



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 594 期
2025/02/26

黄金

上周，担忧市场风险使投资者追捧避险资产，推动金价进一步上涨，触及历史新高2,947美元/盎司。

白银

上周，虽然银价短暂涨破33美元/盎司，金/银价格比率仍居高不下，站于89:1上方。

铂金

上周，管理基金持有的CME铂金期货净多头仓自去年11月以来首度逼近100万盎司。

钯金

1月份美国汽车库存量同比上升14%，达292万辆，相当于96天供应量，远高于相当于约70-80天供应量的历史平均值。

2025年初显著上涨后，金价能否突破3000美元/盎司？

2025年迄今金价涨势引人瞩目，截至2月19日创出历史新高2,947美元/盎司。虽然之后小幅回撤，但金价仍稳稳站于2,900美元/盎司上方。事实上尽管美联储释放对2025年降息前景持谨慎态度的信号，美元汇率和美债收益率双双走高，金价仍表现出较强韧性。

根据我们的研判，今年黄金走强主要受经济以及一定程度的政治不确定性高企驱动，这些不确定性又与美国新一届政府的各项政策尤其是拟普遍加征关税的政策高度相关。对于加征关税的担忧已导致大量黄金从伦敦运往芝加哥期货交易所集团（CME）批准的在美金库等处。2024年11月19日（当时美国总统大选结果即将公布）至2025年2月14日期间，这些在美金库的黄金库存量从534吨（1,750万盎司）激增至1,164吨（3,740万盎司）。黄金库存意外转移导致伦敦场外交易市场上黄金供应一定程度紧张，推高了短端黄金租赁利率，反过来为金价上行提供进一步支撑。这还导致在一些国家经销商面临黄金投资产品缺货的窘境。

欧洲经济仍疲软也支撑投资者做多黄金的信心，同时地缘政治紧张局势加剧，例如美国出人意料地宣布将接管加沙地带，对乌克兰政策也发生重大变化，亦进一步推动黄金走强。展望未来，虽然金价飙涨使短期内投资者获利了结的风险加大，我们仍预期黄金上涨趋势将继续（具体价格预测请与我们联系订阅）。



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

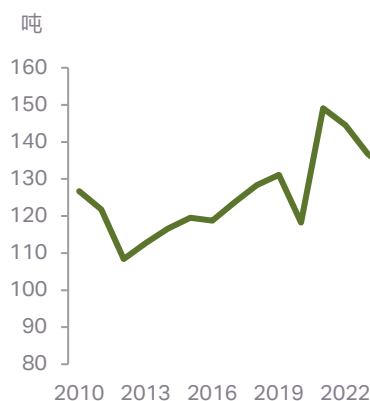


www.axedras.com

Miller

www.miller-insurance.com

美国黄金首饰消费量



数据来源: Metals Focus

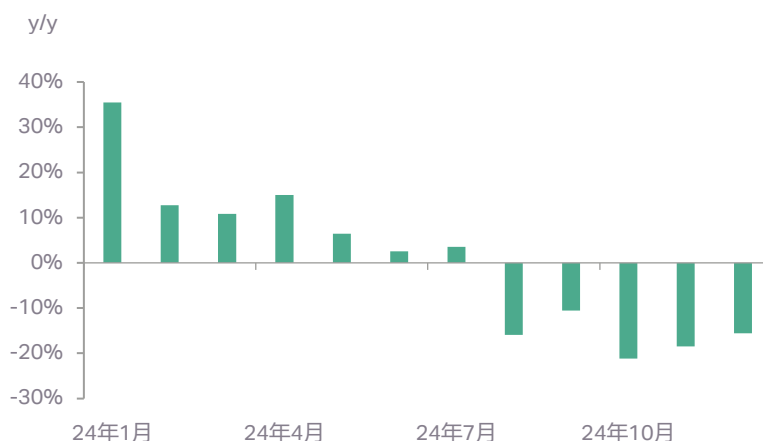
“有趣时代”下的美国首饰需求

近期赴美实地调研期间, Metals Focus 的分析师特别关注在金价涨至创纪录高位和政治形势动荡的大环境下, 美国首饰市场的表现 (在本文中我们重点考察黄金和白银首饰市场)。调研结果显示美国首饰需求优于预期, 但不同细分市场的表现并不完全一致。

