

铂金精粹

随着中国需求止跌、其他地区市场的强劲增长持续，黄金和铂金的巨大价差导致铂金与白 K 金价格持平，预测全球铂金首饰市场将重回增长。

在本期《铂金精粹》中，我们对首饰市场进行分析，阐释全球铂金需求的驱动因素以及未来机遇。首饰是铂金总需求的关键组成部分，占总需求的 25%。在世界铂金投资协会（WPIC）的数据序列中，铂金首饰市场在 2014 年达到 300 万盎司的峰值，到 2023 年已降至 190 万盎司。这一下滑完全归因于中国需求的暴跌。过去十年间，未得到充分重视的是中国以外地区铂金首饰需求的增长规模，预计 2024 年这一需求将达到 160 万盎司，而 2014 年为 100 万盎司。这一增长得益于铂金相对于黄金的价格折扣、以欧洲为中心的奢侈品牌的强劲增长，以及该金属在印度市场的成功推广。如今，中国以外全球铂金首饰市场的规模和增长足以抵消中国市场的年度下滑，这意味着全球铂金首饰需求已触底。在我们最新的 2 至 5 年预测（[链接](#)）中，预计 2023 年至 2028 年铂金首饰需求的复合年增长率为 2.0%。然而，在对首饰市场进行更深入分析后，我们认为，鉴于价格驱动的替代前景、新兴的风险管理工具以及技术进步，铂金有望从估计为 170 万盎司的白 K 金市场中抢占份额。假设 5% 的白金需求转向铂金需求，那么在 2025 年至 2028 年间，铂金总需求每年将平均增加 10 万盎司，即每年增长 1.3%。

- **产品转换：**过去两年金价上涨，导致白 K 金和铂金首饰的成本差距缩小并趋于一致。我们估计，通常喜欢价格更亲民的白 K 金首饰的首饰行业，鉴于利润优势，可能会转而选择铂金替代品。
- **风险管理：**广州期货交易所预计于 2025 年在中国推出铂金和钯金期货合约。我们认为，使用这些衍生品能够吸引更多参与者涉足中国的铂金首饰市场，因为它们提供了一种便捷且有效的方式，来降低基础金属价格的固有风险，特别是鉴于铂金的流动性不如黄金。
- **技术因素：**中国以外地区的铂金首饰制造量与铂金价格呈负相关，价格每下降 2%，制造量就会增加 1%。首饰行业指出，这种关系源于利润率的扩大，因为零售价格降幅小于原材料投入成本，这促使更多的铂金首饰制造。因此，如果技术带来的生产成本节约同样能提高利润率，首饰行业很可能会计划在其首饰品类中增加更多铂金产品。

虽然现在判断铂金首饰需求是否会从产品转换、风险管理或技术进步中受益，以及受益程度如何，或许还为时尚早，但任何需求的提升都将使我们对 2028 年前本就巨大的铂金市场缺口预测进一步加深。我们的基准预测是，2026 年至 2028 年期间，铂金市场年均缺口为 71.2 万盎司，占年需求的 9%。

内容

介绍.....	2
首饰市场.....	2
价格对铂金需求的影响.....	7
产品转换.....	8
风险管理.....	11
技术因素.....	14
结论.....	16

Edward Sterck

研究总监

+44 203 696 8786

esterck@platinuminvestment.com

Wade Napier

分析师

+44 203 696 8774

wnapier@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

Foxglove House, 166 Piccadilly

London W1J 9EF

2025 年 1 月 16 日

介绍

本期《铂金精粹》概述了首饰市场，以及我们认为有能力支撑铂金首饰需求增长的因素。我们的分析研究了首饰中常用的主要贵金属，即黄金、白银和铂金的常见趋势。在过去十年里，黄金和铂金首饰需求有所下降，而白银首饰需求则有所上升。

2014 年至 2023 年，全球铂金首饰制造量的复合年增长率为 -4.4%。虽然铂金首饰需求的下降速度比黄金制造量（2014 年至 2023 年复合年增长率为 -2.7%）更快，但我们的分析揭示了过度依赖中国的铂金市场的细微差别。不包括中国，2014 年至 2023 年铂金首饰需求的复合年增长率为 3.9%，这些市场的增长现在通常能逐年抵消中国市场的下滑。因此，在我们的五年展望（[链接](#)）中，预计 2023 年至 2028 年首饰需求的复合年增长率为 2.0%。尽管我们目前对首饰需求的展望显示为温和增长，但一些新出现的因素增加了铂金首饰需求进一步上升的可能性。

- **产品转换：**金价上涨提升了铂金首饰的相对性价比，这应会促使首饰行业将部分需求从每年约 170 万盎司的白 K 金市场，转向铂金市场。
- **风险管理：**中国缺乏价格风险对冲机制，这抑制了铂金需求。价格波动使零售商和制造商在铂金价格下跌期间面临亏损。为抵消价格风险，铂金销售中会收取高额溢价，回购时则给予大幅折扣，这两者共同作用，侵蚀了产品价值并抑制了需求。中国推出期货合约将提供一种机制，来缓解与原材料相关的价格风险。如果事实证明管理价格波动具有成本效益，这可能会降低溢价，吸引新参与者进入铂金市场，进而增加制造需求。
- **技术因素：**制造工艺的进步正在降低成本，提升铂金首饰的质量与设计水平。中国以外的大多数铂金首饰市场对价格具有需求弹性，因此，制造商有可能节省成本，这就促使他们在销售组合中增加铂金产品。另一种可能是，较低的制造成本通过降低零售价格转嫁给消费者，我们认为这同样会推动需求增长。

图 1 产品转换、技术进步和风险管理可能对铂金首饰制造产生积极影响

铂金首饰需求 (千盎司)	2023	2024e	2025f	2026f	2027f	2028f
首饰需求	1,849	1,951	1,983	1,999	2,019	2,040
上行潜力						
5%				2,099	2,120	2,142
10%				2,199	2,221	2,244
15%				2,299	2,322	2,346
20%				2,399	2,423	2,448

来源：金属聚焦 2023 年 - 2025 年预测，此后为 WPIC 研究数据

首饰市场

市场总体概述

首饰市场品类多样。首饰不仅仅是时尚单品，其往往承载着文化意义、情感价值，或作为一种财富储备手段。据估计，首饰市场的年总值约为 3500 亿美元，按价格大致可分为五类（图 2）。虽然一些非传统金属和贱金属可用于“平

黄金和白银是精品及奢侈珠宝市场中使用最为广泛的贵金属。

价品类”，但我们通常认为，黄金、白银和铂金面向的是中高端价格区间，即精品和奢侈品市场。

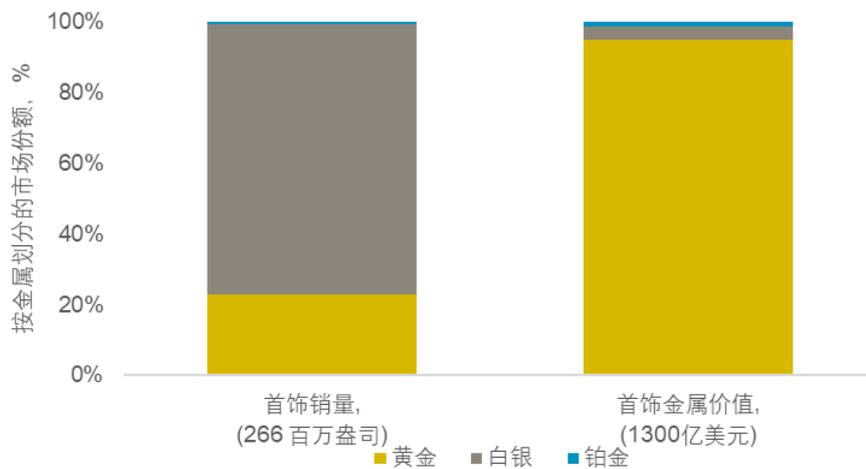
图 2 按价格划分的首饰市场细分情况，有助于了解贵金属或宝石等材料的使用情况

市场类别	价格	描述
奢侈品	非常高	黄金（18K 和 24K - 准投资）与铂金 钻石（开采）与稀有宝石
轻奢	高	黄金（14K 和 18K）与铂金 钻石（开采与实验室培育）与贵重宝石
高端	中等	黄金（14K）、铂金与纯银 贵重宝石（蓝宝石、红宝石与祖母绿）
中高端	经济型	混合金属，通常为镀金银或纯银 半宝石（紫水晶）与合成材料
平价	低	镀层基本金属或不锈钢 合成宝石

