

乘势而起，行稳致远

报告要点

二季度市场逻辑环境继续利好黄金，美国先滞胀带来的降息周期延续，是价格上涨的核心驱动。白银绝对趋势仍然跟随黄金，但考虑到需求仍处于弱周期、白银货币属性偏弱及光伏用银的拐点临近等逆风因素，金银比值或仍处于高位，谨慎看多白银，价格弹性可能受限。

摘要

主要观点：

二季度市场逻辑环境继续利好黄金，美国先滞胀带来的降息周期延续，是价格上涨的核心驱动。具体包括：1) 特朗普就任后的一揽子政策，包括关税落地、驱逐移民、DOGE 裁员等，对美国经济、就业层面的负向影响逐渐显现；2) 暂停降息后高利率的反身性结果强化，美联储 3 月议息会议的指引，验证滞胀预期，放缓缩表体现出边际转鸽倾向，二季度有望落地年内首次降息；3) 逆全球化下的去美元化需求持续，央行购金方向不变，开放险资购买进一步打开机构购金的想象空间，强化市场对黄金的投资信心；4) 中美 AI 竞争格局的变化引发“东升西落”交易，长期中美元信用修复的叙事松动。

谨慎看多白银，交易节奏跟随黄金，但弹性可能有限。白银绝对趋势仍然跟随黄金，在看多黄金的前提下，我们对白银的趋势相对乐观。但考虑到宏观需求仍处于弱周期、白银货币属性偏弱及光伏用银的拐点临近等逆风因素，金银比值或仍处于高位，白银向上的弹性有限。

黄金价格有效突破 3000 美元后，我们认为 COMEX 黄金 2900-3000 美元将成为新的支撑区间，COMEX 白银关注 31-32 美元的支撑区间。从交易节奏看，5 月议息会议前后可能有积极的信号释放，二季度金价上方看至 3200-3300 美元，白银上方关注 35-36 美元。

风险提示：特朗普政策变动；地缘风险变动；美联储货币政策变动

宏观研究组：

研究员：

朱善颖

从业资格号 F03138401

投资咨询号 Z0021426

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 一季度贵金属市场回顾.....	4
二、 黄金：先滞后胀、降息延续，多头趋势保持.....	5
（一） “特朗普交易” 终结于特朗普，美国滞胀叙事开启.....	5
（二） 美联储利率政策反身性体现，降息交易仍将持续.....	7
（三） 机构投资力量强化，险资入市进一步打开空间.....	9
（四） 科技竞争格局变化催生“东升西落” 交易.....	10
三、 白银：趋势追随黄金向上，工业属性限制弹性.....	11
（一） 降息周期中衰退叙事压制白银工业属性.....	11
（二） 光伏用银面临二阶导向一阶导的下行拐点.....	12
（三） 关税预期引发现货流动，ETF 持仓未显著回升.....	13
四、 展望总结：黄金上行未止，谨慎看多白银.....	13

图表目录

图表 1： 贵金属价格走势及核心交易逻辑.....	5
图表 2： 对美国通胀影响（无差别加关税 10%）.....	6
图表 3： 对美国 GDP 影响（无反制 vs 有反制）.....	6
图表 4： 驱逐非法移民影响通胀：1.3M vs 8.3M.....	6
图表 5： 驱逐非法移民影响 GDP：1.3M vs 8.3M.....	6
图表 6： 美国政府就业人数变化.....	7
图表 7： 美国非农解雇与裁员人数.....	7
图表 8： 美元指数持续下行.....	7
图表 9： 美债长-短端利差小幅回落.....	7
图表 10： 美联储点阵图（2024 年 12 月）.....	8
图表 11： 美联储点阵图（2025 年 3 月）.....	8
图表 12： 美国零售数据持续回落.....	8
图表 13： 非农就业人数不及预期.....	8
图表 14： ISM 制造业 PMI 修复受阻.....	9
图表 15： ISM 非制造业 PMI 持续回落.....	9

图表 16: FED Watch 利率期货指引 (截至 3 月 21 日)	9
图表 17: 主要央行黄金储备	10
图表 18: 主要黄金 ETF 持有量上行	10
图表 19: 标普 500 指数与 VIX 变化	11
图表 20: 美国科技七巨头大幅下跌	11
图表 21: 降息周期中金银比值难以回落	11
图表 22: 白银下游需求走势	12
图表 23: 光伏装机量及预测	12
图表 24: 白银年度供需平衡表	12
图表 25: 海外白银库存	13
图表 26: 海外白银价差	13
图表 27: COMEX 白银持仓变动	13
图表 28: 主要白银 ETF 持仓变动	13

