



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 539 期
2024/01/20

黄金

上周，因投资者尚在等待美国通胀数据发布，金价持稳于 2,030 美元/盎司一线。

白银

金/银价格比率触及 89:1，创 2023 年 3 月中旬以来新高。

铂金

继 2023 年 12 月在地下作业点进行三天的抗议活动后，羚羊铂业公司贝福肯矿山的工人发起罢工，导致复工时间推迟至圣诞节假期后。

钯金

钯价自 2023 年 12 月 20 日起连续十三天下跌，创逾二十年来最长连跌纪录。

钯金空头仓位升至创纪录水平说明了什么？

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 发布的数据显示，2023 年全年管理基金持有的钯金期货净仓位都为净空头，且数量持续走高。8 月份净空头仓 (70 万盎司) 就已超过前高值，10 月中旬更扩大至 110 万盎司，创出历史新高。这完全抵消了钯金供需基本面 (2023 年供应短缺量达 105.9 万盎司) 的支撑作用，成为拖累钯价持续走弱的主要因素之一。

鉴于钯金供需基本面未来前景将持续走弱，净空头仓数持续走高似乎也在情理之中。Metals Focus 预计从 2025 年起钯金市场供应就将从短缺转变为盈余，因此投资者正提前调整其钯金仓位，寻求利用基本面转弱之机做空获利。钯金将不可避免地下行归因于两大因素：汽车电动化和钯金回收供应量持续增长。首先，由于逾 80% 的钯金用于内燃机汽车的催化剂系统，随着电动汽车不断蚕食内燃机汽车所占市场份额，钯金需求势必下降。其次，由于历史上钯金装填量不断升高的汽车催化剂陆续进入报废期，钯金回收供应量将持续增长，推动供应盈余量快速上升。

以上在一定程度上解释了投资者为什么会建立创纪录的钯金净空头仓位，而空头仓位对手方究竟是谁，也是一个值得考虑的有趣问题。期货通过交易所进行交易，意味着所有交易都相互对应：每一个买家都会有一个卖家与之匹配，反之亦然。因此在期货市场上创纪录的投机性净空

2024



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

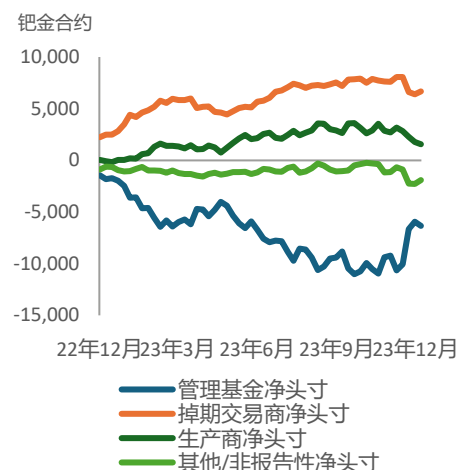


www.aurus.com



www.randrefinery.com

Nymex期货头寸



数据来源: 彭博社

头仓位必然有等量的净多头仓位作为对手盘。通常情况下这些多头仓位由做市商持有, 其会把价格风险转嫁给其他方。

CFTC发布的交易员持仓报告显示, “生产商”和“掉期交易商”持有相当大数量的净多头仓位, 目前持仓量分别为15.7万盎司和66.8万盎司。大致而言, “生产商”主要为铂族金属工业用户, 例如庄信万丰公司和巴斯夫公司等, “互换交易商”则多为银行和大宗商品贸易行(为简明起见, 以下合称“银行”)。制造商一般都持有多头仓位, 而“银行”则不然, 会在场外交易市场(OTC)对冲其所持仓位。2023年期间汽车制造商趁价格不断下跌之机, 买入了很大数量的远期交货铂族金属(尤其是钯金)。“银行”则是把这些铂族金属出售给汽车制造商和其他工业用户的一方。他们卖出铂族金属远期, 但OTC远期市场的深度通常不足以对冲所有风险敞口。因此为对冲这些卖盘, 银行可能也会买入现货金属或是期货。

此外, 投机者在期货平台上大量卖出钯金会拖累期货价格相对于现货价格下跌, 意味着此时银行买入期货更为划算。出于上述原因, 2023年银行持有的钯金期货总仓位和净仓位都大幅上升。

