



【白银月报20250427】多空力量交织，银价大幅波动

白银观点与月度综述

核心观点

2025-04-27

❖ **观点：** 白银 短期易涨难跌，但上方空间有限，在[8500]价位存在压力

❖ **合约：** ag2506

❖ **逻辑：** 白银受需求主导：

- 1、关税风险降温，避险情绪回落但工业需求预期回升推升银价，后续仍需关注关税风险；
- 2、3月会议纪要显示面对通胀风险，美联储表态继续暂停降息，近期官员发言也偏向给市场预期降温；
- 3、商品供需角度，预计2025年白银仍然维持“供小于需”格局，但工业需求增速预期减缓。

风险提示：

- 1、全球宏观降温，美国衰退预期回升；
- 2、美联储末如预期继续降息。

产业链操作建议

快速套保 快速套保 (模拟) 场外报价

参与角色	行为导向	情形导向	现货敞口	策略推荐	套保衍生品	买卖	套保比例(%)	入场价格	相关场外产品
终端消费企业	库存管理	有原料库存，担心银价下跌	多	关税影响反复，建议进行套保。	ag2506	卖出	60	8500	
终端消费企业	采购管理	采购原材料，担心银价上涨	空	关税风险仍存，建议按需进行正常采购，择机进行买入套保	ag2506	买入	30	7500	
冶炼企业	库存管理	有库存，担心银价下跌	多	关税影响反复，建议进行套保。	ag2506	卖出	60	8500	
冶炼企业	采购管理	采购原材料，担心银价上涨	空	关税风险仍存，建议按需进行正常采购，择机进行买入套保	ag2506	买入	30	7500	

❖ **关注数据：** 过去： 3.12美国2月CPI增速回落，且低于预期 利多； 3.19 美联储3月议息会议维持利率不变 符合预期； 3.28 美国2月PCE超预期 利空； 4.4 美国3月新增非农超预期，但下修前值，失业率回升超预期，利空； 4.10 美国3月CPI，利空

未来：

5.1 美国4月PMI

【撰写人】

浙商期货有限公司

严梦圆 (Z0021829)

【咨询电话】

0571-87215357

【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，不得以任何方式传递、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。

白银观点与月度综述

月度综述

【行情回顾】

4月国内外白银价格受美国对等关税政策变动影响呈现较大幅度波动，当月小幅下跌；由于黄金相对于白银更强的避险属性和白银被看空的工业属性，4月金银比价大幅回升。

【逻辑跟踪】

- 对等关税增加经济下行风险利空白银工业需求，抑制投资需求；但在对等关税影响削弱之后，关税和地缘风险带来的不确定性也增强了白银的避险需求，且2025年内降息回升也提振了白银投资需求，多空力量交织影响银价波动（金融属性）；
- 工业和制造需求方面，光伏电池技术革新和光伏政策端转变影响用银预期下调，我们将2024年光伏用银下调800吨至6228吨，将2025年光伏用银预期下调1300吨至6233吨；银饰银器用银方面，1-2月中国银饰销售继续增长，但印度1-2月白银进口需求不及去年同期；实物投资方面，1-3月美国鹰洋银币销售进一步下降，实物贮藏需求预计会受到当前价格位置及未来预期等多重因素影响。（商品属性）
- 白银库存长期去库，今年出现隐形库存向显性库存转移、伦敦/亚洲库存向美国转移现象。当前白银总库存接近9万吨，考虑投资、工业和制造需求增量，当前库存较为充足。

【总结】

对等关税强化经济下行风险是影响4月初银价大幅下跌的主要因素，而后特朗普关税态度缓和、降息预期升温，投资需求回升是推动后续银价回升的主要因素。全年来看，多空力量交织或影响银价区间波动，关税风险下我们将沪银价格中枢下调至7500元/千克。

【风险提示】

- 全球宏观降温，美国衰退预期回升；
- 美联储未按预期降息。

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：Z0021829
日期：2025年4月27日

目录

- 一、行情回顾
- 二、商品属性
- 三、金融属性
- 四、汇率影响
- 五、库存

一、行情回顾

- 3月国内外白银价格受美国对等关税政策变动影响呈现较大幅度波动，金银比价大幅回升。
- 3月海外与国内银价走势的差异主要受人民币汇率影响；而金银比的走强源于黄金相对于白银更强的避险属性和白银被看弱的工业属性。

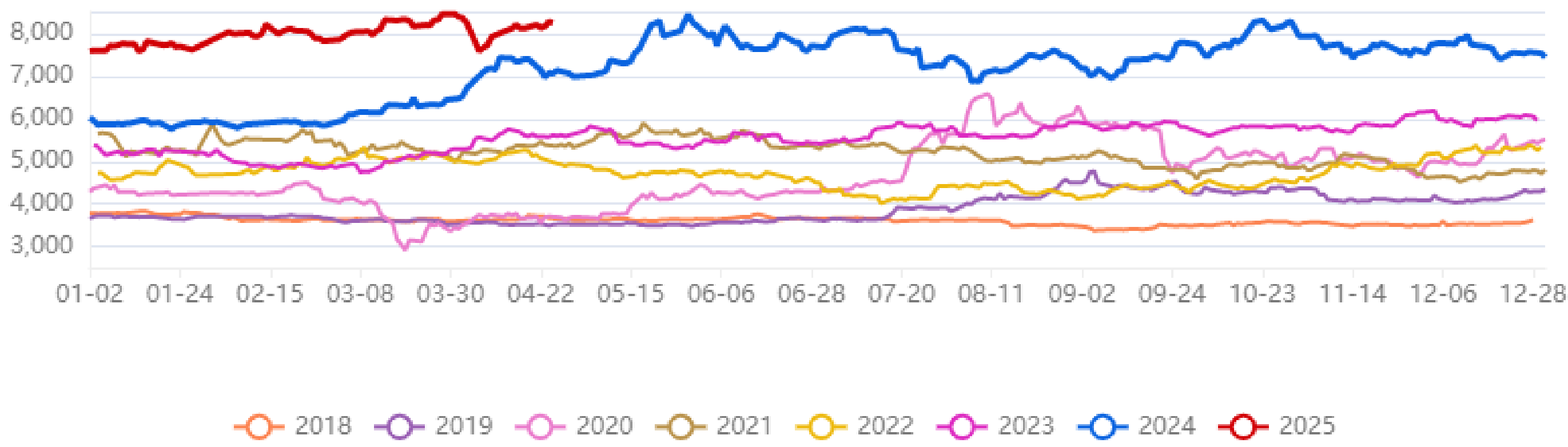
一、行情回顾

	A	B	C	D	E	F	G	H
1								
2								
3								
14								
15								
16								
17								
18								
31								

分类	名称	单位	2025-04-25	2025-03-31	月涨跌/涨跌幅
国内现货价格	上金所Ag (T+D)	元/千克	8270	8485	-2.53%
国内盘面价格	12合约	元/千克	8346	8569	-2.60%
海外现货价格	伦敦银现	美元/盎司	33.34	34.05	-2.09%
海外盘面价格	COMEX白银	美元/盎司	33.02	34.37	-3.93%
金银比	伦敦金现	美元/盎司	3277.30	3115.10	5.21%
	金银比	-	98.30	91.49	6.81