一、一季度贵金属市场回顾

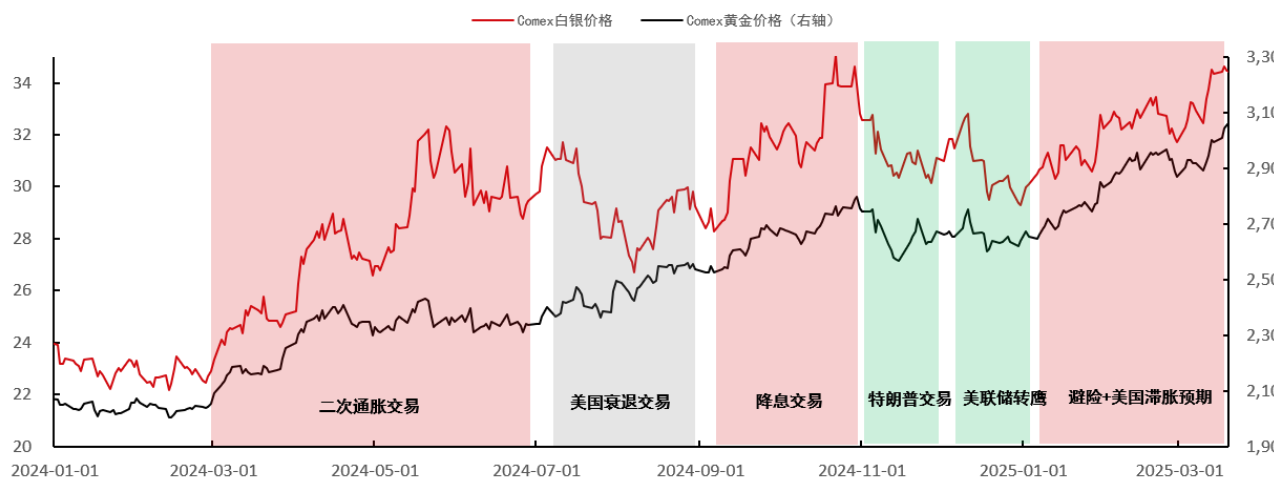
2024 年黄金经历了波澜壮阔的牛市，3-4 月的再通胀交易、7-8 月的衰退交易、以及 9-10 月的降息交易，持续推动金价向上，直至特朗普确认当选后出现回调，11-12 月金价呈现横盘整理的走势。白银的交易节奏基本跟随黄金，除 2024 年 7 月衰退交易时价格承压外，全年价格重心跟随黄金抬升。继 2024 年价格重心持续抬升后，2025 年 1 季度贵金属价格再度走强，美元金价有效突破 3000，再创历史新高，人民币黄金突破 700 关口，白银跟随黄金上行，但弹性上表现稍弱，2024 年的价格高位对银价体现出压制，金银比值维持在较高区间。

2025 年 1 月，贵金属价格震荡上行，特朗普就任和美联储议息会议对上涨起到了催化作用。在 1 月 20 日特朗普就任前，市场避险情绪增加，而在美国通胀数据和零售数据略低于预期的背景下，美联储部分官员口风转鸽，美元和美债收益率小幅下行，对金价压制放缓。伴随着特朗普就任，贵金属市场波动放大。就任前中美元首的通话互动，缓和了市场对冲突的预期，而特朗普就职宣言集中内政而忽略关税，导致市场避险情绪回落，一度带来黄金的短线调整。但随着特朗普就任后，接连发布对墨西哥、加拿大等国的关税计划，市场风险偏好急转直下，黄金重回涨势，人民币黄金突破历史新高。1 月 29 日美联储议息会议口风边际转鸽，在经济和通胀的天平间表态中性，加息叙事彻底出局，带动美元金价在春节期间突破前高。白银受金价带动重心小幅抬升，但幅度有限。

2025 年 2 月，贵金属价格小幅上涨后调整，价格整体维持高位。特朗普就任后率先落地的关税和移民政策，强化了滞胀预期，贸易反制引发纸币竞争性贬值的风险，避险和滞胀的双重驱动，成为贵金属价格上行的核心逻辑。除此之外，市场还存在着其他的情绪催化，关税担忧下金银库存自伦敦向纽约的流动，带动现货租赁利率的飙升，现货市场的紧张对价格上涨形成催化，而月内马斯克声称将审查美国黄金库存，加剧了本就令市场担忧的现货问题。国内发布保险资金购买黄金试点的通知，进一步打开机构投资黄金的想象空间，强化市场对持有黄金的信心。多重利多因素催化下，2 月上旬贵金属价格表现强势。进入 2 月中旬后，市场出现了一定的逆风因素，美国通胀数据超预期上行、美联储部分官员发声鹰派、俄乌冲突缓和甚至趋于彻底结束的预期，带动贵金属市场进入横盘整理。

2025 年 3 月，贵金属价格在调整蓄力后再度进攻，黄金有效突破 3000 美元的关口，白银在工业金属整体走强下有一定超额表现，金银比值月内小幅降低。3 月美国公布的经济数据有不同程度的走弱，PMI 数据及就业数据表现均低于预期，且非农就业的结构来看，服务业走弱比制造业更加明显，而马斯克 DOGE 裁员计划的开展，对就业市场的负向影响初步体现，在滞胀叙事中，滞的表现要领先于胀。3 月 11 日美国公布的 CPI 数据低于预期，带动市场提前交易对美联储 3 月议息会议转鸽的预期，贵金属启动新一轮上行。工业金属在 3 月同样表现不俗，铜锡等品种在供给端驱动及关税加持下震荡上行，有色板块的联动上涨对贵金属价格形成了情绪推动，黄金顺利突破 3000 美元，白银受驱动同步上涨。随后，美联储 3 月议息会议的指引强化了滞胀预期，在 4 月放缓缩表的举动带来流动性边际转宽，进一步强化了贵金属的上涨趋势。

图表1：贵金属价格走势及核心交易逻辑



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、黄金：先滞后胀、降息延续，多头趋势保持

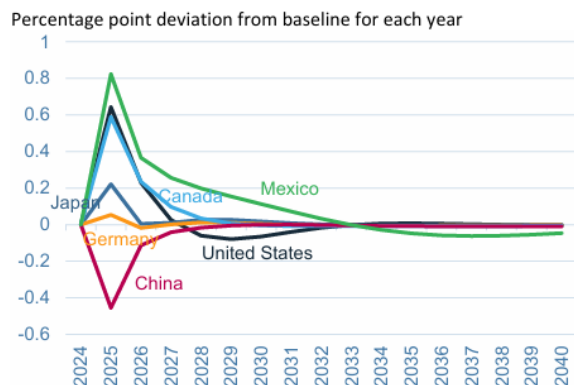
从二季度的逻辑演绎来看，我们认为黄金的多头逻辑仍将延续。其一来自特朗普政策组合的效果显现，经历了一阶段的政策落地后，二季度关税、移民及 DOGE 推进的负向效果将逐渐显现。其二来自美国经济周期的变化，在利率政策的反身性下，先滞后胀的顺序提升美联储降息预期，流动性转宽仍利好贵金属。从长周期角度来看，逆全球化趋势下去美元化需求的持续、AI 竞争格局变动引发的“东升西落”交易下，美元信用下行的趋势并未逆转，黄金长周期配置价值仍然可观。

