

## 前言

本期《鉑金季刊》呈現了2025年第三季鉑金市場的供需變化以及對2025全年預測進行了修正，並對2026年做了首次展望。在本期報告中，WPIC對投資者配置鉑金作為投資資產所關注的問題和趨勢提供了看法，並就我們如何通過產品合作夥伴關係持續滿足投資者的需求做了更新。《鉑金季刊》的資料和評論（從第5頁開始）由英國金屬聚焦公司為WPIC獨立準備。

在經歷三年大幅短缺後，預計2026年鉑金供需趨於平衡。2025年鉑金供應短缺21.5噸，而2026年將轉為基本平衡，小幅盈餘約0.6噸。若芝商所（CME）/紐約商品交易所（NYMEX）在2025年形成的庫存積累，能在2026年因美國貿易政策明朗化而實現庫存釋放，那麼市場重回供需平衡並不意外。此外，面對2025年形成的高價環境，鉑金市場預計將呈現有限的自我調節跡象：一方面通過激勵供應增長（以回收為主），另一方面則可能伴隨2026年交易所交易基金（ETF）持有者的部分獲利減持行為。需注意的是，當前鉑金價格仍比經通膨調整後的歷史高點低約800美元/盎司，且鉑金租賃利率持續高漲，表明現貨市場仍處於供應短缺狀態。

### 2025年鉑金市場供應短缺21.5噸，相當於年度預測需求的9%

- 2025年期間，鉑金總供應量預計同比下降2%至221.7噸。因生產商在製品庫存（WIP）的減少，礦產供應下降5%。雖然價格上漲將支撐回收供應量同比增長7%，但這不足以抵消礦產供應量的下滑。
- 預計2025年鉑金總需求量同比下降5%至243.2噸。工業領域需求的週期性疲軟（同比下降22%）是導致2025年需求減少的主要因素。
- 2025年，鉑金市場預計出現約21.5噸的供應缺口，較我們上一期《鉑金季刊》預測的26.4噸缺口收窄了4.9噸。由於南非的礦產供應從2025年第一季疲軟狀態復甦的情況超過預期，供應預測上調3.2噸，而需求預測下調了1.7噸，主要反映出印度首飾出口受美國關稅影響而放緩。

### 預計2026年鉑金市場將恢復供需平衡。

- 得益於部分在製品庫存的釋放，預計2026年鉑金礦產供應將較2025年增長2%。受高價推動，廢舊汽車催化劑和首飾回收量的增加，預計回收供應將同比增長10%。2026年鉑金總供應量預計同比增長4%。
- 預計2026年鉑金總需求量同比下降6%至約229.7噸。2026年鉑金總需求減少的絕對值為13.6噸，其中投資領域的需求減少12.0噸，這主要源於對美國貿易緊張局勢緩和可能引發交易所庫存釋放，以及與掛勾實物的鉑金ETF獲利減持的預期。
- 預計2026年鉑金市場供需趨於平衡，僅出現0.6噸的小幅過剩。

### 2014 ~ 2026年（預測）鉑金年度供需平衡



來源：SFA牛津（2014 ~ 2018），金屬聚焦（2019 ~ 2026預測）

## 鉑金投資邏輯——實物供應緊張成為焦點

在整個2025年，鉑金市場經歷了顯著的區域性需求波動。第一季金屬流入芝商所交割庫；第二季中國鉑金進口量激增，但同期芝商所出現庫存釋放；第三季芝商所庫存再次錄得大規模流入。這些全球範圍內的鉑金異常流動凸顯了一個認知偏差，即認為歐洲金庫中存有大量可隨時調用的地上鉑金存量。隨著金屬庫存的消耗，2025年第三季鉑金隱含1個月租賃利率（即借入金屬的成本）平均上升至15%（不包括任何信貸利差），高於2025年第二季的平均10%和2024年的平均1%。

如果租賃需求未出現增長，則驅動租賃利率走高的主要因素之一是實物供應短缺。出現實物供應短缺的原因：市場上無鉑金可供租賃或者是鉑金持有者不願以當前利率出借金屬。連續多年的市場供應短缺已耗盡了庫存鉑金，進而減少了鉑金的實物供應量。此外，貿易緊張局勢和鉑金資源競爭導致金屬被鎖定在無法租賃的特定地區。這印證了在工業層面乃至更廣泛國家層面上，圍繞關鍵礦產供應安全性的討論正在不斷升級。

高漲的租賃利率應會支撐鉑金價格上漲，因為買家正重新評估其採購策略，考慮從租賃轉向直接購買或增加防禦性採購。鉑金價格在2025年第三季上漲16%。值得注意的是，除基本面因素外，鉑金價格還受益於貴金屬的廣泛需求——投資者考慮到美國的財政和政治環境，為對沖預期中的美元貶值而尋求資產多元化。投資組合中貴金屬配置比例的提高，推動了貴金屬價格的普遍上漲：截至2025年11月1日，鉑金年內漲幅達73%，白銀和黃金分別上漲68%和53%。

確保「關鍵礦產供應安全」的地緣政治趨勢，與「利率下行推動資金湧入硬資產」的金融趨勢，這兩股力量預計將在未來數年持續交織發力。然而，最新發佈的2026年《鉑金季刊》預測中一個無可爭議的特徵是：鉑金投資領域需求預計將同比下降52%。從2025年至2026年，鉑金投資領域需求預測減少12.0噸，是導致2026年市場平衡較2025年大幅收窄的最大因素。儘管如此，投資領域需求的三個構成部分值得深入剖析，它們仍顯示出市場健康的基本面。

首先，投資領域需求預測會受到交易所持有庫存釋放的負面影響。芝商所庫存預計將在2026年底降至約8.4噸的正常化水準，而2025年第三季末為20.8噸。芝商所庫存的正常化應隨貿易確定性改善而實現，包括《232條款》建議/措施的明朗化以及美國最終完成未決的貿易協定。從中期來看，貿易環境若趨於穩定，應能提振鉑金在關鍵汽車與工業領域的實物消費前景。不過，需要指出的是，這類終端需求與鉑金短期價格波動的關聯性通常較弱，其影響更側重於為長期價格提供一個基本面支撐。

2026年，造成投資領域需求疲軟的第二方面源於對ETF持有者在鉑金價格走高之際獲利減持的預期。需要認識到，預期中的ETF減持是由於投資者在價格走強時賣出（即獲利減持），而非在價格疲弱時賣出（即止損）。隨著鉑金價格在2025年創下十年新高，且2026年存在進一步上漲的可能，預計ETF將在2026年出現5.3噸減持，約占總持有量的5%。眾所周知，ETF需求極難預測。因此，若投資者繼續增加對貴金屬的廣泛配置，2026年出現增持也並非不可預見，儘管這並非當前《鉑金季刊》的基本情景預測。

投資領域需求最後一個需剖析的方面是，預計2026年鉑金條、幣總需求（包括中國500克以上大克重鉑條）將同比增長30%。條、幣需求的增長應得到中國需求持續增長的支援，但更重要的是中國以外市場需求的復甦。其他市場有望受益於鑄幣活動的增加，這基於一個基本情景假設：隨著金屬從芝商所交割庫回流至歐洲金庫，租賃利率將會下降。

2026年，鉑金投資領域需求的波動預計將推動市場小幅盈餘0.6噸。2026年供需平衡反映了該金屬穩健的基本面，儘管價格顯然在激勵供應增長並可能對需求構成阻力。2026年，鉑金總供應量預計將小幅同比增長4%，在製品庫存的釋放預計推動礦產供應增長2%。鉑金開採主要來自深層地下礦山，在中短期內本質上缺乏價格彈性，且具有資本密集、開發週期長的特點。汽車、首飾和工業領域的需求總量預計在2026年同比下降1%，這同樣反映出鉑金在汽車和工業領域的應用存在剛性需求。

# 2025年第3季度《鉑金季刊》

儘管預計ETF持倉和交易所庫存的重大變動將推動鉑金市場趨向更平衡的供需狀態，但持續高漲的租賃利率和強勁的現貨溢價表明：通過調動地上存量來填補2025年供應缺口的平衡流仍不足以緩解市場供應緊張狀況。因此，要緩解2026年的市場供應緊張局面，很可能需要可觀的市場盈餘。最終，供需對價格大幅上漲的緩慢反應，印證了鉑金市場緊張的頑固性，這繼續預示著鉑金具有吸引力的投資前景。

## 鉑金供需基本面更新

### 2025年第三季的市場供應短缺印證了全年展望

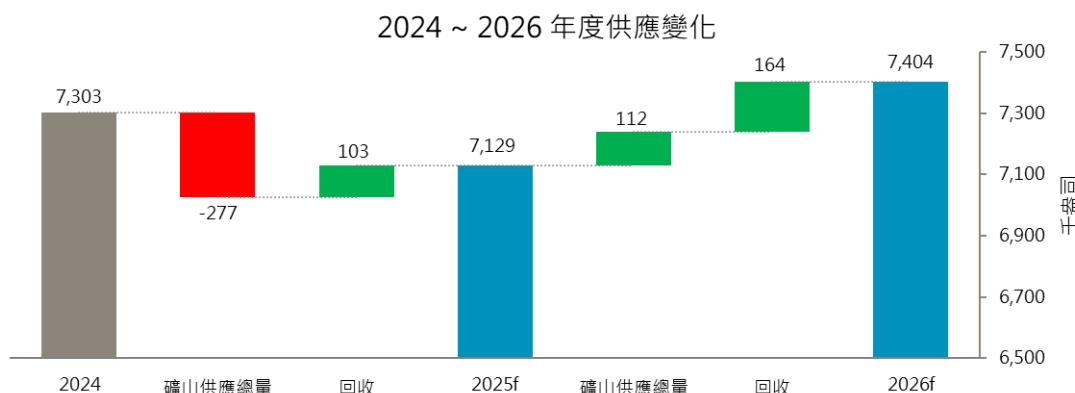
2025年第三季，鉑金總供應量同比持平。需求同比增長28%，導致出現5.6噸的供應缺口。供應方面的特點是礦產量略有下滑，而回收量同比增長8%（主要由首飾回收驅動）。2025年第三季更高的需求源於交易所庫存增加了11.1噸，儘管當季ETF流出5.3噸抵消了部分影響。

2025年第三季的市場趨勢，進一步印證了2025年鉑金供需出現大幅短缺的預測。預計2025年鉑金市場將出現21.5噸的供應缺口，相當於年度需求的9%。2025年總供應量預計同比下降2%，因礦產供應下降（-5%）的影響超過回收供應增長（+7%）。除受新冠疫情擾亂的2020年外，2025年的礦產供應預計將是自2014年以來的最低水準。2025年，鉑金需求預計同比下降5%，需求下降主要源於玻璃行業產能擴張的週期性低谷（同比下降74%），這對工業領域的鉑金需求造成負面影響。自上一期《鉑金季刊》發佈以來，年度需求預測下調了1.7噸，反映了汽車領域需求（因發動機排量減小）和首飾領域需求的下調，這部分被投資領域需求（中國和日本市場走強）的上調所抵消。

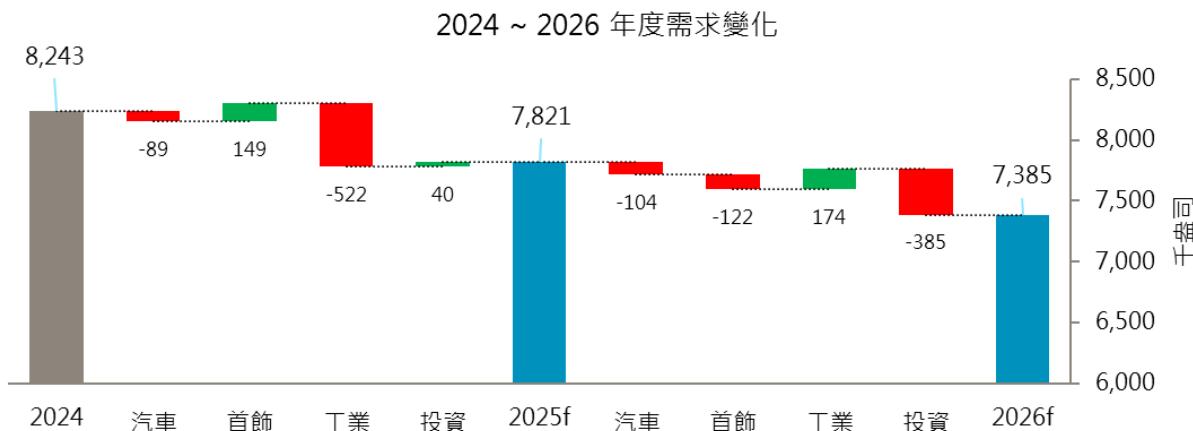
### 2026年的首次展望顯示市場將轉向小幅盈餘

過去三年「制約礦山供應」和「依賴回收補充」的結構性特徵，預計將持續到2026年。礦產供應依然受限，預計2026年同比增長2%主要受在製品庫存釋放所支撐。預計將投產的新增供應，大多是在彌補前幾年投資不足導致的產能衰減。回收供應預計在2026年同比增長10%，推動鉑金總供應量達到230.3噸。

鉑金總需求將同比下降6%，主要由於投資需求約減半——取決於對關稅擔憂的緩解導致交易所庫存流出，以及更高的鉑金價格促使ETF投資人獲利減持。由於純電動車的發展，汽車領域的需求將在2026年下降3%；相較於強勁的2025年，首飾領域的需求受到中國同比需求下降的影響，但仍比2024年高出24%。令人鼓舞的是，工業領域的鉑金需求在2025年週期性下滑後，預計將於2026年開始復甦（同比增長9%）。總體而言，供應的增加和投資需求的疲軟導致鉑金市場平衡幅度收窄，2026年將出現0.6噸的盈餘。



