



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 590 期
2025/01/27

黄金

春节前，因特朗普总统上任首日未颁布全面加征关税的政令导致美元走弱，黄金攀升至11周高点，突破2,760美元/盎司。

白银

2024年中国光伏发电新增装机容量同比增长45%，达到创纪录的277GW。总装机容量已达887GW。

铂金

为削减成本，凯文迪什氢能公司将裁员45%并暂停加氢站建设，目前全球加氢站使用的设备中约14%由该公司供应。

钯金

1月末，特朗普计划撤销要求到2030年新车中电动汽车占比须达到50%的总统行政令，并冻结向充电站提供的尚未使用资助款。

特朗普政府全面加征关税对白银市场影响几何？

在特朗普第二任期开启后的两天内，其政府宣布最早将于2月1日起对墨西哥、加拿大和中国加征关税。正如上期周报所述，市场对全面加征关税的担忧已导致所有贵金属的期货转现货（EFP）激增。自2024年12月以来，因期现溢价扩大及潜在的供应错配，运入芝加哥商品交易所（CME）核准仓库的贵金属数量持续增加。如果特朗普政府对从上述三个国家进口的所有商品都加征关税，各类贵金属都将受到影响。而从短期来看，在主要贵金属中白银受到的影响可能最大，原因是美国白银市场存在结构性供应短缺，同时也依赖从墨西哥和加拿大进口的白银来满足国内需求。

对美国白银市场的详尽研究显示，2010后十年大部分时段内美国都是全球最大白银产品（包括工业用白银、摄影用白银、银饰、银器、银币、银章、投资级银条等）加工国。虽然在这十年的后期美国被中国反超，但两国加工量差距显著扩大主要发生在近两年（背后的原因是中国摄影业的白银需求量飙升）。

据我们估算，2024年美国白银产品加工产量为2.2亿盎司，占全球白银总需求量的18%。在各白银需求领域中工业需求量最大，在总需求量中的占比超过60%。银币、银章和其他白银投资产品需求量占总需求量的29%，位居第二。其余需求则主要来自银饰



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



www.valcambi.com



A PALLION COMPANY

www.ABCbullion.com



Bulmint

www.bulmint.com



www.randrefinery.com



PRESTIGE
BULLION

www.realkrugerrand.com



MENNICA
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

www.invest.mennica.com.pl



www.axedras.com



www.miller-insurance.com

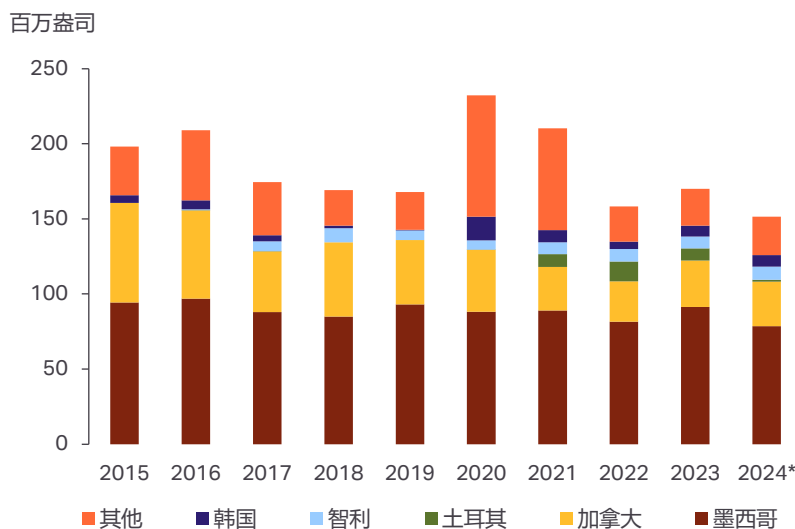
加工。

需要强调指出的是，上述数字都是基于加工产量计算的。如果以白银消费量衡量，美国白银需求量还更高（2024年超过2.5亿盎司）。例如，美国白银首饰销量位居世界第一，其中相当大一部分在海外制成。同样的，长期以来美国一直是全球最大白银零售投资市场。虽然美国个人投资者高度偏好本国产白银投资产品，但进口银币（有时还包括小银条）也在美国市场中占据重要份额。