（一）“特朗普交易”终结于特朗普，美国滞胀叙事开启

特朗普“MAGA”的美好愿景不敌短期负面影响。2024 年 11 月 3 日特朗普当选后，“MAGA”（Make America Great Again）政策导向带来了远端美国经济增长和美元信用修复的预期，给黄金价格带来月度级别的下调调整。2025 年 1 月 20 日特朗普就任后，快于预期落地的关税政策、驱逐非法移民与 DOGE 裁员计划的推进，相较于“MAGA”的美好愿景，带来的首先是混乱的负向影响，市场开启了对美国的滞胀预期交易。

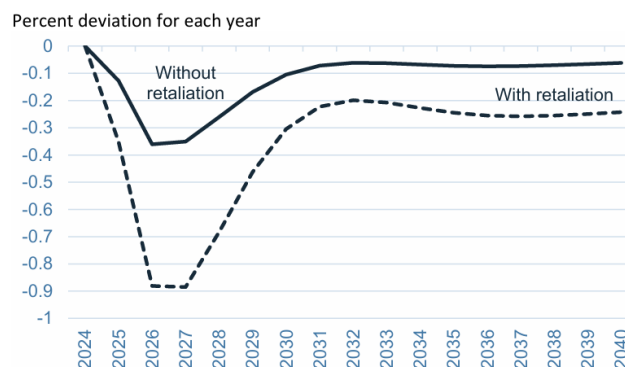
关税和驱逐移民带来通胀上行和经济走弱的滞胀组合。根据 PII E 测算，关税对通胀的影响会在 2025 年最突出，长期中随着美联储的调控逐渐回归正常区间。若对所有贸易伙伴加关税 10%，可能带来 2025 年 0.6% 的通胀上行。关税对经济产生负面影响，若对所有贸易伙伴加关税 10%，在不遭遇反制的背景下，2026 年将带来 0.36% 的 GDP 下行，若遭遇关税反制并进入贸易战，负向影响将更加突出。美国境内目前约 1500-2000 万非法移民，其中约 830 万在特朗普的驱逐目标清单上，参考 1956 年艾森豪威尔对 130 万移民的驱逐影响，结论显示至 2028 年劳动力供给分别减少 0.8% 或 5.1%（130 万 vs 830 万），基于劳动力减少的路径，2025 年 GDP 增速将下降 0.2% 或 1.2%（130 万 vs 830 万）。驱逐移民对通胀影响存在两面性，但劳动力缺失推动的通胀上行预计超过需求缺失带来的通缩影响，考虑到美联储在此间的干预和平衡，预计 2025 年通胀上行 0.35% 或 2.25%（130 万 vs 830 万）。

图表2：对美国通胀影响（无差别加关税 10%）



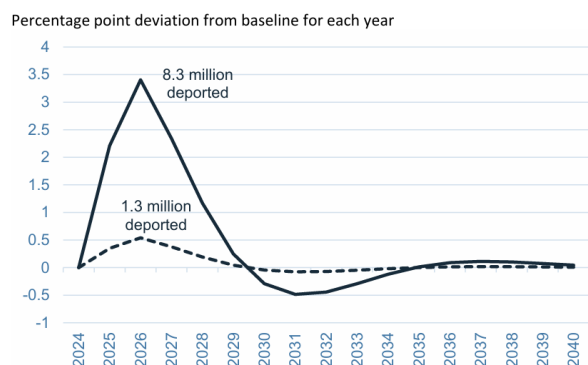
资料来源：PIIE 中信期货研究所

图表3：对美国 GDP 影响（无反制 vs 有反制）



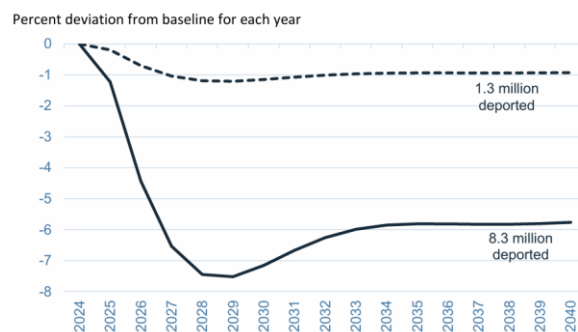
资料来源：PIIE 中信期货研究所

图表4：驱逐非法移民影响通胀：1.3M vs 8.3M



资料来源：PIIE 中信期货研究所

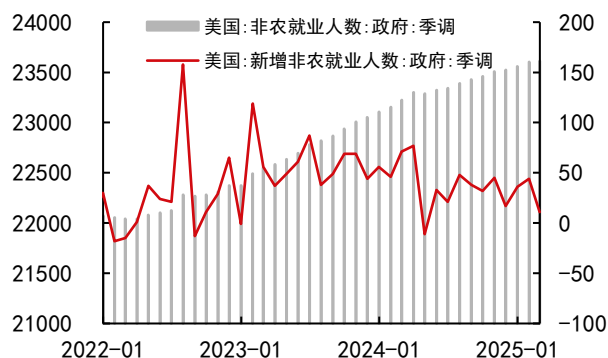
图表5：驱逐非法移民影响 GDP：1.3M vs 8.3M



资料来源：PIIE 中信期货研究所

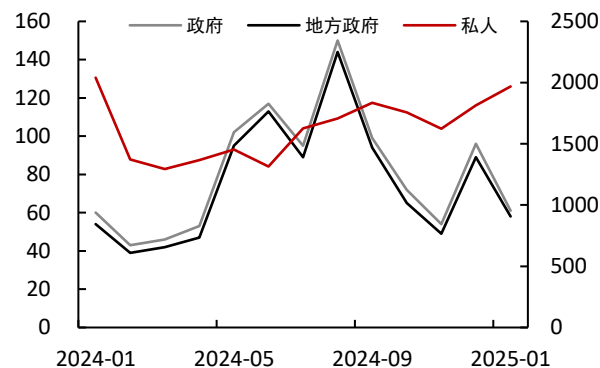
DOGE 对就业市场的负向影响逐渐显现。马斯克 DOGE 部门对裁员计划的推进正如火如荼，对劳动力市场的负向影响，在 2 月的非农就业中已经初见端倪，从 2 月非农的分项结构来看，新增就业人数中政府就业人数大幅回落 3.3 万人。根据海外媒体报道，DOGE 主要使用买断计划、解雇试用期员工、直接裁撤政府部门和直接裁员四种手段进行人员缩减，截至 3 月中旬已经裁员超过 10 万人，二季度对劳动力市场的负向影响预计仍将延续。

