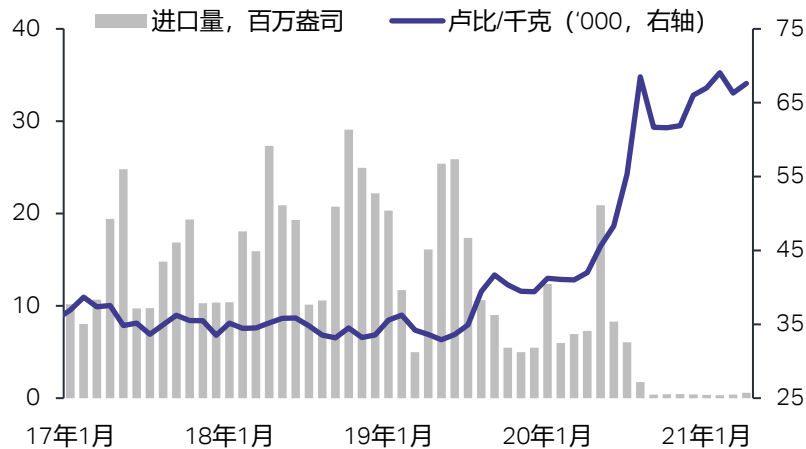
来源: Bloomberg

## 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

4月份大部分时段内，铂金价格均在1,180-1,260美元/盎司区间内整固。5月4日短暂突破后，铂价又重返该区间内震荡，撰写本报告之时，交投于1,250美元/盎司一线。

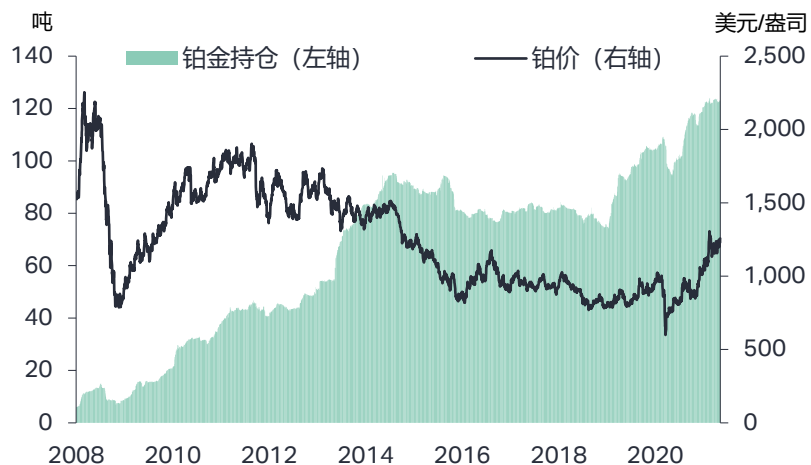
- 鉴于今年早期铂价涨幅已颇大，4月份投资者的铂金仓位开始整固就并不令人意外。尤其是在铂价无力突破1,260美元/盎司的强阻力位后，出现部分战术性投资者获利了结。
- 不过投资者看好铂金需求基本面（包括汽车催化剂领域替代钯金而用量上升，以及在氢能领域得到使用，虽然目前用量尚很低），在铂价下跌时仍提供强劲支撑。
- 4月中旬，管理基金持有的NYMEX（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓数自去年12月以来首度降至80万盎司以下，之后有所回升，月底时逼近100万盎司。
- 4月份，铂金ETP持仓量微降0.5%，至395万盎司，与2月中旬创出的峰值399万盎司相差不远。流出主要来自日本的ETP，因投资者获利了结，其月度持仓量的降幅创出新高（-22%，减少3.3万盎司）。相比之下，西方ETP的持仓量仍接近历史峰值，南非铂金基金也实现小幅流入。
- 4月份，上海黄金交易所的铂金交易量升至2020年9月份以来最高值。首饰商在五一节五天长假到来前补充库存，是推动需求上升的重要因素之一。投资者逢低买入也有助力，在铂价低于或接近1,200美元/盎司的交易日，交易量量尤为显著。
- 展望未来，我们已上调今年下半年的铂价预测值。这主要是基于目前对大宗商品市场的乐观情绪和铂金崛起为绿色产业领域重要金属这两大因素，有望推动铂金涨至较我们之前预测更高的价位。

