



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 596 期
2025/03/12

黄金

2月底黄金ETP的总持仓量继续上升，触及2023年7月以来最高水平。

白银

金/银价格比率升破92:1，创出2023年9月份以来新高后，已小幅回落。

铂金

2月份现代汽车公司的汽车销量同比上升2.1%。至32.2万辆，刷新其2月单月销量纪录。

钯金

为削减成本并扩充电动车产能，斯柯达公司计划裁员15%。

镍价前景看跌对北美铂族金属供应影响几何？

目前钯金价格已较2022年早期的历史峰值下跌约70%，然而2024年全球矿产钯金总供应量较2022年水平变化不大，这凸显出就大多数钯金生产而言，供给价格弹性很低。

过去两年期间，全球两大钯金生产国俄罗斯和加拿大维持产量水平稳定，但两国的产钯矿山都高度依赖来自镍的收入。鉴于镍价承压，关键在于：在当前镍价下，这些国家的矿山能否维持副产钯金的产量？

由于印尼镍产量大幅增长，全球镍市场上供应持续过剩。2024年镍供应量连续第三年大于需求量，预计该趋势还将延续。2021年中国青山控股集团实现技术突破，把镍生铁转化为镍铈，使印尼生产的镍可供应全价值链，是导致供应过剩的重要原因。

近年来镍市场上价格波动率也极高，俄乌冲突爆发后更出现了轧空，日内镍价飙涨70%，导致伦敦金属交易所被迫暂停了镍交易。不过因俄罗斯继续向国外供应镍，供过于求的市场格局再度确立，2024年镍均价已跌至16,800美元/吨，触及四年来新低。在该价格水平下，相当大一部分镍生产商都出现亏损，不得不关闭矿山并实施供应合理化措施。由于全球矿产钯金总供应量中近一半来自于富含镍的矿体，这给钯金带来供应风险。