图表6：美国政府就业人数变化



资料来源：美国劳工部 中信期货研究所

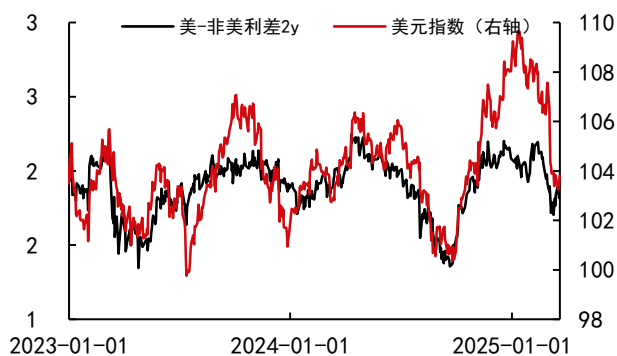
图表7：美国非农解雇与裁员人数



资料来源：美国劳工部 中信期货研究所

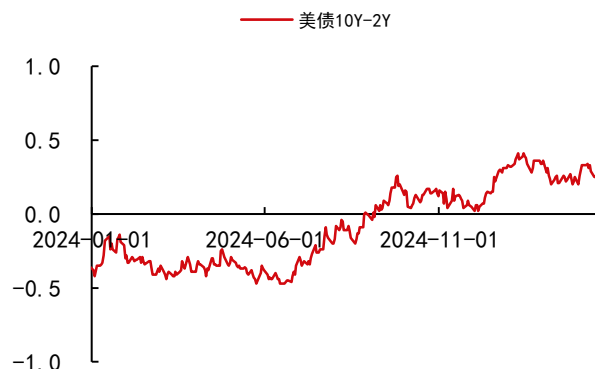
美元指数和美债收益率显著下行，美债长短端利差小幅回落。2024 年 11 月以来的“特朗普交易”定价远端增长，进而带来美元信用的修复预期，美元指数和美债收益率持续走高，在趋势上对金价形成压制。1 月特朗普就任后，美债期限溢价出现回落，美元指数和美债收益率触顶回落，美元指数在 2 月加速下行。从美债收益率的结构来看，长短端利差在 2 月收窄，曲线呈现为牛平，也一定程度上代表远期增长预期的回落。

图表8：美元指数持续下行



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：美债长-短端利差小幅回落



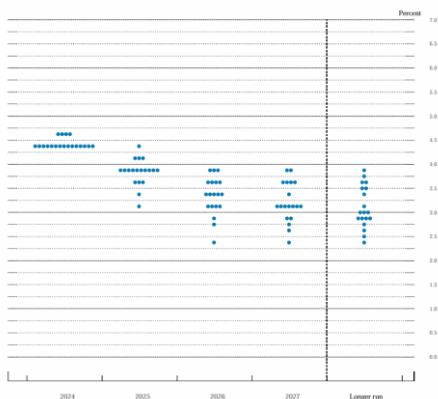
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）美联储利率政策反身性体现，降息交易仍将持续

回顾近三次议息会议，美联储的态度边际转鸽。2024 年 12 月的议息会议如期降息 25BP，但对 2025 年的指引发生明显变化。会议将 2025 年利率中枢上提 50 个 BP 至 3.9%，并同时上调了经济预期、通胀数据，下调了失业率预期，在通胀和经济的平衡间，美联储倾向于控制通胀风险，鹰派降息对市场带来利空冲击。2025 年 1 月的议息会议暂停降息 25BP，相较于 12 月份的基调，鲍威尔讲话缺乏明确的倾向性，仅表达美联储不再急于做出政策调整，市场视作在通胀和经济的权衡中表态中性，加息隐忧彻底出局，会后美元金价大幅向上突破。2025 年 3 月的议息会议，美联储暂停降息但放缓缩表，下调了年内经济预期、上调通胀预期和失业率预期，强调前景的不确定性，会议对前景的指引更符合滞胀方向，4 月放缓缩表带来流动性