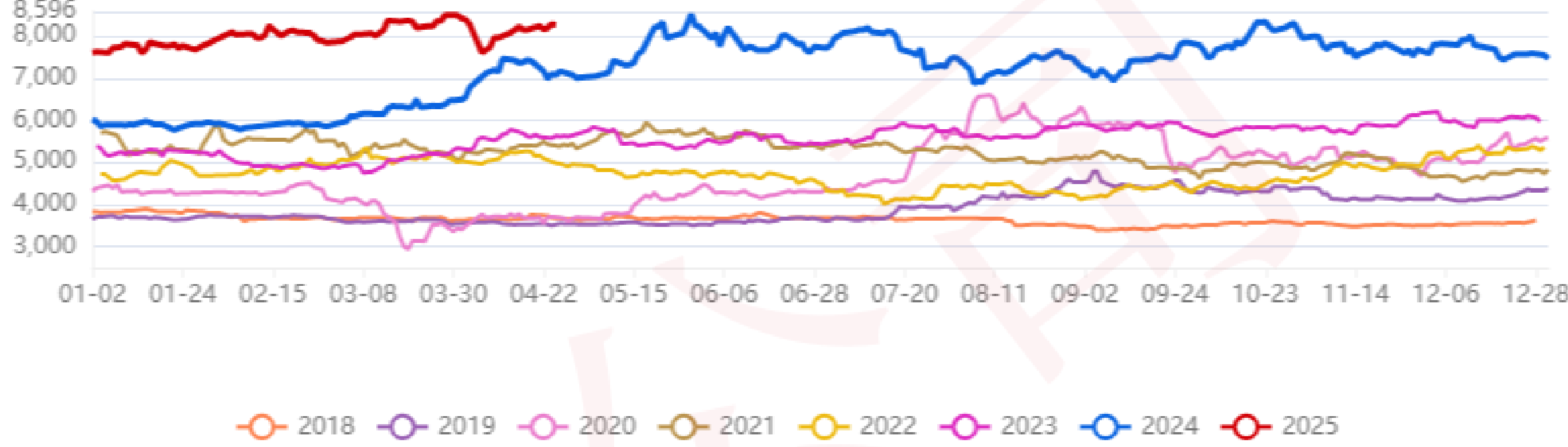
数据来源：彭博、同花顺、万得

上海Ag (T+D) 2025-04-25



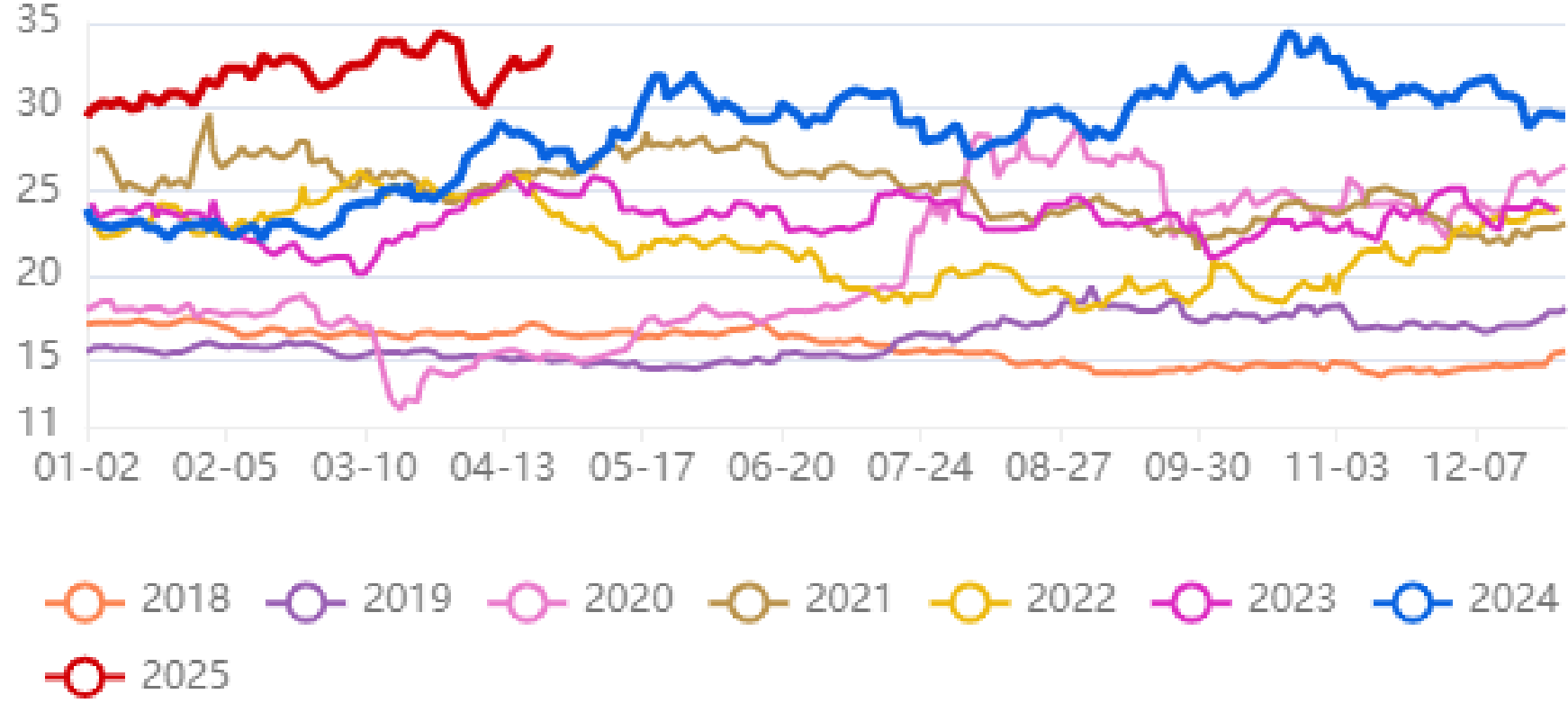
单位：元/千克
更新频率：日度

沪银主力合约_收盘价 2025-04-25



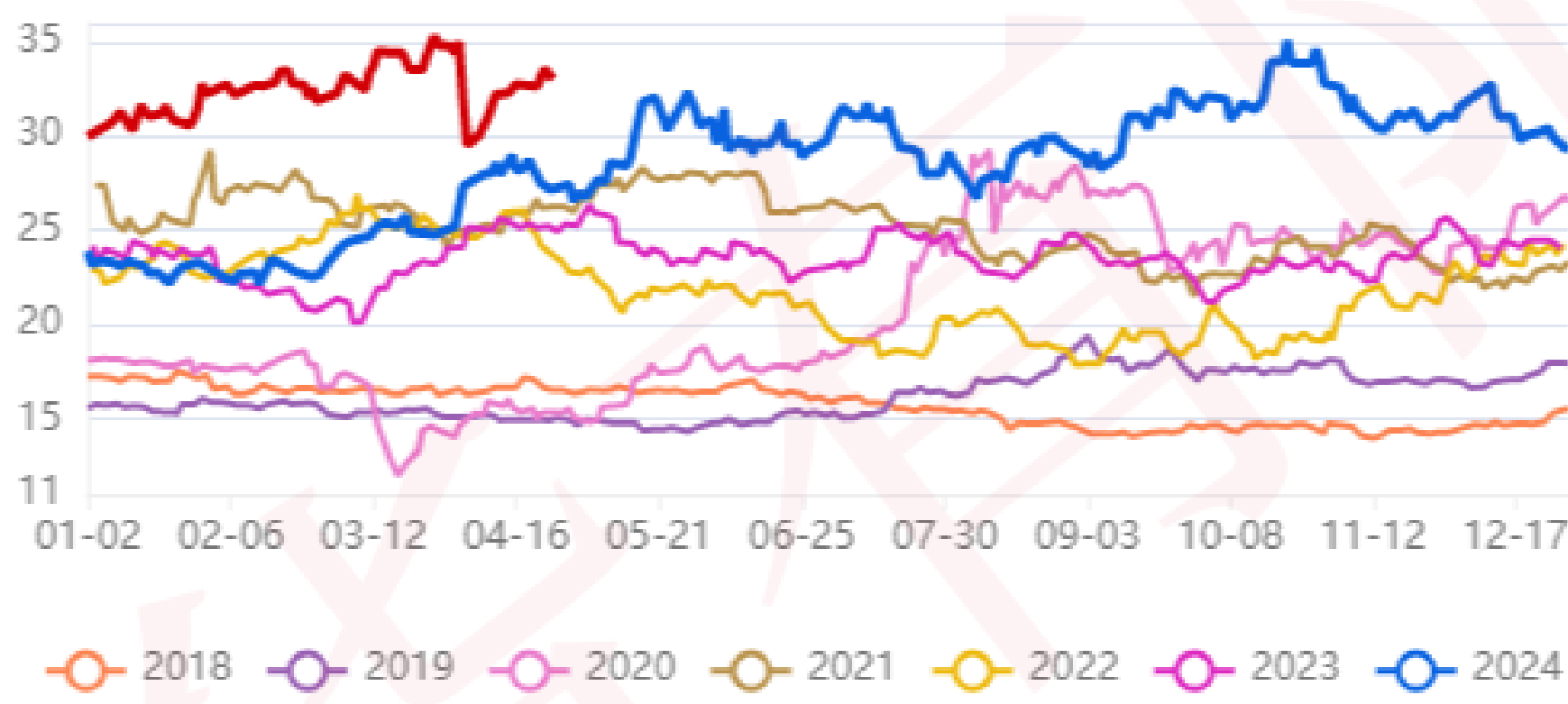
单位：元/千克
数据来源：浙商期货 更新频率：日度

伦敦银现 2025-04-25



单位：美元/盎司
更新频率：日度

COMEX白银 2025-04-25



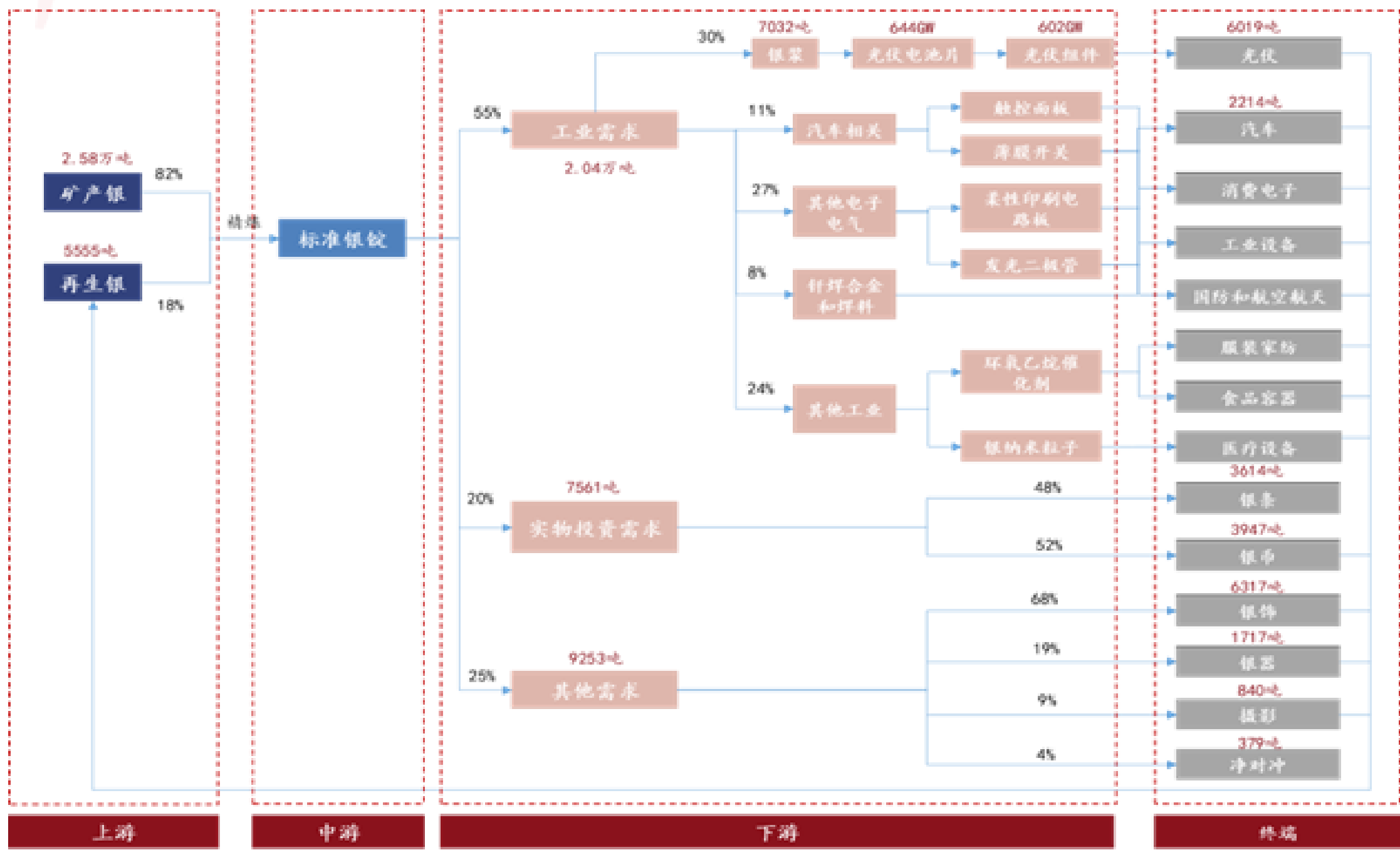
单位：美元/盎司

金银比 2025-04-25



二、商品属性

1、白银产业链

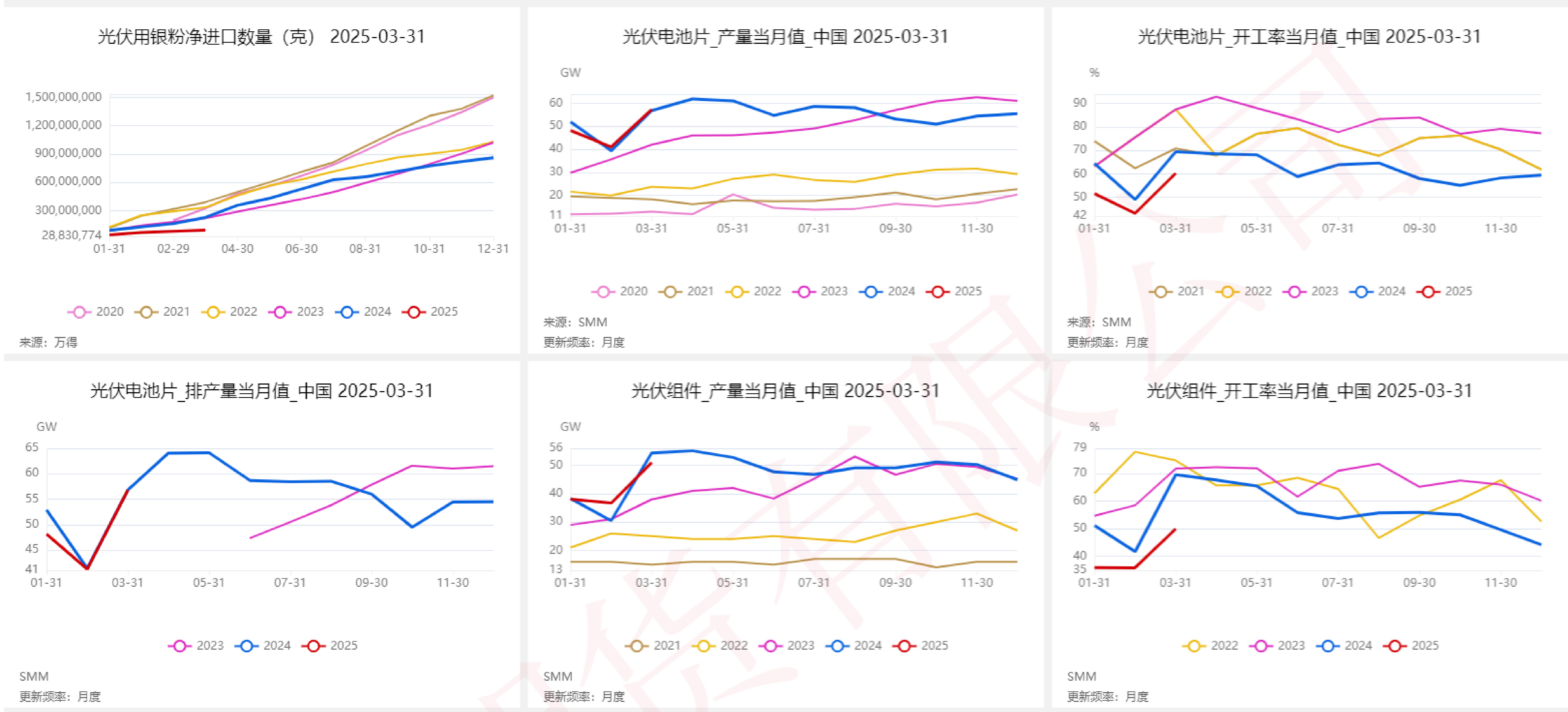


注：
1、图中为2023年数据，其中汽车相关数据为估算值；2、ETPs为白银信托基金，持仓对应的实物白银算为平衡表总需求之外的额外需求，ETPs正向变动代表额外需求增加，ETPs负向变动代表额外需求减少。

2、工业制造需求

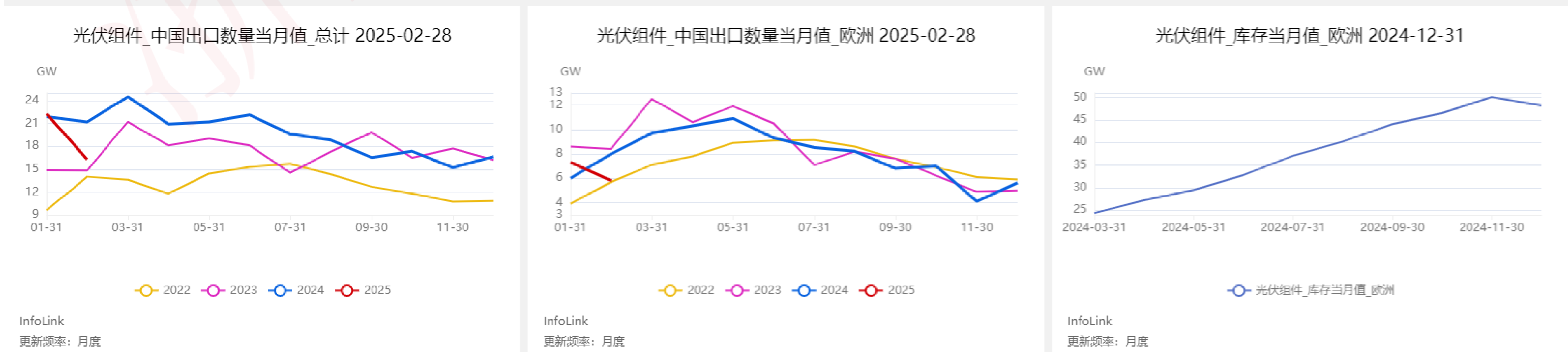
2.1.1、国内光伏用银情况

- 中国方面，光伏电网消纳问题逐步凸显，也将成为2025年光伏产业链的核心问题。
- 上游：1-3月光伏用银粉进口数量累计同比下降58%，主要受电池需求下降及进口银粉替代影响；
 - 下游：当前光伏装机需求与电池/组件厂产能不匹配，产能过剩格影响光伏电池片开工率低于24年同期。1-3月国内电池片产量累计同比下降1.1%，电池开工率回升至60.3%，但仍低于去年同期的69.4%；
 - 终端：新增装机1-2月累计同比7.5%，仍维持较快速度增长，不过受到电网消纳不足的影响，保守预估下，我们预计2025年中国装机需求与24年减少。