來源：金屬聚焦為世界鉑金投資協會提供



來源：金屬聚焦為世界鉑金投資協會提供

## WPIC產品合作專案亮點

我們在全球有著廣泛且不斷擴大的產品合作夥伴網路，與他們的持續合作為我們制定提升鉑金投資需求的適宜戰略提供了寶貴的洞察。

2025年第三季，在歐洲和北美市場，我們的合作夥伴報告了強勁的投資需求，銷售額通過部分回購和仍然有限的新產品量得以支持。租賃利率保持高位，新產品製造（尤其是硬幣）仍然受限。關稅及相關擔憂使得美國的進口產品供應量減少，本地製造的鉑金產品滿足了部分強勁的需求，一些未被滿足的條、幣投資需求轉向了以實物支撐的鉑金ETF。

2025年第三季，世界鉑金投資協會中國合作夥伴的鉑金銷量雖較第二季的記錄大幅回落，但仍保持強勁，高於第一季和2024年的平均水準。儘管價格顯著上漲，鑄造鉑金條的零售銷售依然強勁，鉑金繼續受益於黃金投資產品的高價。儘管如此，我們合作夥伴的銷量仍同比增長超過40%，並在10月觀察到明顯反彈。鉑金進口增值稅豁免將在11月份被取消，導致中國鉑金短期進口量增加，並將提高鑄造鉑金條的零售成本。然而，這一變化是中國更廣泛稅制改革的一部分，預計將通過增加流動性和市場公平性，在長期內有利於鉑金需求的增長。這也將緩解2025年廣州期貨交易所在上市鉑期貨前的流動性擔憂。

在2025年10月的北京國際錢幣博覽會上，中國金幣集團推出了三款新的鉑金投資產品，即3克魚化龍鉑條、3克馬年鉑條和100克熊貓鉑金幣。我們將與交通銀行和周大生合作，推出新系列鉑金產品，這也代表著中國鉑金市場發展的一個里程碑。

在日本市場，儘管日元價格處於顯著高位，但隨著投資者行為從價格達到峰值時的獲利減持轉向價格穩定後的淨買入，條、幣產品的淨增長在本季度得以維持。總體而言，我們亞洲合作夥伴第三季的銷量高於第一季，這得益於2025年強勁的價格上漲帶來的投資者興趣增加。9月，世界鉑金投資協會與合作夥伴新加坡銀勝私人有限公司（Silver Bullion）、世界黃金協會（World Gold Council）、新加坡特許金融分析師協會（CFA Singapore）和新加坡投資管理協會（Investment Management Association of Singapore）合作，在新加坡共同舉辦了一次研討會。該活動吸引了金融機構的廣泛關注，並進一步鞏固了世界鉑金投資協會在東盟市場的影響力。

Trevor Raymond，執行長

## 目錄

前言	1	2026年展望	17
匯總表（千盎司）	5	延伸圖表	20
2025年第3季度回顧	6	術語表	26
2025年展望	11	版權和免責聲明	30

# 2025年第3季度《鉑金季刊》

表1：供需和地上存量情況概要（該資料以噸為單位重複刊載於第25頁的表7中）

鉑金供需平衡 (千盎司)	2022	2023	2024	2025f	2026f	2025f/2024 增長率 %	2026f/2025f 增長率 %	Q2 2025	Q3 2025
<b>供應</b>									
<b>精煉產量</b>	5,523	5,606	5,777	5,510	5,622	-5%	2%	1,446	1,403
南非	3,915	3,957	4,133	3,945	4,055	-5%	3%	1,044	1,028
辛巴威	480	507	512	493	518	-4%	5%	137	119
北美	265	278	265	203	186	-24%	-8%	58	49
俄羅斯	663	674	677	672	666	-1%	-1%	158	156
其他	200	190	191	198	195	4%	-1%	49	51
<b>生產商庫存增加(-)/減少(+)</b>	+45	+14	+10	+0	+0	-100%	N/A	+22	+0
<b>總礦產供應</b>	5,568	5,620	5,787	5,510	5,622	-5%	2%	1,468	1,403
<b>回收</b>									
汽車催化劑	1,811	1,515	1,516	1,619	1,782	7%	10%	432	400
首飾	1,370	1,114	1,143	1,198	1,322	5%	10%	322	290
工業	372	331	298	339	373	14%	10%	90	89
其他	69	71	76	81	87	7%	8%	20	21
<b>總供應</b>	7,378	7,135	7,303	7,129	7,404	-2%	4%	1,900	1,803
<b>需求</b>									
<b>汽車</b>	2,766	3,208	3,109	3,020	2,915	-3%	-3%	781	721
汽車催化劑	2,766	3,208	3,109	3,020	2,915	-3%	-3%	781	721
非道路	†	†	†	†	†	N/A	N/A	†	†
<b>首飾</b>	1,880	1,850	2,008	2,157	2,036	7%	-6%	668	471
<b>工業</b>	2,166	2,389	2,423	1,902	2,076	-22%	9%	514	504
化工	672	839	625	575	633	-8%	10%	146	126
石油	193	159	158	181	154	14%	-15%	45	45
電子	106	89	93	95	95	2%	-1%	24	25
玻璃	436	491	692	177	295	-74%	66%	82	91
醫療	278	292	308	320	332	4%	4%	80	80
固定式氫氣系統和其他	13	22	41	50	68	20%	36%	11	12
其他	469	497	505	503	499	0%	-1%	126	124
<b>投資</b>	-518	397	702	742	358	6%	-52%	-64	286
鉑金條幣的變化	259	322	194	336	462	73%	37%	109	63
中國鉑金條≥500克	90	134	162	186	216	15%	16%	47	34
ETF持有量變化	-559	-74	296	70	-170	-76%	N/A	97	-169
交易所持有庫存變化	-307	14	50	150	-150	200%	N/A	-317	358
<b>總需求</b>	6,295	7,844	8,243	7,821	7,385	-5%	-6%	1,899	1,982
<b>平衡</b>	1,083	-710	-939	-692	20	N/A	N/A	1	-179
<b>地上存量</b>	5,528**	4,819	3,879	3,187	3,207	-18%	1%		

來源: 金屬聚焦2022 - 2026f.

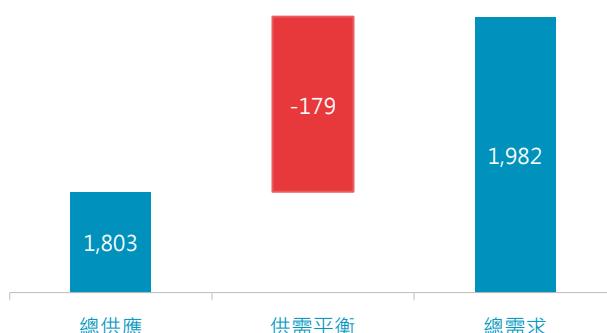
注釋 :

1. \*\*地上存量 : 截至2018年12月31日為365萬盎司 (金屬聚焦)。
2. † 非道路汽車需求包括在汽車催化劑需求中。
3. 所有預測都基於最新可用資訊，但可能會在隨後的季度報告中進行修訂。
4. WPIC未發佈2013年或2014年前兩季度的季度預測。然而2014年第三季至2023年第一季的季度預測已包含在之前發佈的《鉑金季刊》中，這些報告可以在WPIC網站上免費下載。
5. 2023年第三季起的季度預測及2023年上半年估算分別包含在第21和22頁的表格3和表格4中 (供應、需求和地上存量)。
6. 第24頁的表6中各地區回收供應的詳細資訊僅從2019年開始發佈。

## 2025年第三季鉑金市場回顧

鉑金市場在2025年第二季達到平衡後，於第三季重回短缺狀態，缺口達5.6噸。關稅擔憂再度抬頭，推動資金流逆轉，重新流入芝商所認證的美國交割庫，而上季度則出現顯著釋放。《232條款》調查——原預計於10月結束，但因美國政府長時間停擺而推遲——仍然是主要的不確定性來源。這些擔憂不時將短期租賃利率推至創紀錄水準，7月中旬達到約40%的峰值，此後一直保持高位。南非礦產供應下降導致供應同比持平。整體來看，受投資領域需求增長的驅動，總需求增長28%（+13.6噸）。然而，剔除投資的波動，需求同比下降4%（-2.4噸），汽車、首飾和工業領域需求分別下降2%、4%和8%。

圖 1: 2025年第3季度供需平衡，千盎司



來源：金屬聚焦為世界鉑金投資協會提供

## 供應

全球精煉礦產供應量同比下降4%至43.6噸，所有主要地區產量均有所下降。

未泰鉑業（Valterra）南非的精煉量下降，主要反映了2024年第三季半成品庫存的大幅減少。英帕拉鉑業（Implats）自身的精煉產量同比變化不大，但計畫中的加工維護導致本已高漲的在製品庫存進一步增加。

這些下降被諾瑟姆鉑業（Northam）持續實施的增長戰略、其伊蘭德（Eland）礦山的增產以及相比2024年冶煉廠維護影響的減少所部分抵消，基於這些因素，預計南非礦產供應量同比縮減2%至32.0噸。

俄羅斯供應量同比下降9%至4.9噸，反映了該國主要生產商諾鎳公司（Nornickel）礦石產量的下降。西方主要採礦設備供應商的退出迫使諾鎳轉向替代供應鏈，這在本季度繼續對礦石生產造成壓力。精煉產量進一步受到運輸瓶頸產生的滯後影響所制約，這與諾鎳北部港口從冬季到夏季的季節性轉換有關。

辛巴威產量下滑10%至3.7噸，主要反映出Unki礦在2024年第三季半成品材料的顯著去庫存。該國最大生產商Zimplats的產量因熔爐維修而小幅下降。

在北美市場，產量同比下降16%，原因是斯班-靜水（Sibanye-Stillwater）美國業務在重組為較小營運規模後產量下降，加上加拿大鎳副產品產量略有下降所致。

## 回收

儘管2025年第三季廢舊汽車尾氣催化劑中鉑族金屬（鉑、鈀、銠）的指示性平均價格上漲23%，但回收量仍低於預期和疫情前的平均水準。全球廢舊汽車尾氣催化劑回收量同比僅增長3%，但環比下降10%。美國協調制度（HS）編碼分類的混亂繼續影響活動，一些新汽車尾氣催化劑和廢舊汽車尾氣催化劑共用相同編碼，並在美國修訂的關稅制度下被徵收關稅。8月價格漲勢的短暫停頓也可能促使回收商採取謹慎態度。此外，多家回收商報告稱，季度末價格的急劇上漲和較高的租賃利率需要更高的信貸額度，這拖延了他們的應對行動。

首飾廢料回收同比增長31%，各地區均錄得增長，中國市場增長尤為強勁。中國舊鉑金首飾回收在2025年第三季躍升50%，這得益於當地上海黃金交易所鉑金價格上漲43%。一些在第二季積極囤積舊首飾庫存的批發商和零售商選擇在第三季回收未售庫存。



來源：金屬聚焦為世界鉑金投資協會提供

## 需求

2025年第三季總需求同比增長28%至61.6噸，主要反映出大量鉑金流入芝商所認證的交割庫。在關稅不確定性（尤其是圍繞《232條款》調查）再度抬頭的背景下，交易所庫存再次增加——此前在2025年第二季，由於風險水準暫時緩解，曾出現大量鉑金流出。其他行業第三季需求同比變化情況：汽車領域需求微降2%，首飾領域需求下降4%，工業領域需求收縮8%。



來源：金屬聚焦為世界鉑金投資協會提供

## 汽車領域需求

2025年第三季，全球汽車領域需求同比下降2%（-0.4噸）至22.4噸，主要原因是輕型車內燃機（ICE）汽車產量疲軟以及重型內燃機汽車產量平平。儘管輕型車產量增長2%至2220萬輛，但這主要歸因於純電動車（BEV）同比增長25%——受中國新能源汽車（NEV）報廢補貼政策和美國2025年9月30日清潔汽車稅收抵免到期提前購車的需求增長推動。內燃機與混動車合計產量下降2%。重型車產量增長3%，主要由純電動車增長59%拉動。相比之下，汽油和柴油卡車及客車產量同比持平，且生產向較小重量級別傾斜。重型車行業的鉑金需求微降。非道路機械產量也因高融資成本、建築活動疲軟、基礎設施項目延遲以及鋼鐵和液壓零件等關稅壓力而走弱。

在歐洲，需求下降5%至6.6噸。混動車產量首次超過純內燃機汽車，內燃機汽車產量下降15%被混動車產量增長14%所抵消。然而，混動車發動機排量較小，導致平均單車催化劑鉑金含量減少，未能抵消因內燃機汽車產量下降帶來的鉑金需求量的減少。重型車產量因合規性和車隊車輛老齡化更新而增加，但非道路機械和物料搬運設備產量因建築活動低迷和融資成本上升而走弱。非道路燃料電池設備增長強勁，但基數極小。

在北美市場，汽車領域的鉑金需求同比下降3%至3.6噸。輕型車產量小幅增長，但重型車和非道路領域的需求下降超過了這些增長。在輕型車行業，混動車產量的增長也部分抵消了因內燃機汽車產量下降導致的鉑金需求減少。關稅和監管不確定性阻礙了貨運，對工業活動造成壓力，並最終延遲了車隊車輛更新。

日本汽車市場鉑金需求同比微降1%，與其它地區相反，其輕型車行業的混動車和內燃機汽車產量均出現下降。這一產量下降是日本主機廠努力重新平衡動力總成組合，以提高純電動汽車占比的結果，但其純電動汽車占比相較於中國和歐洲仍然較低（占總產量的3%）。

在中國市場，車輛報廢補貼政策推動使用鉑金催化劑的車輛產量增長2%，該政策刺激了各類動力總成車型的購買需求。重型車產量強勁增長，主要由電動車產量增長117%帶動，同時內燃機和混動車產量也有增長。然而，受建築行業增速放緩影響，非道路機械需求走弱。