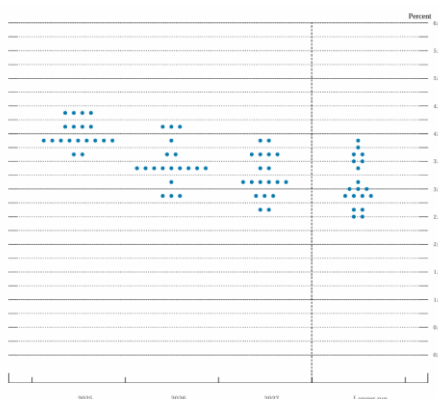
转宽的预期，会后资产价格普遍反弹。

图表10：美联储点阵图（2024 年 12 月）



资料来源：美联储 中信期货研究所

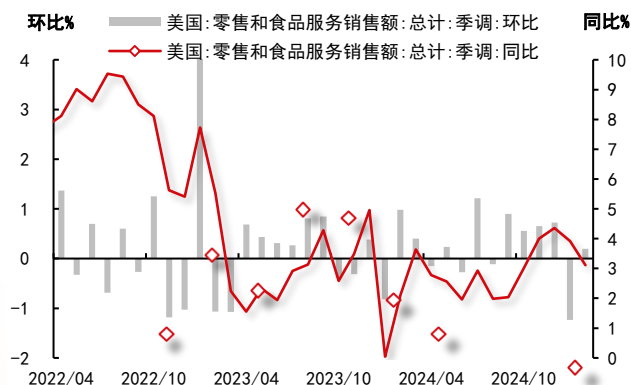
图表11：美联储点阵图（2025 年 3 月）



资料来源：美联储 中信期货研究所

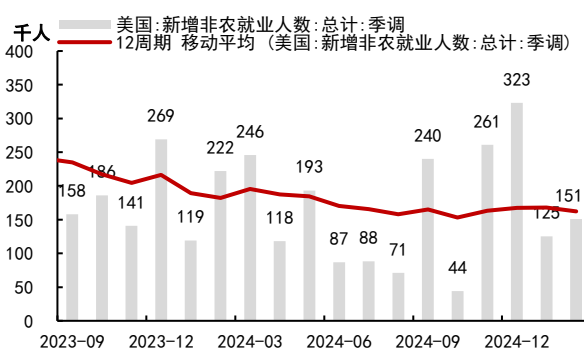
关税、裁员及暂停降息的负向结果将逐渐显现，先滞后胀的顺序有望推动美联储在上半年重回降息路径。从主要经济数据的表征来看，消费数据自 2025 年 1 月来持续走弱，2 月美国零售销售环比 0.2%，低于预期值 0.6%，前值 1 月数据从-0.9%下修至-1.2%，核心零售销售环比 0.3%，低于预期值 0.4%。非农就业人数小幅不及预期，后续有继续走弱的风险。2 月美国新增非农 15.1 万人，低于预期值 16 万人，同时 1 月新增非农由 14.3 万人下修至 12.5 万人。从就业结构看，零售业、联邦政府就业人数大幅回落，或主要缘于部分地区恶劣天气、特朗普对外关税加征、以及 2 月中下旬起减少联邦官僚机构的影响。美国制造业和服务业的分化仍在持续。美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 50.3，低于预期 50.5 和前值 50.9。其中新订单、就业分项显著回落，而物价分项大幅走高，滞胀表征明显。随着美联储降息暂停，利率政策的反身性将逐渐体现。2 月美国 ISM 非制造业 PMI 在连续下行两个季度后小幅回升，2 月 ISM 非制造业 PMI 为 53.5，高于预期值 52.6 和前值 52.8。服务业 PMI 中库存和物价指数对指标上行的驱动相对明显，后续裁员及通胀上行可能带来负向影响。

图表12：美国零售数据持续回落



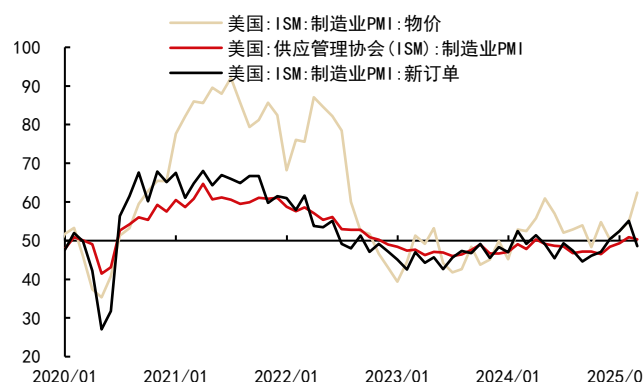
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：非农就业人数不及预期



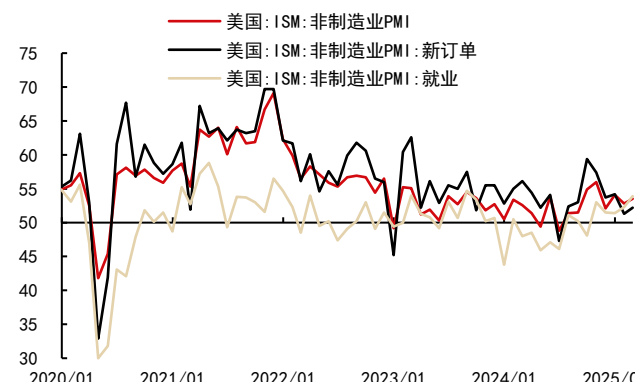
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14: ISM 制造业 PMI 修复受阻



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表15: ISM 非制造业 PMI 持续回落



资料来源: Wind 中信期货研究所

二季度降息概率较大, 交易节奏可能前置。3月议息会议后的点阵图显示, 年内利率中枢位于3.75%-4.0%, 即年内降息2次。会后Fed Watch利率期货显示, 年内预计降息3次共75BP, 第一次降息将发生在年内6月, 二季度降息的可能性仍然较高。从交易节奏来看, 美联储可能在5月的议息会议上开始释放更加积极的信号, 亦或是更加前置的就业或通胀数据的公布, 让市场提前起跑, 我们建议关注二季度中旬的交易时点。

图表16: FED Watch 利率期货指引 (截至3月21日)

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.9%	85.1%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	62.5%	27.4%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	31.7%	48.0%	16.1%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	21.7%	42.1%	27.7%	5.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	9.6%	29.1%	36.9%	19.7%	3.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.0%	18.7%	32.7%	28.9%	12.3%	2.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.1%	20.8%	32.1%	26.3%	10.7%	1.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	2.9%	11.2%	24.2%	30.4%	21.7%	8.0%	1.2%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.7%	3.9%	12.8%	25.0%	29.3%	20.0%	7.2%	1.0%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.2%	5.4%	14.7%	25.7%	27.8%	17.9%	6.2%	0.9%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.8%	6.8%	16.4%	26.0%	26.4%	16.2%	5.4%	0.7%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.8%	6.7%	16.3%	25.9%	26.4%	16.3%	5.5%	0.8%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.7%	6.3%	15.4%	25.0%	26.3%	17.2%	6.5%	1.2%
2026/12/9	0.2%	1.2%	4.7%	12.3%	21.8%	25.9%	20.3%	10.1%	3.0%	0.5%