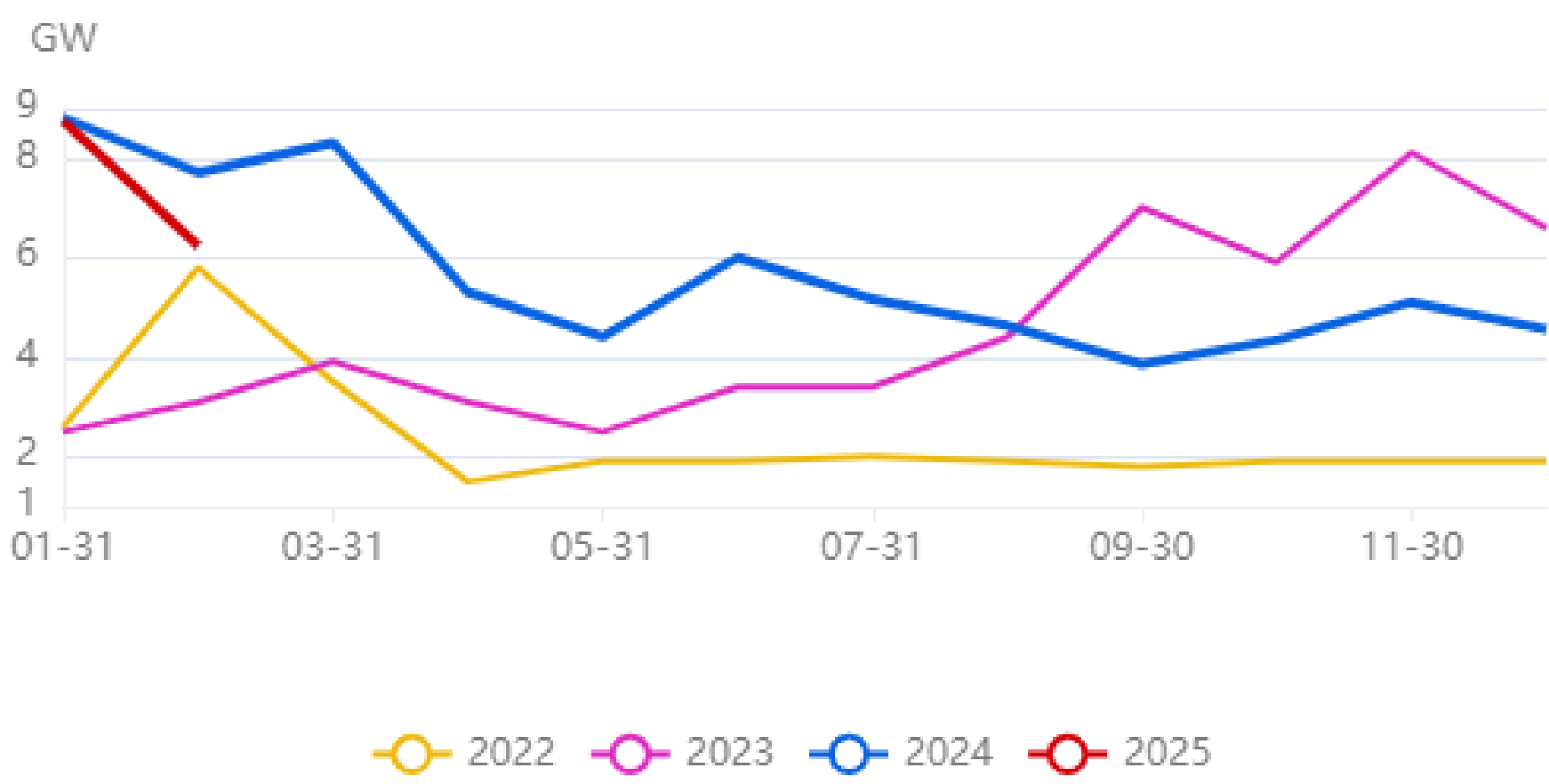
2.1.2、海外光伏用银情况

- 海外方面，1-2月中国出口光伏组件至海外累计同比增速下降10.6%。
 - 欧洲：装机需求受欧洲多国经济疲软及电网消纳能力不足影响减弱，因而影响2025年组件进口下滑和累库，后续或仍需要时间解决消纳能力不足问题。
 - 美国：特朗普2.0或将影响美国从中国进口光伏电池和组件的需求，并降低对新能源需求。对特朗普2.0加征60%中国商品关税及支持传统能源的预期或将影响本土进口需求和终端装机需求。
 - 其他地区：中东进口组件需求存回升预期。