Never standing still

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



www.valcambi.com



A PALLION COMPANY

www.ABCbullion.com



Bulmint

www.bulmint.com



www.randrefinery.com



PRESTIGE
BULLION

www.realkruggerand.com



MENNICA
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

www.invest.mennica.com.pl

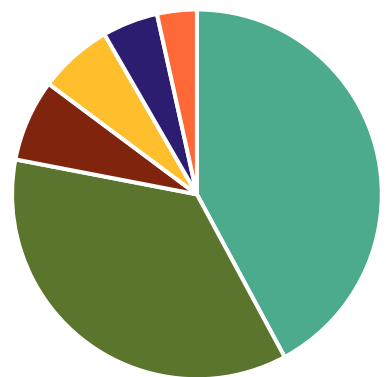


www.axedras.com

Miller

www.miller-insurance.com

2024年各国钯金矿产量



■ 俄罗斯 ■ 南非 ■ 加拿大
■ 津巴布韦 ■ 美国 ■ 其他

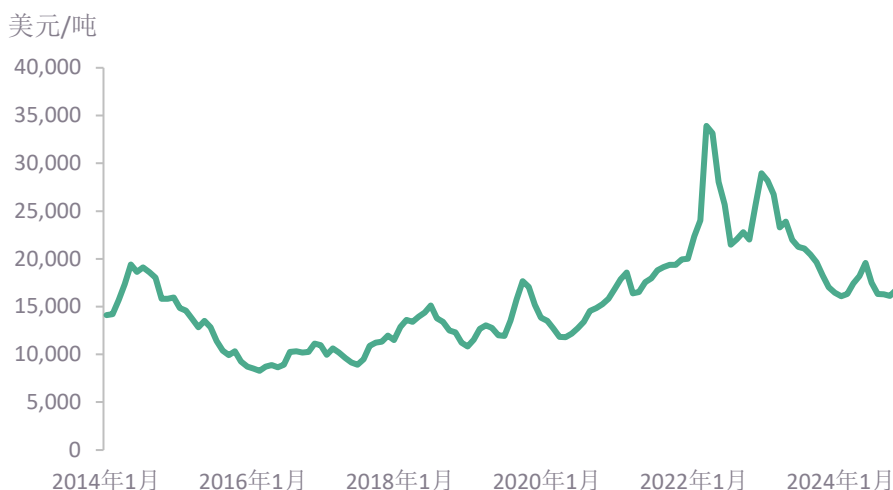
数据来源: Metals Focus, 各公司报告

俄罗斯产量约占全球矿产钯金总供应量的42%，该国的诺里尔斯克镍业公司为全球重要的钯金生产商。历史上诺里尔斯克镍业公司的利润主要来自镍，钯金仅为较次要的副产品。镍价和钯价不断下跌对该公司的财务状况产生严重负面影响，2024年营收较2021年的峰值水平下降30%，同一期间EBITDA（扣除利息、税项、折旧及摊销前盈利）也下降一半。不过虽然利润收窄，但该公司2024年的利润率（41%）仍为业内第一，生产成本在铂族金属生产商和镍生产商中均为最低者。因诺里尔斯克镍业公司拥有的矿体为多金属矿体，铜价走高对公司盈利能力的支撑正日益增强。

虽然诺里尔斯克镍业公司在生产商成本曲线中的最优位置使其钯金生产免于成本相关风险，但俄乌冲突持续仍带来诸多挑战。西方国际对俄实施制裁导致该公司在国际金融市场上债务融资的渠道受限，迫使其依赖于国内市场以高利率借款。公司利息费用显著上升，进一步侵蚀利润率。

在加拿大，除羚羊铂业（加拿大）公司主产钯金外，其余所有钯金产量均为镍矿山的副产品。十年前淡水河谷公司和嘉能可公司的合计钯金产量达50万盎司以上，约占全球矿产钯金总供应量的8%，但自2016年以来，由于矿石开采量递减且品位不断下降，产量逐步走低。镍价低企让矿企的利润率进一步

2014-2024年镍月度均价



数据来源: 彭博社

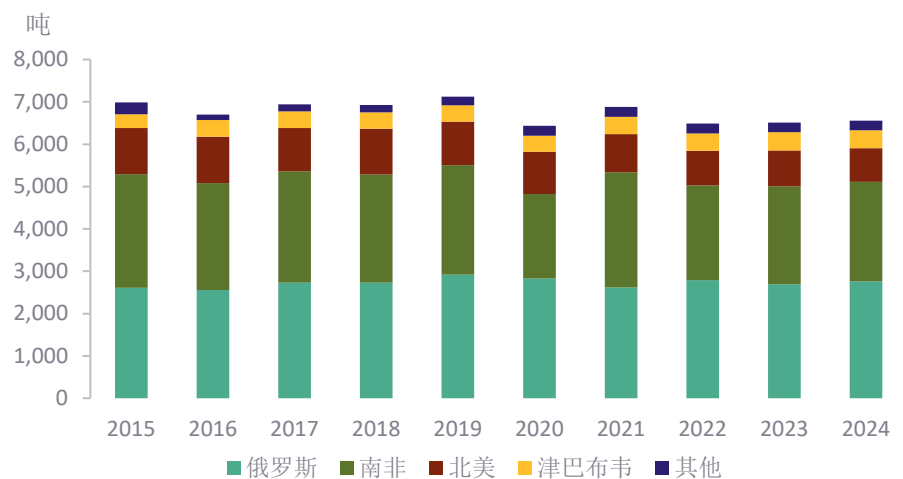


承压。不过截至2024年，上述两家公司位于加拿大的产钌镍矿山仍是旗下镍矿山中利润最高者。因此虽然镍矿业内正在进行供应整合，但即使要关闭矿山，加拿大的产钌镍矿山也可能到最后才会关闭。淡水河谷公司已实施战略调整，具体措施包括裁减萨德伯里矿山（Sudbury）的员工数量，研究出售汤普森（Thompson）矿山的可能性等，但重申将维持在安大略省矿山的运营。同时，嘉能可公司正在推进INO矿山的奥纳平深部开采项目，以延长该矿山的开采寿命。

展望矿产铂族金属供应前景，我们认为虽然镍价走弱的压力持续存在，但加拿大副产钌金生产不会因成本因素而全面停产。预计该国钌金产量仍将保持在25万盎司左右，约为十年前的一半。不过如果镍价跌破16,000美元/吨，该国生产商在成本曲线中的位置会进一步恶化，可能部分停产。

