

2025年12月12日



长牛逻辑依然坚实

核心观点及策略

- 全球贸易格局重塑之下，美元信用受损，贵金属的避险属性和财富保值属性强化，货币属性正在回归，金银长期上涨的逻辑依然坚实。2026年美联储处于降息周期之中，美元指数趋弱将支撑贵金属的金融属性溢价，为金银提供持续的驱动。
- 白银在今年6月开启补涨行情并屡创新高。目前白银被列入关键矿物，全球白银供给缺乏上调能力，而需求端有明显的增量，再加上可流通库存偏紧，白银将继续受益于“战略资源+金融属性+工业属性”三重驱动。在美国利率下行预期与流动性宽松的宏观背景下，资金可能倾向配置波动性更大的白银，预计2026年白银价格将在高波动中持续上行，会继续跑赢黄金。
- 预计2026年国际金价的主要波动区间在国际金价的主要波动区间在3800-5000美元/盎司，国际银价的主要波动区间在55-75美元/盎司，金银比回落至50-70的中枢水平。
- 风险因素：美国货币政策趋紧，央行开始抛售黄金

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷
从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾
从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧
从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

王工建
从业资格号：F3084165
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙
从业资格号：F03112296
投资咨询号：Z0021040

何天
从业资格号：F03120615
投资咨询号：Z0022965

目录

一、贵金属行情回顾	4
二、黄金：全球贸易格局重塑、美元信用受损，为黄金提供长期驱动.....	5
1、美国政府债务持续扩增，美元信用下降，黄金货币属性强化.....	5
2、美联储鸽派降息，明年降息节奏或先缓后快.....	7
3、全球央行加速储备资产多元化进程，持续增持黄金.....	10
4、黄金的富保值属性强化，全球黄金投资需求增加.....	12
三、白银：战略资源属性强化，银价屡创新高.....	15
1、矿产供给停滞，白银的供需缺口在持续扩大.....	15
2、需求结构变化，白银工业需求将受三大领域强力拉动.....	16
3、白银战略资源属性强化，未来关税风险和库存隐忧仍在.....	18
4、价值洼地凸显，投资资金流入助推银价飙升.....	19
四、行情展望及操作策略.....	20

.....

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 1968 年以来贵金属价格走势	5
图表 4 美国经济不确定性指数处于高位区间	6
图表 5 美国政府债务规模	7
图表 6 美国政府债务 GDP 占比与金价	7
图表 7 金价与美元指数走势变化	7
图表 8 金价与美债利率走势变化	7
图表 9 美国职位空缺数变化	9
图表 10 美国 ADP 新增私营就业人数变化	9
图表 11 美国非农就业人数和失业率变化	9
图表 12 美国 PCE 和核心 PCE 同步变化	9
图表 13 美联储 12 月议息会议后 CME 美联储利率预测	10
图表 14 主要央行黄金储备量	11
图表 15 中国央行黄金储备变化	11
图表 16 全球央行购金量	12
图表 17 全球主要央行黄金储备变化	12
图表 18 各国黄金储备数量及排名	12
图表 19 2018-2025 年 3 季度全球黄金供需平衡表 (单位: 吨)	14
图表 20 全球黄金 ETF 规模变化	14
图表 21 全球最大的黄金 ETF-SPDR 持金量变化	14
图表 22 中国黄金 ETF 规模快速扩张	15
图表 23 全球各地区黄金 ETF 持金量变化	15
图表 24 中国黄金消费情况	15
图表 25 中国金银珠宝零售额大增	15
图表 26 全球白银供需平衡表 (单位: 吨)	16
图表 27 全球白银工业需求变化	17
图表 28 光伏及其他工业领域的白银需求变化	17
图表 29 2025-2031 年汽车领域白银需求预测	17
图表 30 全球公共充电桩数量变化	18
图表 31 2025-2034 年美国数据中心建设规模预测	18
图表 32 COMEX 白银库存变化	19
图表 33 LBMA 白银库存变化	19
图表 34 上海黄金交易所白银库存变化	19
图表 35 上海期货交易所白银库存变化	19
图表 36 全球最大的白银 ETF-SLV 持仓变化	20
图表 37 COMEX 金银比价变化	20

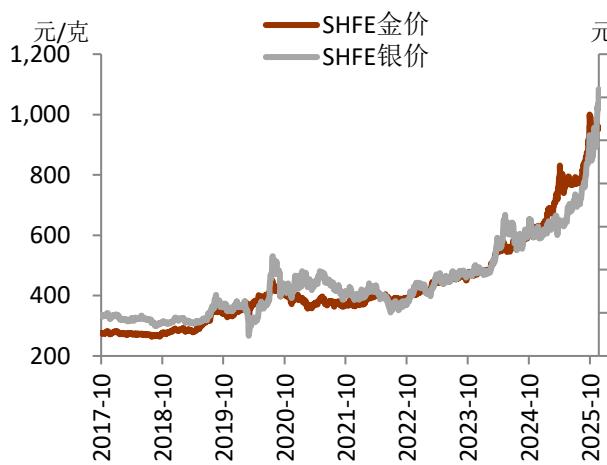
一、贵金属行情回顾

2025年贵金属价格表现一骑绝尘，黄金和白银价格均屡创新高，但黄金和白银的运行节奏略有差异。今年上半年贵金属价格上涨主要由黄金引领，黄金上涨的主要助推因素是特朗普重任后，威胁加征“对等关税”，美国经济和贸易政策的不确定性剧增导致的避险需求的急剧抬升。其本质是美元信用的受损，黄金作为美元资产的替代，受到央行的增持和机构资产配置的青睐。8月下旬，鲍威尔在杰克逊年会转鸽，市场对于美联储降息预期成为主要的交易逻辑，黄金开启年内第二轮上涨行情，金价伴随着美联储在9月、10月连续降息而屡创新高，COMEX期货主力合约在10月20日到达4398美元/盎司的历史最高点。

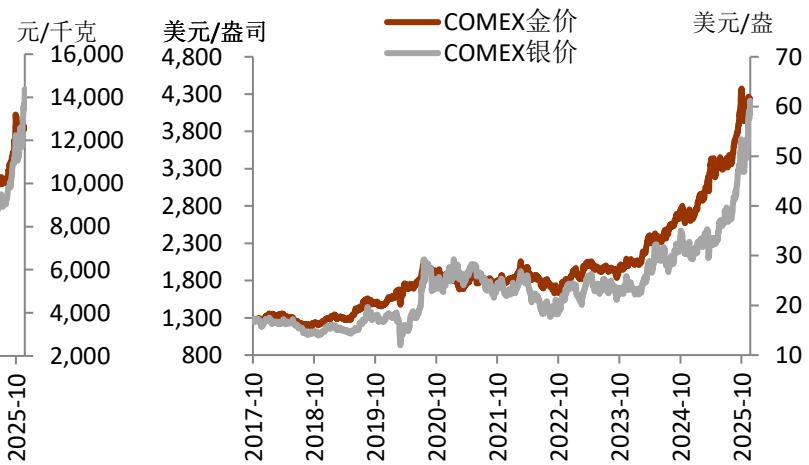
白银在今年6月就开启补涨行情，在金价屡创新高之后，价格处于低位的白银受到资金青睐而开始奋起直追。8月25日美国政府提出，要把白银等这六种矿物正式列入2025年关键矿物清单，白银可能被加征高额关税的担忧使得大量白银从其他地方运往纽约，这一趋势在10月达到顶峰伦敦市场白银现货告急，触发了伦敦白银的“逼仓”风波，银价一举突破50美元/盎司的历史关口。白银库存的跨境搬运也导致了中国、纽约的白银库存迅速下降。11月7日美国正式将白银列入关键矿物清单，在11月下旬中国两大交易所白银库存水平均降至近十年低点的背景下，市场对白银供应紧张的担忧再度发酵，加上年底COMEX白银交割可能面临风险，驱动银价突破60美元/盎司再创历史新高。

截至12月11日，今年年初至今COMEX期金主力合约的涨幅为61%，COMEX期银主力合约的涨幅为113%，沪金主力合约的涨幅为55%，沪银主力合约的涨幅为94%。今年黄金白银价格的表现遥遥领先于其他大宗商品和大类资产，涨幅居于首列。