# 铂金市场现状与展望

- 不过，我们仍认为铂价可能较难重返一季度创出的高点（1,340美元/盎司），原因是多个推动铂价上涨的因素已在价格中得到反映，而在近未来一段时间内铂金供应仍将过剩。
- 本年迄今，矿产铂金供应量超出预期。随着矿企持续改进疫情防控措施，其生产已从去年的时断时续全面恢复。南非矿企因供电不稳定和社区动乱导致生产中断的情形虽未全面消除，但与前些年相比已大为减轻。
- 在汽车业需求方面，由于半导体芯片供应持续短缺，多家汽车制造工厂已关闭，夏季维修计划也被提上议事日程。福特汽车公司已宣布鉴于芯片短缺加剧，将大幅削减其欧洲工厂的产量。据估算今年上半年欧洲轻型汽车产量为940万辆，行业铂金需求量同比回升幅度可能高达37%。目前我们预计下半年需求回升之势将延续。
- 在中国，虽然芯片供应也短缺，但一季度汽车业尤其是重型汽车业的需求仍稳健增长。就今年全年而言，由于部分产量在2020年得到释放，定于7月底开始施行的新尾气排放监管法规远较过去严格，将成为推动汽车业铂金需求量的上升的主要力量。
- 在中国重型汽车市场，Faurecia公司和Symbi公司已展示一种车载储氢系统，能为高载货量商用卡车提供逾700公里的续航里程。预计2030年前中国燃料电池汽车市场规模将达100万辆，两家公司开发该系统旨在获得其中很大一部分市场份额。尽管这对今年的铂金需求量影响甚微，但无疑有助促进未来该领域需求量的进一步增长。
- **价格预测风险因素：**随着钯价迭创历史新高，汽车催化剂领域铂金替代钯金的速度加快和/或数量上升，最终将支撑铂价走强。供应端的变化也带来风险：南非和俄罗斯的产量较预期更快回升，库存量下降，可能导致铂价走低；而如果供应中断再次出现，则能为铂价走强提供额外推动力。

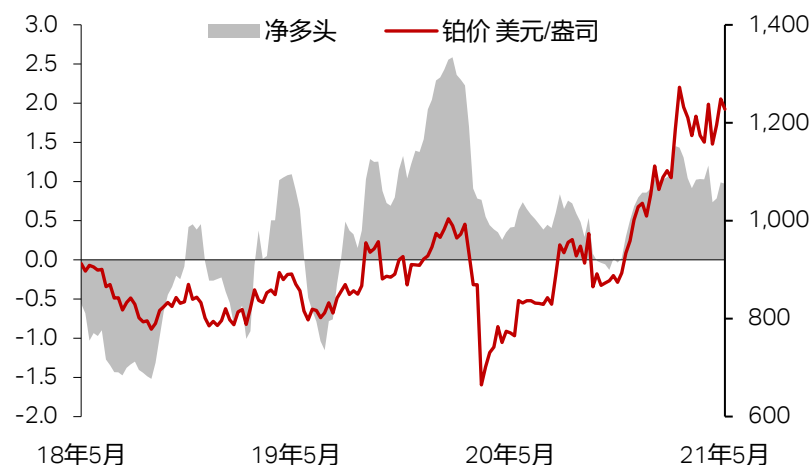
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，吨



