

## 金银比突破 103 关口 关注金银比的做空机会

中泰期货产融发展事业总部 史家亮

期货交易咨询号：Z0020309

对等关税等政治不确定性增加避险需求，利多黄金，黄金价格继续刷新历史新高，而白银因为经济衰退预期和有色金属回落拖累表现弱于黄金，金银比再度回到 103 上方，刷新近五年新高。金银比再度出现极端行情，后续白银有补涨预期，金银比短线极端拉升后后续回归可能性大，建议择机做空金银比。

2025 年 4 月以来，特朗普政府退出对等关税政策，引发经济衰退预期和市场恐慌；白银因为经济衰退预期和有色金属回落拖累大幅回落，黄金则因为流动性危机短线回落后持续走强，不断刷新历史新高，白银大幅回落后虽然反弹但是表现依然弱于黄金，因此金银比出现大幅拉升，金银比（伦敦金现/伦敦银现）自 3 月底的 91 持续走升，4 月 11 日收盘涨至 103.31，刷新近五年高位（2020 年，公共卫生事件冲击下带来短期的经济衰退预期和事实，白银大幅回落带来金银比的极端上涨行情，金银比一度涨至 123.49，随后回归正常）。

### 一、黄金白银运行逻辑区分

黄金和白银均属于贵金属，从货币属性、债券属性和商品属性分析两者具有走势一致性，故金银比相对稳定，整体运行在 70-95 区间；但两者的运行逻辑存在差别，故两者整体走势保持一致，但是会出现阶段性偏离走势，即出现金银比偏离的投资机会。黄金和白银的整体趋势跟随宏观逻辑（货币属性和债券属性），但是白银受供需逻辑影响依然较大（白银下游需求中约 60%用于工业需求）。

第一，黄金白银供需结构存在较大的差异。黄金的需求主要在于投资需求、黄金珠宝首饰等投资和消费需求以及避险储备需求；具体需求分为投资、珠宝和金饰、央行储备以及科技用金等。黄金被视为核心避险资产，投资者在经济和政策不确定性增加时往往会购买黄金，抵御通胀和风险；央行购金近年从净售金转为净购金，各国央行也会根据自身的经济状况、政策目标和国际经济环境来决定黄金储备的规模和策略。因此黄金需求和宏观经济与政策密切相关，和工业需求关联性偏低。对等关税政策的推出短期引发流动性危机利空黄金，但中期避险情绪进一步推升黄金价格，黄金持续走强，不断刷新历史新高。

白银的下游需求主要在于工业需求，工业需求占白银下游需求的比例达到 60%。具体来看，需求结构更加复杂，包括工业需求、投资需求以及珠宝和银器等。工业需求方面，因为白银具有显著的工业属性，被广泛应用于电子、太阳能、医疗和摄影等领域，工业需求广泛，工业需求的增加会直接影响白银的价格。供给方面，黄金供给主要以矿产金为主，每年供给量相对稳定且偏稀缺；而白银供给则以有色金属伴生矿为主，开采成本偏低却供给量较大；因此两者供给端带来的价格弹性不一。白银需求主要来自工业需求，故经济发展状态对白银影响较大；对等关税的推出引发经济衰退担忧，对白银直接形成利空影响，白银大幅回落，伦敦银现自 34 美元/盎司高位一路下行至最低的 28.29 美元/盎司，跌幅达到 16.8%；随后因为对等关税的暂缓执行出现反弹行情，但是表现依然弱于黄金，因此带来金银比的大幅回落。

第二，黄金白银价格影响因素具有较强的一致性，但也存在区别。黄金方面，主要走的是宏观逻辑，受全球宏观经济形势、货币政策走势与预期、地缘政治局势以及央行购金行为等因素的影响。例如，全球经济形势偏悲观、货币政策宽松、地缘政治局势紧张以及央行增持黄金等行为通常会推高黄金价格。白银方面，除了受全球经济形势和货币政策等因素的影响外，还受到工业需求、供应限制以及投资情绪等多重因素的影响；工业需求的增加和供应