预计由于铂族金属矿石品位不断下降，今年俄罗斯铂族金属产量将温和下降。此外，诺里尔斯克镍业公司在资本市场融资的渠道受限，将削弱其为维持和扩大生产所需项目融资的能力，放大利润率下降的负面影响。

各地区钌金供应量

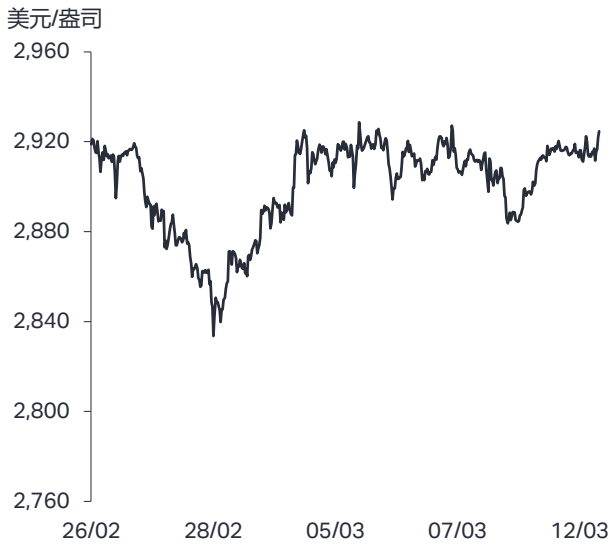


数据来源：Metals Focus铂族金属五年期预测季报



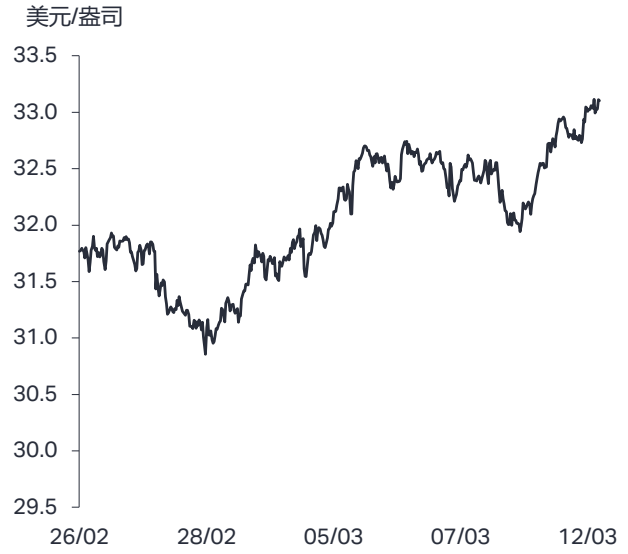
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



