



华鑫期货白银2月专题报告

2025年02月17日

引言： 特朗普在上台后不停的挥舞的“关税大棒”从而对整体工业金属价格走势带来了较大的变数，我们本次专题报告尝试从伦敦银——COMEX银来分析特朗普关税如何从现货端影响期货端白银价格走势。



库存方面，1月伦敦现货库大幅下行，2月Comex 交易所库存延续回升。1月LBMA白银库存库存为23528吨，Comex白银库存11754吨，周度环比上升451吨。

一、银的工业属性

白银具有良好的导电导热性能、良好的柔韧性、延展性和反射性等，因此白银作为高性能导电材料，被广泛应用在光伏、电子电气工业等，在多数工业中他的用途不可被替代，特别是需要高可靠性、更高精度和安全性的高技术行业。2014-2023年，白银工业需求连续增长，CAGR达到4.5%，尤其2021年和2023年增速达到10%以上。

在整个2024年中，全球的白银缺口缩小4%至1.82亿盎司，供应量增长了2%，而消费量增长1%。尽管实物投资减少16%，但创纪录的工业需求和首饰消费回升使得2024年银消费量增至12.1亿盎司。



司。在墨西哥、智利和美国产量增长推动下，全球矿山银供应量增长1%，而西方银器废料激增使得回收银增长5%。世界白银协会预测，2025年全球白银总供应量将上升3%，达到10.5亿盎司，创11年新高。银矿产量在2025年也将达到七年来的新高，上升2%至8.44亿盎司，预计多个市场的现有运营和新运营都会增加产量。同时，白银回收量预计将增长5%，自2012年以来首次突破2亿盎司。报告指“今年工业废料将成为增长的主要动力，特别是环氧乙烷催化剂的更换。电子、可再生能源和汽车行业对白银的需求不断增长，增强了其作为长期上涨的利好因素的地位。

Silver Supply and Demand

Silver Supply and Demand											Year on Year	
Million ounces	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2023	2024F
Supply												
Mine Production	896.8	899.8	863.6	850.6	837.2	783.4	829.0	836.7	830.5	823.5	-1%	-1%
Recycling	147.0	145.7	147.2	148.7	148.2	164.3	173.7	176.9	178.6	178.9	1%	0%
Net Hedging Supply	2.2	0.0	0.0	0.0	13.9	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Net Official Sector Sales	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	-6%	-9%
Total Supply	1,047.0	1,046.5	1,011.8	1,000.5	1,000.3	957.4	1,004.3	1,015.4	1,010.7	1,003.8	-0.5%	-1%
Demand												
Industrial (total)	457.1	489.5	526.4	524.2	523.5	509.7	561.3	588.3	654.4	710.9	11%	9%
Electrical & Electronics	272.3	308.9	339.7	331.0	327.3	322.0	351.2	371.3	445.1	485.6	20%	9%
...of which photovoltaics	59.6	81.6	99.3	87.0	74.9	82.8	88.9	118.1	193.5	232.0	64%	20%
Brazing Alloys & Solders	51.1	49.1	50.9	52.0	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.8	2%	3%
Other Industrial	133.7	131.5	135.8	141.2	143.8	140.2	159.6	167.8	159.0	173.5	-5%	9%
Photography	38.2	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.5	27.0	26.1	-2%	-3%
Jewelry	202.5	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182.0	234.5	203.1	211.3	-13%	4%
Silverware	58.3	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.2	58.8	-25%	7%
Net Physical Investment	309.3	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	337.1	243.1	212.0	-28%	-13%
Net Hedging Demand	0.0	12.0	1.1	7.4	0.0	0.0	3.5	17.9	12.2	0.0	-32%	na
Total Demand	1,065.4	991.8	971.3	999.2	1,004.4	926.8	1,099.6	1,278.9	1,195.0	1,219.1	-7%	2%
Market Balance												
Market Balance	-18.4	54.7	40.5	1.3	-4.1	30.6	-95.4	-263.5	-184.3	-215.3	-30%	17%
Net Investment in ETPs	-17.1	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-125.8	-42.1	50.0	-67%	na
Market Balance less ETPs	-1.3	0.8	33.3	22.7	-87.4	-300.5	-160.3	-137.7	-142.2	-265.3	3%	87%
Silver Price (US\$/oz, London price)	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	-	7%	na
Source: Metals Focus												

