



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 393 期
2020/02/25

黄金

金价自七个月来的低点反弹，但美债收益率持续攀升使其反弹幅度受限。

白银

赫克拉矿业公司报告称其2020年白银产量上升7%。至1,350万盎司（约420吨）。

铂金

英美铂业计划在2030年前将其可归属铂族金属产量提高20%，达到360万盎司。

钯金

福特公司表示，2026年中之前其在欧洲销售的所有乘用车都将是纯电动车或插电式混合动力车。

白银ETP的持仓量有望进一步增长，但担忧供应短缺尚为时过早

自新冠肺炎疫情爆发以来，全球白银ETP（交易所交易产品）的总持仓量显著增长。2020年，其总持仓量增长3.31亿盎司（增幅达45%），不仅创出年度增量的新高，还在历史上首度突破10亿盎司。2021年迄今，该增长趋势延续。

1月末，在Reddit等社交媒体上的很多帖子号召零售投资者采取一致行动推高银价后，资金加速流入白银ETP。短短几天间，ETP持仓量就暴增近1.2亿盎司，其中逾90%流入iShares白银基金（SLV），将总持仓量推高至12亿盎司，创出历史新高。之后投资者获利了结，部分资金流出，即便如此，白银ETP的总持仓量（11亿盎司）仍维持在历史高位，年初以来的增仓量已超过1亿盎司。

除Reddit论坛引发的交易热潮外，许多其他因素也推动过去一年间白银ETP持仓量急剧上升。首先，在疫情早期阶段，投资者涌向避险资产，加之银价大幅回落，推动大量资金流入白银ETP。金/银价格比率迭创历史新高，使许多投资者认为白银相对于黄金遭低估而趁低买入。最后，疫情高峰期间银币和银条供应出现短缺，也让白银ETPs受益。之后银价虽强劲反弹，但仍远低于其历史峰值，因此继续燃起投资者对白银的兴趣。

白银ETP持仓量能持续增长，一个重要原因是，长期以来其中很大份额都由零售投资者所



valcambi
suisse

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



A PALLION COMPANY
www.ABCbullion.com

 MARSH

www.marsh.com

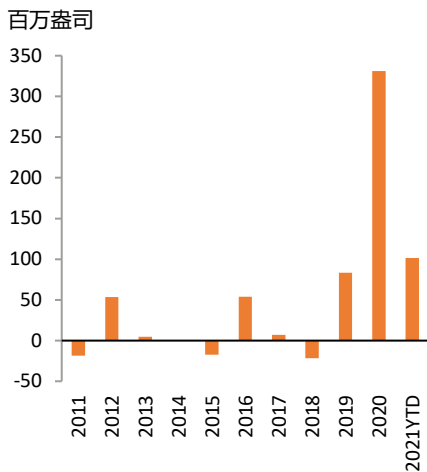


www.randrefinery.com



www.aurus.com

白银ETP（交易所交易产品）持仓年度变化量



数据来源: 彭博社, Metals Focus

持有，所占比例远高于黄金ETP。通常，零售投资者将银价下跌视为买入机会，价格走高后选择获利了结的数量也有限，且通常会逐步减持。去年四季度和今年2月份迄今（银价曾触及30美元/盎司这一多年来的高点），白银ETP投资者的减仓数量低，背后的原因正是这种持仓的粘性。

目前白银ETP持仓量逼近历史高点，市场普遍关注的，是资金流入之势能在多大程度上得以保持，又能保持多久？我们认为，零售投资者的参与度高，意味着目前白银ETP持仓量中的很大一部分仍将保持粘性。同时，对白银工业需求前景的乐观预期也有望促使新资金流入。白银工业需求前景乐观，得益于疫情后全球经济复苏，以及一些有利的结构性因素，包括向绿色清洁能源和汽车电动化的转型等。即使这些发展尚不大可能使白银总体供需基本面发生实质性改变，却仍有望继续引发投资者对白银的兴趣。但另一方面，在美债收益率持续攀升的大环境下，我们也不能忽视投资者对吸纳贵金属（主要是黄金）的日益谨慎的风险。总体来看，白银ETP持仓增长趋势应会继续保持，但增速或有所放缓。

