



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 633 期
2025/11/26

黄金

11月19日，因投资者正等待推迟发布的美国非农就业数据，金价维持在约4,100美元/盎司。

白银

金银比继续在接近一个月低点附近盘整，徘徊在80下方。

铂金

Ivanhoe Mines已为其新的铂族金属矿 Platreef 举行启动仪式，该矿计划于2025年第四季度开始投产。

钯金

Impala Canada推迟原定于2026年6月关闭 Lac des Iles 矿的计划，其钯金生产可延长至2027年夏季。

白银市场已连续五年处于基本面供不应求状态

2025 年迄今，白银价格涨势显著，多次突破历史高位，并于 10 月一度升至 54.48 美元/盎司。本轮上行主要受美国政策路径不确定性及全球经济增长预期走弱推动。与此同时，伦敦可用库存始终维持在偏紧水平。关税驱动金属流向美国、印度需求强劲，以及交易所交易产品（ETP）持续吸纳白银实物，这些因素均令市场流动性进一步承压，并阶段性放大紧张。更关键的是，全球白银市场已连续第五年呈现基本面赤字，持续的供给缺口显著强化了当前的供应紧张态势。以上判断构成了 Philip Newman 与 Sarah Tomlinson 在纽约世界白银协会（Silver Institute）年中晚宴上所强调的核心观点。

从更细分的角度审视白银基本面，预计今年全球白银需求将下降4%，所有主要需求板块均将出现下滑。其中，工业用银在2022—2024年连续创下历史高位后，预计今年将回落 2%。今年以来，主要受到美国关税政策前景不确定、全球经济增速放缓等因素拖累，白银工业需求受限。同时，白银价格的大幅攀升也抑制了部分工业活动。以光伏行业为例，银价高企大幅推升制造成本，迫使企业加快推进节约用银和材料替代方案。尽管光伏装机规模仍在扩大，但受上述因素影响，该行业对白银的需求预计今年将下降 5%。

不过，部分需求下滑有望被人工智能（AI）投资热潮所抵消。

随着 AI 产业快速扩张，相关领域对白银的使用量持续上升，包括数据传输、智能电网等基础设施建设。此外，全球电动车销量的进一步增长也对今年的白银需求形成一



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



A PALLION COMPANY

www.ABCbullion.com



Bulmint

www.bulmint.com



www.randrefinery.com



PRESTIGE
BULLION

www.realkrugerrand.com



MENNICA
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

www.invest.mennica.com.pl



www.axedras.com

Miller

www.miller-insurance.com

定支撑, 尽管其拉动作用低于先前预期。

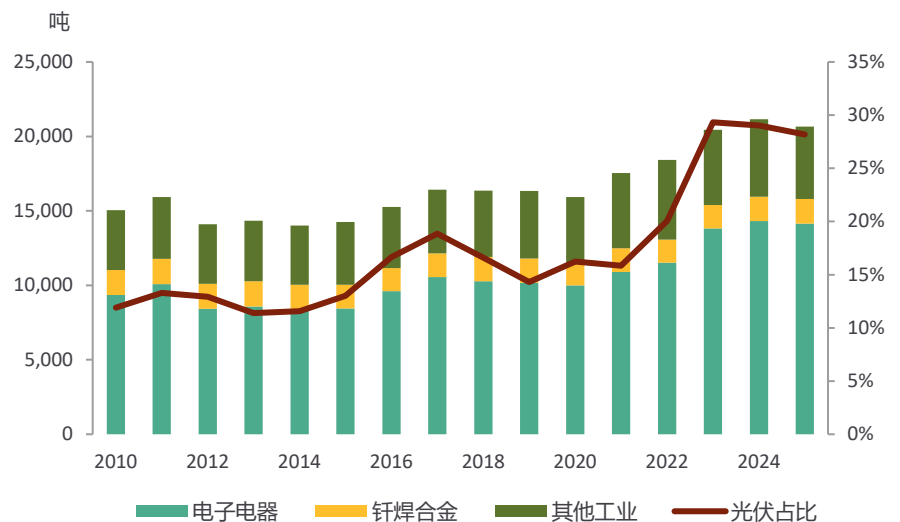
在非工业领域, 2025年白银首饰与银器需求预计将分别下降 4% 和 11%。其中, 大部分跌幅来自印度。由于以卢比计价的白银早已刷新历史高位(远早于美元计价突破新高), 送礼馈赠类购买量明显受抑, 但与投资相关的购买量仍相对稳定。首饰方面, 西方市场也呈现疲弱。生活成本上升、消费者情绪转弱, 以及尽管金价创新高但对黄金的替代有限, 这些因素共同拖累了终端销售表现。

