



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 500 期

2023/04/03

### 黄金

上周四，市场评估美国可能的加息路径，金价在1,970美元/盎司附近盘整。

### 白银

上周，金/银价格比率降至84.60:1，接近两个月来的低点。

### 铂金

欧盟同意在各主要城市以及各核心路段每隔200公里建造一个加氢站。

### 钯金

在与德国达成协议，豁免电子燃料汽车后，欧盟通过了2035年前禁售内燃机汽车的法律。

### 相较于供应冲击，需求冲击对钯价的影响更大

去年11月中旬以来，钯金价格自2,000美元/盎司上方持续走低，陆续跌破多个技术和心理点位，最终在1,400美元/盎司一线获得支撑。这仅是下跌中继，还是价格回升的起点呢？与我们上一期周报中对钯价走势的研判类似，我们认为今年钯价有一定回升空间，但汽车业能否持续复苏仍是影响其走势的关键因素。

汽车尾气催化剂需求是钯金重要的需求领域，预计今年其需求量仅会温和增长2%，但这仍意味着全球汽车业的钯金总用量将达830万盎司，占到全球钯金总需求量的83%。不过上述预期是建立在汽车产量将回升这一预设前提之上。据估算，今年全球轻型汽车总产量将同比增长5%，至8,600万辆。其中内燃机汽车产量将接近7,500万辆（较2022年增产逾70万辆），这些汽车都须安装汽车催化剂系统，其中大多都含有钯金。然而由于芯片短缺状况持续，加之受融资成本上升和购买力受限影响，消费者的汽车需求可能走弱，存在无法实现预期增长率的风险。

从全球来看，今年大多数地区的内燃机汽车产量都有望上升。但中国例外，据估算今年纯电动汽车在中国市场所占份额将达到26%，使其成为全球最大电动汽车生产国，且大幅领先于第二名。鉴于内燃机汽车的市占率下降，部分钯金又被铂金替代，我们预计中国汽车催化剂领域的钯金需求将下降，但从总量来看，中国汽车业的钯金需求量仍将高居全

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](http://www.valcambi.com)



A PALLION COMPANY  
[www.ABCbullion.com](http://www.ABCbullion.com)

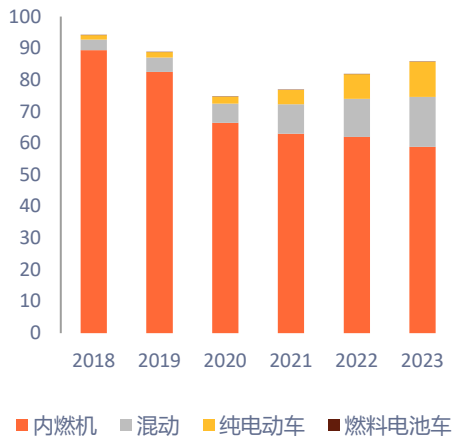


[www.aurus.com](http://www.aurus.com)



[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)

各动力系统轻型车产量 (百万辆)



数据来源: LMC Automotive, A GlobalData Company

球第一, 占到全球汽车业钯金总需求量的27%。中国汽车业220万盎司的钯金需求量, 是第二大需求领域——电子工业领域全球钯金需求量的三倍。在欧洲地区, 虽然内燃机汽车产量增加, 但汽车业的钯金需求量仍将与去年大致持平。在北美地区, 预计汽车尾气后处理系统中钯金将被铂金部分替代, 但得益于SUV车产量上升6%, 皮卡产量也持续增长, 该地区汽车业的钯金需求量仍将增加。

与汽车业需求形成鲜明对比的是, 电子工业的钯金需求自2011年以来几乎呈持续下滑之势。钯价处于高位且波动剧烈, 促使业内企业节约钯金用量并以其他材料替代。不过化工业的钯金需求量则接近于十年来的最高水平, 达46万盎司, 背后的两大驱动因素为: 中国等国的对苯二甲酸产能提高; 欧洲高端饰品等行业对装饰性电镀材料的需求不断上升。

把目光转向供应, 鉴于诺里尔斯克镍业公司指出因从西方材料供应商转向替代供应商, 其钯金产量可能受到影响, 目前我们预计今年全球矿产钯金总供应量将下降3%。预计南非钯金产量将与2022年持平, 但供电短缺状况持续恶化可能会导致产量进一步承压。

综合考虑上述供需变化, 我们预计今年钯金供应短缺量将达63.1万盎司。由于供应量和需求量的同比增幅类似, 今年钯金供应短缺量与去年供应短缺量(62.5万盎司)接近。