来源：WPIC 研究

以盎司计算，2023 年白银首饰需求为 2.03 亿盎司，约占按重量计算的贵金属首饰消费量的 75%（图 3）。白银在首饰中广泛应用，源于其价格相对亲民，能够满足更大规模平价市场的需求，该市场优先考虑日常便装佩戴。为满足大众市场需求，过去十年白银首饰需求一直较为坚挺，据白银协会数据，年均需求达 1.96 亿盎司。尽管白银需求庞大，但因其价格低廉，在首饰市场贵金属价值中仅占 4%。

图 3 贵金属之间的巨大价格差异，导致首饰需求构成以及金属价值呈现差异



来源：世界黄金协会、白银协会、金属聚焦、彭博社、WPIC 研究

铂金和黄金首饰市场面临的逆风

由于黄金和铂金面向市场的中高端领域，因此本报告接下来将重点关注黄金和铂金的市場趋势。2014 年至 2023 年，黄金和铂金首饰需求的复合年增长率分别下降了 2.7% 和 4.4%（图 6）。在过去十年中，首饰需求面临诸多不利因素，主要包括消费者偏好的转变以及结婚率的普遍下降。

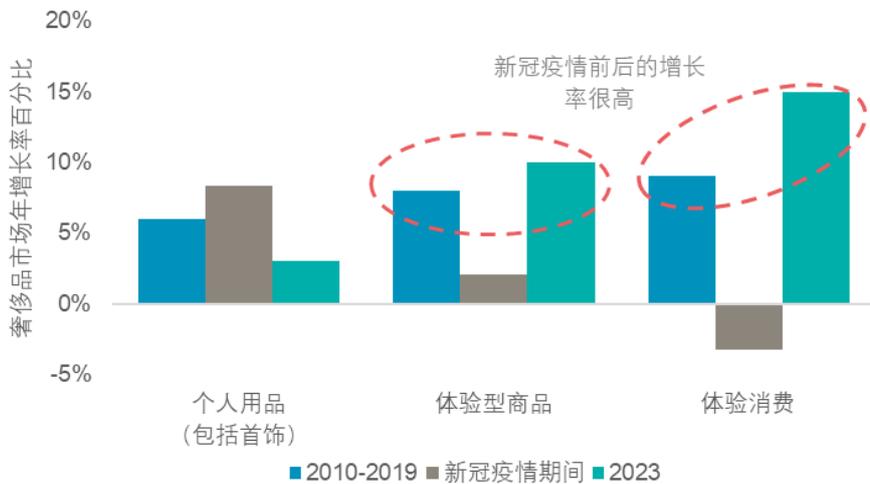
消费者偏好：

首饰与时尚产品、个人电子产品等众多非必需品竞争消费者的可支配收入。此外，旅游和体验式消费支出的增长，进一步加剧了对消费者钱包份额的争夺。

自 2023 年起，黄金和铂金首饰产量一直下降。

贝恩公司强调，2010 年至 2023 年（预估），奢侈个人用品市场（包括首饰）的收入复合年增长率为 6.3%，落后于体验式消费（旅游和餐饮）以及体验式相关商品（汽车、葡萄酒和艺术品）的支出增长。

图 4 自 2010 年以来，体验消费和体验式相关商品的市场增长速度快于个人用品，在对新冠疫情影响进行常态化调整后尤其如此。



来源：贝恩公司，WPIC 研究

值得注意的是，如果不是新冠疫情期间封锁措施使得消费支出从体验式消费转向商品消费（即对首饰行业有利），奢侈个人用品市场的增长可能会比体验式消费的增长更加滞后。随后这一趋势发生了逆转，增长率回到了 2020 年前的水平（图 4）。

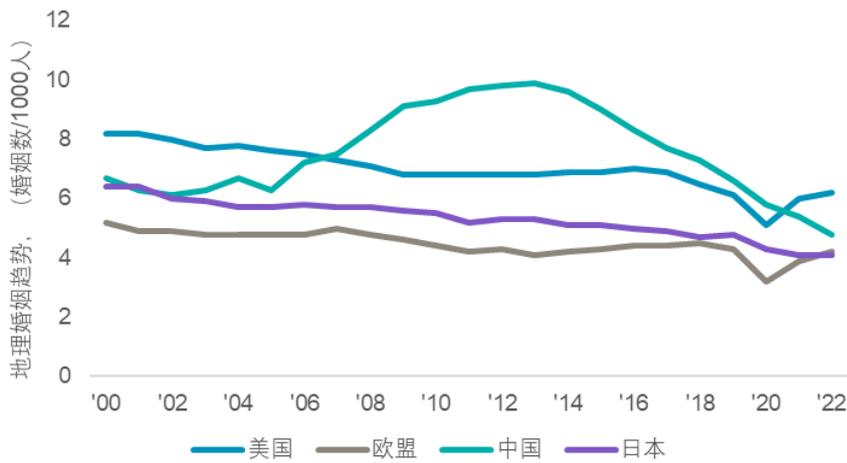
消费者钱包份额的另一竞争因素在于对保值的关注。在中国和印度，在很多情况下，首饰被视为一种财富储备的替代方式。这些市场的消费者有可能将部分首饰用贵金属需求，直接通过金条、金币等贵金属投资产品，或通过更易参与的积存计划，转化为投资需求。2019 年至 2023 年间，中国的铂金条和铂金币需求（包括重量大于等于 500 克的大规格金条）从 3.1 万盎司增至 18.6 万盎司，增长了五倍，而同期黄金投资需求从 218 吨升至 287 吨。

首饰需求受到消费者习惯变化和结婚率下降的负面影响。

结婚率下降

除了来自其他消费市场的竞争，首饰需求还受到结婚率下降的负面影响。2000 年至 2022 年，美国、欧洲、中国和日本结婚率复合年增长率下降了 1.0% 至 2.0%（图 5）。值得强调的是，自 2013 年达到峰值后，中国结婚率以 7% 的复合年增长率急剧下降。结婚率结构性下降有多种原因，但普遍认为，由于教育和劳动力市场中性别歧视减少，促使更广泛的经济融合，社会对结婚的压力有所缓解。我们注意到，结婚率下降的影响在一定程度上被其他因素抵消，比如因结婚周年纪念等人生大事，或作为各种形式关系中的承诺信物而产生的购买增长