资料来源: CME 中信期货研究所

(三) 机构投资力量强化, 险资入市进一步打开空间

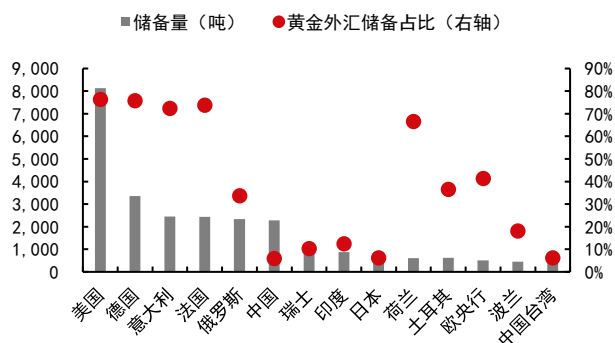
全球央行保持大体量购金, ETF 持有量一季度回升。央行 2016 年以来, 美元在全球外汇储备中占比逐渐走低, 2020 下半年后下降趋势进一步加强。与此对应的是, 全球央行的储备持仓稳步提升, 和黄金的价

格中枢抬升保持一致。中国央行在 2024 年 5 月曾暂停购金，但于 12 月重启购买。根据世界黄金协会统计，2024 年黄金总需求达到创纪录的 4974 吨，全球央行的购金量已经连续第三年超过 1000 吨，2024 年四季度购金量大增至 333 吨。世界黄金协会认为，全球央行的购金趋势仍将延续，2025 年有望保持在 1000 吨以上。2025 年一季度以来，主要黄金 ETF 的持有量再度提升，SPDR 及 iShare 一季度合计持有黄金量上升近 70 吨。

新兴市场购金的动机和空间仍然较大。特朗普秉承“美国优先”的主张，这将进一步加强逆全球化的趋势，美元作为世界货币的地位将继续受到挑战，非美国国家在外汇储备中有继续增持黄金的需求。近 20 年间，中国、印度、俄罗斯央行是主要的购买力量，从外储结构来看，截至 2024 年 12 月，中国、印度的黄金外储占比保持在 20% 以下，俄罗斯黄金外储占比约 30%-40%，和欧美 70%-80% 的黄金外储占比相比，购金的空间仍然较大。

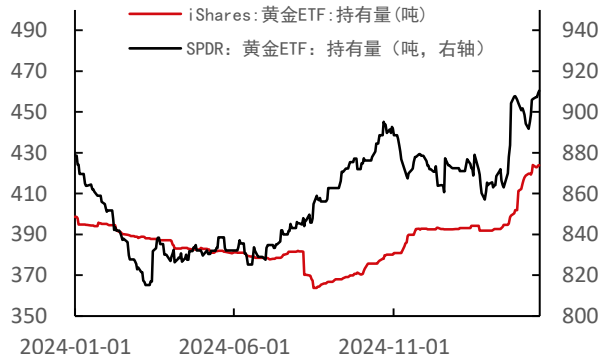
险资入市进一步打开机构购金的想象空间。2025 年 2 月 7 日国家金融监督管理总局印发了《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，标志着保险资金投资黄金业务试点正式启动。试点机构方面，确定了 10 家试点保险公司，规定试点保险公司投资黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的 1%。截至 2024 年 3 季度，10 家试点公司总资产规模约 20 万亿，按 1% 的上限计算，可购买的黄金价值上限约 2000 亿，以克金 700 元计算，折约黄金 280 吨，购买的空间较大。

图表17：主要央行黄金储备



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：主要黄金 ETF 持有量上行

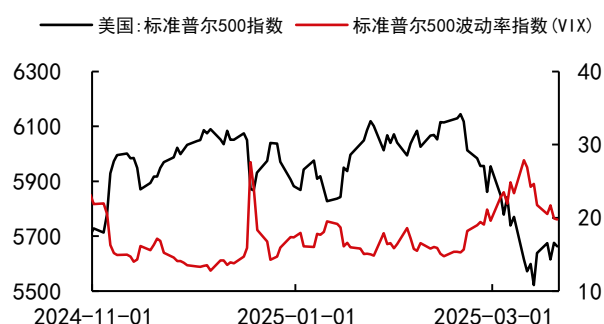


资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）科技竞争格局变化催生“东升西落”交易

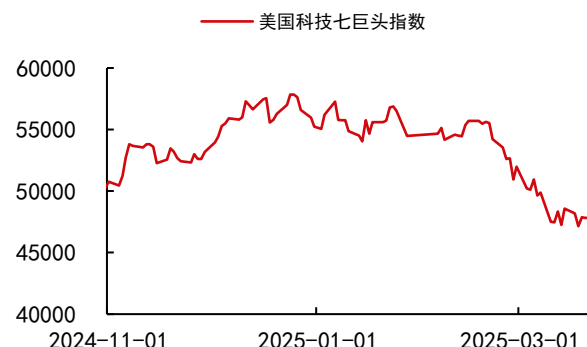
科技竞争格局变化撼动远期美元信用修复的叙事。科技是传统增长模型中的三要素之一，科技革命及引发的竞争格局的变革，对美元信用存在长期影响。2000 年 3 月美国互联网泡沫破灭，互联网公司业绩大面积不及预期，纳斯达克迎来凌厉且持续的下跌，熊市周期持续到 2002 年四季度，全球风险偏好走低，黄金从此开启了十年长牛。2024 年市场关于美国 AI 革命的讨论如火如荼，由美国 AI 落地，引发美国进入低通胀下的增长预期，进而带来长期中美元信用修复的逻辑，成为动摇黄金长期配置价值的隐忧。而这种长端对黄金的空头叙事，伴随着国产 AI 发展的逆袭，在 2025 年被打破。科技竞争格局的变化，叠加美国滞胀预期的发酵，带动美股大范围下跌，“东升西落”交易逻辑主导市场。长期中科技革命带来美元信用修复的叙事被撼动，进一步强化了市场对黄金长周期配置的信心。

图表19：标普 500 指数与 VIX 变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：美国科技七巨头大幅下跌



