

降息预期和避险需求推升银价\_20250328

行情跟踪

【行情回顾】

沪银主力合约自2024年11月14日后振幅超过15%，涨幅超过13%。

【跟踪逻辑】

- 1、美国2月经济数据不及预期强化了美联储年内降息预期，年内降息预期由年初的1次（25bp）提升至3次（75bp），进一步推升白银的金融投资需求。
- 2、市场聚焦特朗普关税政策动向，2月以来关税进程不断加剧全球供应端价格上涨焦虑，推动滞胀交易情绪升温，强化白银在大类资产中的配置需求。

【后市展望】

短期滞胀交易仍将利好银价，但需注意交易预期转变带来的利空风险；中长期来看，白银金融和商品属性仍利好全年银价，但当前市场已经交易了年内3次降息预期，叠加商品属性中工业需求增速预期减缓或缩小对银价的助推力度，预计全年沪银价格中枢在8000元/千克。

从内外盘强弱来看，美联储降息预期或对美元指数和美元兑人民币汇率施加向下压力，由此影响内盘白银价格弱于外盘。

【风险提示】

- 1、全球宏观降温，美国衰退预期回升；
- 2、美联储未按预期进行降息。

浙商期货有限公司

报告撰写人：严梦圆

从业资格号：F3070177

投资咨询号：0021829

日期：2025年03月28日

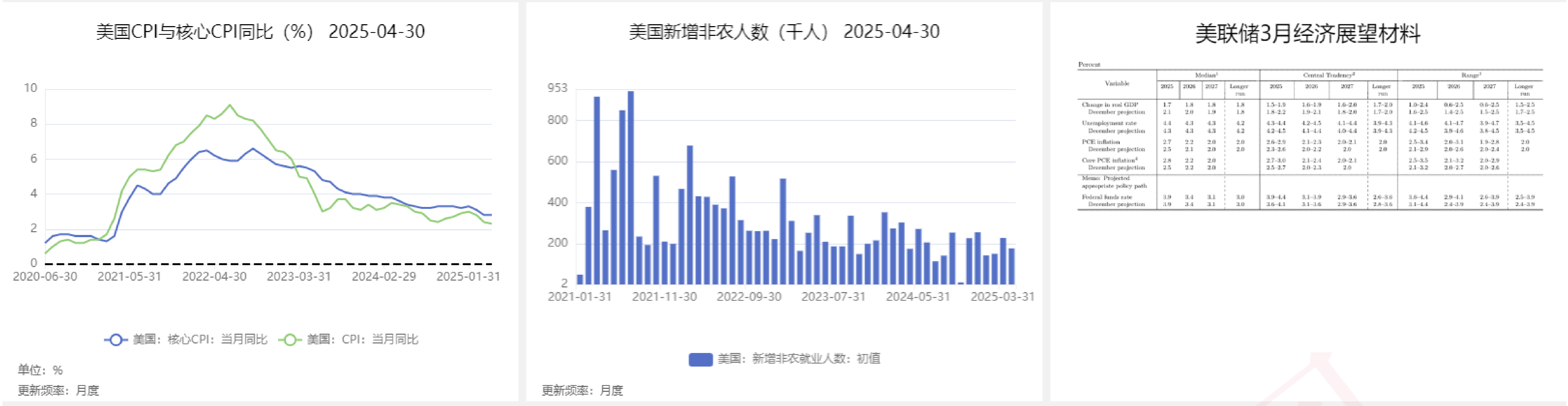
白银近期逻辑主线

一、降息预期回升推升金融投资需求

1、经济数据强化降息预期，美联储表示衰退预期可控提振情绪

- 美国2月通胀数据和就业数据不及预期强化了美联储降息预期。美国2月CPI同比2.8%低于预期的2.9%，叠加2月新增非农增长人数15.1万人不及预期的16万人并下修前值，强化市场降息预期。
- 3月议息会议放缓缩表被认为偏鸽，此外3月经济展望材料较12月下调GDP增速（2.1%→1.7%），上调通胀率（2.5%→2.7%），上调失业率（4.3%→4.4%），但未改变降息预期，传达美国经济衰退预期可控，利多白银。

