



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 641 期

2026/02/03

### 黄金

上周四，在美元跌至四年来低点、宏观不确定性持续推升避险需求的背景下，黄金价格连续刷新历史高位，一度逼近 5600 美元/盎司。

### 白银

上周四，白银价格飙升至 120 美元/盎司以上，创历史新高，金银比降至 43，为 2011 年 8 月以来首次。

### 铂金

上周四，铂金价格升至 2923 美元/盎司的历史新高。

### 钯金

2025 年欧盟汽车销量同比增长 1.8%，达到 1080 万辆。新能源车市占率持续提升，而燃油车销量下降逾 20%，其市场份额降至 36%。

### 美国贸易调查：对钯金而言是否恰逢其时？

2025 年 7 月，Sibanye-Stillwater 与美国钢铁工人联合会共同就俄罗斯未锻造钯金进口问题提交了“反倾销”和“反补贴税”申诉。尽管该案件本身并非新问题，但在钯金价格环境发生明显转变、相关初步裁定临近的背景下，其市场影响力再度上升。在相关政策程序仍在推进的背景下，加征关税的可能性仍是当前市场不确定性之一。

申诉方声称，俄罗斯出口至美国的钯金产品享受政府补贴，并以低于公平价值的价格销售，对美国国内相关产业造成实质性损害。若调查结果同时认定存在倾销及补贴行为，美国商务部可通过分别设定反倾销税率和反补贴税率，并配套实施现金保证金要求，对相关进口产品同步征收关税。

申诉方认为，俄罗斯出口至美国的未锻造钯金产品以远低于美国商务部界定的‘正常价值’水平销售，其测算方法显示倾销幅度高达 828%。不过，相关关税措施的实施仍需美国商务部及国际贸易委员会进一步认定申诉方在国内同类产品生产行业中具备充分代表性，且该行业已因相关进口行为遭受实质性损害。该申诉在行业内并非毫无争议，部分下游企业对美国价值链中‘国内产业’的界定标准提出质疑。尽管存在上述异议，美国商务部仍于 2025 年 8 月正式启动了反倾销及反补贴调查程序。



Metals Focus 感谢其合作单位——中国黄金协会  
对《贵金属周报》中文版的支持



Metals Focus感谢下列机构对《贵金属周报》中文版的支持



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



A PALLION COMPANY

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



Bulmint

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



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



PRESTIGE  
BULLION

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



MENNICA  
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

[www.invest.mennica.com.pl](http://www.invest.mennica.com.pl)

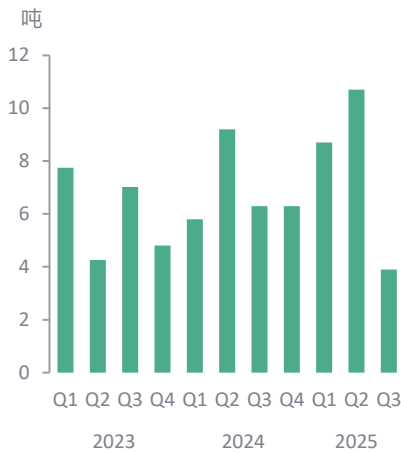


[www.axedras.com](http://www.axedras.com)

Miller

[www.miller-insurance.com](http://www.miller-insurance.com)

## 美国自俄罗斯进口的季度钯金数据



数据来源: U.S. Department of Commerce, Bureau of Census, S&P Global

历史先例显示,相关调查推进的概率较高。BMO资本市场对过去数十年约1700起反倾销案件的统计分析表明,约90%的案件在初裁阶段会建议征收关税,而最终约70%的案件在终裁后落实相关关税措施。总体来看,反倾销案件获得支持并转化为实际政策工具的成功率呈上升趋势。值得注意的是,在申诉提交时,钯金价格整体处于偏弱区间,2025年7月平均价格约为960美元/盎司。

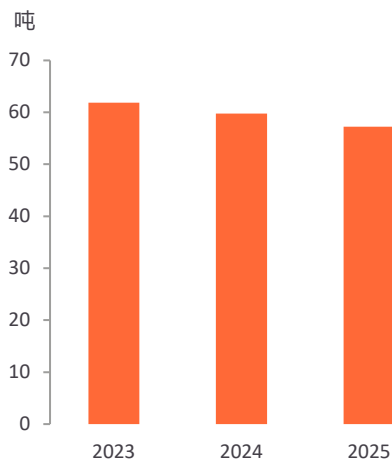
申诉方受损主张的核心依据之一,在于美国本土矿山业务面临利润压力及经营亏损。受钯金价格长期低迷影响,公司于2024年第四季度实施额外重组措施,其中包括将 Stillwater West 矿转入维护性停产状态,导致2E铂族金属(铂钯)年产量减少约20万盎司,并裁减约600名员工,约占员工总数的40%。

此后,钯金价格环境发生显著改善。钯金价格大幅回升,目前已升至约2000美元/盎司,从根本上改变了Sibanye-Stillwater美国业务的经营经济性。公司当前目标将总维持成本(AISC)控制在1000美元/盎司左右,报告总维持成本(AISC)已于2025年第三季度降至1165美元/盎司。以当前2E铂族金属价格1184美元/盎司计算,该业务三年来首次在总维持成本口径下实现盈利。按当前现货价格测算,矿山总维持成本利润率约为50%,这一盈利水平此前仅在2020—2021年公司收购该资产且钯金处于历史高位时出现过。

