

从历史经验看年末铂钯行情

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

叶倩宁（投资咨询资格编号：Z0016628）

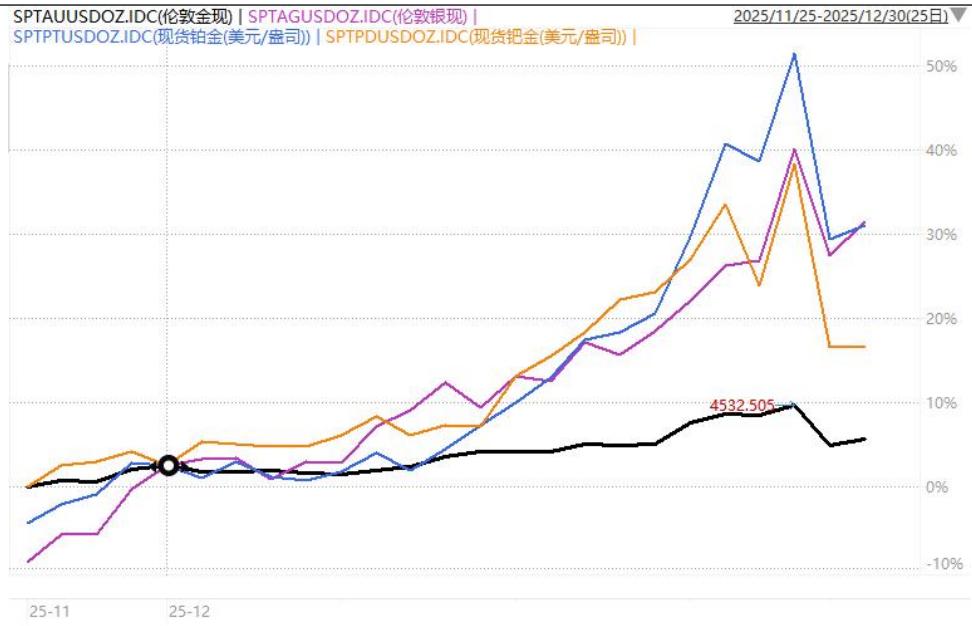
电话：020-88818051

邮箱：yeqianning@gf.com.cn

一、2025年行情回顾

回顾2025年，宏观和地缘政治事件叠加供需错配、市场情绪等驱动贵金属全年呈现“狂飙”走势超越大多数机构年初的预期，铂钯在供需基本面较强的背景下涨势“突出”。12月以来，经过短期的“休整”后以白银和铂金等为代表的贵金属商品启动了新一轮“凶猛”的涨价潮，长期的紧缺、强劲的需求和相对有限的库存造成短期的供需错配为价格提供支撑，投资者的关注度持续升温，资金流入加速行情陡峭“攀升”。国际铂金现货价格自月初的1664美元/盎司的位置大幅拉升并突破2008年的历史前高最高至2478.5美元/盎司，波动幅度接近50%。11月底在广州期货交易所上市的铂金期货在不满1个月的情况下，主力2606合约多个交易日出现涨停并传导至2026年8月、10月和12月到期的合约，成交和持仓量不断上升，同时呈现出相对外盘较高的溢价。钯金走势则以跟随铂金波动为主上涨动力相对更弱，价格自年内低点拉升至1959.7美元/盎司，振幅约37.6%低于铂金，广期所钯金期货多次在盘中交易时间内出现涨停后不久即开板的情况。本轮的“猛烈”的上涨行情最终在年内最后一周的首个交易日终结，短期急剧的上涨也放大了双向波动的风险，经过CME等交易所多次提高保证金和限制日内开仓手数等措施，随着多头资金高位集中获利离场，价格快速回撤约15%，12月29-30日广期所铂钯期货合约连续两个交易日全线跌停。

图：12月以来贵金属价格走势对比



数据来源：Wind

二、近期铂钯行情在历史上的经验类比

铂族金属被人类系统认知并确定元素性质仅仅不到300年，自1980年代随着金融衍生品市场的发展才正式开始市场化定价，到2000年实现全球化与电子化定价。从价格表现和宏观背景的角度来看，今年年末的铂钯的行情有两个阶段可以类比。

