

白银基本面与美洲主要矿企供应情况分析

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年白银价格走势回顾

2025年，贵金属价格在美国关税、美债危机美元信用弱化和地缘冲突等因素驱动下表现“一尘绝骑”，投资者买入的热情持续高涨使价格多次创出历史新高。在多数情况下，黄金由于自身作为外汇储备有货币属性，在央行购金的支撑下投资者买入确定性高，当价格突破上行时往往领跑，而白银因兼具金融和工业属性，前期受到贸易摩擦冲击、工业品价格疲软的拖累而表现相对逊色，仅作为黄金的“影子”跟随金价上涨。然而到了下半年，上述情形出现了变化，在消费投资和工业等需求偏强的情况下，供应则相对稳定使白银的现货流通库存不断降低并在交割月多次出现挤兑风险，银价表现出较强的弹性走势一举超越了黄金。10月初贵金属在美国政府停摆和中美贸易摩擦等因素利好下继续强势攀升，白银更是一举突破了2011年的历史高位站上50美元年内累计涨幅接近90%，实物库存紧张再次成为价格上涨的重要催化剂。此后尽管因风险缓和且市场交易过于拥挤使上涨动能耗尽，多头止盈离场使金银价格自高位大幅回调超过10%，然而“纸白银”泛滥和实物供应紧张带来的“供应失衡”问题并未真正缓解，纽约和上海交易所库存向伦敦转移后持续走低。到11月下旬末随着期货合约交割期临近，挤兑交易再度上演，国际白银现货价格快速攀升收复失地并突破10月高位涨幅不断扩大达到70美元以上，年内累计涨幅超过120%。12月在年末贵金属行情在资金情绪的驱动下走向“高潮”，由于流动性降低叠加供应趋紧等因素，白银单月涨幅超过30%并屡创新高。

图：2025年伦敦黄金和白银现货价格走势



数据来源：Wind

二、白银整体供需情况

纵观白银自身供需基本面总体持续第五年呈现供应缺口，但在规模上较过去几年有所改善，在供应基本没有明显增长的情况下因多个领域的需求出现下滑，包括工业需求、珠宝需求以及银条银币需求等，这并未成为阻碍白银上涨的因素，由于银支持的交易所交易产品（ETP）在今年以来大幅增加近6000吨，这些持仓大部分存放在伦敦从而使流通库存减少带来市场流动性紧张，叠加AI、新能源领域

白银需求较大的潜力，使白银供应变得将更加紧俏。

金属聚焦公司预计 2025 年全球白银矿产供应量约为 31788 吨基本与 2024 年持平并处于近 10 年的中等偏上水平（历史 60%分位），具体看墨西哥与俄罗斯的产量增长但被秘鲁和印尼的产量下滑所抵消。世界白银协会预测，2025 年上半年白银的平均全维持成本（AISC）降至每盎司 13.0 美元/盎司，创 2022 年上半年以来的最低水平，运营成本的下降抵消了矿区使用费和税费的上涨。展望 2026 年，在白银巨大的涨幅和较低的成本面前，丰厚的利润或将成为矿企增产的动力，而稳健的资本运营、有效的成本控制以及丰富的矿产储备成为矿企供应扩张的有力支撑。

表：白银供需平衡表（单位：吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
供给												
矿山银	27437	27896	27992	26863	26445	26000	24295	25842	25827	25278	25349	25320
再生银	5018	4581	4537	4580	4622	4593	5044	5932	6020	5708	6034	6127
净套保供应	332	67	-	-	-	434	264	-	-	-	-	342
总供给	32822	32277	32562	31475	31104	31097	29794	31821	32181	31041	31383	31788
% yoy		-1.7%	0.9%	-3.3%	-1.2%	0.0%	-4.2%	6.8%	1.1%	-3.5%	1.1%	1.3%
需求												
工业需求	13650	13720	14785	15663	15539	15492	14459	17546	18422	20439	21150	20684
——光伏	1507	1684	2915	3166	2877	3109	3142	2766	3672	5993	6147	6086
摄影	1276	1188	1080	1009	977	956	836	862	860	851	778	746
银饰	6018	6300	5883	6103	6316	6263	4694	5661	7295	6316	6438	6190
银器	1666	1802	1677	1853	2086	1931	969	1267	2286	1715	1648	1493
实物投资	8806	9654	6621	4843	5139	5809	6377	8844	10522	7599	5878	5660
套保净需求	-	-	374	35	239	-	-	110	557	357	155	-
总需求	31478	32731	30463	29590	31129	31302	28894	34289	39943	37276	36080	34743
% yoy		4.0%	-6.9%	-2.9%	5.2%	0.6%	-7.7%	18.7%	16.5%	-6.7%	-3.2%	-3.7%
供需平衡	1344	-454	2,099	1,885	-25	-205	900	-2468	-7762	-6235	-4697	-2955