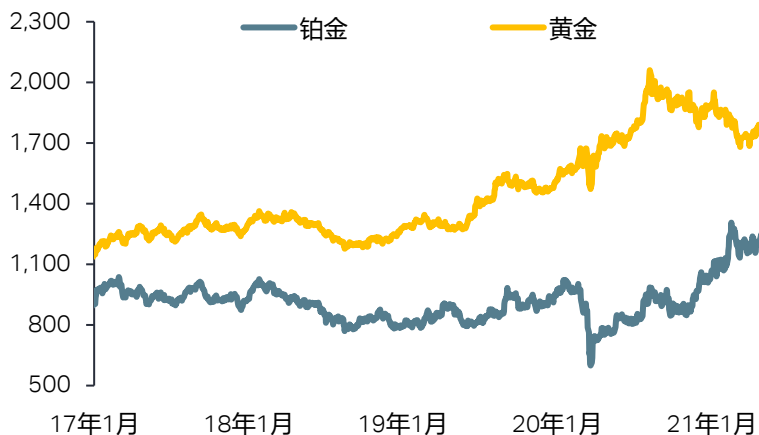
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



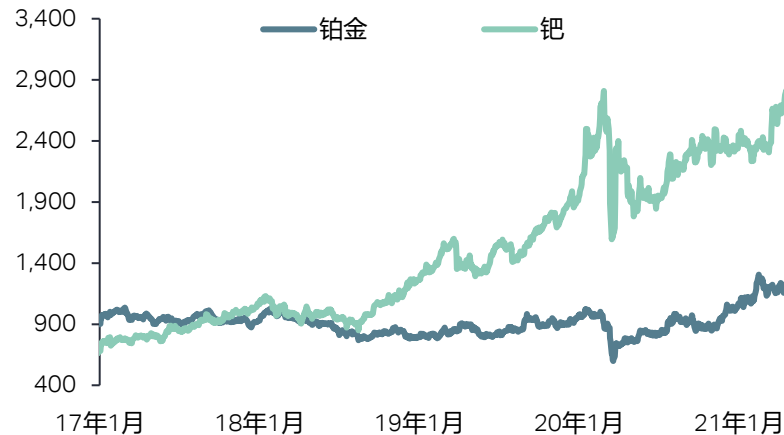
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

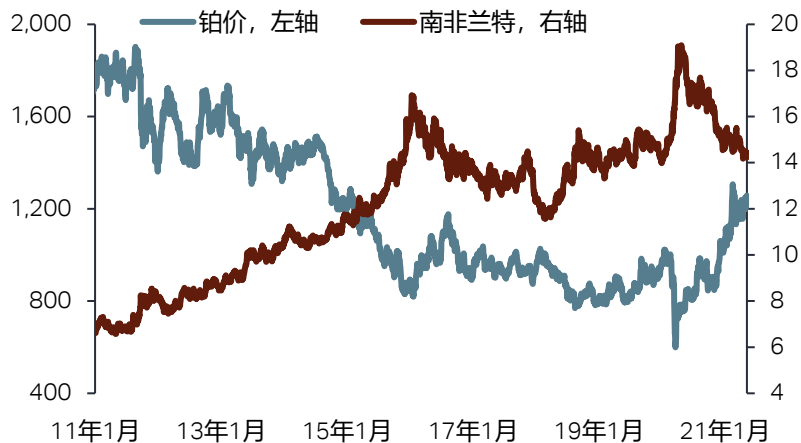
## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

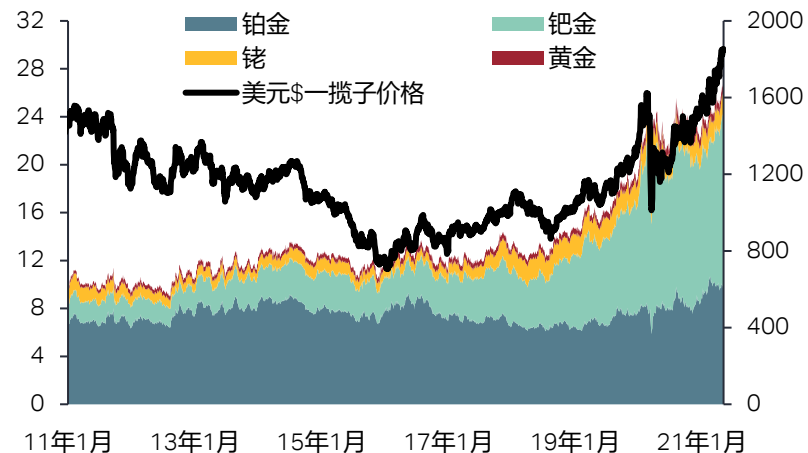
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