在其他地區，鉑金需求基本持平，其支撐因素相似：重型及非道路機械產量的增長在很大程度上抵消了輕型車產量的下降。

## 首飾領域需求

2025年第三季，全球鉑金首飾領域需求同比下降4%至14.6噸，創下2023年第四季以來的最低水準，經濟不確定性與價格上漲共同抑制了需求。

在北美市場，首飾加工同比增長3%，延續了自2024年中以來大部分時期的積極趨勢。婚慶及大眾市場珠寶行業的持續增長帶動了鉑金首飾銷量增加。這至少部分歸因於金鉑價差持續擴大並創歷史新高，使得白K金與鉑金首飾的零售價格差距進一步收窄。

歐洲加工需求亦預計同比增長3%，總量達2.8噸。增長背後的驅動因素相似，最終體現為鉑金需求增長而黃金需求減少。增長既來自大眾市場（英國鉑金首飾貴金屬認證量～8月同比增長8.5%可證），也來自高端市場（瑞士手錶官方檢測標記數量同比增長3%）。

在連續六個季度同比增長後，日本首飾領域需求在2025年第三季下降5%。價格是導致這一下降的主要原因。畢竟，2025年第三季當地含稅平均價格接近每克7,250日元，而2024年第三季約為每克5,100日元，2025年第二季約為每克5,500日元。不過，鉑金與黃金的價差繼續嘉惠該行業，這體現在日本黃金首飾加工需求大幅下降20%。

在中國，鉑金首飾加工在2025年第三季同比增長8%至3.4噸，並繼續保持當季最大市場的地位。環比來看，由於2025年第二季基數異常高（當時供應鏈因認為鉑金價值被低估而積極建庫），需求顯著下降57%。由於銷售不及預期，我們看到許多新增的小型首飾櫃檯在第三季價格達到峰值時，將未售出的鉑金首飾做了回收處理。

2025年第三季，印度鉑金首飾加工量降至1.1噸，同比下降45%，創2022年第三季以來最低水準。下降主要源於出口疲軟，自去年以來的高基數及美國關稅導致總發貨量同比下降64%。因此，出口占加工量的份額從約40%降至30%以下，而對美出口占出口總額的比重也從60%降至40%以下。此外，金銀價格大幅上漲導致珠寶店客流量減少，加上當季鉑金均價略低於每盎司1400美元，進一步抑制了市場活躍度。

與此同時，全球投資需求從首飾轉向貴金屬投資產品的趨勢抑制了需求，印度也不例外。2025年第三季印度黃金投資產品需求創十年新高，擠佔了消費者對鉑金首飾的可自由支配支出。2025年第三季鉑金進口亦同比下降約60%。儘管如此，零售商已從10月開始為11月和12月的婚慶季備貨，隨著消費者尋求高價黃金的替代品，婚戒、手鐲和雙金屬珠寶等首飾產品預計將回暖。

## 工業領域需求

2025年第三季，鉑金工業領域需求同比下降8%至15.7噸，主要由於去年中國LCD產能大幅增加後玻璃行業的鉑金需求減弱。隨著對二甲苯採購量下降，化工行業需求亦同比疲軟。

## 化工

2025年第三季，化工行業鉑金需求同比下降9%、環比下降13%至3.9噸，創2022年第三季以來最低季度水準。與上季度相同，全球範圍內無新對二甲苯項目投產。丙烷脫氫（PDH）產能的前景則更為積極。7月，先進石化公司宣佈其位於沙烏地阿拉伯朱拜勒的新PDH工廠已完成建設並投入營運。因此，第三季石化行業需求依然疲弱，大多數活動僅限於現有項目的補充採購。在其他領域，儘管美國貿易政策持續存在不確定性，但家庭護理和電子產品的健康下游需求支撐了有機矽銷售。同時，硝酸供應量與前一季度持平，反映出既無新增產能也無永久性停產。

## 石油

2025年第三季，石油行業鉑金需求環比持平，為1.4噸。同比來看，需求增長13%，主要由於氣制油工廠更換催化劑後的補充需求。延續2025年上半年的趨勢，全球原油精煉產能擴張在第三季持續，主要集中在亞洲和中東。部分增長被計畫內停產所抵消。舉例說明本季度內產能的主要變化：8月，中國海洋石油集團在華東地區建成一座煉化一體化項目並投入營運；同時，中石油大連煉油廠於2025年7月前已停產並完全關閉。

儘管生物燃料精煉廠建設持續加速，但本季度未有具體專案完工。最後需指出，烏克蘭無人機襲擊已導致俄羅斯精煉廠停產情況急劇增加，但我們認為目前對鉑金採購量尚未產生實質性影響。

## 醫療

2025年第三季，醫療行業的鉑金需求同比增長4%（+0.1噸）至2.5噸，與前一季度持平。這一增長受到醫療設備需求上升（尤其在中國及新興市場）以及鉑金在抗癌藥物中應用增加的支撐，其中西方市場在絕對增長量上處於領先地位。

## 玻璃

2025年第三季，玻璃行業的鉑金需求同比下降30%（-1.2噸）至2.8噸，這反映了去年中國LCD產能擴張週期性繁榮後的典型放緩。儘管增速放緩，但在中國小幅產能增加的推動下，預計2025年第三季需求將創下今年最高季度紀錄。玻璃纖維採購量在經歷了2021至2024年期間的強勁產能擴張後亦同比微降。

## 電子

2025年第三季，電子行業需求同比增長5% (+0.03噸) 至0.8噸。這一激增主要由資料存儲需求增加所驅動，其背後推動因素包括資料中心的持續擴張、人工智慧 (AI) 和機器學習 (ML) 應用的爆發式增長，以及雲端/邊緣計算更為廣泛的採用。這一趨勢顯著提升了鉑金含量較高的大容量機械硬碟 (HDDs) 需求，因為每個單位的磁片數量和高級磁頭的平均數量均有所增加。事實上，若非製造商產能受限，需求本應更高。同時，搭載人工智慧功能的消費電子產品的持續擴張強勁帶動了先進半導體需求。這一強勁需求，加上新產能的逐步釋放，為鉑合金應用提供了穩定支撐和持續增長的動力。

## 氫：固定式和其他

2025年第三季，固定式氫氣系統的鉑金需求同比增長6%至0.4噸。在北美，儘管領先的電解槽和燃料電池汽車 (FCEV) 製造商利潤率有所改善，但美國氫能中心資金面臨可能或實際被取消的挫折，增長勢頭有所減弱。歐洲市場需求保持韌性，英國和歐洲的電解槽及氫能設備生產商業績穩健，特別是在質子交換膜 (PEM) 技術方面。日本市場受政府補貼和裝置安裝進展推動，需求實現溫和增長。中國市場儘管基數較低，但與氫能相關的鉑族金屬需求增長強勁，且固定式質子交換膜技術的採用仍受限於市場對鹼性系統的持續偏好。在印度方面，國家綠氫使命下的專案活動加速，而其他地區僅有零星的試點專案。

## 其他

2025年第三季，全球其他工業領域需求同比下降1% (-0.03噸) 至3.9噸。在汽車領域，燃油噴射汽車 (fuel-injected car：採用電子控制燃油噴射系統的內燃機汽車) 產量同比微降，加上售後市場供應鏈備貨動力更為謹慎，導致對火星塞和感測器等關鍵零件的需求減少。

## 投資領域需求

第三季，全球鉑金條、幣需求同比下降4% (-0.06噸) 至2.0噸，地區層面出現顯著變化。中國購買量激增166%，但這被美國 (-67%) 和日本 (-59%) 市場的明顯下降所抵消。因此，若排除中國，情況則大不相同，2025年第三季其他所有市場合計同比下降54%。

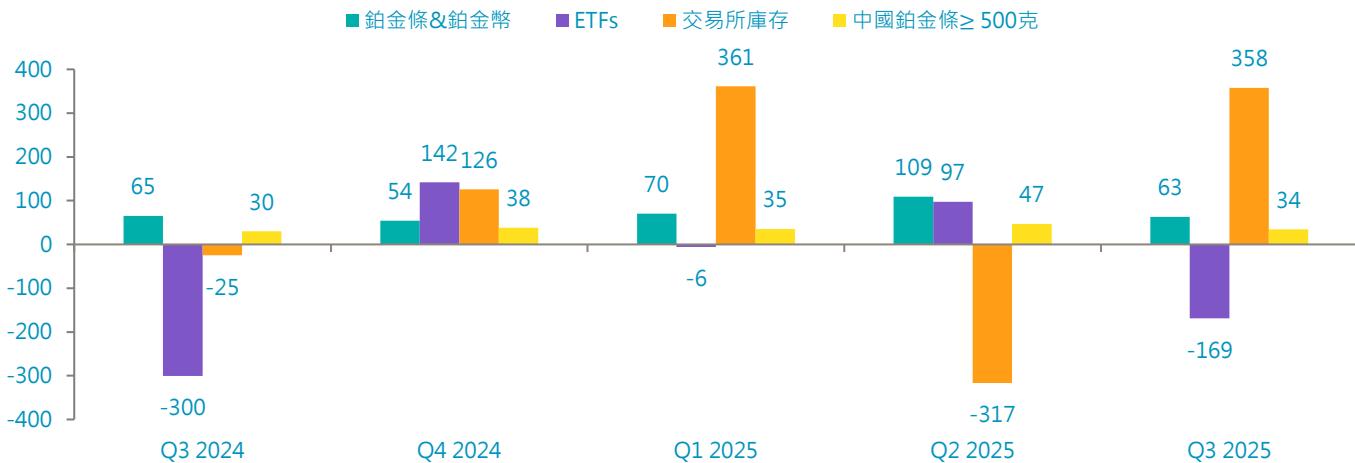
首先，北美購買量降至僅0.2噸的新低（同比下降0.3噸）。由於市場聚焦於價格表現強勁的黃金和白銀，導致鉑金總需求表現平淡；然而，儘管黃金和白銀的淨需求受到大量拋售的影響，但由於投資者持有的鉑金條、幣庫存水準相對較低，鉑金通常並未出現類似情況。此外，市場受到供應問題的持續影響，反映出持續的關稅擔憂和高漲（有時是極高）的金屬租賃利率，這使得鉑金產品生產缺乏經濟性。

2025年第三季，歐洲鉑金條、幣需求同比放緩9%、環比下降25%至0.2噸。需求下降部分歸因於產品供應有限，因為租賃利率也給供應鏈帶來壓力，加之夏季季節性淡季的影響。鉑金條、塊投資產品的增值稅仍是另一個不利因素，這點與白銀類似。因此，儘管重大的宏觀經濟不確定性促使零售投資者尋求對沖工具，但黃金在貴金屬領域內仍持續佔據主導關注。

日本市場需求在2025年第三季轉為淨投資，而前一季度為淨流出。這是由於面對價格波動減小，拋售量大幅下降所致。儘管如此，淨需求仍顯著低於2024年同期。同樣，差異主要源於總拋售量而非新購入量。雖然這超出了第三季資料的範圍，但市場的真正興奮點從10月開始出現。當地黃金價格突破每克2萬日元大關，這引發了日本市場數十年來未見的黃金及其他貴金屬零售需求熱潮。鉑金自身的價格強勢也促進了對其需求的增長，許多經銷商的小克重產品已售罄。

在中國，本地鉑金條、幣投資需求同比增長一倍以上 (+0.8噸) 至1.2噸，這得益於投資者對鉑金投資認知度的提升以及鉑金價格的優異表現。然而，需求環比下降了65%。這一顯著下降歸因於2025年第二季創紀錄的高基數，當時許多零售投資者認為鉑金價格被低估。

圖4: 鉑金投資 · 千盎司



來源：金屬聚焦為世界鉑金投資協會提供

2025年第三季，鉑金ETF持倉量下降5.3噸（-5%），至100.5噸，主要受歐洲和南非基金獲利減持推動。儘管鉑金價格在當季觸及11年高位（10月創下12年新高），但隨著北美基金參與本輪上漲行情，9月份買盤重現。鉑金ETF在短暫於1300至1400美元區間橫盤整理後，買盤持續運行於1400美元上方。

2025年第三季，交易所鉑金庫存增長超過一倍（+11.1噸）至21.1噸，這一增長幾乎完全由流入芝商所美國交割庫的庫存所推動。這超過了今年早些時候「解放日」前的高點，但仍低於與新冠疫情相關的市場錯位期間23.0噸的峰值。儘管實物供應持續緊張，但兩位數的期轉現（EFP）溢價（美國期貨與現貨價格的價差）將金屬吸引至芝商所交割庫。庫存增加反映了交易商在《232條款》調查結果公佈前的謹慎態度——原定於10月公佈，但因美國政府持續停擺而推遲。

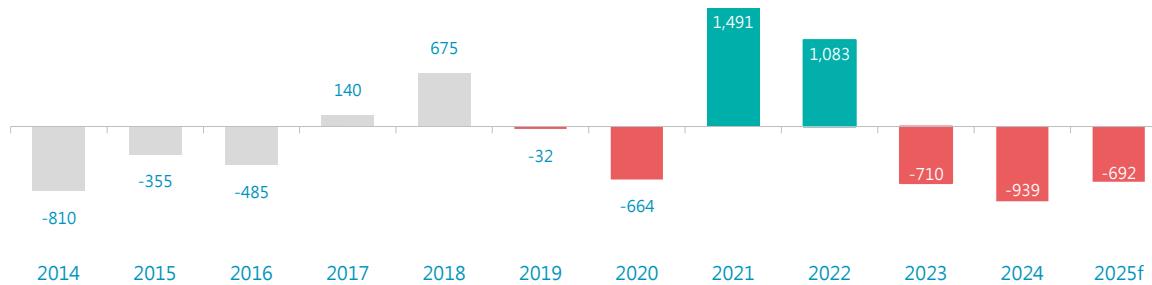
### 2025年展望

預計鉑金將在2025年錄得21.5噸的供應缺口——這是連續第三年出現短缺——地上存量預計到年底將降至99.1噸。供應預計下降2%（-5.4噸）至221.7噸，因為礦產供應減弱（-5%）超過了回收供應增長7%的影響。後者反映了廢舊汽車尾氣催化劑回收的改善和首飾回收的增加，並得到較強價格的支撐。總需求預計溫和下降5%（-12.8噸）至243.2噸，主要由於玻璃行業週期性低迷導致工業領域需求疲軟。由於含催化劑車輛產量減少，汽車領域需求預計下降3%；而首飾領域需求預計同比增長7%，這得益於上半年中國市場強勁的購買力，因零售商從黃金轉向鉑金並積極建立庫存。投資領域需求預計將達到23.1噸——為五年來高位。