一、降息预期回升推升金融投资需求



2、年内降息预期提升至3次推升白银金融投资需求

- 年内降息预期提升至3次推升白银金融投资需求。较今年年初相比，市场对美联储2025年内的降息次数预期由1次（25bp）提升至3次（75bp）。
- 降息预期提升进一步推升了白银的金融投资需求。降息预期影响实际利率回落，而白银ETP持仓与实际利率呈现负相关，在衰退交易降温 and 降息预期进一步回升的情况下，白银ETP持仓回升近400吨。



二、滞胀担忧强化白银配置需求

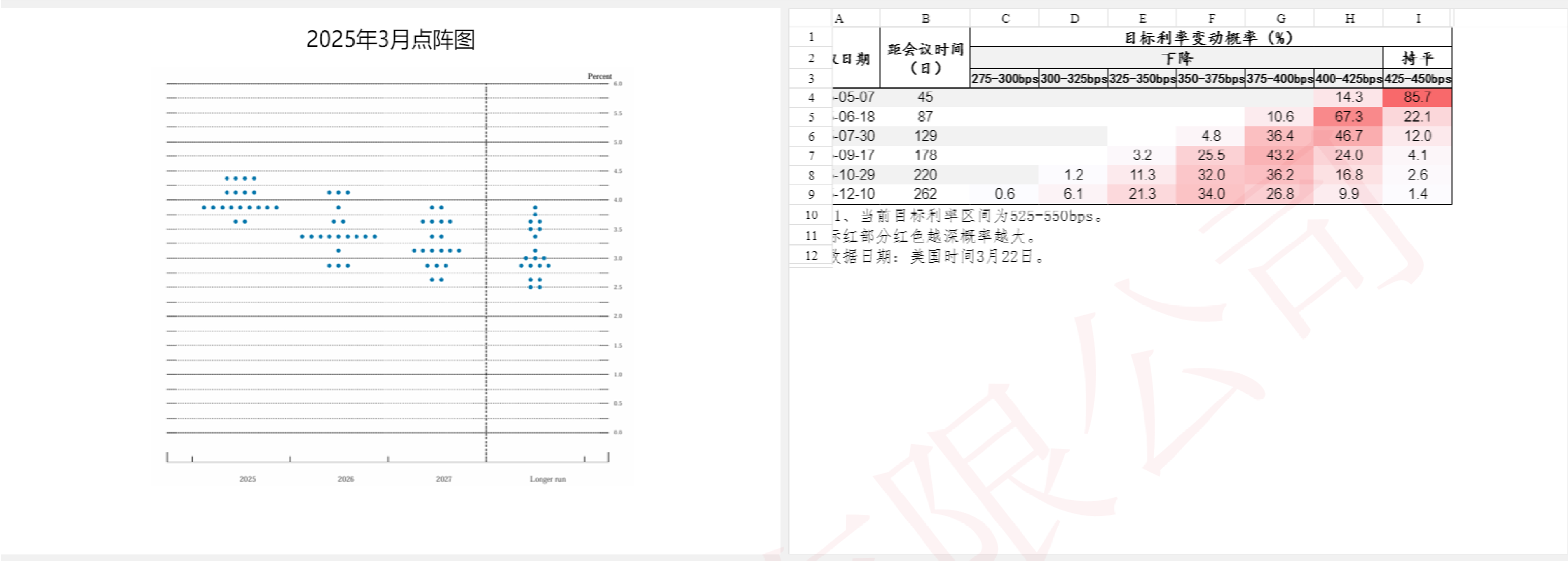
特朗普再度加征关税，全球贸易冲突升级提升白银避险需求。3月27日特朗普再度提出加征25%进口汽车关税，而欧盟拟打击美国服务出口作为报复性回击，进一步加剧全球供应端价格上涨焦虑，推动滞胀交易情绪升温，由此影响美国金融资产价格下跌，而白银具备抗通胀和避险的特性，因此滞胀交易进一步强化了白银在大类资产中的配置需求。



