



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 499 期

2023/03/27

黄金

上周三，因投资者尚在等待美联储政策会议的结果，金价急剧回落。。

白银

秘鲁能源和矿业部发布的数据显示，1月份该国白银产量下降20%，至660万盎司。

铂金

欧盟国家新燃油车上牌数量上升11.1%，混动汽车销量更增长22.3%，至204,883辆。

钯金

通用汽车公司将重启设在墨西哥锡劳轻卡制造厂的生产，之前因非特定零部件短缺该厂停产了两周。

尽管基本面强劲，铑价仍持续疲软

自2021年5月份第五次也是最后一次试图突破30,000美元/盎司未果以来，铑价持续承压。2022年初俄罗斯入侵乌克兰以后，因供应短缺担忧，铑价和铂价与钯价一样曾短暂大幅回升，但之后遭遇更大下行压力，在12,000美元/盎司一线才获得支撑。不过最终铑价还是跌破了10,000美元/盎司关口，撰写本报告之时交投于8,300美元/盎司。

在最初阶段，半导体供应短缺导致汽车产量受限是铑价下跌的关键因素。新冠疫情爆发后，供应链多个环节都出现问题，汽车业已经承受压力，预计今年全球轻型汽车总产量仍将比2019年疫情爆发前的水平低3%。有鉴于此，一些市场参与者认为汽车产量下滑会导致铑价进一步走低，而事实并非如此，实际上汽车产量正在回升。

预计今年全球轻型汽油车产量将从2022年的6,280万辆增至6,350万辆（同比增长1%），且2026年前都将持续增长。据LMC汽车咨询公司（GlobalData平台公司）预测，2023年一季度至四季度产量将增长13%，这将推高汽车尾气催化剂需求。不过汽车产量只是影响铑需求的因素之一。虽然中国汽车制造商可能会采取措施节约铑用量，但鉴于欧7尾气排放标准施行后，氮氧化物减排要求更为严格，我们预计欧洲汽车制造商将增加汽车催化剂系统中铑的装填量。因此虽然汽车电动化最终会拖累汽车催化剂需求，导致铑用量下降，但短期内汽车业的铑需求量仍有望小幅上升。

Gold you can see through.



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

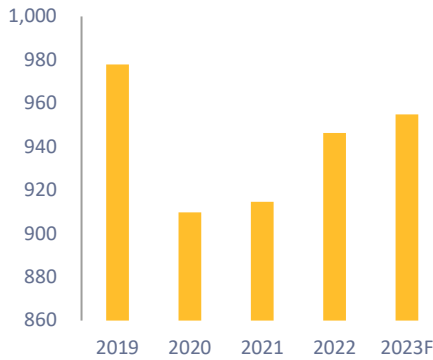


www.aurus.com



www.randrefinery.com

汽车尾气催化剂产业铑需求, 千盎司



数据来源: Metals Focus

虽然汽车催化剂领域的铑需求量将小幅上升,但矿产铑和铑回收供应量的增幅会更大,这将导致铑供需缺口收窄。不过从表面上看,2023年铑供应短缺量仍将达7.7万盎司,应能为铑价提供一定支撑。

这引发出一个问题:究竟是什么因素导致铑价走低?我们认为近期铑价疲弱更多归因于缺乏来自汽车制造商的买入(预计2023年在铑总需求量中的占比达到89%),而非今年铑的基本面因素。由于最低合同采购量都超过使用量,2022年整车制造商大幅超量采购铑,因此目前库存充足。不仅如此,由于铑现货价对期货价的升水不复存在,整车制造商也不再像2019年和2020年时那样积极大量买入铑远期合约。

正常情况下当铑价走弱时,整车制造商会趁低买入铑,从而有助于铑价企稳。若缺乏来自整车制造商的买入,投资者将发挥价格稳定的作用,但由于市场对于铑长期并不看好,其他市场参与者也并未买入铑,导致铑价进一步下跌。