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、白银：趋势追随黄金向上，工业属性限制弹性

白银在趋势上仍与黄金保持一致，一季度白银价格呈现震荡上行的格局，但金银比值仍然维持高位区间，白银相对黄金并未跑出超额弹性。我们认为原因主要来自三点：第一是近两年黄金的交易回归到大周期的货币属性中，白银货币属性相对较弱，在配置中并不占优。第二是来自宏观需求周期的压制，降息周期往往以衰退叙事开始，自 2024 年 7 月美国衰退交易开始后，全球宏观需求周期并未发生共振上行，白银的工业属性受到压制。第三是近年来白银需求增量最大的贡献项——光伏，正面临二阶导向一阶导向下行的拐点，白银的实物需求面临逆风因素。

（一）降息周期中衰退叙事压制白银工业属性

白银的工业属性受到宏观需求周期压制。复盘美联储货币周期，我们发现降息周期内银价通常弱于金价，金银比值维持高位，降息结束后金价趋于稳定，银价上涨带来金银比值回落。降息的开始常以衰退叙事展开，如 2024 年 7 月，在美国公布低于预期的 CPI 数据后，市场开启了对美国衰退预期的交易，黄金震荡上行，而银价在工业属性承压下价格走低，金银比值上行。降息末期到结束后，随着全球制造业反弹，宏观需求周期共振上行，工业属性修复和风险偏好的上行才能带动银价跑出相对优势。考虑到二季度美国处于经济数据走弱到降息路径延续的演绎中，需求周期的弱势下，工业属性对白银价格的压制依然较明显。

图表21：降息周期中金银比值难以回落

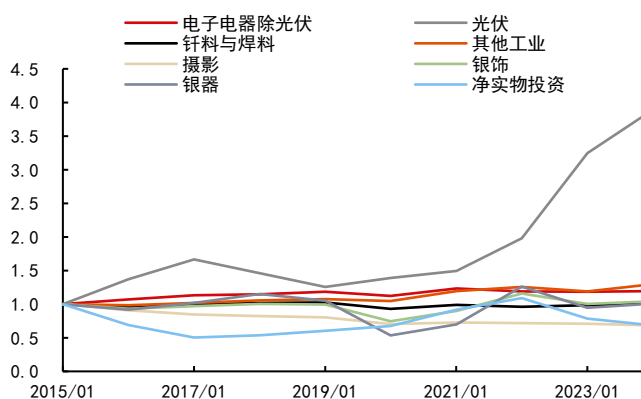


资料来源：Wind 中信期货研究所

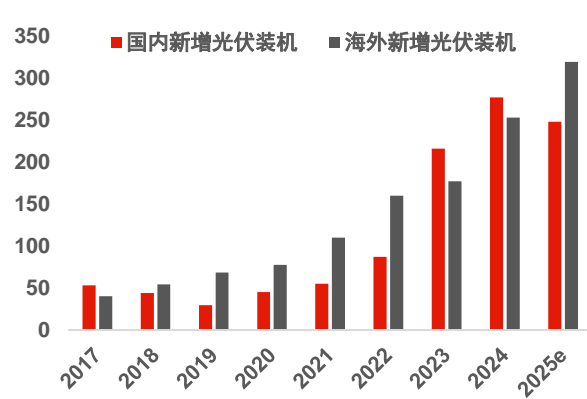
（二）光伏用银面临二阶导向一阶导的下行拐点

光伏用银面临二阶导向一阶导的下行拐点，白银实物需求面临逆风因素。根据 2024 年世界白银协会的数据，工业用银约占整个白银实物需求的 58%，主要包括非光伏的电子电气（21%）、光伏（19%）、钎焊合金和焊料（4%）和其他工业品（14%）。投资用银及摄影用银分别占 17%和 2%。首饰用银约占 22%，其中珠宝和银器分别占 17%和 5%。2021 年以来，随着光伏行业的爆发式增长，光伏用银大幅提升，成为白银工业需求的主要贡献项。但进入 2025 年后，国内光伏行业面临产能过剩的隐患，全球装机总量增速呈放缓趋势，而光伏企业为降低成本有寻求材料替代的动机，光伏用银临近二阶导向一阶导的下行拐点，白银的工业需求面临逆风因素。

图表22：白银下游需求走势



图表23：光伏装机量及预测



资料来源：世界白银协会 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：白银年度供需平衡表

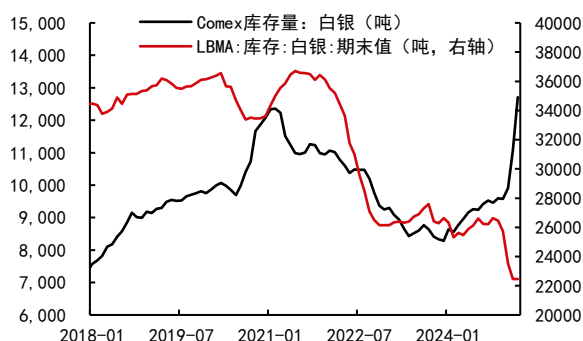
供给	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
矿产	27,894	27,988	26,862	26,457	26,040	24,367	25,785	26,025	25,832	25,611
回收	4,572	4,532	4,579	4,625	4,610	5,110	5,403	5,502	5,555	5,561
对冲净供应	68	-	-	-	432	264	-	-	-	-
政府净出售	34	34	31	37	31	37	47	53	50	4
总供给	32,569	32,554	31,471	31,120	31,114	29,779	31,235	31,580	31,437	31,222
需求	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
工业	14,218	15,226	16,373	16,305	16,283	15,854	17,459	18,299	20,355	22,111
电子电器除光伏	6,616	7,070	7,477	7,589	7,851	7,440	8,159	7,876	7,826	7,881
光伏	1,854	2,538	3,089	2,706	2,330	2,575	2,765	3,673	6,019	7,211
钎料与焊料	1,589	1,527	1,583	1,617	1,630	1,477	1,571	1,530	1,561	1,611
其他工业	4,159	4,090	4,224	4,392	4,473	4,361	4,964	5,219	4,946	5,391
摄影	1,188	1,079	1,008	977	955	837	862	855	840	811
银饰	6,299	5,882	6,103	6,320	6,271	4,694	5,661	7,294	6,317	6,571
银器	1,813	1,664	1,848	2,087	1,907	970	1,266	2,286	1,717	1,821
净实物投资	9,621	6,622	4,846	5,160	5,829	6,473	8,843	10,485	7,561	6,591
净对冲净需求	-	373	34	230	-	-	-	557	373	-
总需求	33,138	30,846	30,212	31,079	31,244	28,827	34,090	39,776	37,163	37,911
总需求EX净实物投资	23,518	24,224	25,365	25,919	25,415	22,355	25,247	29,291	29,602	31,322
汇总	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总供给	32,569	32,554	31,471	31,120	31,114	29,779	31,235	31,580	31,437	31,222
总需求	33,138	30,846	30,212	31,079	31,244	28,827	34,090	39,776	37,163	37,911
总需求EX净实物投资	23,518	24,224	25,365	25,919	25,415	22,355	25,247	29,291	29,602	31,322
总平衡（供给-需求）	-569	1708	1260	40	-131	952	-2855	-8196	-5726	-6694
净ETP投资	-532	1,677	224	-666	2,591	10,299	2,019	-3,913	-1,309	1,551
总平衡（（供给-需求）-净ETP投资）	-37	31	1,036	706	-2,722	-9,347	-4,874	-4,283	-4,417	-8,245
工业平衡（总供给-总需求EX净实物投资）	9,051	8,330	6,106	5,201	5,698	7,425	5,988	2,289	1,835	-101
银价	16	17	17	16	16	21	25	22	23	28