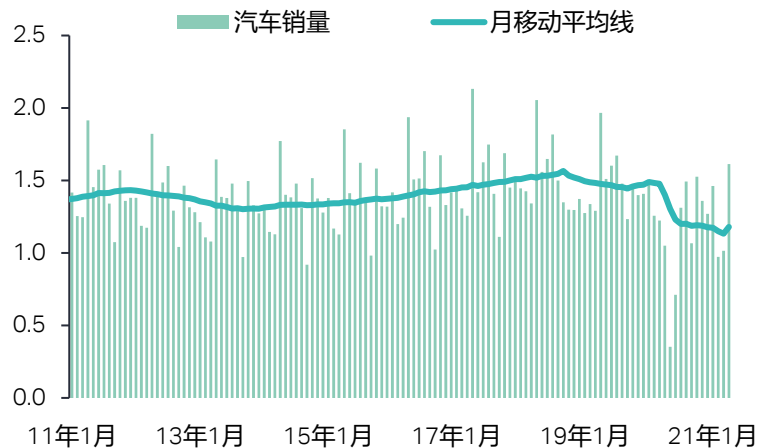
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



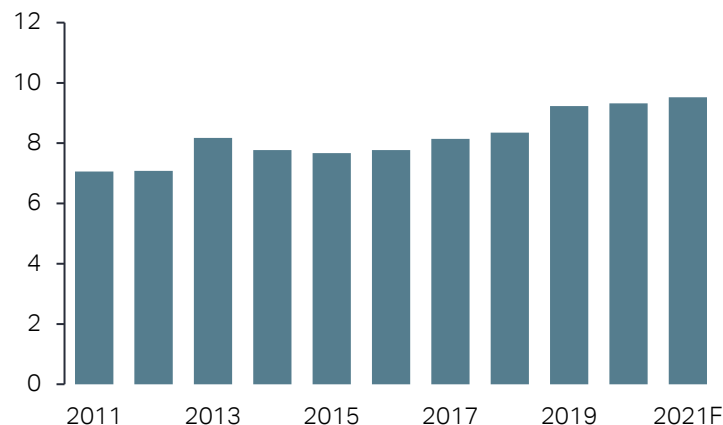
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 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

4月份，钯金价格近乎持续直线上涨，在四种主要贵金属中表现最为耀眼。月初开盘价为2,625美元/盎司，之后一路上涨，21日突破2020年2月份创出的历史前高2,884美元/盎司，月底更涨破3,000美元/盎司关口。5月初触及3,019美元/盎司后，钯价有所回落，撰写本报告之时处于2,900至2,950美元/盎司附近。