图表1 近5年SHFE金银价格走势

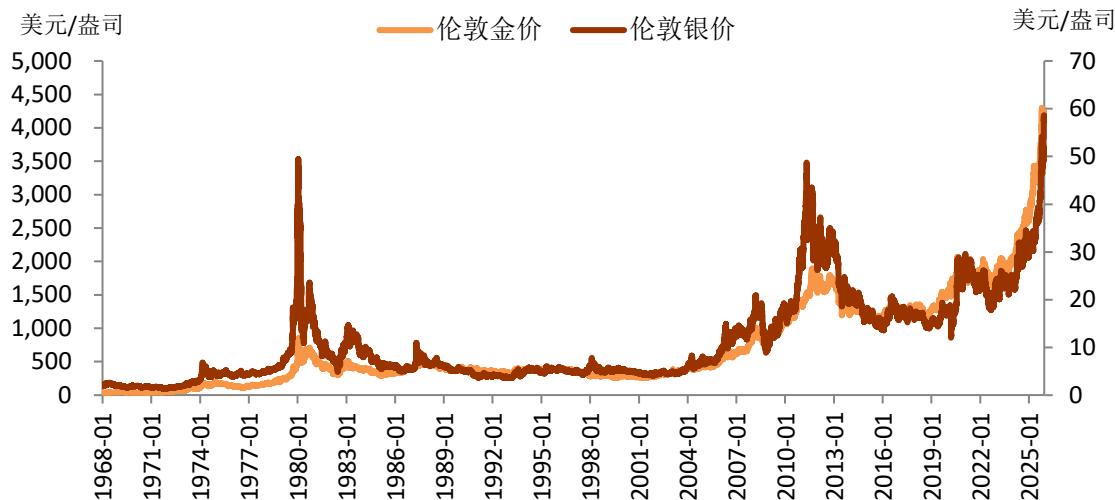


图表2 近5年COMEX金银价格走势



资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 3 1968 年以来贵金属价格走势



资料来源：Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

二、黄金：全球贸易格局重塑、美元信用受损，为黄金提供长期驱动

今年上半年黄金上涨的主要助推因素是特朗普重任后，美国经济和贸易政策的确定性导致的避险需求的急剧抬升，黄金作为美元资产的替代，受到央行的增持和机构资产配置的青睐。第二轮上涨启于 8 月下旬鲍威尔在杰克逊年会转鸽，市场对于美联储降息预期助推黄金价格再创历史新高。

1、美国政府债务持续扩增，美元信用下降，黄金货币属性强化

特朗普 2.0 加速全球贸易格局重塑，关税政策还会反复摇摆

年初特朗普总统重任拉开了全球经济秩序与贸易格局重构的序幕。特朗普 2.0 的逻辑转变为用关税武器重构全球化规则，其本质是“美国优先”的外交政策在贸易领域的极端化演绎，以关税等对外政策服务于国内目标。这一强硬的贸易制衡手段，意在使美国在贸易谈判中占据主动地位，迫使贸易伙伴在关税问题上做出让步，从而保护美国国内产业，推动制造业回流。特别是 2025 年 4 月“对等关税”政策出台后，美国关税政策出尔反尔，反复不定，美元信用加速透支，全球资本正在重新评估美元资产的价值，国际货币体系开始加速调整。大国间的贸易摩擦尤其是中美贸易关系紧张加剧全球经济的不确定性，特朗普 10 月又对中国发起的关税威胁，虽然在两国经贸代表团谈判之后很快缓和，但两大经济体之间的博弈仍在继续，后续关税政策仍可能变化反复，全球经济不确定性加大，这使得避险需求骤增，贵金属资产正受益于此表现亮眼。

在当前全球贸易秩序重构加速的背景下，资源供给侧的战略安全或更受关注。当前全球贸易正面临着保护主义上升、供应链重构以及全球产业格局变化等的格局下，这给作为战略资源的一些大宗商品的供应和流通带来挑战。目前黄金、白银都被美国列为关键矿物，

贵金属资产在新秩序下的结构性趋势并有望进一步强化。

债务规模持续飙升削弱美元信用

美国联邦政府支出与收入的缺口持续存在，特朗普政府现行的经济政策也将继续加重政府的债务负担。特朗普政府力推的“大而美”法案已正式得到通过。根据美国国会预算办公室的预测，该法案将在未来 10 年增加 2.4 万亿美元债务，如果施行永久化的商业税收减免措施，成本可能飙升至 5 万亿美元。

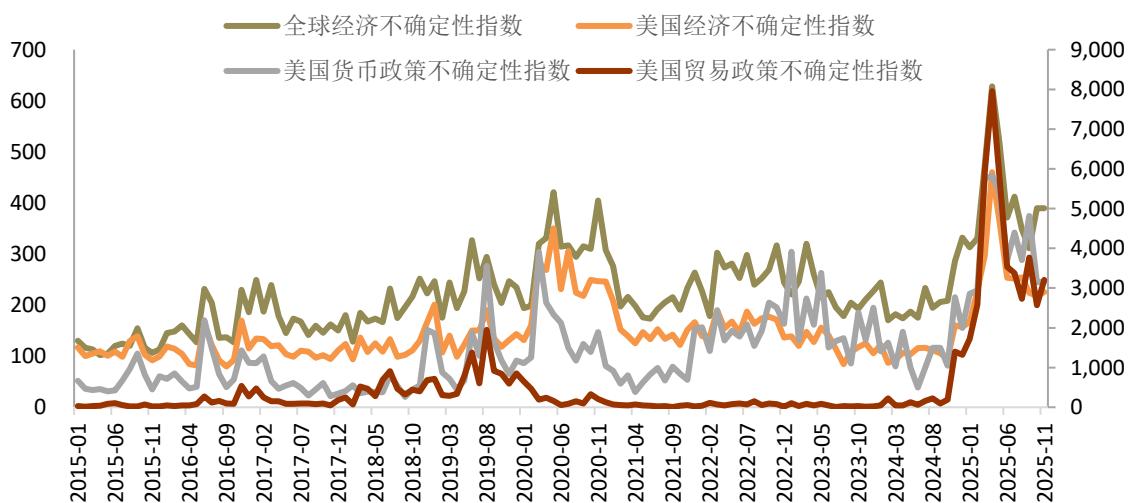
受到此前美国联邦政府有史以来最长时间“停摆”的影响，10 月美国联邦政府预算赤字高达 2840 亿美元。此外，美国财政部公布的数据显示，截至 12 月 8 日，美国联邦政府债务总额已经达到 38.39 万亿美元。美国政府债务风险在持续积聚。

今年 5 月，因美国联邦政府的债务以及债务利息偿还存在的风险，国际评级机构穆迪将美国主权信用评级从 AAA 下调至 AA1。美国在三大主要国际信用机构中的主权信用评级均失去了 AAA 的最高等级，由此凸显美国当前的债务风险积聚。

持续攀升的债务规模，可能会进一步加剧美国金融市场面临更多的波动与风险。特朗普政府试图解决财政以及债务问题的方式，不是削减政府开支，而是通过施压美联储降息，以减轻政府的债务利息负担。但美联储独立性的削弱以及永久性大规模减税政策导致的财政状况恶化，将进一步损害美元信誉，美元本位国际货币体系动摇，黄金的国际货币属性更加凸显。

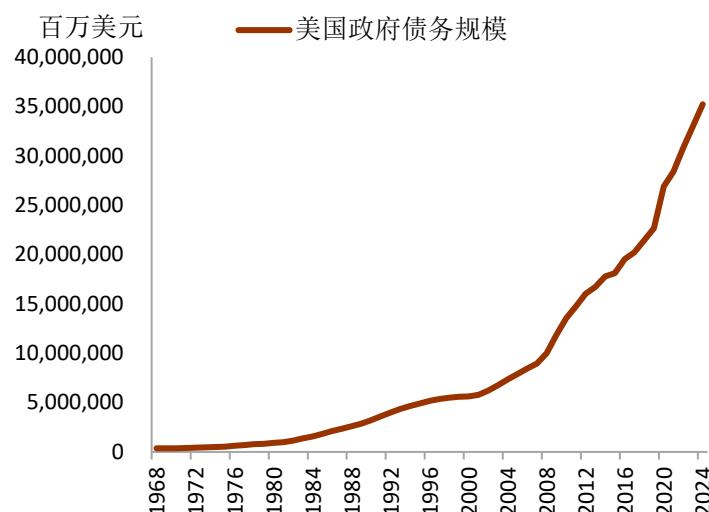
回顾历史上黄金价格，2001-2010 年间，美国政府债务占 GDP 比例从 50% 升至 100%，金价同时大涨，在 2011 年最高达到 1921 美元的高峰。2019 年美国政府债务占 GDP 比例从 106% 升至 124%，金价也同时上涨。从历史角度回顾，黄金价格与美国政府债务 GDP 占比有一定的同步性，当债务处于扩散扩张阶段时，对应黄金的牛市。

