

国信期货贵金属专题报告

白银

白银强势突破，迭创新高

2025 年 9 月 23 日

● 主要结论

在历经两个月的震荡盘整后，白银市场于 9 月迎来突破性上涨，内外盘价格联动走强，双双创下多年新高。受美联储降息预期强化及避险情绪持续助推，纽约银价早前已成功突破 43 美元/盎司关口，并于 9 月 23 日盘中进一步攀升，最高触及 44.395 美元/盎司，刷新 2011 年以来高点，年内累计涨幅超 50%；内盘沪银同样延续强势，此前站稳万元大关后继续上攻，创出 10359 元/千克的历史新高，年内涨幅超过 35%，表明白银强势格局仍在延续。

本轮白银价格强势上涨，是宏观环境、供需紧平衡及金银比修复等多因素共振的结果。宏观方面，美联储降息预期持续升温，叠加中东等地缘局势紧张推升避险情绪，共同为白银提供上行动力。行业方面，光伏、新能源汽车及半导体等领域对白银的工业需求保持强劲，白银呈现供不应求格局。金银比方面，当前内盘金银比约为 82，外盘约为 85，显著高于过去 50 年与 20 年的历史均值（分别为 63 和 70），表明白银估值仍处相对低位，具备明显的比价修复空间。在投机资金流入与基本面支撑的共同作用下，白银展现出较黄金更强的弹性。

展望后市，宽松的货币政策预期与持续的地缘不确定性将继续为白银价格提供支撑，但需警惕两方面风险：一是价格快速拉升后投机资金获利了结可能引发高位震荡；二是若美国通胀数据再现粘性，可能促使市场重新定价降息节奏，从而抑制白银进一步上行动力。操作上建议把握回调机会分批布局，重点关注 40 美元/盎司附近支撑的有效性，上行目标可依次关注 45 美元/盎司及 48 美元/盎司附近阻力。需注意控制仓位，避免追高，密切关注宏观数据与资金动向对市场情绪的扰动。

国信期货交易咨询业务资格：
证监许可【2012】116 号
分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师助理：钱信池
从业资格号：F03143995
电话：021-55007766-305186
邮箱：15957@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

在历经两个月的震荡盘整后，白银市场于9月迎来突破性上涨，内外盘价格联动走强，双双创下多年新高。受美联储降息预期强化及避险情绪持续助推，纽约银价早前已成功突破43美元/盎司关口，并于9月23日盘中进一步攀升，最高触及44.395美元/盎司，刷新2011年以来高点，年内累计涨幅超50%；内盘沪银同样延续强势，此前站稳万元大关后继续上攻，创出10359元/千克的历史新高，年内涨幅超过35%，表明白银强势格局仍在延续。

本轮白银价格强势上涨，是宏观环境、供需紧平衡及金银比修复等多因素共振的结果。宏观方面，美联储降息预期持续升温，叠加中东等地缘局势紧张推升避险情绪，共同为白银提供上行动力。行业方面，光伏、新能源汽车及半导体等领域对白银的工业需求保持强劲，白银呈现供不应求格局。金银比方面，当前内盘金银比约为82，外盘约为85，显著高于过去50年与20年的历史均值（分别为63和70），表明白银估值仍处相对低位，具备明显的比价修复空间。在投机资金流入与基本面支撑的共同作用下，白银展现出较黄金更强的弹性。

