

铂金精粹

2025 年铂价上涨的部分原因在于租赁利率高企，推动终端用户转而持有实物

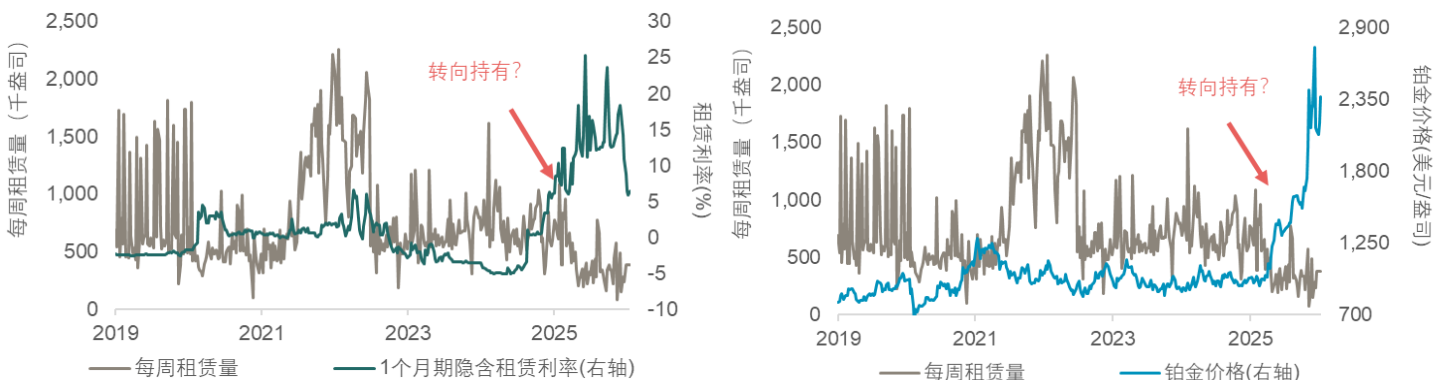
在本期《铂金精粹》中，我们将探讨租赁利率高企如何改变市场行为并重塑铂金供应格局。自 2024 年末起，租赁成本急剧上升，部分终端用户开始重新评估获取铂金的方式，他们越来越倾向于直接持有实物而非租赁。这一行为转变始于 2025 年 5 月，当时地上存量已处于低位，恰逢铂金价格开启上涨行情，至年底涨幅高达 127%，并延续至 2026 年。尽管铂金总需求量并未发生显著变化，但向持有实物的转变减少了租赁市场中流通的铂金数量，实际上降低了市场流动性，并使租赁利率维持在较高水平，从而在 2026 年继续加剧了市场的紧俏态势。

铂金需求的很大一部分被锁定在工业、汽车和首饰领域，在这些应用领域，无论这些铂金是租赁所得还是自有持有，都会被长期占用。据我们估算，尽管年度租赁量（总流量）很高，但在任何一个时刻，真正靠“租”来满足的实际生产需求（存量）大约是 435.4 吨。然而，报告（伦敦金银市场协会（LBMA）和伦敦铂钯市场协会（LPPM）这两个机构官方公布并报告）的年度租赁量数据却明显高估了这种依赖程度，因为租赁合同通常期限较短且频繁展期。因此，在市场活跃期，伦敦金银市场协会/伦敦铂钯市场协会（LBMA/LPPM）的年度租赁量可达到 1866.2 吨左右，而正常水平下则接近 933.1 吨。

自 2024 年底起，由于对美国进口关税的担忧，隐含租赁利率开始攀升，而连续的市场短缺又使地上存量消耗至不可持续的低位，进一步加剧了这一趋势。租赁活动最初表现出一定韧性，终端用户或许寄望于这只是暂时的情况；但到 2025 年中，尽管终端用户的需求基本未变，但租赁量却开始下降。这种差异反映出由融资因素驱动的行为转变，因为在现行租赁利率下，租赁已不具经济性，当“租赁”这个选项因为价格过高、波动过大而变得充满不确定性时，“直接购买并持有”就变成了一个能够锁定成本、保障未来供应稳定的、更可靠的替代方案。

虽然选择租赁还是持有，并不改变地上存量的总量，但会影响库存的流动性。由于地上存量已处于历史低位，且在没有持续供应过剩的情况下难以实现实质性重建，金属流通量的减少放大了对价格的敏感性，并很可能是 2025 年中以来铂金价格上涨的重要驱动因素。