三、后市展望

1、滞胀交易短期仍利好银价

- 短期滞胀交易仍将利好银价，但还需关注美国经济数据和美联储降息情况，注意交易预期转变带来的利空风险；
- 中长期来看，2025年预期美联储降息2-3次推升白银金融投资需求，但当前市场已经交易了该预期，降息未出现进一步刺激下或将难以继续推升银价。



2.1、商品属性带来的推动力预期减弱

- 中长期来看，白银商品属性也将利好银价，预计2025年供需格局仍然紧张，不过白银工业需求增速受光伏用银预期下降影响有所收窄，商品属性带来的推动力预期减弱。

三、后市展望

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	
2																	
3																	
4																	
5																	
6																	
7																	
8																	
9																	
10																	
11																	
12																	
13																	
14																	
15																	
16																	
17																	
18																	
19																	
20																	
21																	
22																	
23																	
24																	
25																	
26																	
27																	
28																	
29																	
30																	
31																	
32																	
33																	
34																	
35																	
36																	
37																	
38																	
39																	
40																	
41																	
42																	
43																	
44																	

白银年度供需平衡表

单位: 吨

白银供应	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
矿产银	24749	26292	27433	27894	27987	26861	26457	26040	24366	25785	26024	25831	26034	26294
再生银	6491	5608	4989	4569	4529	4578	4625	4610	5110	5403	5502	5555	5816	6400
套保净供应	0	0	333	68	0	0	0	432	264	0	0	0	0	0
官方净销售	112	53	37	34	34	31	37	31	37	47	53	50	31	30
总供应	31352	31953	32792	32565	32550	31471	31119	31113	29778	31234	31579	31436	31881	32724
yoy		1.9%	2.6%	-0.7%	0.0%	-3.3%	-1.1%	0.0%	-4.3%	4.9%	1.1%	-0.5%		

白银需求	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
工业	13847	13984	13648	14217	15225	16373	16304	16283	15853	17458	18298	20351	20819	21128
电子电气	8426	8566	8392	8469	9608	10566	10295	10180	10015	10924	11549	13844	14237	14465
(光伏)	1711	1571	1505	1854	2538	3089	2706	2330	2575	2765	3673	6019	6228	6233
钎焊用银	1589	1630	1586	1589	1527	1583	1617	1630	1477	1571	1530	1561	1636	1718
其它工业	3832	3788	3670	4159	4090	4224	4392	4473	4361	4964	5219	4945	4945	4945
摄影	1633	1425	1275	1188	1079	1008	977	955	837	862	855	840	840	840
饰品/器具	6218	7260	7683	8112	7546	7950	8404	8171	5664	6927	9580	8034	8115	8234
银饰	4952	5813	6019	6298	5882	6103	6317	6264	4694	5661	7294	6317	6423	6568
银器	1266	1446	1664	1813	1664	1848	2087	1907	970	1266	2286	1717	1691	1667
实物投资	7487	9350	8802	9620	6622	4846	5160	5829	6473	8843	10485	7561	6470	6737
套保净需求	1257	911	0	0	373	34	230	0	0	109	557	379		
总需求	30441	32929	31408	33138	30845	30211	31076	31237	28827	34198	39775	37166	36244	36940
yoy		8.2%	-4.6%	5.5%	-6.9%	-2.1%	2.9%	0.5%	-7.7%	18.6%	16.3%	-6.6%	-2.5%	1.9%

供应-需求	911	-977	1384	-572	1704	1260	44	-124	952	-2964	-8196	-5729	-4363	-4216
-------	-----	------	------	------	------	------	----	------	-----	-------	-------	-------	-------	-------