图：COMEX 白银年初以来走势



数据来源：WIND 国信期货

图：沪银年初以来走势



数据来源：WIND 国信期货

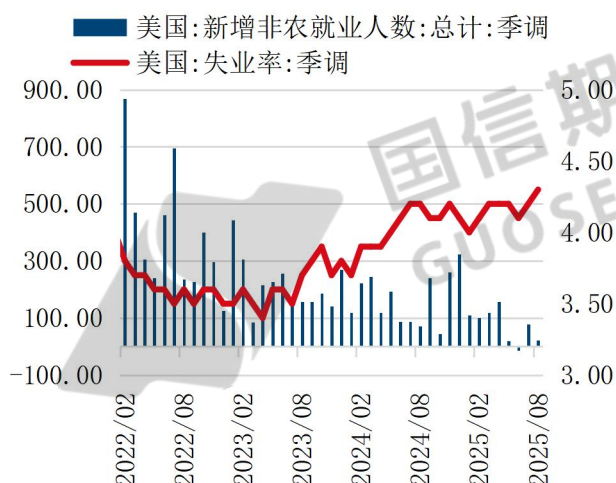
二、宏观政策预期强化，推动贵金属上涨

纵观近期公布的经济指标，8月非农就业人数仅增加2.2万人，远低于市场预期的7.5万人，失业率升至4.3%，创近四年新高。更令人警觉的是，非农就业数据遭遇自2000年以来最大幅度下修，过去一年累计下修91.1万人，平均每月少增近7.6万个岗位，休闲酒店、商业服务和零售业成为重灾区。这一系列数据不仅凸显出美国劳动力市场的显著疲软，也为美联储降息提供了最为直接的经济依据。

除了就业市场的明显放缓，通胀数据的表现同样支持货币政策的转向。美国8月CPI同比上涨2.9%，环比上升0.4%，核心CPI同比3.1%、环比0.3%，均基本符合预期。这些数据反映出通胀虽未进一步恶化，但仍具有一定的粘性，尚未回到美联储2%的目标水平。然而，PPI数据已陷入通缩区间，加上美国9月6日当周初请失业金人数激增至26.3万人，创近四年新高，进一步强化了市场对经济增长放缓的担忧。

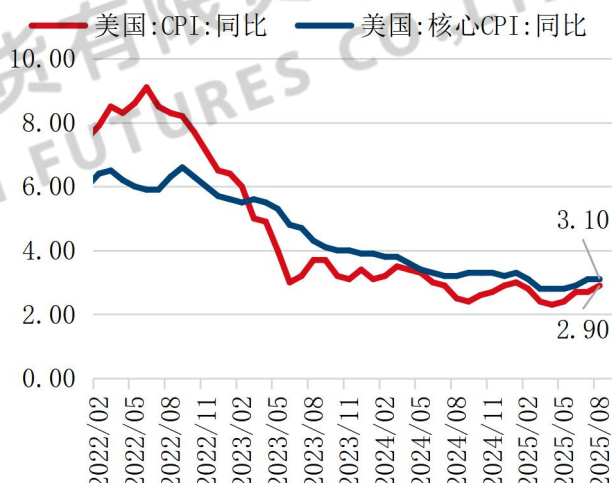
在这一背景下，市场对美联储延续降息的预期不断强化。9月议息会议如期降息25个基点，点阵图中值显示今年可能累计降息75个基点，明年将降息一次。截至9月22日，CME数据显示市场预期10月降息25个基点的概率高达91.9%，12月再降25个基点的概率为80.6%。货币政策宽松预期的持续强化，推动实际利率与美元承压，为白银在内的贵金属价格提供了坚实的上行基础。

图：美国8月非农就业人口远低于预期



数据来源：WIND 国信期货

图：美国CPI与核心CPI同比（%）



数据来源：WIND 国信期货

图：市场预计美联储今年再降息 2 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.9%	8.1%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.6%	18.4%	1.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.7%	53.1%	10.7%	0.6%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	44.6%	31.4%	5.5%	0.3%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.9%	25.3%	41.0%	24.4%	4.1%	0.2%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	17.2%	34.8%	31.1%	12.2%	1.8%	0.1%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.9%	7.1%	22.3%	33.7%	25.6%	9.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.3%	3.0%	12.4%	26.2%	30.9%	19.9%	6.4%	0.8%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.6%	4.2%	14.0%	26.8%	29.5%	18.3%	5.7%	0.7%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.2%	5.7%	16.0%	27.2%	27.8%	16.3%	5.0%	0.6%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.3%	1.8%	7.1%	17.5%	27.3%	26.2%	14.8%	4.4%	0.6%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.3%	1.8%	7.0%	17.4%	27.2%	26.3%	14.9%	4.5%	0.6%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.6%	6.5%	16.3%	26.1%	26.4%	16.1%	5.6%	1.0%	0.1%	0.0%
2027/6/9	0.2%	1.4%	5.8%	15.1%	24.9%	26.3%	17.4%	7.0%	1.6%	0.2%	0.0%
2027/7/28	0.1%	1.0%	4.3%	11.8%	21.4%	25.8%	20.6%	10.7%	3.5%	0.7%	0.1%
2027/9/15	0.1%	1.0%	4.3%	11.7%	21.3%	25.8%	20.6%	10.7%	3.6%	0.7%	0.1%
2027/10/27	0.1%	0.9%	4.0%	11.0%	20.5%	25.4%	21.1%	11.7%	4.2%	1.0%	0.1%