数据来源：世界白银协会 广发期货研究所

三、美洲主要银矿生产企业供应现状分析

已知 2024 年美洲地区的白银产量占全球的 50%以上，包括墨西哥、秘鲁、智利和美国等国家产量位居前列。由于白银矿产主要来自于伴生矿（占比 70%），从当前全球前 20 大白银生产企业产量排名来看，大型综合性龙头企业或铜金矿企业占主导地位，如必和必拓、嘉能可、南方铜业和纽蒙特矿业等，但事实上白银产量对这些公司现金流的边际贡献相对有限，因此在公司发展优先级中被置于次要地位。相比之下，聚焦以原生银矿开采为主营业务的矿商企业发展状况对判断行业未来趋势具有更重要的意义。

近年白银相关矿企不断加快的并购重组步伐，经过一个阶段的发展后，目前全球白银矿业已逐步形成新的格局。按照年产量来看，矿山集中在美洲大陆的五家白银矿商包括弗雷斯尼洛公司（Fresnillo）、泛美白银（Pan American）、科尔矿业（Coeur）、赫克拉矿业（Hecla）和第一贵金属公司（First Majestic），这些企业 2025 年预期白银总产量约占全球矿产供应的 15%左右。随着白银在 AI 数据中心、新能源汽车等领域的需求不断增加，作为战略资源日益受到各国重视同时价格亦屡创新高，可以推断，上述矿企的核心矿山运营情况将对白银市场产生较大影响，其中新老矿山的勘探开采速度和产量将决定以美国为首的国家能否在关键矿产资源的争夺中取得优势。

表：全球前20大白银生产国排名（单位：百万盎司）

Million ounces	2023	2024	Y/Y
Mexico	181.9	185.7	2%
China	111.6	110.1	-1%
Peru	108.9	108.0	-1%
Bolivia	43.2	47.8	11%
Chile	52.0	43.2	-17%
Poland	42.5	42.5	0%
Russia	38.3	41.0	7%
Australia	32.7	38.8	19%
United States	33.1	36.2	10%
Argentina	26.0	24.9	-4%
India	23.8	22.5	-5%
Kazakhstan	16.4	16.1	-2%
Sweden	12.6	11.6	-8%
Indonesia	10.9	11.5	5%
Canada	7.1	9.5	33%
Morocco	8.9	8.6	-4%
Uzbekistan	7.1	7.8	9%
Papua New Guinea	4.3	4.2	-3%
Spain	3.7	3.5	-5%
Portugal	3.4	3.5	3%
Others	44.4	42.8	-4%
Total	812.7	819.7	1%

表：全球前20大白银生产企业产量排名（单位：百万盎司）

Million ounces	2023	2024	Y/Y
Fresnillo ¹	53.5	54.3	2%
KGHM Polska Miedz ²	45.9	43.1	-6%
Newmont	18.0	33.0	83%
Hindustan Zinc ^{3,4,5}	23.8	22.5	-5%
Pan American Silver	20.4	21.1	3%
Southern Copper	18.4	21.0	14%
CODELCO ⁵	19.2	19.9	4%
Polymetal JSC ⁶	17.7	19.4	9%
Glencore	20.0	19.3	-4%
San Cristobal Mining	12.6	16.8	33%
Industrias Peñoles ⁷	18.9	16.3	-14%
Hecla Mining	14.3	16.2	13%
Buenaventura	8.0	14.7	83%
Volcan Cia Minera	15.2	13.9	-9%
BHP ⁸	11.8	13.2	12%
South32 ⁸	13.0	12.2	-6%
Nexa Resources	10.3	11.7	14%
Coeur Mining	10.3	11.4	11%
Boliden	10.4	11.2	8%
SSR Mining	9.7	10.5	8%