图表 4 美国经济不确定性指数处于高位区间

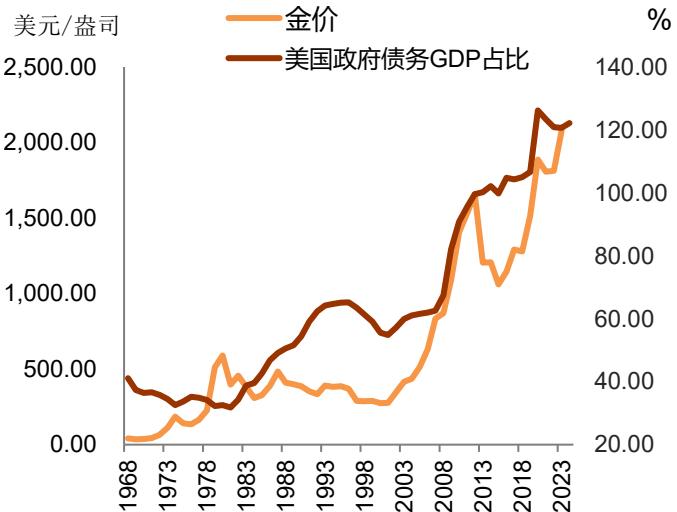


资料来源：Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 美国政府债务规模



图表 6 美国政府债务 GDP 占比与金价



资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 7 金价与美元指数走势变化



图表 8 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

2、美联储鸽派降息，明年降息节奏或先缓后快

美联储鸽派降息，重启扩表

美联储 12 月议息会议落地，如市场预期降息 25BP，并启动短期美债购买。这是自 2025 年 9 月重启降息后的第三次降息。此次会议有三位票委反对降息，一人主张降 50 基点，两名票委和四名非票委支持按兵不动，可见分歧巨大。会议声明删除失业率“保持低位”；新增考虑进一步降息的“幅度和时机”，暗示降息门槛更高。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上讲话比预期鸽派，表示货币政策无预设路径，将逐次会议依据数据决策。

此次美联储对资产负债表也做出了调整：为维持充足准备金，美联储将启动短期国库

券（T-bills）的购买操作，本月将增加400亿美元购买，未来数月将维持较高的规模，后续规模将视市场情况回落。鲍威尔称，这一操作仅为支持货币政策有效实施和市场平稳运行，与货币政策立场无关，维持数月的购买部分是为了避免在明年4月缴税期时流动性过于紧张。重启购债扩表体现美联储对流动性的呵护，此次议息会议比市场预期的更加鸽派。

在经济预测上，2026年经济与通胀前景均有所改善，GDP增速预测上调，通胀预测下调，体现出美联储对未来一段时间内通胀放缓的信心略有增强。这意味着明年的降息动作将较今年会放缓。

2026年降息节奏或先缓后快

当前美国经济虽然有下行压力但基本可控，在美联储重启降息后，也会通过房价反弹、股市上行等方式推升通胀，关税、减税等政策会带来通胀压力，且较强经济基本面并不支持美联储过快降息，结合12月议息会议申明的变化，2026年上半年鲍威尔在离任前或选择放慢降息节奏、边走边看，以防止较大的通胀反弹风险。降息掣肘主要来自通胀，鲍威尔强调通胀上行的风险是当前美联储票委的共识。即使明年换人后白宫能够掌控美联储，明年中期选举背景下通胀也成为白宫不可忽视的指标。白宫不得不考虑中低收入群体对于降低生活成本的诉求，通胀压力也将制约白宫要求大幅快速降息的诉求。

当前白宫经济顾问哈塞特作为下任美联储主席最热门人选，有望于明年5月就任。考虑到他与特朗普总统的紧密关系和忠诚度，大概率将促使货币政策向更“鸽派”和更低利率的方向倾斜，以配合明年的财政扩张和美债增发。鲍威尔讲话的重要性日趋减弱。为达到降息效果，美联储目前较为保守的降息预测更多是出于预期引导和管理需要。明年上半年围绕货币政策的政治角力将更趋激烈，特朗普意图在美联储内部获得更大话语权，美联储独立性面临挑战。

对于未来的利率路径，我们认为上半年降息节奏趋于放缓，下一次降息可能在3月。在2026年5月美联储主席换届或成为降息节奏再次加快的转折点，新任美联储主席预计将维持鸽派立场，重新加快降息节奏，以配合2026年下半年特朗普的中期选举，政治诉求或使美联储在2026年下半年再次降息。预计在美国中期选举前的6月至10月的四次议息会议上，或择机降息2-3次。此外，2026年下半年关税对美国通胀的“一次性”扰动也将“尘埃落定”，美联储将有更充足的信心判断后续美国通胀的走势，延续宽松的政策路径，2026年流动性大概率持续宽松。

另外，还需关注日央行加息的不确定性和套息交易反转下的资金回流压力、可能会导致市场波动的放大。

图表 9 美国职位空缺数变化

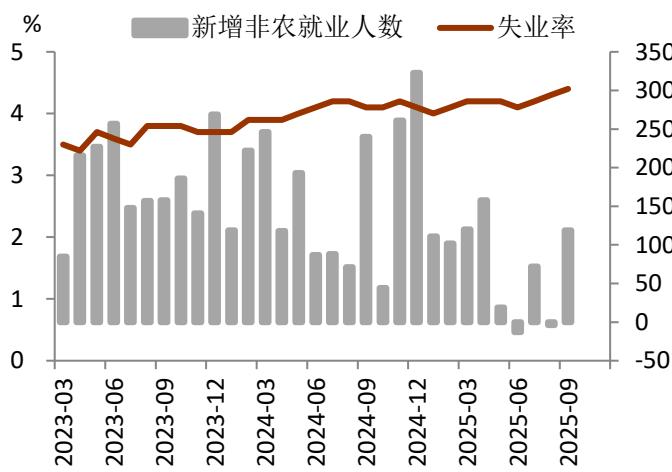


图表 10 美国 ADP 新增私营就业人数变化

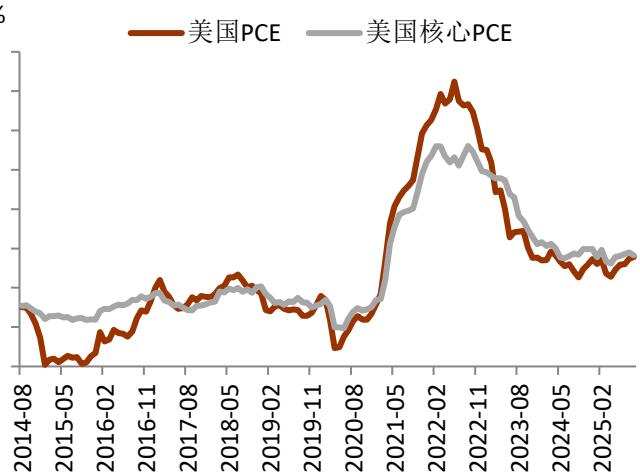


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 11 美国非农就业人数和失业率变化



图表 12 美国 PCE 和核心 PCE 同步变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 美联储 12 月议息会议后 CME 美联储利率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.1%	77.9%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	41.7%	50.6%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	17.2%	44.2%	36.4%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	9.5%	30.4%	40.4%	18.7%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.2%	2.7%	13.5%	32.3%	36.2%	15.1%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.2%	6.9%	20.8%	33.8%	28.0%	9.2%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.3%	2.4%	9.8%	23.6%	32.6%	24.0%	7.3%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.5%	2.9%	10.8%	24.2%	32.0%	22.8%	6.7%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.4%	2.7%	10.1%	23.0%	31.3%	23.7%	8.2%	0.6%	0.0%
2027/3/17	0.1%	0.7%	3.7%	11.8%	24.1%	30.3%	21.7%	7.2%	0.5%	0.0%
2027/4/28	0.1%	0.6%	3.2%	10.6%	22.2%	29.3%	22.9%	9.4%	1.5%	0.1%
2027/6/9	0.1%	0.6%	3.2%	10.6%	22.2%	29.3%	22.9%	9.4%	1.5%	0.1%
2027/7/28	0.1%	0.6%	3.2%	10.4%	22.0%	29.2%	23.1%	9.7%	1.7%	0.1%
2027/9/15	0.1%	0.6%	3.1%	10.4%	21.9%	29.1%	23.1%	9.8%	1.8%	0.1%
2027/10/27	0.1%	0.6%	2.9%	9.7%	20.8%	28.5%	23.7%	11.0%	2.5%	0.3%
2027/12/8	0.1%	0.9%	3.9%	11.3%	22.0%	27.7%	21.8%	9.8%	2.2%	0.2%