与之相关的第二个因素是, 目前银行和市场参与者持有很大数量可供出借的钯金。过去两年期间大量地上钯金存量从中国(一般情况下在中国钯金不供租赁)转移至西方国家的金库, 更放大了其影响。与供应过剩导致价格下跌的情况极其类似, 可供出借的钯金数量过剩导致租赁成本下降。这还对远期或期货价格产生影响。在其他条件相同的情况下, 钯金租赁成本降低会推高期货相对于现货的价格。目前钯金市场处于期货溢价状态, 即期货/远期价格高于现货价格, 沿期货价格曲线呈持续上升之势。

视线转回管理基金钯金净仓位处于净空头这一问题, 一般而言机构投资者长期持有空头仓位的情形并不常见。背后的部分原因是做空任何资产都有两大弊端: 其一, 要承担无限风险。做多时价格最低也不会低于零, 而做空时一旦价格持续上涨, 从技术上讲产生的损失将无限。其二, 在能做空某资产前, 必须先借到该资产。借入资产会产生租赁费用, 而历史数据显示钯金的租赁费用特别高, 2018年时费率峰值水平曾超过30%。(这还意味着当时钯金期货价格低于现货价格, 即“现货溢价”。)

掉期交易商净头寸



数据来源: 彭博社

买入三月合约卖出六月合约的折价



数据来源: 彭博社

然而就做空钯金而言, 投资者认识到做空能获得非对称利益。鉴于钯金已不可避免地进入熊市, 投资者不大担心会因价格暴涨导致无限损失的风险。同时, 期货升水大幅上升, 意味着空头滚动仓位会获得净利润, 滚动收益率为正值。投资者回购近期交货合约, 同时以更高价格卖出远期交货的新合约。例如, 做空3月份合约的投资者在回购后卖出6月份的合约(即“滚动做空”), 将获支付9美元左右, 年化收益率略低于4%。因此, 持有钯金管理基金净空头仓位的投资者更倾向于长期持仓。需要指出的是, 虽然滚仓收益率为正值, 但由于投资者最终是基于价格预期, 而非滚仓成本来建立期货仓位, 出现轧空的可能性也不能排除。

那么这会对钯金市场产生哪些影响呢? 首先, 如我们所见, 2023年汽车整车制造商持续购入很大数量的远期交货钯金, 这会打压传统需求, 导致未来钯价承压下行。其次, 由于整车制造商的远期购买量处于高位, 同时价格持续下跌(2022年以来钯价和铑价分别下跌70%和85%), 出于信用风险考虑银行可能不会再寻求卖出更多钯金。第三, 虽然期货升水处于较高水平的市况持续, 但持有钯金空头仓位的机会成本已下降, 使管理资金净空头能够更长时间地持有头寸。

十二月钯金市场轧空



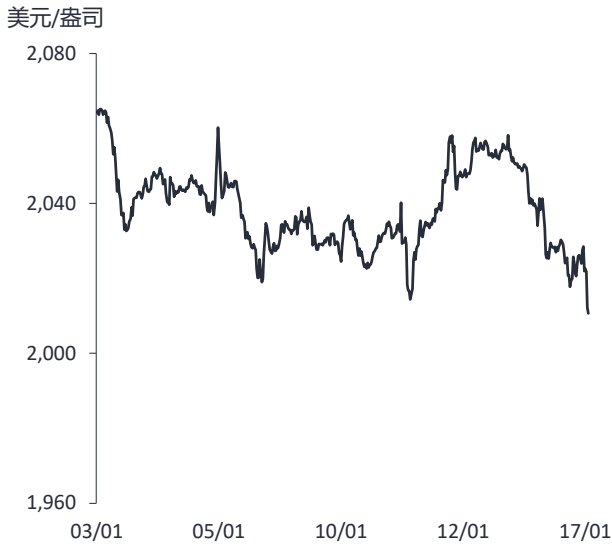
数据来源: 彭博社

最后, 鉴于目前空头仓位高企叠加钯金基本面前景转弱, 预计2024年全年管理基金持有的钯金净仓位很可能仍为净空头。这意味着钯金市场继续易于出现轧空现象(与2023年12月中旬轧空推动钯价飙涨30%的情形类似)。由于钯价已较历史峰值下跌70%, 近期也已反弹, 进一步下跌的空间还有多大仍不明朗。考虑到钯价处于低位使做空的潜在获利空间收窄, 钯金空头仓位再创新高的情形可能很难出现。



