



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 592 期
2025/02/19

黄金

1月份伦敦黄金仓库存量月环比下降1.7%，至8,535吨。白银库存量降幅较大，达8.6%，1月底时为23,528吨。

白银

美国政府将中国产太阳能多晶硅片、晶圆和电池的适用进口关税从50%上调至60%。

铂金

普拉格能源公司会同标普全球大宗商品旗下普氏能源资讯，推出了业内首个绿色液氢现货定价项目。

钯金

因汽油车和轻混动汽车销量同比下降17%，1月份沃尔沃公司全球汽车总销量同比下降5%，至51,000辆。

特朗普的关税政策为贵金属市场带来不确定性

尽管撰写本文时特朗普总统同意暂缓30天对墨西哥和加拿大加征关税，但对最终将加征关税的担忧继续推动实物贵金属流入美国。在此背景下，各类贵金属的期转现价差虽从1月份的高点回落，但仍大幅高于正常水平。展望未来，在我们的基准预测情景下未来数月间贵金属将不包括在被全面加征关税的商品中。不过，如以下部分所述，如果我们的预测被证明不正确，所有贵金属都将受到加征关税影响。

先来看黄金，美国总统大选以来CME（芝加哥商品交易所集团）批准金库的黄金库存量已翻了近一番（增加520吨），其中超过一半在特朗普总统就职后入库。尽管特朗普宣布对加墨两国暂缓加征关税，但2月份前四个工作日又有79吨黄金运入金库。轶事信息也显示，至少未来几周内黄金很可能会继续流入美国。

需要指出的是，地上黄金存量充足。伦敦金银市场协会（LBMA）的数据显示，截止1月底伦敦商业性金库和英格兰银行的黄金总库存量达8,535吨。即使把其他国家央行寄存在英格兰银行的黄金和与实物挂钩的黄金ETPs（交易所交易产品）持仓排除在外，可入市的黄金数量也颇大。不过储存在伦敦的黄金一般为400盎司重金条，运入CME金库前必需转换为100盎司重或1公斤重金条，叠加从英格兰银行提取黄金需排长队等候，已导致近几周来黄金租赁利率尤其是短期利率大幅走高。

如果美国对所有进口商品都全面加征关税，很可能引



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.realkruggerand.com



MENNICA
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

www.invest.mennica.com.pl



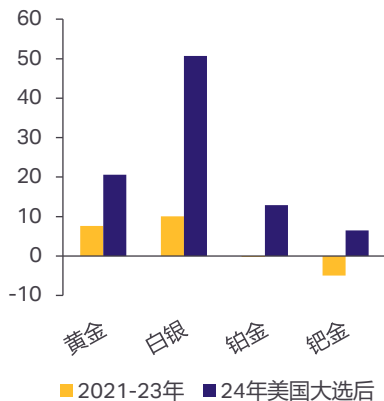
www.axedras.com

Miller

www.miller-insurance.com

CME价格与现货价格

美元/盎司或美分/盎司



柱形图显示CME主力合约与现货日均价格差；黄金、铂金和钯以美元/盎司表示，白银以美分/盎司表示；数据来源：彭博社

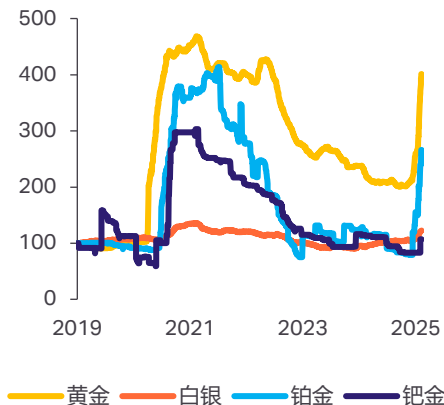
发资金进一步流入避险资产，利好于金价走强。不过对美国实物黄金市场的影响或将有限。毕竟CME交易的黄金期货很少会实物交割（期货合约通常滚期或以现金结算），同时美国也是全球第五大黄金生产国和第四大黄金回收市场。国内市场结构性供应过剩意味着近年来美国一直是黄金净出口国，仅新冠疫情影响下的2020年除外。