1、本轮铂钯价格的上涨从历史上可以看作是对黄金的补涨行情。今年4月金铂比在攀升至近3.6的峰值后，经过铂金翻倍以上的涨幅目前比值的已回落至2附近。上一次铂金出现如此“迅猛”

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎

Page 1

上涨是 2009 年，当年累计涨幅达到 56%，但该行情是建立在其前一年的价格大幅下跌之上的。此前铂金市场在 2002 到 2008 年七年期间受益于中国经济高速发展，汽车等工业需求明显增长铂金多数时候都处于供不应求的状态，价格一路攀升创出新高，由 470 美元/盎司上涨至 2273 美元/盎司，累计涨幅 383.6%。然而 2008 年美国次贷危机造成各国经济发生系统性衰退，流动性枯竭使全球金融资产遭受重创，铂金价格当年亦大幅回调 38.8%。到 2009 年，次贷危机后美联储为代表的中央银行将利率水平下调为 0%附近并实施 QE 使工业需求和市场流动性恢复驱动使贵金属等商品集体回升，铂金在此过程中表现相对黄金等更加“亮眼”，年涨幅达 56.8%，2008-2009 年期间金铂比也是由 1 左右回落到 0.7 以下。然而 2010 年后当全球经济复苏表现为“昙花一现”，汽车工业制造业等需求的减少拖累铂金价格重新走弱。

尽管今年上半年黄金在贵金属的牛市行情中率先启动，但此后铂金价格在 6 月后表现出更大的弹性，铂金表现同样强势。在经历了后疫情时期的一系列紧缩性政策后，美联储货币政策预期全面宽松带来市场流动性的提升叠加人工智能 AI 产业链驱动全球经济新的增长动能，过去 10 年黄金在美联储降息、美元信用贬值的周期中被赋予更高的溢价，但当黄金滞胀后金融属性和工业属性共同推高铂族金属的补涨。

图：2008年前后金铂比走势



2、当前全球经济格局类似 1970 年代的石油危机，各国对核心资源的争夺、地缘冲突以及美元体系的崩溃成为驱动实物商品价格走强的重要催化。回顾当时的历史背景，冷战时期美苏两方势力在中东的争夺、阿拉伯世界和以色列的冲突不断发酵，石油成为阿拉伯国家反制西方的“地缘武器”，随着油价暴涨从个位数每桶的价格最高上涨至 40 元/桶，涨幅达到 1900%。高油价通过成本端传导至西方国家全产业链并引发高通胀+低增长+高失业的滞胀，美元信用体系则遭到打击出现大幅贬值。在此情况下，中东产油国家摆脱了西方石油公司长期垄断中东石油的勘探、开采与定价权力，OPEC 崛起从而逐步推动石油资源国有化，实行减产和提价，逐步夺回定价权与资源主权，最终石油从“西方廉价原料”变为“产油国战略资产”。

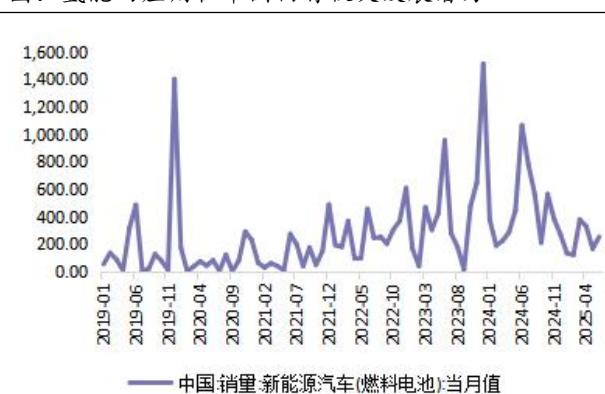
如今石油时代后期各国面临着新能源挑战，铂族金属在氢能领域等的应用与光伏白银同样也成为了新能源金属范畴，正如当年的原油，各大经济体争相将这些金属列入关键矿物清单，很大程度上强化了铂钯、白银的重要性。相似的，当前这些金属矿产资源长期因生产国的基础设施、电力限制和地

