

铂金远景

铂钯替代趋势已深入汽车需求，难以迅速逆转

预计到 2024 年，汽车催化剂的铂钯替换量将达到 70 万盎司，高于 2023 年预测的 62 万盎司。我们的分析表明，逆转这一过程没有经济激励，并存在许多风险。此外，即使发生反向替代，这一过程也将是缓慢的。因此，现有替代在中期内已在年度汽车需求中得到广泛应用。

铂金和钯金在汽车催化剂中可以以将近 1:1 的比例互相替代。简单的经济学原理引导了在汽油车中的最初替代；钯金市场的短缺支撑了价格上涨，导致自 2017 年以来铂金价格大幅低于钯金。替代对年度铂金需求的影响需要时间，因为替代几乎只发生在新车型上，每年约占汽车市场销售的 15%。由于在现有车型的催化器上进行替换存在成本和风险，一旦新车型的催化剂上发生替代，金属配方通常会在车型的七年左右寿命内被锁定下来。因此，反向替代只能缓慢发生（见图 1）。

但钯金市场走势似乎并不利于立刻进行反向替代。尽管钯金价格相对铂金的溢价已经收窄(图 2)，市场预计将从 2025 年（预计）开始出现盈余(图 8)，但替代缺乏有利的经济激励，因为目前钯价仍然高于铂价。此外，钯金市场面临的一些风险可能会让汽车制造商的采购团队在用钯反向替代铂上格外谨慎。首先，钯金转向市场过剩的过渡主要是基于预测回收供应增加约 100 万盎司(图 4)。但是生活方式和购买力趋势延长了车辆寿命，铂族金属的回收供应低于预期(链接)。这可能会推迟钯金市场进入过剩状态。

Edward Sterck
研究总监

+44 203 696 8786

esterck@platinuminvestment.com

Wade Napier
分析师

wnapier@platinuminvestment.com

Jacob Hayhurst-Worthington
助理分析师

jworthington@platinuminvestment.com

Brendan Clifford
机构销售主管

+44 203 696 8778

bclifford@platinuminvestment.com

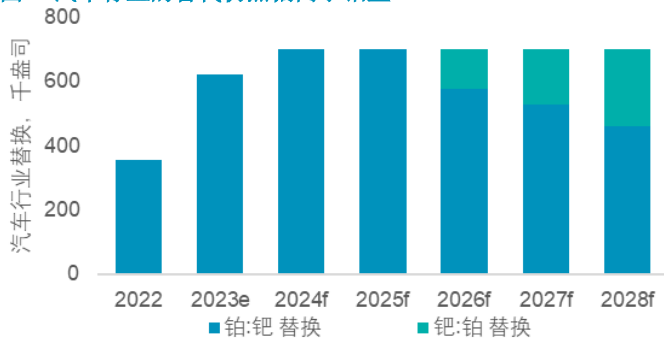
世界铂金投资协会

www.platinuminvestment.com

166 Piccadilly,
London, W1J 9EF

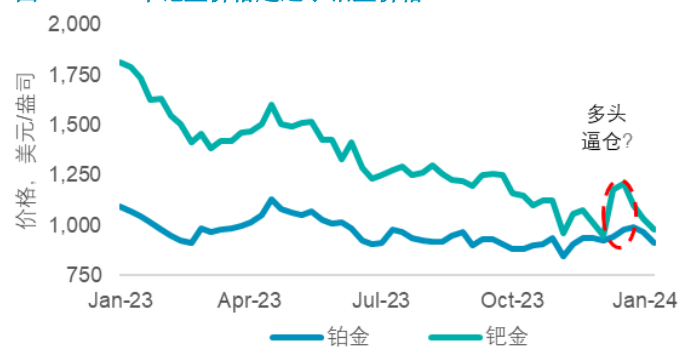
2024 年 1 月 24 日

图 1 汽车行业的替代仍然偏向于铂金



来源：金属聚焦 2022 至 2024（预测）、此后为 WPIC 研究

图 2. 2023 年钯金价格趋近于铂金价格



来源：彭博社、WPIC 研究

其次，用钯金替代铂金会增加对俄罗斯的依赖（俄罗斯占全球铂金供应的 11%及钯金的 40%，见图 5），考虑到环境、社会和治理（ESG）或制裁和供应链风险，这对于企业可能不是一个理想的选择。