数据来源：世界白银协会

表：全球最主要白银矿商基本情况

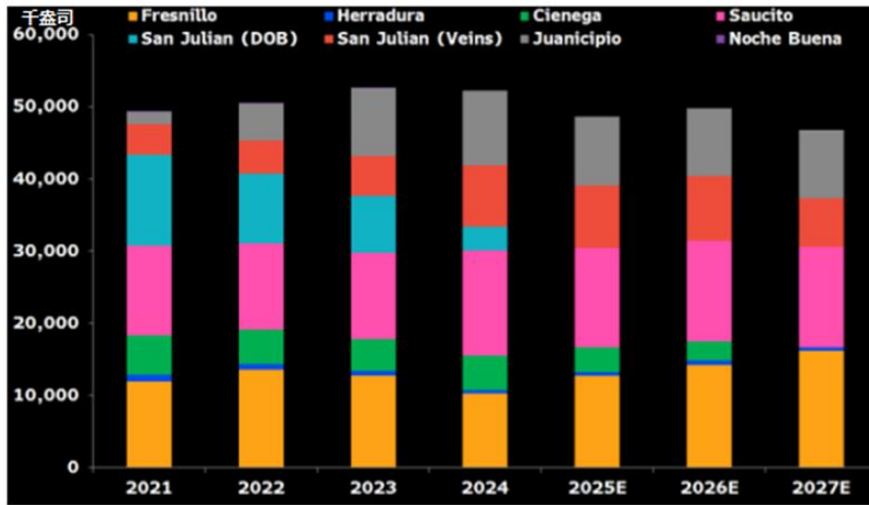
矿商	地区	白银年产量 (百万盎司)		平均全维持成本 (AISC, 美元/盎司)	
		2024	2025E	2024	2025E
弗雷斯尼洛 (Fresnillo)	英国	56.3	48.5	19.7	20
泛美白银 (Pan American)	加拿大	21.1	22.1	15	16
科尔黛伦矿业 (Coeur)	美国	11.4	18.45	18	17
赫克拉矿业 (Hecla)	美国	16.2	16.7	17	21
第一贵金属公司 (First Majestic)	加拿大	8.4	15.3	21	20

数据来源：SCP 彭博 广发期货研究所

全球最大的白银矿商弗雷斯尼洛公司 (Fresnillo) 在是一家在伦敦证券交易所上市的控股公司，其核心产品包括白银、黄金、铅和锌，运营分布在墨西哥的 8 个主要矿山，如萨卡特卡斯州的 Fresnillo 矿山和麦斯奎特山地区的 Saucito 矿山等。该公司 2024 年白银产量达到 5630 万盎司的峰值，但预期 2025 年产量将下降 13.8% 至 4850 万盎司。展望 2026 年产量有望回升但仍将低于 5000 万盎司，其中 Fresnillo 矿山略有增产带来支撑。公司整体产量下降主要由于旗下矿山的剩余寿命相对较短，目前仅有 Herradura 和 Juanicipio 两座在产矿山的剩余运作年限超过五年，Cienega 矿山与 San Julian 矿山则面临储量枯竭的风险，寿命仅剩 2 年。报告显示矿山勘探作业进度仍然落后，若未来能实现突破，则有望在 2030 年后继续产出。来自墨西哥的 Juanicipio 矿山的勘探结果则较为乐观，目前探明

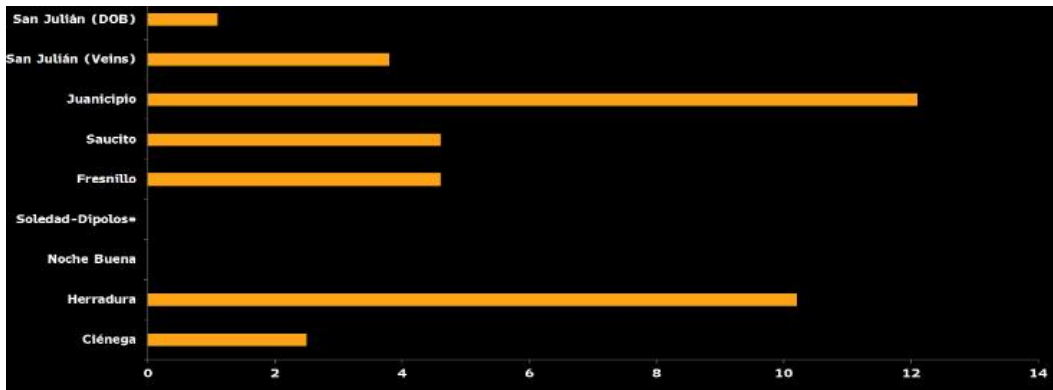
和推定矿石资源量为 1530 万吨，当中银品位 248 克/吨对应银金属量 1.222 亿盎司，勘探潜力巨大。