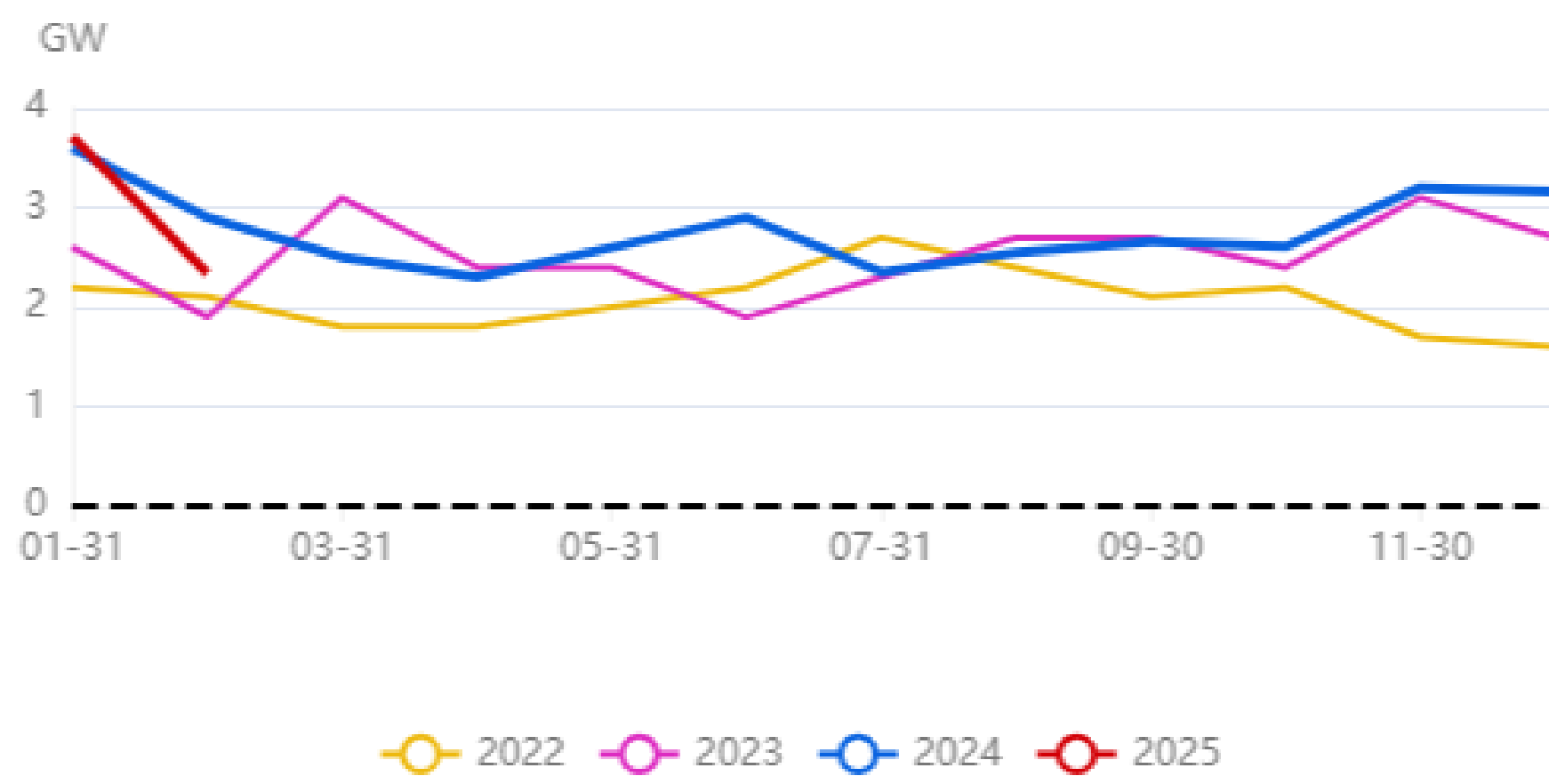
2、工业制造需求

光伏组件_中国出口数量当月值_亚太地区 2025-02-28



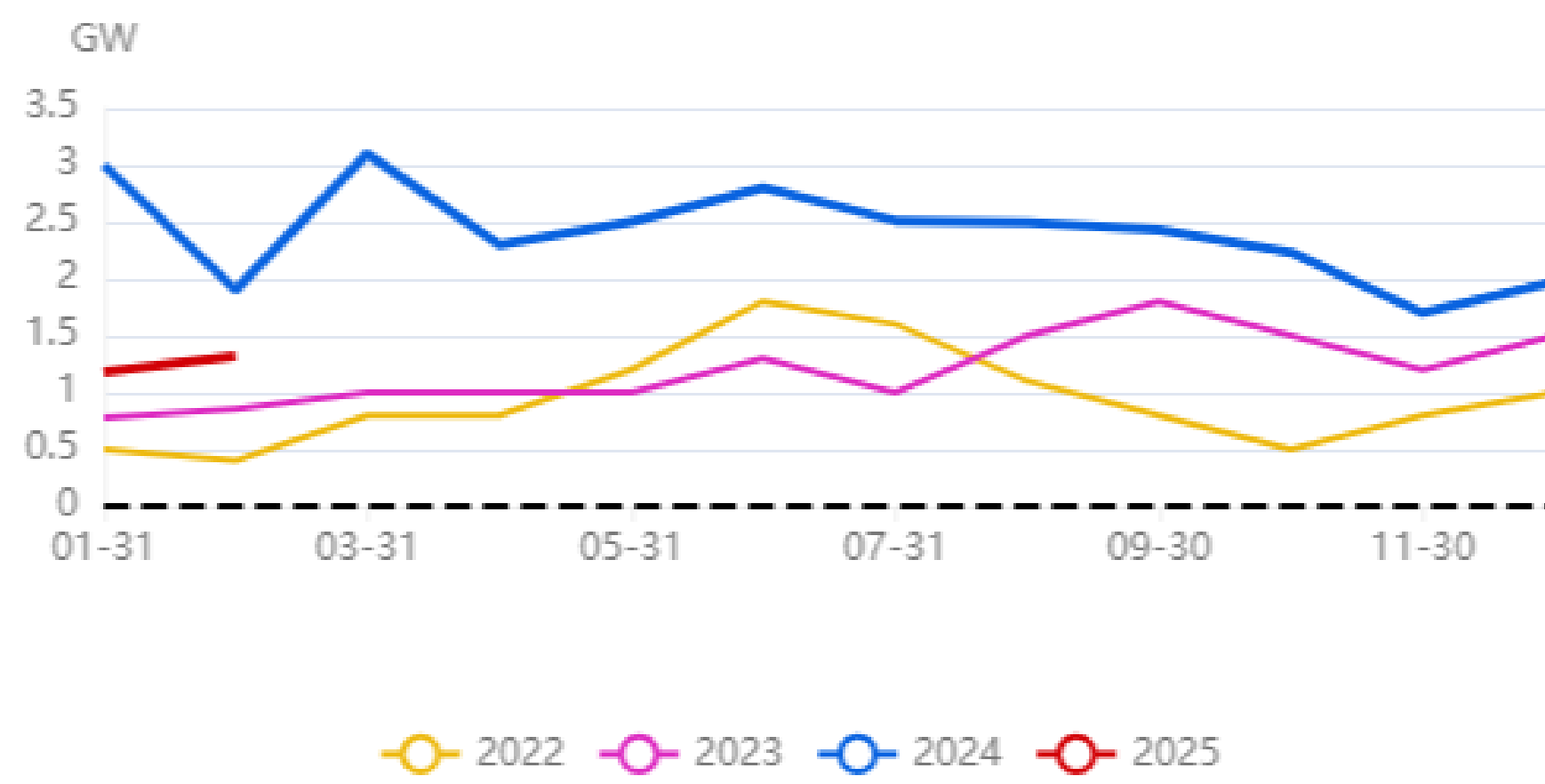
InfoLink
更新频率: 月度

光伏组件_中国出口数量当月值_美洲地区 2025-02-28



InfoLink
更新频率: 月度

光伏组件_中国出口数量当月值_中东地区 2025-02-28



InfoLink
更新频率: 月度

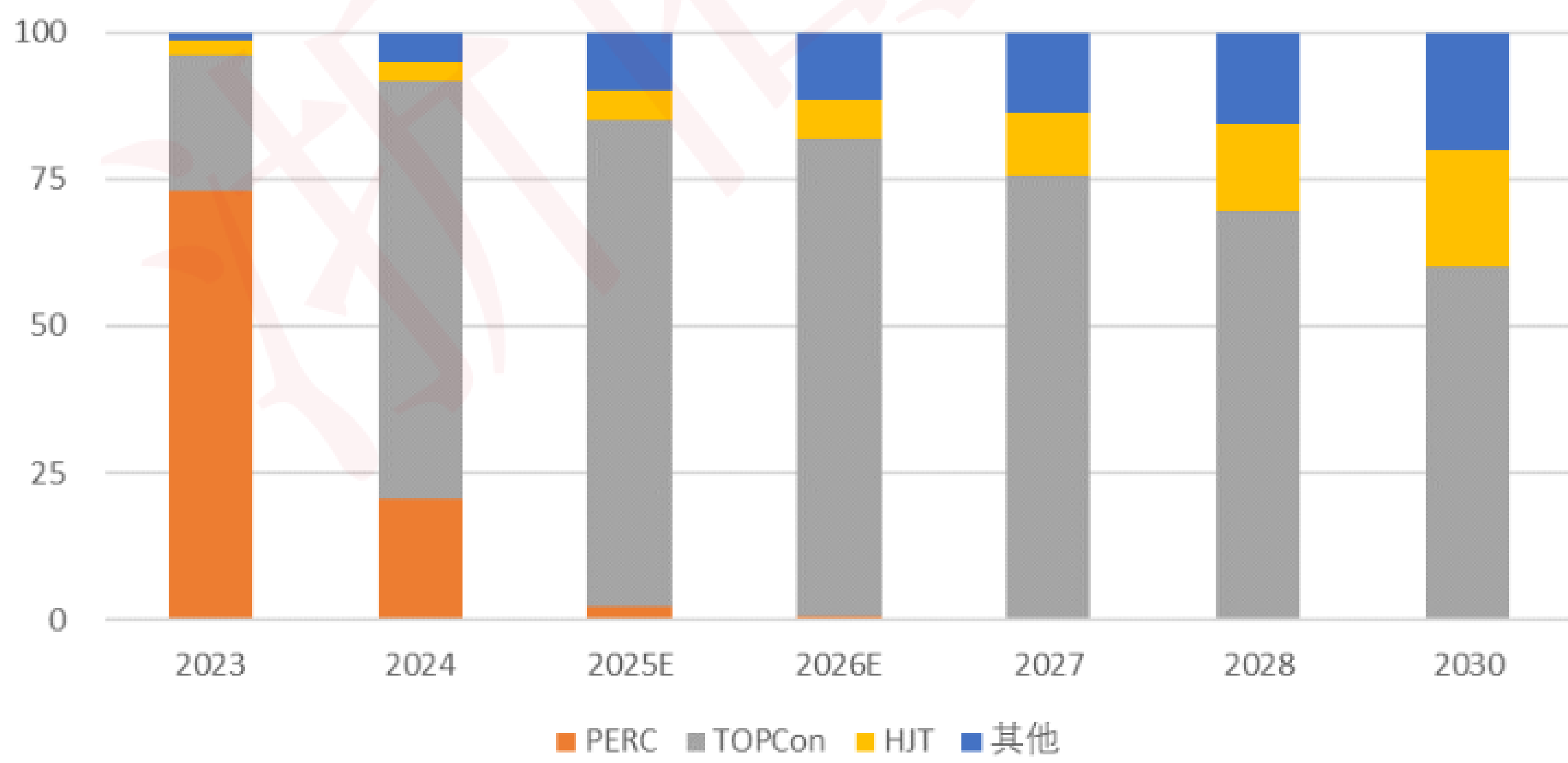
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
1	2014-2026年全球光伏新增装机历史数据和预测情况 (GW)												
2		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
3	中国	13	19	34	53	44	30	50	52	85	216	277	260
4	欧洲	5	5	4	5	8	17	20	28	40	65	66	70
5	美国	7	9	15	12	11	14	20	24	21	33	43	46
6	印度	0	0	0	1	1	3	4	6	11	13	18	23
7	巴西	1	2	5	10	8	7	3	12	14	14	17	21
8	日本	10	11	8	7	6	6	6	5	6	8	10	12
9	澳大利亚	1	1	1	1	4	5	4	5	5	7	8	9
10	越南	0	0	0	0	0	5	12	0	8	10	10	12
11	其他国家	2	1	3	7	11	15	11	26	39	45	62	82
12	全球	43	53	77	97	99	111	126	152	240	411	512	535
13	全球同比		23%	45%	26%	2%	12%	14%	21%	58%	71%	25%	4%
14	中国同比		46%	79%	56%	-17%	-32%	67%	4%	63%	154%	28%	-6%
15	来源: 国家能源局、SPE、SEIA等												

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
1	2022-2024年中国新增装机历史和预期容量 (GW)												
2	2022年		同比	环比	累计同比	2023年	同比	环比	累计同比	2024年	同比	环比	累计同比
3	1月	5.7	234%	-72%	234%	10.7	88%	-51%	88%	19.0	78%	-64%	78%
4	2月	5.2	234%	-9%	234%	9.7	87%	-9%	87%	17.7	82%	-7%	80%
5	3月	2.4	13%	-54%	148%	13.3	454%	37%	153%	9.0	-32%	-49%	36%
6	4月	3.7	110%	54%	138%	14.7	297%	11%	185%	14.4	-2%	60%	24%
7	5月	6.8	141%	84%	139%	12.9	90%	-12%	158%	19.0	48%	32%	29%
8	6月	7.2	131%	6%	137%	17.2	139%	33%	153%	23.3	36%	22%	31%
9	7月	6.9	39%	-4%	110%	18.7	171%	9%	156%	21.1	13%	-10%	27%
10	8月	6.7	64%	-3%	102%	16	139%	-14%	154%	16.5	3%	-22%	24%
11	9月	8.1	132%	21%	106%	15.8	95%	-1%	145%	20.9	32%	27%	25%
12	10月	5.6	50%	-31%	99%	13.6	143%	-14%	145%	20.4	50%	-2%	27%
13	11月	7.5	35%	34%	89%	21.3	184%	57%	149%	25.0	17%	22%	26%
14	12月	21.7	8%	189%	59%	52.1	140%	145%	147%	70.9	36%	183%	28%
15	总计	87.5				216				277			
16	来源: 国家能源局												

2.1.3、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，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0BB、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。

TOPCon市占率提升速度超过预期 (%)



光伏政策端转变



2、工业制造需求

	A	B	C	D	E	F	G
1	光伏用银测算						
2	电池片种类						
3	全球光伏电池片产量 (GW)		2021	2022	2023	2024E	2025E
4		PERC	224	366	644	715	794
5		TOPCon	91	88	73	21	2
6	各类电池渗透率 (%)	HJT	2	8	23	71	83
7		其他	2	1	3	3	5
8		其他	6	3	1	5	10
9	各类电池需求 (GW)	PERC	204	322	470	146	18
10		TOPCon	3	30	148	508	657
11		HJT	3	2	17	24	40
12		其他	13	11	9	36	79
13	电池银浆消耗 (mg/W)	PERC正银	12	9	7	7	6
14		PERC背银	4	4	3	3	3
15		TOPCon	21	14	14	10	9
16		HJT	19	16	14	8	7
17		其他	20	14	13	14	12
18		PERC正银	2377	2900	3125	1329	116
19		PERC背银	819	1163	1447	617	49
20	各类电池银浆需求量 (吨)	TOPCon	70	426	2013	5848	6045
21		HJT	64	35	234	458	278
22		其他	262	159	115	168	945
23	光伏银浆总需求 (吨)		3591	4683	6935	7381	7433
24		正银	95	95	95	95	95
25	银质量分数 (%)	背银	70	70	70	70	70
26		低温	90	90	90	90	90
27		银包铜	90	85	73	40	35
28		(占比/%)	10	15	20	40	50
29		正银	2541	3116	4073	4031	3995
30	白银需求 (吨)	背银	597	957	1689	2059	2605
31		低温	52	27	169	106	125
32		银包铜	6	4	34	31	49
33	光伏用银总需求 (吨)		3195	4105	5937	6228	6233
34	YOY		-	-	45%	5%	0%
35	工业用银 (吨)			18298	20351	22111	22117
36	光伏用银在工业用银中占比			22.4%	29%	28%	28%

来源: OPIA、Infolink

各类电池片银耗预期变化

		2023	2024	2025
mg/片	PERC正银	59	52	50
	PERC背银	25	22	21
	TOPCon	109	86	81
	HJT	115	75	70
	其他(XBC)	140	135	120

2.2、汽车用银量稳定增长

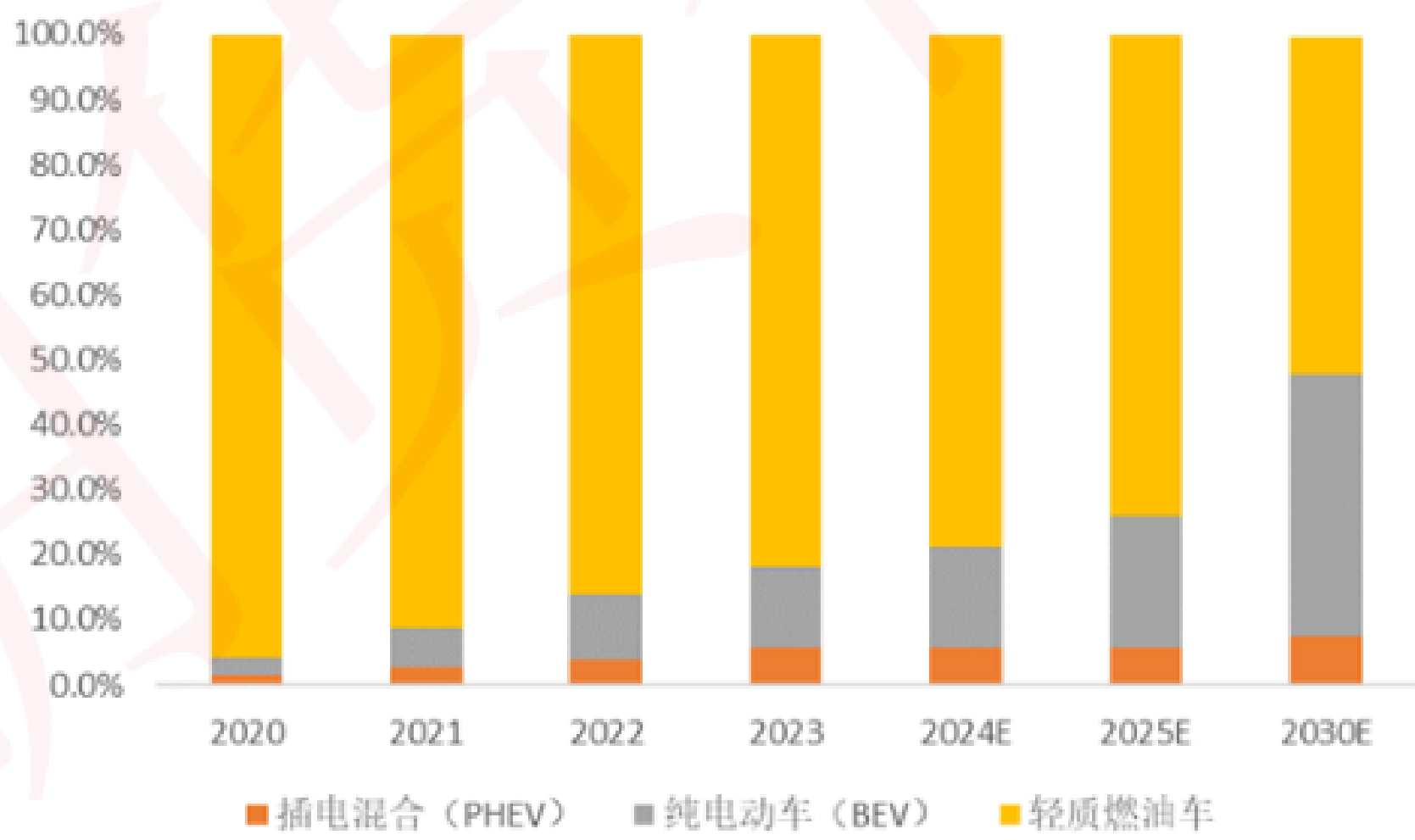
白银在不同车型中的需求差异相对较大，一辆纯电动汽车的用银需求量较一辆轻质燃油车约高出1.6~2.2倍。假设全球汽车销量稳定，在新能源车替代率持续上升的预期下，2025年增速预计在3.3%，保持稳定增长。

汽车用银部位

含银部位	用途	应用
开关	控制设备开关	控制指示灯 车灯 雨刷器
继电器	通过调节电流来控制电子电路，从一个中央电源激活不同的电子设备。	电力系统
导电材料和陶瓷线	导电，导电路径中的银含量约为 60-80%。	车窗除雾和除霜
断路器和保险丝	保护电路	电力系统
车身	包括激光钎焊以连接钢和铝，通常钎焊填充金属的银含量约为15%。	焊接应用，制造高强度和轻质的车身
电子控制单元 (ECU)	综合控制装置	发动机控制装置 制动防抱死系统
银涂层	阻止电磁或射频干扰敏感电子设备 减少红外线的透射，有助于减少对空调的需求，以及降低燃料消耗和碳排放	电磁干扰 (EMI) 装置表面 玻璃表面