当然有些需求领域将遭受加征关税的负面冲击。例如在美国市场，进口黄金制品满足了超过一半的黄金首饰和零售投资需求。不过考虑到这两类需求量相对温和，加征关税对全球黄金市场的冲击将有限。

鉴于加拿大和墨西哥是美国重要白银来源国（过去五年间两国合计对美白银出口量占美国白银总进口量的近三分之二），加征关税威胁对白银的影响一直大于黄金。一个明显的例证是，目前公布的白银期转现价差达1美元，不仅高于更为正常的5-10美分，也高于新冠疫情期间的水平。这已导致很大数量的金库白银库存发生转移，例如2024年9月底至12月底期间伦敦白银库存量减少了1,520万盎司，同时CME的白银库存量增加了1,450万盎司。这无疑已对白银租赁利率尤其是较短期限利率产生显著影响。美国市场上一些品级实物白银的溢价也大幅上升，显示尽管关税尚未加征，当地实物白银成本已因关税问题而上升。

CME库存量

指数 2019年1月=100



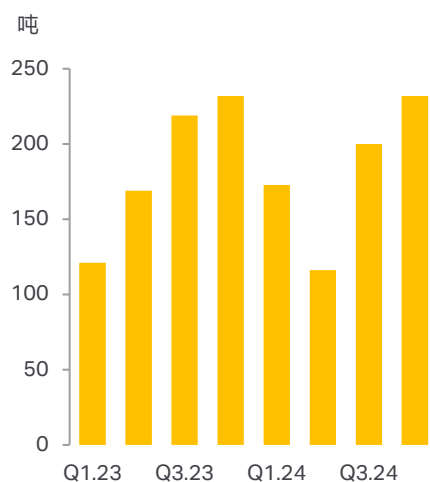
数据来源：彭博社

与黄金和白银的情况类似，期转现价差大幅上升也继续推动很大数量的铂族金属流入美国。在供应端，与对墨西哥产白银加征关税一样，美国可能对金砖国家加征关税将带来额外风险。特朗普总统先前已威胁称如果金砖国家试图引入一种与美元相竞争的货币，则将对这些国家加征100%关税。而同为金砖国家的俄罗斯和南非，其合计供应量占到全球矿产3E铂族金属总供应量80%以上，占铂族金属总产量近60%。

汽车业也面临美国新一届政府大幅加征关税的威胁，这将影响铂族金属需求。在美国每年售出的1,600万辆汽车中，近一半产于外国，其中约四分之一进口自墨西哥和加拿大。对加墨两国都加征关税势必产生更大影响。汽车业分析师预计如果美国对加墨两国加征25%关税，并对其他国家全面加征10%关税，将导致美国汽车销量下降近100万辆，相应的汽车业的铂族金属需求量将减少16万盎司左右。