### 供應

2025年，全球精煉礦產供應預計同比下降5%至171.4噸，所有主要地區產量均有所下降。繼今年早些時候異常強降雨和洪水擾亂南非採礦作業，以及加工限制削減精煉產量之後，預計供應將在下半年恢復。英帕拉鉑業（Implats）南非冶煉廠維護工作的完成，應有助於減少今年早些時候因精煉廠受水、電和氫氣供應中斷而被推遲消化的部分過剩庫存量。然而，預計2025年南非礦產產量同比下降5%至122.7噸，因為2024年的礦產供應量暫時受到未泰鉑業（Valterra Platinum）大幅減少半成品庫存而提升。

圖5: 2014-2025年供需平衡 · 千盎司



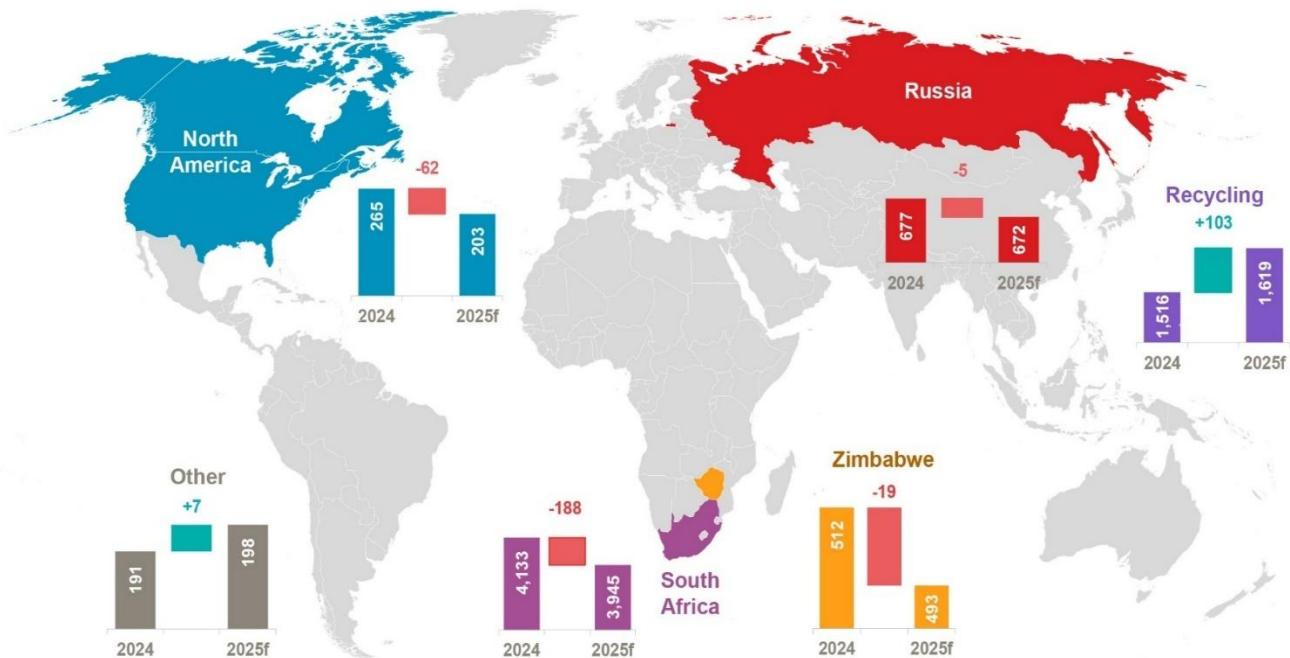
來源：SFA牛津（2014～2018），金屬聚焦（2019～2025預測）

2025年期間，鉑金價格的大幅上漲以及整個鉑族金屬板塊的價格走高，已從根本上改變了全行業的鉑金開採經濟性。此前導致部分礦山關閉重組及多個開發項目延期的利潤壓力現已緩解，一些生產商正在重新評估增長方案。儘管利潤率改善已消除前幾期《鉑金季刊》提及的停產風險，但專案開發的重啟需要時間，預計今年不會形成有效的新增供應。

辛巴威鉑金供應量預計同比縮減4%至15.3噸，從2024年的歷史高位回落。產量下降主要源於今年未再延續去年通過壓減半成品庫存推高供應的舉措。

北美地區供應預計將大幅下降，同比減少24%至6.3噸，創30年來最低產量水準。這是斯班-靜水公司（Sibanye-Stillwater）對其美國資產進行重組，疊加利潤率壓力導致加拿大鎳副產品產量下降的結果。

圖6: 供應變化 · 千盎司 · 2024 v.s. 2025f



## 回收

得益于堅挺的鉑族金屬（PGM）價格及更為穩定的報廢車輛回收管道，2025年上半年廢舊汽車尾氣催化劑供應量有所增加。然而在第三季，隨著關稅擔憂再度抬頭，供應量有所放緩。新催化劑和廢催化劑的HS編碼重疊造成監管不確定性，導致部分貨物流向其他地區，同時美國廢舊汽車尾氣催化劑收集商的收集量減少。隨著3E（鉑、鈀、銠）催化劑價格預計在2025年第四季走強，且中國維持全國報廢補貼計畫（儘管部分省份暫停了地方專案），2025年汽車回收供應總量預計同比增長約5%。

首飾回收量預計同比增長14%至10.5噸，創2022年以來最高水準。這一增長完全由中國市場驅動——2025年第三季強勁的鉑金價格導致超出預期的回收量將推動該領域同比增長50%。

## 需求

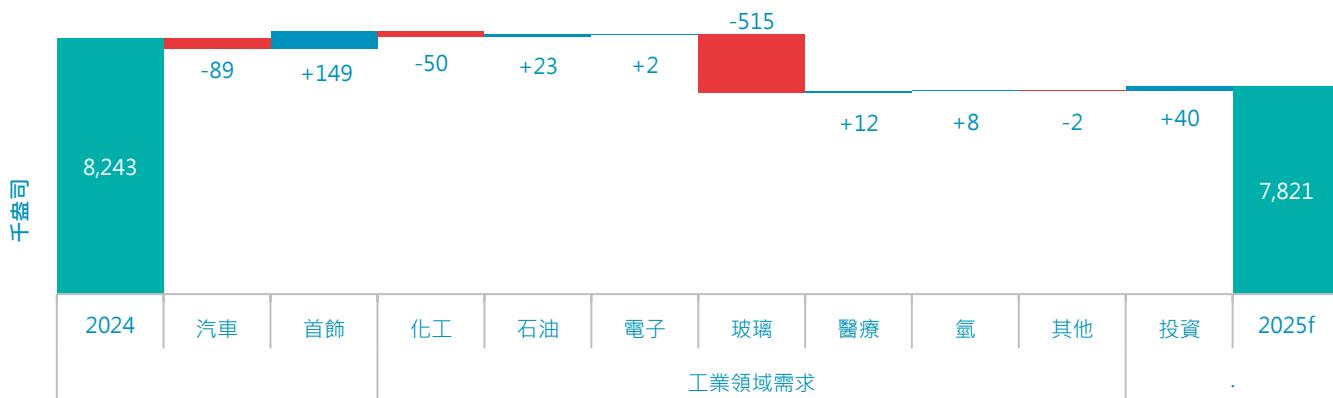
受工業和汽車領域需求疲軟拖累，2025年鉑金需求預計同比下降5%（-13.1噸）至243.2噸。隨著中國LCD市場繼去年繁榮後回歸常態，玻璃行業的採購量預計下降74%；汽車領域需求則因內燃機汽車產量減少而預計縮減3%。相比之下，中國市場的驅動使得首飾領域需求預計增長7%；投資領域需求預計同比增長6%，這得益於中國市場零售購買行為的強勁表現，以及在持續關稅不確定性背景下的交易所庫存流入。

## 汽車領域需求

關稅政策持續增加生產規劃的複雜性。繼2025年第二季下調後，全年汽車產量預測已上調至9200萬輛。含鉑族金屬催化劑的輕型車（LDV）產量預計同比下降2%至7730萬輛。重型車（HDV）產量預計增長2%至340萬輛，其中含鉑族金屬催化劑的客車和卡車產量下降3%，而非道路含鉑族金屬催化劑車輛產量預計小幅增長2%。由於今年含鉑族金屬催化劑車輛在汽車總產量中的占比下降，汽車領域的鉑金需求預計將下降3%（-2.8噸）至93.9噸。

2025年，歐洲鉑金需求預計同比下降8%（-2.7噸）至29.4噸。儘管汽車製造商因二氧化碳（CO<sub>2</sub>）排放罰款計算方式調整為三年平均值而獲得一定緩解，但其仍在擴大純電動車型。純電動車產量預計增長29%。儘管汽車關稅問題比預期更快得到解決，但不確定性仍對生產計畫造成壓力。重型車行業產量雖已回穩，但混動重型車的增長未能抵消內燃機車輛的下降。

圖7：各行業領域的需求變化, 2024 vs 2025



來源：金屬聚焦為世界鉑金投資協會提供

北美地區鉑金需求預計同比下降5%（-0.7噸）至14.4噸。由於關稅實施導致2025年下半年生產放緩，輕型車產量預計縮減2%。與此同時，受貨運需求持續疲軟及去年（為規避美國環保署2027年標準）提前購車影響，限制了車隊擴張。重型車產量預計將下降23%。關稅政策引發的貨運需求疲軟，也削弱了車隊更新的動力。儘管能效標準可能存在回檔，但2025年生效的《企業平均燃油經濟性（第三階段）》（CAFE-3）法規仍在推動混動車產量的提升。

2025年，日本市場鉑金需求預計增長3%（+0.3噸）。輕型車產量的小幅增長以及卡車產量7%的健康增長支撐了這一需求的上升。預計日本除燃料電池汽車外，其他動力總成的車輛均將實現增長。

中國市場的鉑金需求預計在今年增長1%（+0.1噸）至16.1噸。儘管報廢補貼政策對各類型動力總成的車輛均有支持，但我們仍注意到內燃機汽車產量下降了8%。中國在插混車型中快速普及增程車（EREVs），帶動插混車總體增長14%，但對鉑金需求的拉動極其有限——因其催化劑鉑族金屬含量較低。雖然預計2025年重型車的鉑金需求保持平穩，但配備鉑族金屬催化劑的非道路機械增長9%，有助於進一步提升鉑金需求。在印度鉑金需求增長4%的帶動下，我們預計世界其他地區的需求將增長1%。

## 首飾領域需求

2025年，首飾領域需求預計增長7%至67.1噸，創下2018年以來最高水準。這主要得益於年初中國市場的積極囤貨，以及西方和日本市場在金鉑價差擴大的助推下持續復甦。

我們預計北美市場將連續第二年擴張，加工需求增長5%至14.5噸。鉑金正在奪取黃金的市場份額，而黃金在2025年的加工需求出現明顯萎縮。婚慶及高端珠寶行業對近期金屬價格上漲的影響相對不敏感，特別是對於鑲嵌珠寶而言，金屬僅占原材料成本的很小部分。隨著2025年黃金價格持續對鉑金保持顯著溢價，金鉑價差將繼續擴大。

日本首飾加工量在2025上半年實現健康增長而下半年僅出現小幅下滑（包括第四季預計下降2%），使得全年總量同比增長3%。本報告及此前各期中提到的主題——隨著兩種金屬價差擴大，鉑金正在奪取黃金的市場份額——是這一增長的主要驅動因素。

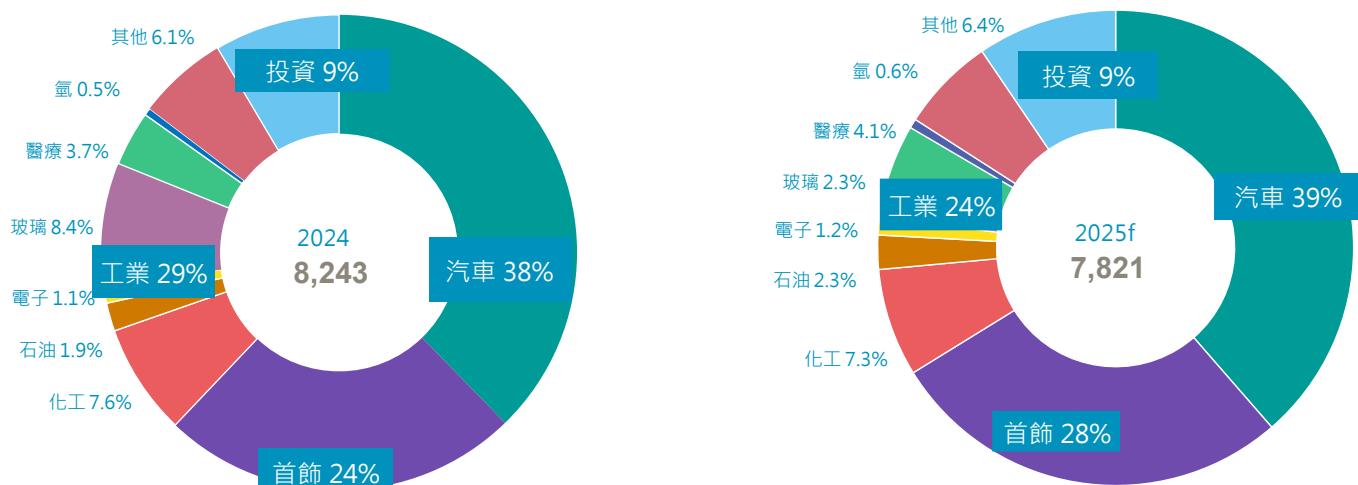
在中國，我們預計2025年鉑金首飾加工將同比增長44%至18.5噸。儘管這一增長中相當一部分源於上半年因認為鉑金被低估價值而進行的積極囤貨，但我們對2025年第四季的需求仍持謹慎樂觀態度，預計將小幅增長5%。