考虑到金价已涨至创纪录高位, 而在西方国家中美国市场通常对价格又最敏感, 有人可能会认为美国黄金首饰消费量 (美国为全球第三大金饰消费国) 应受到较大影响。然而据我们估算, 以克重计 2024 年四季度美国金饰销量仅同比下降 4%, 相对好于 24 年初很多调研联系人的预期反馈。背后的主要原因包括美国就业市场仍强劲, 尽管家庭开支预算受限, 美国人普遍仍需为过圣诞节购物, 以及四季度大部分时段内总统大选未对市场产生重大影响等。就价格而言, 购买者 (大都是业内企业买家) 已在一定程度上接受高金价, 同时镶嵌宝石首饰的总成本也因钻石价格下跌而下降。上述诸因素有助于解释为什么四季度业内企业的信心普遍强于三季度。部分由于生活成本问题主要影响低收入人群, 以价值计的金饰销售业绩好于上面提到的以克重计的业绩 (下降 4%)。

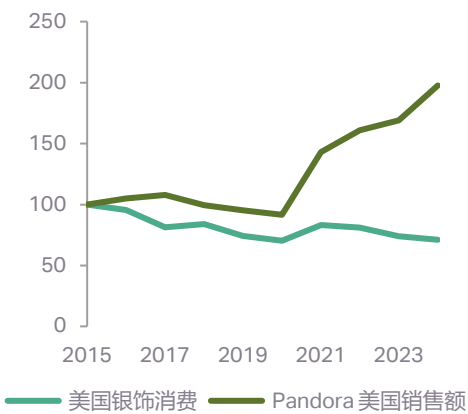
价格上涨下市场也基本未发生结构性变化。例如, 市场主导产品仍是 14K 金饰, 消费者并未转向购买价格较便宜的 10K 金饰。不过销售高克重金链 (30 克或以上) 变得更为困难, 很多消费者也从购买实心金链转向购买空心金链, 而且各品类首饰产品都趋向轻量化。不过从时尚视角看, 厚重感设计仍受欢迎, 叠戴戒指仍然是流行趋势。

2024 年美国黄金首饰进口量



数据来源: Metals Focus。图表显示每月同比变化百分比

美国白银首饰消费量与 Pandora 销售收入



数据来源: Metals Focus, 公司报告

当然去年四季度的市况也并非一帆风顺。CME期货市场上期货转现货价差飙升带来一些问题，同时黄金租赁利率上升，叠加银行利率仍处于高位，导致为库存融资更具挑战性。我们的调研联系人还谈及依然低迷的婚礼首饰市场。一些人甚至悲观地认为美国婚礼数量正呈结构性下降，但另一些人则更为乐观地认为订婚数量将回升至正常水平，虽然婚礼形式与过去有所变化。

2024年四季度美国首饰进口数据并无明显改善，全年呈下降趋势。虽然零售商的库存水平并算不太低，但进口供应链厂商似乎已对金价上涨作出反应。进入2025年后进口量是否会回升，值得观察。对于2025年美国黄金首饰需求前景，我们仍持谨慎预期。即使订婚数量的确回升，首饰企业也必须应对产品组合中越来越多品类的定价须上调的情况，同时政治不确定性也未消退。有鉴于此，预计2025年美国金饰需求量可能会较2021年的峰值水平下降13%，甚至会低于2019年的水平。

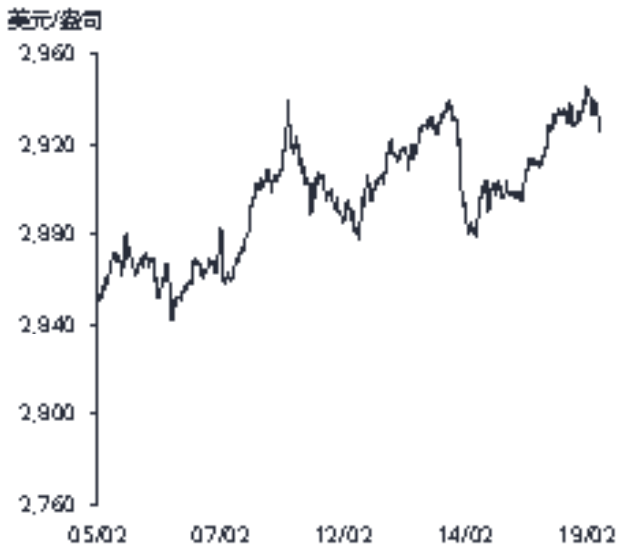
有人可能会以为金价涨至创纪录高位已引发消费者大规模转向购买白银首饰，但我们的调研联系人称这并未发生，银饰市场仍与金饰市场截然不同，购买者通常是不同的消费群体（一般较年轻），购买动机也不同（通常与时尚联系更为紧密）。另外，几乎没有迹象显示银饰销量表现好于金饰：据我们估算，2024年美国银饰消费量下降4%左右，较2021年的峰值水平下降14%，且小幅低于2019年的水平。