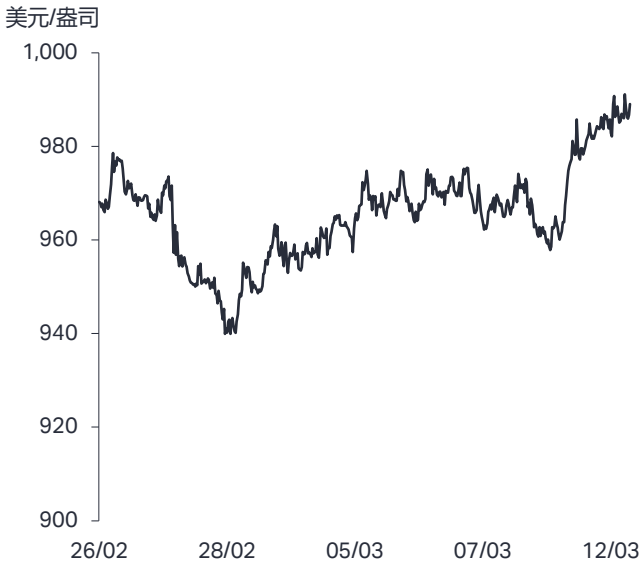
来源: Bloomberg

白银



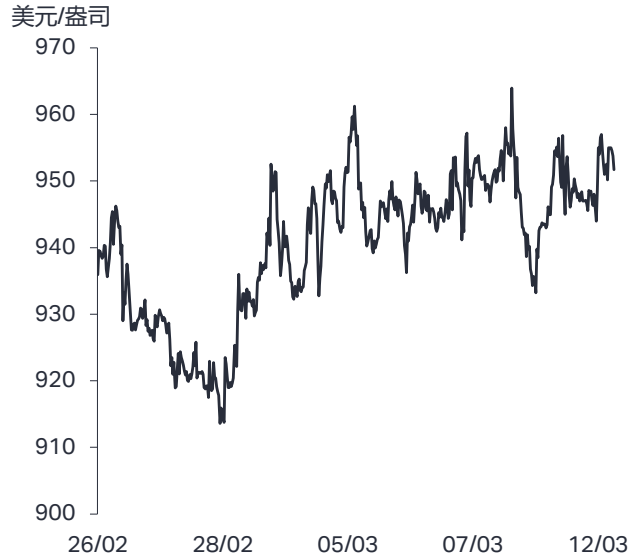
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

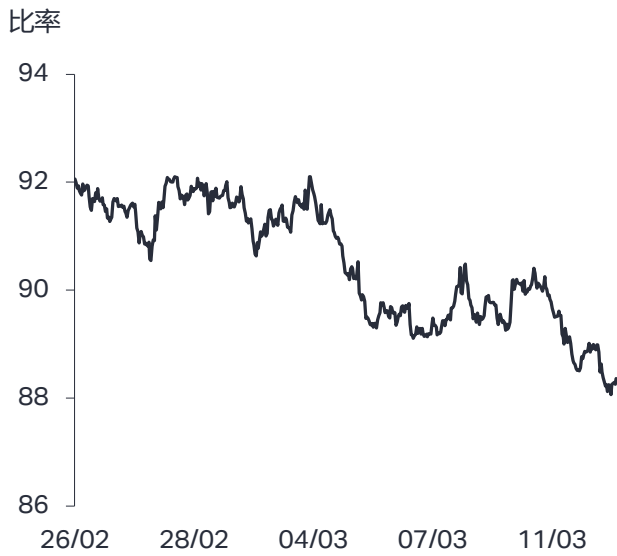


来源: Bloomberg



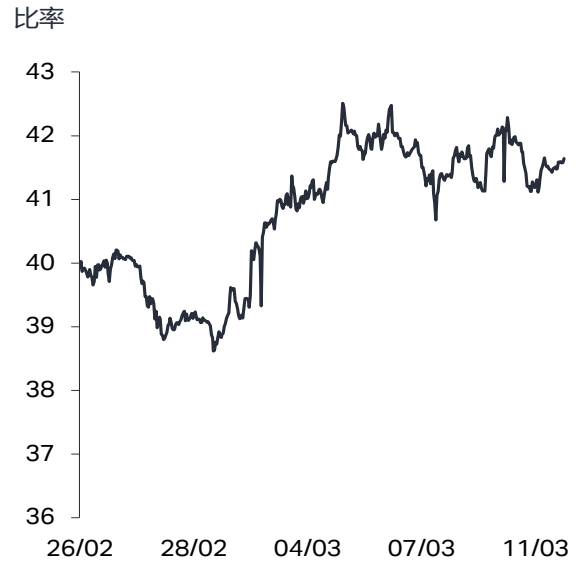
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



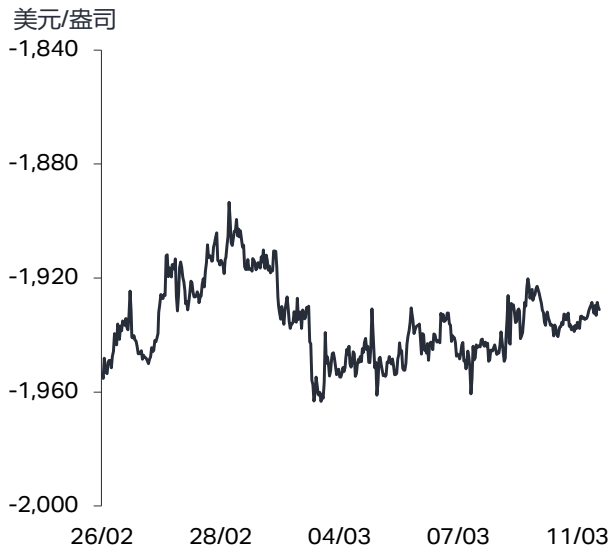
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