在日资金流入量创出新高后，近日SLV更新了其基金说明书，向投资者提示下列风险：可能无法获取发行新基金份额所需“足够数量的实物白银”。这里需要强调的是，虽然短期内存在无法以规定形式、在指定地点交付足够数量白银的风险，但全球实物白银总供应量出现短缺的风险仍极低。

尽管在伦敦白银库存中已有相当大一部分配给ETP持仓，但全球白银总存量水平仍维持在高位。其他渠道可用的白银数量也不少，例如，纽约商品交易所仓库中的白银存量就达近4亿盎司。更重要的是，在很多实物市场中有数量庞大的未公开报告的白银库存，其中大部分是非LBMA（伦敦金银市场协会）认证的银条。只要溢价有小幅上升（或者非伦敦市场或非LBMA认证白银的折价扩大），就将刺激再加工的转换，促使白银流向批准的仓库或者制造商和实物白银投资者。当然可能会出现加工产能瓶颈和物流、仓储问题，但最终这些问题都会被解决。

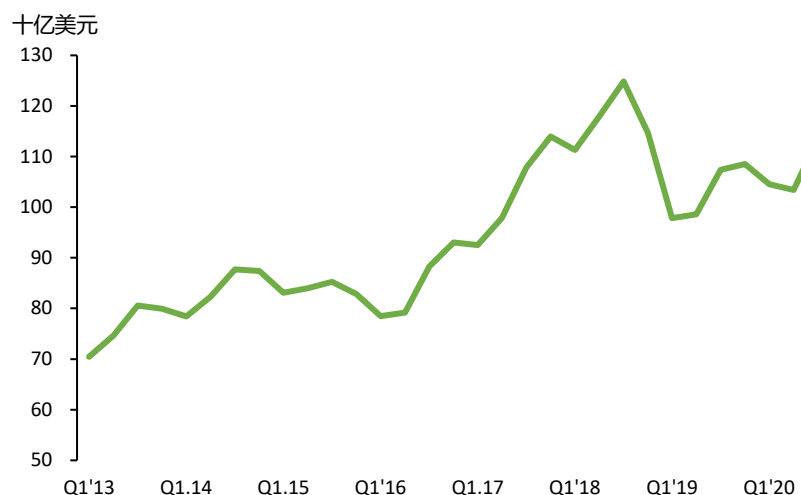
最后，虽然白银ETP的持仓已分配，但这并不意味着这部分白银不可用。这部分持仓仍是全球地上白银总存量的一部分，并且便于调用。与机构投资者相比，零售投资者的减仓意愿相对更低，但若银价因市场短期供应紧张等原因飙涨，很多零售投资者仍很可能会获利了结。

半导体市场供应紧张拖累汽车相关行业的贵金属需求

半导体芯片是当代汽车所不可或缺的元器件之一。电子控制器（ECUs）操控汽车的各种功能，包括动力系统、安全系统、舒适系统、信息娱乐系统、远程信息处理（通信、导航等）系统，而芯片正是ECUs的“大脑”。随着汽车电动化和相关系统复杂化程度不断提高，以及向自动驾驶技术的发展，每辆车中安装的ECUs数量不断增加。所有这些因素都促使近年来汽车制造业对微处理器和动力设备的需求大幅上升。同时，在新冠肺炎疫情肆虐的大背景下，因汽车市场疲软，未来也存在不确定性，汽车制造商在2020年大部分时段内都维持低水平的芯片库存，而其他行业的芯片需求强劲，这导致后来汽车销量快速回升时，补充芯片库存遭遇供应瓶颈。半导体芯片供应短缺正影响汽车产量的回升，而且有可能影响汽车行业的贵金属需求。