对外国出口商来说，2024年美国银饰消费量仅小幅下降可能显得有些奇怪。贸易数据显示，以毛重计2024年美国白银进口量下降18%，同时我们的分析显示以纯银重量计进口量的降幅也差不多。不过进口额上升6%，背后的原因除银价走高外，银饰增加值也继续上升一向高收入群体销售的较高利润率银饰数量超过向相对较低收入群体销售的较低利润率银饰。

2024年热销产品从普货银饰转向高利润率品牌银饰的趋势延续。与金饰的情况类似，我们预计2025年美国银饰消费量也可能会小幅下滑，但得益于季节性因素和供应链厂商补货，年初期间进口量有望回升。美国仍将是仅次于印度的全球第二大银饰消费国。

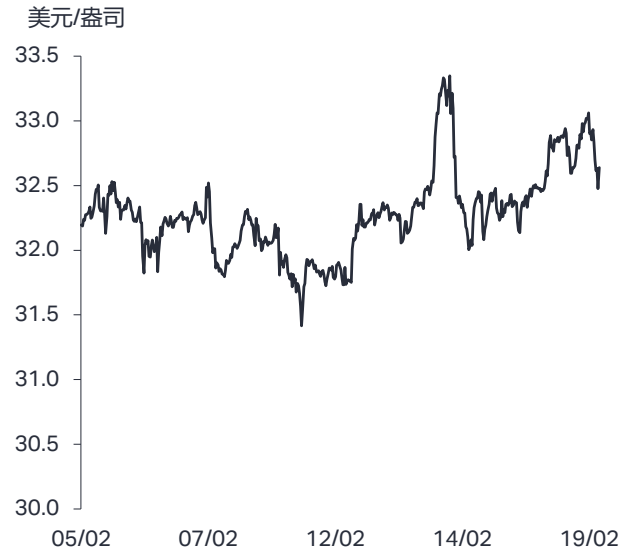
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