自上一期報告發佈以來，我們已將印度加工預測下調至約5.8噸，同比下降30%。然而這仍是歷史第四高的年度需求。儘管此前支撐加工的出口量因美國關稅大幅減少，但考慮到近年基數較高，國內需求保持穩定，並且隨著婚慶季開始，我們預計第四季需求將有所回升。展望未來，連鎖店向二、三線城市的擴張正在解鎖新的消費群體，並將鉑金市場拓展至主要城市中心以外。此外，大都市以外市場對鑲嵌和小克拉首飾的接受度不斷提高，應能擴大鉑金首飾的消費基礎，有助於抵消出口阻力並支持恢復溫和增長。

## 工業領域需求

2025年，工業領域的鉑金需求預計下降22%至59.2噸，主要受玻璃和化工行業疲軟拖累。這一急劇下降反映了中國玻璃行業週期性產能建設結束以及化工需求疲軟，其中對二甲苯（PX）和丙烷脫氫（PDH）催化劑採購量低迷。其他細分行業總體穩定或略有增長，但不足以抵消這些下降。工業需求預計將占總需求的24%，為2017年以來最低占比。

圖8: 終端需求份額, 2024 vs 2025f



來源：金屬聚焦為世界鉑金投資協會提供

## 玻璃

2025年玻璃行業的鉑金需求預計同比下降74%（-16.0噸）至5.5噸，創下世界鉑金投資協會自2013年有資料紀錄以來的最低水準——2024年中國LCD產能創紀錄擴張而今年新增產能極為有限。在中國以外，2025年第一季一家日本主要LCD工廠的關閉進一步減少了總需求，該廠址計畫在下游面板製造商退出後改建為人工智慧資料中心。這將導致日本淨需求轉為負值，加之中國市場需求疲軟，LCD行業今年將出現金屬淨回流市場的狀況。中國玻璃纖維產能持續增長，但在2021至2024年快速擴張後勢頭有所放緩，導致鉑金採購量下降。

## 化工

2025年化工行業的鉑金需求預計將連續第二年下降，同比下降8%至17.9噸，創七年新低。與2024年相同，石化行業產能擴張放緩仍是今年鉑金需求走低的主要因素。這反映出中國對二甲苯行業在2019年至2023年異常強勁的增長後出現不可避免地放緩。有機矽行業的增長部分緩解了這些需求下滑。同時，預計化肥行業新增產能有限，需求將保持穩定。

## 石油

石油領域的鉑金需求預計同比增長14%，主要受氫制油工廠計畫中催化劑更換次數增加帶來的補充需求，以及生物燃料項目投資增長所驅動。相比之下，鉑金在催化重整和異構化裝置中的使用量預計今年將小幅下降。從區域性來看，北美和歐洲因多家精煉廠永久關閉導致淨精煉產能下降，預計需求減少。中國市場需求亦有所減弱，因原油消費總量趨於平穩，推動國內煉油行業整合。相比之下，中東地區精煉產量持續提升，推動需求增長。

## 醫療

2025年，醫療行業的鉑金需求預計同比增長4%（+0.4噸）至10.0噸。醫療可及性的提升與行業投資的增加共同推動需求增長，其中鉑金在癌症治療和醫療器械領域的關鍵作用尤為突出。牙科需求依然較小且持續下降。

## 電子

2025年，電子行業的鉑金需求預計增長2% (+0.06噸) 至3.0噸。儘管持續面臨來自固態硬碟 (SSDs) 的競爭壓力，使用鉑金的機械硬碟 (HDDs) 近期出貨量出現短期復甦。這歸因於其更優的單位存儲成本，使其成為人工智慧應用所需海量冷資料存儲的理想選擇。此外，受產能投資增加和供應鏈自主化努力推動，半導體行業的戰略性增長為鉑金合金需求帶來光明前景。

## 固定式氫氣系統及其他

2025年，全球固定式氫氣系統及其他相關活動需求預計增長20% (+0.2噸) 至1.6噸，但各地區增長仍不均衡。歐洲市場展現出明確增長勢頭，項目儲備擴大及支持性政策框架持續推動活躍度高漲。北美市場相對受限，政策的不確定性制約了進展。日本市場保持平穩，補貼維持了基礎部署水準但擴張動力有限。中國市場正從極低基數起步，初步項目預示著更廣泛應用的開始。包括印度和中東部分地區在內的其他區域，則在激勵計畫和早期製造業發展的支持下逐步推進。

## 其他

儘管由於內燃機汽車產量減少（尤其在西方市場），預計2024年後與火星塞及相關鉑金需求將出現下降，但若干因素提供了緩衝。混動汽車的普及增加了火星塞需求。此外，飛機和渦輪產量增長推動小型船舶和航空領域對先進感測器和點火器的需求穩步上升，預計將部分抵消傳統燃油車需求的下降。然而，庫存調整和貿易政策不確定性導致的短期售後市場疲軟構成顯著下行風險。火星塞和感測器的未來趨勢將在很大程度上取決於新關稅的具體細節以及市場反應。

## 投資領域需求

今年，鉑金條、幣投資總量預計躍升73%創下10.4噸的四年新高 (+4.4噸)。這一表現完全由中國購買量激增所驅動，預計中國市場需求將增長近四倍至7.2噸。所有其他關鍵市場今年預計均將出現下滑，若排除中國，全球總量將下降20%。換言之，中國將占全球需求總量的近70%，而三年前這一比例僅為15%。

2025年北美市場需求再次下調，最新預估僅為1.8噸 (-1.8噸)。作為參考，北美市場2022年的條、幣購買量曾達到8.0噸，比當前水準高出6.2噸。需求疲軟及此前持續存在的關稅影響疊加之下，高漲的金屬租賃利率導致鑄造條、幣無利可圖，預計這一狀況將持續至年底。儘管鉑金直接受到高租賃利率影響，黃金和白銀零售需求亦受波及，例如前者預計將下降三分之一，回落至新冠疫情前水準。

由於鉑金租賃利率短期內可能持續處於歷史高位，新制產品的供應緊張將繼續影響鉑金條、幣的零售。與此相關的是，黃金和白銀因創歷史新高的價格刺激投資大幅增加，進而將降低經銷商推廣鉑金的意願。因此，歐洲市場的投資需求預計在2025年將減少5%，上半年的復甦將完全被下半年的低迷所抵消。

在中國，由於第三季鉑金條幣的銷售表現強於預期，我們將2025年預測上調至7.2噸——同比增長近四倍。這一異常增長主要受2025年第二季的創紀錄需求所推動：當時鉑金價格的表現、市場對其價值低估的認知以及投資者關注度提升，共同推動中國鉑金進口量（中國鉑金供應對進口的依賴度極高）創下歷史新高。

儘管黃金突破每克2萬日元後出現的貴金屬狂熱已有所降溫，但日本零售投資者對貴金屬的興趣依然濃厚。然而，投資產品的產能限制了銷量，我們在10月下旬走訪時，許多經銷商已無庫存。因此，我們保守預估第四季淨投資量為0.9噸，使全年淨投資量達到0.4噸。

2025年，鉑金ETF持倉量預計將增加2.2噸至105.0噸，這主要得益於當鉑金價格成功上漲並突破一個關鍵水準後的市場情緒改善、穩健的基本面支撐以及鉑金對黃金的持續折價。

美國鉑金倉庫庫存今年呈現波動較為顯著，反映了期轉現（EFP）溢價的劇烈震盪——美國期貨與現貨價差已從約-50美元/盎司至+80美元/盎司不等。預計這種波動將持續到2025年第四季，一旦《232條款》調查結果公佈，庫存可能出現決定性變動。如果調查結果未對鉑金徵收特定關稅（我們的基本情景預測基礎），我們預計交割庫庫存將放緩至淨增加約4.7噸——較當前水準下降超過7.8噸。反之，若對鉑金加徵關稅，當前的期轉現可能被低估，短期內或吸引更多金屬流入美國市場。

### 地上存量

今年預計21.5噸的市場供應缺口將使地上庫存降至99.1噸，創2020年以來最低水準，相當於約五個月的需求覆蓋量。世界鉑金投資協會（WPIC）對地上存量的定義是指不包括與交易所交易基金（ETF）、存放在交易所認證庫中的金屬，或礦業生產商、精煉商、加工商及終端使用者的生產營運庫存相關的鉑金持有量的年終累計估值。

### 2026年展望

2026年，投資領域需求仍將是影響市場平衡和價格的主要波動因素。《232條款》調查的不確定性、中國取消進口鉑金增值稅豁免以及更廣泛的關稅風險，可能在美國、中國和世界其他地區之間形成分層定價。預計總供應增長3%至230.3噸，為2021年以來最高水準。礦產供應預計保持穩定，北美重組帶來的下降將被南非和辛巴威的增長所抵消。回收供應預計強勁增長，高價環境推動兩位數增幅。在需求端，因電氣化降低了裝載鉑族金屬催化劑汽車的產量，汽車尾氣催化劑需求預計下降3%。2025年的異常囤貨現象不會重現，預計首飾加工縮減6%。由於玻璃和化工行業產能擴張在2025年週期性疲軟後走強，工業領域需求預計將反彈9%。受交易所交割庫庫存流出和ETF獲利減持推動，投資領域需求預計下降52%至11.1噸。因此，預計2026年市場將大致保持平衡，僅出現約0.6噸的小幅過剩。

### 供應

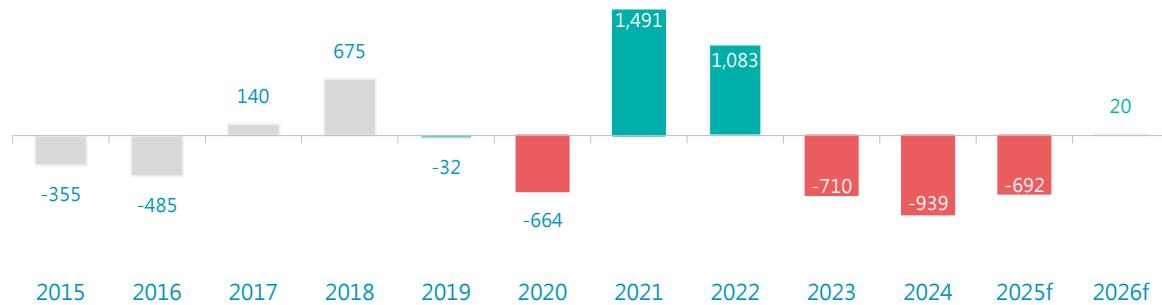
2026年，預計南非和辛巴威的增量部分被北美和俄羅斯的小幅下降所抵消，鉑金礦產總供應量同比僅增2%，任何計畫外中斷或半成品庫存釋放速度超出預期都可能決定礦產供應的最終走向。

預計南非主要生產商的產量將會增長。得益於過剩半成品庫存的釋放及其加工產能的改善，英帕拉鉑業（Implats）產量小幅增加。在其他地區，部分成熟礦山產量的下降預計將被Platreef項目的初期產量所抵消，該專案目標在2025年第四季實現首次生產，預計其第二階段約6.2噸的產量爬坡需要三年左右時間。

在西方供應商退出後，諾鎳（Nornickel）正持續推進向非西方採礦設備的採購轉型，轉型預計將會抑制礦石產量，加之品位下降的長期趨勢，這可能導致俄羅斯產量小幅下降。

北美產量預計將延續長期下降趨勢，因低鎳價對副產品鎳礦開採的經濟效益構成壓力，促使嘉能可（Glencore）的弗雷澤礦山（Fraser Mine）關閉以及對淡水河谷（Vale）的湯普森礦山（Thompson mine）進行戰略性評估。預計斯班-靜水公司（Sibanye-Stillwater）的美國業務產量在2024年重組後保持穩定，加拿大英帕拉鉑業因礦山逐步關閉預計將出現產量下降。

圖 9: 2015-2026年供需平衡，千盎司



來源：SFA牛津（2014～2018），金屬聚焦（2019～2026預測）

### 需求

2026年鉑金總需求預計下降6%至229.7噸，創四年新低。總需求下降主要由於投資領域需求減少：預測芝商所交割庫庫存從高位回落及ETF投資者獲利減持。

2026年，我們預測汽車領域的鉑金需求將下降3%至90.7噸。儘管預計全球汽車總產量將增長到近9360萬輛，但增長主要來自純電動汽車，預計其市場份額將提升三個百分點，達到20%。含鉑族金屬催化劑的汽車產量預計下降約2%，至略高於7500萬輛。儘管產量減少幅度不大，但我們預計該行業鉑金需求將出現更大幅度的下降，因為內燃機和混動車輛都採用相似的鉑族金屬含量的催化劑，加之混動車發動機排量通常較小，這些都持續抑制需求量。我們預計大部分鉑金需求下降將來自歐洲和北美，而世界其他地區預計將溫和增長。重型車產量預計將有改善，受關稅擔憂緩解和車隊更換車輛計畫重啟的支撐，部分抵消了輕型車需求的疲軟。儘管非道路機械產量可能基本持平，但隨著更多車輛配備含有鉑族金屬的催化劑，該行業的鉑金需求預計將會上升。例如，從2026年4月起，印度所有功率類別的曳引機都將執行更嚴格的排放法規，促使大多數製造商在催化劑中添加塗敷鉑族金屬的柴油顆粒捕集器（DPF）。