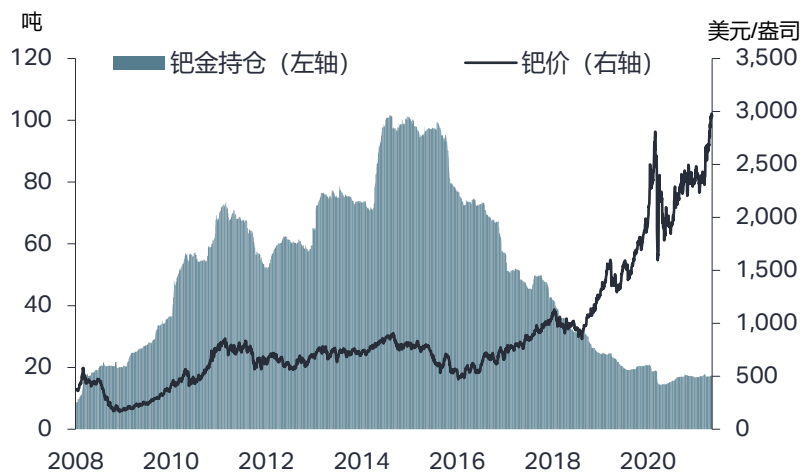
- 由于诺里尔斯克镍业公司旗下矿山持续遭遇运营问题，市场对供应中断的担忧仍是推动钯价飙涨的主要因素。而在需求方面，尽管近期半导体芯片供应短缺，今年汽车行业的钯金总需求量仍有望创出新高。
- 毫不意外，投资者对钯金市场供应紧张态势将进一步加剧的前景反应积极。截至4月底，NYMEX钯金期货净多头仓数已达42.8万盎司，创出2020年3月份以来新高。钯金ETP的持仓量也小幅走高，虽然绝对数量（58万盎司）仍处于历史低位。
- 展望未来，我们已上调钯价预测值（具体价格预测可与我们联系订阅）。上调价格预期的主要理由是，最近供应受限出现后，今年钯金供应短缺量将超过此前的预测值。
- 尽管迄今为止可用的钯金数量仍足以满足需求量（钯金租赁利率仅温和上升就反映出这一点），但地上钯金存量持续下降将不可避免地推高钯价。
- 投资者对大宗商品的热情高涨，也有助于钯价走高。虽然近期流向钯金的投资资金数量并不太高（未来几月间可能会持续），但需要强调的是，钯金市场流动性已很低。若更多投资者因钯价大幅走高而对吸纳钯金的兴趣上升，钯金供应紧张态势很可能加剧，进而会推动价格进一步上涨。

# 钯金市场现状与展望

- 正如上期月报所述，诺里尔斯克镍业公司旗下矿山早些时候生产中中断后，恢复工作正在进行，遭洪灾矿山的排水工作超过计划。目前该公司的产量指引显示，2021年钯金产量损失为40万盎司。
- 今年早些时候，津巴布韦Zimplats铂业公司旗下Ngwarati矿山因发生高边坡事故而遭关闭，导致一季度铂族金属精矿产量同比下降8%。重新部署生产团队并加工库存矿石后，生产中中断情况已大为缓解，但6月份恢复满负荷生产的目标如不能实现，将对该国的铂族金属产量造成压力。
- 虽然半导体芯片供应短缺令人日益担忧汽车产量损失或许无法全部夺回，但预计今年汽车行业的钯金需求量仍将大幅上升。4月份美国季节性因素调整后的汽车年化销量为1,850万辆，环比增加100万辆，同比更上升14%。汽车库存量处于历史低位，其中丰田公司报告称其在美国的轻卡库存量仅相当于19天的产量。
- 2021年上海车展期间（这是疫情爆发以来首批接待参访者的展会之一），中国OEM厂商展示了其最新款的混合动力车和纯电动车。得益于混合动力车产量增长，加之消费者偏爱大排量SUV汽车，尾气排放标准也日趋严格，今年中国汽车业的钯金需求量有望创出新高。
- 我们预计受中国PTA产能投资持续上升的推动，今年化工业的钯金需求量将实现两位数增长。得益于奢侈品配饰在中美两国销势强劲，对电镀钯盐的需求也有望超过疫情前的水平。
- **价格预测风险因素：**鉴于预测的2021年供应短缺量已颇大，矿山钯金供应再次出现中断仍是钯价上行主要风险因素。另一方面，若半导体供应持续短缺或爆发另一波疫情则可能对汽车业需求和钯价产生负面影响。

