



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 655 期  
2026/05/11

### 黄金

上周，受美元走软，美伊和平协议有望达成预期推动，黄金价格升至4700美元/盎司上方。

### 白银

全球白银交易所交易产品持仓量降至12.24亿盎司，为2025年11月中旬以来最低水平。

### 铂金

获约旦政府批准，Hynfra与Fidelity集团将合作推进10万吨级绿氨项目。

### 钯金

意大利4月份汽油及柴油乘用车销量下滑，而混合动力车、插电式混合动力车和纯电动汽车销量同比大幅跃升85%，市场份额显著提升。

### 黄金生产商解除套保，白银生产商套保大举回归

2025年，黄金与白银套期保值活动呈现显著分化。黄金方面，净解除套保继续快速推进，到年底降至137吨，创2014年二季度以来最低水平。白银方面，年初一度延续净解除套保趋势，2025年一季度降至多年低点。然而至2025年二季度，基本金属生产商兴趣再度重燃，套保活动随之回升，未平仓套保账簿至年底大幅反弹至5330万盎司（1656吨）。

全球黄金主生产商平均总维持成本（AISC）自2020年以来持续上升，2025年四季度达到1706美元/盎司的历史新高。尽管如此，自2023年四季度以来，总维持成本利润空间持续扩大，并于2025年四季度升至2429美元/盎司。同期黄金套保活动由净套保转向净解除套保；随着总维持成本利润空间扩大，套保账簿规模也随之缩小。这一相关性表明，生产商正寻求增加对现货价格的敞口。

各黄金生产商主动解除套保合约，这一趋势于2025年加快。2024年二季度，阿拉莫斯黄金公司（Alamos Gold）收购阿尔戈黄金（Argonaut Gold）后承接了32.94万盎司（10.3吨）的套保账簿。随后该公司在2024年三季度通过签订预付协议解除其中50%的套保，并于2025年四季度进一步以1.135亿美元现金结算5万盎司（1.6吨）套保，即2026年上半年的预期交割量。这些存量套保合约的平均执行价为1821美元/盎司，较2026年一季度平均现货价格低逾2800美元/盎司。

澳大利亚黄金生产商也在积极缩减套保账簿规模。2025年四季度，Ramelius Resources 和 Vault Minerals 分别以2840万澳元和1.727亿澳元的成本平仓部分



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)

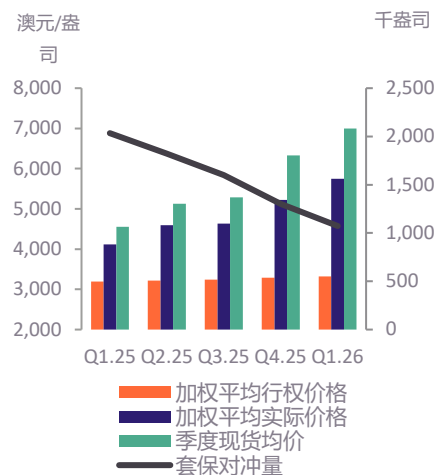


[www.axedras.com](http://www.axedras.com)

Miller

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

澳大利亚生产商实际成交价与现货价之间的差额



数据来源: 各公司报告, Metals Focus

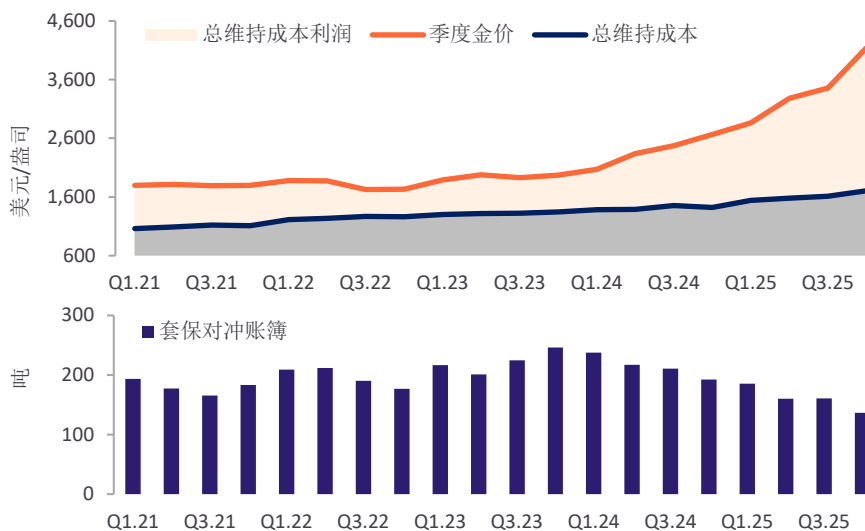
套保头寸。Bellevue Gold则提前交付实物黄金, 消除了直至2026年第三季度的合约交割义务。高企的价格和利润空间为生产商解除存量套保提供了空间。与此同时, 现货价格与合约执行价之间不断扩大的价差正持续对已套保的生产商收入形成日益增大的下行压力。

从2023年一季度至2026年一季度, 企业实际成交价与现货价格之间价差不断扩大, 已实现和未实现亏损及负债仍在持续确认。我们分析了11家参与套保的生产商年报数据, 发现2024年至2025年亏损同比大幅增加。多数公司已渡过这一冲击, 但近期报告显示, 由EMR Capital和Golden Energy and Resources共有的澳大利亚Ravenswood金矿正走向接管程序, 原因是交易对手方已采取行动终止相关套保。