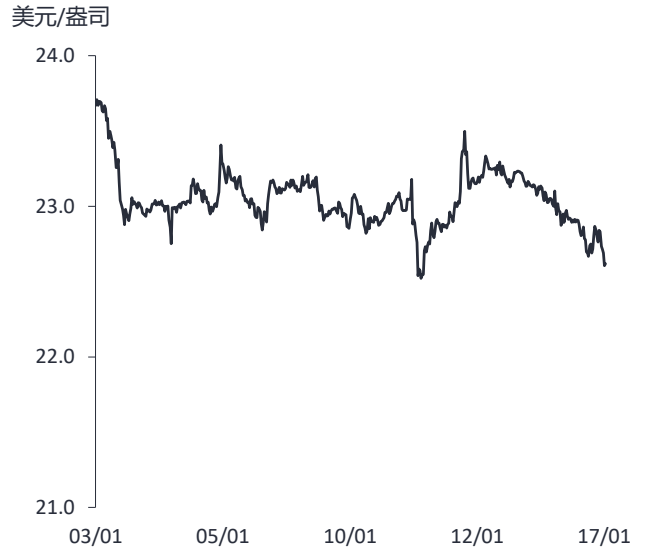
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



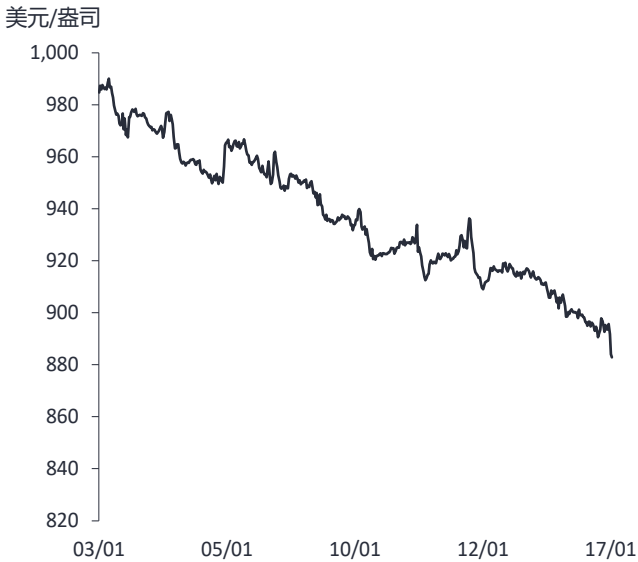
来源: Bloomberg

白银



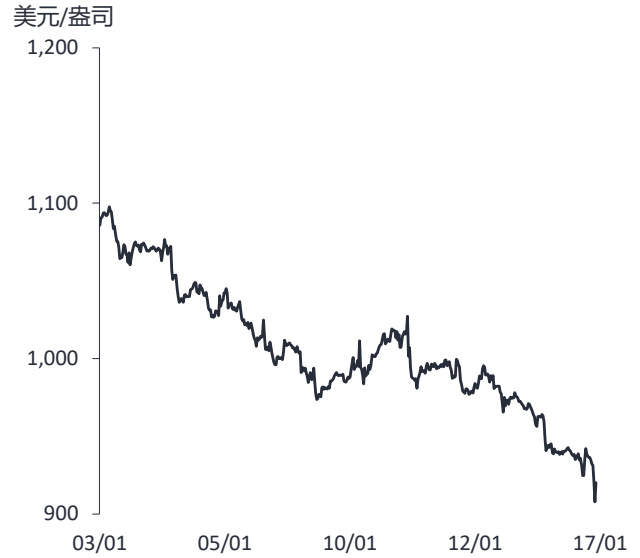
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

