

# 铂金远景

## 美国《232 条款》结果的担忧成为铂族金属交易不确定性及交易所库存可获得性的关键

美国在铂族金属市场呈净需求状态（图 1）。因此，随着其针对关键矿产的《232 条款》调查可能已完成（虽尚未公开），我们的基本情境预测是铂族金属将不受影响，因为限制进口可能损害汽车制造等高附加值本土产业。这与美国为维持稀土进口而降低对华关税的策略相一致。然而，反对《232 条款》裁决的门槛相对较低，意味着铂族金属加征关税或实施进口配额仍无法完全排除。市场对潜在关税或配额的持续担忧，可能释放芝加哥商品交易所交割库的铂金库存，有助于缓解市场供应紧张局面并降低高企的租赁利率。

2025 年 4 月，美国商务部依据《232 条款》启动了对关键矿产（包括铂族金属）进口的国家安全风险调查。将进口商品认定为国家安全威胁的界定非常宽泛——只要对国内产业经济产生负面影响（例如导致该产业在紧急状态下无法满足美国需求），即可能构成威胁。在此宽泛的威胁定义下，鉴于美国国内供应无法满足其铂族金属需求（图 1），可以预见铂族金属面临不利于《232 条款》裁决建议的风险。我们认为完整的《232 条款》调查报告已于 2025 年 10 月中旬提交给特朗普总统。从法律层面来看，总统对是否采纳报告建议拥有唯一裁决权（90 天内决定）。特朗普总统曾在 2019 年选择无视一份认定铀进口威胁国家安全的《232 条款》报告，尽管近期美国的贸易立场已趋于强硬。

Edward Sterck  
研究总监

+44 203 696 8786

[esterck@platinuminvestment.com](mailto:esterck@platinuminvestment.com)

Wade Napier  
分析师

+44 203 696 8774

[wnapier@platinuminvestment.com](mailto:wnapier@platinuminvestment.com)

Kaitlin Fitzpatrick-Spacey  
助理分析师

+44 203 696 8771

[kfitzpatrick@platinuminvestment.com](mailto:kfitzpatrick@platinuminvestment.com)

Brendan Clifford  
机构销售主管

+44 203 696 8778

[bclifford@platinuminvestment.com](mailto:bclifford@platinuminvestment.com)

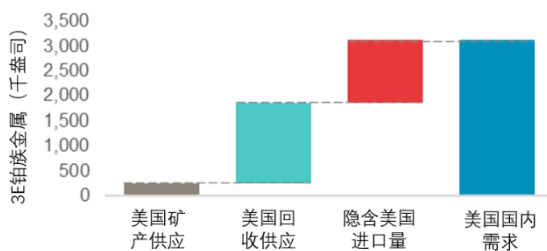
机构销售主管

[www.platinuminvestment.com](http://www.platinuminvestment.com)

166 Piccadilly,  
London, W1J 9EF

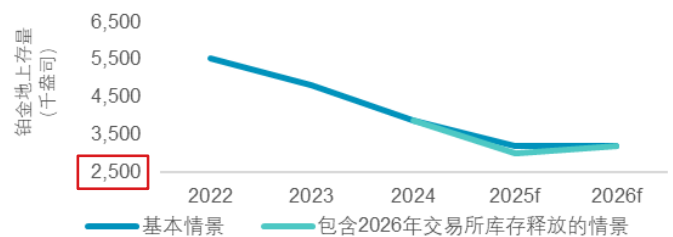
2025 年 12 月 4 日

图 1：国内矿产供应有限，美国高度依赖铂族金属（3E）进口



来源：金属聚焦、WPIC 研究

图 2. 交易所库存释放的时机无法帮助重建铂金地上存量



来源：金属聚焦、芝商所、彭博、WPIC 研究

关税担忧已促使美国终端用户与投资者大幅增加境内铂族金属储备。芝商所交割库的铂金库存已从 2025 年初的 8.4 吨增至 19.4 吨（图 3）。我们的供需预测基于未出现贸易壁垒的假设，即预测芝商所库存在年底释放约 13.1 吨，并于 2026 年底恢复至约 8.4 吨水平（图 5）。