在上次铑价飙涨至30,000美元/盎司时,有迹象表明未来一段时间内铑仍会供不应求,因此对铑持有者来说价格下行风险低。然而目前随着汽车电动化的推进,这种情况不复存在。从长期来看,多年铑的供应盈余最终将导致铑价走低,回归历史常态价位。因此从投资者的视角看,持有铑将面临很大价格下行风险,可能很快就会发现持有成本过高。有鉴于此,买方正急于出清持有的过量铑库存。不过也有乐观的一面,那就是最近铑价跌破10,000美元/盎司关口,使得整车制造商关注铑市场,开始再度买入远期。

我们认为如果该趋势延续,铑价有望再度回升。鉴于历史上铑价波动率很大,今年下半年铑价甚至可能自当前价位翻番。历史上市况紧张和铑供应受限是导致铑价大幅波动的关键因素。在历经多年供应短缺后,目前地上铑存量已降至近期最低水平。进而言之,我们预计今年铑供应短缺量将与2019年水平类似,而该年铑价从2,500美元/盎司飙涨至6,000美元/盎司。

不过这只是从基本面角度对铑市场的观察。由于目前铑市场交投极为清淡,小量成交就能导致铑价大幅下跌,因此虽然全年供应短缺量将达7.7万盎司,短期内良好基本面因素对市场的支撑力度仍有

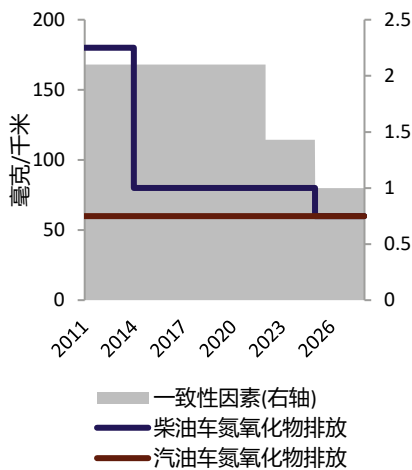
铑市场供需平衡与铑价



数据来源: Metals Focus; Johnson Matthey Base Price; 彭博社。



欧洲氮氧化物排放限制与一致性因素



数据来源: Metals Focus

限。铂金和钯金均有期货市场，ETP持仓相对更大，有零售投资需求，而且具有技术、历史和心理层面的价格支撑位，相比之下铑投资市场的规模则十分有限。从理论上讲，这本应意味着基本面因素即市场供需平衡状况对铑价的影响更大，但实际状况并非如此。

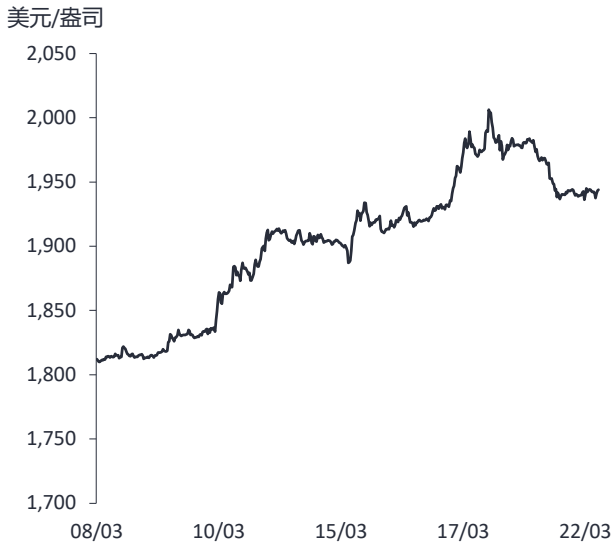
由于缺乏流动性，买方或卖方撤离市场都可能导致铑价剧烈波动。当市场普遍看空导致铑价持续下跌之时，买方会离场，待价格跌至更低位时才入场买入。与此同时，持相同看法的卖方则迫切希望抓紧卖出，导致价格进一步大幅下跌。同样当铑价上行时，卖方将惜售，待价格涨至更高位时才卖出，与此同时买方则急于抓紧买入，进一步推高价格。历史上这种买卖模式是把铑价推高至近30,000美元/盎司峰值的关键因素，而在目前的铑价下行周期，自然也导致价格不断走低。