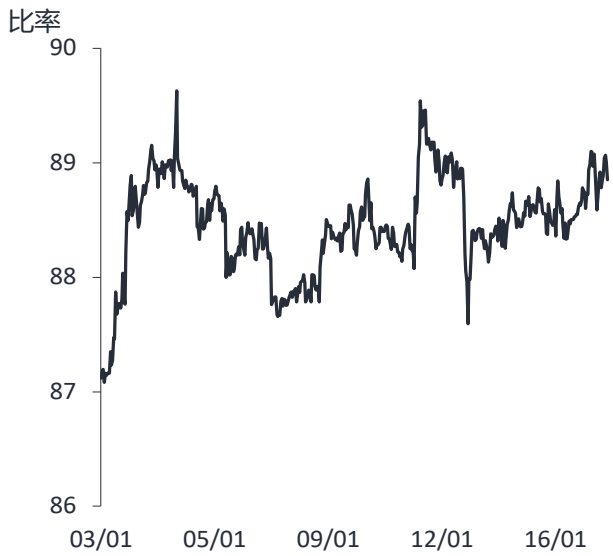


来源: Bloomberg



图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



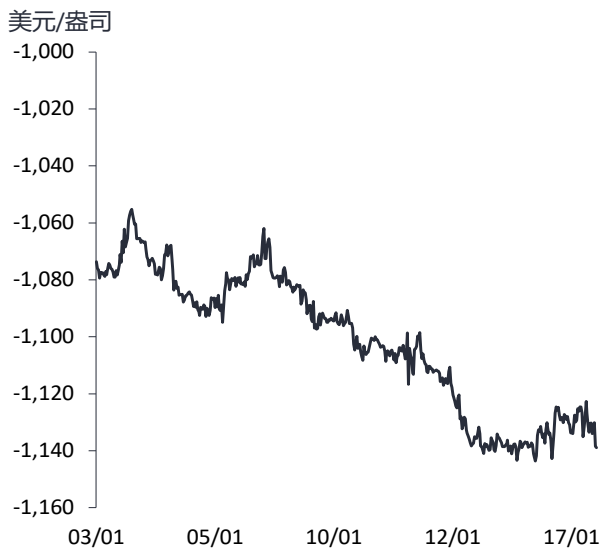
来源: Bloomberg

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

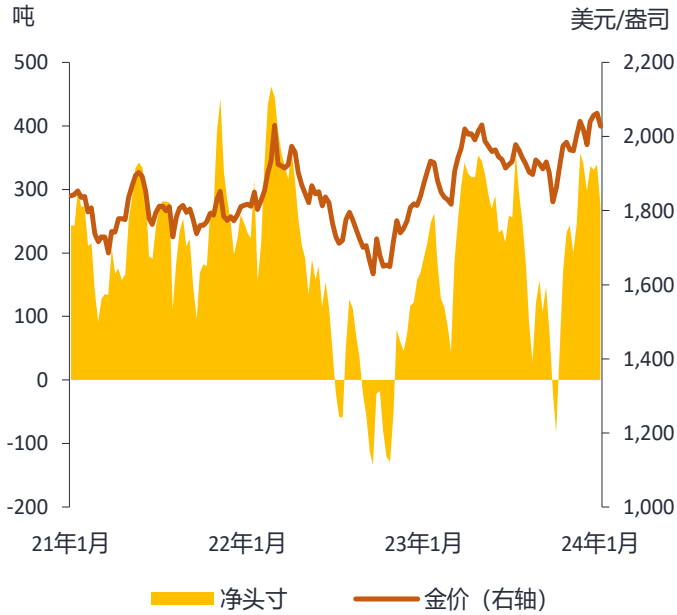


来源: Bloomberg



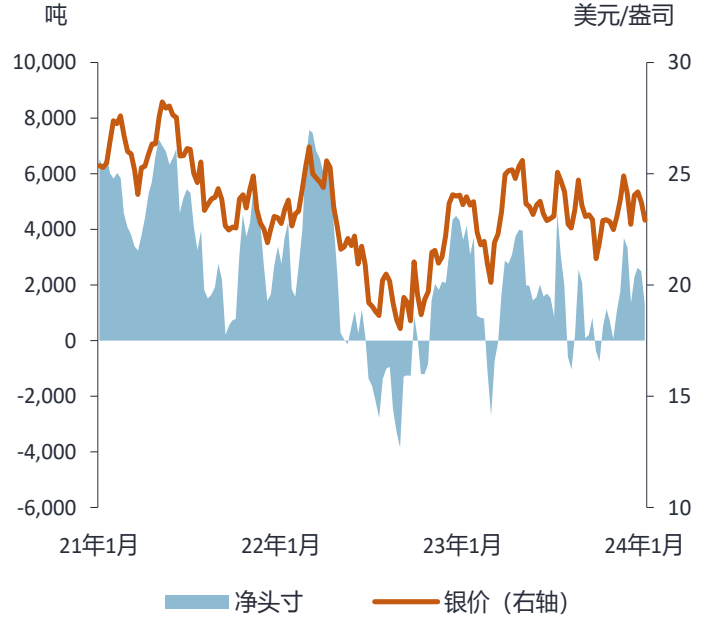
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