资料来源：Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

3、全球央行加速储备资产多元化进程，持续增持黄金

全球宏观秩序结构转变，各国加速增加黄金储备

黄金储备一直是各国国际储备多元化构成的重要内容。全球央行在 2008 年后重新增持黄金储备，从 2010 年开始就成为黄金的净买入方，并在 2022 年初俄乌冲突发生之后加速，这反映了宏观秩序的结构性转变。在逆全球化背景下，全球央行去美元化趋势将持续、全球地缘政治和经济的不稳定性增强，黄金储备的战略地位凸显，全球央行继续增持黄金是大势所趋。

近几年各国央行继续主导黄金市场，全球央行净购金规模从 2020 年的 255 吨大幅上升至 2024 年的 1089 吨，其中黄金的主力购买者主要集中在亚洲国家。亚洲国家央行购金形成了黄金市场的关键边际需求。在国际货币体系分裂的背景下，新兴国家央行希望降低对于主流货币的风险敞口，而新兴国家黄金储备本来就低于欧美国家，因此增配黄金的动机更强、空间更大。瑞士海关数据显示印度与中国近十年间从瑞士累计进口了超过 6000 吨黄金，而欧美主要国家仅进口约 4800 吨。

尽管金价处于创纪录高位，今年全球央行依然加快了购金步伐，今年三季度净购金量总计 220 吨，较二季度增长 28%，较上年同比增长 10%。今年前三季度整体上看，全球央

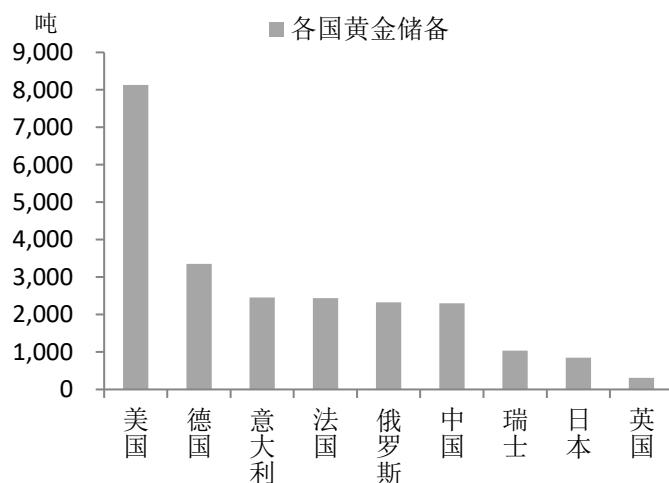
行净购金总量达 634 吨，虽低于过去三年的异常高位数值，但仍显著高于 2022 年之前的平均水平。2025 年全球央行购金主力集中在波兰、哈萨克斯坦、中国、土耳其等国。

据统计，全球央行黄金持有量已首次超过美国国债持仓，凸显其对抗通胀与地缘政治风险的战略地位。虽然俄罗斯央行已开始出售储备的实物黄金以弥补国家预算所需资金，菲律宾央行也释放出抛售信号，但波兰央行亦计划将黄金在外汇储备中的占比由 20% 提升至 30%。从优化国际储备结构，以及应对当前国际环境变化等角度来看，未来央行增持黄金仍是大方向。预计接下来几年全球央行持续购金将继续为黄金需求提供支撑。

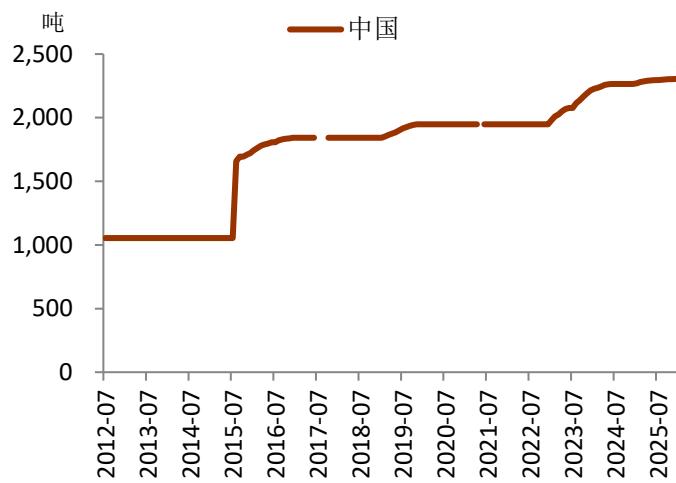
中国央行连续 13 个月增持黄金储备

在金价屡次刷新新高的背景下，今年中国央行依然在持续增持黄金，三季度购入 5 吨，官方黄金储备达 2304 吨，占外汇储备总额的 7.7%。中国央行最新公布的数据显示，中国 2025 年 11 月末，我国外汇储备规模为 33464 亿美元，较 10 月末上升 30 亿美元，升幅为 0.09%。中国 11 月末黄金储备报 7412 万盎司（约 2305.39 吨），环比增加 3 万盎司（约 0.93 吨），为连续第 13 个月增持黄金。目前我国黄金储备占外汇储备的比例远低于发达国家 70% 的水平，也明显低于全球央行黄金储备占比 24% 的平均水平，中国央行增持黄金的空间巨大，预计将会长期持续增持黄金储备。

图表 14 主要央行黄金储备量

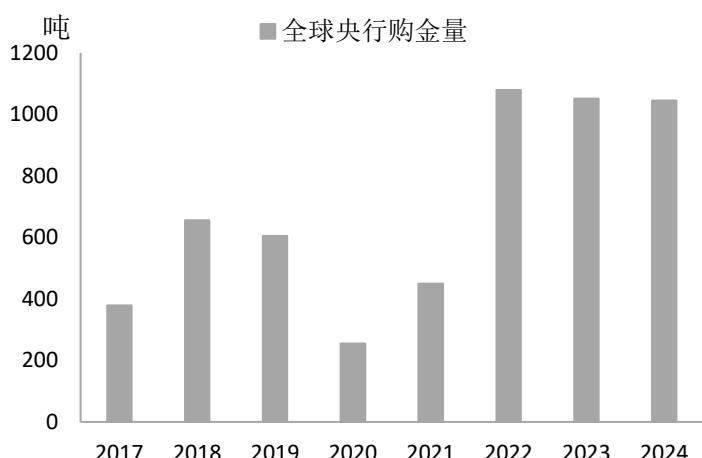


图表 15 中国央行黄金储备变化

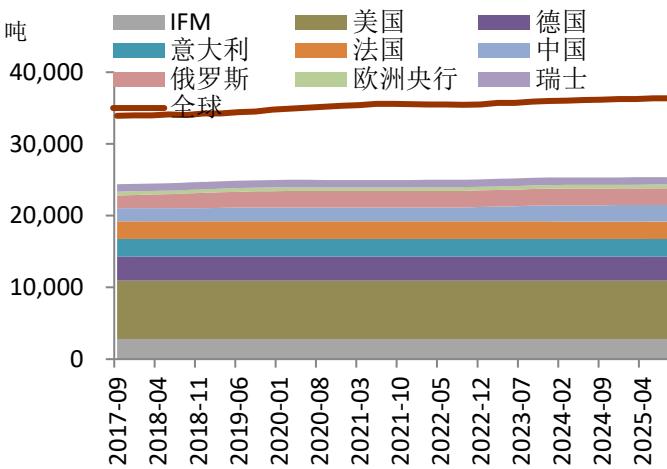


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 全球央行购金量



图表 17 全球主要央行黄金储备变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 18 各国黄金储备数量及排名

排名	国家和地区	黄金储备 (吨)	占外汇储备比例
1	美国	8133.5	78.6%
2	德国	3351.1	78.0%
3	国际货币基金组织	2814	-
4	意大利	2451.8	74.9%
5	法国	2437	75.5%
6	俄罗斯	2329.5	37.1%
7	中国	2304.4	7.7%
8	瑞士	1040	11.7%
9	日本	879.6	13.4%
10	印度	846	7.2%
11	荷兰	626	54.1%
12	欧洲央行	612.5	69.1%
13	土耳其	509.3	22.3%