图 1：租赁利率高企推动租赁量下降，促使终端用户转向持有实物，这一转变恰逢铂金价格开启上涨行情



来源：彭博社、WPIC 研究

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

2026 年 3 月 13 日

自 2025 年初以来，租赁量已下降约 60%，而租赁利率则上涨了六倍。铂金价格在 2025 年全年上涨 127%，这一涨势的启动时间点与从租赁转向持有实物的模式转变基本吻合。

目录

- 租赁在铂金市场中的作用 2
- 铂金租赁市场的规模与结构 2
- 近期动态：租赁利率上升与行为转变 3
- 从租赁到实物持有：对市场供应及价格敏感性的影响 4

租赁在铂金市场中的作用

租赁历来是铂金市场的一种重要机制，使终端用户无需直接持有即可获得铂金。在实际操作中，租赁允许地上存量持有者（如银行、交易商及其他库存持有者），将金属借给工业、汽车及首饰加工商，在保留金属实际所有权的同时从中获取收益。在扣除信用利差前的隐含租赁利率在 2010 年代大部分时间内接近零，这使得租赁成为终端用户在资产负债表上更有效率的选择，同时也免去了管理价格风险的必要性。

特别是工业用户，一直借助租赁来替代直接持有，这种方式更具成本效益；而部分汽车制造商、首饰及投资产品加工商也同样通过租赁来降低前期资金占用，并根据生产需求灵活调整金属持有量。

然而，租赁的吸引力对融资成本高度敏感。当租赁利率大幅上升时，租赁的经济优势便会减弱，从而提升直接持有实物的相对吸引力。近期市场动态已凸显出这种敏感性，因为异常高企的租赁利率促使市场部分环节重新审视获取铂金的方式。

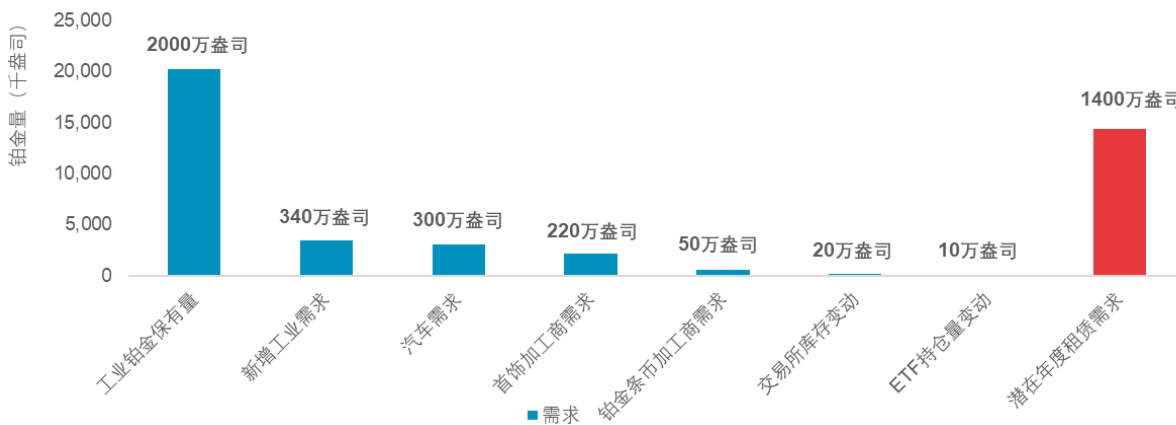
租赁历来发挥着重要作用，使市场参与者无需持有实物所有权即可获得铂金的使用权。

租赁金属既可优化资产负债表，也是管理价格风险的一种机制。

铂金租赁市场的规模与结构

由于铂金在多种终端用途中均可实现有效回收，其实际需求（指被长期占用的在用铂金与新增需求的总和）规模远大于世界铂金投资协会供需分析中的新增需求预估值。因此，大量铂金被锁定于各类应用之中，这意味着金属被长期占用，而非一次性消耗殆尽。

图2 大部分铂金被锁定于各类应用之中，主要集中在工业领域。从历史情况来看，估计约有 1400 万盎司（435.4 吨）的铂金需求可能依赖于租赁市场



来源：金属聚焦、WPIC 研究

大部分铂金历来是通过租赁而非持有实物的方式进行融资的。此外，部分终端用户，如汽车制造商或首饰加工商，也可能在生产过程中选择租赁金属，以此作为管理价格风险的机制，并根据库存需求和销售量来开立和终止租赁合同。我们估计，在任何时间点上，依赖租赁市场满足的铂金需求量约为 435.4 吨——这是一个实时占用的存量概念，而非年度累计流量。（见图 2）。