近年来，美国年白银总供应量（矿产白银产量与回收供应量）在7,000万-8,000万盎司间波动，美国白银市场持续出现结构性供应短缺。为填补供需缺口，很自然需要进口大量白银。作为例证，2020-2023年期间美国年均白银进口量达1.93亿盎司，2024年1月至11月期间总进口量超过1.5亿盎司。如以下图表所示，美国主要从墨西哥和加拿大进口白银，从2010年起墨加两国合计对美白银出口量一直占美国白银总进口量的74%。若把两国排除在外，美国白银进口来源国在地理上分布广泛，每年对美出口量也大幅波动，不过第三大供应国通常仅占美国白银总进口量的5%。

撰写本报告之时（1月22日），在基准预测情境下假定美国不对墨西哥和加拿大全面加征关税，而且白银进口最有可能豁免于被加征新关税。不过在特朗普总统的关税计划得

美国白银进口量



*2024年1月至11月数据。数据来源：S&P Global

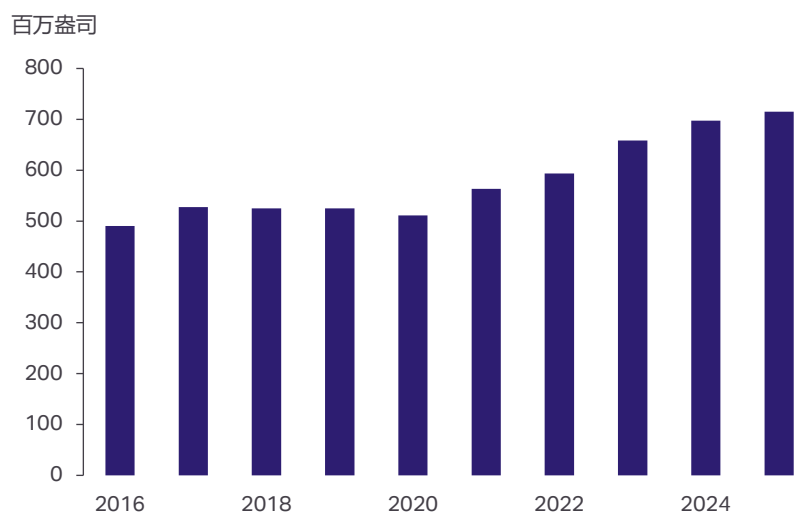
到明确前，因市场担忧白银供应可能中断白银期转现溢价可能仍会大幅波动。期现价差显著高于正常水平，同时可能出现供应错位，也将促使CME期货市场参与者囤积库存。

不过即使白银进口不会被加征额外关税，但特朗普总统针对关键贸易伙伴拟实施的贸易政策仍将给白银市场带来挑战。事实上威胁升级贸易战已导致全球经济增长前景承压，叠加中国经济仍步履蹒跚，可能会削弱投资者对工业用大宗商品的兴趣，成为拖累银价走弱的利空。

预计2025年白银工业需求将保持增长，相应的白银市场将连续第五年出现结构性供应短缺。白银工业需求走强反映出受结构性因素的提振，近年来很多工业部门的白银需求量持续增长。近期白银工业需求增速高于全球GDP增速，原因正在于此。

在各工业部门中，得益于2025年全球光伏发电新增装机容量有望再创新高，光伏行业的白银需求量将进一步上升。对电子行业持续复苏我们也持谨慎乐观预期。尽管宏观经济不确定性加大，但人工智能快速应用已激发技术升级、设备更换和新基建投资的巨大需求，利好于白银用量大幅增加。

