

铂金远景

美国关税变化推动交易所库存增长，扩大铂金市场短缺，短期内难以逆转

市场担忧关税新政将导致美国无法以当前价格获取铂金，导致铂金期货的远期曲线趋陡且纽交所交割仓库出现显著的库存流入。只要贸易紧张局势持续，我们预计交易所库存将保持高位；但如果紧张局势缓解，只有当交易所库存从当前水平大量流出，预测中的 2025 年 84.8 万盎司的供应缺口才可能开始收窄。

对关税的担忧扭曲了金属市场，导致美国在新关税政策生效前出现抢进口潮。铂金的显性流动体现在纽交所（NYMEX）的交割库存上——自 2024 年 12 月中旬以来已激增 46 万盎司（+225%），这部分增量主要与空头头寸相关，旨在利用期转现（EFP）费率的大幅上涨实现套利（图 1）。EFP 反映期货价格与现货价差，当价差足够大时，便形成在现货市场做多、期货市场做空的套利机会。今年 1 月，三个月期货合约的 EFP 隐含价差一度触及 75 美元/盎司峰值，而同期三个月铂金租赁成本（不含信用利差）仅为 60 美元/盎司。推动 EFP 套利机会的 NYMEX 远期曲线陡峭化（图 3），可能反映了市场担忧关税将导致美国在未来 1、3、6 个月等时段无法以现价获取铂金。当前买入期货合约可部分对冲这一风险。尽管流入 NYMEX 认证仓库的显性流动主要与 EFP 高企相关，但很可能另有部分铂金直接流向了终端用户。

Edward Sterck

研究总监

+44 203 696 8786

esterck@platinuminvestment.com

Wade Napier

分析师

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

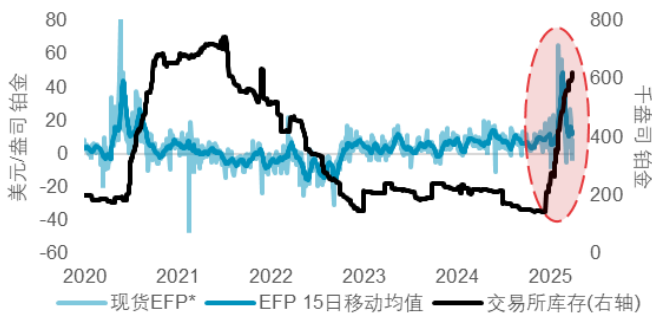
www.platinuminvestment.com

166 Piccadilly,

London, W1J 9EF

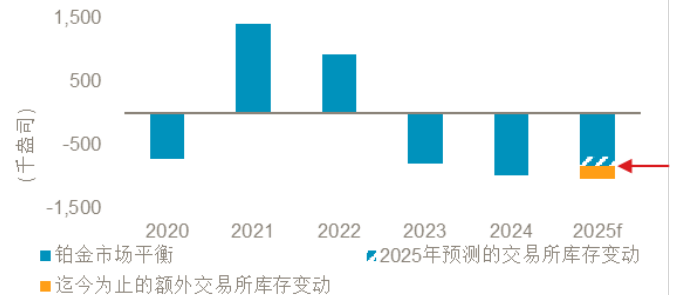
2025 年 3 月 28 日

图 1. EFP 费率飙升推动交易所库存大幅增长



来源：彭博社、WPIC 研究

图 2. 若未来交易所库存未出现大规模下降，2025 年供应短缺将比当前预期更为严峻



来源：金属聚焦、WPIC 研究

我们将交易所库存变动计入投资流量范畴——库存流入增加净需求，流出则减少净需求。例如 2020 年疫情期间交易所库存的大规模流入显著加剧了当年供应短缺，而随后 2021/22 年的库存流出又促成供应过剩。需注意的是，尽管近期持续流入，当前交易所库存仍较疫情期间峰值低 14 万盎司，且疫情后的库存释放仅在国际物流限制缓解后才出现。显然，今年剩余时间内交易所库存的变动将直接影响供需平衡。我们预测的 2025 年 84.8 万盎司的供应短缺已包含 15 万盎司的交易所库存流入，而年初至今库存实际增量已达 32.8 万盎司。这意味着要实现当前预测的短缺规模，需出现 17.8 万盎司的库存流出——这只有在铂金关税风险明确后才可能发生（图 2）。值得注意的是，特朗普政府与南非政府日益加深的地缘政治裂痕，很可能持续强化市场对铂族金属供应风险的担忧。需要特别指出的是，美国钯金供应已接近自给自足，但铂金严重短缺（图 6）。这一结构性差异清晰体现在相对租赁利率及交易所库存变动上（图 7、图 8）——铂金市场的紧张程度远甚于钯金。