然而，若假设《232 条款》调查结果最终确认存在损害且特朗普总统予以认可，政府或出台扩大进口配额和/或关税的某种组合措施。鉴此，已囤储于境内的金属可能被困于美国市场。这将加剧我们对 2025 年铂金市场供应缺口的预测（图 5）。不过，芝商所库存不会永久维持高位，取而代之的是其将以更缓慢的速度释放库存。即使实施关税或配额措施，若关税成本低于期转现（EFP）价差，或配额量相对于历史进口规模限制宽松，芝商所仍可能释放部分铂金库存。

若特朗普无视肯定的《232 条款》建议，或该报告认定铂族金属进口未损害美国市场，则芝商所铂金库存交割可能面临大幅流出。尽管 2026 年芝商所库存从 20.8 吨降至 8.4 吨可能推动铂金市场转为过剩（图 5），但这不会对地上存量产生净影响——在经历三年严重短缺后，地上存量仍将处于枯竭状态（图 2）。

**我们的基本情景预测是没有与《232 条款》相关的关税或进口配额。**

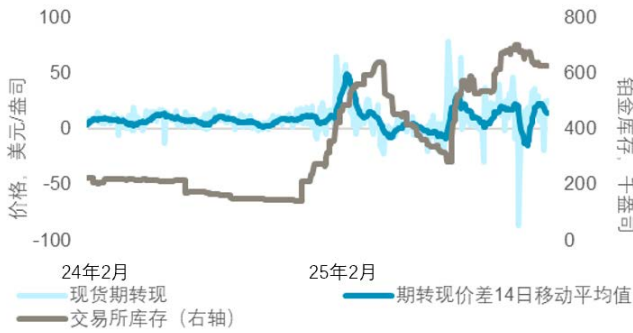
**然而，国家安全威胁的认定门槛较低，这意味着征收关税或实施进口配额的可能性依然存在。**

**若《232 条款》调查确认存在损害，很可能将持续引发关税担忧，并导致芝商所交割库库存滞留美国市场而无法流向全球市场。**

**铂金作为投资资产的吸引力来源于以下几点：**

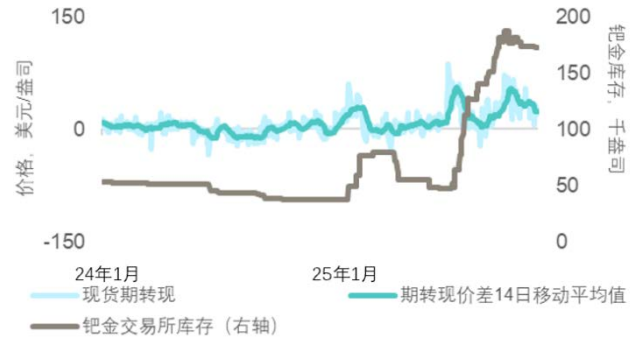
- WPIC的研究表明，铂金市场自2023年起进入了连续供应短缺的时期，尽管预计2026年市场将恢复平衡，但难以缓解当前的市场紧张局面。
- 铂金供应依然面临挑战，无论是在原矿开采还是回收供应方面。
- 尽管美国关税政策带来需求下行风险，但首饰需求和中國投资需求的增长势头很可能抵消这一影响。
- 租赁利率攀升与伦敦场外现货溢价凸显市场供应紧张格局。
- 铂金价格仍然处于历史低估状态，远低于黄金价格。