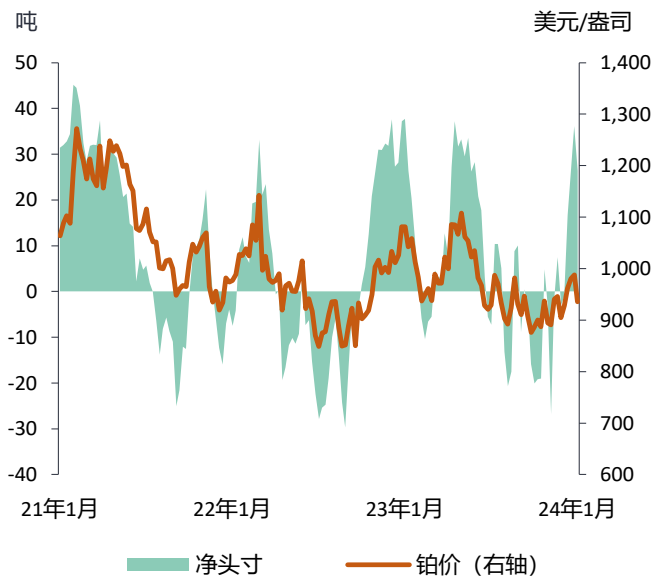
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

白银



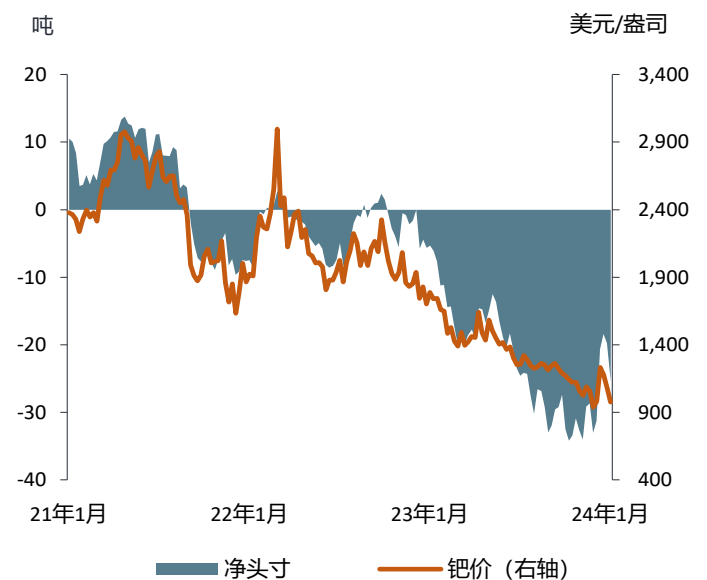
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

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



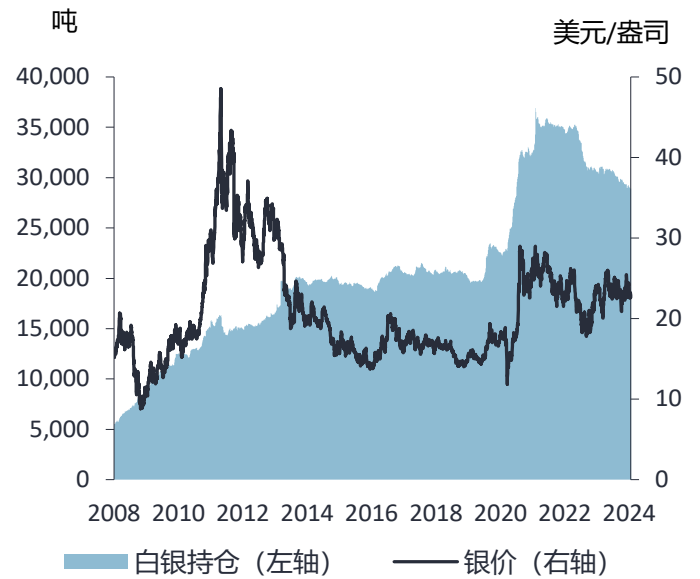
图表 - ETP 持仓

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

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

Francesca Rey, 顾问 - 马尼拉

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员 - 上海

Tim Wright, 高级矿业研究员

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

微信扫描二維碼，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。