来源: 公开资料

不同车型占比 (%)



来源: 国际能源署

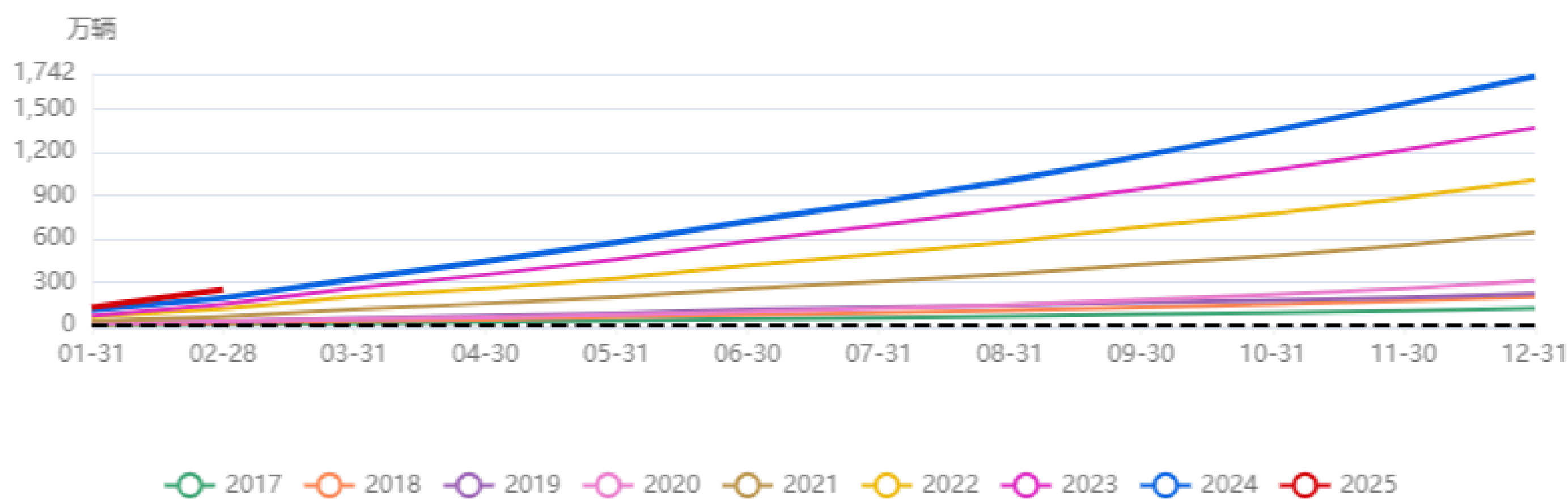
	A	B	C	D	E	F	G	H
1	汽车用银测算							
2	分类							
3		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	
4	各类汽车销量 (万辆)	插电混合 (PHEV)	98	190	290	430	460	470
5		纯电动车 (BEV)	200	470	730	950	1240	1700
6		轻质燃油车	7669	7704	7267	7892	7572	7102
7		混合动力 (HEV)	26			140	30	10
8	单车银耗均值 (g)	插电混合 (PHEV)	37.5					
9		纯电动车 (BEV)	37.5					
10		轻质燃油车	21.5					
11	各类汽车银耗 (吨)	插电混合 (PHEV)	37	71	109	161	173	176
12		纯电动车 (BEV)	75	176	274	356	465	638
13		轻质燃油车	1649	1656	1562	1697	1628	1527
14	我们测算: 汽车用银需求 (吨)		1761	1904	1945	2214	2266	2341
15				8.1%	2.2%	13.9%	2.3%	3.3%
16	工业用银需求 (吨)		15853	17458	18298	20351	22111	
17	汽车行业在工业用银中占比 (%)		11.1%	10.9%	10.6%	10.9%	10.2%	10.6%
18	白银协会测算 (2021年) (吨)		51	61	69	79	81	88
19	占比		9.7%	10.9%	11.4%	11.6%	11.4%	12.4%
20	增速			23.6%	9.5%	13.8%	6.6%	8.6%
21	来源: 国际能源署、世界白银协会							

汽车销量_全球 2024-12-31



数据来源: 国际汽车制造协会(OICA) 更新频率: 年度

新能源汽车销量_合计_全球 2025-02-28



国际能源署

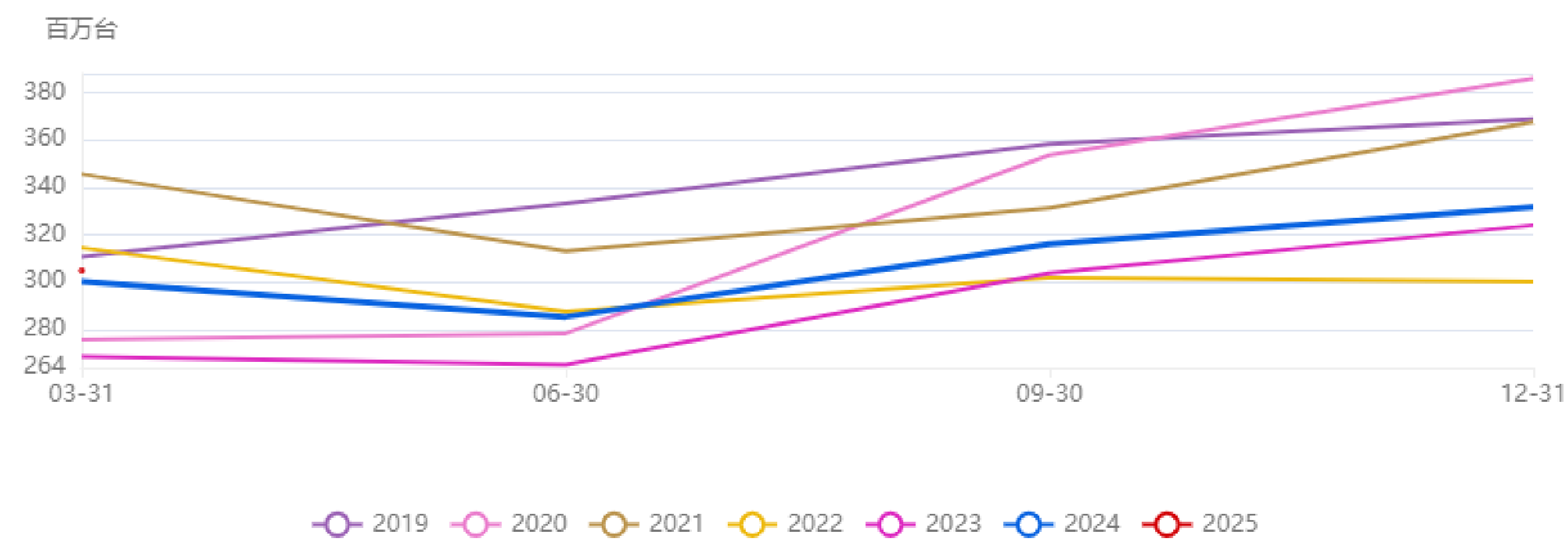
数据来源: CleanTechnica 更新频率: 月度

2.3、其他电子电气用银

其他电子电气用银（占工业需求的28%）：在其他电子电气用银中，主要为消费电子需求。其中，中国、日本、美国三者合计用银在电子电气用银中占比接近81%。1-2月中国消费电子设备营业收入累计同比8.8%；1-2月美国消费电子产品出货值累计同比3%。整体来看，预计2025年其他电子电气用银增长3.6%，影响工业需求增长1%。