图 5 首饰需求受到结婚率长期下降的负面影响

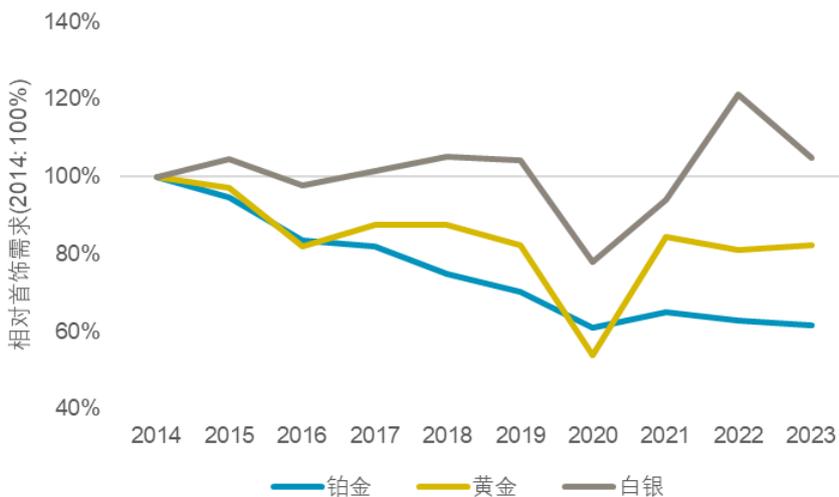


深入分析地域趋势可发现，铂金珠宝制造量下降主要源于中国市场，而 2014 年至 2023 年，中国以外地区的制造量复合年增长率增长了 3.9%。

来源：欧盟统计局、国家卫生和社会福利部、中国民政部

消费者支出面临更激烈竞争以及结婚率下降，这导致首饰行业对贵金属的需求减弱。黄金首饰需求在 2013 年达到峰值，铂金首饰需求则在 2014 年达到顶峰。如前文所述，2014 年至 2023 年期间，全球黄金和铂金首饰需求的复合年增长率分别下降了 2.7% 和 4.4% (图 6)。

图 6: 过去十年, 由于消费者可支配收入面临竞争以及结婚人数减少, 铂金和黄金首饰的需求有所下降



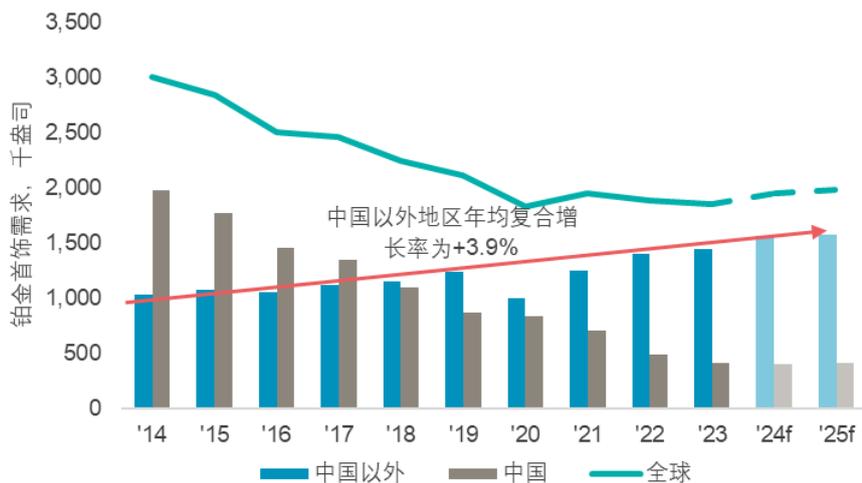
来源：世界黄金协会、白银协会、金属聚焦、彭博社、WPIIC 研究

拓宽铂金首饰需求，减少对中国市场的依赖

2014 年至 2023 年，铂金首饰需求从 300 万盎司降至 190 万盎司，这主要归因于中国市场的变化 (图 7)。同期，中国铂金首饰需求从 200 万盎司降至 40 万盎司，复合年增长率为 -14%。2014 年至 2023 年，中国黄金首饰需求同样大幅下滑，复合年增长率为 -10%。除了前文讨论的消费习惯和结婚率等普遍趋势外，中国铂金和黄金首饰需求还受到以下因素的额外影响：一是政府打击腐败和送礼行为；二是新冠疫情后经济复苏缓慢，同时人们对房地产行业泡沫心存担忧。

在中国，铂金首饰的表现不及黄金可归因于几个因素，包括由于加工时间较短且价格适中而面临的 K 金竞争、基础金属价格的差异 (支持黄金的准投资兴趣)、时尚趋势，包括“中国时尚”(“国潮”)的爱国消费趋势以及铂金首饰较高的买卖价差。

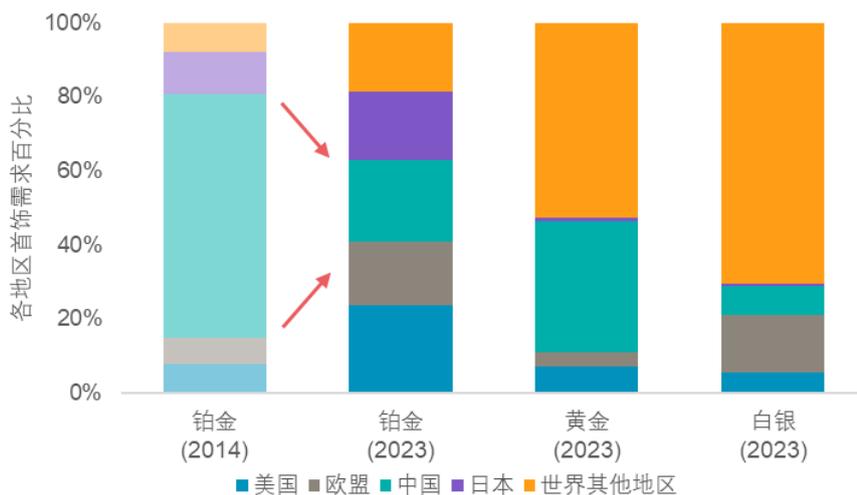
图 7 非中国铂金首饰需求约占全球市场的 80%，预计增长将抵消中国需求疲软



来源：SFA (牛津) 2014-2018, 金属聚焦 2019-2025 预测, WPIC 研究

过去十年，中国铂金首饰需求下降 1.6 百万盎司，无疑对铂金首饰产生了负面影响。然而，经常被忽视的是，中国以外的铂金首饰需求以健康的复合年增长率增长了 3.9%（2014 年至 2023 年，图 7）。值得注意的是，中国和世界其他地区之间的需求趋势差异导致 2023 年铂金首饰的地域多元化重新平衡，而 2014 年则过度依赖中国（图 8）。中国以外的需求多样化导致铂金首饰市场发生变化。从 2021 年到 2023 年，总需求基本稳定，由于中国以外的需求稳定增长，预计 2024 年和 2025 年将增加。铂金首饰需求的地域平衡与黄金和白银市场形成鲜明对比，黄金和白银市场主要由“世界其他地区”的需求主导，主要是印度。

图 8 铂金首饰需求现在在地理上更加多样化，此前在 2014 年过度依赖中国



来源：SFA (牛津) 2014, 金属聚焦 2023, 世界黄金协会, 白银协会

铂金珠宝制造量在地域上已变得更加多元化。

有几个因素支撑了全球（中国以外）铂金首饰需求的增长。从地区来看，我们看到美国需求受益于强劲的经济增长（图 9）和黄金价格差异，欧盟奢侈品公司正在将铂金融入他们的产品（如手表），在印度，市场开发举措和贸易协定催生了一个快速扩张的市场

由于美国经济增长、欧洲奢侈首饰的采用和新兴的印度市场，中国以外的铂金首饰制造量有所增加。

图9 美国铂金首饰需求与消费者可支配收入的变化密切相关



来源：庄信万丰（2001-2012）、SFA 牛津（2013-2018）、金属聚焦（2019-2023）、彭博社

价格对铂金需求的影响

此外，支撑中国以外铂金首饰需求的关键因素之一是价格。在强调了中国对历史上铂金首饰需求的巨大重要性后，人们经常忽视首饰产量与铂金价格呈负相关。铂金首饰需求（中国以外）与价格呈显著的负相关（图 10），黄金首饰需求与黄金价格之间也存在类似的关系。需求与价格之间的负相关告诉我们，首饰贸易具有价格意识，需求随着价格上涨而下降，直到价格上涨被视为正常，价值预期重新设定。