印度黄金进口量



数据来源: Metals Focus, 印度海关

印度联邦预算公布后该国贵金属业前景乐观

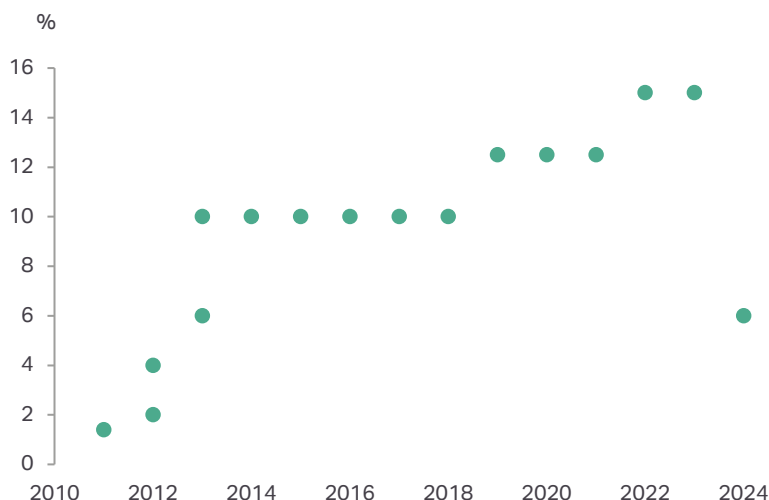
印度政府于2月1日公布了2025财年（2025年4月份至2026年3月份）联邦预算。作为备受关注的项，虽然贵金属锭和精炼用贵金属（dore）的进口关税税率保持不变，但印度政府宣布下调黄金和铂金首饰配件进口关税，有望在未来几年让该国贵金属业尤其是铂族金属市场受益。此外，为简化贵金属分类并防止进口统计中出现错报，印度政府已提议2025年5月份启用新关税细目。最后，政府为中产阶级削减所得税，应能推高居民可支配收入。

首先来看进口关税，部分印度业内人士曾因政府在中期预算（2024年7月公布）中把进口关税从15%下调至6%后黄金进口量飙升（8月和11月进口量分别高达118吨和117吨），担忧政府会上调关税税率。还有人曾预计即使关税保持不变或进一步下调至3%，针对黄金和白银产品的商品及服务税（GST）可能会上调，以抵消前者的下调。如果这些举措落地，势必会对印度贵金属业和消费者信心产生负面影响。

我们认为上述一些担忧并不成立。虽然去年下调进口关税后黄金进口量一度飙升，但7月至12月期间的总进口量仍同比下降4%至432吨，未对印度贸易平衡产生负面影响。因此政府并不迫切需要上调关税。对于政府宣布进口关税保持不变，印度贵金属供应链厂商反应积极，一些首饰企业的股价在预算公布后也上涨逾10%。

视线转向印度黄金首饰进口，年进口量仅为4-5吨，主要是卡地亚、蒂芙尼、宝格丽等奢侈品牌首饰。黄金首饰适用进口关税已从25%下调至20%。鉴于以绝对数量计该细分市场体量小，对价格也并不敏感，下调关税主要是象征性举措。当然，也可能吸引新参与者进入市场。此外，铂金首饰配件适用进口关税（其中包括农业基础设施与发展税）从25%下调至6.4%。考虑到由于缺乏国内产能，高质量首饰配件通常需要进口，下调关税属必要举措，将降低铂金首饰加工的总成本，提高其市场竞争力，推高印度铂金首饰消费量。