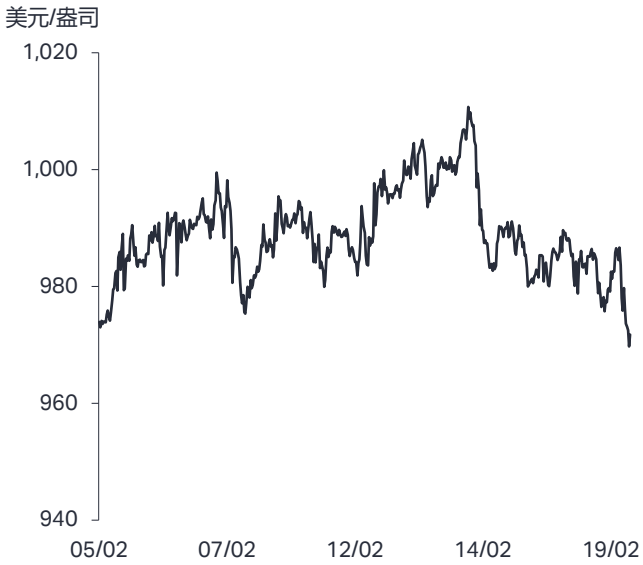
来源: Bloomberg

白银



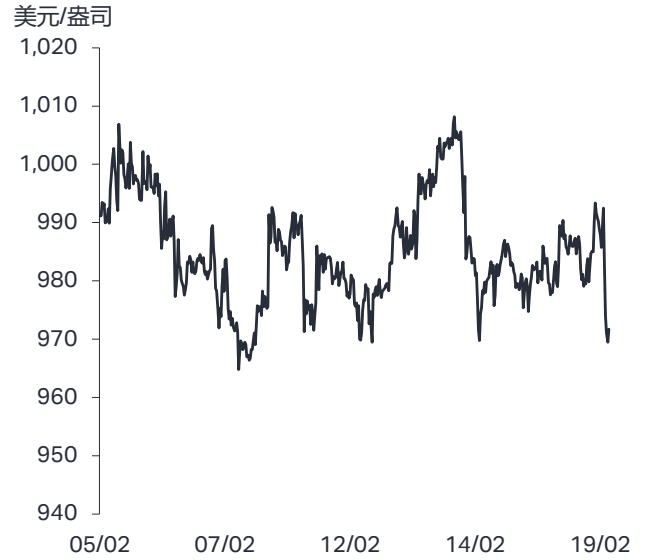
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

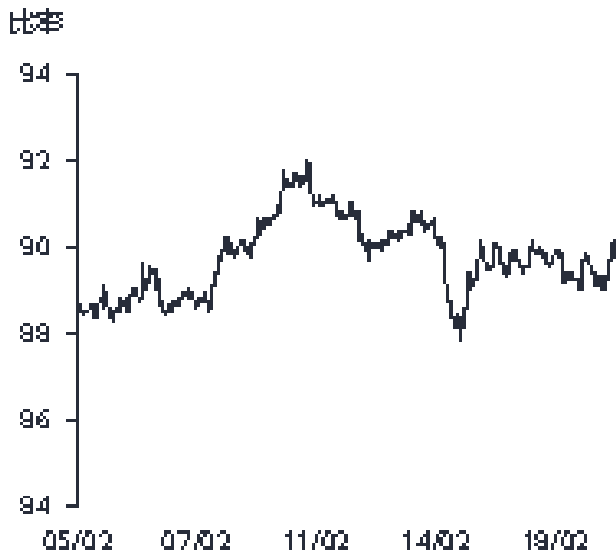


来源: Bloomberg



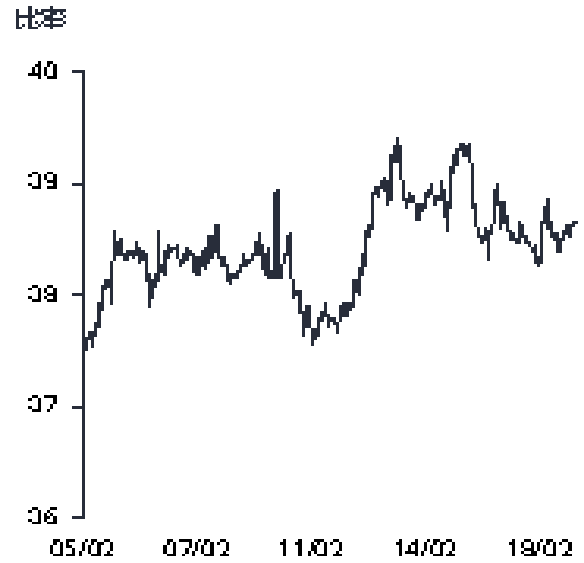
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



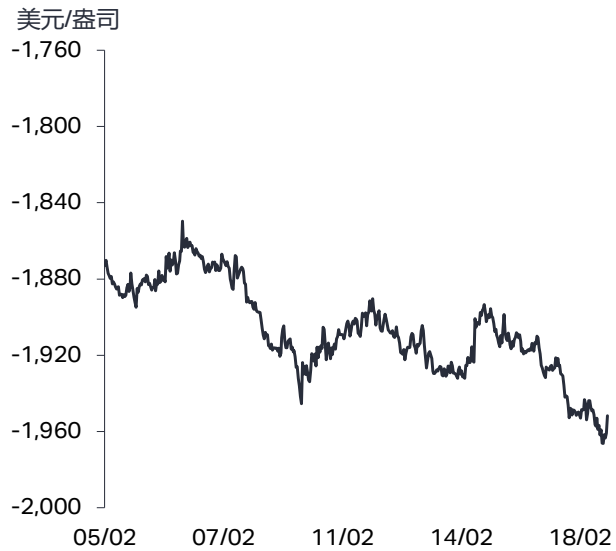
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