人们可能凭直觉认为，铂金价格的变化与零售首饰价格直接相关，而零售首饰价格与消费者需求相关。这并不完全准确。鉴于首饰贸易的结构，假设零售首饰价格更加稳定，基础金属价格的变化应被解释为影响支持利润率扩张（金属价格下降）或收缩（金属价格上涨）的投入成本。

因此，当人们考虑到过去十年较低的基础铂金价格时，由于利润率更高的机会，中国以外的首饰行业被激励增加铂金首饰的制造。相比之下，当我们考虑到金价今年迄今上涨了 32%，而铂金价格下跌了 - 2% 时，首饰行业可能会将部分库存从黄金转向铂金，因为相对价值更高，并且能够释放营运资金。

图 10 铂金首饰产量（中国除外）与价格负相关



来源：庄信万丰 2001-2012、SFA（牛津）2013-2018、金属聚焦 2019-2023、彭博社、WPIC 研究

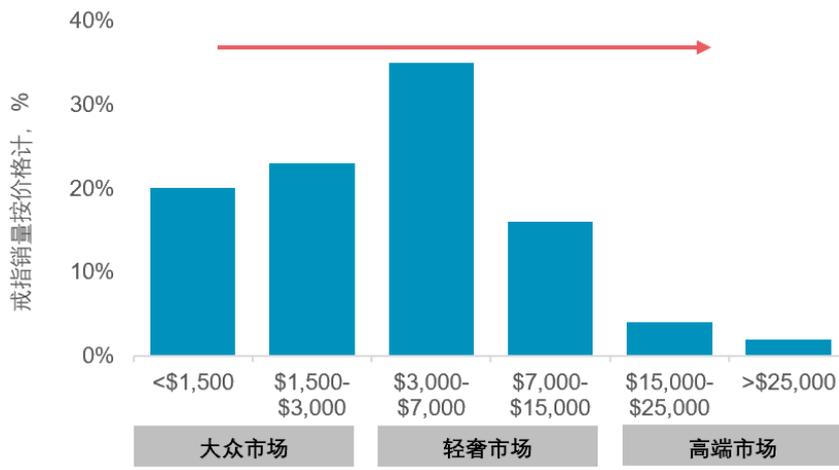
产品转换

购买结婚 / 订婚戒指的决定考虑了各种因素，每个因素都有自己的权衡。戒指的价格差异很大。然而，当一个人进入更高的价格区间时，决定价格变化的最大增量因素是钻石/宝石的加入和质量。因此，在为新娘戒指选择贵金属镶嵌时，确保钻石/宝石的安全成为重中之重。然而，尽管消费者往往对购买钻石了如指掌，但他们对钻石镶嵌的了解却很少。

此外，约 75% 的新娘戒指购买量低于 7,000 美元（图 11），这使得戒指金属的选择成为戒指总成本的重要组成部分，因为它关系到买家的预算中有多少可以分配给宝石。因此，贵金属加入不同宝石镶嵌是消费者的一个关键考虑因素。

对于大众市场的新娘首饰领域，贵金属的选择是一个重要的考虑因素。

图 11. 在 <7,000 美元的价格范围内，镶嵌戒指的贵金属选择是总成本的重要组成部分



来源：彭博社、WPIC 研究

贵金属特性

新娘戒指通常提供黄金、白 K 金和铂金的选择。黄色或白色戒指之间的选择通常是风格驱动的，尽管长期以来有一种趋势，即消费者更喜欢白色金属作为新娘首饰。相比之下，白 K 金和铂金之间的选择是由金属的物理化学特性支撑的，而铂金具备如下特性，

铂金的物理特性使其成为宝石镶嵌珠宝的一种有吸引力的贵金属，然而，对于制造商来说，使用铂金更具挑战性。

- 不易褪色：铂金戒指不需要持续维护。抛光铂金戒指可以恢复光泽，而白金可能需要在铑中重新电镀。
- 更安全地抓住钻石：铂金戒指更适合镶嵌和抓住钻石，即使随着时间的推移也不太可能变形。
 - 2016 年，美国铂金国际协会（PGI）委托进行了一项关于铂金购买习惯的研究，该研究显示，一旦消费者和首饰商了解铂金带来的声望，并通过日常佩戴更安全地持有钻石，他们就会更喜欢铂金托（即戒指中存放宝石的部分）：82% 的受访消费者一旦了解铂金的品质，就会对铂金钻石镶嵌更感兴趣，94% 的消费者愿意为这一选择花费更多。
- 工艺难度更大：黄金可以轻松熔化、铸造和设定。而铂金的高熔点使其加工难度增加，需要专门的设备。因此，铂金首饰制造商通常从精炼厂订购预铸的管材坯料，然后通过挤压工艺来制造首饰。如果铂金坯料没有正确设定，且由于铂金并不特别具有延展性，这一过程可能会带来更大的孔隙风险。

- **比白 K 金更耐用：**与所有高级首饰一样，铂金首饰也会产生划痕。尽管如此，随着时间的推移，铂金戒指会产生铜绿表面（光泽），人们发现，铂金首饰上的划痕损失的金属比黄金少。
 - 2016 年至 2020 年，德国贵金属及金属化学研究所 FEM Research Institute 与领先的铂金铸造技术公司 TechForm 和国际铂金协会（PGI）联合进行了一系列磨损测试研究，证明了铂金在耐磨性和宝石镶嵌安全性方面优于黄金首饰的长期支持的轶事证据：铂金合金的体积损失比 18K 含钯白 K 金低 3 倍，比 14K 含钯白 K 金和 14K 和 18K 含镍白 K 金低约 2 倍。这使得铂金镶嵌比新娘戒指的任何白 K 金镶嵌更耐用，新娘戒指通常需要每天长时间佩戴。
- **密度比黄金大：**铂金的密度赋予戒指更厚重的感觉，消费者可以将其视为质量、耐用性和价值的标志。

是什么支撑着首饰价格

比较铂金和白 K 金的消费者得出的结论是，铂金具有优越的物理特性，但它的同类零售价通常高于白金或黄金。铂金首饰价格上涨背后的主要驱动力是：

- **贵金属成分：**铂金首饰通常是 95% 纯铂金，而 18K 金（黄色、白色或玫瑰金）是 75% 纯金与价格较低的银、钯和镍的某种组合以及铑涂层的合金。美国市场青睐含金量为 58% 的 14K 黄金。首饰中纯金比例较低有助于降低相对于铂金的价格。
- **重量：**贵金属在大众市场设计中按重量定价，由于铂金的密度高于黄金，相同尺寸的同类产品铂金的重量将高于黄金，因此铂金的价格相对高于黄金。
- **制造：**铂金的加工性较低，损耗高，这意味着同类戒指的制造成本较高。铂金的制造成本据说是黄金的 1.5 倍至 4.0 倍。
- **零售：**由于黄金首饰市场的规模（以质量计）是铂金的约 30 倍，黄金库存周转得更快，因此与铂金相比，首饰商每件的利润率更低。铂金的利润率更高，也可能因为消费者普遍认为铂金的排名高于主观的“金、银、铜”等级而加剧。PGI 2019 年对中国、印度、日本和美国 1200 多名首饰消费者的调查显示，与黄金、白银和克拉白/黄/玫瑰金相比，铂金被认为是所有四个市场中最有价值的贵金属。此外，即使调查参与者被告知铂金价格（调查时低于黄金），仍有超过一半的受访者愿意为铂金首饰支付高于黄金的溢价。

