

若通胀上涨，金价将再获支持



■ 英伦金融 黎永达

2024年，市场对美联储降息预期经历了较大变化。起初，随着部分物价数据增速放缓，市场对降息预期强烈，认为通胀朝着美联储2%的目标迈进。然而，后续情况却发生了转变。

从数据上看，反映美国物价变化的多项指标停止下探并出现回升，生产物价指数(PPI)和消费者物价指数(CPI)按年增速见底回升，这表明通胀有升温迹象，使得降息预期大打折扣。同时，通胀预期变化的关键在于，美国通胀是否真能达到2%存在较大的不确定性，最新数据显示，通胀威胁有卷土重来的态势，这直接影响了市场对美联储降息的判断。高息环境对经济产生了广泛影响，尤其是非美及新兴地区，面临着不小的

美国通胀前景不容乐观，受多种因素影响，高息环境可能会持续。但美联储不一定又一次大幅加息压制通胀，加上美联储面对改革压力，不排除通胀目标水平或会有上涨的可能，造成通胀回升，美联储却没有大幅加息。如果恶性通胀出现，金价将获得一种强力支持。

经济风险。

在高息情况下，新兴市场国家资本大量外流。因为高息使得发达经济体金融资产吸引力增强，资金从新兴市场回流，这导致新兴市场外汇储备急剧下降，本币大幅贬值，像阿根廷、埃及、巴基斯坦等国就是典型例子。而且高息增加了企业和政府的债务负担，这些国家经济结构相对脆弱，偿债压力骤升。

经济复苏面临重重困难。

特朗普承诺让美国油价回落，但这一承诺充满不确定性。

一方面，特朗普计划实施的关税政策，如对加拿大原油加征关税，不仅不会让油价降低，反而可能推高美国本土油价。因为美国炼油厂对加拿大原油有一定依赖，加征关税会增加原油进口成本，最终转嫁给消费者。

另一方面，特朗普宣布的“国家能源紧急状态”，旨在促进国内化石燃料生产，但石油公司基于自身利益考量，不一定大幅增产，所以这一政策对油价的实际影响有限。另外，补充美国战略石油储备这一举措，若短期内大量回购原油，可能会推动油价上升，其效果也存在不确定性。

特朗普上任后，其一系列政策可能会造成通胀上扬。在贸易政策方面，特朗普主张征收关税，这会直接提高进口商品价格。例如对加拿大和墨西哥征收关税，相关商品进入美国市场后价格上涨，增加了消费者购买成本，推动物价整体上升。

在财政政策上，美国政府采取了极度宽松的财政政策，例如过去12个月联邦政府累计财政赤字高达2万亿美元，大量资金流入市场，刺激了需求，在供给无法及时跟上的情况下，容易引发通胀。

股市上扬及关税也带来了通胀效

应。美国股市近两年涨势强劲，标普500指数涨幅超半数。股市上涨产生正财富效应，居民消费意愿增强，市场需求增加。当需求超过供给增长速度时，物价就会上升。同时，关税政策使得进口商品成本提高，企业为保证利润，会提高产品售价，进一步推动物价上涨，加大了通胀压力。

当前地缘政治风险充满不确定性，中东、俄乌冲突及运河危机等都可能引发通胀问题。

在中东地区，局势一直不稳定，其作为全球重要的石油产区，一旦冲突升级，石油供应可能受到影响，导致油价大幅波动。油价上涨会增加企业生产成本，进而传导至消费端，推动物价上升。俄乌冲突同样影响了能源市场，大量出口原油滞留俄罗斯国内，使得全球原油供应减少，价格上涨。

此外，运河危机影响了国际贸易，导致运输成本上升，这部分成本最终也会反映在商品价格上涨上，引发通胀。

综合以上情况，美国通胀前景不容乐观，受多种因素影响，高息环境可能会持续。但美联储不一定又一次大幅加息压制通胀，加上美联储面对改革压力，不排除通胀目标水平或会有上涨的可能，造成通胀回升，美联储却没有大幅加息。如此，如果恶性通胀出现，金价将获得一种强力支持。

2024年，全球黄金ETF实现四年来首次正流入

■ 世界黄金协会

2024年12月，全球实物黄金ETF(交易所交易基金)流入7.78亿美元，主要由亚洲和欧洲地区基金主导，北美则出现小幅流出。

2024年全年回顾

2024年，金价共计40次刷新历史纪录。全球投资者对其热情出现显著复苏，全球黄金ETF也随之实现了四年来的首次年度正流入，总持仓达3219吨。

全球黄金ETF流入加上国际金价飙升，推动资产管理总规模(AUM)达2740亿美元，打破历史纪录。

分区域来看，亚洲地区继续领先全球黄金ETF流入；北美地区全年黄金ETF需求自2020年以来首次转正；欧洲地区基金流出量也较2023年显著减少。2024年全球黄金ETF需求的改善，主要得益于以下关键因素。