印度黄金进口关税

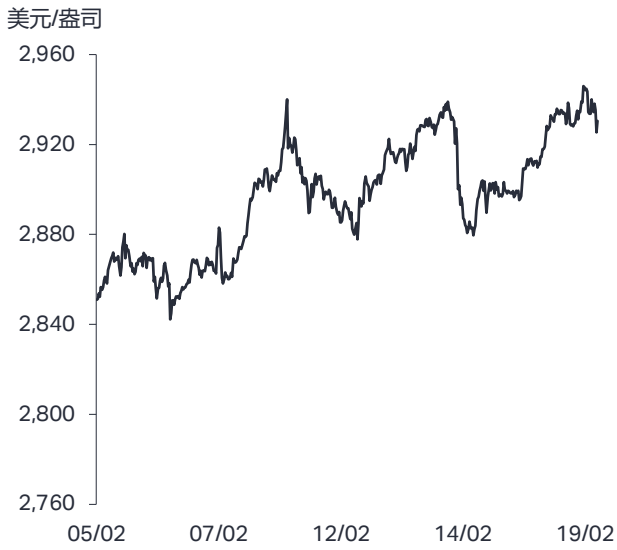


数据来源: Metals Focus



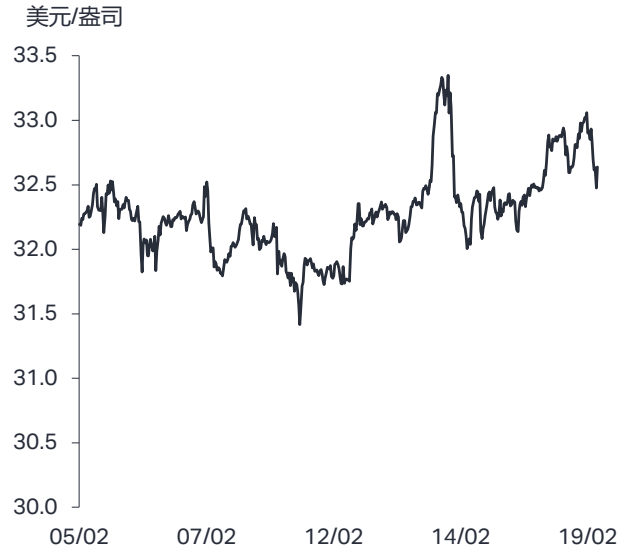
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



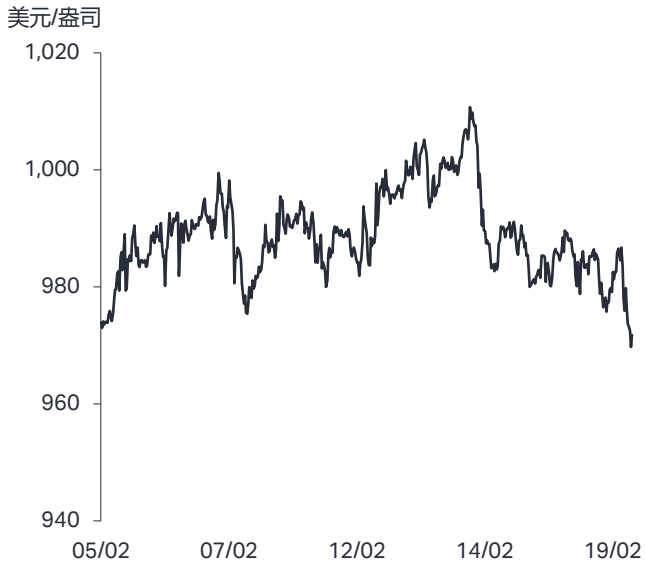
来源: Bloomberg

白银



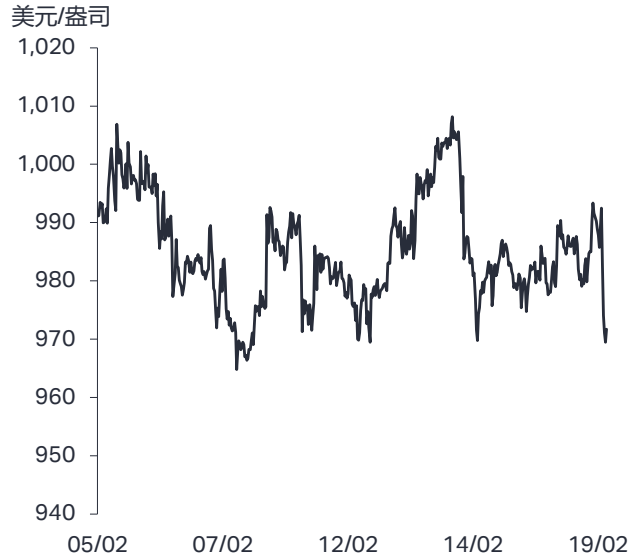
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