市场供应本已紧张，本月早期发生的自然灾害，如日本福岛地震和美国德克萨斯州的暴风雪，又迫使汽车芯片制造商暂时停产，更进一步加剧了供应紧张。前所未有的芯片供应短缺已迫使世界各地的汽车制造商削减产量和暂时关闭一些工厂。根据咨询机构IHS Markit最近发布的报告，由于半导体芯片短缺，一季度轻型汽车可能减产多达100万辆。这最终会影响汽车行业的贵金属需求。鉴于汽车尾气催化剂制造对铂金、钯金和铑的需求占总需求的比重高，铂族金属需求受到的影响将最大。黄金通常用于ECUs主板电镀导线，白银广泛用于各种电触头和元器件，其需求也将受到影响，不过影响幅度相对较小。

全球半导体销售额



数据来源：世界半导体贸易统计协会

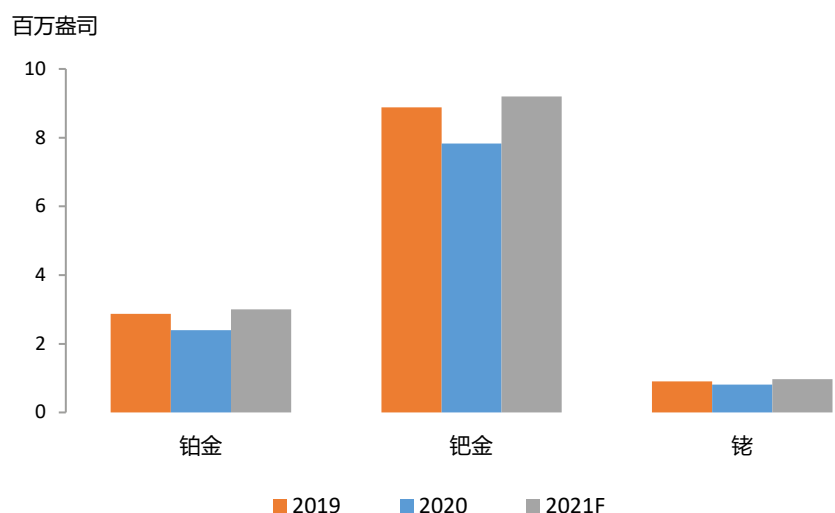
因消费电子产品需求上升，加之5G网络相关产品的应用加速，2020年四季度以来半导体制造产能紧张，其中芯片供货周期已从12-16周延长至20-24周。尽管半导体制造商将优先增加新产能，并承诺将加速履行汽车制造商的采购订单，但我们估计目前向原始设备制造商（OEMs）供货的周期（从下订单到交付）仍需16-20周。

展望未来，供应链可能在二季度开始改善，但三季度前仍不大可能全面恢复，主要原因是在如此短的时段内能增加的产能有限。我们认为，要大幅扩充现有生产线需要6-12个月，而出于资本投资规模和高技术壁垒等原因，新建一座半导体工厂可能需要数年时间，意味着新投资都难以消除短期供应危机。

还需指出的是，汽车芯片短缺可能引发连锁反应，对消费电子产品生产造成影响。因此，芯片制造商要通过将满足其他行业需求的产能转向为汽车制造商供货，加大支持力度，面临较大压力。鉴于今年电子产品和其他元器件的需求都有望增长，相关企业将为确保获得足够的芯片展开竞争，半导体供应受限也可能会延伸到这些细分行业。

基于芯片短缺终将得到缓解，汽车制造商产量下降会在下半年得到恢复的这一假定，目前我们仍对汽车行业铂族金属及其他贵金属的需求前景持乐观看法。不过，我们也承认存在需求下行风险。从中长期来看，本次供应危机已刺激主要汽车生产国进行新投资，以提高汽车芯片的产能，满足全行业不断增长的需求。