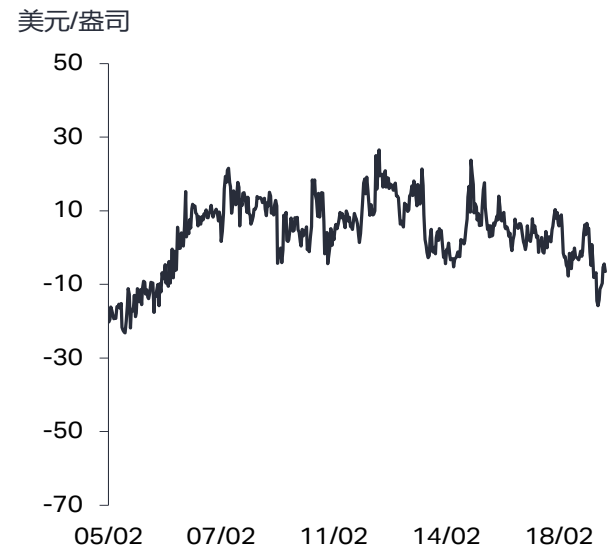
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



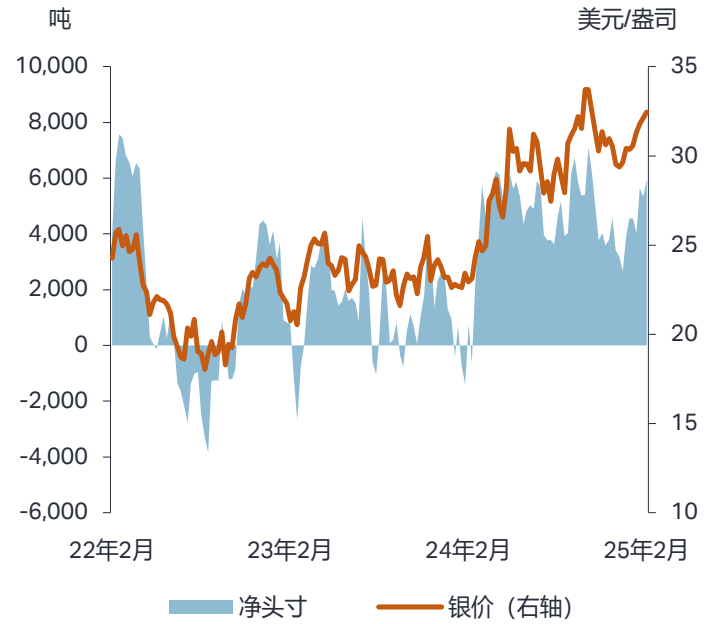
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