最后，钯金地上存量枯竭相关的风险不容忽视，自 2010 年以来，由于钯金市场连续 11 年出现赤字，导致钯金的地上存量下降了 520 万盎司，除却 2022 年和 2023 年之外的所有年份，钯金市场的短缺通常与价格上涨相关(图 6)。WPIC 预测 2024 年钯金市场将出现短缺，从历史上看，这暗示了价格支撑，从而不利于替代。此外，现货库存低、供应风险和空头头寸，使得钯金价格依然有上行风险；2023 年 12 月，钯价在一周内上涨了 240 美元，表明供不应求。鉴于市场没有明确的经济或供应激励，现在考虑用钯金取代铂金似乎还为时尚早。我们的基本假设是，如果钯市场确实在 2025 年预测出现过剩，钯金在汽车上替代铂金将从 2026 年（预测）逐步开始。

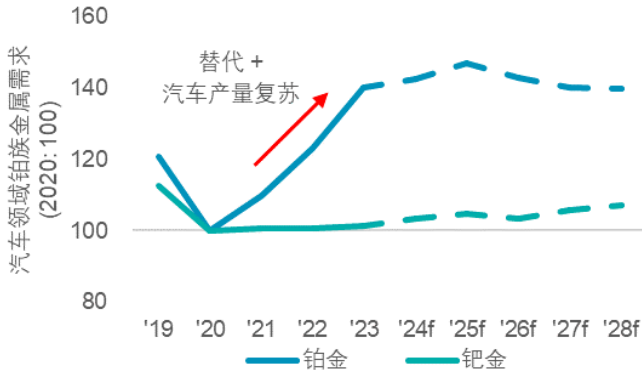
到 2024 年，铂钯替换量将达到约 70 万盎司，有助于后疫情时期汽车行业铂金需求的复苏。

目前的经济和供应条件都不足以证明汽车行业的铂钯替代出现突然逆转是合理的，我们的基本假设是，反向替代将在 2025 年钯金市场出现过剩后逐渐开始。

作为投资资产，铂金的吸引力来自以下：

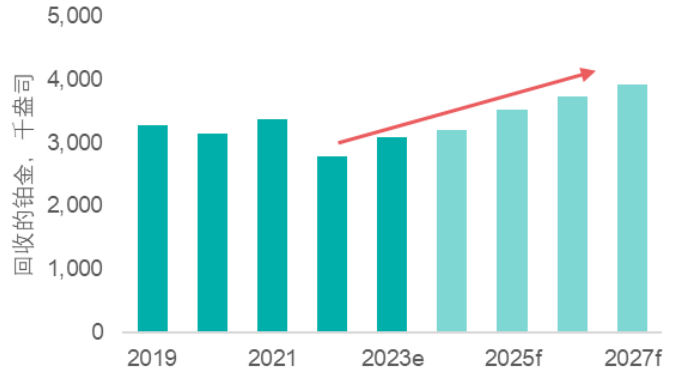
- WPIC 研究表明，从 2023 年起铂金市场将进入连续短缺时期。
- 铂金供应仍面临挑战，包括来自初级矿产和二级回收的供应。
- 汽油车中铂钯替代将继续推动汽车领域的铂金需求在 2024 年继续增长。
- 铂金是全球能源转型中的关键矿物，在氢经济中的扮演重要角色。
- 铂金价格仍处于历史低位，远低于黄金和钯金。