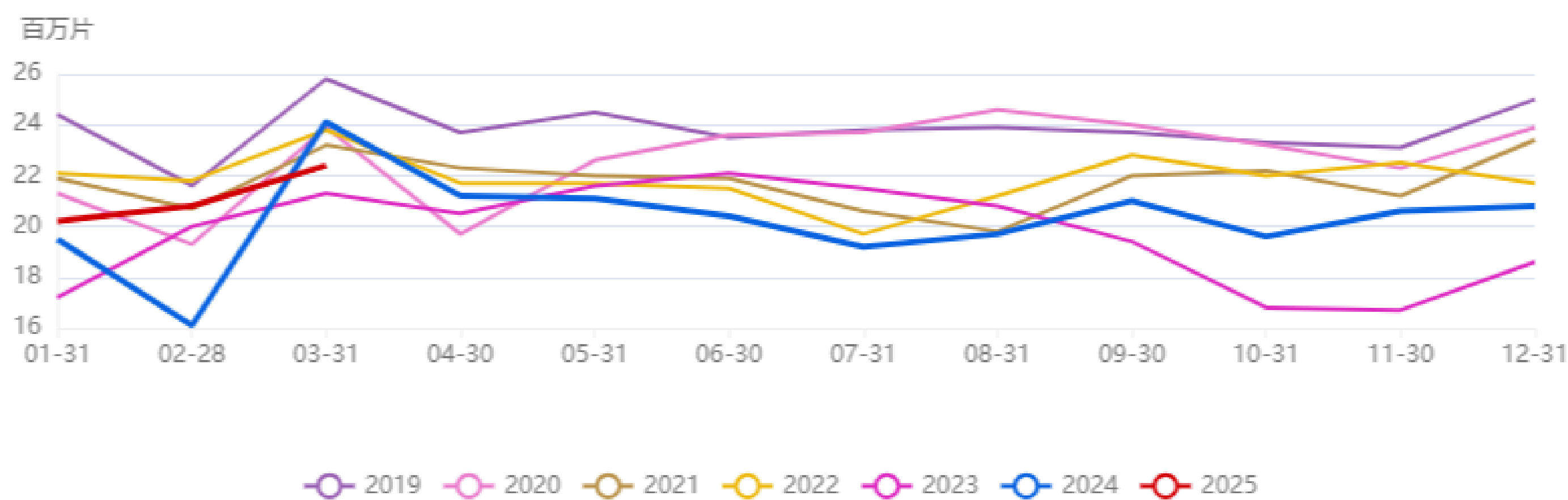
2、工业制造需求

全球智能手机出货量 2025-03-31



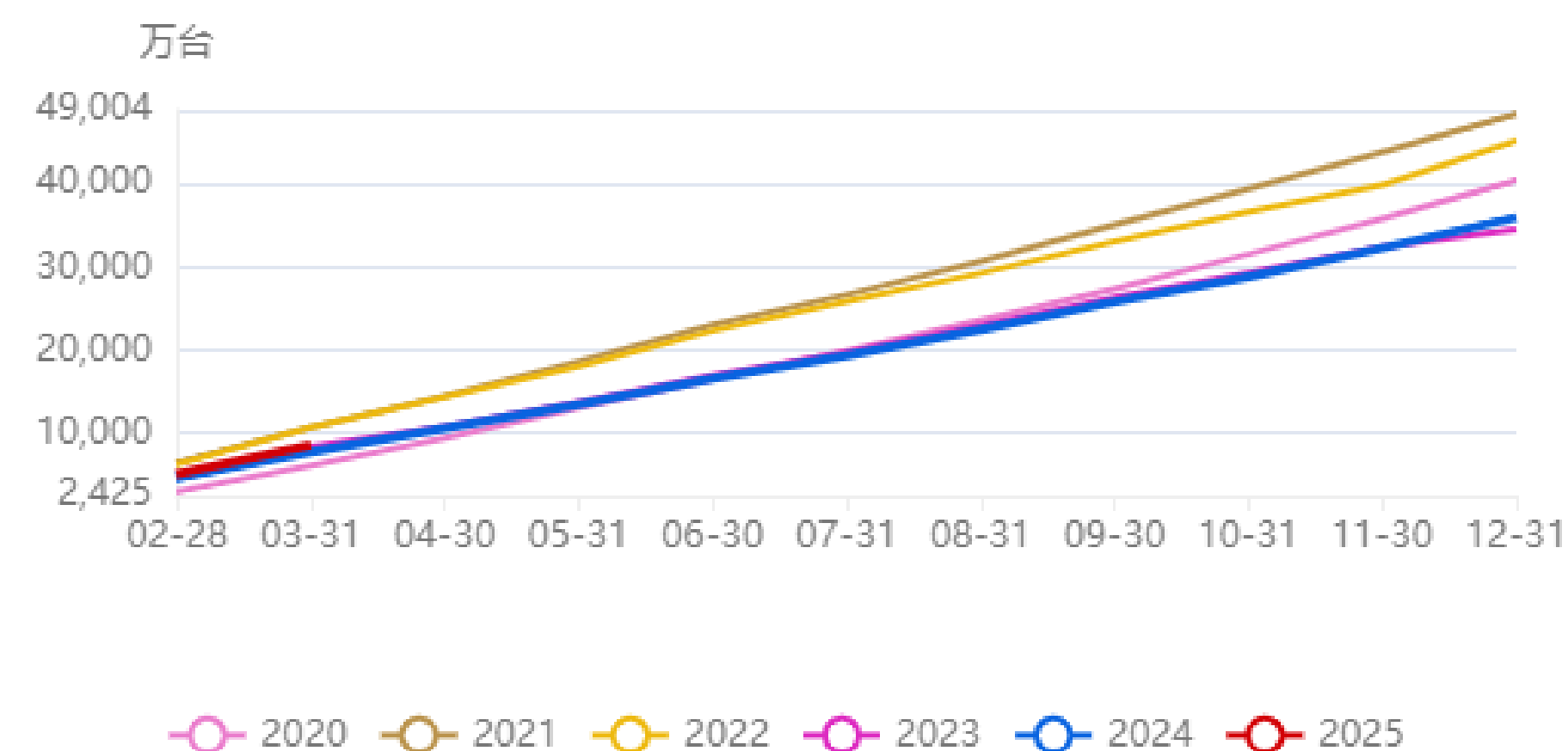
数据来源：万得

液晶电视面板_出货量当月值_全球 2025-03-31



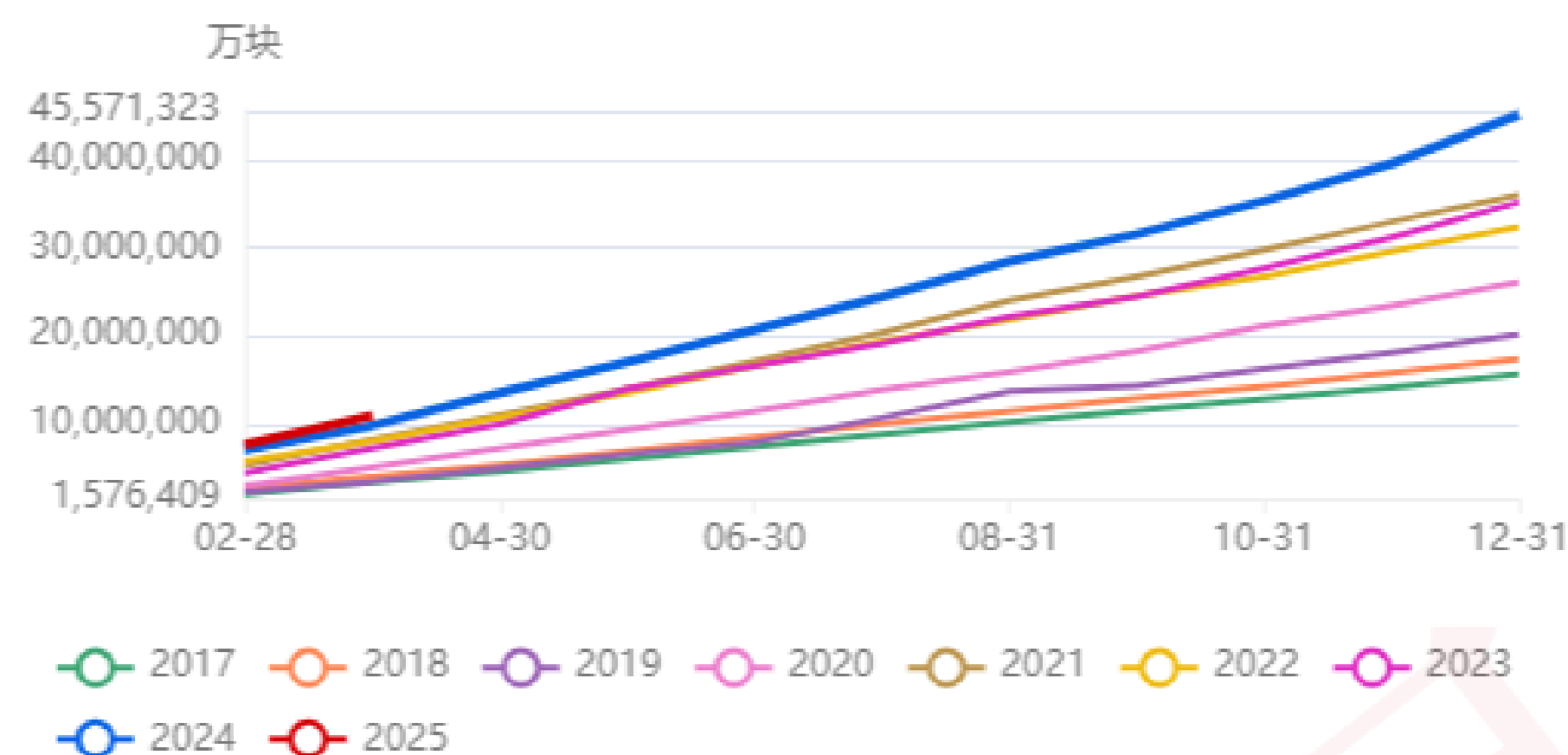
数据来源：万得
更新频率：月度

电脑_产量累计值_中国 2025-03-31



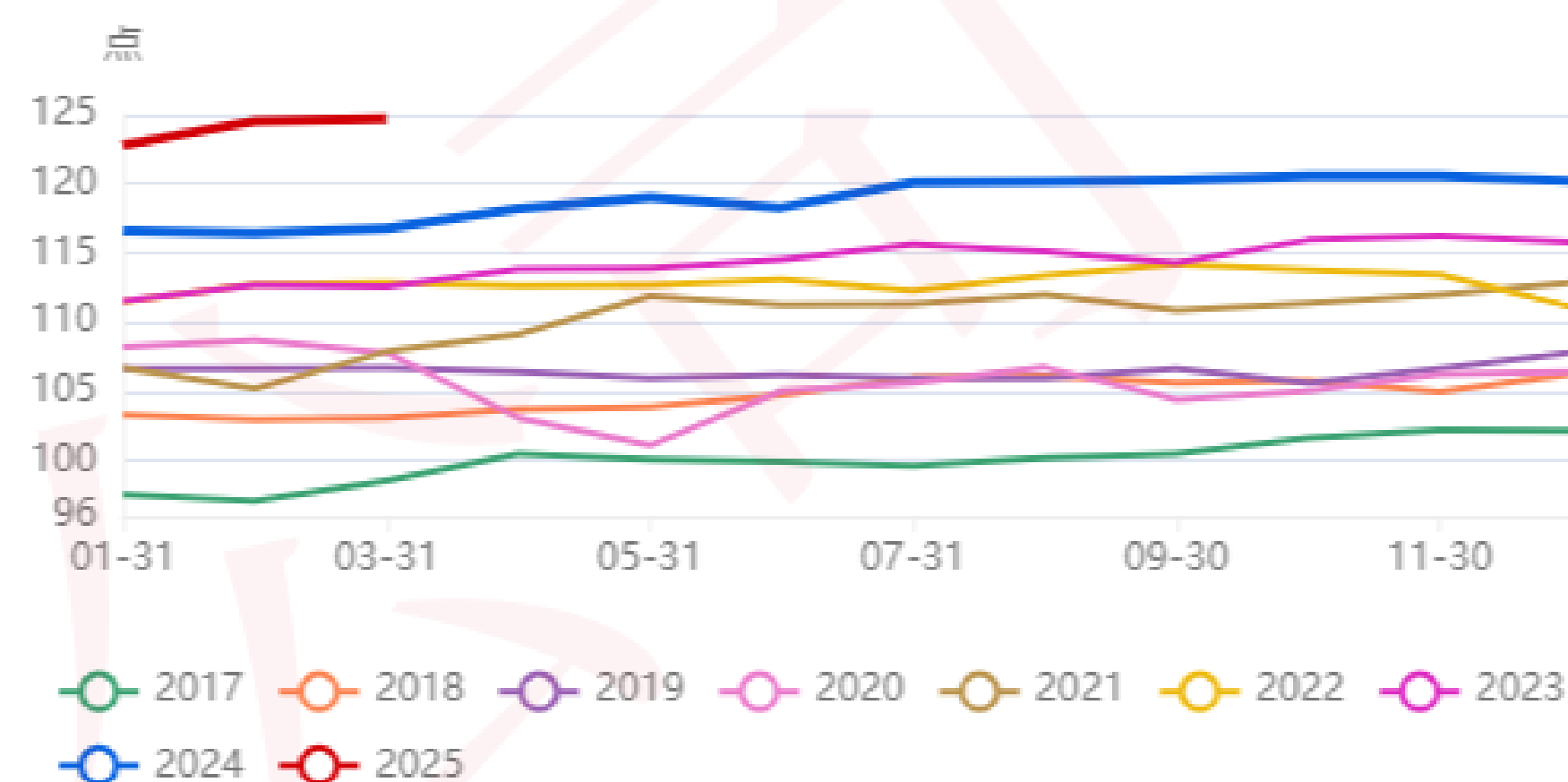
数据来源：万得
更新频率：月度

集成电路_产量累计值_中国 2025-03-31



数据来源：万得
更新频率：月度

电脑和电子产品生产指数_美国 2025-03-31



数据来源：万得
更新频率：月度

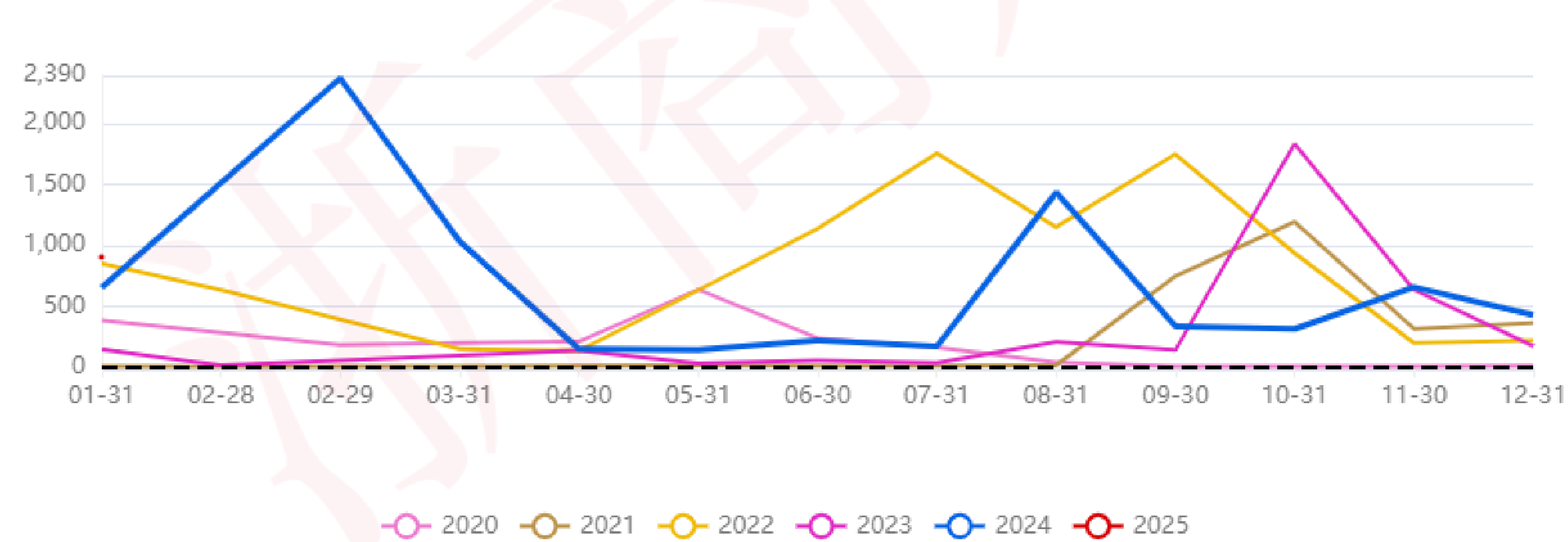
3、银饰银器及实物投资需求

1、其他制造需求当中，我们主要关注银饰和银器用银。

- 银饰用银（占商品属性中需求的17%）：1-2月中国银饰销售同比增长5.4%，印度1-2月白银进口需求1320吨，不及去年同期的3031吨；从其他国家来看，泰国、美国银饰需求呈现增长。
- 银器用银（占商品属性中需求的4.6%）：参照白银进口量，预计印度银器需求呈现下降。