全球白银工业需求

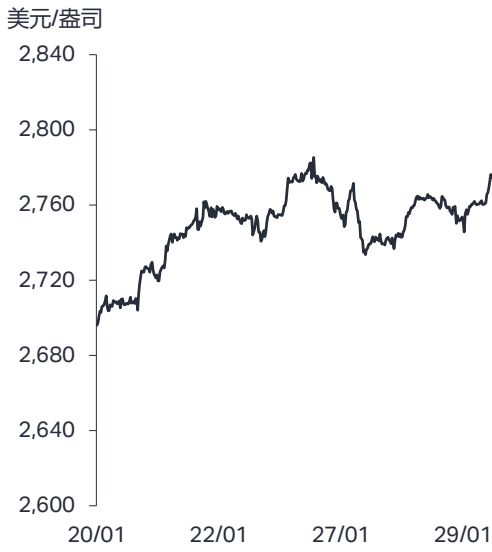


数据来源: Metals Focus 5年期预测季报



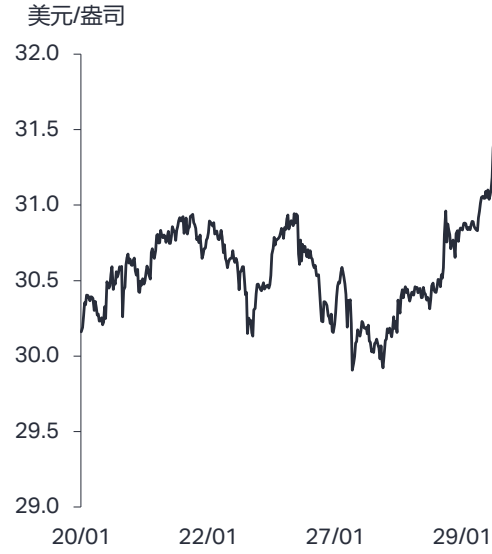
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



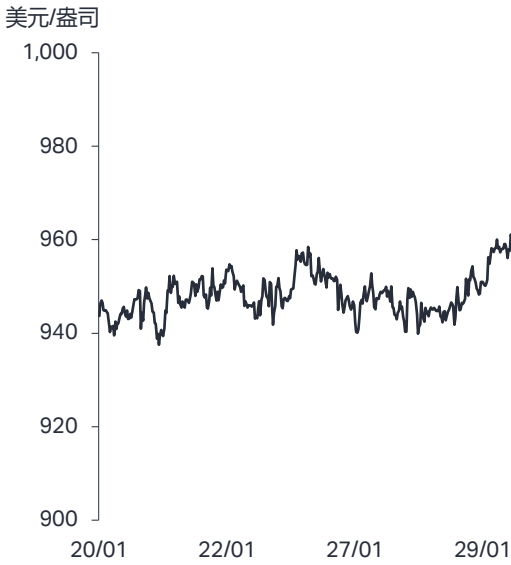
来源: Bloomberg

白银



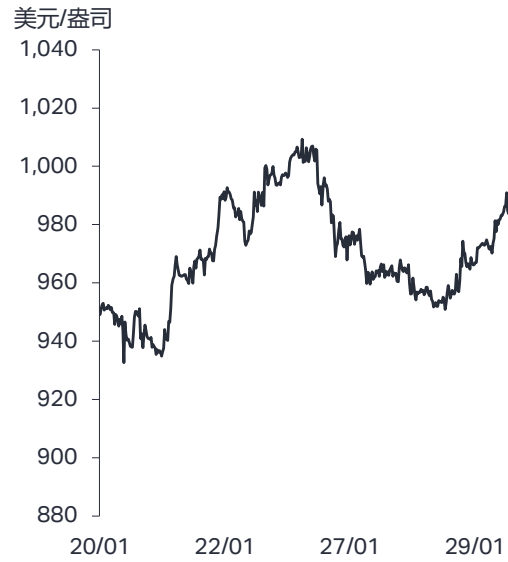
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金