图 3：疫情之后，由于替代效应，汽车行业的铂金需求增长超过了钯金。



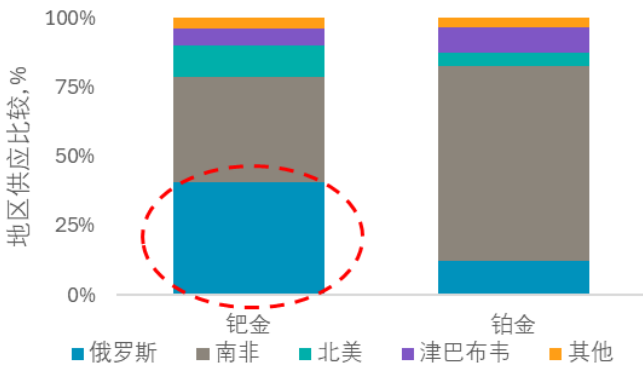
来源：2019 年至 2024 年预测的铂金和 2022 年的钯金数据来自金属聚焦，此后数据来自 WPIC 研究

图 4：预计到 2027 年，钯金的回收供应将增加约 1 百万盎司



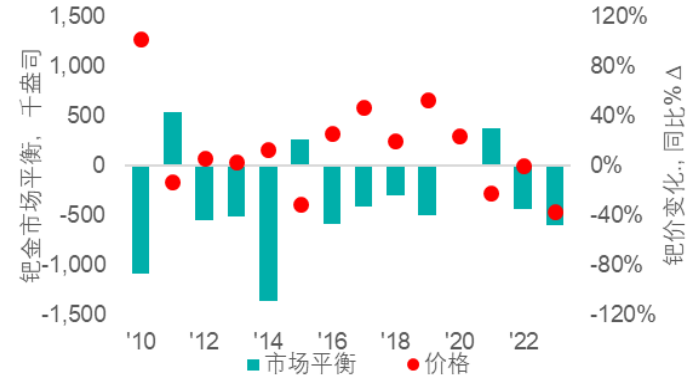
来源：金属聚焦至 2022，此后为 WPIC 研究

图 5：初级钯金供应依赖于俄罗斯，俄罗斯冶炼厂计划在 2024 年进行维护，而制裁可能会抑制产量。



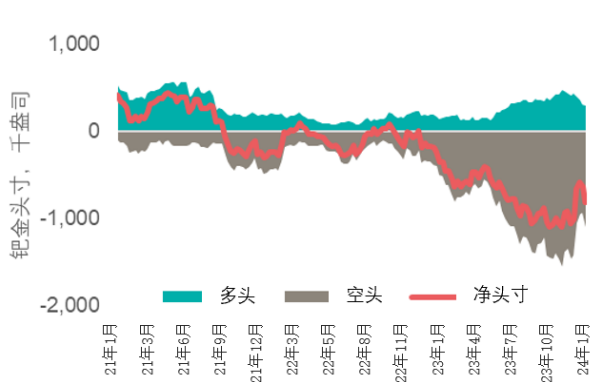
来源：金属聚焦 2023、WPIC 研究

图 6：自 2010 年以来，除了 2023 年外，钯价变化与市场平衡呈现出反向相关。



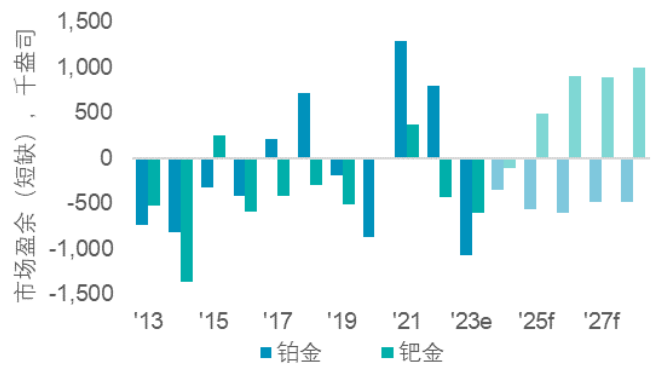
来源：金属聚焦 2010 至 2022、WPIC 研究

图 7：金融市场在钯金上建立了大量的净空头寸，可能是基于市场平衡趋向于过剩的预期



来源：彭博社、WPIC 研究

图 8：钯金市场在 2024 年仍将处于短缺状态，延续了数十年来地上存量减少的趋势



来源：铂金 2013 年至 2018 年数据来自 SFA (牛津)，2019 年至 2024 年预测的铂金和 2022 年的钯金数据来自金属聚焦，此后数据来自 WPIC 研究