值得关注的是,在此前盈利能力显著改善的阶段,俄罗斯钯金进口在美国需求中的占比与当前水平大体相当。当时,行业关注重点并非保护本土生产能力,而是更多聚焦于高价环境下对需求的影响。

尽管钯金价格环境显著改善,美国矿山供应在短期内仍难以实现快速扩张。近年来实缩减规模及业务重组措施难以迅速逆转,加之Stillwater矿区地处偏远、技术劳动力供给受限以及项目开发周期较长等因素,共同制约了短期产能释放空间。因此,在短期内,美国钯金矿山供应对价格上涨的反应仍然高度缺乏弹性。与特朗普政府时期可根据政治氛围快速调整的

CME仓库白银库存



数据来源: Metals Focus

《232条款》或《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 关税措施不同, 反倾销及反补贴调查需遵循由申诉驱动的既定程序, 并按照美国商务部及国际贸易委员会的行政时间表推进。本轮调查初裁进程已较原定计划推迟, 部分受2025年底政府停摆影响, 目前预计将于3月公布初步裁定结果。从全球供应结构来看, 该项调查的重要性进一步凸显。2025年, 俄罗斯为全球最大的原生钯金生产国, 约占全球矿山供应的43%。美国贸易数据显示, 过去三年, 美国年均进口俄罗斯钯金约80万盎司, 相当于美国工业钯金总需求的约46%。

不过, 自2025年8月以来, 美国贸易数据显示未再出现来自俄罗斯的钯金进口记录。这意味着, 若相关关税措施最终落地, 其边际影响可能更多体现在进一步强化非俄罗斯来源供应受限及采购灵活性下降, 而非直接导致短期进口量的大幅收缩。与此同时, 自2025年末以来未出现俄罗斯钯金流入的相关报告, 这也可能正在推动近期钯金库存的上升。近几个月来, 钯金仓库库存显著增加, 目前持仓规模约为22.4万盎司, 接近过去十年平均水平的两倍。

在《232条款》引发的贸易不确定性背景下, 对俄罗斯未锻造钯金征收反倾销/反补贴关税的潜在风险, 将直接威胁美国最重要的钯金供应来源之一, 从而对美国钯金价格构成明显上行压力。鉴于短期内美国国内矿山短期内增产空间有限, 回收供应替代进口能力受限, 且全球钯金贸易流向大规模重构存在现实难度, 一旦3月初裁结果出台后出现关税扰动, 极可能在一个本已由趋势和情绪主导的市场中, 引发更高的风险溢价。

尽管从中长期来看, 全球钯金市场供需平衡预计将在本十年内逐步转向供应盈余, 但相关政策影响具有明显的前置特征。未来6个月内, 美国市场钯金供应趋紧的可能性, 或将显著推高价格并加剧波动。在此背景下, 市场正在通过抬升风险溢价的方式, 对俄罗斯供应可能受限的情形提前进行“保险式”定价。

## Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 常务董事

Charles de Meester, 常务董事

Matthew Piggott, 金银业务主管

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 高级顾问 - 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问 - 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Neelan Patel, 区域销售总监

Jacob Smith, 铂族金属高级研究员

Mirian Moreno, 业务经理

Amber Nelson, 研究员-孟买

Ghananshu Karekar, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究员-孟买

Nilesh Pise Lee Chung, 研究助理-孟买

Lee Chung, 行政助理-马尼拉

Nikos Kavalis, 常务董事-新加坡

Sarah Timlinson, 矿业组主管

Wilma Swarts, 铂组金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Chirag Sheth, 首席顾问 - 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员-上海

Çagdas D. Küçükemiroglu, 顾问 - 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 高级顾问 - 孟买

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员-上海

Hao Xu, 研究员-上海

Amber Nelson, 矿业研究员

Oliver Blagden, 矿业研究员

Erin Coyle, 销售及市场经理

Donnadee Francisco, 矿业研究员-马尼拉

Ruby Tagoon, 初级矿业研究员-马尼拉

## Metals Focus - 联系方式

地址

6th Floor, Abbey House

74-76 St John Street,

London EC1M 4DT

U.K.

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

www.metalsfocus.com



MetalsFocus 金属聚焦  
微信扫描二维码，关注我们公众号

## 免责声明与版权声明

除非另有说明，本报告中所有知识产权的拥有或持牌人均均为Metals Focus Ltd。本报告(包括任何附件和附件)是为收信人独家使用而编写的。本报告中任何内容均不构成购买或出售贵金属或相关证券或投资的要约，也不构成关于购买或出售贵金属或相关证券或投资的建议。在根据本报告的内容采取(或不采取)任何行动之前，您必须获得专业或专家的建议。虽然我们已尽一切努力提供在本报告中公布的信息，但Metals Focus Ltd并不保证其内容的准确性或通用性。本公司对任何错误或遗漏概不负责，亦不对任何损失或损害承担任何责任，亦不对任何第三方承担任何责任。

本报告(包含本报告的任何部分)不得在未经Metals Focus明确书面同意的情况下复制、分发、传输或传达给任何第三方。本报告以电子方式提供，只有已获发个人用户牌照的获授权用户，才可下载本报告的副本。如有需要，可向Metals Focus Ltd购买额外的用户许可证。任何未经授权的工作行为可能导致民事或刑事诉讼。