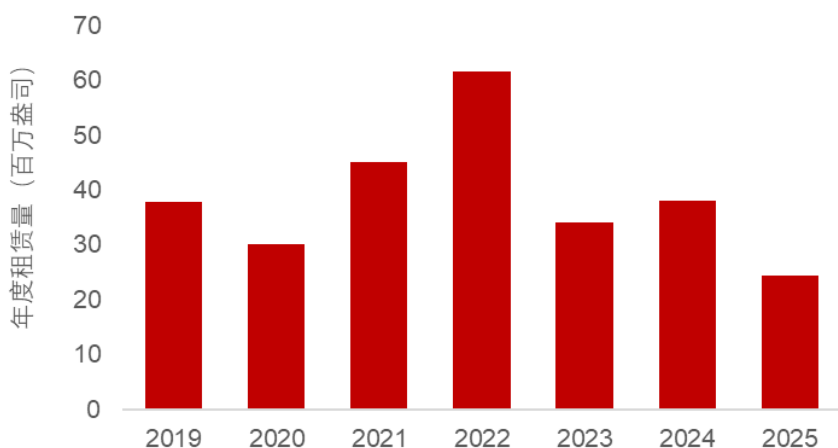
终端用户选择租赁的可能性因应用场景的不同而存在显著差异。工业用途在租赁金属中占比最大，这既反映出该领域所需的铂金规模庞大，也体现出加工商

倾向于将资产负债表风险降至最低的偏好。部分首饰加工商和汽车制造商历来依赖租赁，但租赁量相对工业较低，而铂金条币加工行业的租赁意愿明显更弱。包括交易所交易基金在内的投资资产通常是通过直接持有而非租赁的方式来融资。

租赁市场主要为加工商和终端用户服务，而非投资持有者。

然而，报告的年度租赁量却远高于实际被租赁的金属存量。租赁合同通常为短期合同，且经常展期，理论上意味着“同一批金属”在一年内可能被多次租赁。因此，伦敦金银市场协会/伦敦铂钯市场协会公布的年度租赁量，在很大程度上反映的是金属在融资体系中的周转速度，而非终端用户对租赁的依赖程度。在市场活跃时期，报告的租赁量因此可能远高于实际市场中的存量规模。

图 3 许多租赁合同的短期性质导致报告的年度租赁量高于实际年度需求量



由于租赁合同期限短且常被重复租赁，LBMA/LPPM 报告的年度租赁量因此高于实际长期租赁占用的金属量。

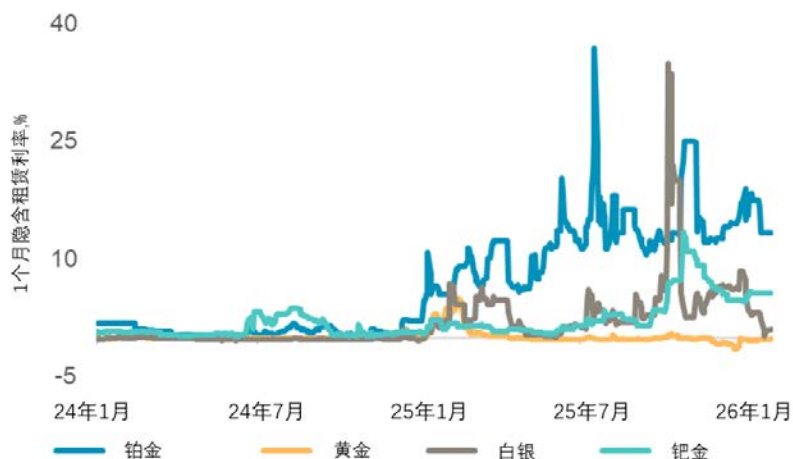
来源：伦敦金银市场协会/伦敦铂钯市场协会、彭博财经、WPIC 研究

这一动态在历史租赁数据中显而易见。2022 年，年度租赁量达到约 1866.2 吨，尽管结构上依赖租赁的铂金属数量远低于此（见图 3）。在较为正常的市场条件下，年度租赁量接近 933.1 吨，这与展期活动减少相一致，而非终端用户实际需求下降。

近期动态：租赁利率上升与行为转变

自 2024 年末起，由于贸易紧张局势加剧和地上存量下降，金属竞争加剧，供应紧张，导致租赁利率开始急剧攀升（图 4）。初期，租赁活动仍表现出一定韧性，表明市场参与者愿意接受更高的融资成本，希望租赁利率将会有所回落。然而，到 2025 年中，尽管终端用户需求基本未变，但租赁量却开始显著下降（图 5）。

