



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 588 期  
2025/01/15

### 黄金

上周，印度政府部门将该国2024年11月黄金进口额从148亿美元下修至98亿美元。

### 白银

上周，金/银价格比率在触及11个月来的高点91:1后，回落至88:1。

### 铂金

CME管理基金持有的铂金期货净仓位位于三个月来首次转为净空头，达42万盎司。

### 钯金

2024财年中国汽车总销量上升5%，至2,290万辆，其中内燃机汽车销量下降15%，但新能源汽车销量大幅增长。

### 2025年贵金属市场展望

继2024年大幅上涨后，2025年金价有望继续上行，高点或将触及3,000美元/盎司。从本质上讲，这反映出宏观经济和地缘政治不确定性因素众多，会促使机构投资者积极吸纳防御性资产。全球官方部门强劲买入黄金也将助力金价上行。预计2025年白银走势将大致跟随黄金走势。尽管工业部门的白银需求旺盛，结构性供应短缺量也将保持在高位，但投资者对做多工业金属持谨慎态度仍将是阻碍银价表现显著跑赢金价的重大不利因素。最后，预计2025年铂金、钯金和铑的价格都将呈区间震荡走势。

### 黄金

2025年初金价在2,600-2,650美元/盎司区间内窄幅震荡。2024年金价涨幅非常大，因此一段时间内震荡整固也较为合理。此外一些传统上影响金价走势的因素也偏利空：市场普遍预计2025年降息次数将少于原来的预期，近期美国国债收益率和美元均继续走高。

展望未来，从短期来看降息步伐放缓和美元走势较强仍将是金价上行的重大障碍。不过虽然有这些不利因素，近期其他宏观经济因素仍利好于黄金走强，应能推动金价挑战3,000美元/盎司关口。

对美国政府债务水平过高的担忧将促使越来越多的投资者打造多元化投资组合。鉴于在特朗普第二任期内政府财政扩张很可能会更为激进，上述担忧加剧。政府债务过高对美国国债和通胀率的最终影响也将导致



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)

---

### 黄金价格与美元指数



数据来源: 彭博社

不确定性。中国经济前景的不确定性以及人民币面临的潜在压力,可能也将促使中国投资者转向防御性资产。

此外,即使2025年美国下调政策利率的步伐会放缓,市场仍普遍认为年内会降息。政策利率下调叠加通胀仍具粘性,将导致未来实际利率走低。最后,中东地区的地缘政治紧张局势不大可能很快消退,同时特朗普激进的加征关税计划也将带来更大不确定性。总而言之,2025年期间上述诸因素将继续推动投资者把黄金等防御性资产作为投资标的。

同时,2025年全球官方部门增持黄金有望继续为金价提供强支撑。2022年以来各国央行对黄金的需求极为强劲,已不时为黄金底价提供坚实支撑。究其原因,地缘政治风险、对美国政府债务可持续性的担忧、近年来金价表现耀眼等因素,都提升了黄金作为有效投资组合分散化工具的吸引力。预计上述诸因素仍将继续发挥推动作用,考虑到特朗普拟实施的贸易政策很可能会加速去美元化进程,则更是如此。

不过我们也要提醒,一旦上试3,000美元/盎司后,金价将难于进一步持续上行。到2025年后期时上述很多利好因素将已在金价中到反映,此时做多黄金交易的拥挤度可能已很高,同时危机疲劳也将成为一个不利因素。因此我们预计2025年下半年起金价将开始回落,不过因宏观经济和地缘政治不确定性因素众多,金价仍将保持在相对高位。

### 金银价格比



数据来源: 彭博社

#### 白银

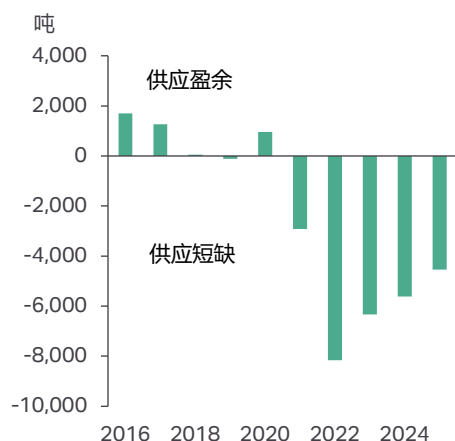
2024年白银市场连续第四年出现结构性供应短缺,且数量颇大。工业部门的白银需求旺盛,同时白银供应量较为稳定,支撑白银基本面走强。不过由于白银地上存量充足,并未发生实物白银供应紧张状况,实物白银市况强劲对推高银价所起作用甚微。