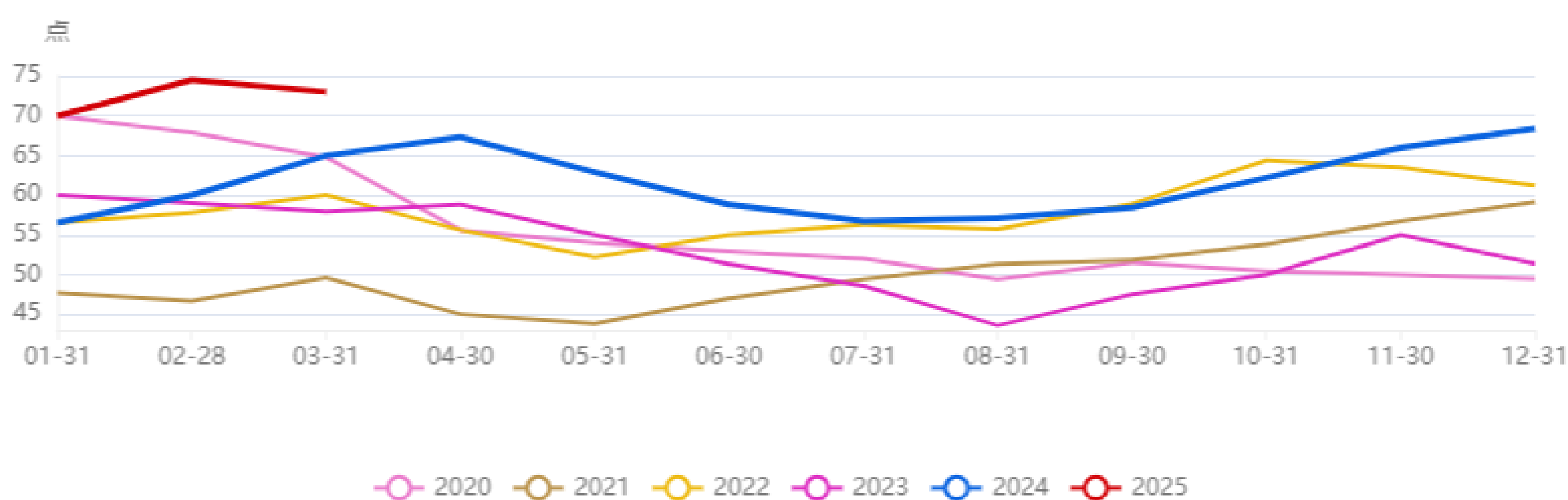
2、实物投资需求（占商品属性中需求的20%）：美国方面，1-3月美国鹰洋银币累计销售同比减少40%。实物贮藏需求预计会受到当前价格位置及未来预期等多重因素影响。

白银进口_印度_当月值 2025-01-31



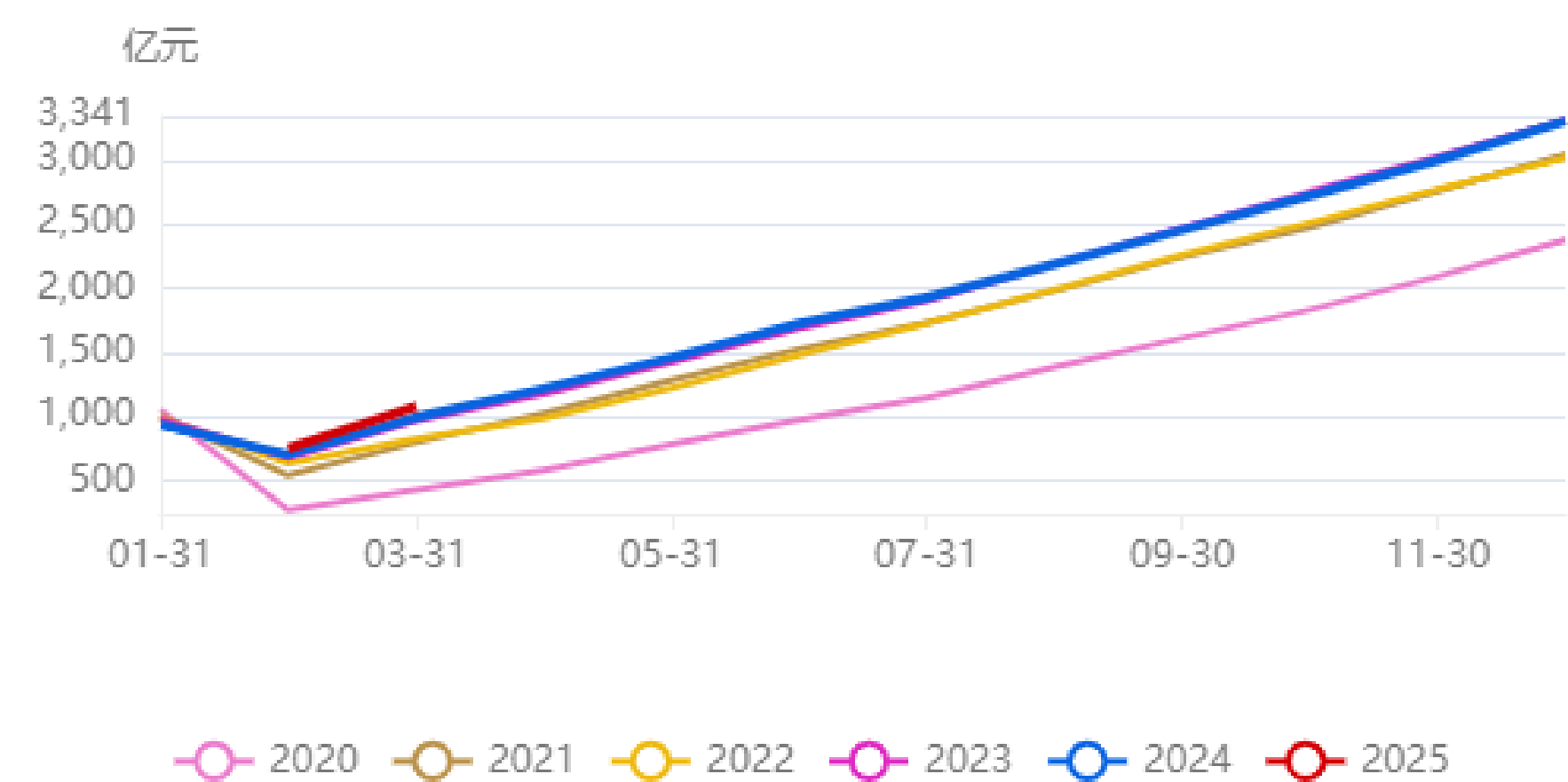
数据来源：万得

珠宝信心指数_泰国 2025-03-31



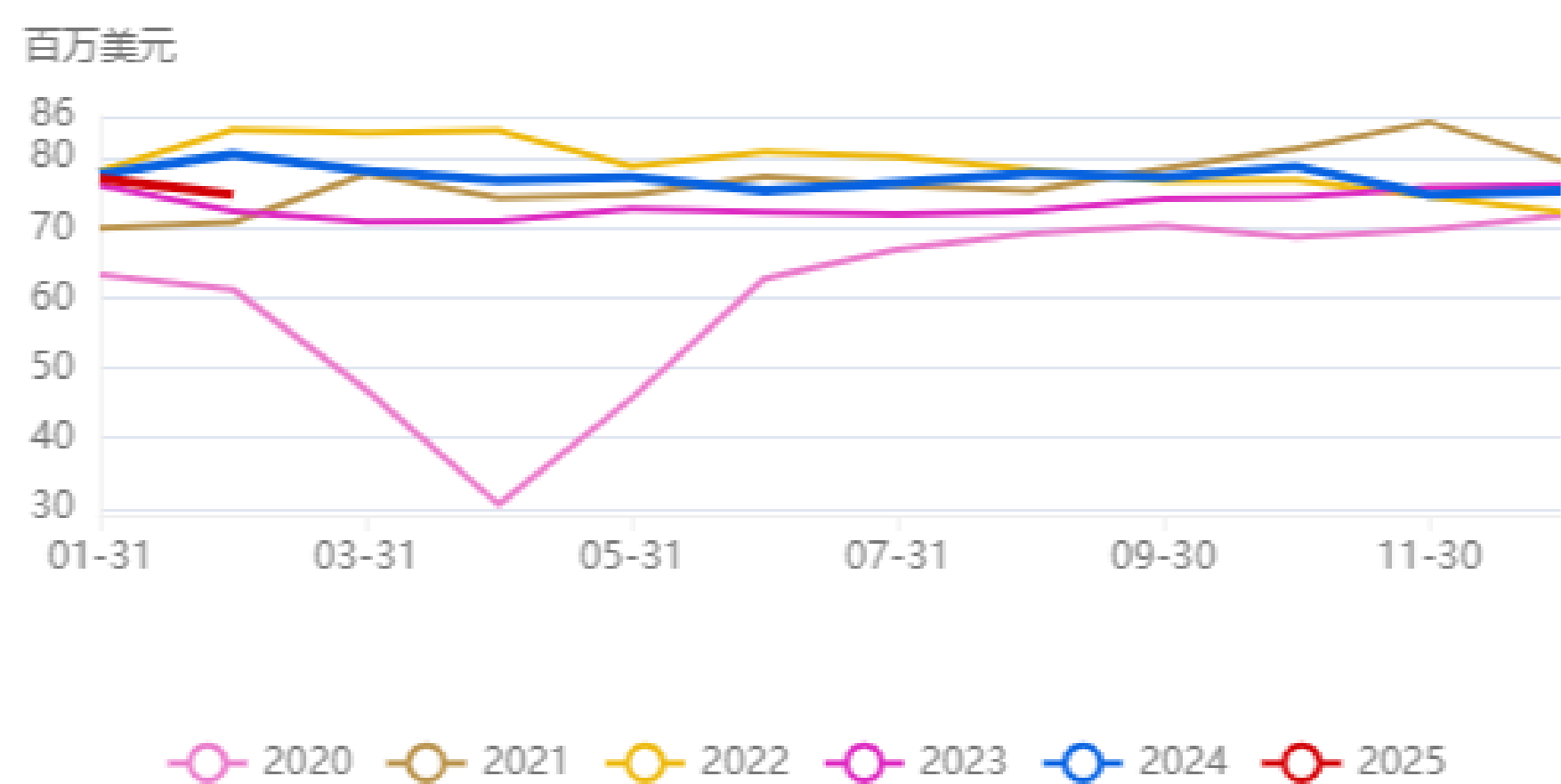
数据来源：彭博
更新频率：月度

金银珠宝类_零售额累计值_中国 2025-03-31



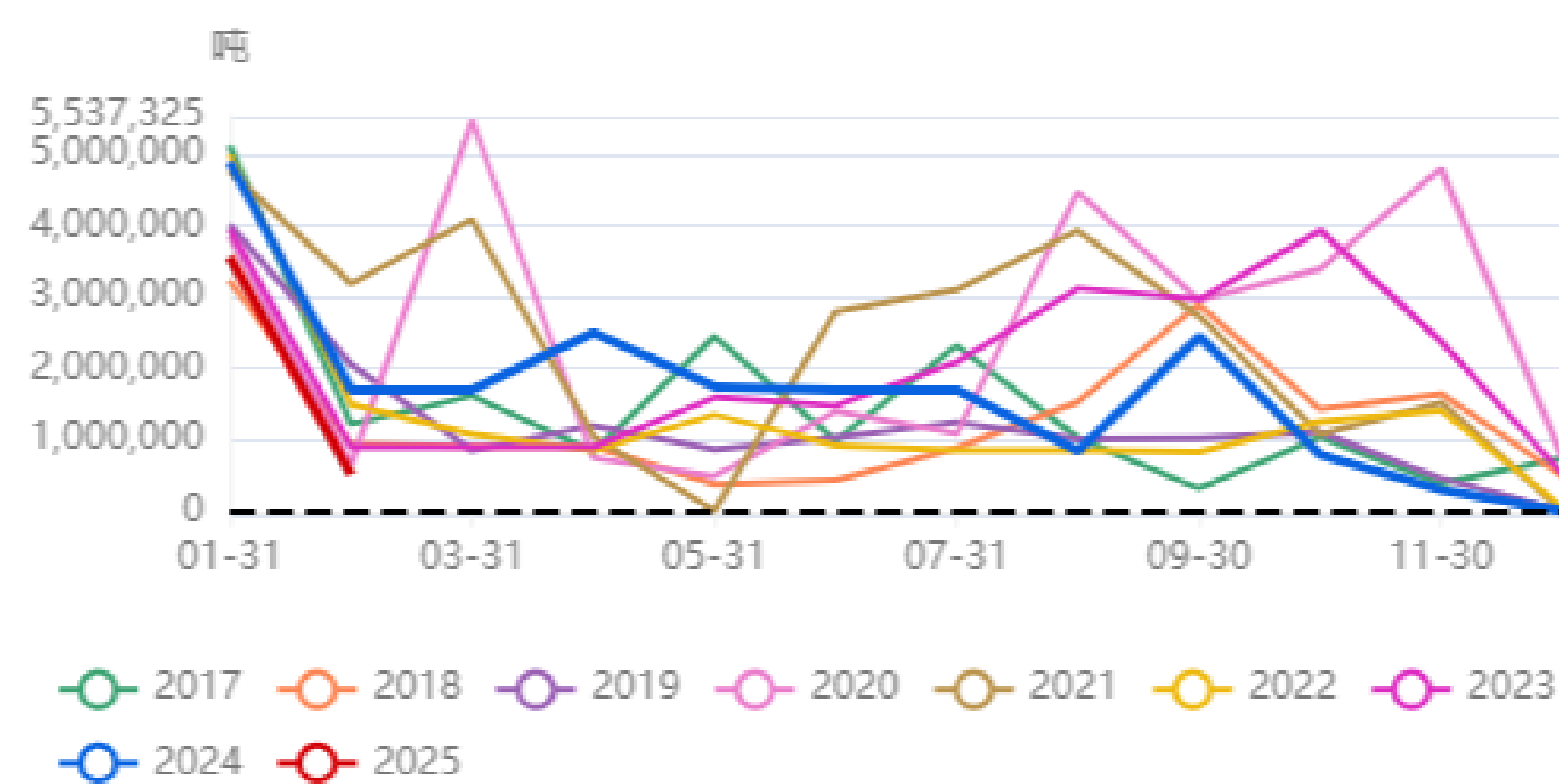
数据来源：万得
更新频率：月度

珠宝消费当月值_美国 2025-02-28



数据来源：万得
更新频率：月度

美国鹰洋银币_销量当月值 2025-02-28



数据来源：同花顺
更新频率：月度

4、供需平衡表

	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%	1.4%	2.6%

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	20825
电子电气	8426	8566	8392	8469	9608	10566	10295	10180	10015	10924	11549	13844	14237	14132
(光伏)	1711	1571	1505	1854	2538	3089	2706	2330	2575	2765	3673	6019	6228	5838
钎焊用银	1589	1630	1586	1589	1527	1583	1617	1630	1477	1571	1530	1561	1636	1748
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	8276
银饰	4952	5813	6019	6298	5882	6103	6317	6264	4694	5661	7294	6317	6423	6575
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	7569	7039
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	37344	36946
YOY		8.2%	-4.6%	5.5%	-6.9%	-2.1%	2.9%	0.5%	-7.7%	18.6%	16.3%	-6.6%	0.5%	-1.1%