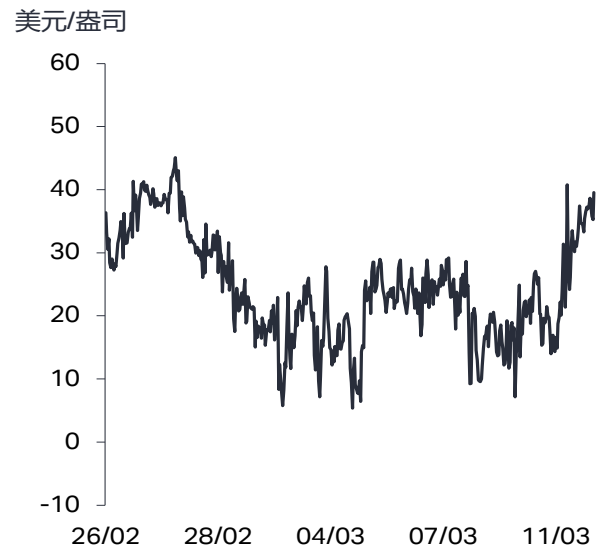
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



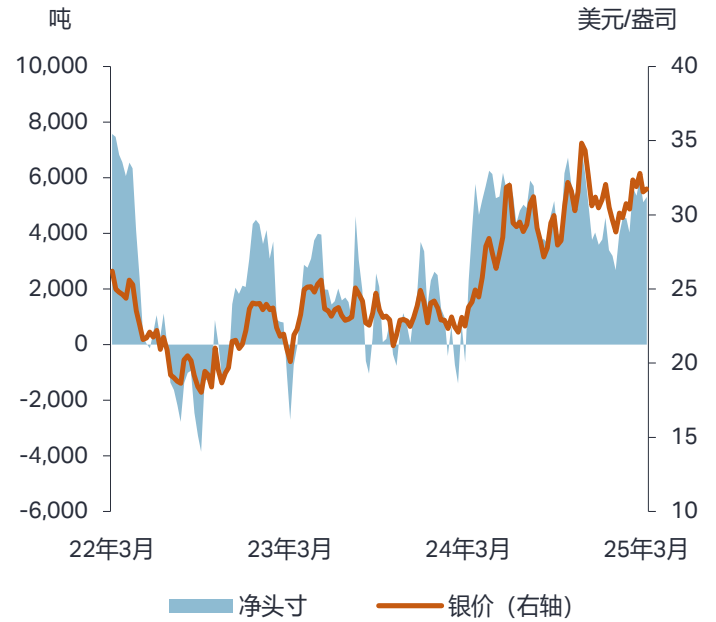
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