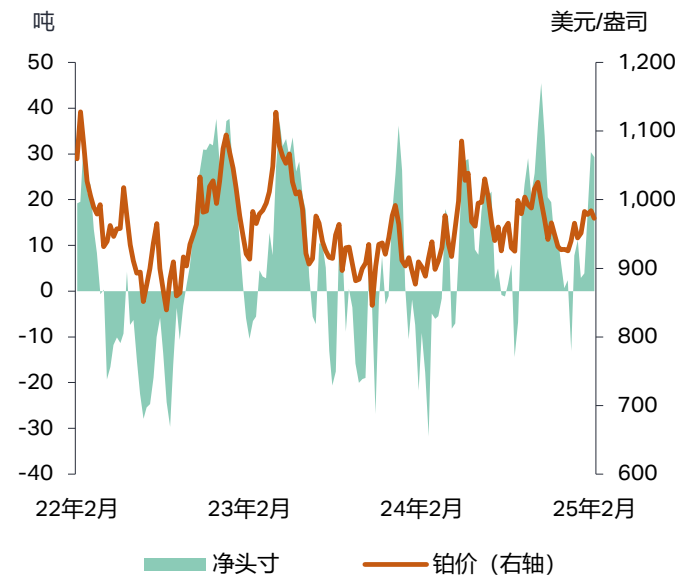
*管理基金头寸 (Managed money);
来源: Bloomberg

白银



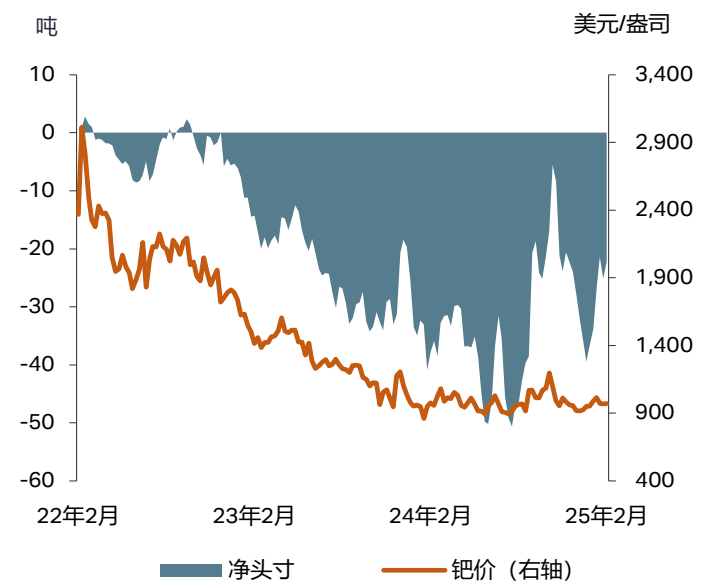
*管理基金头寸 (Managed money);
来源: Bloomberg

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



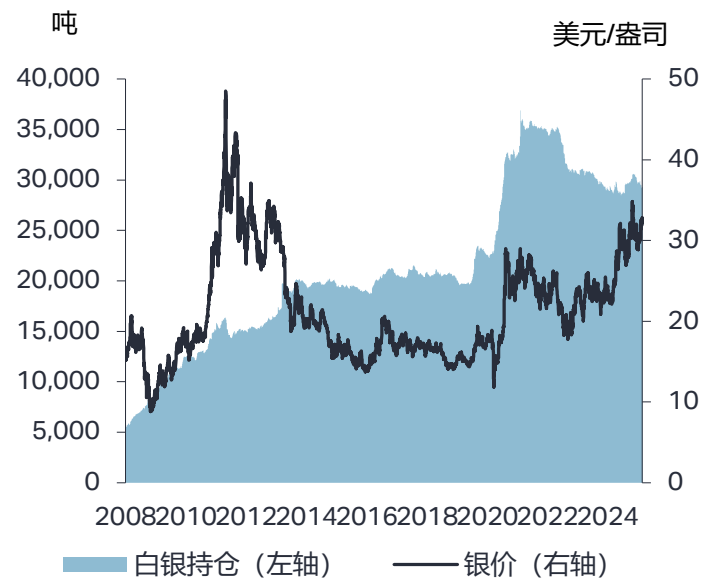
图表 - ETP 持仓

黄金



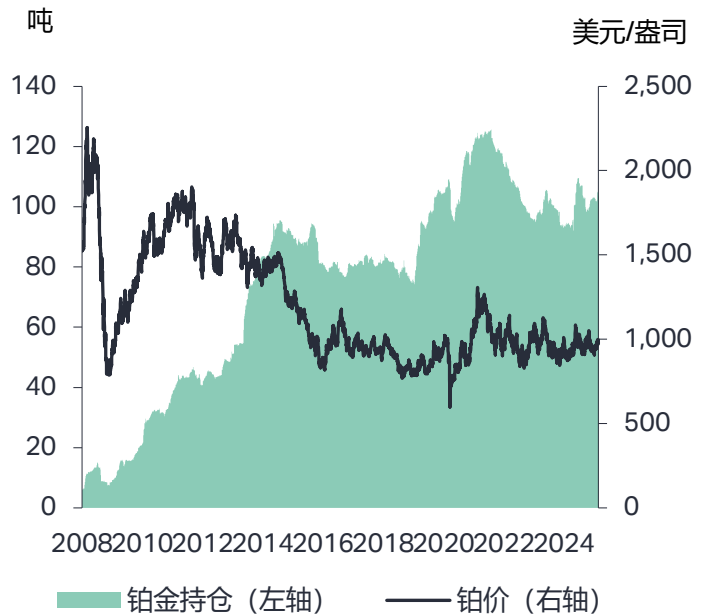
来源: Bloomberg

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。