汽车尾气催化剂制造铂族金属需求

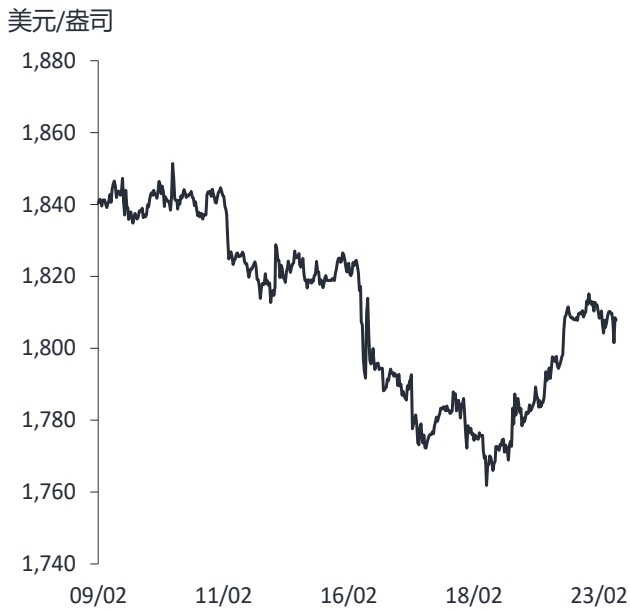


数据来源: Metals Focus



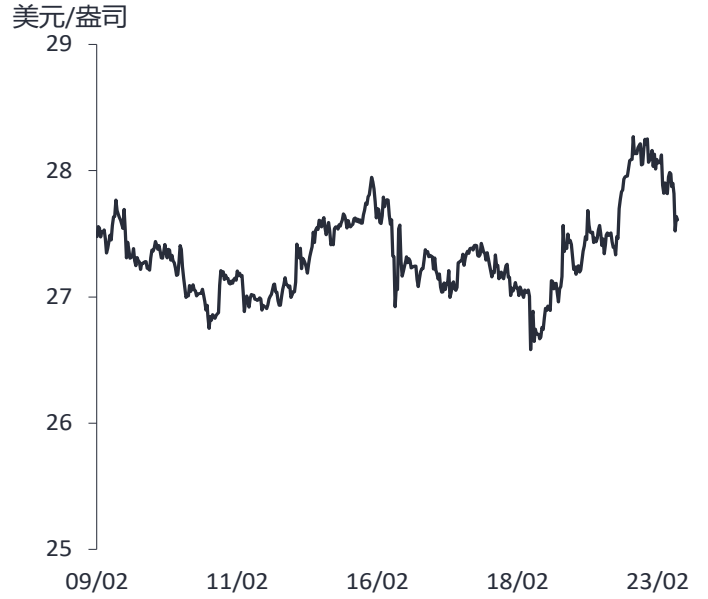
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