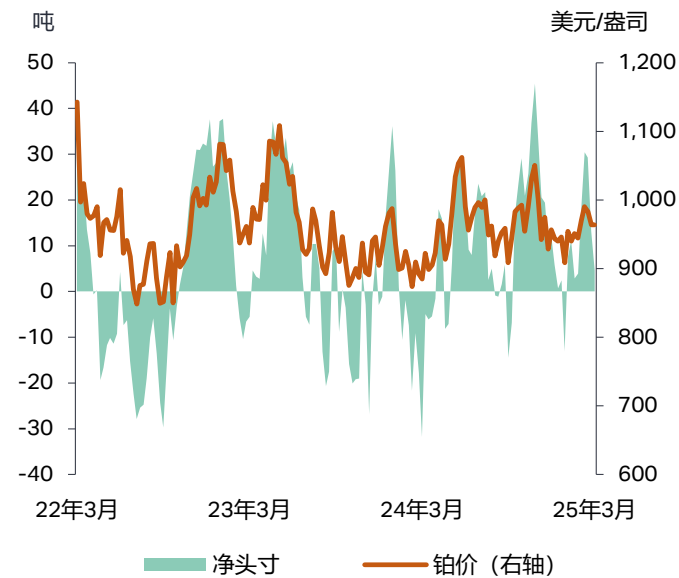
*管理基金头寸 (Managed money);
来源: Bloomberg

白银



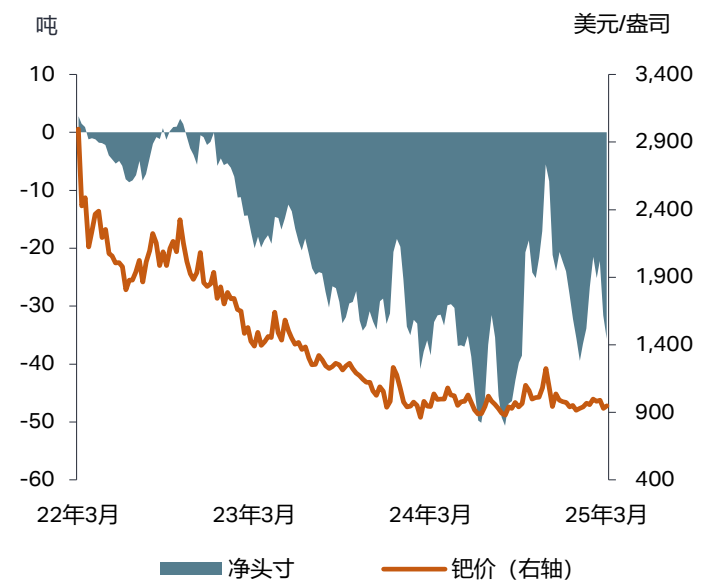
*管理基金头寸 (Managed money);
来源: Bloomberg

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



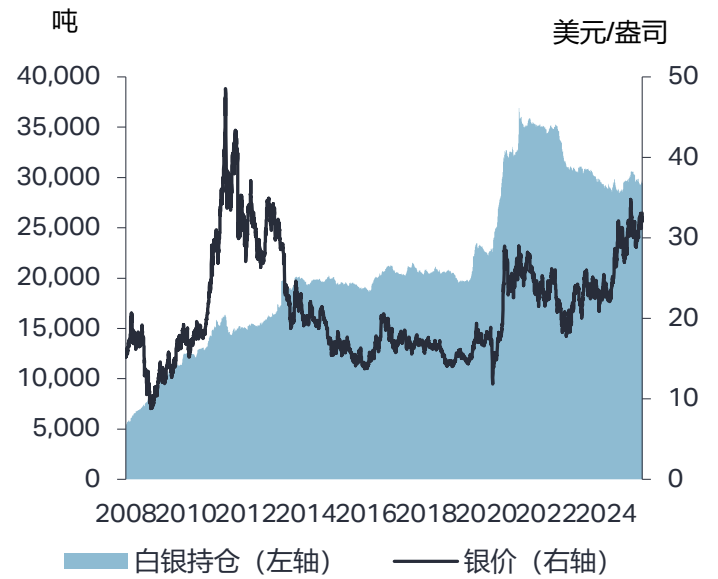
图表 - ETP 持仓

黄金



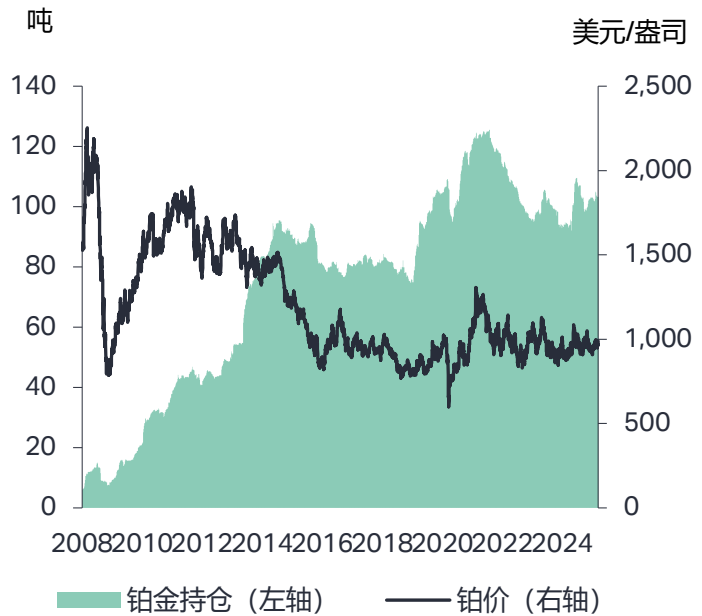
来源: Bloomberg

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

Nilesh Pise, 研究助理-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

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员-上海

Ross Embleton, 矿业研究员

Erin Coyle, 销售及市场经理

Donnadee Francisco, 矿业研究员-马尼拉

Ruby Tagoon, 初级矿业研究员-马尼拉

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。