重要公告和免责声明：本发行材料仅限于教育目的。发行方(世界铂金投资协会 World Platinum Investment Council)由世界领先的铂金生产商成立，旨在开发铂金投资需求的市场，其使命在于通过具有执行力的行业见解和目标明确的发展规划，激励现货铂金的投资需求，为投资者提供铂金相关的支持知情决策的信息，并携手金融机构和市场参与者共同开发投资者需要的产品和渠道。

本发行材料绝不是、也绝不应该被曲解为关于任何证券的售卖意向书或购买意向的鼓吹性材料。发行方发行本材料，绝不企图传达任何指令，绝不安排、建议或企图促成任何涉及证券或商品的交易，或为其相关事宜充当代理方，不管材料中是否提及。本发行材料绝不企图提供任何税务、法律或投资建议，材料中的任何内容绝不应该被曲解为购买、销售或持有任何投资或证券、或涉及任何投资策略或交易活动的建议。发行方绝不是、也绝不意图成为证券经纪人、或注册投资顾问，或在美利坚合众国或大不列颠联合王国的法律下注册，包括《2000年金融服务和市场法》(英国)(Financial Services and Markets Act 2000)或《高级管理人员和认证制度》(Senior Managers and Certifications Regime)，或由金融行为监督局(英国)(Financial Conduct Authority)注册。

本发行材料绝不是、也绝不应该被曲解为直接针对于或适合于任何特定投资者的个性化投资建议。任何投资决策的形成仅限于咨询专业投资顾问后。基于您自身的投资目标、财务状况以及风险承受能力，您在决定任何投资、投资策略、证券或相关交易是否适合您方面全权负责。根据您的商业、法律、税务现状或状况，您应该咨询您的商业、法律、税务或会计顾问。

本发行材料所采纳的任何信息都认为是可靠的。但是本材料发行方无法确保这些信息的准确性和完备性。本发行材料包括前瞻性声明，包括关于本行业预期的持续增长声明。本材料发行方声明：本材料所提及的任何前瞻性陈述(即不含历史信息的所有陈述)都带有可能影响未来实际结果的风险性和不确定性。**世界铂金投资协会 World Platinum Investment Council**的所有标志、服务标记、商标都属于其独家所有。本发行材料中提及的所有其它商标都属于各商标持有方的财产。本材料发行方并不隶属于、联合于或关联于上述商标持有方，或受其赞助、批准或原创，特别声明除外。本材料发行方所做的所有声明都不是针对任何第三方商标的任何权利。

WPIC 研究的 MiFID II 状态

世界铂金投资协会(WPIC)已经根据 MiFID II(欧洲金融工具市场指令修订版)对其内容和服务进行了内外部审查。因此 WPIC 就其研究服务对其客户以及客户的合规/法律部门强调以下内容：WPIC 的研究内容明显属于**次要非货币利益类别**，可以继续免费提供给所有资产管理人，可以免费分享给各个投资组织。

1. WPIC 不从事任何金融工具的具体执行业务。WPIC 不从事任何造市、销售交易、贸易或股票交易活动。(也不存在任何可能性刺激诱因)。
2. WPIC 研究内容可以通过多种渠道广泛传播至所有利益相关方，因此根据 MiFID II (ESMA/FCA/AMF)标准，其内容属于“次要非货币利益类别”。WPIC 研究可以通过其官网免费获取，其研究信息聚合平台没有任何权限许可要求
3. WPIC 没有、也不会对其研究服务的使用者收取任何费用，WPIC 清晰告知机构投资者不会对其就免费内容收取任何费用。

更多细节信息请查看 WPIC 网站：

<http://www.platinuminvestment.com/investment-research/mifid-ii>