缘冲突影响而无法得到有效开采，但价格方面则受到欧美大型投行的纸质衍生品的空头抑制，供需结构的变化难以向价格传导并失去指导意义，2023-2024年在铂金出现较大的供应缺口情况下，价格持续疲软使该产业链相关企业面临巨大的生存压力。当贸易摩擦、保护主义等逆全球化趋势带来供应链受限，投资资金的流入都使供需矛盾激化演变成对实物的挤兑，最终涨价便成为解决问题的最好办法。

图：1970年代国际原油价格走势



图：氢能的应用在中国仍有较大发展潜力



数据来源：Wind 广发期货研究所

三、铂钯自身供需现状

根据WPIC数据，2025年铂金总供应较2024年同期下滑2%至222吨，主要由于南非、俄罗斯和津巴布韦等主要产区矿产供应持续收缩产量低于去年同期，尽管回收增长7%至50吨却未能弥补缺口。铂金全球需求为243吨较2024年同比降5%，不同领域的表现有所分化，来自中国等地的汽车尾气催化行业和其他工业行业受到美国关税和原材料成本上涨的冲击需求出现下降，然而首饰消费和投资需求在铂金价格的上涨刺激下出现增长并弥补了工业需求萎缩。自2023年以来，铂金市场处于连续第三年的结构性短缺状态，目前WPIC预计2025全年将保持在22吨左右的赤字较2024年(29吨)有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。展望2026年，该机构预测在关税担忧的缓和的情况下铂金供应有望增长4%达到230吨，需求则下降至230吨放缓6%使供需平衡呈现略有盈余的格局，价格走强将刺激回收和矿产供应的扩张，而需求则受到工业特别是汽车行业产能收缩和ETF投资持仓流出的影响而放缓。

据贺利氏最新报告预测2025年全球钯金总供应将同比减少3.4%至272.6吨，总需求同比则减少2.1%至273.1吨，供应从2024年的盈余重新转为略有赤字0.5吨。供应端，由于在俄罗斯和南非等国家减产情况下矿产供应下滑6.2%至189.3吨使整体供应回落，回收领域则增长3.5%至83.4吨。需求端，燃油车产量下滑影响汽车尾气催化对钯金的需求减少，同比降2.8%至225吨。展望2026年，金属聚焦公司预计钯金市场仍可能出现供应短缺，但随着金属回收供应增加及汽车行业需求放缓，缺口规模相对较小。

作为对比，俄罗斯最大的钯金生产商诺里尔斯克镍业(Nornickel)在最新发布的铂钯市场供需平衡报告中预测，不计入投资需求今年铂金市场的供应缺口预计为9.3吨，若计入投资需求缺口规模将扩大12.4吨。钯金方面，该公司预测不计入投资需求时将保持供需平衡；而在计入投资需求后供应缺口预计为6.2吨。对于2026年的市场，该公司推断在不计入投资需求情况下铂金可实现供需平衡，钯金则可能出现3.1吨的供应缺口。

微观层面看，经历了数年的营收压力后，以铂钯为首的铂族金属价格全面回升推动铂族金属价格走高，同时改善了矿企的发展前景，为全球矿企在2026年到来之际带来了亟需的利润率缓解。包括欧盟等地区对于燃油车的环保限制政策“松绑”和来自亚洲等地区机构民间投资的升温等都有助于铂族金属需求的企稳，矿企为把握金属价格上涨的动能存在持续达成运营目标的需求。因此明年铂钯市场或不再处于供不应求的状态，同时价格的大幅攀升会催生扩大供应的动力，具体途径包括增加铂金

回收量，或是重启此前因价格低迷而关停的矿山与矿井。

总体上看，明年全球矿产铂的产量增幅存在超出预期的可能，最新公布的南非矿产产量数据或印证了这一趋势——10月份铂族金属的产量出现显著增长。然而当前铂钯仍面临美国政府“232关税”的威胁，铂金供应弹性相对较低受到投资市场等因素影响现货更容易出现局部供需错配的情况。根据WPIC数据，2025年铂金总供应较2024年同期下滑2%至222吨，主要由于南非、俄罗斯和津巴布韦等主要产区矿产供应持续收缩产量低于去年同期，尽管回收增长7%至50吨却未能弥补缺口。铂金全球需求为243吨较2024年同比降5%，不同领域的表现有所分化，来自中国等地的汽车尾气催化行业和其他工业行业受到美国关税和原材料成本上涨的冲击需求出现下降，然而首饰消费和投资需求在铂金价格的上涨刺激下出现增长并弥补了工业需求萎缩。自2023年以来，铂金市场处于连续第三年的结构性短缺状态，目前WPIC预计2025全年将保持在22吨左右的赤字较2024年(29吨)有所收窄，但仍占年需求量超过十分之一。展望2026年，该机构预测在关税担忧的缓和的情况下铂金供应有望增长4%达到230吨，需求则下降至230吨放缓6%使供需平衡呈现略有盈余的格局，价格走强将刺激回收和矿产供应的扩张，而需求则受到工业特别是汽车行业产能收缩和ETF投资持仓流出的影响而放缓。