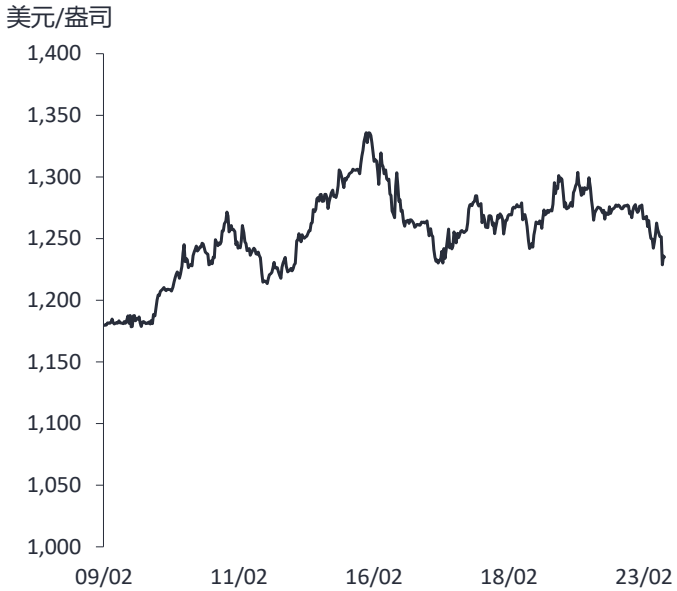
来源: Bloomberg

白银



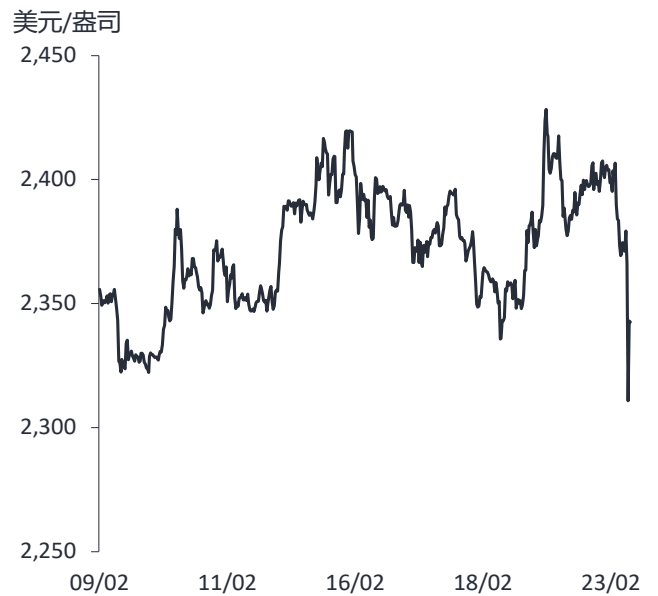
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

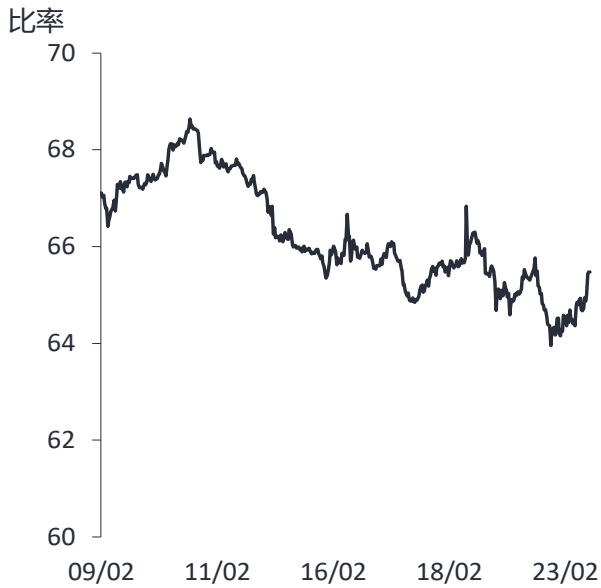


来源: Bloomberg



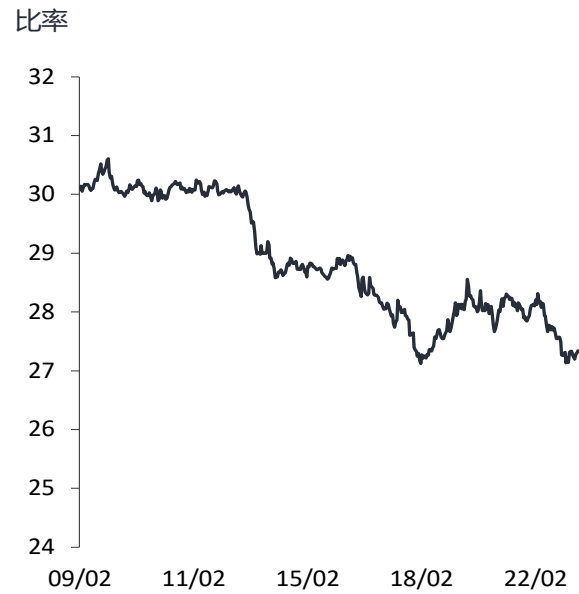
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