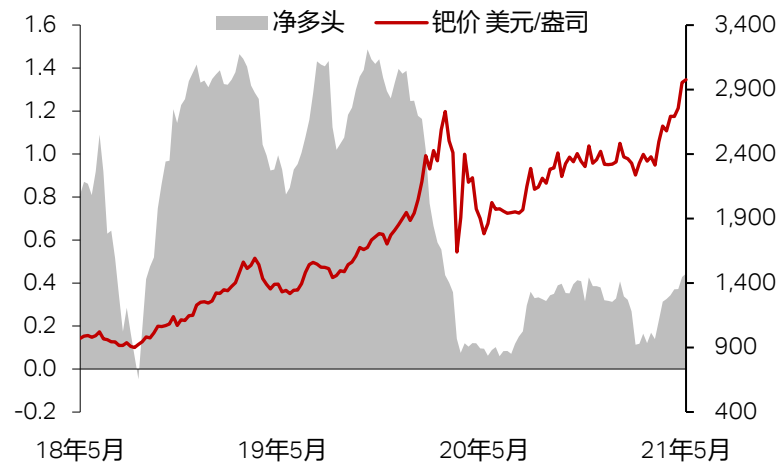
# 钯金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



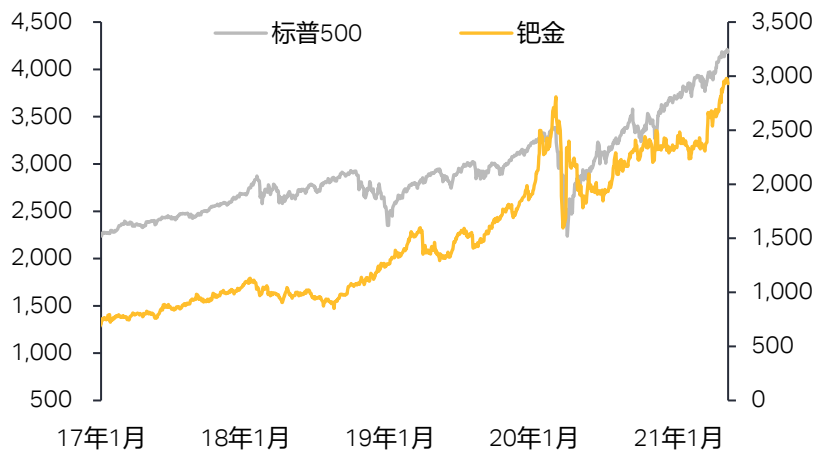
来源: Bloomberg

## Nymex 钯金净多头仓位\*, 百万盎司



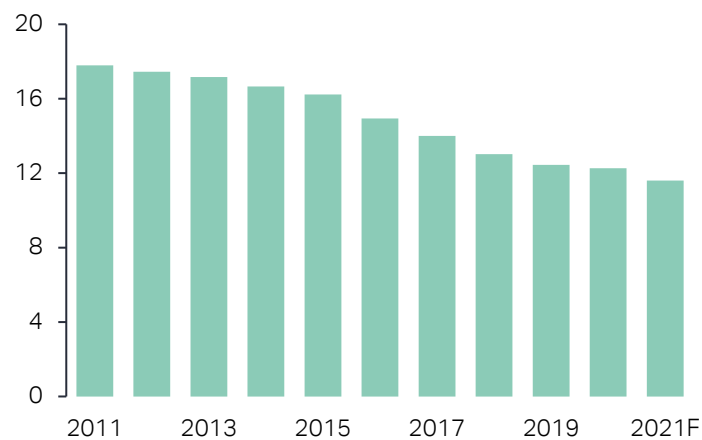
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

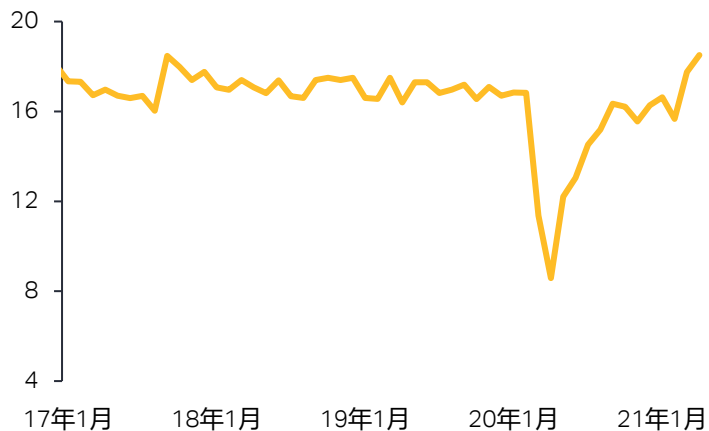
## 钯金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