全年来看, 看跌期权成为生产商偏好的套保方式。此类工具可为生产商提供价格下行保护, 同时若价格继续上涨, 也允许其参与上行收益。Perseus Mining于2025年逐步减少远期合约, 转而更倾向于购买零成本区间期权和额外的看跌期权。至年底, 该公司未平仓看跌期权规模为21.5万盎司(6.7吨), 较2024年的4.5万盎司(1.4吨)大幅增加, 行权价为2619美元/盎司。

套期保值操作通常用于在资本密集期保护现金流, 2025年也不例外。Greatland Gold购入看跌期权, 为其提供至2027年下半年的下行缓冲; 与此同时, 该公司正推进澳大利亚Telfer的三个扩建项目, Havieron项目也似乎有望获得积极投资决定。长期被视为不参与套保的生产商巴里克矿业公司(Barrick Mining), 也于2025年三季度购入90万盎司(27.9吨)零成本期权, 覆盖至2028年三季度

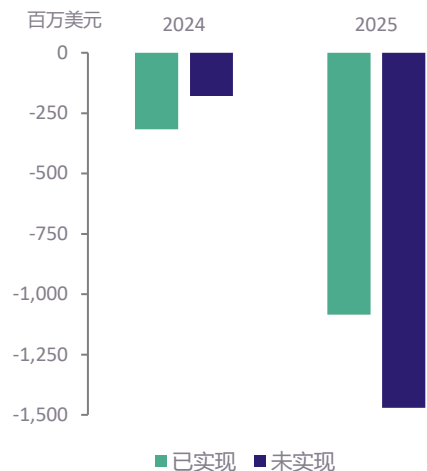
黄金总维持成本与套保对冲账簿



数据来源: 彭博社, Metals Focus



### 已实现和未实现套期保值账面损失



数据来源: 各公司报告, Metals Focus

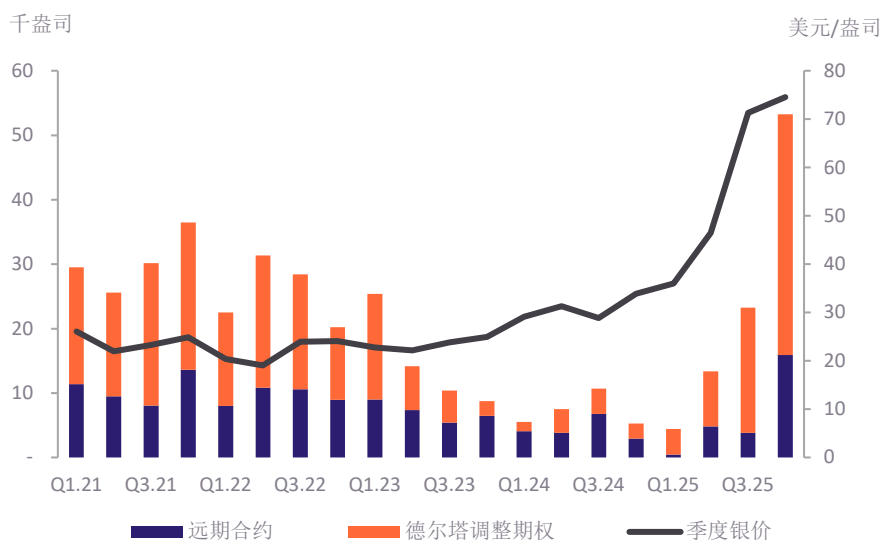
的产量。此前,公司已将2026年项目资本开支和维持性资本开支(黄金资产)指导目标分别升至25~27.5亿美元和11~12.5亿美元。

转向白银,经德尔塔值调整后套保账簿降至零的预期已经消失,原因是基本金属生产商对现货价格上涨和波动加剧作出响应。锁定白银套保使这些生产商能够降低副产品收益的波动,并生成更稳定的现金流。2025年二季度,波兰铜业集团(KGHM)进行零成本期权交易以及印度斯坦锌业公司(Hindustan Zinc)签订远期合约,套保合约购买缓慢增加,并在年内剩余时间里持续增持。2025年四季度,Peñoles和Volcan Compañía Minera均签订新的远期合约。到2025年底,上述生产商套保量已占全部名义套保盎司量的85%。

主产银产商的套保合约在年内也有所增加,其白银套保的原因与黄金生产商更为相似,而非与基本金属生产商一致。为在加拿大Keno Hill矿产量增产期间提供现金流保护,赫克拉矿业(Hecla Mining)签订了970万盎司(301吨)零成本期权,覆盖至2026年四季度。与黄金类似,白银套保也出现亏损。赫克拉矿业和哈莫尼黄金公司(Harmony)均报告套保亏损——赫克拉矿业于2025年四季度出现1040万美元亏损,哈莫尼黄金公司则报告其2025年下半年零成本期权亏损6600万美元。

2026年一季度初报告显示,上述趋势在黄金方面仍在延续。套保账簿继续以主动和被动的方被解除,且生产商对看跌期权的偏好仍高于远期合约。

### 白银套保对冲账簿变化



数据来源: 彭博社, Metals Focus



## Metals Focus - 全球办事处

伦敦 | 新加坡 | 上海 | 孟买 | 台湾 | 香港 | 伊斯坦布尔 | 马尼拉 | 约翰内斯堡

## 商务信息与合作请联络:

Charles de Meester, 董事总经理  
charles.demeester@metalsfocus.com  
+44 7809 125 334

Neelan Patel, 销售总监  
neelan.patel@metalsfocus.com  
+44 7783 448 891

## 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人或持牌人均均为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。