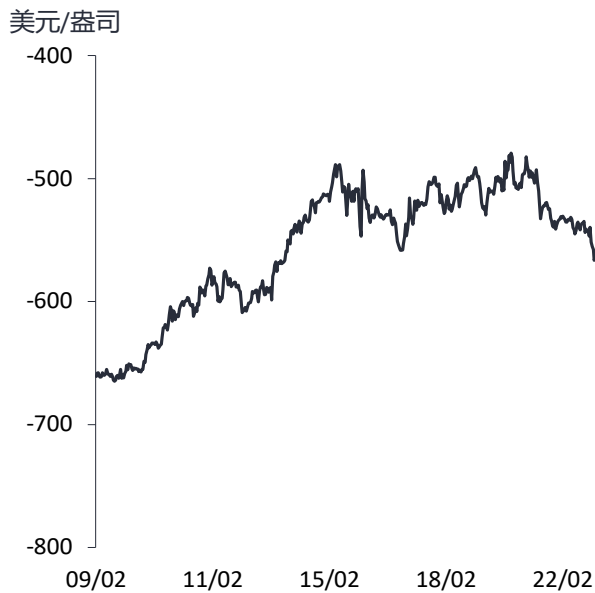
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



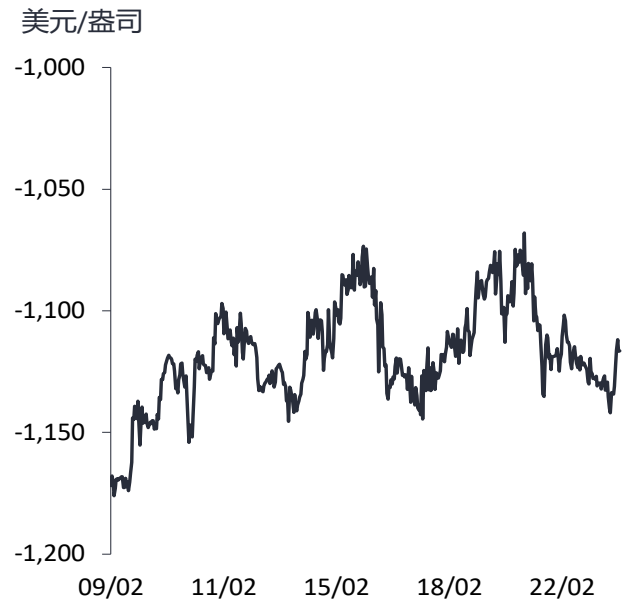
来源: Bloomberg

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



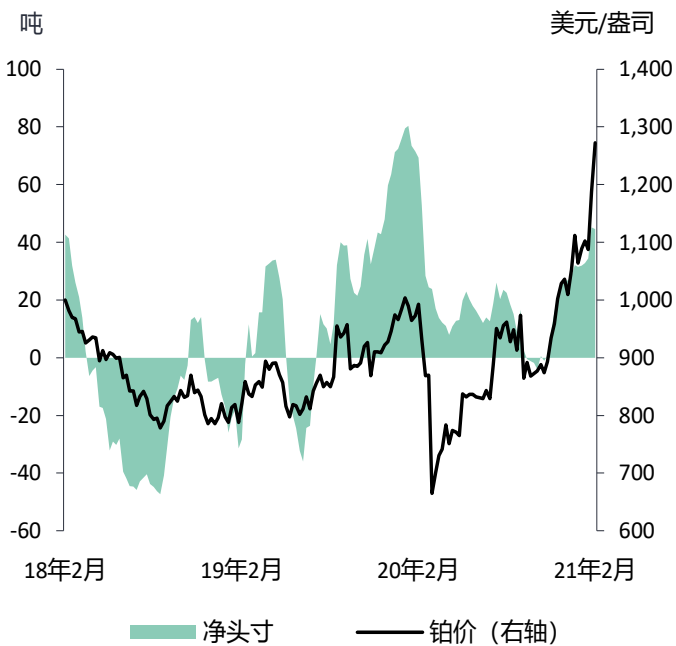
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