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 2025 年 11 月）

4、黄金的富保值属性强化，全球黄金投资需求增加

投资需求旺盛助推全球黄金需求再创历史新高

全球地缘政治及宏观经济的不确定性增加，进一步强化黄金的财富保值和避险属性。

投资需求依然是今年驱动金银价格的主要因素。

世界黄金协会发布的 2025 年三季度《全球黄金需求趋势报告》显示，2025 年第三季度全球黄金需求总量（包含场外交易）达 1313 吨，需求总金额达 1460 亿美元，创下单季度黄金需求的最高纪录。三季度全球黄金投资需求激增至 537 吨，同比增长 47%，占全部黄金净需求的 55%。黄金需求的迅猛增长主要由投资需求推动。

今年随着金价强势运行并不断创出历史新高，黄金 ETF 投资需求大幅增加。投资者连续第三个季度大举增持实物黄金 ETF，持仓增加 222 吨，全球流入金额达 260 亿美元。前三个季度，全球黄金 ETF 总持仓共增加 619 吨（约合 640 亿美元）。其中北美地区基金领跑（+346 吨），欧洲（+148 吨）与亚洲地区基金（+118 吨）紧随其后。全球黄金 ETF 总持仓大幅增加叠加金条与金币需求连续第四个季度突破 300 吨，共同推动了黄金总需求的增长。

中国黄金 ETF 投资规模快速增长

新兴国家私人部门的黄金需求也在上升，亚洲黄金 ETF 持仓规模由 2022 年的约 120 吨增长至 2025 年 10 月的 380 吨，增幅超过 200%，而同期欧美黄金 ETF 持仓规模未有明显增长。其中，我国作为增持主力，黄金 ETF 规模已从 2023 年底的 61 吨快速扩张至今年 11 月末的 244 吨。

今年空前资金的流入，推动中国黄金 ETF 资产管理总规模和总持仓双双突破历史纪录。在今年 4 月中旬中国，黄金 ETF 半个月的持仓增加就超 30 吨，超过去年全年的总整增持量。中国黄金 ETF 仅在 7、8 月黄金正处于盘整阶段而股市表现较好，吸引力相对降低而持仓小幅下降之后，10、11 月资金再度大量流入，截至 11 月底，中国全部黄金 ETF 的持金规模为 244 吨，中国最大的黄金 ETF 华安黄金 ETF 的持金量已超过 95 吨，均创历史新高。

中国零售黄金投资表现亮眼

世界黄金协会公布的数据显示，2025 年三季度，中国市场零售黄金投资与消费需求（包括金饰、金条、金币及黄金 ETF）达 152 吨，较上年同比下降 7%，季度环比下滑 38%。这也是自 2009 年以来最疲弱的三季度需求表现。但按金额计，三季度中国零售黄金投资与消费需求高达 1204 亿元人民币，较上年同比激增 29%，创下三季度历史最高水平。

具体来看，三季度中国金饰需求达 84 吨，环比季节性回升 21%，但同比仍下降 18%，为 2007 年以来最疲弱的三季度表现。金条与金币的销量同比增长 19% 至 74 吨，但与 2013 年以来表现最强劲 2025 年二季度相比，环比下降 36%。今年前三季度，中国零售黄金投资需求达 313 吨，为 2013 年以来的最高水平。在金价持续强势运行之下，实物黄金作为“金融保险”的独特配置价值或得以彰显，金条与金币投资则将持续受到越来越多的投资者的青睐。

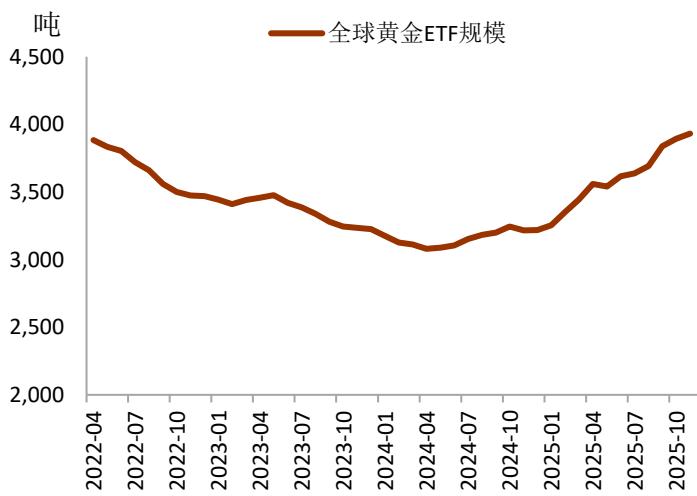
四季度是传统的季节性黄金饰品消费旺季，在叠加了投资保值属性之后，金饰消费有望迎来改善。黄金投资需求将受到地缘政治环境的不确定性和动荡、美元指数走弱以及金价持续攀升引发投资者的“错失恐惧”心理，共同助推而维持相对强势。

图表 19 2018–2025 年 3 季度全球黄金供需平衡表 (单位: 吨)

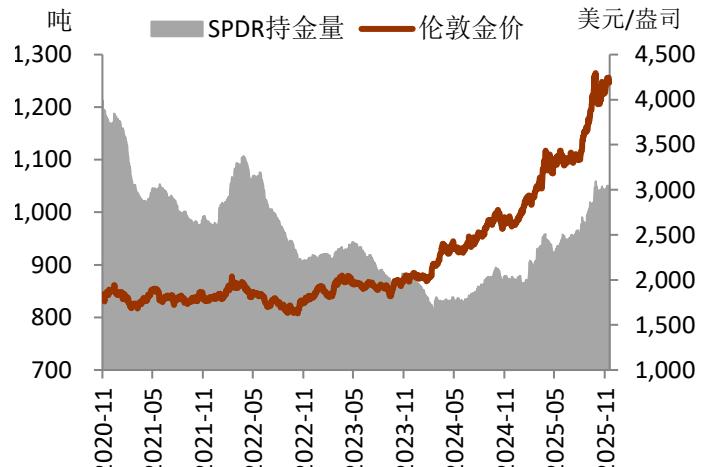
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	同比变化 (%)
总供应量	4,778.50	4,887.90	4,739.20	4,709.70	4,774.90	4,944.10	4,957.30	1,177.50	1,226.80	1,313.10	3 ▲
矿山产量	3,658.40	3,606.10	3,482.70	3,579.30	3,645.30	3,641.10	3,645.40	835.9	904.3	976.6	2 ▲
生产商净套保	-11.6	6.2	-36.6	-5.4	-6.5	69.4	-54.1	-7.1	-24.8	-8	--
矿山总供应量	3,646.80	3,612.20	3,446.10	3,573.90	3,638.80	3,710.50	3,591.30	828.8	879.4	968.6	2 ▲
回收黄金	1,131.70	1,275.70	1,293.10	1,135.80	1,136.10	1,233.60	1,366.00	348.7	347.4	344.4	6 ▲
总需求	4,778.50	4,887.90	4,739.20	4,709.70	4,774.90	4,944.10	4,957.30	1,177.50	1,226.80	1,313.10	3 ▲
金饰制造	2,297.50	2,162.20	1,331.80	2,252.40	2,208.40	2,208.20	2,026.60	424.4	355.6	419.2	-23 ▼
金饰消费	2,263.40	2,141.80	1,405.30	2,177.00	2,094.70	2,109.20	1,887.80	382.4	341.2	371.3	-19 ▼
金饰库存	34.2	20.4	-73.5	75.4	113.6	99	138.8	42	14.4	47.8	-45 ▼
科技领域需求	341.7	332.7	309	337.2	314.8	305.2	326.2	80.4	78.6	81.7	-2 ▼
电子用金	274.9	268.6	255.3	278.7	257.7	248.7	270.8	67	65.8	68.5	-1 ▼
其他行业	51.5	50.1	41.9	47.1	46.8	47.1	46.5	11.3	10.8	11.1	-5 ▼
牙科领域	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	8.9	2.1	2.1	2	-7 ▼
投资需求	1,167.10	1,281.80	1,805.30	1,006.90	1,125.40	950.9	1,180.90	551.5	477.5	537.2	47 ▲
金条与金币需求	1,096.90	878.2	912.8	1,195.60	1,234.90	1,195.10	1,187.20	324.9	307	315.5	17 ▲
金条	781.7	590.4	552.7	825.5	814.4	786.7	862.9	258	243.3	237.1	19 ▲
官方金币	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5	198.7	44.3	38.9	31.7	0 ▲
奖章及仿制币	73.3	67.1	69.7	85.7	99.6	114.9	125.6	22.7	24.8	46.7	17 ▲
ETF 及类似产品	70.2	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.3	-6.4	226.6	170.5	221.7	134 ▲
央行及其他机构	656.2	605.4	254.9	450.1	1,080.00	1,050.80	1,089.40	241.7	172	219.9	10 ▲
黄金需求	4,462.60	4,382.10	3,701.10	4,046.50	4,728.50	4,515.00	4,623.00	1,298.00	1,083.80	1,257.90	5 ▲
场外及其他	315.8	505.8	1,038.10	663.2	46.4	429.1	334.2	-120.5	143.1	55.2	-33 ▼
LBMA 金价	1,268.50	1,392.60	1,769.60	1,798.60	1,800.10	1,940.50	2,386.20	2,859.60	3,280.40	3,456.50	40 ▲