相较于基本面,驱动银价走势的主要是影响金价走势的经济因素,很多投资者把投资白银视为以加杠杆的方式炒作黄金。2024年大部分时段内金/银价格比率都在80:1至90:1这一2022年以来一直存在的区间内波动,即为明证。

展望未来,前面黄金部分讨论过的很多因素也将让白银受益,有望在2025年上半年期间把银价推高至35美元/盎司左右。不过即使白银工业需求仍保持旺盛,但因担忧特朗普政府提高关税将冲击全球经济增长,投资者做多工业金属的热情已受到影响。这仍将是阻碍未来几月间银价表现显著跑赢金价的



## 白银市场供需平衡



数据来源: Metals Focus

重大不利因素。

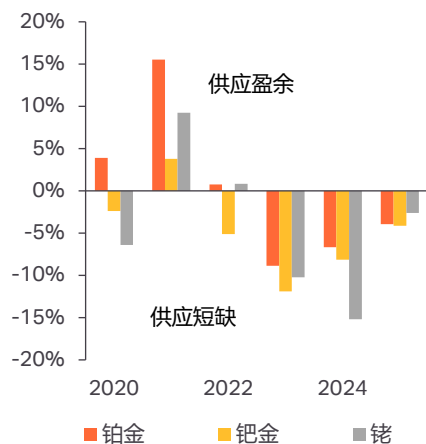
一旦2025年下半年金价涨势衰竭,银价也将承压。从积极的一面看,白银供需基本面强劲有望使银价下行幅度受限。尽管特朗普政府的经济和贸易政策存在不确定性,结构性利好因素会继续推高2025年工业部门的白银需求,其数量之大足以使白银市场需求量仍大于供应量。随着白银地上存量继续下降,到某个时点白银自身强劲的基本面作用或将开始凸显出来。

## 铂金

2024年铂金供应短缺量为51.5万盎司,在过去九年间连续第二年供不应求。不过铂金均价仍下跌1%。至956美元/盎司,与2022年和2023年的均价接近(分别为961和965美元/盎司)。2024年铂价呈自我强化的区间震荡走势,虽然预计2025年实物铂金供应将连续第三年短缺(数量为29.9万盎司),铂价可能仍无法摆脱区间震荡走势。

铂金供应从供应盈余(2021年供应盈余量超过100万盎司,触及峰值)转为短缺,主要是由于矿产铂金供应量和铂金回收供应量均急剧下降(背后的原因分别是一篮子铂族金属价格大幅下跌和废汽车尾气催化剂相关供应链断裂),以及汽车催化剂中铂金日益替代钯金。预计2025年铂金供需缺口将收窄。持续存在的矿企利润率压力将导致矿产铂金供应量进一步下降2%。不过,铂金回收供应得益于供应链问题缓解,预计同比回升12%(仍较2021年的峰值低16%)。预计2025年铂金总需求量将下降2%,主要原因是由于2024年中国LCD产能周期性扩张之势在新的一年不再延续,玻璃工业的铂金需求量将减少38.5万盎司。相比之下,汽车业和首饰业的铂金需求量则都有望温和增长2%。

## 铂族市场供需平衡相对需求占比



数据来源: Metals Focus

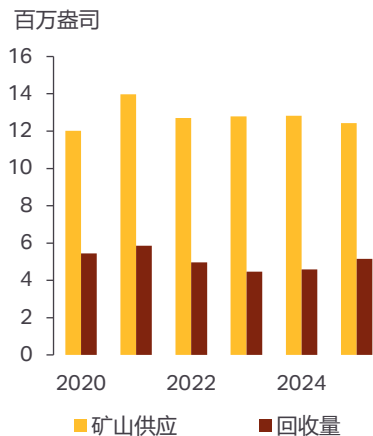
近年来我们对铂价走势的研判基本保持不变。鉴于铂金需求大于供应,我们看多铂价长期前景。然而由于地上铂金存量庞大,短期内供不应求对铂价的提振作用不彰。预计2025年投资者可能仍将在铂价900-950美元/盎司甚至低于900美元/盎司附近买入铂金,至950-1,000美元/盎司附近卖出。同时中国进口商可能仍将继续利用铂金下跌之机参与市场。因此我们预计2025年铂价仍将维持区间震荡走势。