来源: Bloomberg



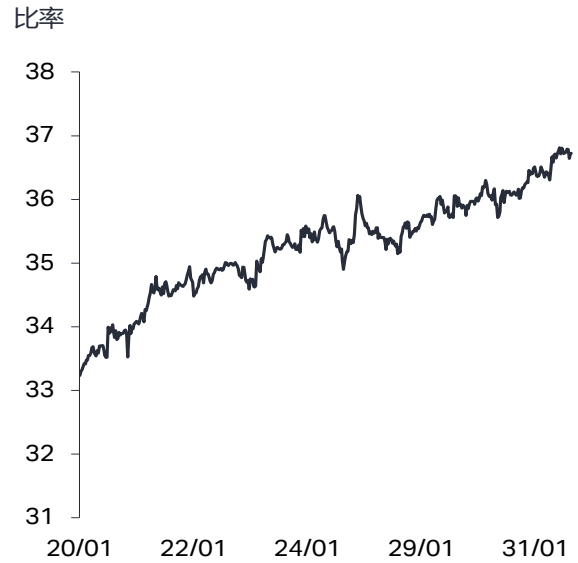
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



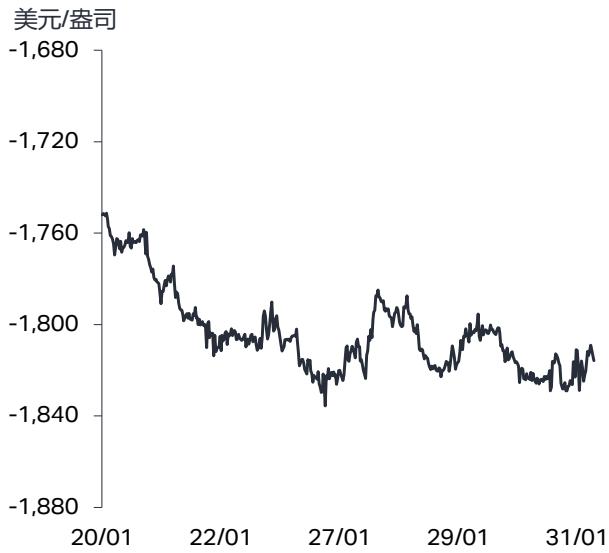
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



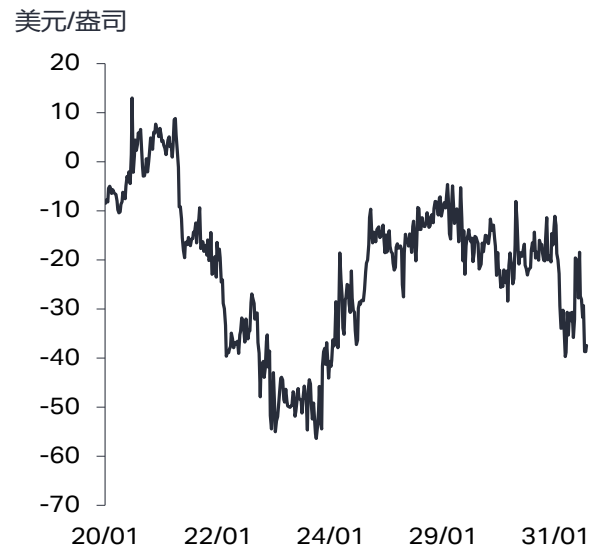
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