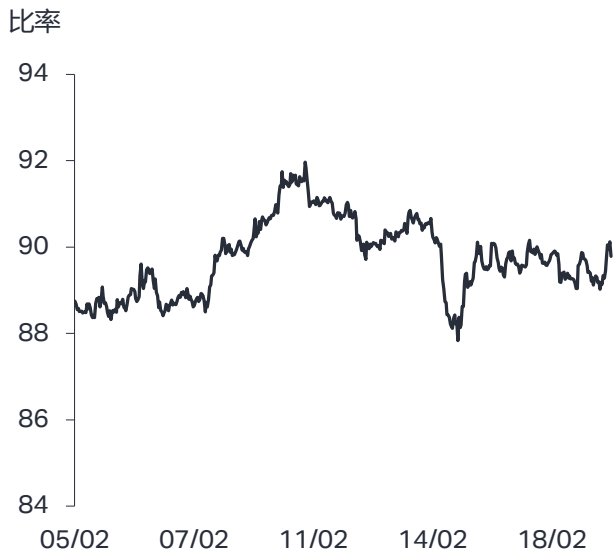


来源: Bloomberg



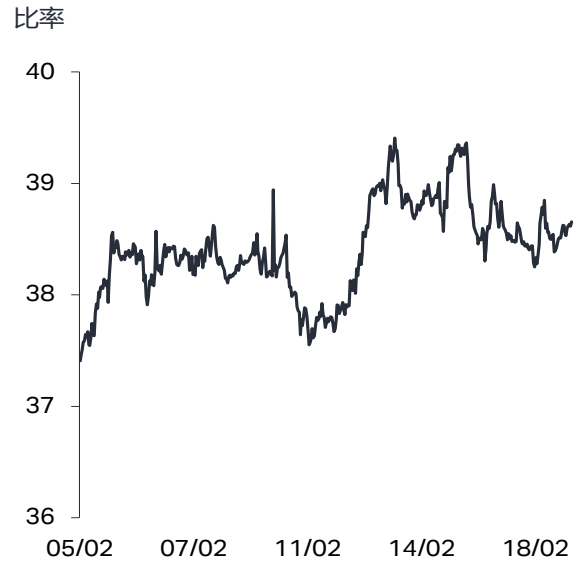
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



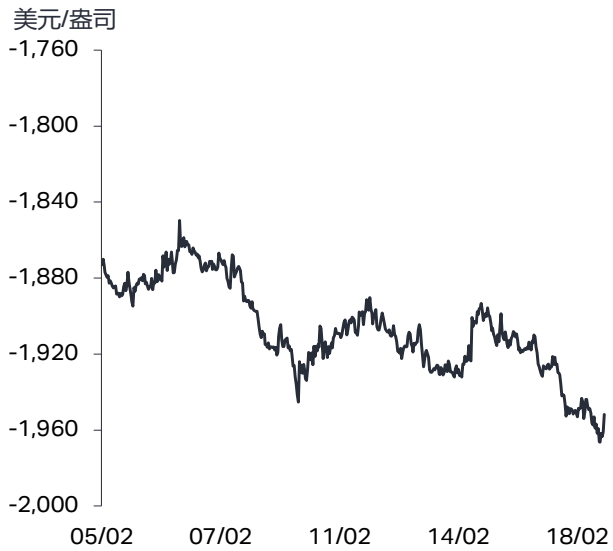
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



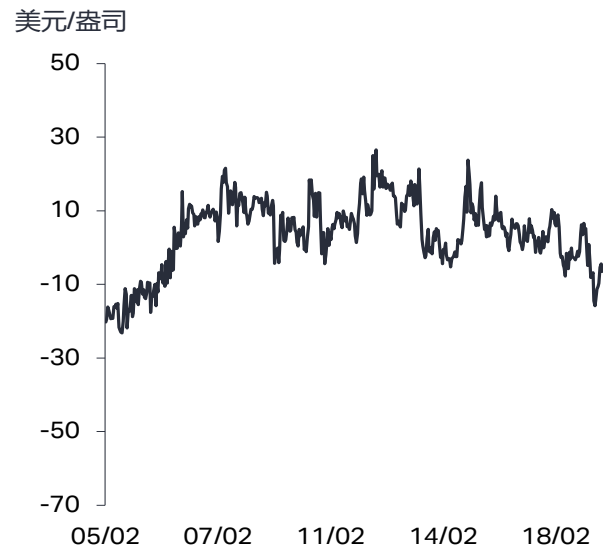
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