## 钯金

2024年钯金均价同比下跌26%,2021年以来年均已累计下跌59%。尽管全年实物钯金供应短缺量有所下降,但仍处于高位,达81.5万盎司,然而钯价仍走低。由于钯金地上存量足以满足一



## 铂族矿山供应与回收供应量



数据来源: Metals Focus

年左右的需求,供应短缺对市场的影响有限。主要因从长期来看汽车电动化势不可挡,使得市场预计汽车业钯金需求下降,投资者仍强烈看空钯金。2024年期间管理基金持有的钯金期货净空头仓的平均值达100万盎司,就反映出这种看空情绪。预计2025年钯金供应短缺量进一步将收窄至39.9万盎司,不过投资者减少抛售有望小幅支撑钯价。

2025年钯金供需缺口之所以将收窄,主要归因于汽车业钯金需求将下降3%,背后的原因是全年全球电动汽车市占率将从12%上升至15%,导致轻型内燃机汽车产量下降。预计由于一篮子铂族金属价格不断下跌促使矿企实施成本削减措施(例如2025年西班牙-静水矿业公司旗下美国矿山的钯金产量将减少20万盎司),2025年矿产钯金供应量将下降4%。相比之下,得益于废汽车尾气催化剂供应链问题有望得到缓解,钯金回收供应量将增长13%。

鉴于实物铂金供应仍小幅短缺,整车制造商释放库存,空头仓位已饱和等因素,预计2025年钯价将企稳。矿产钯金供应量或回收供应量预期遭进一步下调或将提振钯价,同时市场也仍易于受轧空的冲击。

## 铑

与钯金的情况类似,虽然2024年铑供应短缺量创出我们起始于2010年数据系列中的新高,但全年铑均价同比下跌30%,至4,637美元/盎司。在多年都高波动后,2024年全年铑价表现较为稳定,在4,325-4,825美元/盎司区间内温和波动,上沿和下沿相距500美元。相比之下,2020至2021年期间铑月价格波动幅度都常超过此范围。

预计2025年铑供应短缺量将收窄至2.7万盎司。与铂金和钯金的情况类似,铑供需缺口收窄归因于汽车业铑需求不断下降,废汽车尾气催化剂回收供应量上升,2024年产能周期性扩张后玻璃工业铑需求减少等因素。不同于钯金,由于2024年用铑化工工业部门产能大幅扩张的情形不大可能在2025年重演,今年化工工业铑需求将显著下降。预计2025年铑价将继续保持稳定。价格支撑因素包括供应小幅短缺,地上存量不高,整车制造商调整库存的影响减弱等。同时因中长期内汽车电动化进程下铑需求面临下行压力,铑价上涨将创造卖出机会。因此预计2025年铑价仍将维持区间震荡走势。

# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



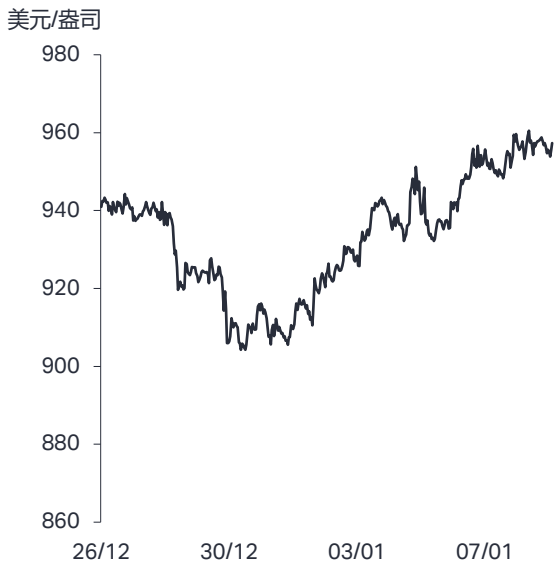
来源: Bloomberg

## 白银



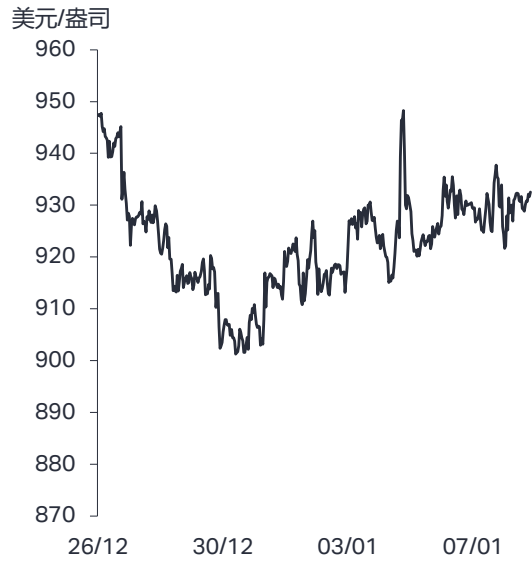
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金



来源: Bloomberg



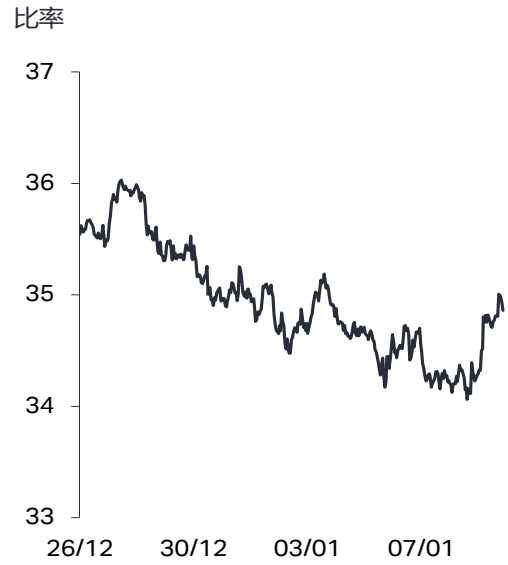
# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



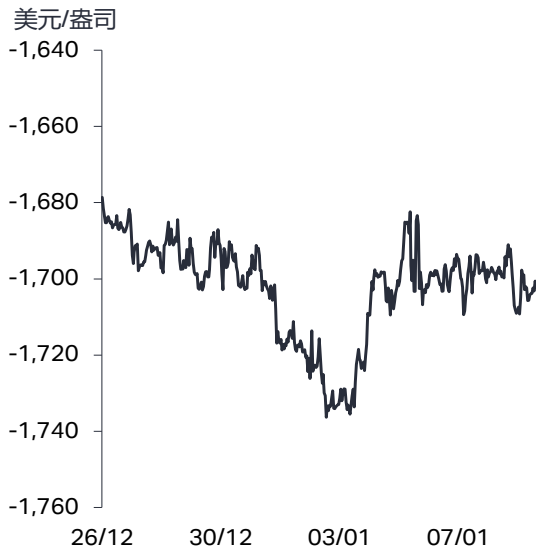
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



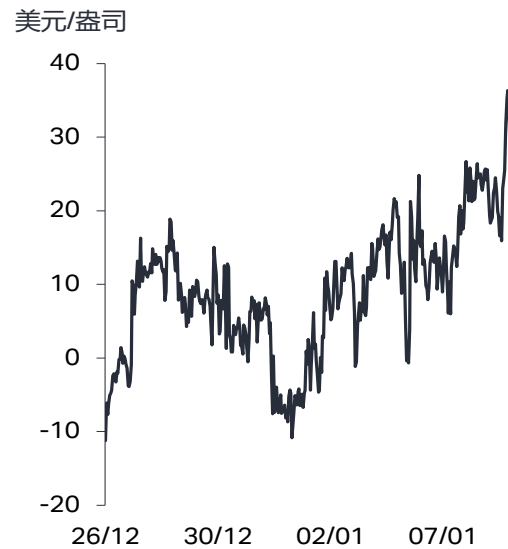
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