资料来源：世界白银协会 中信期货研究所

（三）关税预期引发现货流动，ETF 持仓未显著回升

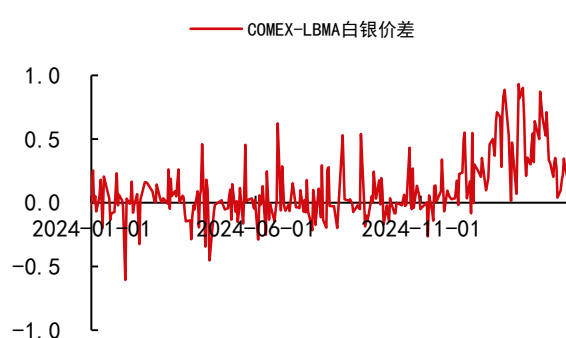
美国关税预期带动海外白银现货流动。一季度以来白银现货呈现出从伦敦向纽约转移的流动方向，原因在于交易者担心美国对金属施加关税，故而提前将其他地区的金属库存提前转移至美国，这在金银铜的库存上体现都较为明显。海外库存的流动，一方面带来贵金属现货市场偏紧，另一方面美国需求的旺盛带来纽约银溢价的大幅走高。截至 3 月 20 日，纽约银的溢价仍处于相对高位，对一季度白银价格的上涨起到了情绪上的助推作用。

图表25：海外白银库存



资料来源：Wind 中信期货研究所

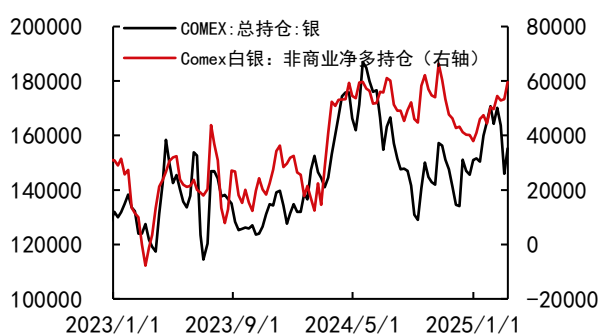
图表26：海外白银价差



资料来源：Wind 中信期货研究所

COMEX 白银投机性净多持仓处于高位，主要白银 ETF 持仓未见明显回升。从期货市场的持仓情况来看，2025 年 1 季度 COMEX 白银总持仓上冲后回落，非商业净多持仓处于近两年来高位。主要白银 ETF 中，SLV 持仓在 2024 年 11 月出现大幅下行，特朗普交易对贵金属持仓的利空冲击是主要原因。2025 年 1 季度 SLV 持仓出现小幅反弹，但幅度有限，或代表投资机构对白银的热情仍相对有限。

图表27：COMEX 白银持仓变动



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：主要白银 ETF 持仓变动



资料来源：Wind 中信期货研究所

四、展望总结：黄金上行未止，谨慎看多白银

二季度市场逻辑环境继续利好黄金，美国先滞胀带来的降息周期延续，是价格上涨的核心驱动。具体包括：1) 特朗普就任后的一揽子政策，包括关税落地、驱逐移民、DOGE 裁员等，对美国经济、就业层

面的负向影响逐渐显现；2）暂停降息后高利率的反身性结果强化，美联储议息会议指引验证滞胀预期，放缓缩表体现出边际转鸽倾向，二季度有望落地年内首次降息；3）逆全球化下的去美元化需求持续，央行购金方向不变，开放险资购买进一步打开机构投资的想象空间，强化市场对黄金的投资信仰；4）AI 竞争格局的变化引发“东升西落”交易，长期中美元信用修复的叙事松动。

谨慎看多白银，交易节奏跟随黄金，但弹性可能有限。白银绝对趋势仍然跟随黄金，在看多黄金的前提下，我们对白银的趋势相对乐观。但考虑到需求仍处于弱周期、白银货币属性偏弱及光伏用银的拐点临近等逆风因素，金银比值或仍处于高位，白银向上的弹性有限。

黄金价格有效突破 3000 美元后，我们认为 COMEX 黄金 2900-3000 美元将成为新的支撑区间，COMEX 白银关注 31-32 美元的支撑区间。从交易节奏看，5 月议息会议前后可能有积极的信号释放，二季度金价上方看至 3200-3300 美元，白银上方关注 35-36 美元。

风险提示：特朗普政策变动；地缘风险变动；美联储货币政策变动

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>