钯金市场供需平衡情况



数据来源: Metals Focus; 彭博社。

把上述短期驱动因素、宏观经济状况和基本面都纳入考虑后, 我们预计2023年钯金均价为1,690美元/盎司, 较目前价位高出几百美元。预计年内钯价高点为1,980美元/盎司, 应不会突破2,000美元/盎司关口, 最终还将回落。

两年间钯金短缺量合计约达130万盎司, 而近期钯价却持续走弱, 这似乎有悖直觉。就此而言, 我们认为上期周报中所述的影响钯价走势的因素也同样影响钯价走势。由于去年采购量大于实际用量, 目前汽车制造商都持有充足的铂族金属库存。库存过剩导致全行业不同寻常地成为钯金多头方, 使其近期采购需求减弱。这种状况还导致投资者对钯金的信心下降。此外, 考虑到钯金回收供应量持续增长, 叠加汽车电动化最终将冲击钯金需求, 投资者预期未来几年钯金供应将转为过剩, 更增添了其担忧。上述因素促使投资者大幅减持其钯金多头仓位(在一些情况下还做空钯金), 导致钯价走低。



## 各领域钯金需求量



数据来源: Metals Focus

进入今年下半年后,随着汽车制造商逐步消化了其囤积的库存,他们将再度采购铂族金属,有鉴于此,预计钯价将回升。此外,由于下半年汽车产量一般都高于上半年,今年下半年还将继续攀升,轻型汽车库存量有望持续增加,缩小与疫情前水平的差距,回归正常水平。最后,一旦钯价进入上行通道,做空钯金的投资者将被迫回补,而空头回补最终会推动钯价涨幅扩大。到时投机者重返市场投机性或战术性做多钯金将不会令人感到意外。

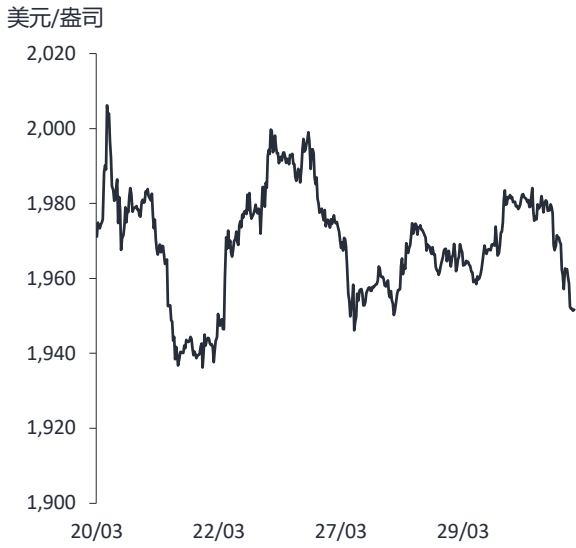
上述预期支持我们的基准预测,但也存在可导致预测偏离实际的潜在风险因素。首先,存在俄罗斯产钯金能否进入全球市场的紧迫风险。近来国际贸易规则和俄罗斯与西方国家间的相互制裁措施都较为稳定,但俄罗斯与西方国家的关系仍很紧张,禁止或限制钯金进出口的可能性不能排除。这或将导致钯金贸易路径改变,出口或转口至其他国家。如果这导致俄罗斯向全球市场的钯金供应受限,可能会在短期内推高钯价。其次,存在俄罗斯矿产钯金供应方面的额外风险。其部分原因是由于遭受他国制裁或企业自我制裁,俄罗斯矿企采购零部件和设备遭遇困难。此外,矿企融资能力受限也可能打压未来产量增长。尽管这要传导至实物钯金市场尚需时间,但投资者获悉供应冲击消息后作出的反应可能会短期内推高钯价。

不过即使上述供应风险坐实,其对钯价的影响可能也只是短暂的。相比之下,若汽车业实际需求显著偏离我们的预期,其对钯价的影响则将更为长久。鉴于全球宏观经济形势,汽车制造商也加速推进电动化,总体上看钯价下行风险相对更大。

综上所述,由于内燃机汽车所占市场份额被各类新能源汽车蚕食,从中长期看钯金前景趋弱。这已严重打压投资者做多钯金的信心,导致钯价下跌。不过由于基本面尚稳健,今年后期钯价有望自当前的低位回升。多个供应风险因素仍存,有望至少在短期内为钯价上行提供更大助推力。但如果汽车业的需求不及预期,则将构成钯价下行重大风险因素。