数据来源: World Gold Council, 铜冠金源期货

图表 20 全球黄金 ETF 规模变化

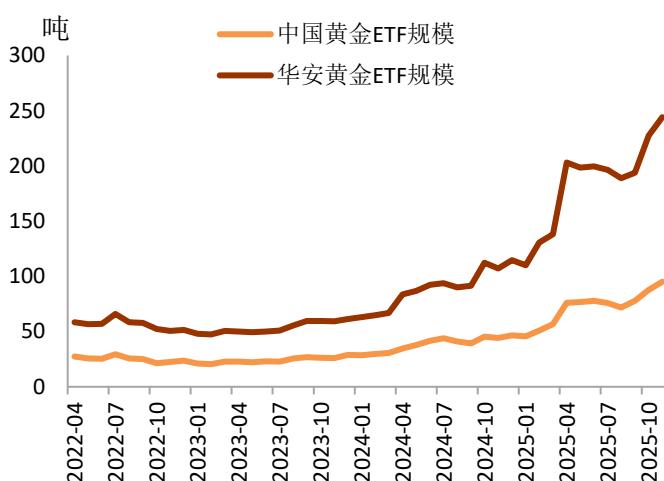


图表 21 全球最大的黄金 ETF—SPDR 持金量变化

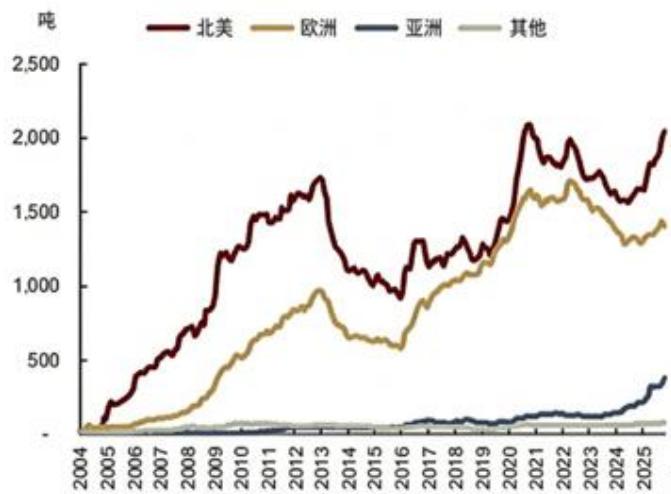


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 中国黄金 ETF 规模快速扩张

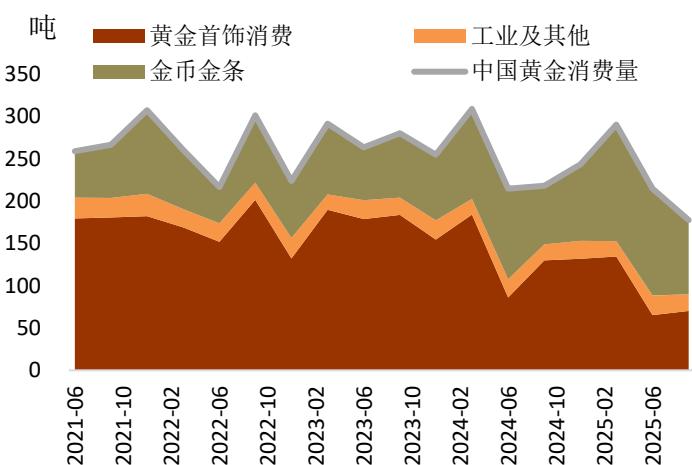


图表 23 全球各地区黄金 ETF 持金量变化

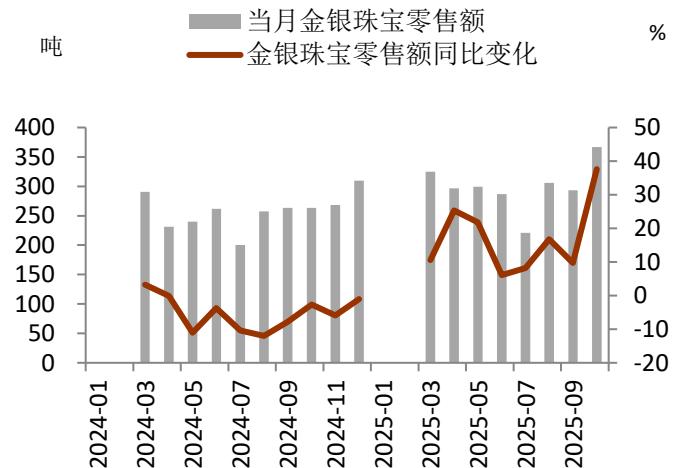


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 24 中国黄金消费情况



图表 25 中国金银珠宝零售额大增



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、白银：战略资源属性强化，银价屡创新高

虽然白银与黄金同样具有商品属性、货币属性和金融属性，但白银的商品属性要强于黄金，银价更容易受到商品属性的影响。货币属性和金融属性决定了银价的方向，而商品属性，白银的供需状况影响其价格波动弹性。

1、矿产供给停滞，白银的供需缺口在持续扩大

全球白银产量已连续五年处于 2.5-2.6 万吨区间，72% 的白银来源于铜铅锌等基本金属的伴生矿。主金属矿开采周期长、前十大银矿品位下滑等因素，导致资本支出五年增加 35%，但产量反降 2%，白银矿产端的增量在未来几年内几乎停滞。尽管银价上涨刺激回收，

2019-2024 年再生银年增长仅 3.4%，远不足以填补矿产下降的空缺。

白银的需求则受益于与全球推动清洁能源相关的结构性收益。太阳能光伏、汽车行业需求的增加、车辆电气化进程加快，以及充电站等基础设施的投资，也为工业白银需求提供了助力。此外，人工智能技术的快速普及所引发的科技升级、设备更换和新基础设施投资，也加大了白银的工业需求。随着白银工业需求的快速增加，供应限制主要是由于矿山生产停滞和回收利用有限，白银的供需缺口已连续四年持续扩大。2024 年工业白银需求达到创纪录的 6.805 亿盎司，这主要由人工智能相关应用在消费电子和硬件中的电子电气需求推动。根据 CRU 预测，这一供需缺口将在未来持续存在并由扩大趋势。

图表 26 全球白银供需平衡表（单位：吨）

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
矿产银	26637	26618	25854	25455	25088	23863	23681
再生银	4231	4352	4389	4405	4445	4495	4540
总供应	30888	30970	30243	29860	29532	28357	28220
总需求	33743	33354	32701	32522	32593	32212	31496
供需平衡	-2855	-2384	-2458	-2662	-3061	-3855	-3276

资料来源：CRU，铜冠金源期货

2、需求结构变化，白银工业需求将受三大领域强力拉动

从需求侧来看，世界白银协会发布的最新报告指出，太阳能光伏、电动汽车及其基础设施、数据中心和人工智能共同构成了白银需求增长的三大支柱。

随着全球各国致力于可再生能源转型、太阳能装机容量不断扩大，光伏领域的用银量近年快速攀升，其占工业白银总需求的比例从 2014 年的 11%上升至 2024 年的 29%，已成为白银需求中最重要且增长最快的应用领域之一。受全球能源转型推动的装机扩张驱动，预计 2025 年将达到约 1.957 亿盎司，刷新历史高位。尽管技术进步已减少部分光伏电池的用银量，但国际能源署(IEA)预测，2030 年前新增太阳能装机容量将占全球可再生能源增长的 80%以上，全球太阳能装机容量年复合增长率将达到 17%，这将有力带动白银消费。

