

| 本期摘要

隔夜我们看到钯金和铂金出现了比较大的异动，最主要的异动来自钯金。回顾过90年代钯金异常的波动：持续几年过渡性投机严重的大幅度上涨，到最后又用了几年的时间大幅度消化。提这样一个历史的背景，就是想让大家注意到钯金正在出现的情况和当时的情况有很大的类似性。

按照现在的情况，钯金的投机刚刚进入一个高潮，波动率会非常的高，甚至不排除钯金会走向1000美金（虽然待在1000美金的难度很大），如果铂的因素比不发生大的变化的话，可能出现当年的现象：价格快速上冲，然后又下泄，比价会出现一个极度扭曲的机会。

| 音频梗概

00:15

90年代：大家都在猜俄罗斯有多少钯金库存

还是要聊一聊当年俄罗斯的情况，俄罗斯当年所有的行为实际上对钯金的影响是一个标准的反馈的动作。

随着福特在89年研发出钯金催化剂以后，在89年到93年的过程中，因为价格便宜，全球使用钯的量在增加。但大家在那个时候考虑更多的是当时全球钯金最大的供应者——俄罗斯。

90年代末，俄罗斯作为全球钯金最大供应者，库存高低和出口情况会大幅度影响市场和价格的，简单讲就是掌握了定价权。俄罗斯当年是继承了前苏联在冷战期间战略性金属钯金的库存，数量是一个机密，大家都不知道。

进入到90年代以后，很多的大型投资机构都在预估俄罗斯究竟有多少钯金：2700万盎司？3000万盎司还是3500万盎司？一直在猜。因为存高低会决定价格，一旦把握对的话，对市场投资者来说有非常大的意义：如果俄罗斯没有出售库存，那么钯就会短缺，价格就会上涨；如果出售库存，市场供应就会增加……

02:09

钯金当年10倍的上涨，到底发生了什么？

到了94、05年俄罗斯在苏联解体以后，面临第一次严重的财政预算赤字的时候，政府部门的支出

严格受限后决定大幅度削减战略性库存，大量抛售钯金库存来换取外汇。

传统中大家肯定想说越抛价格越低，但事实上并不是这种情况，89年钯金的需求被福特激发出来后，就一直是需求在增加……如果俄罗斯抛售过程中间库存依然下降的话，那么就是越抛越涨，而且很多人在参与到挤仓俄罗斯的商品游戏当中去：包括美国一家著名的对冲基金当时也是大局买入110万盎司的钯金，瑞士银行当时也持有大量钯金库存，在700万-800万盎司左右。表面上这些都是长期持有，但实际上，如果价格非常合适的话，这些长期投资持有者也会快速转化为利润。

当时还有还有一些汽车公司，其实就是福特随着俄罗斯事件开始出来，也大幅囤积了钯，明面上是买入保值，但实际上最终结果也是加大了钯金需求的供增量，而供给却越来越紧张，造成钯金极其的疯狂的10倍的上涨，01年的时候冲到1100美元左右，整个反馈机制就是：越涨越买，越屯越涨、市场越短缺。

04:44

投机度极高时，只需要一个理由就扭转！

03年以后投机度已经很高了以后，市场上只需要一个理由就能够让这个反馈扭转过来，当大家都知道俄罗斯会继续抛售钯金以后，那些投机以及包括福特公司在前几年累积下来的巨量库存就

显得相当尴尬了，他们开始逐步清理库存。

要知道钯金的用途还是比较单一的，投机者和参与者相对来说也不是很广泛，所以导致库存越抛越跌，那么就是负向反馈起来的时候也是很可怕，最后就是钯金从1100美金又跌回到了150美金。

从这段历史当中大概可以看到，市场的疯狂行为在小的金属上的影响有多大。

06:09

铂与钯，分与合

金融危机之前铂金表现相对来说非常好，尤其在商品十年过程中受影响不大，而钯金基本上是被封在了底线上，波动非常小，导致铂钯比价最高时候拉到了5:1左右。可以看到来自于当年俄罗斯钯金挤仓疯狂投机事件，影响在持续几年的过程中还是延续的。

