

# 白银：挤仓的前世今生及当下关注点探讨

## 研究院 新能源&有色组

### 研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号：F3080232

投资咨询号：Z0016047

### 师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号：F3046665

投资咨询号：Z0014806

### 封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号：F03036024

投资咨询号：Z0014660

### 联系人

蔺一杭

☎ 021-60827969

✉ linyihang@htfc.com

从业资格号：F03149704

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 报告摘要

**历史复盘：**白银因市场容量小（约为黄金 15.6%）、供给刚性（70%为伴生矿）及高杠杆特性，历史上多次发生挤仓。1980 年亨特兄弟通过囤积全球 50%以上可交易白银库存，将价格从 1.5 美元推升至 50 美元，终因 CME 出台"白银 7 号规则"及美联储暴力加息而崩盘；2011 年则因量化宽松与欧债危机触发投机热潮，SLV 持仓占全球供应 40%，CME 连续五次提保后泡沫破裂。

**2025 年行情：**特朗普关税政策扰动下，白银定价从工业属性转向金融属性，叠加 LBMA 库存降至历史低位且 80%被 ETF 锁定，形成"现货金融化锁仓"格局，推动价格年内涨超 110%。

**当前情分析：**国内工业品下游负反馈拖累白银弱于黄金，但结构性挤仓隐患仍存——上期所可交割仓单不足千吨，LBMA 自由流通库存低于五千吨，1 月期租赁利率维持 8%-12%高位，上金所递延费"空付多"占比超 60%，显示现货买盘持续升温。若低库存高持仓结构延续至交割月，挤仓风险或由"慢燃"再度激化。