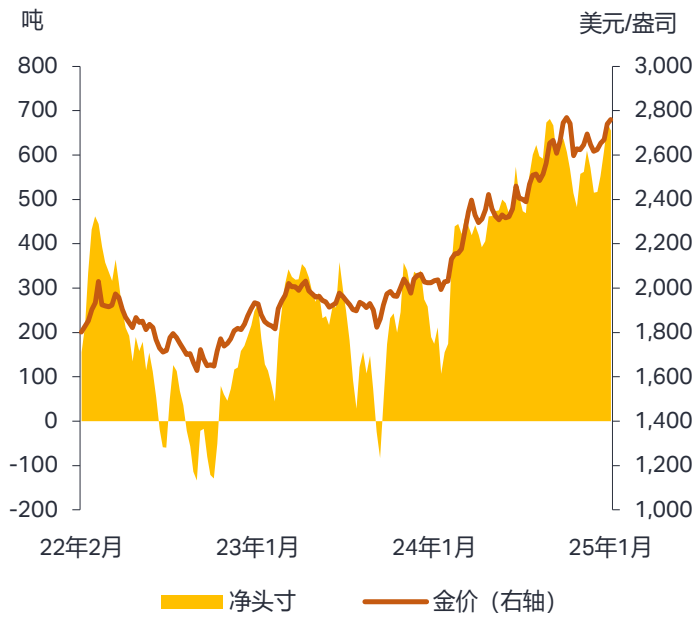


来源: Bloomberg



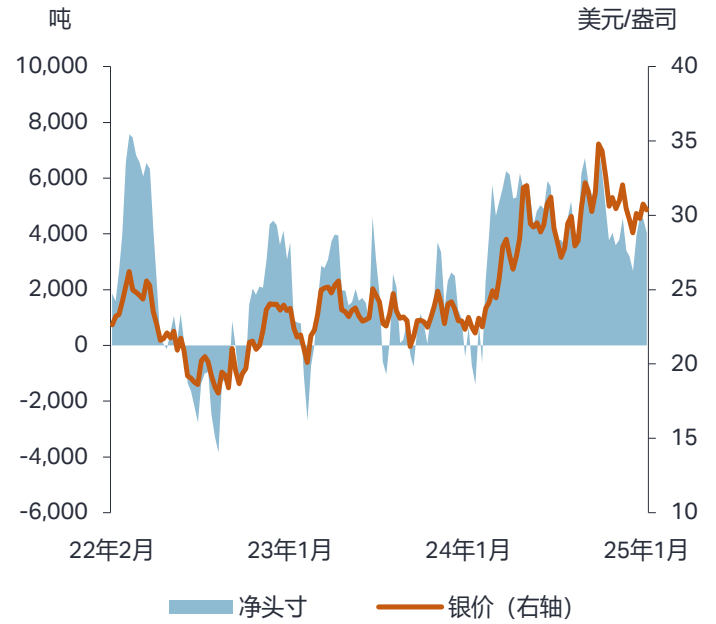
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