贵金属商品价格只是构成珠宝零售价格的一小部分因素。

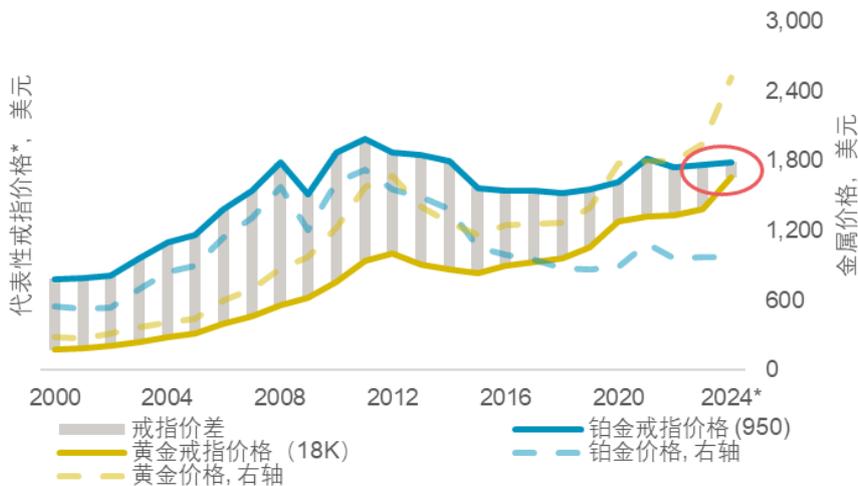
简单地翻译上述因素，首饰的零售价格是一个包含贵金属价值、制造/批发和零售成本和利润的函数。在这些变量中，零售价格很容易获得，贵金属的包含价值可以根据首饰的尺寸、重量和金属价格计算出来。我们从英国各零售商那里收集了价格数据，估计女士 2 毫米厚订婚戒指中铂金的价值约占零售价的 10%。白 K 金镶嵌中的同一戒指，贵金属的价值相对于零售价增加了约 20%。认识到包含金属的价值相对于英国首饰零售价较低（<25%），有助于解释为什么基础金属的商品价格不一定代表零售首饰价格。值得注意的是，与铂金相比，黄金首饰的同类零售价较低，尽管自 2015 年以来黄金的基础价格超过了铂金。

黄金价格上涨导致白 K 金首饰价格趋向于与铂金首饰平价。

根据 2 毫米订婚戒指的零售价格和贵金属价值（计算）的比率，我们可以确定同类铂金和白金首饰的“加价”。调整今天批发成本通货膨胀和零售销售利润的“加价”，我们可以显示一段时间内隐含的戒指价格（图 12）。很明显，

当同类铂金和黄金首饰之间的零售价格差异目前处于大致平价时，历史上铂金和白金之间的价格差异很大。

图 12. 较高的黄金价格导致黄金首饰的价格达到类似铂金的价格，这可能支持转向铂金



来源: 彭博社, 各种英国零售商价格, WPIC 研究, *同类戒指设计使用的价格包括隐含制造和零售利润

我们强调，我们的非实证分析（图 12）是使用英国类似首饰设计的零售价格点完成的。首饰贸易在不同地区和设计之间的碎片化性质确实意味着，对于什么是首饰溢价，没有单一的经验法则。例如，在竞争激烈的市场中，中国的溢价低于欧洲。尽管地区和产品存在差异，但铂金和白 K 金的零售价格大致持平的基本结论是正确的，我们认为这支持在两种金属之间切换。此外，在实验室培育钻石获得市场份额的地方，它进一步释放了贵金属预算，可能有利于铂金。

与白 K 金相比，铂金为制造商提供了更大的利润空间，对消费者也更具吸引力，这两方面因素结合起来，有望推动消费者转向选择铂金首饰。

获得更多铂金的机会

整个行业的轶事讨论表明，白 K 金首饰在某种程度上是地区性的，没有明确的全球市场。在英国和美国，白金需求估计超过戒指市场黄金使用量的 20%。在欧洲大陆，黄金主导着大众市场。在中国，包括白 K 金在内的 K 金（K-Gold）的需求大幅下降，约占首饰市场的 2%。我们估计，白 K 金在世界其他地区的市场份额同样很低，只有个位数。指示性地，上述市场份额意味着全球白金市场规模约为 1.7 百万盎司，与铂金首饰的年需求规模大致相当。

黄金价格高企以及利率上升，给首饰产业链的营运资金带来了挑战。

虽然我们预计消费者会愿意从白 K 金转向铂金，考虑到两者达到了零售平价，但任何市场份额的变化都需要由首饰行业主导。

营运资金考虑

业内人士对库存管理的考虑可能是推动黄金首饰向铂金首饰转变的一个因素。除了少数大型首饰零售商，如美国的 Signet 和中国的周大福，以及奢侈品领域之外，首饰行业是分散的。Signet 估计它在美国婚庆市场占有 30% 的市场份额，而大约 16,000 家独立首饰商占有约 48% 的市场份额。一家大公司可能会有更多的财务能力，加上宽松的银行关系，以帮助维持资金充足的资产负债表。然而，独立零售商面临着更严重的资产负债表风险。

对零售商来说，首饰成本（即库存）是企业资产的一个巨大组成部分。假设黄金和铂金首饰的库存比例保持不变，首饰零售商的库存成本将随着过去两年金价的大幅上涨而上升。然而，由于首饰需求具有弹性，鉴于黄金首饰售价上涨，

销售额可能会下降。净影响是库存周转率、速动比率和所用资本回报率等财务比率恶化。

承担更高财务负担的零售商将进一步招致更高的利息支出（如果通过债务融资）或更低的利息收入（如果通过现金融资）。首饰商不可能完全摆脱金价高企的影响，但他们可以通过改变金属持有比例、将部分黄金库存转换为包括铂金在内的其他金属来降低以美元计价的影响。

越来越多的迹象表明，一些首饰商正通过减少黄金首饰的库存来应对金价上涨的影响。铂金首饰的库存也出现了相反的增长。黄金首饰零售空间与铂金首饰的同类轮换可能会减少零售商转移的实物产品数量，因为铂金仍然是一个较小的市场。然而，铂金首饰的利润率高于黄金首饰，预计这将在铂金首饰销量相对黄金较低上弥补首饰商的损失。

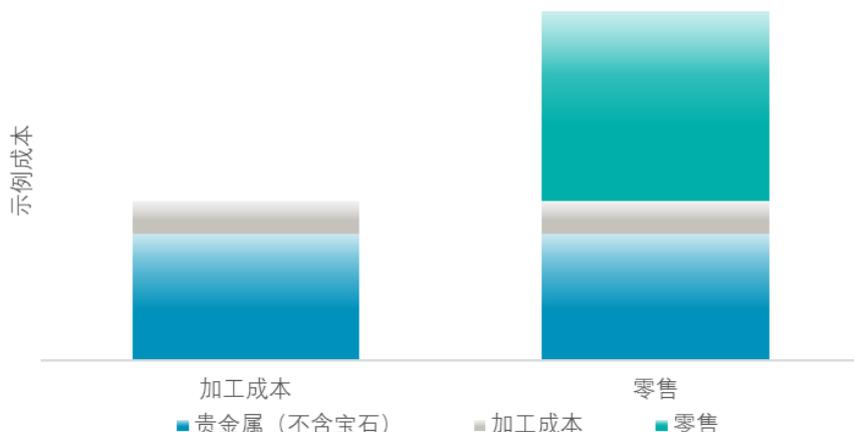
虽然正在讨论首饰价值链内的库存管理，但同样重要的是要承认铂金首饰与黄金相比规模较小（2.0 百万盎司对 60 百万盎司）。因此，贵金属组合的变化可能是微不足道的，与黄金基本无关，但有利于铂金首饰的销量。