## 展望

长期金银比价或朝着 40 倍以下（接近历史极端水平）运行

短期受到工业品拖累，白银单边追涨需要谨慎

## 风险

美联储降息预期被打乱

流动性潜在风险

# 目录

报告摘要 ..... 1

一、白银挤仓：多空博弈的极致体现..... 4

1.1 白银特性决定其“易被挤仓”属性..... 4

1.2 白银上游供给刚性：副产品定位限制供给 ..... 5

二：1980 年代亨特兄弟白银挤仓 ..... 5

三：2011 年白银价格过山车：投机情绪驱动 “类挤仓” 行情..... 6

2025 年：白银定价转向金融属性 触发挤仓行情 ..... 10

新年来白银表现分析及观察因素探讨 ..... 13

国内工业品下游负反馈拖累白银弱于黄金 ..... 13

情况 1：LBMA 库存大多被 ETF 锁定 ..... 16

情况 2：白银租赁利率暂时有所回落 ..... 17

情况 3：国内上金所递延费空付多占比明显抬升..... 18

# 图表

图 1: 多挤空机制示意图 ..... 4

图 2: 1978-1982 年银价变化 美元/盎司 ..... 6

图 3: 2006 年-2012 年 SLV 白银 ETF 实物持仓量 吨 ..... 7

图 4: COMEX:占期货和期权总持仓比重:总持仓空头前 4 名:银 %..... 8

图 5: COMEX:期货和期权持仓数量:报告头寸空头总持仓:银 张 ..... 8

图 6: COMEX:期货和期权持仓数量:报告头寸空头总持仓:银 张 ..... 9

**图 7: 特朗普关税政策与银价** ..... 10

图 8:长周期黄金白银走势对比 ..... 11

图 9:长周期黄金铜走势对比 ..... 11

图 10:白银供需平衡表 | 百万盎司 ..... 12

图 11: 全球白银显性库存 | 吨..... 13

图 12: 白银 ETF 实物持仓量 | 吨 ..... 13

图 13:全球白银显性库存与 ETF 实物持仓量差值 | 吨 ..... 13

图 14: 铜杆月度开工率 | 单位： %..... 14

图 15: 精铜杆周度开工率 | 单位： %..... 14

图 16: 铝型材龙头企业周度开工率 | 单位： % ..... 14

图 17: 镀锌企业周度开工率 | 单位： %..... 14

图 18: 铜国内社会库存 | 单位： 万吨 ..... 14

图 19: 铝国内社会库存 | 单位： 万吨 ..... 14

图 20: 锌三地社会库存 | 单位： 万吨 ..... 15

图 21: 锡国内社会库存 | 单位： 吨 ..... 15

图 22: 国内金银比价 | 单位： 倍 ..... 15

图 23: COMEX 金银比价 | 单位： 倍 ..... 15

图 24: 白银与原油及铜移动相关性对比 | 单位： % ..... 16

图 25: 国内金银比价 | 单位： 倍 ..... 17

图 26: COMEX 金银比价   单位: 倍 .....	17
图 27: 一月期白银租赁利率   单位: % .....	18
图 28: 上海黄金交易所白银递延费支付方向空付多月度占比   单位: % .....	19

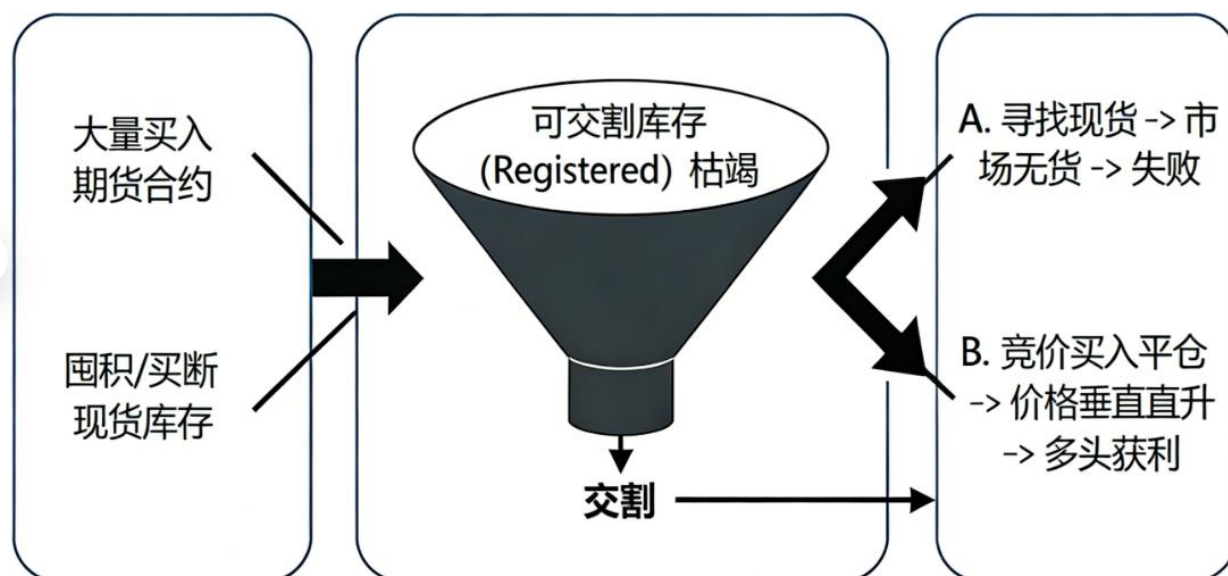
# 一、白银挤仓：多空博弈的极致体现

## 1.1 白银特性决定其“易被挤仓”属性

挤仓并非简单的价格上涨，而是一场针对流动性的围猎。它本质上是利用期货合约必须在特定时间进行实物交割（或现金结算）的刚性规则，制造出的供需极端失衡。

从机制上看，白银的挤仓主要以多挤空的形式为主。一般是多头（通常是资金雄厚的财团）在期货市场上建立巨额买单，同时在现货市场上囤积可交割的实物。当合约临近交割日，空头发现市场上没有足够的现货买来交割，为了避免违约，只能以不计成本的高价向多头平仓。