图：弗雷斯尼洛公司主要矿山白银产量变化（千盎司）



数据来源：彭博

图：弗雷斯尼洛公司主要矿山剩余寿命（年）

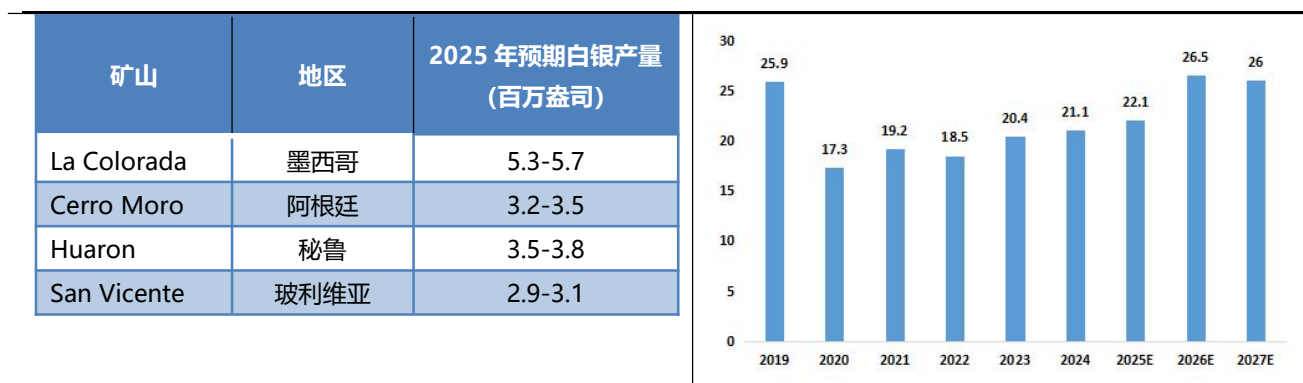


数据来源：彭博

泛美白银（Pan American）为加拿大的矿商，自 1994 年期开始从事银矿开采及相关活动，包括勘探，矿山开发，开采，选矿，冶炼和回收。公司拥有并经营位于秘鲁，墨西哥，阿根廷和玻利维亚的 11 座在产矿山，1 座处于暂停运营状态的顶级埃斯科瓦尔银矿，以及多个大型高级勘探开发项目，白银矿山的储量位居全球第一。2025 年公司预期白银产量为 2210 万盎司，同比增幅约 4.7%，主要来自美洲地区四大大型矿山。2025 年 5 月，公司宣布以 21 亿美元的现金加股票交易收购 MAG Silver 全部股权以获得 MAG 持有的墨西哥 Juanicipio 银矿 44% 的控制权。该矿为全球最大的原生银矿之一，由 Fresnillo 公司持股 56%，具有规模大且运营成本低等特点，按照 13 年的矿山存续计划有望为泛美白银未来 2 年带来显著的产量增长（企业年产量达 2600 万盎司以上）。

表：泛美白银主要矿山白银产量变化（百万盎司）

图：泛美白银年度产量变化（百万盎司）



数据来源：泛美白银 SCP 彭博 广发期货研究所

科尔矿业公司 (Coeur) 成立于 1928 年，总部位于美国芝加哥市，公司经营的银矿主要在美国和墨西哥。公司 2025 年预期白银产量为 1845 万盎司，同比增幅达到 61.8%，当中绝大部分增长来自于 La Chispas 以及 Rochester 矿山的产能释放。其中，产量贡献最大的 Rochester 矿山是公司在 2020 到 2025 年期间的重点增长项目，矿山存续年限为 16 年，保有白银储量 1.91 亿盎司。此外，新勘探位于加拿大英属哥伦比亚省的银峰矿 (Silvertip) 是科尔矿业在金三角矿区布局的高品位银-锌-铅开发项目，保有资源量 715 万吨，矿石品位为银 277 克/吨，尽管规模较小但因其高矿石品位以及在关键矿产领域的开发潜力，成为了公司中长期增长的核心储备项目。通过持续的并购包括加拿大 New Gold 等企业，公司预期 2026 年白银产量将提升至 2000 万盎司，同比增速约 30%。