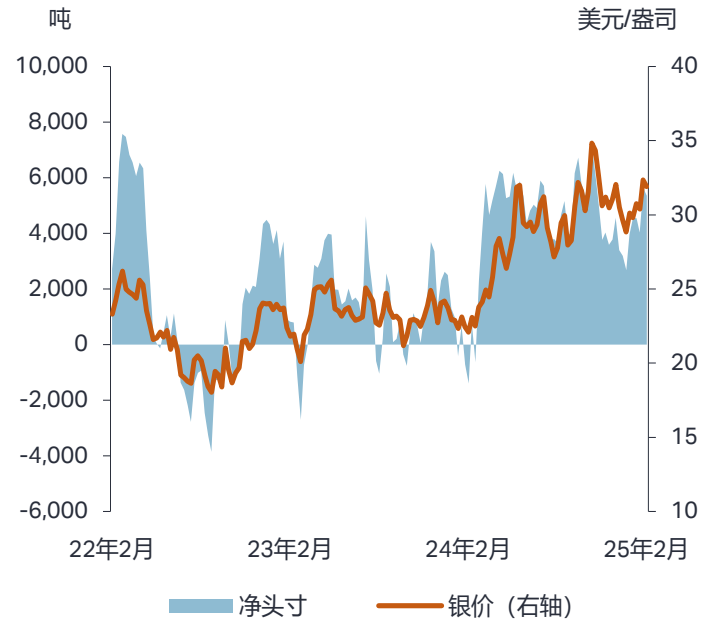
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