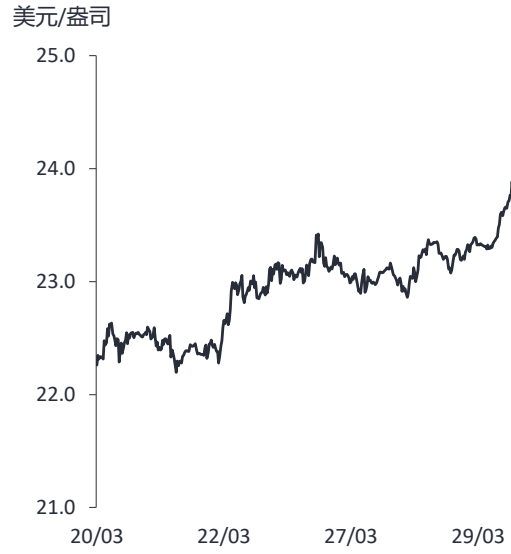
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



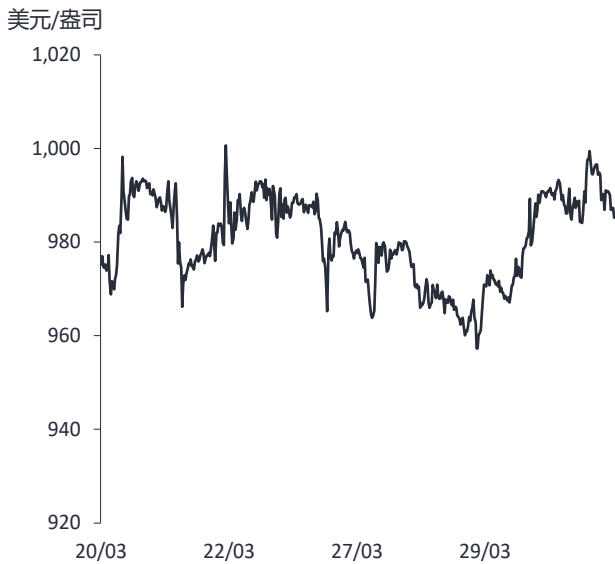
来源: Bloomberg

## 白银



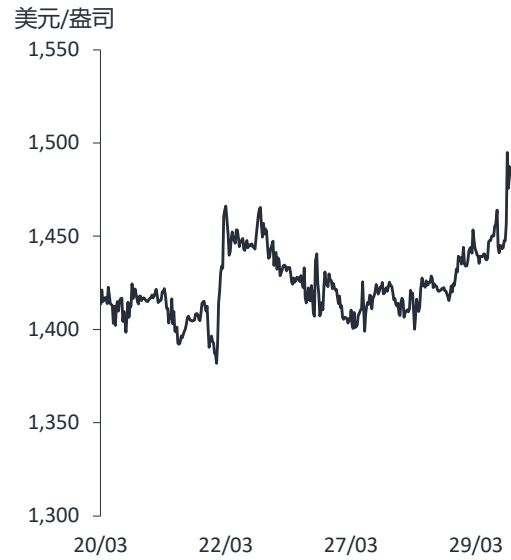
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