我们估计白 K 金市场规模为 170 万盎司，它是铂金首饰的直接竞争对手。

风险管理

零售商为增加对铂金首饰的关注而进行的任何组合转变（尽管基数较小），都必须通过上游制造的相应转变来满足（一些首饰商已经整合了制造）。首饰制造有些不透明，但它的商业模式与首饰零售商不同。制造商将致力于通过规模经济提高销量，以提高运营效率和市场竞争力。而零售商可以直接接触最终消费者，确定他们的支付意愿，并通过品牌、营销和客户服务来提高产品价值、实现溢价定价或降低价格敏感性，以获得更高的利润。零售商通常在客户的人生某个重要里程碑时刻出售首饰，这在客户购买决策中包含了情感因素。因此，零售商将首饰与情感/情感联系起来，为了实现这一目标，通常需要定位良好的零售渠道、广告和熟练的销售顾问，这增加了成本基础。

图 13. 首饰制造商比零售商更容易受到原材料价格波动的影响，因为金属和宝石占其成本的比例更大



来源：WPIC 研究

鉴于不同的经营模式，首饰制造更容易受到价格风险的影响。从功能上讲，价格风险是指基础贵金属价格在购买原材料和出售半成品或成品之间发生变化。

大宗商品价格风险对珠宝制造商的影响要大于零售商，因此可以考虑使用套期保值等风险管理工具。

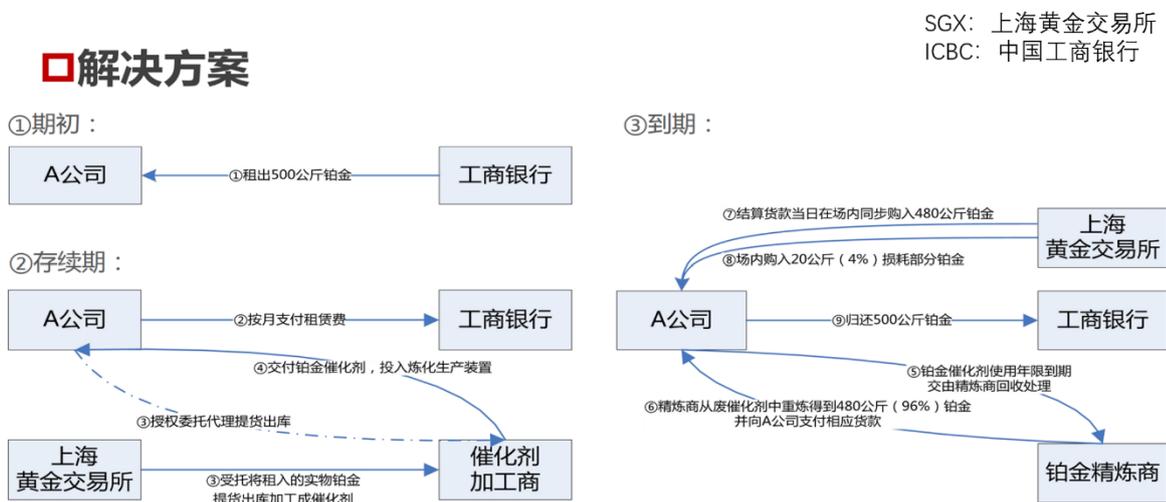
价格风险可能是有益的（即金属价格随着时间的推移而上涨）或有害的（即金属价格下跌）。假设没有使用对冲，自首饰市场开始下跌（2014 年）以来，铂金价格下跌（平均而言）将压低利润率，而黄金价格上涨将提高利润率。

为了减轻贵金属价格的波动，可以通过对冲和/或金属租赁来降低价格风险。黄金的流动性允许通常具有成本效益高的价格风险管理，而这对较小的铂金市场来说可能更具挑战性。

金属租赁

铂族金属租赁在工业用户中更为普遍，因为金属不是他们业务的核心组成部分，但可以是资本密集型的直接购买。因此，工业公司将支付租赁费用（3%-6%）来借用金属用于催化剂（例如化学品生产设施），一旦工厂关闭，回收的铂族金属就会归还给出借人（图 14）。

图 14. 铂金和其他铂族金属租赁通常由行业参与者使用，其中铂族金属可能代表其资本成本的很大一部分，而不代表其业务的核心功能



来源：工商银行演讲、WPIC 演讲

衍生品

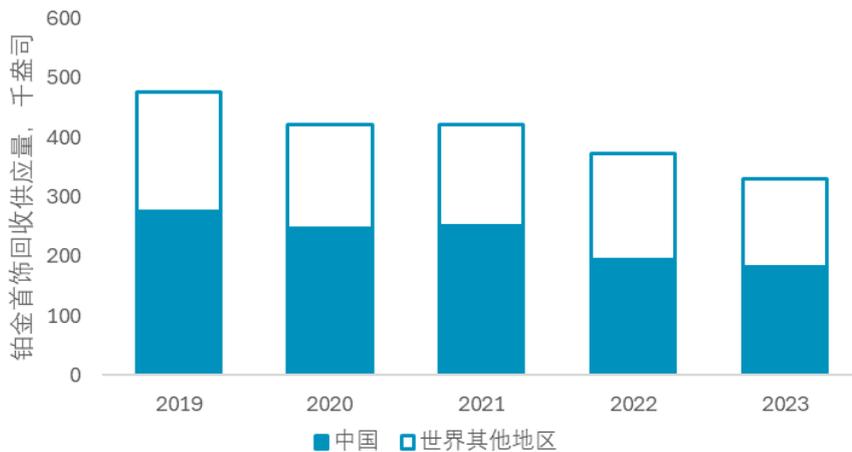
首饰制造商可以使用衍生品来管理价格风险。制造商在其商业运营的两个点上面临金属价格，即购买原材料和销售成品（首饰），因此需要两份合约来创造一个“合成领口策略”（synthetic collar）的套期保值策略。

- 购买一份在时间为 T_x 远期金属合约以锁定原材料成本，以及
- 卖出一份在时间为 T_{x+n} 的远期金属合约以锁定售价。

虽然对冲的原则在理论上很简单，但也可能存在实际障碍。例如，中国的私营企业不容易获得金融衍生品服务。我们之前讨论过 2014 年至 2023 年间中国铂金首饰需求是如何复合年增长率下降 13%（图 8）。首饰需求的下降伴随着铂金价格的下降。虽然我们的首饰市场概述为市场动态提供了一些见解，但由于其以旧换新业务和无法降低价格风险，中国铂金首饰需求与铂金价格之间存在尖锐的关系。

在中国，首饰购买的资金通常来自旧首饰的交换加新首饰的工费成本。值得注意的是，这种做法在很大程度上是中国市场的一个特征，自 2019 年以来，中国平均占全球回收铂金首饰供应的 57%（图 15）。日本是回收铂金首饰供应的另一个大来源，按百分比计算，世界其他地区贡献了低个位数的供应。展望未来，随着印度铂金首饰市场的成熟，鉴于以旧换新是其黄金首饰市场的一个突出特征，它可能会成为回收铂金首饰供应的来源。

图 15. 数据显示，中国占全球回收铂金首饰供应量的 50%以上，因为消费者习惯以旧首饰换取新首饰



来源：金属聚焦、WPIC 研究

自 2014 年以来，中国黄金首饰需求相对于铂金的表现优异（复合年增长率为 10%，复合年增长率为 -14%），部分原因可能与基础黄金价格表现更好有关。价格上涨支持保值，并激励消费者“涨价”购买新首饰。价格上涨既给消费者带来了基础金属的信心，也给购买金属的首饰商带来了信心，这既支持了数量，也支持了相对于现货价格的潜在更窄的回购折扣。然而，随着过去十年铂金价格下跌，