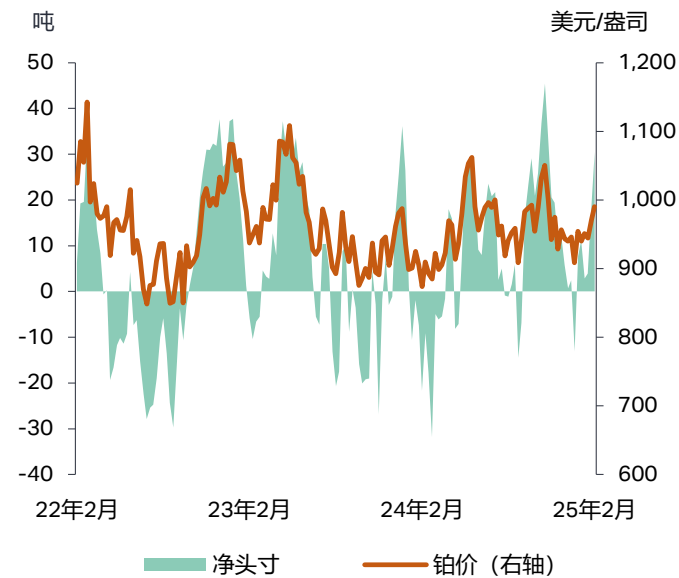
*管理基金头寸 (Managed money);
来源: Bloomberg

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



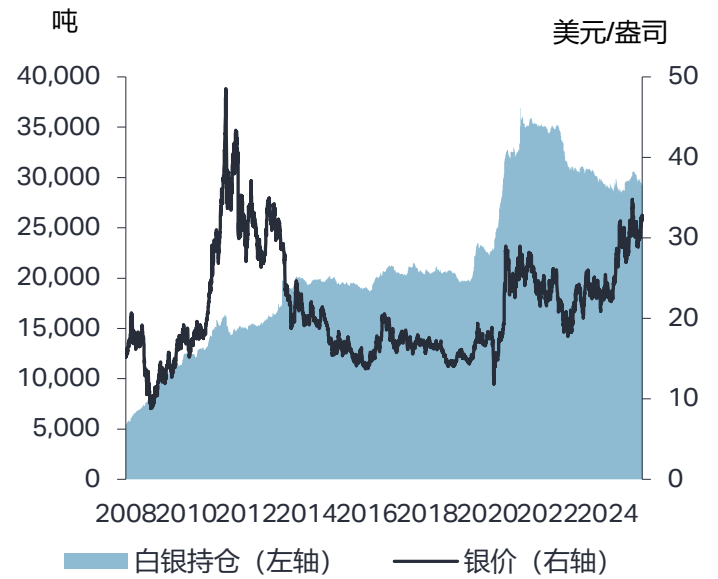
图表 - ETP 持仓

黄金



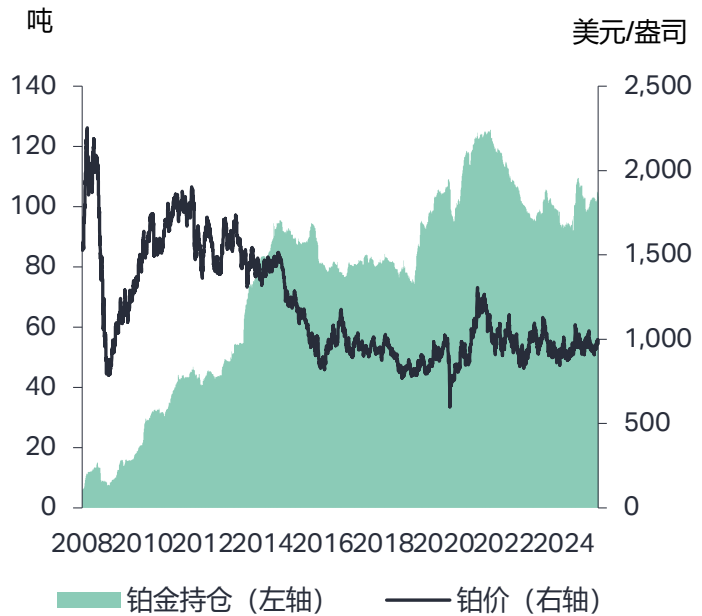
来源: Bloomberg

白银



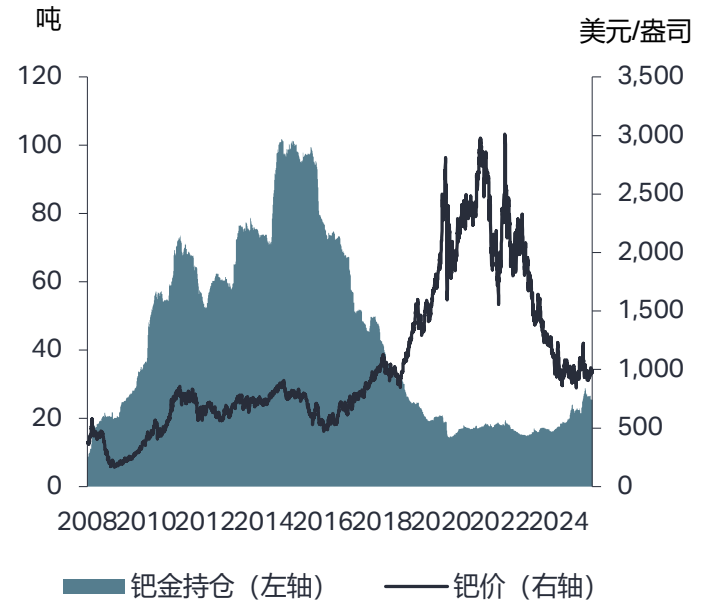
来源: Bloomberg

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。