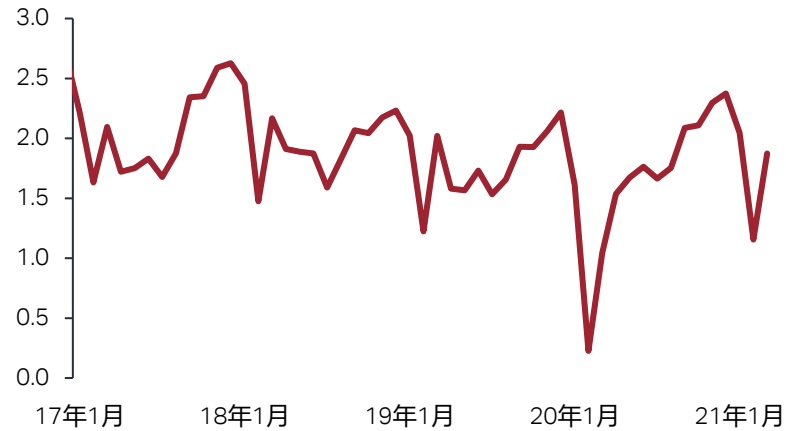
# 钯金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



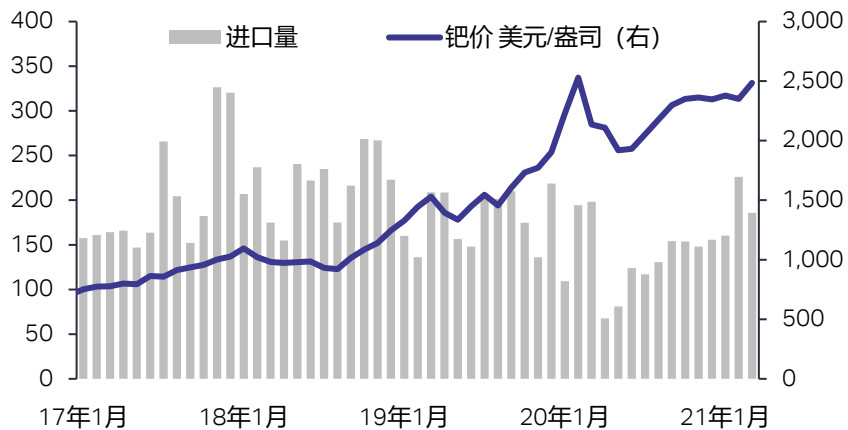
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



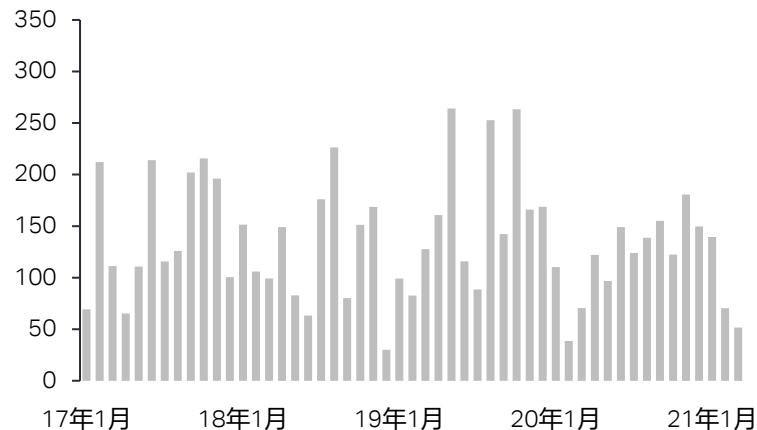
来源: Bloomberg

## 美国钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

## 香港钯锭进口, 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。