数据来源：CME FedWatch 国信期货

三、白银供需结构偏紧，工业需求支撑强劲

2025 年全球白银市场预计将呈现“总需求温和回落，但结构分化显著”的特征。尽管实物投资和银器等领域需求有所走弱，工业需求仍保持强劲，预计与 2024 年基本持平。在供应仅小幅增长的背景下，供需缺口持续存在，为白银价格提供中长期支撑。

回顾 2024 年，白银供应呈现温和增长。全球矿产银产量达 8.197 亿盎司，同比增长 0.9%，主要得益于墨西哥、澳大利亚等地矿山复产及铅锌矿伴生银增产，但智利等产区产量下滑形成抵消。回收银供应达 1.939 亿盎司，创 12 年新高，同比增长 6%，主要受银价上涨和生活成本提高带动回收意愿增强影响。

需求端结构分化显著，2024 年总需求同比下降 3%至 11.6 亿盎司。实物投资与银器需求回落，但工业需求创历史新高，成为核心支撑。电子电气领域持续走强，光伏、汽车电控、电网基础设施及 AI 相关应用显著拉动白银消费。尽管光伏技术进步推动单位银耗下降，但 N 型电池加速渗透（其银耗约为 P 型电池的 2 倍），叠加全球装机量维持高增长，共同支撑该领域白银需求保持强劲。

展望 2025 年，全球白银总供应预计增长 2%至 10.306 亿盎司，总需求微降 1%至 11.483 亿盎司，供应缺口达 1.176 亿盎司；若剔除交易所交易产品（ETP）影响因素，实物缺口将进一步扩大至 1.876 亿盎司。低库存环境下，持续的供需缺口削弱了市场对需求波动的缓冲能力，加剧价格波动弹性。

整体来看，白银本轮上涨具备扎实的基本面支撑，核心逻辑源于工业需求的持续强劲、供需紧平衡下的持续缺口以及低库存对价格波动的放大作用。在绿色能源转型与全球电子化进程持续推进的背景下，白银在中长期仍将保持较强的价格弹性与配置价值。

表：白银供需平衡表（单位：百万盎司）

Silver Supply and Demand											Year on Year	
Million ounces	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2024	2025F
Supply												
Mine Production	900.1	863.9	850.8	837.4	783.8	830.8	839.4	812.7	819.7	835.0	1%	2%
Recycling	156.3	160.2	162.3	163.8	180.5	190.7	193.5	183.5	193.9	193.2	6%	0%
Net Physical Disinvestment	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Hedging Supply	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	-9%	4%
Total Supply	1,057.4	1,025.1	1,014.3	1,016.2	974.0	1,023.1	1,034.6	997.8	1,015.1	1,030.6	2%	2%
Demand												
Industrial (total)	491.0	528.0	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	680.5	677.4	4%	0%
Electrical & Electronics	309.0	339.1	330.4	326.6	321.4	350.7	370.7	444.4	460.5	465.6	4%	1%
...of which photovoltaics	81.6	99.3	87.0	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.6	195.7	3%	-1%
Brazing Alloys & Solders	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.6	52.9	3%	3%
Other Industrial	132.9	138.0	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	158.9	4%	-6%
Photography	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	-7%	-5%
Jewelry	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	208.7	196.2	3%	-6%
Silverware	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	54.2	46.0	-2%	-15%
Net Physical Investment	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	338.3	244.3	190.9	204.4	-22%	7%
Net Hedging Demand	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	11.5	4.3	0.0	-62%	na
Total Demand	993.3	972.9	1,000.8	1,006.4	929.0	1,102.4	1,284.2	1,198.5	1,164.1	1,148.3	-3%	-1%
Market Balance	64.1	52.2	13.5	9.8	45.1	-79.3	-249.6	-200.6	-148.9	-117.6	-26%	-21%
Net Investment in ETPs	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.6	61.6	70.0	na	14%
Market Balance less ETPs	10.2	45.1	34.9	-73.5	-286.1	-144.3	-132.2	-163.0	-210.5	-187.6	29%	-11%
Nominal Silver Price (US \$/oz, London price)	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	-	21%	na
Source: Metals Focus												