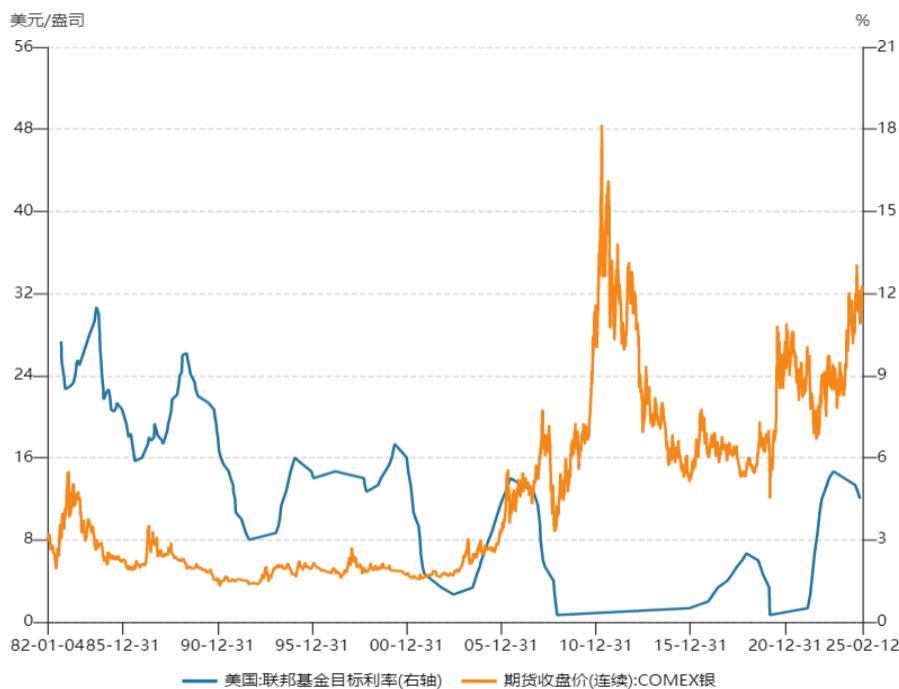
Source: Metals Focus

2024年的白银总需求大于总供给，且有继续扩大的趋势。

二、从降息周期看待白银价格走势

货币宽松周期通常对白银价格有利。自1981年以来，在7个宽松周期中，白银价格有6个上涨，宽松周期的平均涨幅为16.8%，而七次紧缩周期的平均涨幅为10.9%，其中三次价格下跌。

而上涨的动力因素中很大一部分归因于来自亚洲（特别是中国）的强劲工业需求



日期	政策	白银涨跌幅
Jul 81 - Feb 84	宽松	14.56
Feb 84 - Sep 84	收紧	-25.03
Sep 84 - Aug 87	宽松	5.61
Aug 87 - Jun 89	收紧	-31.18
Jun 89 - Jan 94	宽松	-4.92
Jan 94 - Jun 95	收紧	0.6
Jun 95 - Jun 99	宽松	0.6
Jun 99 - Dec 00	收紧	-9.47
Dec 00 - Jun 04	宽松	33.33
Jun 04 - Sep 07	收紧	104.58
Sep 07 - Dec 15	宽松	11.1
Dec 15 - Jul 19	收紧	17.81
Aug 19 - Mar 22	宽松	57.45
Mar 22 - Sep 24	收紧	18.83