一是充满戏剧性的美国大选和全球局部冲突使地缘政治风险高企。二是随着全球主要央行开启货币宽松周期，市场对未来利率走势的预期也在不断变化。三是美元金价创下自2010年以来最强硬的年度表现。

分区域来看，亚洲地区继续领先全球黄金ETF流入；北美地区全年黄金ETF需求自2020年以来首次转正；欧洲地区基金流出量也较2023年显著减少。

亚洲地区再度领跑

亚洲地区2024年12月流入约7.28亿美元，其中中国流入量领跑。

其主要原因在于两方面因素。一是全球央行降息预期升温导致国债收益率骤降；二是市场对中美贸易摩擦的担忧致使本币走强。

欧洲地区2024年12月温和流入约3.37亿美元，主要由法国基金主导。法国新政府成立后政治局面持续动荡，推高其国内的黄金ETF需求。

全球黄金ETF流动和国际金价



数据来源:世界黄金协会

制图/孔 钊

北美地区2024年12月流出约3.42亿美元，结束了连续5个月的流入态势。北美地区黄金ETF基金流出的原因主要有三方面，一是美联储的鹰派立场令投资者预期2025年降息次数将减少；二是美国国债收益率和美元随之上涨，对国际金价构成压力；三是节假日期间市场交易量缩减。

全球黄金市场交易量下降

2024年12月，全球黄金市场日均交

易额达到2210亿美元，较2024年11月环比下降24%。

其主要原因是国际金价波动相对较小，战术投资者兴致缺缺，令纽约商品交易所(COMEX)和上海期货交易所的黄金期货成交量下滑。

截至2024年12月底，纽约商品交易所黄金期货净持仓为764吨，较2024年11月环比下降5%。

下降的主要原因是国际金价疲软和美元走强可能削弱了全球投资者对黄金期货交易的兴趣。

市场对美联储降息预期有所回升

据公布后迅速下挫，国际金价受到提振，现货白银价格也有较大幅度上涨。

在白银矿山供给方面，根据路透社最新的统计数据，2024年11月全球白银矿山供给增加10.9吨至2094.91吨，环比增长0.5%，同比增长0.47%。环比来看，主要是由于纳比亚和南非的增产抵消了日本等地区矿区的减产。分地区来看，非洲地区矿山供给环比增长0.48%至31.6吨，美洲地区矿山供给环比增长0.8%至1225.7吨，亚洲地区矿山供给环比增长0.11%至458吨。

根据世界铂金投资协会的报告，近期，包括铜、银和铂金在内的金属价格

在伦敦和纽约之间出现了剧烈的价格差异，而美国和加拿大之间的石油价格差异也在扩大。这些价格波动的背后是特朗普全球贸易政策的范围引发了担忧和不确定性，为交易员提供了机会，在海外购买更便宜的商品并将其运送到美国。

分析师认为，即使有豁免，铂金仍是极有可能受到广泛关税影响的金属。这是因为美国是铂金的大量净进口国，来自与美国有自由贸易协定的国家的铂金进口量较少。

目前宏观层面，美国2024年12月核心CPI数据略低于市场预期，2024年

12月非农就业数据超预期，失业率低于预期，市场对美联储降息预期的乐观程度有所回升，对全球贵金属价格有一定利好。

此外，本周美联储进入静默期且重要经济数据较少，全球资本市场转向关注特朗普就任新任美国总统带来的潜在影响。

据报道，特朗普计划从2月1日起，对从加拿大和墨西哥进口的商品征收25%关税。目前其关税政策仍具有较大不确定性，或对近期纽约与伦敦之间的银铂把价格差异造成影响，请投资者关注。

铂族金属市场周报

PGMs Market Weekly Report

2025

铂族金属市场周报

PGMs Market Weekly Report

2025年1月13日—1月19日

预计2025年矿产铂金供应将下降

市场回顾

1月13日当周(1月13日至19日)，现货铂金开盘价为958美元/盎司，最高价为968.99美元/盎司，最低价为931美元/盎司，收盘价为936.3美元/盎司，周累计下跌2.27%。现货钯金开盘价为942.56美元/盎司，最高价为967.83美元/盎司，最低价为927.03美元/盎司，收盘价为945.79美元/盎司，周累计上涨0.34%。

截至1月17日，1月13日当周纽约商品交易所(NYMEX)铂金属库存量2.37万盎司，钯金属库存量3.23万盎司。在现货升贴水方面，1月13日当周铂金属维持贴水，以收盘价来看贴水24美元/盎司；钯金属保持贴水，贴水14美元/盎司。