数据来源：世界白银协会 Metal Focus 国信期货

四、金银比高位修复，白银补涨动能增强

从资产比价角度看，白银相较于黄金存在显著的估值优势。道琼斯市场数据公司显示，过去 50 年与 20 年的金银比均值分别为 63 和 70，而当前内外盘金银比分别约为 82 和 85，明显高于历史中枢水平，表明白银价格仍处于低估状态，补涨空间充足。

历史上，金银比高企通常出现在市场避险情绪浓厚、黄金率先上涨的阶段。随着乐观情绪扩散及工业属性发力，白银往往滞后跟涨，推动比价向合理区间回归。近期白银走势强劲，正是这一修复逻辑的体现——在降息预期与工业需求回暖的背景下，白银的金融属性与商品属性形成共振，吸引资金流入。

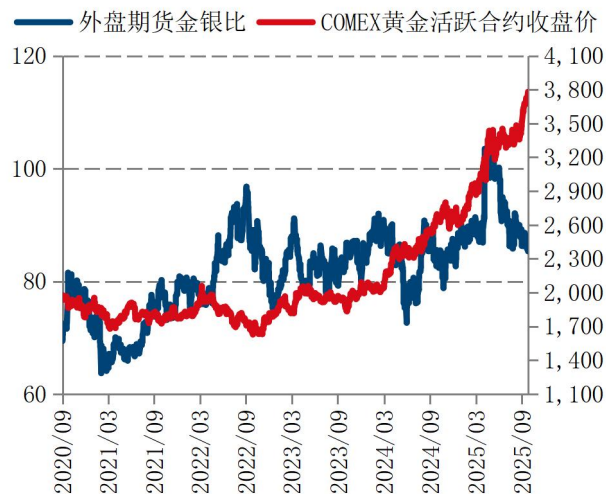
尤其在货币政策宽松周期中，白银通常具备较黄金更强的价格弹性。当前金银比仍处高位，表明白银估值重建进程尚未结束。若市场情绪持续改善、资金配置意愿增强，白银有望延续补涨势头，进一步向历史均值水平靠拢。

图：内盘金银比



数据来源：WIND 国信期货

图：外盘金银比



数据来源：WIND 国信期货

五、后市操作建议

本轮白银价格强势上涨，是宏观环境、供需紧平衡及金银比修复等多因素共振的结果。宏观方面，美联储降息预期持续升温，叠加中东等地缘局势紧张推升避险情绪，共同为白银提供上行动力。行业方面，光伏、新能源汽车及半导体等领域对白银的工业需求保持强劲，白银呈现供不应求格局。金银比方面，当前内盘金银比约为 82，外盘约为 85，显著高于过去 50 年与 20 年的历史均值（分别为 63 和 70），表明白银估值仍处相对低位，具备明显的比价修复空间。在投机资金流入与基本面支撑的共同作用下，白银展现出较黄金更强的弹性。

展望后市，宽松的货币政策预期与持续的地缘不确定性将继续为白银价格提供支撑，但需警惕两方面风险：一是价格快速拉升后投机资金获利了结可能引发高位震荡；二是若美国通胀数据再现粘性，可能促使市场重新定价降息节奏，从而抑制白银进一步上行动力。操作上建议把握回调机会分批布局，重点关注 40 美元/盎司附近支撑的有效性，上行目标可依次关注 45 美元/盎司及 48 美元/盎司附近阻力。需注意控制仓位，避免追高，密切关注宏观数据与资金动向对市场情绪的扰动。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