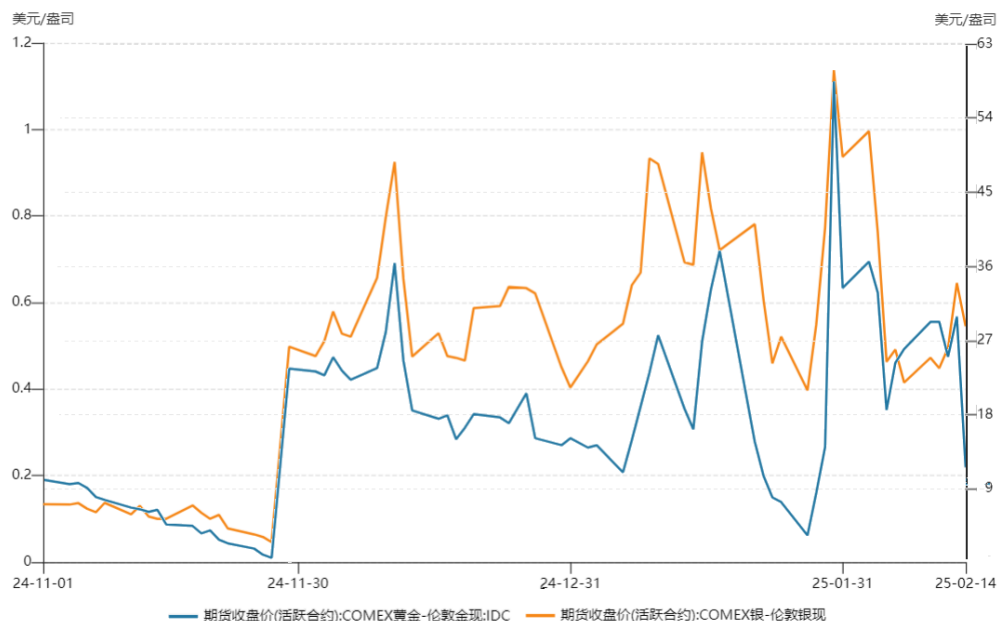
数据来源: WIND 华鑫期货研究所

三、贸易战——挤仓风险进一步带动白银价格上行

自12月以来,美国对贵金属征收进口关税的威胁继续促使大量黄金白银流入纽约仓库以逃避未来可能发生的关税,伦敦黄金一个月的租赁年利率升至4.5%,与此同时,伦敦白银一个月的借贷成本也增加至6.5%。上述活动进一步导致交易商在芝加哥商品交易所(CME)平仓空头头寸,进一步推动了实物白银的需求,并导致实物白银的溢价大幅上升。



Source: WisdomTree, Bloomberg. January 2010 to January 2025. **Historical performance is not an indication of future performance and any investments may go down in value.**



如图，纽约银-伦敦银的价差显著大于纽约金-伦敦金的价差。且伦敦银的近月白银期货价格低于现货价格，期现价格差距为历史最高，甚至超过了疫情时期。随着特朗普政府的贸易政策进一步产生影响。伦敦和纽约市场的白银现货库存动态以及政策动向都会放大价格波动的不确定性。

四、后市展望

什么时候工业属性带动的白银更有相对优势？我们观测满足“白银价格上涨+金银比回落”两个条件的时间节点：2004H1金银同涨，但白银和铜等工业金属涨幅更大，金银比回落；2010年8月-2011年5月，白银大幅上涨，金银比回落；2020年3月-8月白银快速补涨，金银比从历史高位回落。以上三个时间段的金银比回落都对应着工业属性带动的银价走出相对优势。另外，时间点内对应的全球制造业 PMI 指数均表现为繁荣或者制造业 PMI 大幅改善。但目前的交易逻辑显然不是制造业繁荣，美国经济面乐观情绪随着多项经济数据低于预期因此有所松动。更多的白银价格上升来源于类似铜的逼空局面。由于现货市场供应紧张，而 Comex 的白银又供应有限，或许对于外盘价格有所提振。

内盘方面，DeepSeek 带来的技术革新或将持续发酵，计算机，人工智能都需要大量的工业银作为芯片原料。或将进一步助长白银价格的上行。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

侯梦倩

期货从业资格：F3070960

投资咨询资格：Z0017338

邮箱：houmq@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市黄浦区福州路666号21、22楼

邮编：200001

电话：400-186-8822

华鑫期货



华鑫期评