随着大宗商品价格风险降低，铂金首饰以往较高的销售溢价和回购溢价可能会降低，从而使消费者受益。

- 如果向消费者提供远低于原始购买价格的以旧换新价格，消费者可能会选择保留旧铂金，并且
- 首饰商可能会扩大回购折扣，因为他们可能希望获得缓冲，以应对未来潜在的价格下跌。

广州期货交易所（GFEX）预计未来 12 个月将在中国推出铂金和钌期货合约。这些合约将允许中国市场参与者对冲价格风险，这可能允许首饰商和/或制造商，

- 鉴于库存昂贵黄金所需的资产负债表承诺不断增加，增加铂金相对黄金的库存
- 在铂金首饰以旧换新上为消费者提供更好的价格。

中国首饰业是否会接受此类机制仍有待观察，这使得预测铂金需求受到的影响变得困难。然而，我们可以说，卖出溢价/回购折扣差的缩小，可能有助于夺回自 2014 年以来中国出现的 1.6 百万盎司需求萎缩中的一部分。

技术因素

我们之前讨论过消费者偏好的转变和人口趋势的变化（即结婚率下降）在造成 2014 年以来黄金和铂金首饰需求疲软方面的作用（图 6）。此外，我们还讨论了铂金首饰需求趋势如何表现不佳，这主要是由于中国需求疲软（图 8），而中国需求随着铂金价格下跌而下降。

除了强劲的黄金价格，黄金首饰制造和设计的技术进步也帮助消费者转向黄金。新的加工技术允许黄金被塑造成更复杂的设计，并促进宝石镶嵌。据说这些更丰富的黄金设计迎合了更多样化的消费者偏好。此外，制造技术的进步使得更多地使用 24K 黄金（100%含金量）设计，而不是 18K 黄金（75%含金量），这再次迎合了中国消费者的保值要求，24K 黄金的以旧换新折扣小于 18K 黄金。

创新合金

与黄金一样，铂金首饰的研发也专注于解决金属的加工挑战。新开发的铂金合金现在可供制造商使用，这些合金提高了加工性并降低了孔隙率，而不会损害铂金在宝石镶嵌首饰方面的传统优势。实际上，提高加工性通过减少镶嵌首饰所需时间使制造商受益，并可以实现更精致、更现代的设计，适合现代消费者。降低孔隙率意味着实现更高的产量，同时降低铸造过程中废品率（即减少浪费）。总的来说，改进铂金首饰制造应该会降低成本。

高级铂金首饰合金中最突出的例子是 Inoveo 铂金。Inoveo 铂金由 PGI USA 成立，由英美资源集团和牛津大学孵化的一家材料开发商 Alloyed 联合开发。Inoveo 铂金以钎和专有金属混合物为特色，比传统铂金合金硬度高 40%，并提供加工优势，包括产量提高 4 倍、孔隙率降低 4 倍、加工速度提高 3-4 倍、刀具寿命延长 5-8 倍，以及更亮、更白、更耐用的首饰。在其他地方，几家中国公司开发了专有铂金合金，这些合金正在推进首饰的发展，这在投资级铂金首饰规模虽小但不断增长的市场中有所体现（铂金含量为 99.5%，而 95.0%）。

我们预计，如果先进的铂金合金能够提高制造效率并提高产量，对铂金首饰的需求将会增加。这可能会吸引更多以前没有接触过铂金的制造商开始生产铂金首饰，从而带来更广泛的产品设计，并为零售商提供更多选择。

鉴于黄金的价格透明度和高水平的市场竞争，通常很难对黄金首饰，尤其是普通的大众产品进行大幅加价。然而，促进铂金特性和情感价值的市场发展支持了更高的铂金首饰平均利润率。因此，使用先进的铂金合金降低生产成本将为制造商和零售商带来进一步的利润率提升，同时消费者受益于改进的产品设计和更多的选择。

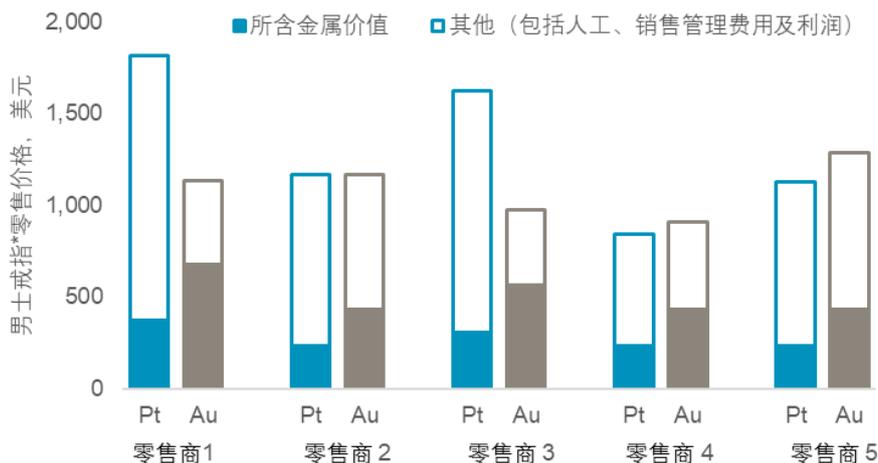
技术为主导的成本削减对需求的影响

为了评估技术如何使铂金首饰盘司受益，我们再次需要认识到，关于制造、批发和零售成本和利润的公共信息并不容易获得。然而，我们能够将首饰的零售价与首饰中包含的贵金属的成本进行比较，以提供“增值”或溢价的提升。然后，零售价格和金属成本之间的差异可以归因于制造、批发和零售成本和利润。评估几家独立的英国零售商，普通男性结婚戒指中包含铂金的金属价值平均占零售价的 21%（图 16）。相比之下，在相同设计的白 K 金戒指中，包含的黄金价值占零售价的 47%。

借鉴黄金首饰市场的成功经验，铂金首饰在技术研发方面不断取得进展，这不仅提升了珠宝品质，还提高了生产效率。

铂金的合金化能够降低制造成本，这或许会促使铂金珠宝制造量增加。

图 16. 铂金首饰的零售价格比黄金更少反映包含金属的成本，这意味着可以实现更高的零售利润率



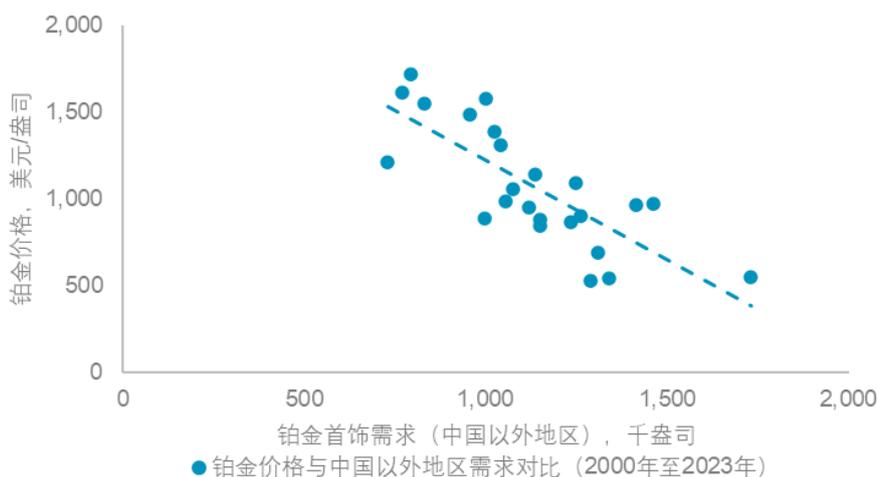
来源：零售商网站列表，WPIC 研究，*戒指设计：5 毫米厚壁圆环，抛光表面

值得考虑的是，零售商没有义务将高级铂金合金带来的可能制造成本节省转让给消费者。如果成本下降，选择维持定价现状的铂金首饰零售商将受益于更高的利润率。在这种情况下，我们预计首饰行业受激励增加利润率较高的铂金首饰销售，铂金首饰需求将从中受益。