供应-需求	911	-977	1384	-572	1704	1260	44	-124	952	-2964	-8196	-5729	-5463	-4222
-------	-----	------	------	------	------	------	----	------	-----	-------	-------	-------	-------	-------

ETP变动	1633	149	59	-532	1680	224	-663	2594	10298	2022	-3913	-1306	665	1925
供应-需求-ETP变动	-722	-1126	1325	-40	25	1036	706	-2718	-9347	-4986	-4283	-4423	-6128	-6147
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	1-3月 31.4

显性库存	-	-	-	-	46145	51147	53961	57597	60534	61700	50092	48231	48618	
隐性库存	17570	22902	27953	33243	35999	34380	34058	33096	33780	33732	42728	42470	40856	
总库存	-	-	-	-	82144.2	85527	88019	90693	94314	95432	92820	90701	89474	

ETP持仓	19440	19595	19564	19035	20622	20839	20124	22674	33187	35209	31290	48231	48618	
显性库存-ETP	-	-	-	-	25390	30315	33847	34928	27379	26509	18798	18247	17968	
(显性库存-ETP)变动	-	-	-	-	-	4926	3532	1080	-7548	-870	-7711	-550	-279	
供-需-ETP变动(不包括 投资银条变动)	3670	4205	6376	5250	2781	3306	3210	118	-6865	-918	1285	-809	-1893	
投资银条变动	4392	5331	5051	5291	2756	2271	2504	2837	2482	4068	5568	3614	3135	

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、纽商所、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。

三、金融属性

1、实际利率下行提升白银金融投资需求

- 白银是无息资产，投资白银的目的是为赚取更高的投资回报率，因此持有成本，即实际利率的走势就尤为重要。以TIPS收益率为代表的实际利率，其走势与白银ETP的持仓变动呈现较强的负相关性，当实际利率走低尤其是变为负值时，会刺激白银金融投资需求大幅上升，反之则会对金融投资需求增长形成压制。

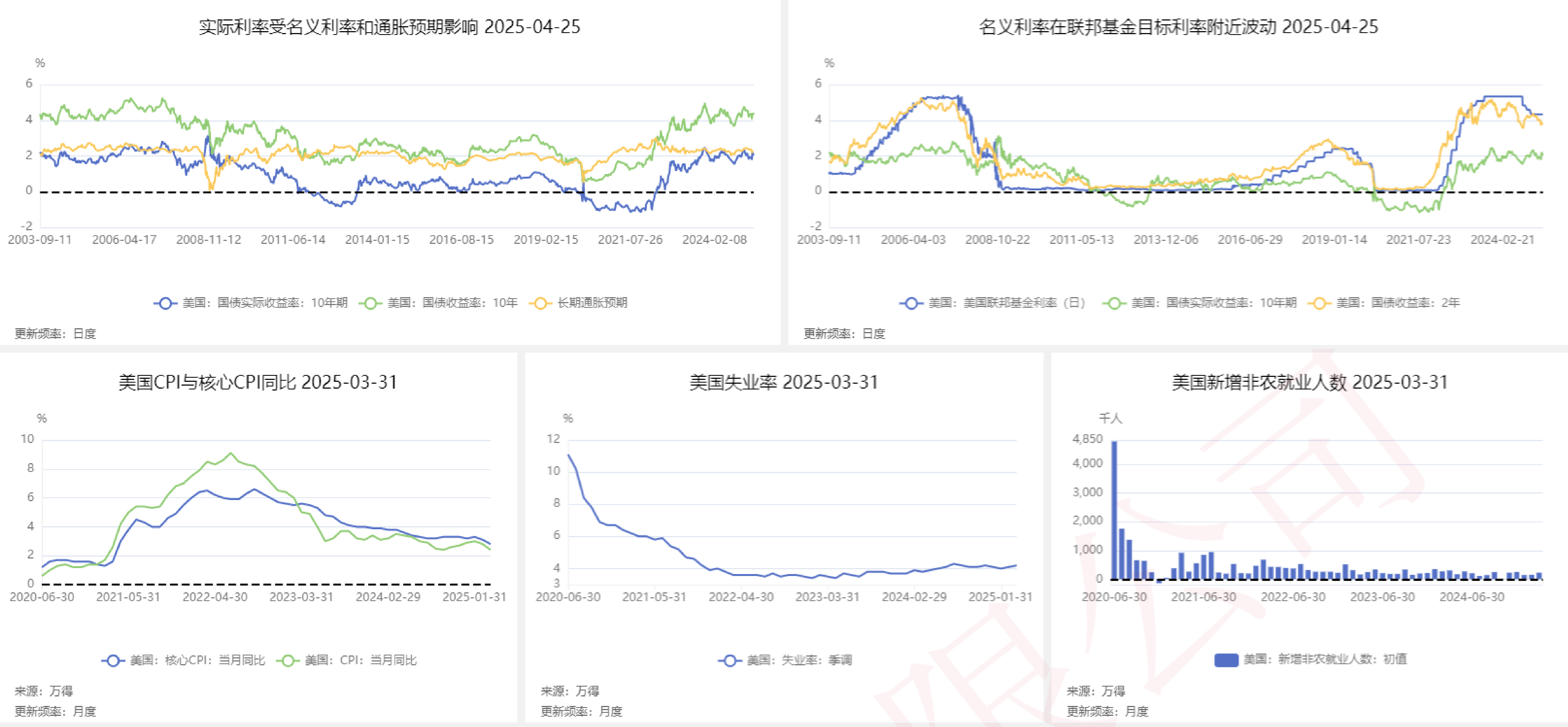
白银现货价格受实际利率（以TIPS收益率代表）影响 2025-04-25



2、实际利率影响因素分析

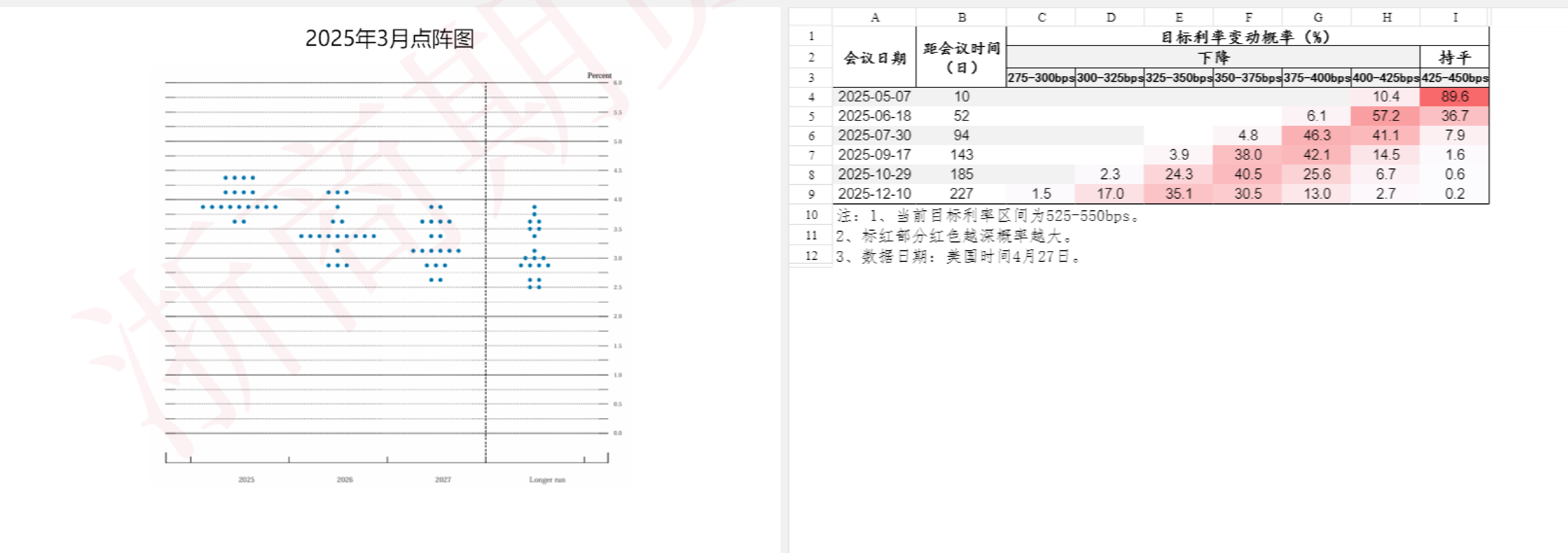
- TIPS收益率=名义利率-长期通胀预期，因此实际利率受名义利率和通胀预期的双重影响，其中名义利率主要受美联储货币政策影响，而美联储货币政策又受通胀、就业和美国经济增长数据影；长期通胀预期自2023年起变动比较平稳（2-2.5区间波动），但未来可能受关税影响。

三、金融属性



3、市场降息预期回升提振银价

- 美联储维持长期货币宽松预期，2027年预计目标利率降至3.00-3.25。美联储3月如期暂停降息，当前利率在4.25-4.50%。3月点阵图显示2025年内有2次降息（50bp），较12月相比没有明显变化。
- 短期市场降息预期回升，2025年内降息预期回升至3-4次。对等关税政策影响投资者风险偏好变化，机构提升未来全球经济下行风险预期，影响市场降息预期回升倒逼美联储降息。



四、汇率影响

- 3月美元指数持续下跌并跌至100点下方；离岸美元兑人民币上升并回升至7.28附近，影响内盘价格强于外盘。
- 后续来看，美联储降息预期会对美元指数和美元兑人民币施加向下压力，由此或影响内盘白银价格弱于外盘。

四、汇率影响



五、库存

1、显性库存累库

显性库存主要包括伦敦、苏黎世、加拿大3地库存和纽交所、上海黄金交易所、上期所、日本和印度交易所5家交易所库存。其中伦敦银库、纽交所、上海黄金交易所和上期所四家库存占比为99.7%，我们统计的**交易所库存合计=伦敦银库+纽交所白银库存+上海黄金交易所白银库存+上期所白银库存**



2、隐形库存估计约有4.1万吨

隐性库存由实物投资银条的囤积产生，全球实物银条约从2004年开始出现囤积迹象。我们可以将2004年起出现的银条累计需求记为隐性库存，但由于实际中的隐性库存会被制造需求消耗，因此**隐性库存的年度变化=新增投资银条-消耗**，其中**消耗=（显性库存-ETP年度变化）-（供应-需求包括ETP变动）**，可以理解为供需与显性库存剔除ETP的差值部分是由隐性库存的变动造成的。

五、库存

白银隐性库存估算

年	银条	隐性库存 (未消耗)	显性库存-ETP	显性库存-ETP 年度变化	供应-需求 (包括ETP变动)	消耗	隐性库存 年度变化	隐性库存
2004	301.7	301.7						301.7
2005	348.4	650.1						650.1
2006	342.1	992.2						992.2
2007	513.2	1505.4						1505.4
2008	3996.8	5502.2						5502.2
2009	-46.7	5455.6						5455.6
2010	3150.8	8606.3						8606.3
2011	4572.2	13178.6						13178.6
2012	4391.8	17570.4			-721.7			17570.4
2013	5331.1	22901.5			-1125.6			22901.5
2014	5051.2	27952.7			1325.0			27952.7
2015	5290.7	33243.4			-40.4			33243.4
2016	2755.8	35999.2	25389.8		24.9			35999.2
2017	2270.6	38269.7	30315.4	4925.6	1035.7	3889.9	-1619.3	34379.8
2018	2503.8	40773.6	33847.3	3531.8	706.0	2825.8	-321.9	34057.9
2019	2836.6	43610.2	34927.6	1080.3	-2718.4	3798.7	-962.1	33095.8
2020	2482.1	46092.3	27379.2	-7548.4	-9346.6	1798.2	683.8	33779.6
2021	4068.3	50160.6	26508.8	-870.4	-4985.9	4115.5	-47.2	33732.5
2022	5567.5	55728.1	18797.6	-7711.2	-4283.0	-3428.2	8995.8	42728.2
2023	3614.2	59342.4	18247.3	-550.3	-4422.9	3872.6	-258.4	42469.8
2024	3135.2	62477.6	17968.0	-279.3	-5028.0	4748.7	-1613.5	40856.4

3、剔除投资需求后的显性库存回升

由于白银显性库存中有一部分为白银ETP持仓锁定，因此剔除投资需求后的显性库存=白银总库存-白银ETP



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。