金融危机以后，市场发生了很大变化。故事还是这个故事：一方面是中国、印度、巴西的汽车增量保有量达到一定程度，加上排放标准提升。09年的时候一些著名催化剂转化器制造商都在预估，因为在中国催化剂转化器的产能已经达到了顶峰还需要大量的进口，所以大家认识到，中国汽车增长之后环境标准开始加强：2010年采用了O4的排放标准（现在要向O5进发，包括俄罗斯现在标准也是O4，印度是O3），加上印度、中国俄罗斯大部分都是汽油发动机，市场预估铂金的需求会从环保需求提升中获得利好。

于是，市场上又出现一波对钯金的看好，所以很快从100多美金爬升到700-800美金的水平，价格的上涨激发了投机性需求，发生了囤积现象，生产厂家包括三菱都在参与。

而跟当年不太一样的是：钯金的金融衍生化开始逐步出现，包括一些投行在2010年以后开始发行ETF：美国很多投行在2010年1月份就是基于中国的因素发行ETF，南非标准银行14年左右在推出钯金ETF，一家就吃掉了50万盎司的钯。

虽然纽交所是68年推出了钯的期货，东京交易所是92年推出了钯金期货，却直到09年之后成交量和持仓开始大规模增加，尤其是2010年之后钯金上的净多头持仓一直大规模增加，大规模投机持仓在这几年不断创出新高，核心的故事其实和当年是一样的，自我强化和自我循环的过程又开始出现。

目前全球ETF的持仓规模还有几百万盎司，把这些东西加在一起呢，又出现了反馈的机制。

这一轮由于之前**大众柴油汽车“排放门”**，铂和钯出现了比较大的分化，铂金从2010年2000美金之后，随着中国的需求减弱加上柴油机的预估并不是很好，一直滑落到现在的900多美金。但是可以看到钯金从10年之后到现在一直保持高位的运行，基本在500-900美金之间震荡。这也就导致10年之后的铂钯比价关系快速回落，到今天为止大概要接近1:1的下限了。

11:01

铂钯比值若到1以下的投资策略

按照现在的情况，钯金的投机刚刚进入一个高潮，波动率会非常的高，甚至不排除钯金会走向1000美金（虽然待在1000美金的难度很大），如果铂的因素比不发生大的变化的话，可能出现当年的现象：价格快速上冲，然后又下泄，比价会出现一个极度扭曲的机会。

这样的一个故事下，可以看到的情况是：原有的基本面是有的，过度的投机者也是有的，产业上的投机（所谓的买入保值）使得市场都变成了一个多头，投机的金融机构包括高盛、汇丰都在操纵着钯金的定价，ETF大量囤货，加上瑞士银行的库存，还有回收……

供应和需求的故事处在一个动态平衡调整过程中，更多受到的就是一个预期的变化，一旦预期变化不是很好，这个市场反馈起来也会很快。

对大部分参与者来讲，如果风险控制上，可以密切关注的还是铂金和钯金的比，一旦出现倒挂，都会是一个比较好的介入机会，风险度还是比较偏低的。在俄罗斯事件的时候历史极值出现过0.63左右，现在在1以下注意好风控，这样的铂钯比值还是很值得做的。

从交易上来讲，就注意CFTC持仓上铂和钯的持仓，一旦比价接近1以下的时候，钯上面应该会出现一些投机性的空单，但这些投机性的空单并不是单纯的在空钯金，而是会有一定的苗头在对应铂金上面的多单。

这和金银比的整个观察交易策略和路径是非常相像的，就像2011年白银价格向上冲的时候，到了38块钱以上的时候，金银比和持仓变化其实已经出现了大量抛白银买黄金的头寸，一直到后面白银跌下来，黄金还在不断创新高的时候，可以看到很多做的就是比价迅速回归的交易策略。这样的情况我认为又会在铂钯上面出现。

14:30

历史重演？剩下的就是时间问题

收尾还是收在那句话上：商品这个东西，基本面因素的变化是起点，越是小的商品，越到后面越出现自我反馈自我实现的过程，这一过程中供应即是需求、需求即是供应。其实供需的变化、库存的变化更多的都是来自于一个预期，过度性投机最后反馈出来的结果都是一样的，涨价的时候都缺货，跌价的在时候到处都是货。这在钚的历史上都演绎过了，现在也不会有太大区别，剩下的就是时间的问题。

-end-