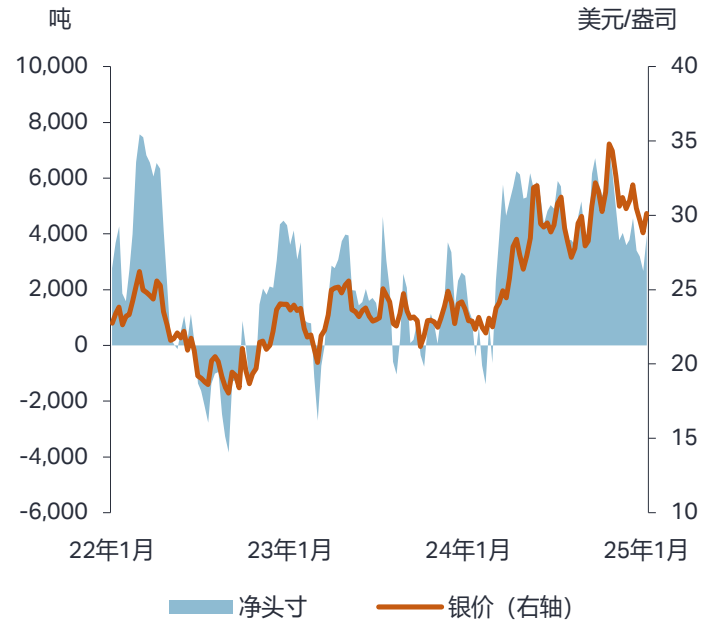
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



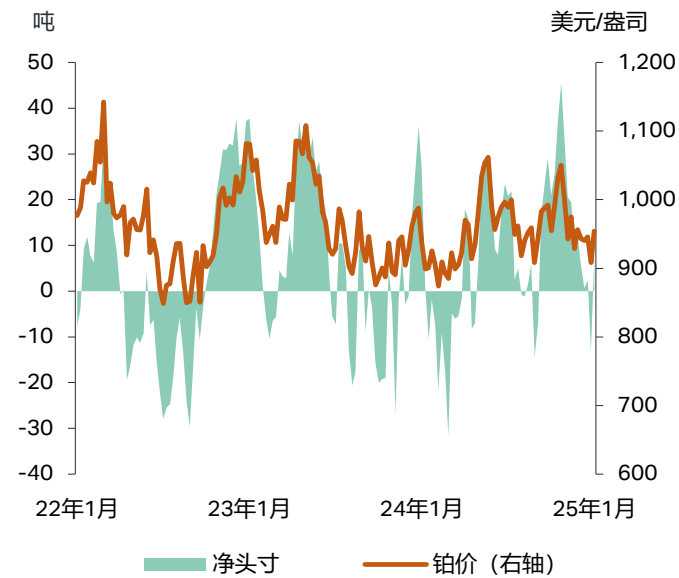
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 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