存在多个可令铑受益的上行风险因素，进一步支持我们关于铑价有望回升的研判。首先也是最重要的，受拉闸限电和社区骚乱的影响，南非矿产铑供应量下降的风险颇大。南非产量占全球矿产铑总产量的83%，生产集中度远高于铂金和钯金，因此该国矿产铑产量下降很可能会推高铑价。此外，废汽车催化剂回收量下降的风险也颇大。报废汽车的供应量减少，因价格走低回收商不愿出售回收的废汽车催化剂，供应链断裂（背后的原因是汽车催化剂被盗丑闻导致对材料来源的监管更严）等因素都可能使铑回收供应受限，利于铑价走强。最后，在德国于即将正式批准前提出异议后，原定于2035年实施的欧盟内燃机汽车禁售令若延迟实施或作出重大修改，将提振汽车业的铑需求和市场预期，也有望推高铑价。

总体而言，从长期来看，由于内燃机汽车的最终衰落，毫无争议铑价将面临巨大压力。不过从短期来看，由于供应仍短缺，我们预计铑价将在目前价位企稳，今年后期还有望持续上涨。

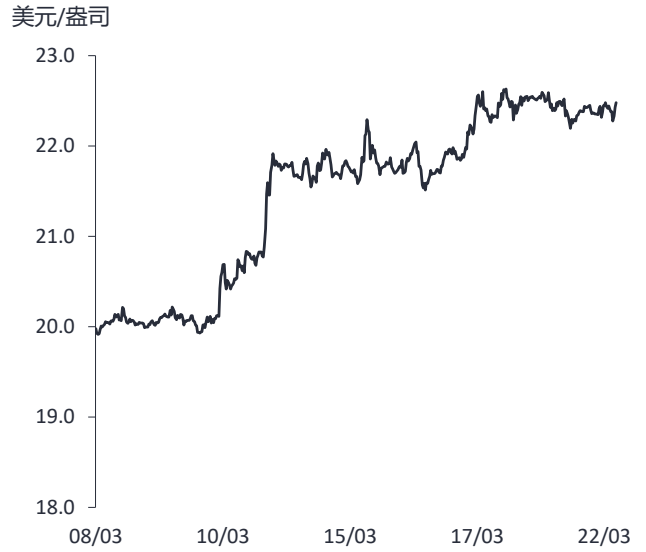
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