ETP变动	1633	149	59	-532	1680	224	-663	2594	10298	2022	-3913	-1306	665	1925
-------	------	-----	----	------	------	-----	------	------	-------	------	-------	-------	-----	------

供应-需求 (包括ETP变动)	-722	-1126	1325	-40	25	1036	706	-2718	-9347	-4986	-4283	-4423	-5028	-6141
-----------------	------	-------	------	-----	----	------	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

伦敦白银现货价格 (年均, 美元/盎司)	31.1	23.8	19.1	15.7	17.1	17.0	15.7	16.2	20.5	25.1	21.7	23.4	28.2	2月 32.2
----------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------------

显性库存	-	-	-	-	46145	51147	53961	57597	60534	61700	50092	48231	48618	
伦敦和交易所库存	-	-	-	-	39800	44584	47772	51346	52944	51934	39984	38035	38614	
其他库存	6687	6563	6314	6065	6345	6563	6190	6252	7589	9766	10109	10196	10004	
隐库存						34380	34058	33096	33780	33732	42728	42470	40856	
总库存						85527	88019	90693	94314	95432	92820	90701	89474	

ETP持仓	19440	19595	19564	19035	20622	20839	20124	22674	33187	35209	31290	29984	30649	
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--

显性库存-ETP					25390	30315	33847	34928	27379	26509	18798	18247	17968	
----------	--	--	--	--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	--

调整后显性库存变动						2655	1028	-1756	-10030	-4939	-13279	-4164	-3414	
-----------	--	--	--	--	--	------	------	-------	--------	-------	--------	-------	-------	--

备注: 1、伦敦银价为年均价。2、ETPs是白银信托基金, 所对应的实物白银算为平衡表总需求之外的额外需求, ETPs正向变动代表额外需求增加, ETPs负向变动代表额外需求减少。3、交易所库存包括伦敦银库、纽交所、上海黄金交易所、上期所、印度和日本交易所库存。其他库存包括加拿大皇家铸币厂和苏黎世库存。4、调整后的显性库存变动是指在剔除ETP持仓和投资银条影响下的显性库存变动。

2.2、光伏电池用银预期下调

- 光伏电池技术革新直接影响用银预期下降。光伏电池技术革新影响用银预期大幅下调根据2024-2025中国光伏产业发展路线图, N型 TOPCon 电池双面银浆平均消耗量降至 86mg/片, 主要由于 2024 年激光诱导烧结技术 (Laser Induced Firing, LIF) 对激光选择性发射结技术 (Laser Selective Emitter, LSE) 的大规模替代, TOPCon 电池已无需使用银铝浆; 同时考虑未来 OBB、贱金属等技术的大规模应用, 2025年银浆耗量将加速下降。

• 光伏政策端转变或将通过影响装机增速间接影响用银预期下调。新能源上网电价市场化改革政策和分布式光伏发电管理办法的出台或将下调新增项目的收益测算从而影响投资意愿, 将带来应用端投资方出清。政策预期下, 我们对2025年的光伏装机预期呈持平或负增预期。

• 在此情况下, 我们将2024年光伏用银下调800吨至6228吨, 并下调2025年光伏用银预期1300吨至6233吨。



三、后市展望

3、库存水平较高

白银库存水平较高，能够供应投资和制造需求的总库存截至2024年年底约有8.9万吨，其中剔除投资需求后的显性库存截至2025年2月底约有1.76万吨，虽然处于长期去库趋势，但未到交易库存紧张阶段。



4、汇率或影响内盘价格弱于外盘

美联储降息预期或对美元指数和美元兑人民币汇率施加向下压力，由此影响内盘白银价格弱于外盘。



## 免责声明

本观点基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。观点中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就观点内容对最终操作建议做出任何担保。公司提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担交易后果。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此观点的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。