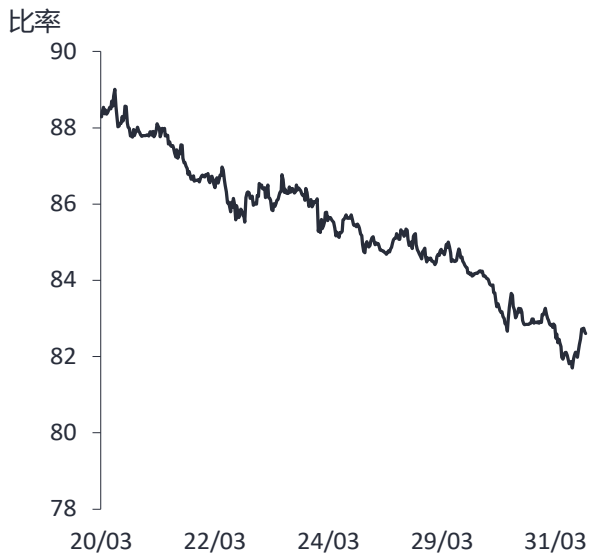


来源: Bloomberg



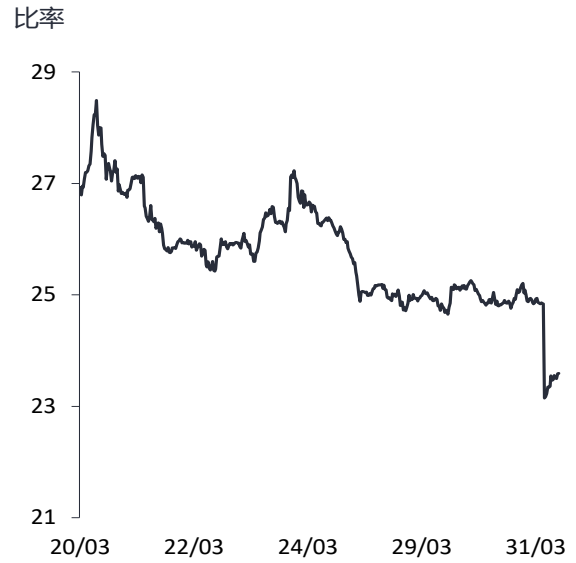
# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



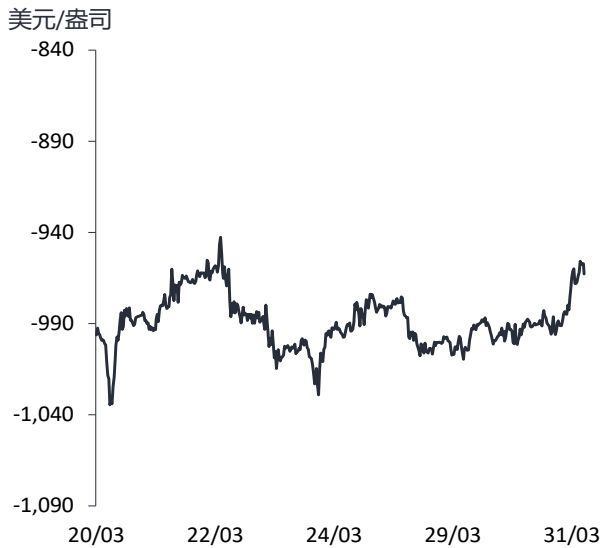
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



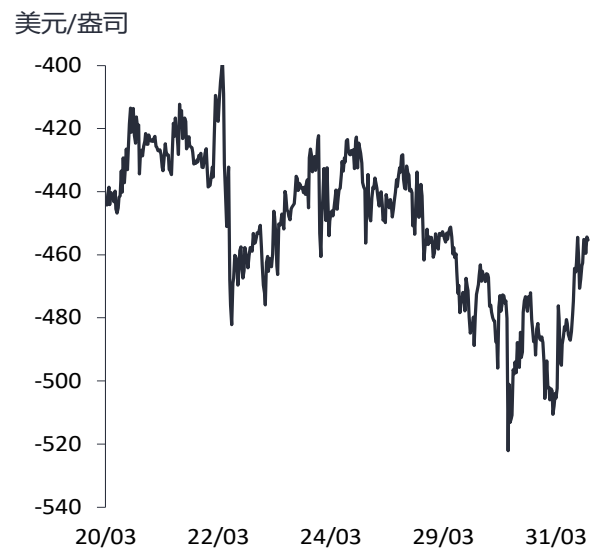
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



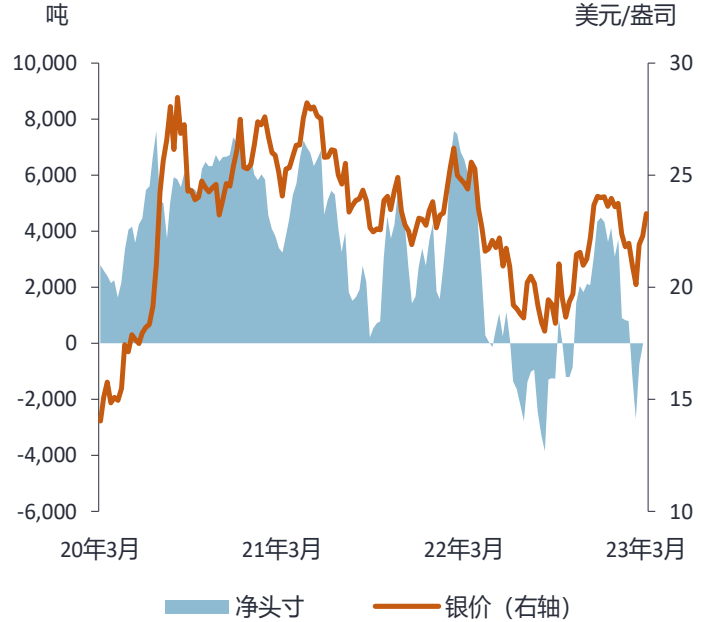
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 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。