白银



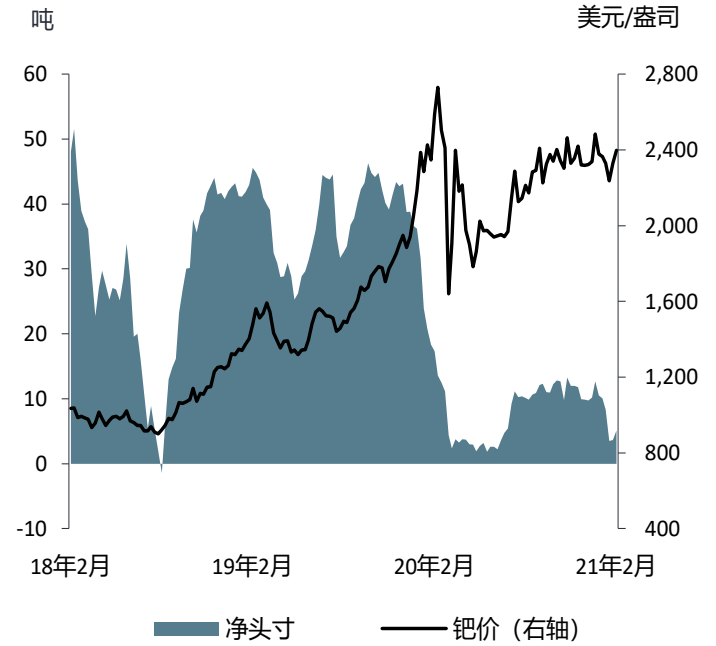
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

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



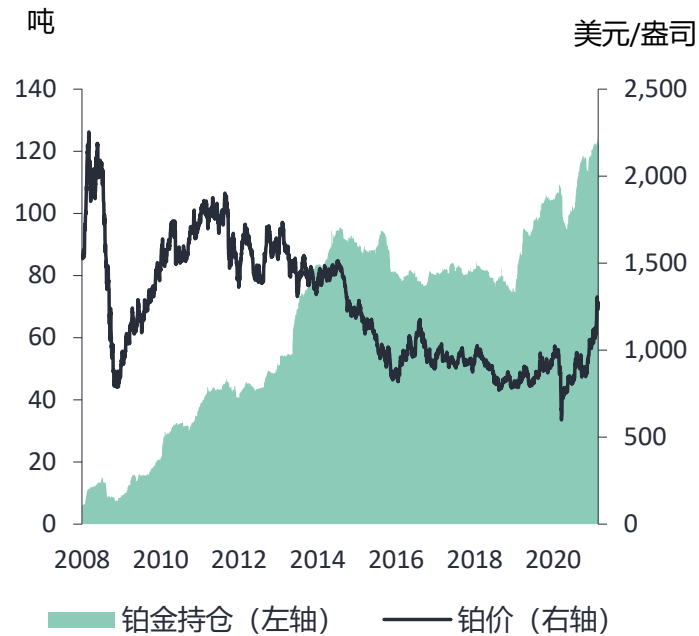
来源: Bloomberg

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

Mansi Belge, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究助理-孟买

Neelan Patel, 区域销售总监

Mirian Moreno, 业务经理

Nikos Kavalis, 常务董事 - 新加坡

Adam Webb, 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

Francesca Rey, 顾问 - 马尼拉

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员 - 上海

Sarah Tomlinson, 研究员

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持有人或持牌人均均为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。