图4 自2024年末以来，铂金租赁利率显著上升，相较于其他贵金属尤为突出



来源：彭博社、WPIC 研究

图5 租赁利率高企促使租赁活动减少，因为市场参与者转向持有实物



来源：伦敦金银市场协会/伦敦铂钯市场协会、彭博财经、WPIC 研究

这种分化表明铂金获取的行为发生了转变：随着租赁利率上升，租赁的经济优势逐渐减弱，促使部分参与者重新评估，“直接购买并持有”就变成了一个能够锁定成本、保障未来供应稳定的、更可靠的替代方案。在这种环境下，租赁量下降并非因为不再需要铂金，而是租赁成本已经高到足以证明买进金属放入资产负债表是合理的。

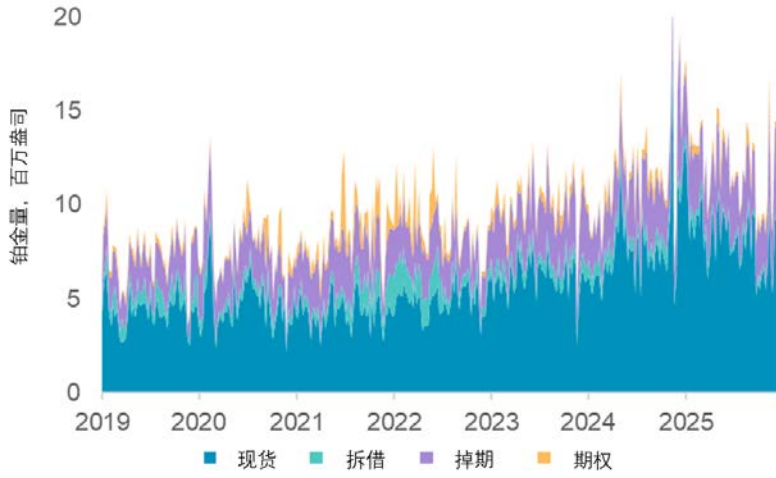
从租赁到实物持有：对市场供应及价格敏感性的影响

从租赁向持有实物的转变并未改变实际的铂金需求，但显著改变了金属在市场上的持有与流通方式。随着更多市场参与者选择通过持有实物而非短期租赁来获取铂金，铂金的再流通量随之减少，即使全球铂金总量并未发生变化，但这实际上降低了市场流动性。

这一效应在更广泛的市场活动中亦有所体现。2024 年末，现货及各类融资工具的交易量达到峰值，随后在 2025 年期间逐步回落，其收缩范围覆盖现货、拆借、掉期及期权，但交易量仅回落至 2024 年初的水平（图6）。这种广泛的下降趋势表明，金属正在退出流通，而非在不同金融工具间重新配置，这与租赁经济性恶化后实物持有量增长的趋势相符。近期，现货买入及掉期交易量再

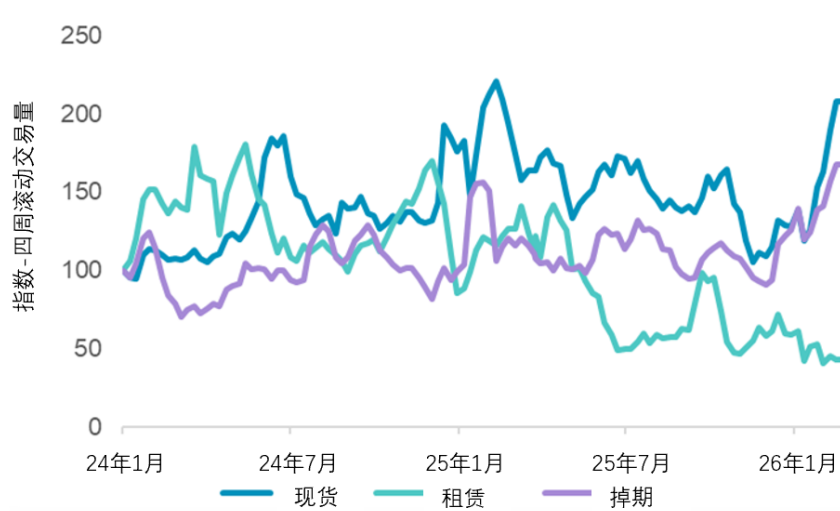
度回升，而租赁量则仍持续低迷（图 7）。这可能反映出部分此前持观望态度、期待价格回调的买家重新入市。