的减少通常会推高白银价格。对等关税的推出，短期引发了黄金和白银的同步回落，但是影响逻辑存在区别，黄金是因为全市场普跌带来的流动性危机或者流动性需求出现的抛售而回落，而白银是因为经济衰退担忧和有色金属回落拖累回落，走的是供需逻辑，因此白银表现弱于黄金；对等关税暂缓执行后，黄金因为市场避险需求的增加而大幅走升，白银则因为经济衰退担忧降温和有色金属反弹而反弹。

第三，黄金白银货币属性与储备地位方面存在较大的差别。黄金具有显著的货币属性，在金本位时期被视为流通货币和重要的国际储备资产；现阶段各国央行依然会持有较大数量的黄金作为储备，并且在不断增加黄金储备的采购，以应对可能的金融风险。白银方面，货币属性和储备地位相对较低，各国央行通常不会将白银作为主要的储备资产。近五年，以中国人民银行为代表的全球主要央行在持续增加黄金储备，对黄金价格形成利好影响；而白银则没有储备功能，因此近五年甚至说近 10 年，白银表现均弱于黄金。

## 二、金银比与经济周期密切相关 经济衰退预期下金银比大幅拉升

金银比率(黄金与白银的比值)在很大程度上可以作为全球宏观经济健康状况的晴雨表，因为金银比的意义在于它能反应经济周期，通常情况下当金银比下降的时候，经济往往处于上升周期，而当金银比放大的时候，这时候经济往往开始下滑，甚至出现衰退。美国对等关税的推出，引发经济衰退预期的升温，对白银形成强利空影响，对黄金形成利多影响，因此金银比大幅拉升；故金银比走势和经济周期具有较强的关联性。

虽然黄金和白银均被视为贵金属，大概率齐涨共跌，趋势性上相对一致；然而两者因为基础属性的重要程度存在区别，故两者的走势亦存在较大的区别。黄金具有较强的抗通胀属性，但是债券数据和货币属性所带来的避险属性影响会更大，故黄金的主要需求在于珠宝首饰或者投资需求，往往在市场不确定性较大时充当通胀对冲和避险资产。而白银则是在工业

领域有着广泛应用，工业最终用途消耗的白银占比接近 60%，而黄金为 10%左右，故白银价格对经济周期比较敏感。故在经济或地缘政治不确定性风险较大的时期，黄金的价格涨幅比白银大，金银比率扩大。在经济复苏时期，由于工业需求上升，白银的价格涨幅更大，金银比率缩窄。

金银比的意义在于，可以帮助投资者判断在一段时间内哪种贵金属在当前市场环境下更具投资价值；当金银比上升时，意味着黄金相对于白银的价格更高，可能意味着白银相对于黄金被低估，投资者可以考虑增加白银的配置；而当金银比下降时，可能意味着黄金被低估，黄金可能更具吸引力。

### 三、金银比反弹至高位将会提供做空机会

受特朗普政府对等关税影响，一方面是经济衰退预期，另一方面是市场恐慌下的流动性危机，白银表现弱于黄金；对等关税弱化与流动性危机减弱，避险需求大幅增加，贵金属触底大幅反弹，但是整体来看白银表现弱于黄金；金银比再度反弹至 103 上方，相对于历史均值而言处于较高位置，后续有往下收敛的内在动力；另外，美国对等关税暂缓执行，经济衰退预期有所减弱，白银跟随黄金走强后续有补涨行情，因此做空金银比具有较大的价值。

当然，从中长期来看，经济、政策与未来的不确定性利好依然存在，对等关税政策从避险角度利好贵金属，贵金属中期上涨行情仍未结束。黄金触底反弹延续偏强行情可能性大，策略方面继续关注低位做多机会，依然不建议做空黄金；白银触底反弹有继续走强预期，建议关注调整做多机会；从金银比角度看，当前金银比出现非正常拉升亦提供了做空金银比的机会，建议高位做空金银比。

## 免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