据贺利氏最新报告预测2025年全球钯金总供应将同比减少3.4%至272.6吨，总需求同比则减少2.1%至273.1吨，供应从2024年的盈余重新转为略有赤字0.5吨。供应端，由于在俄罗斯和南非等国家减产情况下矿产供应下滑6.2%至189.3吨使整体供应回落，回收领域则增长3.5%至83.4吨。需求端，燃油车产量下滑影响汽车尾气催化对钯金的需求减少，同比降2.8%至225吨。展望2026年，金属聚焦公司预计钯金市场仍可能出现供应短缺，但随着金属回收供应增加及汽车行业需求放缓，缺口规模相对较小。

作为对比，俄罗斯最大的钯金生产商诺里尔斯克镍业(Nornickel)在最新发布的铂钯市场供需平衡报告中预测，不计入投资需求今年铂金市场的供应缺口预计为9.3吨，若计入投资需求缺口规模将扩大12.4吨。钯金方面，该公司预测不计入投资需求时将保持供需平衡；而在计入投资需求后供应缺口预计为6.2吨。对于2026年的市场，该公司推断在不计入投资需求情况下铂金可实现供需平衡，钯金则可能出现3.1吨的供应缺口。

微观层面看，经历了数年的营收压力后，以铂钯为首的铂族金属价格全面回升推动铂族金属价格走高，同时改善了矿企的发展前景，为全球矿企在2026年到来之际带来了亟需的利润率缓解。包括欧盟等地区对于燃油车的环保限制政策“松绑”和来自亚洲等地区机构民间投资的升温等都有助于铂族金属需求的企稳，矿企为把握金属价格上涨的动能存在持续达成运营目标的需求。因此明年铂钯市场或不再处于供不应求的状态，同时价格的大幅攀升会催生扩大供应的动力，具体途径包括增加铂金回收量，或是重启此前因价格低迷而关停的矿山与矿井。

总体上看，明年全球矿产铂的产量增幅存在超出预期的可能，最新公布的南非矿产产量数据或印证了这一趋势——10月份铂族金属的产量出现显著增长。然而当前铂钯仍面临美国政府“232关税”的威胁，铂金供应弹性相对较低受到投资市场等因素影响现货更容易出现局部供需错配的情况。

四、展望2026年，牛市的终结或开端？

展望2026年，宏观环境看美国经济在K型分化背景下就业和通胀放缓以实现“再平衡”，美联储在实现多重目标以及独立性冲击等困境下预期货币政策或进一步宽松空间，弱美元下流动性相对宽松及“再通胀”担忧对贵金属价格形成利好。供需格局看，铂钯供需格局逐步趋于平衡但仍面临关税摩擦、地缘冲突和经济增长的不确定性影响，此外流通库存偏紧特别在期货交割月份等特殊时段更容易出现供需错配的问题，市场面临较过去更加显著的尾部风险从而对实物商品的持有意愿更高。价格上，尽管2025年贵金属价格的涨势“波澜壮阔”，但目前价值体系仍在重塑的过程中，铂钯的牛市具备充足较明确的支撑条件，从彭博的预测来看多家国际金融机构都进一步上调了贵金属2026-2027年的目标价格，表明市场在宏观和供需基本面利好预期下对走势的长期看好，在走势回归基本面预期后可择机配置。

风险提示：AI 行业带来经济增长的新动能被证伪，欧美经济陷入衰退拖累铂钯价格等

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

数据来源：Wind、WPIC、贺利氏、广发期货研究所

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620