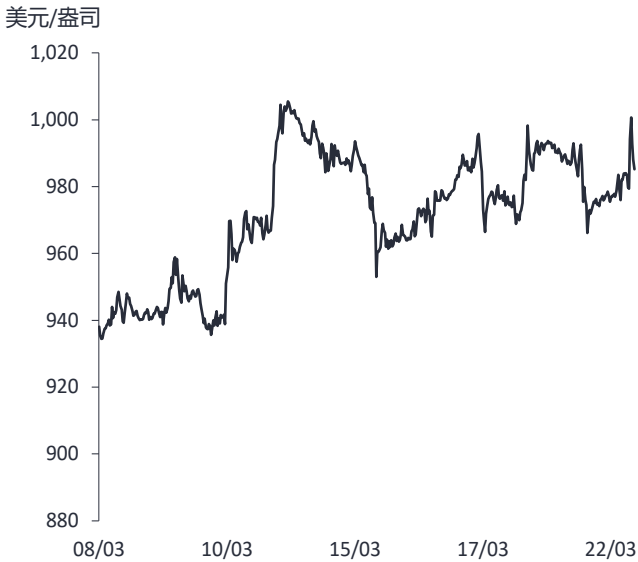
来源: Bloomberg

白银



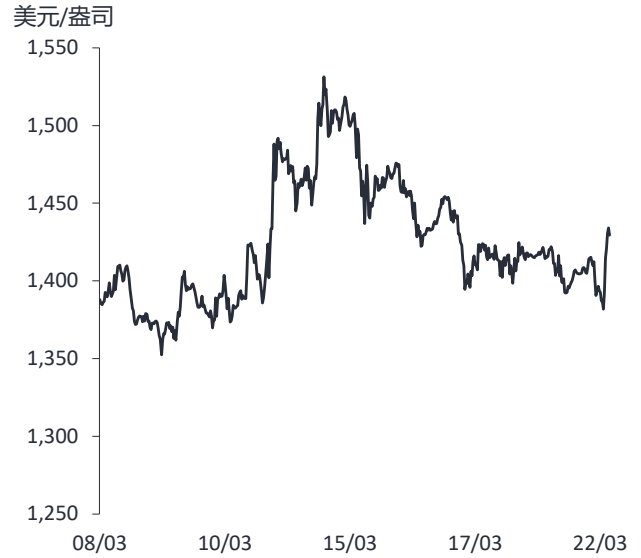
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

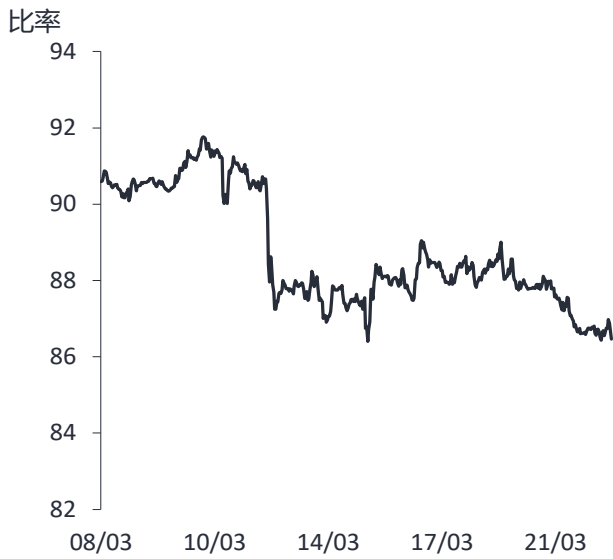


来源: Bloomberg



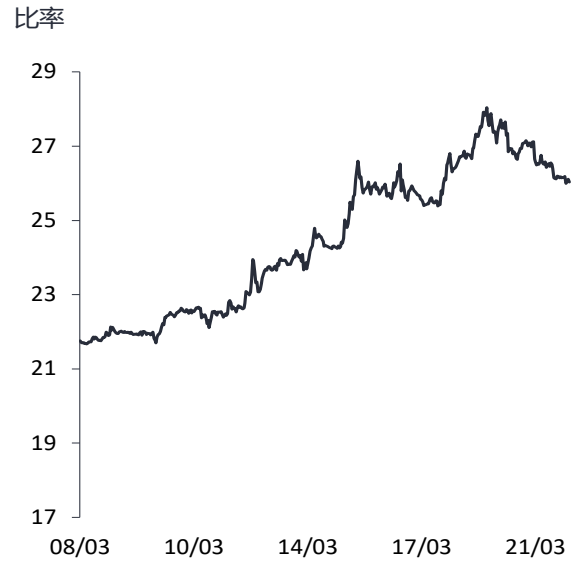
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



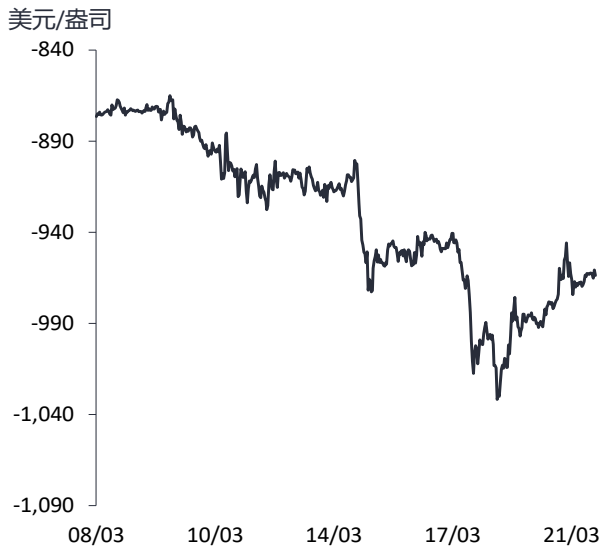
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