在交易所交易基金(ETF)持仓量方面，铂金属持仓量继续减少，其全球ETF持仓量1月13日当周减少3.23万盎司；钯金属持仓量小幅增加，ETF持仓量1月13日当周减少0.22万盎司。

政策与新闻点评

1月16日，中国葛洲坝集团机电建设有限公司消息显示，内蒙古自治区首条绿氢输送管道在深能托克托克前旗上海庙经济开发区顺利完工，实现了高纯度氢气从生产地到消费地的远距离、大规模输送。

这是继2024年11月国内首条可掺氢高压长输管道西部天然气包头-临河输气管道工程项目竣工通气后，内蒙古在输气管道建设上的又一重要里程碑。

香橙氢能数据库根据氢车上险口径统计，2024年12月国内燃料电池汽车上牌投放705辆，同比下降68.7%，2024年燃料电池汽车销量7097辆，同比减少7.3%。截至2024年，燃料电池汽车保有量为28247辆。

根据中汽协发布的数据统计，2024年12月全国燃料电池汽车产销分别完成302辆和268辆，同比减少76.7%和82.3%。2024年全国燃料电池汽车产销数据分别为5548辆和5405辆，同比减少10.4%和12.6%。至此，2015年至2024年全国燃料电池汽车累计产量和销量分别是24042辆和23501辆。

点评：氢车销量下降的最直接原因是在于行业融资环境恶化、国家类补资金到位慢、大量应收账款未还上导致企业难以垫钱推广车辆。

1月11日，海南省澄迈县全国首台套35兆帕PEM(质子交换膜)电槽解耦及一体加氢制氢设备在海南老城科技新城下线。这一突破性进展填补我国在高压高效PEM电槽技术领域的空白，为氢能产业链制氢环节的升级注入强大动力。

该设备由海氢科技(海南)有限公司研发，在制氢效率、氢气纯度提升、能耗降低及智能管控等方面实现了显著突破。

1月13日，在雄安新区白洋淀景区内，搭载海得利兹10千瓦甲醇重整高温膜燃料电池动力增程系统的观光船在景区水域首航成功。

该观光船采用“高温膜燃料电池+动力电池”的混合动力系统，使用甲醇作为燃料，甲醇通过重整成为氢气后直接通过高温膜燃料电池进行发电及产热，发电效率≥40%，综合电热效率≥90%。这次

首航代表着高温膜燃料电池技术在船用电源领域应用前景广阔。

点评：此前我国首艘甲醇双燃料动力绿色船舶2023年在中国船舶集团广船国际交付；2024年11月，国内首艘绿色甲醇船舶“国能长江01”正式投入运营，但并非甲醇氨能技术路线。

铂族金属矿业股票有望复苏

2025年可能会成为铂族金属股出现方向性转变的标志，尽管过去近两年大部分低迷的表现已反映在市场价格中。

南非国民银行证券(Nedbank Securities)分析师阿诺德·范·格兰(Arnold van Graan)在一份报告中表示，尽管铂族金属生产商仍面临重大挑战，但我们认为，低迷的金属价格对股票的影响已基本反映在股价中。

“进一步的重组、资本支出合理化，再加上铂族金属价格的持续回升，可能会推动估值倍数从当前的低迷水平开始扩张。”范·格兰补充说，虽然预计市场将继续波动，但股票的下行空间有限。

诺瑟姆铂业(Northern Platinum)是南非国民银行的首选铂族金属股票，但他们也推荐投资者购买英美铂业(Anglo American Platinum)和斯班-静水(Sibanye-Stillwater)的股票。英铂铂业(Implats)2024年已实现复苏，因此其股价的潜在上升空间已经在股价中体现。

从供应角度来看，矿商可能会进一步削减生产或缩减增长项目。摩根士丹利分析师认为，铂族金属依然处于与2024年相同的困境中，铂族金属篮子价格的成本曲线表明无法产生自由现金流。他们表示，铂族金属的“共识盈利”仍面临着“持续的大幅下行风险”。

然而，范·格兰表示，铂族金属需求增长的前景得到了对混合动力汽车的偏好支持，混合动力汽车使用铂族金属，而电动汽车则不使用。“这些积极的发展可能会促使铂族金属篮子价格回归更为正常的水平——目前我们看到的处于不可持续的低位。”他说。

根据世界铂金投资协会(WPIC)报告，预计2025年矿产铂金供应将下降2%，原因是生产商继续进行重组。

在其2024年第三季度供需报告中，世界铂金投资协会预测2025年铂金将出现第三年连续的供应缺口，并表示2025年新开采的铂金产量预计维持在约568万盎司的水平。以每盎司956美元的铂金价格计算，铂金价格较2023年下降了1%，接近2022年961美元/盎司和2023年965美元/盎司的平均价格。