表：科尔矿业主要矿山白银产量变化（百万盎司）

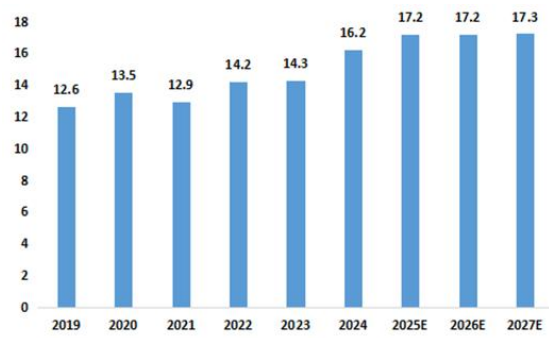
矿山	地区	2025 年预期白银产量 (百万盎司)
La Chispas	墨西哥	4.25-5.25
Palmarejo	墨西哥	5.4-6.5
Rochester	美国	7.0-8.3

数据来源：科尔矿业 SCP

赫克拉矿业 (Hecla) 是美加地区规模最大的原生银矿生产商，旗下共运营四座矿山，其中两座位于加拿大，两座位于美国，矿山平均存续年限为 14 年。公司 2025 年预期白银产量为 1720 万盎司，同比增幅为 6.2%。旗下的 Greens Creek 和 Lucky Friday 矿山为公司贡献了约 78% 的产量，分别在 8.1-8.8 和 4.7-5.3 百万盎司的区间。位于阿拉斯加的 Greens Creek 矿区是一座多金属地下矿山，作为赫克拉矿业的核心主力矿山，其地下钻探和地表勘探的作业仍在不断深入进行。位于爱达荷州的 Lucky Friday 矿山则为典型的长寿型矿山，充足的矿产储量为该企业带来约 17 年的可开采年限。展望未来两年，企业白银产量将稳定在 1700 万盎司以上。公司在 2022 年收购的 Keno Hill 矿山目前尚产能提升初期，年产量在 280-320 万盎司左右，但其高品位的矿脉和广阔的土地面积意味着后期若全面投产，将会成为公司又一重要的银矿资产。

表：赫克拉矿业主要矿山白银产量变化（百万盎司） 图：赫克拉矿业白银年度产量变化（百万盎司）

矿山	地区	2025 年预期白银产量 (百万盎司)
Greens Creek	美国阿拉斯加	8.1-8.8
Lucky Friday	美国爱达荷	4.7-5.3
Keno Hill	加拿大育空地区	2.8-3.2



数据来源：赫克拉矿业 SCP 彭博 广发期货研究所

第一贵金属公司 (First Majestic) 成立于 1979 年，总部位于加拿大，是全球银矿龙头企业之一。公司的矿产生产业务主要集中于墨西哥境内，旗下有四座在产矿山。2025 年预期银矿产量为 1530 万盎司，同比 2024 年大幅增长 82.1%。其中，San Dimas 矿山是公司的核心业绩贡献主体，该矿区拥有超过 7.2 万公顷的采矿权地块，开采历史已超 250 年，其中大部分为水力发电满足电力需求，因此在成本管控上效果显著。2025 年 1 月公司完成对 Los Gatos 矿山 70% 的股权收购，剩余 30% 股权由日本的 Dowa Metals & Mining 持有。该矿区拥有约 10.3 万公顷采矿特许权区块，配套一座地下矿山、选矿加工厂及相关生产基础设施。该矿区在近期的钻探作业中发现了高品位的银-铅-锌矿化带，凸显其较强的产能增长潜力。目前公司拥有 2.3 亿美元的充足现金流，可以为持续的并购活动提供有力支持，同时也有助于为 Santa Elena 等老矿延长运营周期。

表：第一贵金属公司主要矿山白银产量变化（百万盎司）

矿山	地区	2025 年预期白银产量 (百万盎司)
Los Gatos (控股 70%)	墨西哥	5.6-6.0
Santa Elena		1.5-1.6
San Dimas		4.9-5.2
La Encantada		2.8-3.0

数据来源：First Majestic SCP

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、彭博 SCP、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