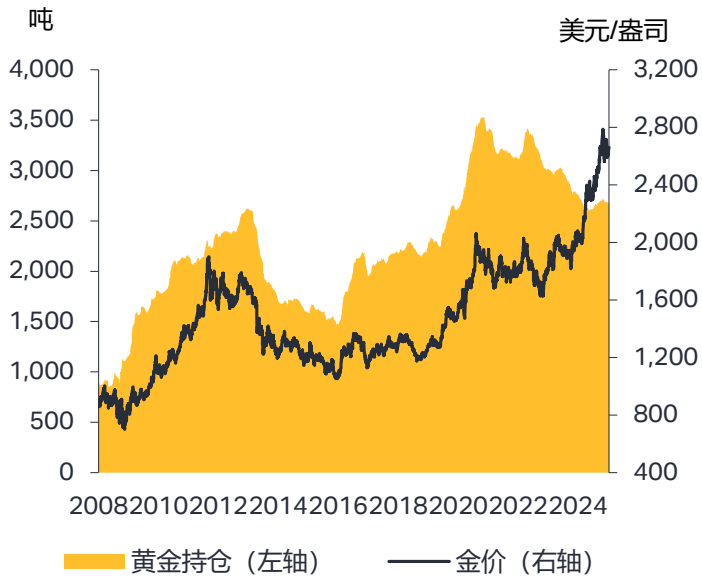


\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg



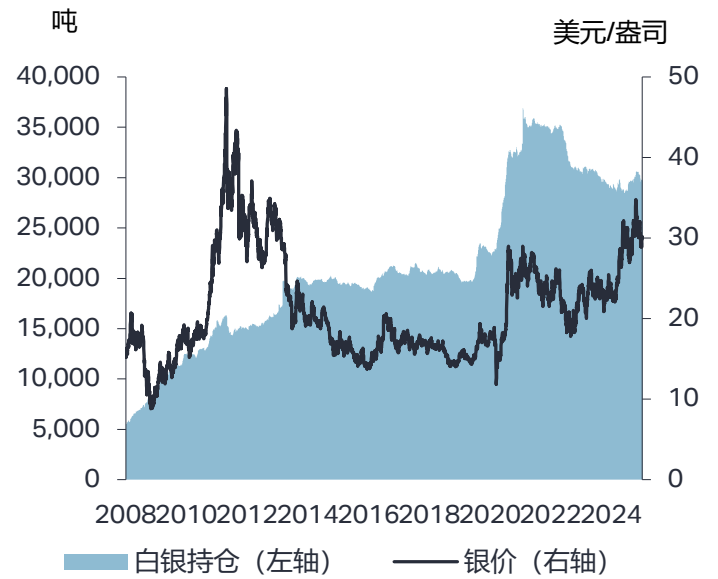
# 图表 - ETP 持仓

## 黄金



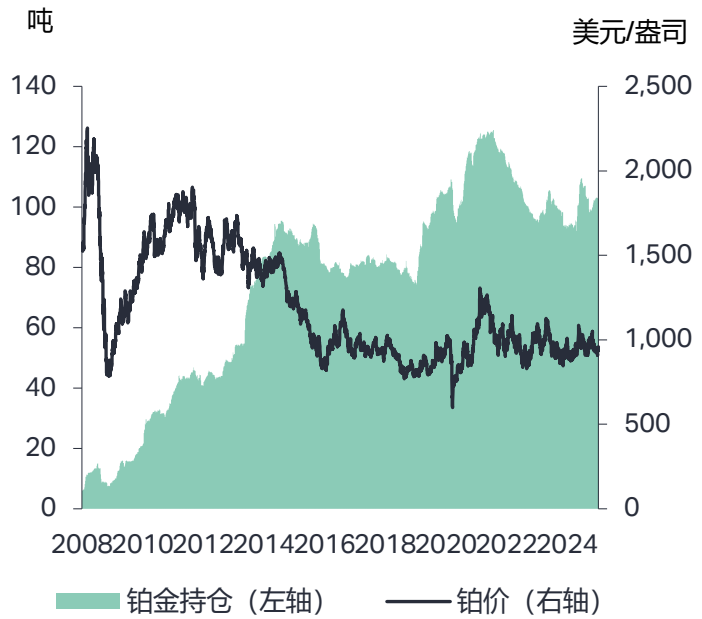
来源: Bloomberg

## 白银



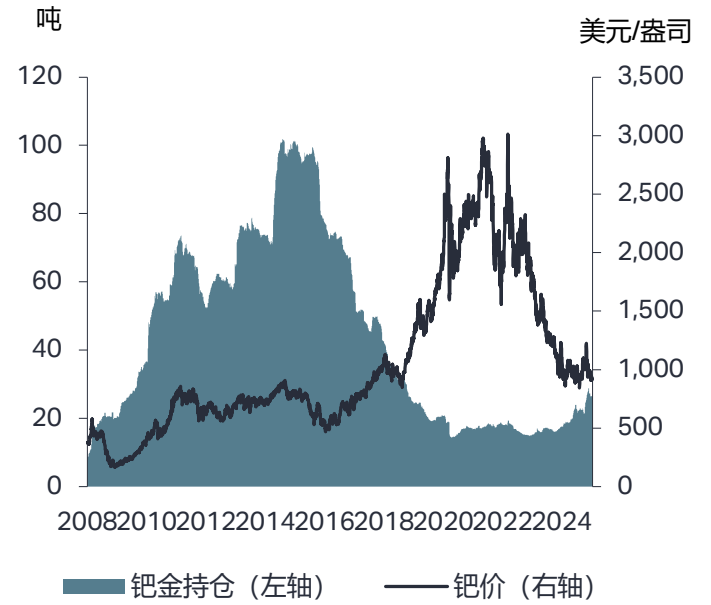
来源: Bloomberg

## 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。