2026年，首飾領域的鉑金需求預計將減少6%跌至63.3噸。在北美，高漲的金鉑價差將繼續支持鉑金首飾相對於白K金的銷售，但鉑金首飾的絕對成本預計將會上升。因此，我們預測2026年美國加工需求將進一步微增1%。在歐洲，我們看到加工需求在經過此前數年增長後，目前穩定在相近水準。預計2026年中國鉑金首飾需求同比下降14%，這反映了2025年第二季異常的高需求將不會重現。若剔除非典型囤貨因素，2026年中國首飾加工需求將同比小幅增長。印度鉑金首飾加工預計在2026年同比下降15%至4.9噸——創2022年以來最低水準——消費情緒低迷、零售商推廣有限以及出口放緩抑制了需求。儘管如此，創紀錄的黃金價格、男士珠寶系列關注度上升以及線上銷售強勁應有助於緩解需求下滑。

得益於玻璃和化工行業需求的反彈，預計2026年工業需求增長9%至64.6噸。玻璃行業鉑金需求預計同比增長66%至9.2噸。強勁增長反映了2025年低需求後的復甦。LCD玻璃產能主要集中在中國，通常以兩到三年為週期進行擴張，2026年仍處於較慢發展階段。與2025年不同，當時日本一家大型LCD工廠關閉導致需求下降，但2026年預計無類似關閉，這將支持該行業實現淨正增長。預計2026年化工行業鉑金需求復甦，其主要應用方向均有望增長。經過2025年的平靜期後，當前專案儲備顯示新的對二甲苯工廠將於2026年投產，但新增規模將低於2023年的峰值水準。同時，隨著美國關稅引發的貿易干擾減弱，這將為有機矽行業需求提供支撐。得益於全球產能的溫和增長，化肥行業對鉑金的需求預計也將小幅上升。由於現有氣制油工廠補充需求減少，預計2026年石油行業鉑金需求同比下降15%。若剔除氣制油工廠催化劑更換的影響，催化重整和異構化裝置的鉑金用量預計明年保持穩定。生物燃料生產的擴張也應為鉑金需求提供了一定支撐，儘管當前其在全球燃料供應中占比有限導致極低。電子行業需求預計在2026年下降1%。儘管先進製造技術使鉑金合金層更薄，但預計更廣泛的應用場景和新產能將抵消存儲應用因上述因素帶來的不利影響。

因此，雖然我們預測明年鉑金需求將小幅下降，但長期趨勢表明與半導體相關應用將逐步成為電子行業鉑金需求的主導驅動力。2026年醫療行業的鉑金需求預計增長4%，與今年增速持平，增長動力來自中國及全球其他地區醫療設備需求增強，並得到人口老齡化、醫療投資增加和醫療可及性改善的支持。鉑金在癌症治療中應用的增長（尤其是在西方市場）將進一步提升需求。總體來看，工業領域需求占總需求的市場份額預計將上升4個百分點至28%。

2026年，全球條、幣投資總量預計將增長37%至14.4噸（+3.9噸），創六年新高。預計所有主要市場均將實現增長，其中日本和北

資料資料由金屬聚焦有限公司（自2019年起）及在此之前由SFA（牛津）為世界鉑金投資協會提供

## 2025年第3季度《鉑金季刊》

美市場將領漲全球。值得強調的是，這兩個地區2025年需求均處於低迷狀態，這將因此使得同比增幅顯得尤為顯著。在日本，我們預計2025年第四季的增長勢頭將持續，且本地市場將設法緩解供應瓶頸（無論是通過本地產能擴張還是小規模產品進口），這些因素的共同作用，預計2026年的需求達到一個里程碑——即創下過去六年中的最高水準。在北美市場，預計鉑金租賃利率的回落將鼓勵精煉商和造幣廠恢復較高產量，儘管仍遠低於歷史正常水準。這將有助於滿足那些被價格進一步上漲的跡象所吸引的散戶投資者日益增加的購買需求。

在歐洲，積極的鉑金價格預期可能會支撐投資者明年投資的興趣。然而，2025年至今高漲且波動的租賃利率，以及2026年租賃利率可能進一步飆升的風險，仍將是鉑金產品供應的關鍵挑戰。因此，歐洲市場的投資需求預計僅將從2025年的低迷水準小幅上升。在中國，我們相信增長勢頭將在2026年持續，這既基於我們樂觀的價格預期，也源於投資者對鉑金投資產品認知度的進一步提升相一致。

隨著關稅擔憂的消退，預計2026年交易所交割庫庫存將回歸常態，實現4.7噸的庫存淨釋放。同時，預計ETF將出現適度的減倉，投資者將在鉑金價格創十年新高之際獲利減持，ETF淨需求為負5.3噸。ETF的負淨需求與交易所庫存釋放合計，將使投資淨需求減少12噸。

### 地上存量

至2026年底，預計0.6噸的盈餘將使地上庫存基本保持在99.7噸水準，相當於五個月的需求覆蓋量。

世界鉑金投資協會（WPIC）對地上存量的定義是指不包括與交易所交易基金（ETF）、存放在交易所認證庫中的金屬，或礦業生產商、精煉商、加工商及終端使用者的生產營運庫存相關的鉑金持有量的年終累計估值。

## 2025年第3季度《鉑金季刊》

表2：供需和地上存量情況概要—年度對比

鉑金供需平衡 (千盎司)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025f	2026f	2025f/2024 增長率 %	2026f/2025 f 增長率 %
<b>供應</b>													
精煉產量	6,145	6,130	6,125	6,074	4,990	6,294	5,523	5,606	5,777	5,510	5,622	-5%	2%
南非	4,365	4,385	4,470	4,374	3,298	4,678	3,915	3,957	4,133	3,945	4,055	-5%	3%
辛巴威	490	480	465	458	448	485	480	507	512	493	518	-4%	5%
北美	390	360	345	357	339	272	265	278	265	203	186	-24%	-8%
俄羅斯	715	720	665	716	704	652	663	674	677	672	666	-1%	-1%
其他	185	185	180	169	200	206	200	190	191	198	195	4%	-1%
生產商庫存增加(-)/減少(+)	+30	+30	+10	+2	-82	-94	+45	+14	+10	+0	+0	-100%	N/A
總礦產供應	6,075	6,160	6,135	6,076	4,908	6,200	5,568	5,620	5,787	5,510	5,622	-5%	2%
<b>回收</b>													
汽車催化劑	1,860	1,915	1,955	2,157	2,041	2,107	1,811	1,515	1,516	1,619	1,782	7%	10%
首飾	1,210	1,325	1,430	1,612	1,553	1,619	1,370	1,114	1,143	1,198	1,322	5%	10%
工業	625	560	505	476	422	422	372	331	298	339	373	14%	10%
其他	25	30	30	69	66	67	69	71	76	81	87	7%	8%
總供應	7,935	8,075	8,090	8,234	6,949	8,307	7,378	7,135	7,303	7,129	7,404	-2%	4%
<b>需求</b>													
汽車	3,360	3,300	3,115	2,688	2,198	2,463	2,766	3,208	3,109	3,020	2,915	-3%	-3%
汽車催化劑	3,225	3,160	2,970	2,688	2,198	2,463	2,766	3,208	3,109	3,020	2,915	-3%	-3%
非道路	135	140	145	†	†	†	†	†	†	†	†	N/A	N/A
首飾	2,505	2,460	2,245	2,106	1,831	1,953	1,880	1,850	2,008	2,157	2,036	7%	-6%
工業	2,020	1,900	2,040	2,208	2,003	2,403	2,166	2,389	2,423	1,902	2,076	-22%	9%
化工	560	570	565	802	639	660	672	839	625	575	633	-8%	10%
石油	220	120	235	219	109	169	193	159	158	181	154	14%	-15%
電子	195	210	205	144	130	135	106	89	93	95	95	2%	-1%
玻璃	320	260	275	236	435	713	436	491	692	177	295	-74%	66%
醫療	235	235	235	277	256	267	278	292	308	320	332	4%	4%
固定式氫氣系統和其他	†	†	†	29	28	17	13	22	41	50	68	20%	36%
其他	490	505	525	500	407	443	469	497	505	503	499	0%	-1%
投資	535	275	15	1,264	1,582	-3	-518	397	702	742	358	6%	-52%
鉑金條幣的變化	460	215	280	278	593	349	259	322	194	336	462	73%	37%
中國鉑金條≥500克	†	†	†	16	23	27	90	134	162	186	216	15%	16%
ETF持有量變化	-10	105	-245	991	507	-241	-559	-74	296	70	-170	-76%	N/A
交易所持有庫存變化	85	-45	-20	-20	458	-139	-307	14	50	150	-150	200%	N/A
總需求	8,430	7,935	7,415	8,266	7,613	6,816	6,295	7,844	8,243	7,821	7,385	-5%	-6%
平衡	-485	140	675	-32	-664	1,491	1,083	-710	-939	-692	20	N/A	N/A
地上存量	1,740*	1,880	2,555	3,618**	2,954	4,445	5,528	4,819	3,879	3,187	3,207	-18%	1%

來源: SFA (牛津) 2016 – 2018, 金屬聚焦 2019 - 2026f.

注釋：

1. 地上存量：\*截至2012年12月31日為414萬盎司 (SFA (牛津))。\*\*截至2018年12月31日為365萬盎司 (金屬聚焦)。
2. †在此期間此項的估算資料要麼可忽略不計，要麼分別計入了汽車催化劑需求、其他工業需求或鉑金條和鉑金幣的變化中。
3. 來自金屬聚焦和SFA (牛津) 的資料可能不是基於相同的或可直接比較的方式準備的。
4. 2019年之前，SFA (牛津) 資料獨立四捨五入至最接近的5千盎司。

## 2025年第3季度《鉑金季刊》

表3：供需情況概要—季度對比

鉑金供需平衡 ( 千盎司 )	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q3'25/Q3'24 增長率 %	Q3'25/Q2'25 增長率 %
<b>供應</b>											
精煉產量	1,398	1,531	1,228	1,541	1,459	1,549	1,101	1,446	1,403	-4%	-3%
南非	984	1,143	796	1,127	1,049	1,161	711	1,044	1,028	-2%	-2%
辛巴威	132	133	132	126	132	121	114	137	119	-10%	-13%
北美	66	71	73	59	59	74	49	58	49	-16%	-15%
俄羅斯	168	136	178	181	172	146	180	158	156	-9%	-1%
其他	48	48	48	48	48	47	47	49	51	7%	3%
生產商庫存增加(-)/減少(+)	-1	-24	+24	+35	-24	-25	-19	+22	+0	N/A	-100%
總礦產供應	1,397	1,507	1,252	1,576	1,435	1,524	1,082	1,468	1,403	-2%	-4%
<b>需求</b>											
回收	364	361	376	390	370	381	385	432	400	8%	-7%
汽車催化劑	271	257	275	299	282	287	290	322	290	3%	-10%
首飾	75	85	84	72	68	74	75	90	89	31%	-1%
工業	17	18	17	19	20	20	19	20	21	7%	6%
總供應	1,761	1,868	1,628	1,966	1,805	1,905	1,467	1,900	1,803	0%	-5%
汽車	769	814	820	787	734	768	768	781	721	-2%	-8%
汽車催化劑	769	814	820	787	734	768	768	781	721	-2%	-8%
非道路	†	†	†	†	†	†	†	†	†		
首飾	446	471	488	506	493	521	533	668	471	-4%	-29%
工業	441	566	657	677	547	541	367	514	504	-8%	-2%
化工	127	133	181	170	139	136	159	146	126	-9%	-13%
石油	38	39	40	40	40	40	45	45	45	13%	-1%
電子	22	22	22	23	24	24	22	24	25	5%	6%
玻璃	56	160	210	230	131	122	-78	82	91	-30%	11%
醫療	71	72	74	77	77	80	78	80	80	4%	1%
固定式氫氣系統和其他	6	10	7	9	11	14	13	11	12	6%	6%
其他	121	130	124	129	125	127	127	126	124	-1%	-1%
投資	50	-78	113	459	-230	360	461	-64	286	N/A	N/A
鉑金條幣的變化	86	61	60	14	65	54	70	109	63	-4%	-42%
中國鉑金條≥500克	35	48	53	41	30	38	35	47	34	14%	-27%
ETF持有量變化	-99	-171	11	444	-300	142	-6	97	-169	N/A	N/A
交易所持有庫存變化	28	-16	-11	-40	-25	126	361	-317	358	N/A	N/A
總需求	1,707	1,773	2,079	2,429	1,544	2,190	2,130	1,899	1,982	28%	4%
平衡	54	95	-451	-464	260	-285	-663	1	-179	N/A	N/A

來源: 金屬聚焦 2023-2025f.

注釋:

1. † 非道路汽車需求包括在汽車催化劑需求中。

表4：供需情況概要—半年度對比

鉑金供需平衡 (千盎司)	H1 2023	H2 2023	H1 2024	H2 2024	H1 2025	H1'25/H1'24	H1'25/H2'24
						增長率 %	增長率 %
<b>供應</b>							
<b>精煉產量</b>	2,677	2,929	2,769	3,009	2,547	-8%	-15%
南非	1,829	2,127	1,923	2,210	1,754	-9%	-21%
辛巴威	242	265	258	254	251	-3%	-1%
北美	141	136	133	132	107	-20%	-19%
俄羅斯	370	304	359	318	338	-6%	6%
其他	94	96	96	95	97	1%	2%
<b>生產商庫存增加(-)/減少(+)</b>	+39	-25	+59	-49	+3	-95%	N/A
<b>總礦產供應</b>	2,715	2,904	2,828	2,959	2,550	-10%	-14%
 <b>回收</b>							
汽車催化劑	791	724	766	750	817	7%	9%
首飾	585	529	574	569	612	7%	8%
工業	171	160	156	142	165	6%	17%
其他	35	36	36	40	39	10%	-1%
<b>總供應</b>	3,506	3,628	3,593	3,710	3,366	-6%	-9%
 <b>需求</b>							
<b>汽車</b>	1,626	1,583	1,607	1,501	1,549	-4%	3%
汽車催化劑	1,626	1,583	1,607	1,501	1,549	-4%	3%
非道路	†	†	†	†	†		
<b>首飾</b>	933	917	994	1,014	1,201	21%	18%
<b>工業</b>	1,382	1,007	1,335	1,089	881	-34%	-19%
化工	580	260	350	274	305	-13%	11%
石油	82	77	79	79	91	14%	14%
電子	45	44	45	48	46	2%	-4%
玻璃	275	216	440	252	4	-99%	-98%
醫療	149	144	151	157	157	4%	0%
固定式氫氣系統和其他	6	15	16	25	25	51%	-2%
其他	245	251	252	253	253	0%	0%
<b>投資</b>	424	-27	572	130	397	-31%	206%
鉑金條幣的變化	175	147	75	119	179	140%	50%
中國鉑金條≥500克	51	83	94	68	82	-13%	21%
ETF持有量變化	196	-270	455	-159	91	-80%	N/A
交易所持有庫存變化	2	12	-51	101	44	N/A	-56%
<b>總需求</b>	4,365	3,480	4,509	3,734	4,028	-11%	8%
<b>平衡</b>	-858	149	-915	-24	-662	N/A	N/A

來源: 金屬聚焦 2023-2025.