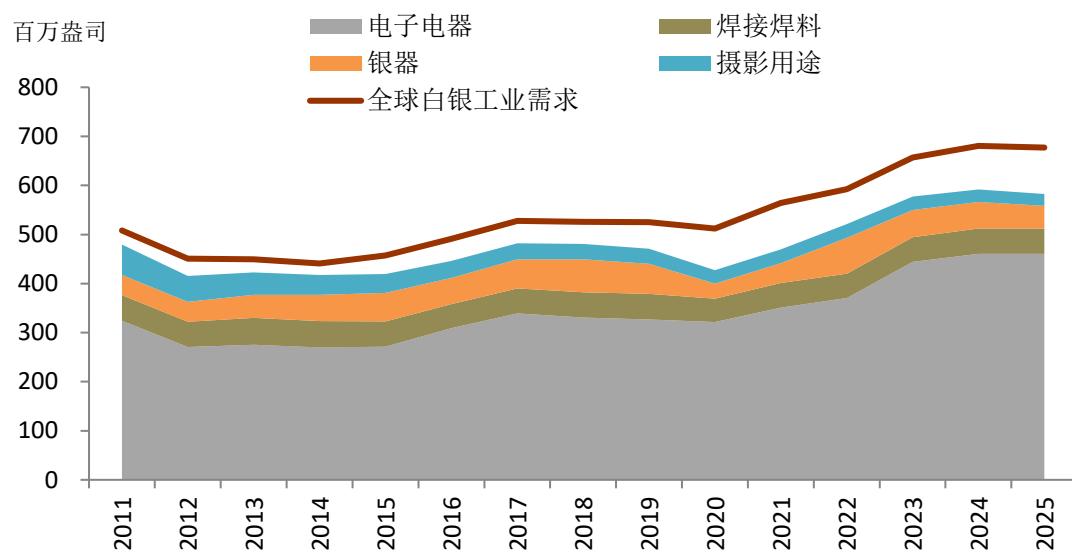
汽车行业的全球白银需求将在 2025-2031 年间以 3.4%的复合年增长率增长，到 2031 年达到约 9400 万盎司。汽车行业电气化的额外收益是对充电基础设施的需求。根据国际能源署数据，2024 年全球公共充电桩数量增长 33%，中国贡献了 21%。预计电动汽车采用率的上升将需要充足的充电基础设施，这将进一步推动白银需求。

数据中心为云计算服务运行、数据存储管理提供物理基础设施，且日益成为人工智能系统的动力支撑。全球数据中心数量自 2000 年以来增长了 11 倍，目前全球有超过 4600 个数据中心。更重要的是，全球数据中心 IT 功率容量从 2000 年的 0.93 吉瓦增长到 2025 年的近 50 吉瓦，增长了 53 倍。这种指数级增长意味着更多的服务器、交换机和冷却系统，

每个系统的核心组件都需要白银。2025 年，北美、西欧以及东亚和东南亚的数据中心占全球计算容量的 88%。美国单独就占超过 22.57 吉瓦的 IT 功率容量。牛津经济研究院预测，未来 10 年美国数据中心建设将增长 57%。

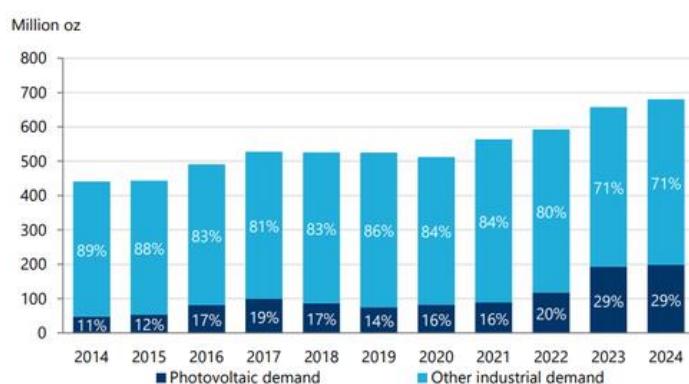
白银在电导率和热导率方面的卓越性能，正日益成为推动全球经济技术转型不可或缺的关键要素。随着各国加速推进数字化创新和清洁能源转型，数据中心规模呈现爆发式增长，白银将在多个高增长行业中继续扮演核心角色。

图表 27 全球白银工业需求变化

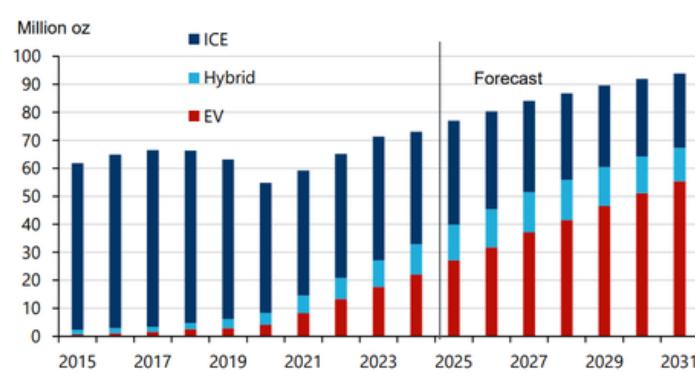


资料来源：Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

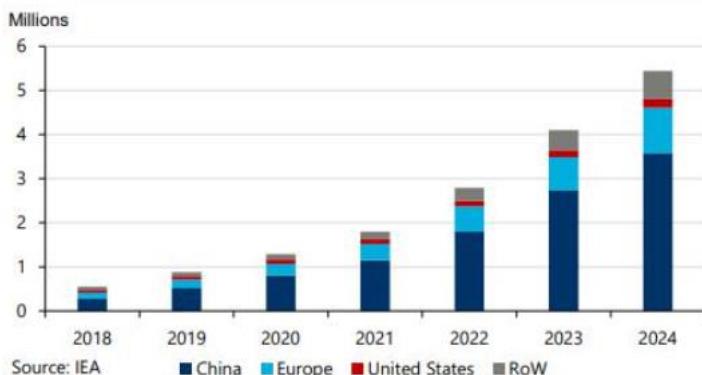
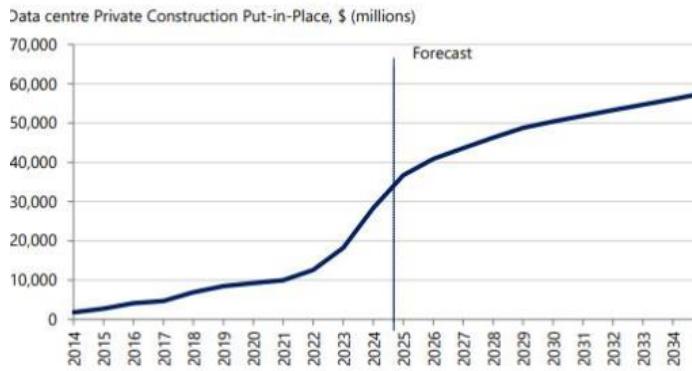
图表 28 光伏及其他工业领域的白银需求变化



图表 29 2025-2031 年汽车领域白银需求预测



资料来源：The Silver Institute, Oxford Economics, 铜冠金源期货

图表 30 全球公共充电桩数量变化

图表 31 2025–2034 年美国数据中心建设规模预测


资料来源：The Silver Institute, Oxford Economics, 铜冠金源期货

3、白银战略资源属性强化，未来关税风险和库存隐忧仍在

白银被列为关键矿物，战略资源属性强化

美国地质调查局（USGS）于 2025 年 8 月 26 日提议将白银等 6 种矿产纳入关键矿产清单，白银可能被加征高额关税的担忧导致大量伦敦库存被搬运往纽约，而使得 10 月份伦敦市场白银现货告急出现“挤仓”风险，促使银价大涨，10 月中旬，随着纽约、上海等地库存被紧急运往伦敦，部分缓解了伦敦白银现货紧张的格局。但这一库存的跨境搬运也导致了中国、纽约的白银库存迅速下降，11 月下旬中国两大交易所白银库存水平均降至近十年低点的背景下，市场对白银供应紧张的担忧再度发酵，导致“挤仓”风险卷土重来，驱动银价再创历史新高。