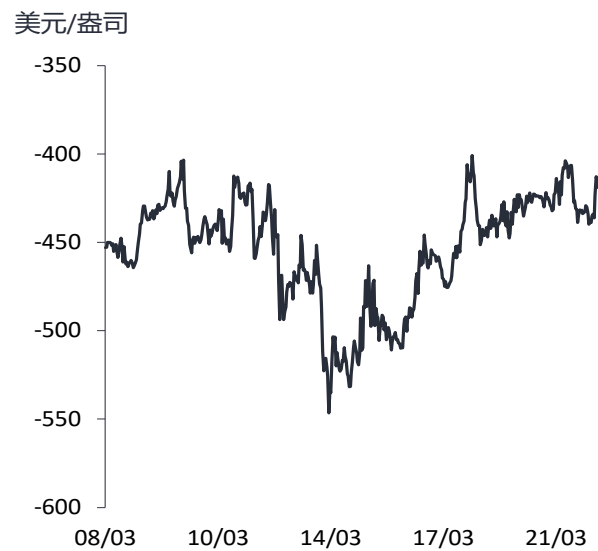
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



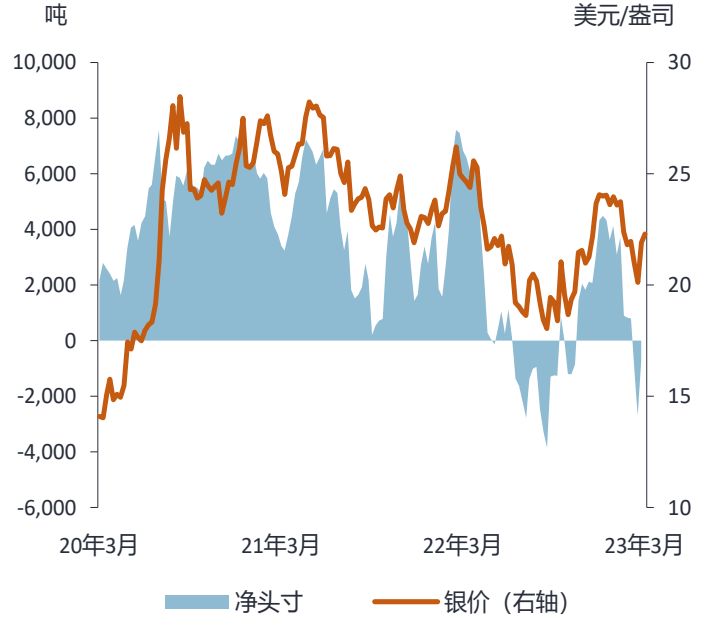
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



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

白银



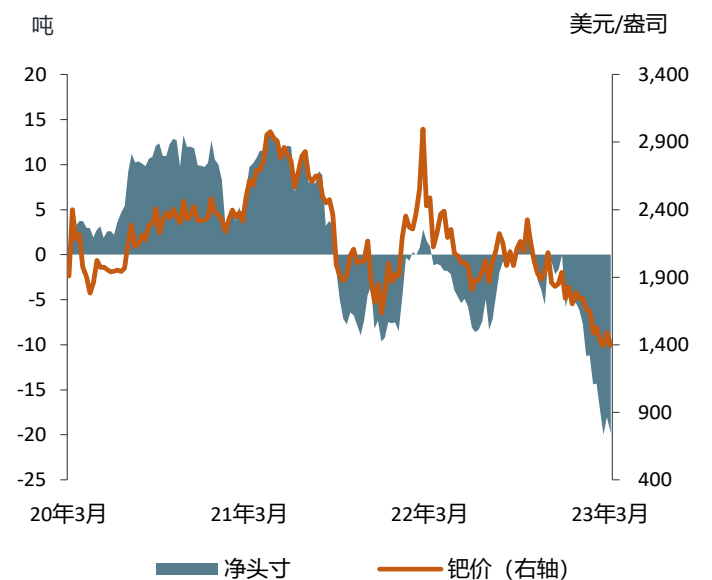
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

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

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

Erin Coyle, 销售及市场经理

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。