注釋:

1. † 非道路汽車需求包括在汽車催化劑需求中

## 2025年第3季度《鉑金季刊》

表5：地區需求—年度和季度對比

鉑金總需求 (千盎司)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025f	2026f	2025f/2024	2026f/2025f	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025				
												增長率 %	增長率 %									
汽車	3,350	3,290	3,115	2,688	2,198	2,463	2,766	3,208	3,109	3,020	2,915	-3%	-3%	734	768	768	781	721				
北美	410	390	390	311	268	340	411	448	487	467	464											
西歐	1,630	1,545	1,340	1,355	979	921	976	1,168	1,033	945												
日本	450	435	425	285	223	248	247	291	287	295												
中國	195	230	220	160	254	364	431	544	514	518												
印度	170	175	200	tt																		
世界其他地區	495	515	540	576	474	591	702	757	788	797												
首飾	2,505	2,460	2,245	2,106	1,831	1,953	1,880	1,850	2,008	2,157	2,036	7%	-6%	493	521	533	668	471				
北美	265	280	280	341	277	409	448	438	445	467												
西歐	240	250	255	237	196	260	301	319	343	365												
日本	335	340	345	372	316	298	333	338	376	385												
中國	1,450	1,340	1,095	871	832	703	484	408	412	594												
印度	145	175	195	109	59	123	171	203	266	186												
世界其他地區	70	75	75	176	151	159	144	144	166	159												
化工	560	570	565	802	639	660	672	839	625	575	633	-8%	10%	139	136	159	146	126				
北美	50	50	50	98	103	109	110	121	97	125												
西歐	110	115	105	124	112	115	106	112	105	115												
日本	15	15	15	66	62	65	66	61	58	59												
中國	225	220	215	299	205	221	234	360	184	55												
世界其他地區	160	170	180	215	157	149	155	185	181	220												
石油	220	120	235	219	109	169	193	159	158	181	154	14%	-15%	40	40	45	45	45				
北美	90	55	55	30	5	32	44	44	56	42												
西歐	10	5	20	14	11	18	30	22	21	13												
日本	0	-20	5	7	6	12	7	5	5	5												
中國	80	45	10	66	35	39	26	24	17	13												
世界其他地區	40	35	145	103	52	67	86	64	60	108												
電子	195	210	205	144	130	135	106	89	93	95	95	2%	-1%	24	24	22	24	25				
北美	10	15	15	38	35	35	28	24	25	25												
西歐	10	10	10	27	23	25	20	16	17	18												
日本	15	15	15	20	16	17	14	12	12	13												
中國	80	90	85	28	31	31	23	19	20	19												
世界其他地區	80	80	80	31	25	26	22	18	19	20												
玻璃	320	260	275	236	435	713	436	491	692	177	295	-74%	66%	131	122	-78	82	91				
北美	10	5	5	-67	-25	4	15	33	18	10												
西歐	5	5	20	59	39	6	26	-90	6	1												
日本	-10	-10	0	-37	-63	7	-150	5	-9	-183												
中國	225	165	120	173	333	731	453	541	751	306												
世界其他地區	90	95	130	108	150	-36	92	1	-73	43												
醫療	235	235	235	277	256	267	278	292	308	320	332	4%	4%	77	80	78	80	80				
其他工業	490	505	525	500	407	443	469	497	505	503	499	0%	-1%	125	127	127	126	124				
固定式氫氣系統& 其他	†	†	†	29	28	17	13	22	41	50	68	20%	36%	11	14	13	11	12				
鉑金條& 鉑金幣投資	460	215	280	278	593	349	259	322	194	336	462	73%	37%	65	54	70	109	63				
北美	155	234	256	258	169	115																
西歐	52	75	61	44	24	32																
日本	46	240	-26	-114	54	-24																
中國	15	23	26	38	52	64																
世界其他地區	9	21	33	33	23	7																
中國鉑金條≥500克					16	23	27	90	134	162	186	216	15%	16%	30	38	35	47	34			
ETF 投資	-10	105	-245	991	507	-241	-559	-74	296	70	-170	-76%	N/A	-300	142	-6	97	-169				
北美	125	524	-6	-102	-61	165	300															
西歐	508	237	56	-314	-99	163	-200															
日本	-13	58	-23	-28	12	-6	20															
世界其他地區	370	-312	-268	-116	74	-26	-50															
交易所庫存變化					85	-45	-20	-20	458	-139	-307	14	50	150	-150	200%	N/A	-25	126	361	-317	358
投資	535	275	15	1,264	1,582	-3	-518	397	702	742	358	6%	-52%	-230	360	461	-64	286				
總需求	8,410	7,925	7,415	8,266	7,613	6,816	6,295	7,844	8,243	7,821	7,385	-5%	-6%	1,544	2,190	2,130	1,899	1,982				

來源: SFA (牛津) 2016 - 2018、金屬聚焦 2019 - 2026f.

注釋:

1. † 2019年以前，固定式氫氣系統和其他需求已包含著其他工業需求中。

2. ‡ 印度汽車鉑金需求包括在世界其他地區。

3. 來自金屬聚焦和SFA (牛津) 的資料不一定具有相同或直接可比性。

4. 2019年之前的SFA資料獨立地四捨五入接近5千盎司。

## 2025年第3季度《鉑金季刊》

表6：地區回收—年度和季度對比

鉑金回收供應(千盎司)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025f	2026f	2025f/2024	2026f/2025f	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025
												增長率 %	增長率 %					
汽車	1,210	1,325	1,420	1,612	1,553	1,619	1,370	1,114	1,143	1,198	1,322	5%	10%	282	287	290	322	290
北美				522	486	490	458	311	327									
西歐				792	823	842	687	580	585									
日本				137	92	114	81	73	64									
中國				35	68	77	59	53	72									
世界其他地區				126	83	95	86	96	95									
首飾	625	560	505	476	422	422	372	331	298	339	373	14%	10%	68	74	75	90	89
北美				3	3	3	3	3	3									
西歐				4	4	3	4	4	4									
日本				187	162	160	165	136	107									
中國				276	248	250	195	183	179									
世界其他地區				5	5	5	6	5	5									
工業	25	30	30	69	66	67	69	71	76	81	87	7%	8%	20	20	19	20	21
北美				15	12	12	13	12	15									
西歐				11	10	11	11	13	15									
日本				34	34	34	34	34	34									
中國				7	7	8	9	9	10									
世界其他地區				2	2	2	2	2	2									

來源:SFA (牛津) 2016 – 2018、金屬聚焦 2019 - 2026f。

## 2025年第3季度《鉑金季刊》

表7：供需和地上存量情況概要（該資料以盎司為單位重複刊載於第5頁的表1中）

鉑金供需平衡 ( 噸 )	2022	2023	2024	2025f	2026f	2025f/2024	2026f/2025f	Q2 2025	Q3 2025
						增長率 %	增長率 %		
<b>供應</b>									
精煉產量	172	174	180	171	175	-5%	2%	45	44
南非	122	123	129	123	126	-5%	3%	32	32
辛巴威	15	16	16	15	16	-4%	5%	4	4
北美	8	9	8	6	6	-24%	-8%	2	2
俄羅斯	21	21	21	21	21	-1%	-1%	5	5
其他	6	6	6	6	6	4%	-1%	2	2
生產商庫存增加(-)/減少(+)	1	0	0	0	0	-100%	N/A	+1	+0
總礦產供應	173	175	180	171	175	-5%	2%	46	44
<b>回收</b>									
汽車催化劑	56	47	47	50	55	7%	10%	13	12
汽車催化劑	43	35	36	37	41	5%	10%	10	9
首飾	12	10	9	11	12	14%	10%	3	3
工業	2	2	2	3	3	7%	8%	1	1
總供應	229	222	227	222	230	-2%	4%	59	56
<b>需求</b>									
汽車	86	100	97	94	91	-3%	-3%	24	22
汽車催化劑	86	100	97	94	91	-3%	-3%	24	22
非道路	†	†	†	†	†	N/A	N/A	†	†
首飾	58	58	62	67	63	7%	-6%	21	15
工業	67	74	75	59	65	-22%	9%	16	16
化工	21	26	19	18	20	-8%	10%	5	4
石油	6	5	5	6	5	14%	-15%	1	1
電子	3	3	3	3	3	2%	-1%	1	1
玻璃	14	15	22	6	9	-74%	66%	3	3
醫療	9	9	10	10	10	4%	4%	2	3
固定式氫氣系統和其他	0	1	1	2	2	20%	36%	0.4	0.4
其他	15	15	16	16	16	0%	-1%	4	4
投資	-16	12	22	23	11	6%	-52%	-2	9
鉑金條幣的變化	8	10	6	10	14	73%	37%	3	2
中國鉑金條≥500克	3	4	5	6	7	15%	16%	1	1
ETF持有量變化	-17	-2	9	2	-5	-76%	N/A	3	-5
交易所持有庫存變化	-10	0	2	5	-5	200%	N/A	-10	11
總需求	196	244	256	243	230	-5%	-6%	59	62
平衡	34	-22	-29	-22	1	N/A	N/A	0	-6
地上存量	**172	150	121	99	100	-18%	1%		

來源: 金屬聚焦 2022 - 2026f.

注釋 :

- \*\*地上存量 : 截至2018年12月31日為365萬盎司 ( 金屬聚焦 ) 。
- † 非道路汽車需求包括在汽車催化劑需求中。
- 所有預測都基於最新可用資訊，但可能會在隨後的季度報告中進行修訂。
- WPIC未發佈2013年或2014年前兩季度的季度預測。然而2014年第三季至2023年第一季的季度預測已包含在之前發佈的《鉑金季刊》中，這些報告可以在WPIC網站上免費下載。
- 2023年第三季起的季度預測及2023年上半年估算分別包含在第21和22頁的表格3和表格4中 ( 供應、需求和地上存量 ) 。
- 第24頁的表6中各地區回收供應的詳細資訊僅從2019年開始發佈。

## 術語表

### Above ground stocks

地上存量：年終鉑金累計持有量（不包括ETF和交易所的持倉量或礦業生產商、精煉商、製造商和終端使用者的周轉存貨）。通常情況下，是指未發佈，可隨時補充市場供需短缺或吸納市場盈餘的隱形庫存。

### ADH

Alkane dehydrogenation: 烷烴脫氫：烷烴催化轉化為烯烴。廣義術語包括BDH和PDH。

### BDH

Butane dehydrogenation: 丁烷脫氫：由異丁烷向異丁烯的催化轉化過程。

### BEV

純電動汽車（BEV）僅使用可充電電池為電動機提供動力，以實現驅動。

### Bharat

印度政府引入了Bharat排放標準（BSES），以減少和調節包括機動車在內的內燃機和火花點火式發動機設備產生的空氣污染物的排放量。

### Bharat Stage VI standard ( BS-V, BS-VI )

Bharat Stage VI標準相當於歐6標準，於2018至2020年間在印度實施。

### Catalysed vehicle

含催化劑車輛是指配備有催化轉換器的車輛。催化轉換器是排氣系統中的一種裝置，通過將一氧化碳（CO）、氮氧化物（NO<sub>x</sub>）和未燃燒的碳氫化合物（HC）等污染物轉化為二氧化碳（CO<sub>2</sub>）、氮氣（N<sub>2</sub>）和水蒸氣（H<sub>2</sub>O）等危害較小的氣體，從而減少有害排放。無論是純內燃機車輛還是燃燒化石燃料的混動車輛，都會配備催化劑。

### China Bars ≥ 500g

中國鉑金條≥500克：中國淨鉑金需求，包括500克或更大規格的投資鉑金條，不包括被確認售予主要與工業企業關聯投資者所購買的鉑金條。

### China Vehicle Emission Standards

中國車輛排放標準：由環境保護部在全國範圍內制定，並由環保局在各地區和地方執行。中國多個省市延續了早期出臺新標準的歷史做法。

### China 6

國6：自2016年12月起，中國採用了「國6」排放標準，該標準自2020年7月起（國6a）以及2023年7月起（國6b）在全國範圍內適用於輕型乘用車。這些標準結合了歐6和美國2級（Tier 2）尾氣和蒸發排放法規的要素。國6b還包括了基於歐盟RDE法規（即歐6d TEMP）的強制性道路排放測試，並進行了若干改進和修改。

### China VI

國VI：自2023年7月起，中國VI排放標準已適用於所有新重型柴油車輛。

### Compounds ( Platinum based )

鉑基化合物：鉑與其他元素結合形成化學混合物，在化學過程以及電鍍、金屬沉積和其他工業過程中用作催化劑。

### Diesel oxidation catalyst ( DOC )

柴油氧化催化劑（DOC）可對柴油未充分燃燒所產生的有害的一氧化碳和碳氧化合物進行氧化，生成無害的二氧化碳和水。

### Diesel particulate filter ( DPF ) and catalysed diesel particulate filter ( CDPF )

柴油車微粒篩檢程式（DPF）可對柴油中的微小顆粒物進行過濾。催化柴油微粒篩檢程式（CDPF）則增加了鉑族金屬催化劑塗層，促進煙塵的氧化和去除。這兩個詞語經常交替使用。

