

国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

近期白银价格上涨较快 持续性面临矛盾因素影响

——有色金属行业点评报告

分析师：

孟业雄

执业证书编号：S1380523040001

联系电话：010-88300920

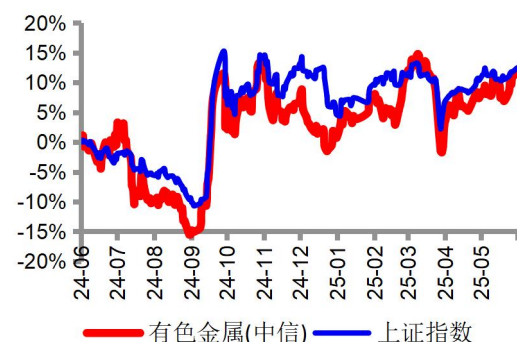
邮箱：mengyexiong@gkzq.com.cn

2025年6月10日

内容摘要

- 2024年对白银而言是极为亮眼的一年。其价格年内上涨了21%，从低点到高点的涨幅更是超过50%，其基本面依然保持强劲，市场连续第四年出现供应短缺。2025年以来，伦敦白银现货价格呈现出显著的上涨趋势，尤其是在6月初，白银价格创下2012年以来的价格高点，突破36美元/盎司，自年初以来涨幅已超25%。
- 近期白银价格快速上涨主要由以下因素驱动：1.金银比修复逻辑。金银比（黄金与白银价格之比）在2025年4月一度升至100以上的历史高位，而1968年以来，金银比均值在58左右，这一比值超过100，表明白银或被严重低估。2.地缘政治与贸易政策。中美贸易谈判成果反复、美国对钢铝加征关税等政策变动，加剧了市场对贸易摩擦的担忧，导致全球避险需求抬升。此外，俄乌冲突、中东局势紧张等事件也增强了市场对贵金属的避险配置。3.美元指数。2025年以来，美元指数持续走弱，从110.2高点一路下跌至97.9的低点，美元指数疲软对以美元计价的白银形成支撑。4.资金流入。2025年2月起，全球最大的白银ETF持仓量开始明显上涨，由于白银市场的流动性较低，当资金流入时，其价格波动会更为剧烈。5.供需失衡支撑。从2021年开始，全球白银就开始存在供需缺口，供需缺口为白银价格的上涨提供了基本面支撑。
- 展望2025年下半年，白银价格面临相互矛盾的因素影响，这源于白银兼具贵金属和工业金属的双重属性。一方面，贸易战反复拉扯、全球经济衰退担忧及地缘政治紧张，促使投资者寻求投资组合多元化，白银因此获得黄金投资溢出的积极效应。另一方面，由于白银的工业属性（其工业需求占比接近60%），全球经济增长前景疲软始终是白银投资面临的一个关键拖累因素。2025年下半年，美国降息预期及经济、地缘政治不确定性仍在，有望继续推动黄金和白银投资。此外，高位的金银比也会起到助推作用。
- 风险提示：国内外经济形势持续恶化；国内外市场系统性风险；地缘政治冲突升级；美联储货币政策出现重大调整；全球通胀持续加剧；美国贸易政策出现重大不利变化风险等。

有色金属（中信）与上证综指走势图



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

行业评级

中性

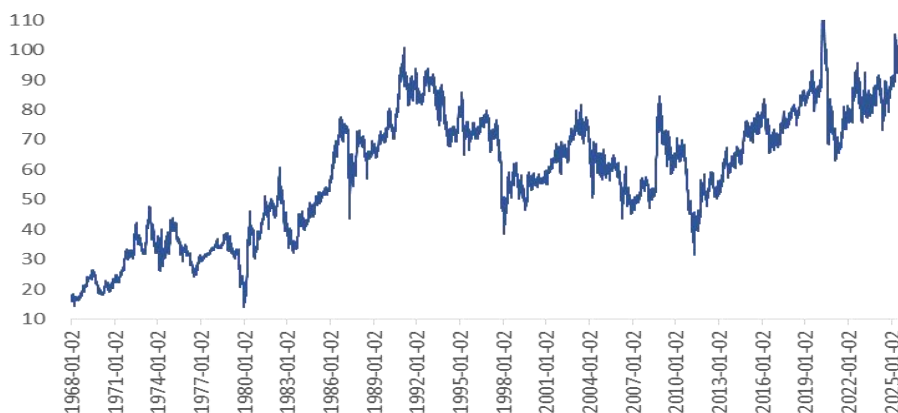
相关报告

2024年对白银而言是极为亮眼的一年。其价格年内上涨了21%，从低点到高点的涨幅更是超过50%，其基本面依然保持强劲，市场连续第四年出现供应短缺。2025年以来，伦敦白银现货价格呈现出显著的上涨趋势，尤其是在6月初，白银价格创下2012年以来的价格高点，突破36美元/盎司，自年初以来涨幅已超25%。