今年 4 月，特朗普政府启动 232 调查，以关键矿产清单作为依据。关键矿产筛选以供应中断对美国经济潜在影响和发生概率作为综合评估标准，2024 年美国白银对外依存度约为 64%，主要进口来源为墨西哥（占比 44%）和加拿大（17%）。据 USGS，墨西哥白银供应中断或是一类高影响的潜在风险情形。11 月 7 日，美国已正式将白银加入 2025 年关键矿产清单，这意味着白银战略资源属性强化，未来关税风险和库存隐忧或较黄金更为严峻。

显性库存金融化锁仓，可流通白银不足问题或更为严峻

库存端来看，2025 年上半年伦敦现货白银库存跌至历史新低，带动全球白银显性库存同步下行；与之形成鲜明对比的是，2025 年内白银 ETF 的实物持仓量出现大幅攀升。相较之下，目前白银市场面临的可流通库存不足问题或更为严峻，并已在 10 月触发了伦敦白银的“逼仓”风波，由于 LBMA 白银库存无法满足欧美白银 ETF 的大规模增持，10 月伦敦白银租赁利率刷新历史新高，COMEX-LBMA 白银价差异常倒挂，驱动白银库存流向伦敦；10 月 LBMA 白银库存增加 1668 吨，同期 COMEX 白银库存，以及国内上期所和黄金交易所的库存大幅下降。

LBMA 白银的低库存为挤仓行情的发酵创造了基础条件，而白银 ETF 持仓的稳步增长，本质上是对现货的“金融化锁仓”，这一过程市场可流通货源持续减少，推动现货与近月

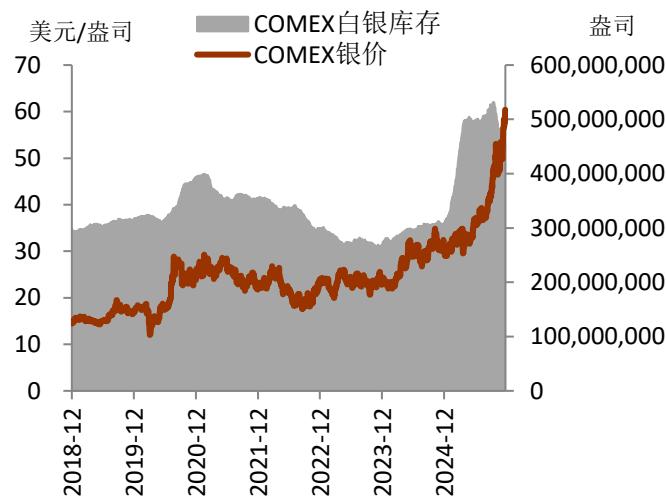
敬请参阅最后一页免责声明

18 / 22

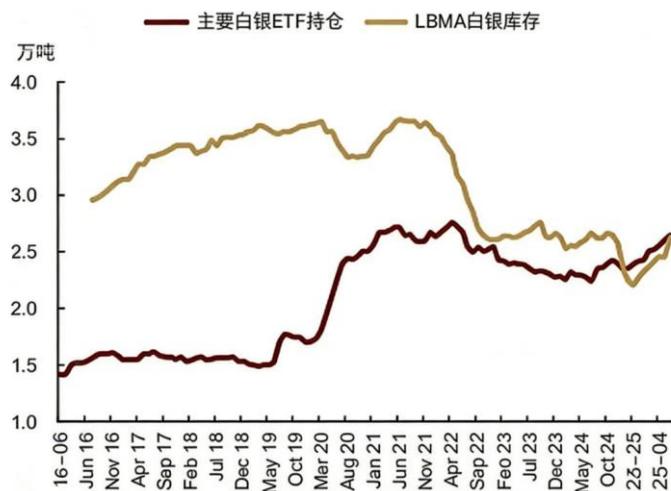
合约结构持续收紧，白银租赁利率大幅上行，最终导致现货白银供给趋于枯竭。于此同时，美联储降息预期兑现，叠加贵金属的避险溢价，多重因素共同构筑了本轮白银挤仓。

目前伦敦一个月期白银借贷利率已从10月10日的历史高位35%点回落至5%的水平，国内两大交易所的白银库存也有低位回升迹象，但伦敦可流通白银不足问题依然存在，COMEX12月白银申请交割量大增，白银现货局部紧张的状况并未有效缓解。

图表32 COMEX白银库存变化



图表33 LBMA白银库存变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表34 上海黄金交易所白银库存变化



图表35 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

4、价值洼地凸显，投资资金流入助推银价飙升

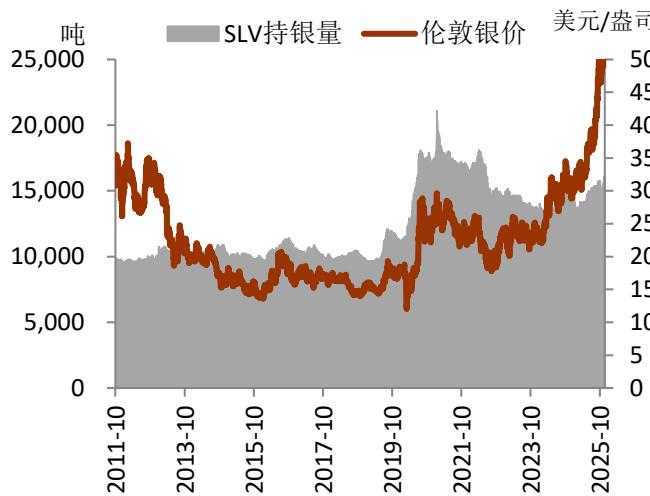
年初至今，白银价格涨幅反超黄金，居于大宗商品市场和全球主要大类资产之首。究其原因，主要是在去年至今年上半年黄金价格屡创新高之际白银涨幅明显滞后，今年4月金银比价高达104，白银无论是绝对价格还是相对价格都处于价值洼地，吸引投资资金流入也是重要因素之一。

2025年内白银ETF的持仓量出现大幅攀升。全球白银ETF整体持仓量已达2.57万吨。全球最大白银ETF-ishares的白银持仓量升至16083吨，为近三年多的高位。

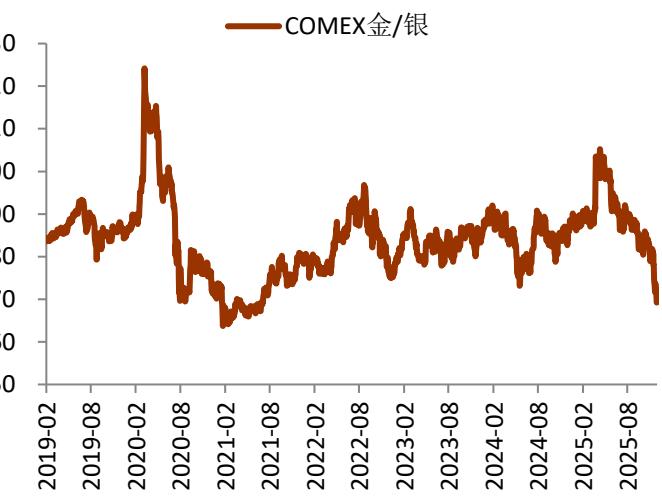
实物白银投资方面，2022年曾升至约3.383亿盎司的高点，成为当年市场供需短缺的核心因素；虽在2024年回落至2亿盎司以下，但进入2025年已显现环比回升的迹象。

白银的战略资源属性强化，资产配置价值提升，叠加投资资金涌入，白银的定价重心在由工业消费端向投资需求端转移。

图表36 全球最大的白银ETF-SLV持仓变化



图表37 COMEX金银比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、行情展望及操作策略

全球贸易格局重塑之下，美元信用受损，贵金属的避险属性和财富保值属性强化，货币属性正在回归，金银长期上涨的逻辑依然坚实。2026年美联储仍处于降息周期之中，美元指数趋弱将支撑贵金属的金融属性溢价，为金银提供持续的驱动。

白银在今年6月开启补涨行情，并屡创新高。目前白银被列入关键矿物，全球白银供给缺乏上调能力，而需求端有明显的增量，再加上可流通库存偏紧，白银将继续受益于“战略资源+金融属性+工业属性”三重驱动。在美国利率下行预期与流动性宽松的宏观背景下，资金可能倾向配置波动性更大的白银，预计2026年白银价格将在高波动中持续上行，会继续跑赢黄金。

预计2026年国际金价的主要波动区间在3800-5000美元/盎司，国际银价的主要波动区间在55-75美元/盎司，金银比回落至50-70的中枢水平。

风险因素：美国货币政策趋紧，央行开始抛售黄金

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055



上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 910、911 室

电话：025-57910823

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。