### Electrolysis of water

水電解槽是用來將水分子分解成氫和氧的電化學裝置。向電解槽施加電流，水被分解成氧和氫。電解系統由系統、電堆和電解槽組成。

### Emissions Legislation

法規要求車輛必須配備用於處理諸如一氧化碳（CO）、顆粒物、碳氫化合物和氮氧化物（NO<sub>x</sub>）等尾氣排放物的催化系統，不同地區和國家針對各自的最低排放目標與合規截止期限，制定了一系列各不相同的標準。。

## EPA

美國環境保護署 ( EPA ) 負責監管美國汽車和發動機的污染物排放標準。

## EREV

增程式電動汽車 ( EREV ) 是一種純電動汽車 ( BEV ) ，配備了汽油內燃機 ( ICE ) 。但與插電式混動車 ( PHEV ) 不同，ICE無法直接驅動車輪，而是作為發電機給電池充電，從而延長車輛的續航里程。

## ETF

交易所交易基金 ( ETF )。追蹤指數、大宗商品或一籃子資產的證券。鉑金ETF包括由實物金屬支援的需求 ( LLPM優質交割鉑金條存儲在上市交易所批准的安全保險庫中 ) 。

## Euro 6 emission standards

歐6排放標準：歐盟針對輕型車輛的排放標準Euro 6法規於2014/2015年引入。Euro 6設定的限值保持不變，但測量方法逐漸嚴格，包括Euro 6 a、b、c、d和Euro 6d-Temp，目前已實施。對於CO<sub>2</sub>排放，採用基於實驗室的全球統一輕型車輛測試程式 ( WLTP )，而對於NO<sub>x</sub>排放，則採用實際行駛排放測試 ( RDE ) 。

## Euro VI emission standards

歐盟重型車輛歐VI排放標準 ( Euro VI ) 於2013/2014年度推行；類似標準此後已被其他一些國家採用。

## Euro 7 emission standards

歐盟歐7排放標準：將保留現有的針對輕型車輛 ( LV ) 和輕型商用車 ( LCV ) 的歐6尾氣排放限值，但將對固體顆粒物引入更嚴格的要求，並對行駛里程和車輛壽命提出更嚴格的要求。新法規預計將從2027年初開始逐步實施。

## Euro VII emission standards

歐盟Euro VII法規：針對重型車輛 ( HDVs ) 對多種污染物實施了更嚴格的限值，包括一些此前未受到監管的污染物，如一氧化二氮 ( N<sub>2</sub>O )，並對車輛壽命提出了更嚴格的要求。新標準預計將從2027年初開始逐步實施。

## FCM

燃油消耗量 ( FCM ) 監測描述了車輛生命週期的實際消耗量記錄。適用於2020年1月1日起的所有新車和2021年1月1日起的所有新註冊車輛。

## FCEV

燃料電池電動汽車 ( FCEV ) 不使用電池，而是通過含鉑燃料電池中的氫氣發電，以驅動電動機。

## Forward prices

遠期價格：一種商品在未來某一時刻的價格。通常包括現貨價格、無風險利率和持倉成本。

## GTL

氣制油 ( GTL ) 是指煉化過程，該過程將天然氣體轉化為液體的碳氫化合物，比如汽油或柴油。

## HDD

機械硬碟。資料存儲裝置，通過磁板存儲數位資料。

## HDV

重型汽車

## HEV

混合動力電動汽車 ( HEV ) 配備有內燃機，可以直接驅動車輪或作為發電機為電池充電。通過再生制動，能量也可以回收到電池中。其純電動行駛里程通常為幾公里。

## Hydrogen Production Methods

制氫方式：近年來，顏色被用來表示不同的制氫路線。目前還沒有關於這些術語使用的國際協議，也沒有明確定義它們在這方面的含義，但以下的色彩為各種不同的生產方法提供了最廣泛的使用參考：

- 白色 - 為工業副產品自然產生或生產的
- 黑色或褐色 - 煤制氣
- 灰色 - 蒸汽甲烷重整
- 藍綠 - 甲烷熱解
- 藍色 - 蒸汽甲烷重整加碳捕獲
- 綠色 - 使用可再生能源的水電解
- 粉色 - 核能
- 黃色 - 太陽能或多種能源的混合

## ICE

內燃機。

## IoT

物聯網。允許通過英特網向物體和設備發送和接收資料的網路系統。

## ISC

在用合規性 ( ISC ) 要求車輛不僅在新車出廠時符合廢氣排放標準，而且在使用中也要符合排放標準。

## Jewellery alloys

首飾合金：鉑金首飾的純度總是以千分之一來表示。例如，最常見的變體pt950是95%的優質鉑金，其餘的首飾合金由鈷或銅等其他金屬製成。不同的市場通常會規定首飾的純度等級，並將其標記為鉑金首飾。

## Jewellery demand

首飾需求：反應了把鉑金原料變成半成品或成品首飾的加工過程。

## koz

千盎司

## LCD

液晶顯示器是一種平板顯示技術，它利用夾在兩層玻璃或塑膠之間的液晶材料，並通過電場控制液晶分子的排列，從而調節光的通過。

## LDV

輕型車。

## NEDC

新歐洲行駛迴圈 ( NEDC ) 車輛排放測試規定於聯合國車輛法規101，由聯合國歐洲經濟委員會維護，並定期更新和審查。全球統一輕型車輛測試程式 ( WLTP ) 旨在顯著改進並取代該法規。

## Net demand

淨需求：針對金屬新需求的衡量方法，例如扣除回收量。

## Non-road engines

非路用引擎是用於建築、農業和礦業設備的柴油車發動機，其所採用的引擎和排放技術與路用重型柴油車類似。

## Ounce conversion

盎司換算：一公噸=1000千克 ( 公斤 ) 或  
32,151金衡盎司

## oz

盎司：針對貴金屬的一種常用重量單位，1金衡盎司= = 31.103 克。

## PDH

丙烷脫氫，可將丙烷轉化成丙烯。

## PEM Electrolyser Technology

質子交換膜電解水制氫技術：四大關鍵水電解槽技術之一。氧側 ( 陽極 ) 的電極含有氧化鉻，而氫側 ( 陰極 ) 的電極通常含有鉑。傳輸層是鍍有鉑的燒結多孔鈦，雙極板上通常有鉑和其他金屬。

## PGMs

鉑族金屬

## PHEV

插電式混合動力電動汽車 ( PHEV ) 可以通過電源為中型電池充電，同時還配備一個內燃機 ( ICE )，可以直驅動車輪或為電池充電。其純電動續航里程通常為30-80公里。

## PMR

貴金屬精煉廠。

## Pricing benchmarks

定價基準：在流動市場上交易的商品價格，作為買賣雙方的參考。就鉑金而言，最常被參考的基準是倫敦金屬交易所 ( London Metals Exchange ) 管理和發佈的LBMA鉑金價格。LBMA鉑金價格是通過一個競價過程而確定的。

## Producer inventory

生產商庫存：常用於供求平衡中，生產者庫存的變動是指記錄的精煉產量與金屬銷售之間的差值。

## PX

對二甲苯：通過鉑金催化劑從原油中提取出的石腦油所製成的化學品。對二甲苯一般用於生產對苯二酸，對苯二酸常用於生產聚酯纖維。

## Refined production

精煉產量：精煉廠生產的純度通常為99.95%以上的鉑金錠、海綿鉑或鉑粒。

## RDE

真實駕駛排放（RDE）測試是測量汽車在道路上行駛時排放的氮氧化物等污染物。這是實驗室測試的補充。從2017年9月起，對新型汽車實施了RDE測試，並從2019年9月起適用於所有註冊車輛。

## Secondary supply

二級供應（回收）：涵蓋從加工產品中回收鉑金，包括未使用的交易庫存。不包括製造過程中產生的廢料（稱為生產或工藝廢料）。汽車催化劑和首飾回收顯示，在該國產生的廢料可能與之精煉產品不同。

## Selective catalytic reduction (SCR)

選擇性催化還原（SCR）是一種將液體還原劑（尿素）注入柴油機出口氣流的排放控制技術系統。汽車級尿素商標為AdBlue。系統通常需要在SCR裝置之前安裝一個含鉑的DOC。

## SGE

上海黃金交易所。

## SSD

固態硬碟。使用存儲晶片存儲資料的資料存放裝置，通常使用快閃記憶體。

## Stage 4 regulations

第四階段：非道路交通工具（NRMM）受到越來越嚴格的監管，從第1階段到第5階段，層層遞進。

## Three-way catalyst

三元催化劑：用於汽油車中去除碳氫化合物、一氧化碳和氮氧化物。鉑鈀替代的技術方案已在主要採用鈀基的催化劑中融入部分鉑金，這些催化劑通常還含有一定比例的銠。

## Tri-metallic catalyst

在汽車排放控制的背景下，三金屬催化劑通常指使用三種鉑族金屬（PGMs）——鉑（Pt）、鈀（Pd）和銠（Rh）組合的催化轉化器。

## US Vehicle Emission Standards

美國汽車排放標準由美國環境保護署（EPA）根據《清潔空氣法》（CAA）制定。加利福尼亞州有權制定自己的排放法規。發動機和車輛排放法規由加州空氣資源委員會（CARB）採用，CARB是加州環境保護局的一個監管機構。車輛每年都可以通過不同排放等級的認證，稱為「bin」。然後對所有「bin」的車隊平均排放量進行監管，並逐年減少。為了達到所需的車隊平均數，每年必須在較低的bin中登記更多的車輛。

## Tier 3

第三級：美國環保署發佈的排放法規。該條例規定了美國至2025年的共同目標。

## Tier 4 stage

第四階段：非道路交通工具（NRMM）受到越來越嚴格的監管，從第1階段到第5階段，層層遞進。

## Washcoat

塗層：含有活性催化材料的層，如鉑族金屬，應用於汽車催化塊或組件中的非活性的、通常是陶瓷基底板上。

## WIP

在製品。

## WLTP

全球輕型汽車測試規程：全球統一的輕型車測試程式是一項使用者測試污染物排放和燃油消耗的實驗室測試程式。全球統一的輕型車測試程式取代了新歐洲駕駛迴圈（NEDC）。它從2017年9月開始適用於新車類型，從2018年9月開始適用於新車註冊。

## WPIC

世界鉑金投資協會。

**重要通知與聲明：**本出版物為通用報告，僅供學習用途。本報告出版方世界鉑金投資協會由全球領先的鉑金礦業公司聯合成立，旨在拓展鉑金投資需求市場。世界鉑金投資協會的使命是通過可行性洞見和目標性發展，為投資者的鉑金投資決策提供參考資訊，及與金融機構和市場參與方合作，開發適合投資者的產品和管道，從而推動市場對實物鉑金的投資需求。

本報告中2019至2022年期間的研究源自金屬聚焦公司，版權歸© Metals Focus所有。本報告所含的資料和評論的所有版權和其他智慧財產權均屬於金屬聚焦公司。金屬聚焦公司是本協會的協力廠商內容提供方之一，除金屬聚焦公司以外，其他任何人均無權對本報告中的資訊和資料的智慧財產權進行註冊。金屬聚焦公司提供的分析、資料以及其他資訊反映了其在報告截至日期的判斷，若有變更，恕不另行通知。未經金屬聚焦公司的書面同意，本報告中資料和評論中的任何部分均不可用於任何進入資本市場（融資）的特定目的。

本出版物中關於2019年之前的研究源自SFA，版權歸SFA©所有。

本出版物不可且不應被解釋為任何證券的銷售或詢價邀約。無論是否另有說明，出版方和內容提供方不對任何包含證券或大宗商品交易提供傳送訂單、安排、諮詢或代理服務。本出版物無意提供稅務、法務或投資諮詢服務，且其所含任何資訊均不應解釋為銷售、購買、投資或持有證券或參與投資決策或交易的推薦。出版方與內容提供方均不是，亦不計畫成為交易經紀人或註冊投資顧問，或其他根據美國或英國法律（包括金融服務與市場法令2000或高級經理和認證制度或金融監管局）所註冊的類似機構。

本出版物不可且不應被解釋為針對或適合於任何特定投資人的私人投資建議。任何投資均須事先諮詢專業投資顧問。投資者應該為投資行為、投資策略、安全性或相關交易是否符合本人投資目標、金融環境和風險承受能力完全獨自承擔責任。針對特點的業務、法律和稅收情況及問題，投資者請諮詢自己的業務、法律或財務顧問。

本出版物所採納的資訊被自認為是可靠的。儘管如此，出版方和內容提供方均不能保證資訊的準確度或完整度。本出版物包含前瞻性結論，包括與行業持續增長相關的結論。出版方與金屬聚焦公司特此聲明本出版物所包含的結論為包含歷史資訊以外的前瞻性觀點，具有影響實際投資結果的風險與不確定性，任何人因依賴本出版物中資訊所造成的任何損失和傷害，金屬聚焦公司與出版方概不負責。

世界鉑金投資協會的標誌、服務記號與商標由世界鉑金投資協會獨家持有。本出版物中涵蓋的其他商標屬於各商標持有方的財產。除特殊聲明外，出版方與商標持有方不存在附屬、關聯或相關等關係，亦不存在資助、批准或起源等關係。出版方對協力廠商商標的權利不享有任何所有權。

©2022世界鉑金投資協會有限公司保留所有權利。世界鉑金投資協會名稱和標誌以及WPIC是世界鉑金投資協會有限公司的註冊商標。未經出版方、世界鉑金投資協會和作者授權，不得以任何方式複製或分發本報告的任何部分。