铂族金属平均价格疲软的主要原因是钯金价格同比下跌了26%，延续了自2021年以来年均下跌59%的趋势。根据英国金属聚焦的分析，钯金价格预计在2025年趋于稳定，主要受到轻微的实物供应短缺、解除的铂族金属库存及市场短期头寸饱和的推动。

金属聚焦表示，进一步下调矿产或回收供应的预期可能会支持价格，而市场仍然容易受到空头挤压。

(本报告由中国工商银行贵金属业务部、国泰君安期货、香橙会研究院、安泰科、世界铂金投资协会五家机构共同撰写完成)

工行评金

■ 工商银行贵金属业务部 张逸凡

上周(1月13日至17日)贵金属价格涨跌不一，现货白银价格震荡起伏，现货黄金价格震荡较弱，周内持续下跌，现货钯金价格震荡起伏。

消息面上，上周美国2024年12月消费者物价指数(CPI)同比上涨2.9%，预期值2.9%，高于前值2.7%，核心CPI同比上涨3.2%，低于预期3.3%和前值3.3%，市场对美联储降息的押注有所上升。另外，美联储理事沃勒发言较为鸽派，表示不排除3月降息的可能。

美债收益率和美元指数在通胀数

熊猫币编年史 1984：首版国内居民可购买的熊猫币

■ 上海金币

1984年8月31日，新华社发布信息：中国人民银行从今天起在国内外发行1984版熊猫金银币，国内居民可持人民币购买熊猫金银币。这一天，标志着熊猫币的国内市场正式启动。

其中，1984版熊猫普制金币共5枚，正面图案为北京天坛祈年殿，并刊中华人民共和国国名、发行年号；背面图案是一只仰躺着的大熊猫，体态丰满、四肢粗壮、悠然自得的啃着竹子，侧面的造型表现体现了中式版画美学的线条流畅、简洁大气。

而图案简洁，在高级简约的轮廓设计中留下无限的想象空间，让人不禁好奇币面之外是苍翠挺拔的老松，还是郁郁葱葱的竹林，是寂静无人的深山，还是有另一只熊猫相伴。

1984版的熊猫金币更是首次发行了罕见的12盎司规格，质量为精制，发行量250枚，图案与同年发行的熊猫普制金币不同，采用了1982版熊猫币的设计大熊猫姿态，可以说是1982版的镜像。从规格变化上，不得不说是另一个新系列的开启。

12盎司熊猫金币的正面图案首次采用了俯视角的天坛祈年殿，依托在12盎司大小的币面上，更显得天坛祈年殿的开阔与高大。此外，不仅有一个装饰性的内圈，还有一组装饰性的花卉图案，设计别致精美。

背面图案中，不仅熊猫坐姿方向略有差异，背景也更为丰富，大熊猫怀抱翠竹，坐在郁郁葱葱的竹林当中，强调了自然野生状态下大熊猫的形象。

12盎司熊猫金币，从1984年到1995年间共发行了10款，其中1985版和1989版因故没有发行，1984版首次发行的这枚12盎司熊猫金币与此后发行的12盎司系列相比，有着十分巧妙的特别之处，其币边有手工所敲的编号，具有非常特殊的收藏和学术研究价值。

12盎司熊猫精制金币，不仅是第一枚熊猫精制金币，同时也是首次面向国内销售，作为首次面世发行的“大规格”熊猫金币。

独特的币面设计和稀少的发行量使其非常具有研究和收藏价值，可以称之为精制币中名副其实的龙头产品，也标志着中国贵金属纪念币行业在世界上的崛起。



1984版熊猫金银铜纪念币12盎司圆形金质纪念币正面图案(左)和背面图案(右)

这一版熊猫币不仅金币设计出彩，银币同样惊艳。1984版27克熊猫精制银币币面上熊猫母子间母爱的温情令人动容。这是设计师谢蕾初次接触熊猫币的作品，同时也是熊猫金银纪念币中第一款由女性设计师创作的作品。

它非一般的个性色彩特色就是一个“圆”字，母子熊猫的“圆”叠加在一起，呆萌流溢、憨厚荡漾着熊猫母子间

的亲情。

熊猫外形简练而大气，皮毛处理入木三分的精细和逼真背景竹的处理，也是独具匠心。寥寥几根竹枝，笔墨不多，但浓郁而清新的气息却满溢于币面。

1984版熊猫金银纪念币币面设计独具匠心，每个规格都独具风格。站在历史节点上，发行这一系列开启了国内收藏者追寻典藏的大门。