**图 3：关税担忧导致期转现转为正价差，其峰值隐含约 5% 的风险调整关税税率，推动铂流入芝交所交割库，而关税风险缓解与期转现变为负价差或促使金属重新流回市场**



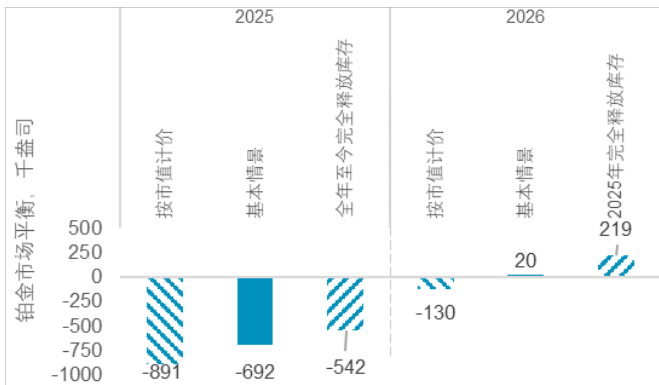
来源：芝交所、彭博、WPIC 研究

**图 4：芝交所钯金库存同步上升，但实际的加速流入发生在美国启动对俄罗斯钯金反倾销调查之后**



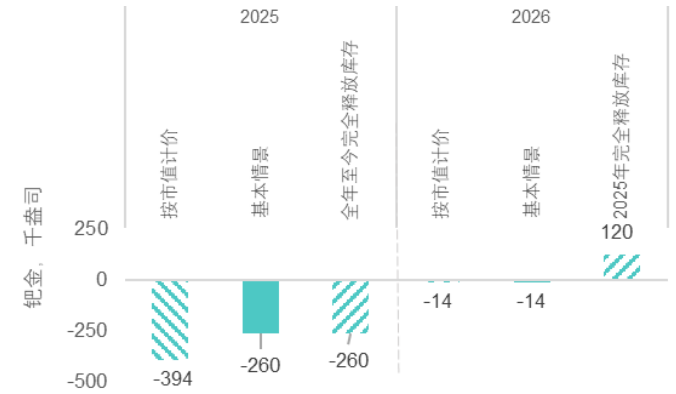
来源：芝交所、彭博、WPIC 研究

**图 5：若年初至今的交易所库存流入维持当前水平，2025 年缺口将从 21.5 吨扩大至 27.7 吨；若库存开始释放，缺口将收窄至 16.9 吨。若该趋势持续至 2026 年，市场将出现 4.04 吨缺口；若库存继续释放，则盈余将增至 6.8 吨**



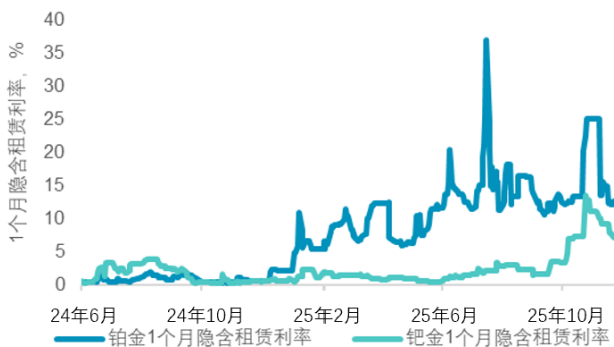
来源：金属聚焦、芝加哥商品交易所、彭博、WPIC 研究；注：库存释放目标为恢复至 2025 年初 27 万盎司水平，而非清零。

**图 6：我们未将钯金交易所库存变动纳入 2025 年 8.1 吨的供应缺口计算，如果计入将使缺口扩大至 12.3 吨。若 2026 年交易所库存释放，市场将转为出现 3.7 吨盈余**



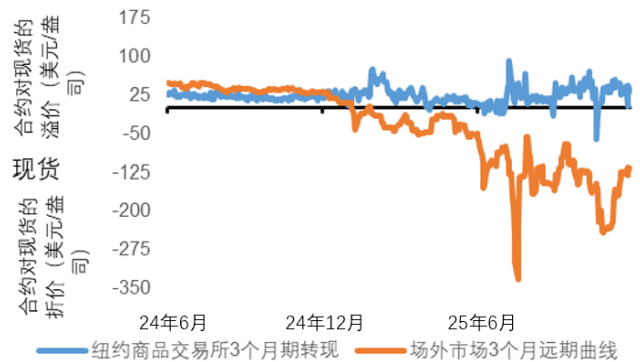
来源：彭博、WPIC 研究

**图 7：美国的金属需求加剧了全球短缺，导致租赁利率持续攀升**



来源：彭博、WPIC 研究

**图 8：伦敦市场金属短缺导致场外交易出现深度现货溢价**



来源：彭博、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>