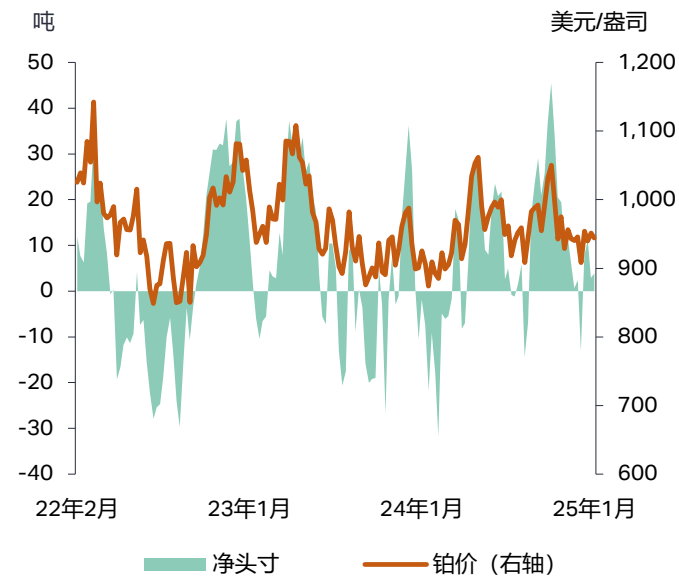
*管理基金头寸 (Managed money);
来源: Bloomberg

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



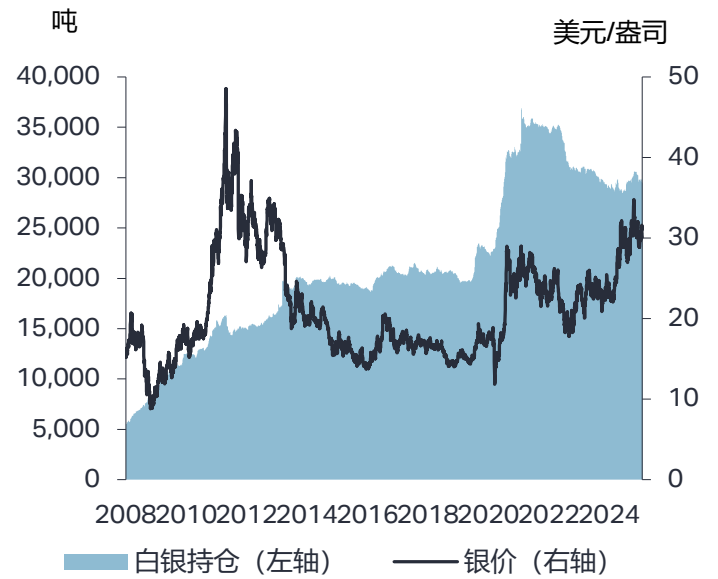
图表 - ETP 持仓

黄金



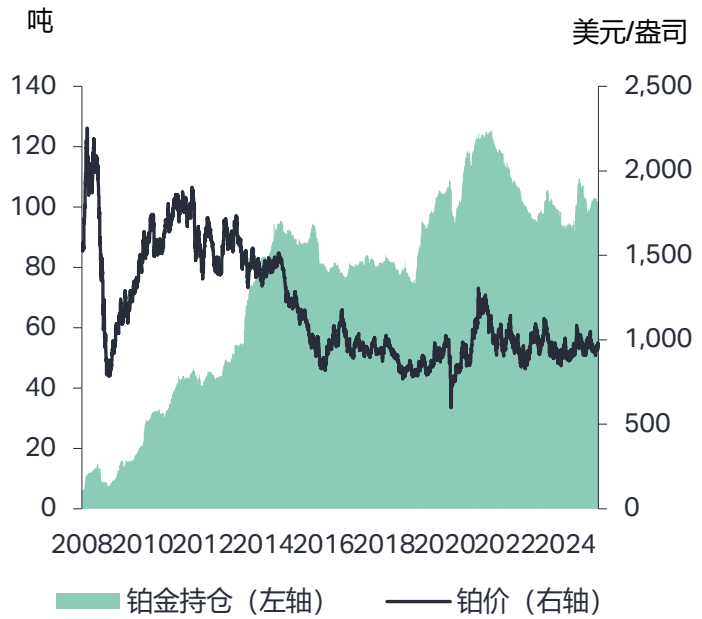
来源: Bloomberg

白银



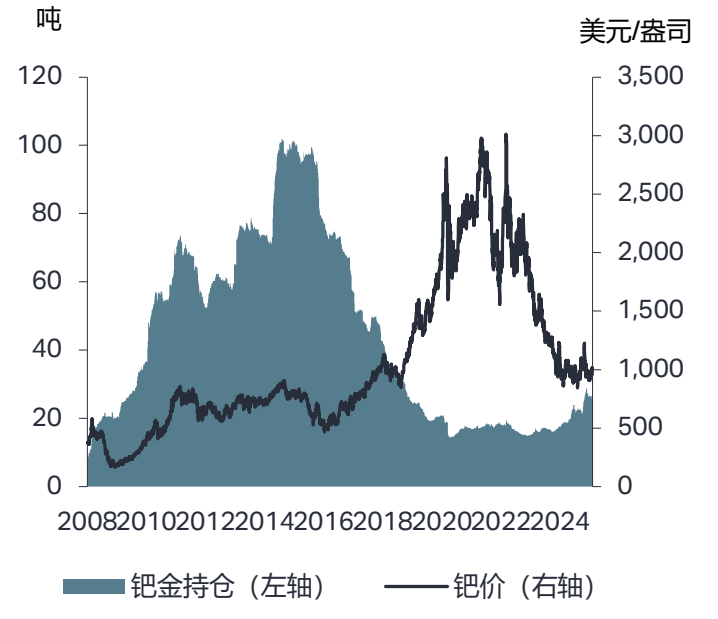
来源: Bloomberg

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

Nilesh Pise, 研究助理-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

Donnadee Francisco, 矿业研究员-马尼拉

Ruby Tagoon, 初级矿业研究员-马尼拉

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。