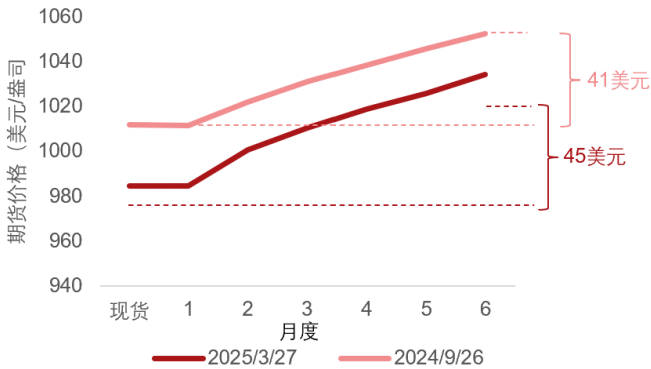
若交易所库存未能显著下降，2025 年铂金供应短缺程度将超出当前预期。

这一局面的扭转需要贸易紧张局势显著缓解及美国关税担忧消退，但在当前环境下实现这一前提的可能性微乎其微。

铂金作为投资资产的吸引力来源于以下几点：

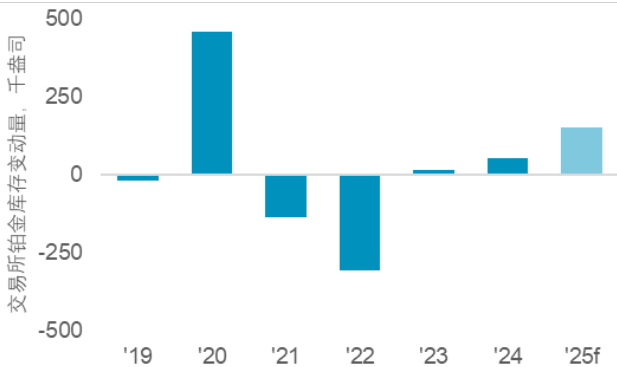
- WPIC的研究表明，铂金市场自2023年起进入了连续供应短缺的时期，预测这些短缺量到2029年完全耗尽铂金的地上存量。
- 铂金供应依然面临挑战，无论是在原矿开采还是回收供应方面。
- 贸易紧张局势正在扭曲市场流动格局，并加速市场供应趋紧态势。
- 铂金是全球能源转型中的关键矿物，在氢经济中扮演着重要角色。
- 铂金价格仍然处于历史低估状态，远低于黄金价格。

图 3：相较于租赁利率明显陡峭化的远期曲线是推动 EFP 套利及纽商所库存变动的核心动因。而 1 月期的现货升水，则凸显出现货市场的供应紧张态势



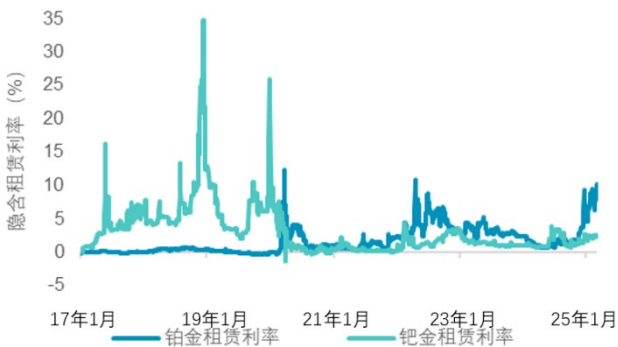
来源：彭博社、WPIC 研究

图 5：我们的铂金市场预测已将交易所库存变动纳入投资需求项考量



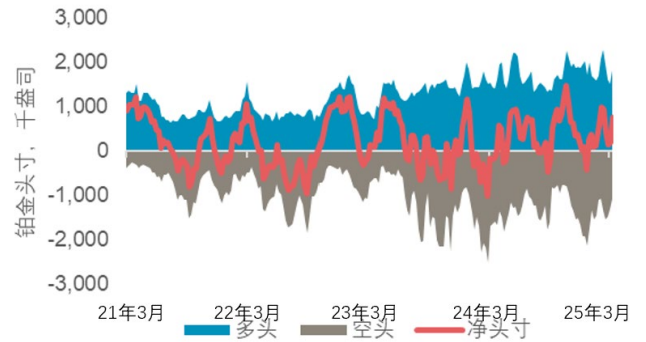
来源：金属聚焦、WPIC 研究

图 7：铂金租赁利率更剧烈的波动反应，表明其市场紧张程度远甚于钯金



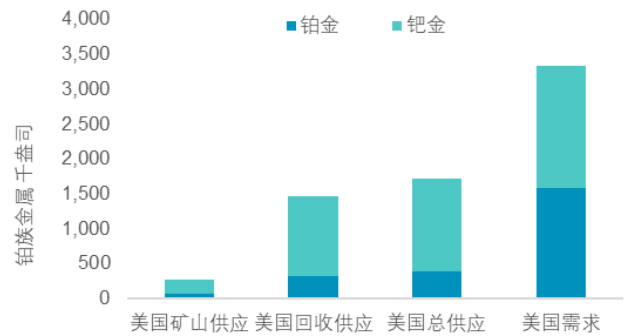
来源：彭博社、WPIC 研究

图 4：尽管 EFP 波动加剧，但管理资金的净头寸仍保持周期性变化，并未出现明显的方向性转变



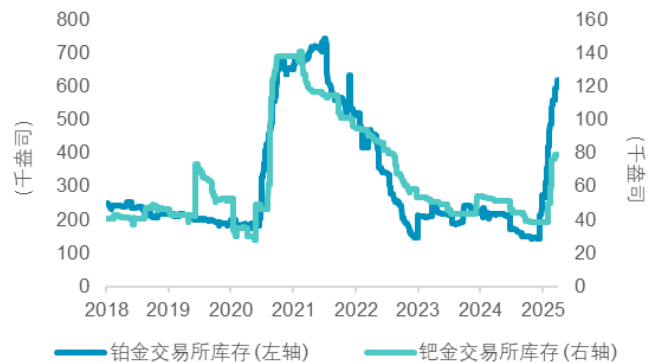
来源：彭博社、WPIC 研究

图 6：从国内供需看，美国铂金基本实现自给自足，但钯金存在严重短缺



来源：斯班-静水、金属聚焦、彭博社、WPIC 研究

图 8：相对而言，铂金交易所库存的增幅已显著超越钯金



来源：彭博社、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>