首饰贸易利润增加的另一种选择是以更低的零售价格让铂金首饰消费者从较低制造成本中收益（使得铂金与黄金首饰相比更具成本竞争力）。回想一下，自 2014 年以来，铂金首饰需求（不包括中国）的复合年增长率约为 4%，这表明铂金价格下降带来了需求弹性（图 17）。

如果较低的铂金首饰成本转嫁给消费者，鉴于需求与价格呈负相关，需求将会增加。

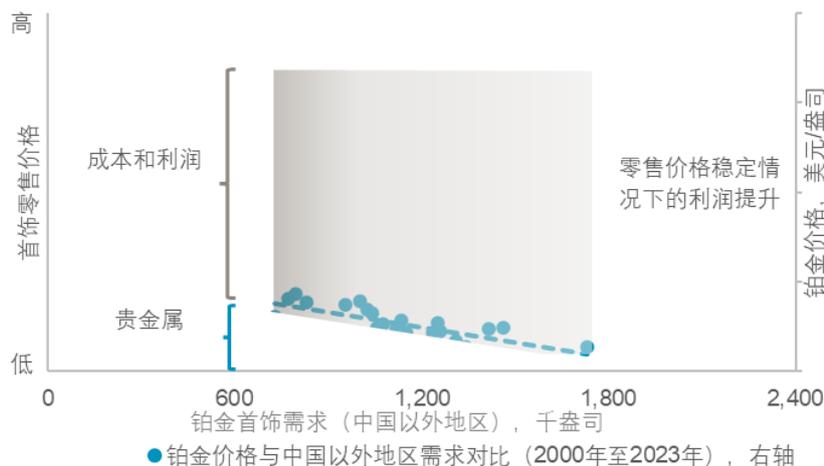
图 17. 中国以外的全球铂金首饰制造与铂金价格负相关，表明较低的价格支持更高的需求



来源：庄信万丰（2000-2012 年），SFA 牛津（2013-2018 年），金属聚焦（2019-2023 年），彭博社，WPIC 研究

虽然我们的数据强调了中国以外的首饰需求与基础铂金价格之间的反比关系，但同样重要的是要认识到，由于盈利能力，首饰行业（而不是消费者）倾向于影响铂金首饰的制造趋势。因此，将中国以外的铂金首饰需求与铂金价格之间的反比关系（图 17）解释为价格与铂金首饰利润率之间的关系更为正确，其中金属价格下降降低了投入成本并提高了利润率（图 18），因为零售价格往往比金属价格更具粘性。

图 18. 铂金首饰产量随着金属价格下跌而增加，因为这支持批发商和零售商的利润率上升



来源：庄信万丰（2000-2012 年），SFA 牛津（2013-2018 年），金属聚焦（2019-2023 年），彭博社，WPIC 研究

尽管技术驱动的成本降低是带来有利于零售商的利润提升，还是惠及消费者的价格下降，这一语义问题存在争议，但在我们看来，需求与价格之间的关系并未改变。我们估计，成本每降低 2%，需求将增加 1%。

结论

对铂金首饰市场的总体看法是，它是一个需求持续下降的市场。然而，在需求下降的更广泛趋势中，人们经常忽视的是，从 2014 年到 2023 年，中国以外的铂金首饰需求复合年增长率为 3.9%。中国以外的市场现在比中国大 3.5 倍左右，如果中国市场继续其需求疲软的趋势，其增长将抵消中国的影响。我们最新的《铂金季刊》（[链接](#)）反映了中国以外需求的持续增长。它预测铂金首饰需求在 2023 年触底，2024f (+5%) 和 2025 年 (+2%) 的需求都将增长。

展望铂金首饰的中期趋势，我们得出结论：由于消费者转向、技术进步和风险管理措施，铂金需求将受益于每年约 170 万盎司的白 K 金市场份额增长。值得注意的是，铂金的价值主张对消费者和零售商/制造商都在提升。

- 不断上涨的金价已经收窄，在某些情况下，甚至扭转了铂金首饰相对于黄金和白 K 的零售价水平的历史溢价。对英国市场同类首饰零售价格的回顾显示，铂金和白 K 价格大致持平。考虑到铂金具有有利的物理特征及调查显示铂金具有更大的情感价值，我们认为消费者可能从白 K 金转向铂金。
- 首饰制造技术的进步可能会进一步推动同类铂金和白 K 金首饰之间的有利价格优势。通过降低制造成本、提高产量以及加强产品开发和供应，铂金需求应该会受益，零售商将被激励库存和销售更多铂金，因为这可能会带来更大的利润率。或者，如果成本节约转嫁给消费者，需求也可能增加。

如果铂金首饰能够从白 K 金首饰中抢占市场份额，我们的基准预测——2023 年至 2028 年铂金首饰需求以 2% 的复合年增长率增长——可能会进一步增加。这是因为基础商品价格、技术进步和对冲选择的结合将提高铂金首饰的相对吸引力。

除了改善价值主张之外，我们预计首饰价值链考虑提供更多铂金首饰的意愿可以从以下方面实现，

- 广州期货交易所（GFEX）在中国推出铂金期货合约，通过提供更大的原材料价格确定性来降低价格风险

- 需要在设定的营运资金限制范围内管理运营。黄金价格上涨增加了该行业的营运资金需求，但随着需求下降，收入的增长却没有相应抵消。因此，早期报告显示，黄金转向铂金可以减轻首饰市场参与者的营运资金负担。

尽管现在判断铂金首饰需求能否从消费者转向、风险管理或技术进步中受益，或者受益多少，可能还为时过早，但从白 K 金市场中获得的任何份额增长都会对铂金市场产生复合影响。我们的基准预测显示，2026 年至 2028 年期间，铂金市场将年均短缺 71.2 万盎司，占年均需求的 9%（图 19）。因此，假设铂金首饰在白 K 金市场中获得 5% 的份额，我们的铂金市场年均短缺将增加 12%。更严重的短缺将加速地上库存的消耗，收紧实物铂金市场，并可能支撑价格上涨。

图 19. 铂金首饰产量的上行潜力将加深已经巨大的铂金市场持续赤字



尽管在铂金总需求的背景下，铂金首饰的上行机会可能显得微不足道，但任何增量都会对我们的金市场持续赤字预测产生巨大的增长影响。

来源：WPIC 研究，*《铂金季刊》预测由 SFA 牛津（2014-2018 年）和金属聚焦（2019-2025 年预测）为 WPIC 独立制作

图 20. 铂金首饰产量可能受到转换、技术进步和风险管理的积极影响

铂金首饰需求 (千盎司)	2023	2024e	2025f	2026f	2027f	2028f
首饰需求	1,849	1,951	1,983	1,999	2,019	2,040
上行潜力						
5%				2,099	2,120	2,142
10%				2,199	2,221	2,244
15%				2,299	2,322	2,346
20%				2,399	2,423	2,448

来源：金属聚焦 2023 年 - 2025 年预测，此后为 WPIC 研究数据

WPIC 旨在提高铂金投资

世界铂金投资协会（WPIC）是由领先的南非铂族金属矿业公司于 2014 年成立的，旨在通过可行性见解和目标性拓展来增加铂金投资。我们通过提供 [《铂金季刊》](#)、月度 [《铂金远景》](#) 和 [《铂金精粹》](#)（现为月刊），帮助投资者做出明智决策。我们还通过投资者、产品、渠道和地理位置对铂金投资价值链进行分析，并与机构合作，以提高市场效率并增加高性价比的产品种类，满足各类型投资者的需求。

WPIC 并未受监管以提供投资建议，详情请参阅 [《提示及免责声明》](#)。

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>