世界白银协会发布的《2025全球白银调查》数据显示，2024年全球白银总供应量为10.15亿盎司，其中一次矿山生产供应量占比为81%；2024年全球白银总需求量为11.64亿盎司，其中工业需求为6.81亿盎司，占比达58.5%，主要集中在电子电气（光伏）、钎焊合金和焊料等领域。

近期白银价格快速上涨主要由以下因素驱动：1.金银比修复逻辑。金银比（黄金与白银价格之比）在2025年4月一度升至100以上的历史高位，而1968年以来，金银比均值在58左右，这一比值超过100，表明白银或被严重低估。根据金银比修复逻辑，市场期待比值回落历史均价区间，这就导致资金开始流入白银市场，从而带来白银价格的快速上涨。2.地缘政治与贸易政策。中美贸易谈判成果反复、美国对钢铝加征关税等政策变动，加剧了市场对贸易摩擦的担忧，导致全球避险需求抬升。此外，俄乌冲突、中东局势紧张等事件也增强了市场对贵金属的避险配置。3.美元指数。2025年以来，美元指数持续走弱，从110.2高点一路下跌至97.9的低点，美元指数疲软对以美元计价的白银形成支撑。4.资金流入。2025年2月起，全球最大的白银ETF持仓量开始明显上涨，达到14700吨左右，由于白银市场的流动性较低，当资金流入时，其价格波动会更为剧烈。5.供需失衡支撑。从2021年开始，全球白银就开始存在供需缺口，2021-2024年供需缺口分别为9530万盎司、26350万盎司、18430万盎司、14900万盎司，供需缺口为白银价格的上涨提供了基本面支撑。

图 1：1968-2025 年伦敦黄金和白银现货价格比值



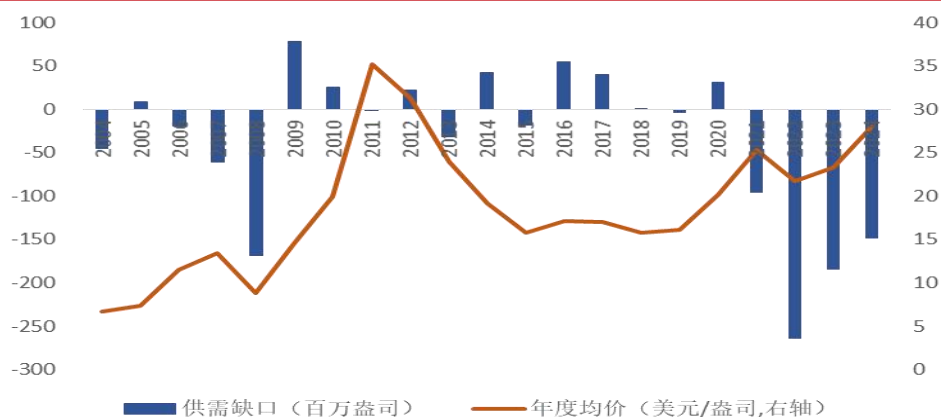
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 2：2024.1.1-2025.6.6SLV 白银 ETF 持仓量（吨）



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 3：2004-2024 年全球白银供需缺口和年度均价情况



资料来源：Wind，世界白银协会，国开证券研究与发展部

展望未来，白银价格面临相互矛盾的因素影响，这源于白银兼具贵金属和工业金属的双重属性。一方面，贸易战反复拉扯、全球经济衰退担忧及地缘政治紧张，促使投资者寻求投资组合多元化，白银因此获得黄金投资溢出的积极效应。另一方面，由于白银的工业属性（其工业需求占比接近60%），全球经济增长前景疲软始终是白银投资面临的一个关键拖累因素。2025年下半年，美国降息预期及经济、地缘政治不确定性仍在，有望继续推动黄金和白银投资。此外，高位的金银比也会起到助推作用，目前金银比虽较前期高点有所回落，但尚处于高位，仍有回落空间，有部分投资者或认为白银被低估，因此大量资金流入白银市场导致

其价格上涨。不过，若美国政策冲击减少、美联储降息周期结束且美国避免衰退，对防御性资产的需求或于今年晚些时候放缓。

风险提示：国内外经济形势持续恶化；国内外市场系统性风险；地缘政治冲突升级；美联储货币政策出现重大调整；全球通胀持续加剧；美国贸易政策出现重大不利变化风险等。

分析师简介承诺

孟业雄，外交学院学士，北京大学硕士，2017年入职国开证券，2021年加入国开证券研究与发展部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层