图 6 自 2024 年末起铂金交易活动出现广泛下降，表明由于市场转向持有实物，流通中的金属有所减少



来源：彭博财经、WPIC 研究

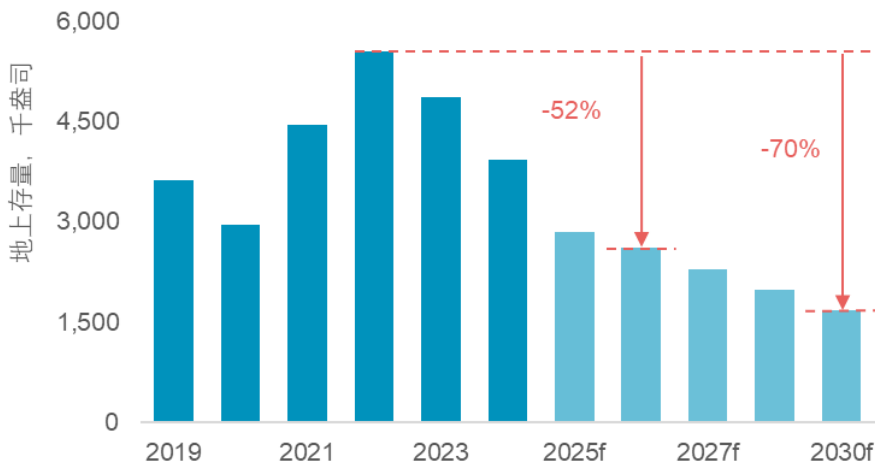
图 7 四周滚动平均交易量指数呈现近期趋势（期权未显示）



来源：彭博财经、WPIC 研究

与此同时，地上存量仍处于历史低位，预计到 2026 及 2030 年底将比 2022 年的高位分别下降 52%和 70%（图 7）。

图 8 地上存量正降至不可持续的低水平，随着租赁活动的减少，市场持续紧张的局面进一步加剧

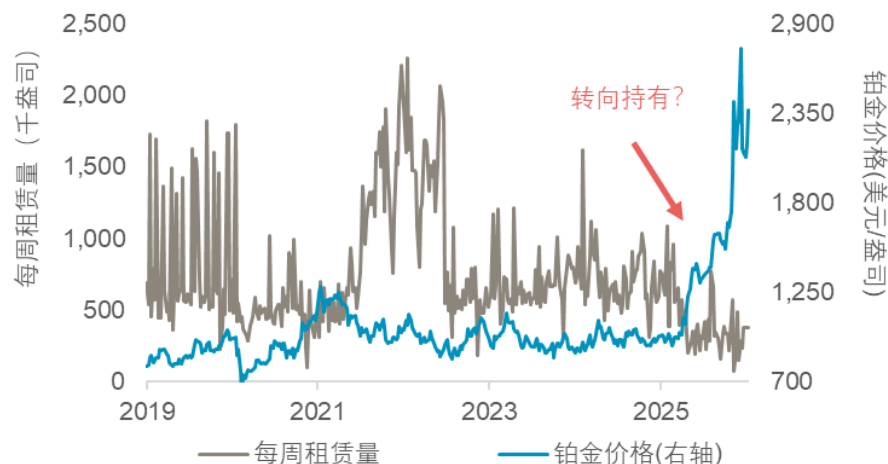


来源: 金属聚焦 (2019-2026 预测)、WPIC 研究

在地上存量处于结构性低位之际，转向实物持有减少了金属的供应，从而加剧了市场价格的波动。

在此背景下，从租赁向持有实物的转变，改变了金属的可获得性而非实际可用总量，从而加剧了价格敏感性。流通量的减少放大了低库存带来的影响，导致在 2025 年大部分时间内价格大幅上涨（图 8）。尽管铂金价格近期已从峰值回落，但与前期相比仍处于较高水平，这与库存持续紧张以及获取租赁金属途径减少的情况相符。

图 9 转向实物持有似乎是 2025 年中以来铂金价格上涨的关键驱动力



来源: 伦敦金银市场协会/伦敦铂钯市场协会、彭博财经、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。

凡在本发行材料中由金属聚焦公司提供的自 2019 年以来的研究内容，其版权均归金属聚焦公司所有。本报告中所包含由金属聚焦公司提供的数据及评论中的所有版权及其他知识产权，均归我们的第三方内容提供者之一金属聚焦公司所有。除金属聚焦公司外，任何其他个人均无权对该信息或其中所包含的数据申请任何知识产权保护。文中所提及的分析结果、数据及其他信息均来源于金属聚焦公司，反映了截至文件发布之日金属聚焦公司的判断，并可能随时更改，恕不另行通知。本报告及世界铂金投资协会网站上提供的电子表格中包含的任何数据，其版权均归金属聚焦公司及其关联公司所有。未经金属聚焦公司明确书面同意，不得摘录、复制、分发、传输或向任何第三方传播上述数据。为免存疑，此规定并不限制对报告本身进行分发，也不限制为内部目的下载和使用相关数据。

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。根据您具体的商业、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>