白银实物投资预计将连续第三年下滑(下降 4%), 并降至2018年以来的最低水平。今年的整体回落主要由于美国市场的异常疲弱。尽管近期出现小幅回升, 但受抛售激增以及截至 9 月新增买盘疲弱的拖累, 美国净投资预计在2025年仍将同比锐减逾半。如果剔除美国因素, 全球白银实物投资预计将增长11%。主要原因在于银价的大幅上涨重新激发了投资者兴趣, 尤其以印度市场表现最为突出。

在全球供应方面, 预计2025年将温和增长1%, 并触及三年来的最高水平。这一增量主要是由于对冲供应在2020年以来首次净增加。然而, 需要强调的是, 按德尔塔调整后的全球生产商对冲头寸规模在2024年底已降至数十年来的低点。

相比之下, 全球矿山产量预计今年将基本维持稳定。墨西哥和俄罗斯的供应预计会在今年有所增加, 但这部分增量将被秘鲁和印度尼西亚的减产所抵消。以墨西哥为例, 供应回升主要得益于多个项

白银工业需求



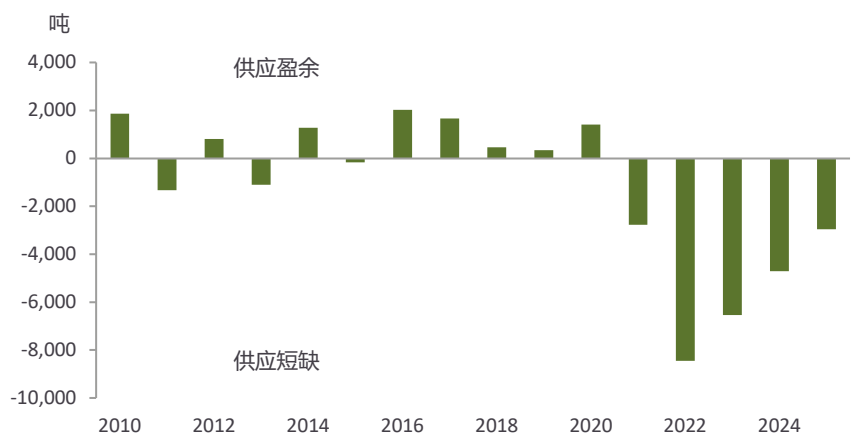
目的复产与扩产,包括:Peñoles的Tizapa项目在长期劳工罢工结束后重新复产、Endeavour Silver的Terronera项目持续进入增产阶段,以及Southern Copper产量提升。

尽管今年白银价格大幅上涨,但回收量几乎没有增长,预计全年仅上升约1%。超过一半的白银回收来源于工业领域,而该部分的回收通常对价格变化不敏感。在价格更敏感的板块中,如银饰品与银器,高企的白银价格确实带来一定回收量提升,但增量规模有限。

总体来看,2025年白银市场预计将连续第五年出现结构性缺口。尽管今年的供应缺口较前几年有所收窄,但仍将持续消耗地面存量,进一步收紧实物市场。更关键的是,这一持续的短缺恰逢白银投资需求明显回升。以白银ETP为例,其持仓今年有望实现史上第二大的年度增幅。事实上,若将白银ETP持仓变化纳入市场平衡表,2025年的白银供应短缺则是历史最大缺口纪录。

展望未来,支撑本轮贵金属涨势的主要宏观和地缘政治因素预计在未来12个月内仍将持续。与此同时,白银的供需结构也将继续为价格提供支撑。尽管银价高企已对部分白银加工需求造成压力,但在某些应用领域,其向终端需求的传导影响仍需时间。再加上银条与银币销售预计回升,白银市场的供应紧缺或将延续至2026年。

白银市场供需平衡



数据来源: Metals Focus

Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 常务董事

Charles de Meester, 常务董事

Neil Meader, 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

Ghananshu Karekar, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究员-孟买

Nilesh Pise, 研究助理-孟买

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, 南亚地区顾问 - 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

Ross Embleton, 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

Hao Xu, 研究员-上海

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。