图 1: 多挤空机制示意图



数据来源：华泰期货研究院

白银作为被多次挤仓的品种，其市场容量、上游供给与下游需求刚性共同组成了“易挤仓”的标签。从市场容量（存量）上看，即便在经历了 2025 年的史诗级行情之后，白银作为贵金属与黄金对比仍有明显的市值差距，根据 companiesmarketcap 的统计数据，目前全球黄金的市值规模约 33.3 万亿美元，而白银约为 5.2 万亿美元；尽管在 2025 年白银价格涨超 110%，但其市场容量仍仅有黄金的 15.6%。若以增量视角来看，根据世界白银协会数据，2025 年全年世界白银供给量（矿产+回收）为 10.17 亿盎司（约合 31650 吨），按照 90 美元/盎司价格计算，全球年产白银价值约 900-1000 亿美元，以较少的

资金配合高杠杆，就足以买下全球一整年的白银产量，或者控制交易所的大部分库存；叠加其较好的流行性以及价值共识，对比黄金白银明显更容易走出挤仓行情。

## 1.2 白银上游供给刚性：副产品定位限制供给

白银市场具备一个较为关键的结构特征——即其高度依赖伴生矿开采所导致的供给端缺乏弹性。全球大部分白银供给并非源自独立银矿，而是作为铜、铅、锌及金矿开采过程中的副产品产出。这种特殊的产业供给结构决定了白银的产出逻辑严格从属于基本金属的开采周期：对于主营铜或锌的大型矿企而言，白银仅贡献了较低比例的边际营收。因此，即便白银价格在短期内出现大幅溢价，矿企亦不会为了获取这部分次要收益而违背主矿种的产能规划。这种供给端的刚性约束意味着，一旦市场遭遇挤仓，传统的价格调节机制将失效，供应端无法在短期内释放增量以平抑缺口，从而导致价格在资金博弈下出现脱离基本面的非线性剧烈攀升。

当前，全球白银边际增长格局呈现“原生增量受限 + 伴生放量 + 区域扰动”。主力原生端 Fresnillo 25H1 白银同比下滑（San Julián DOB 关停、Silverstream 退出、老矿品位递减与安全事故）但仍坚持全年指引；KGHM 作为最大伴生银来源之一，上半年小幅下降，核心约束在进料与矿石处理量，后续增量主要寄望 Sierra Gorda 扩建；Southern Copper 借 Buenavista 新锌选厂爬坡与冶炼回收效率提升，实现伴生银双位数增长；Glencore 总体持平，但 Collahuasi 因水资源与采矿序列下滑被 Antamina（高锌段）、Kazzinc、Kidd 反向对冲。整体看：1) 采矿端阶段性进入低银/低品位区；2) 安全事件与项目爬坡节奏；3) 伴生属性放大了铜锌行业资本开支周期对白银增量的制约。总结看，短期供给弹性较弱，价格对需求与金融变量更加放大。

## 二：1980 年代亨特兄弟白银挤仓

1980 年代爆发的亨特兄弟（Hunt Brothers）白银操纵案，是现代金融史上最为典型的利用资金优势与现货囤积进行的挤仓的案例，其核心逻辑建立在对布雷顿森林体系解体后美元信用危机及 70 年代末美国滞胀环境的押注之上。Nelson、Lamar 和 William Hunt 三兄弟为了对冲通胀和美元贬值，囤积了超过 2 亿盎司的白银，价值逾 45 亿美元；这一持仓规模占据了当时全球可交易白银库存的 50% 以上，且超过同期 COMEX（纽约商品交易所）和 CBOT（芝加哥期货交易所）的注册仓单总和，形成了对市场流动性的垄断，推动白银价格从 1973 年的 1.50 美元飙升至 1980 年初的近 50 美元。

这种对现货流动的封锁导致了经典的“挤空”格局，迫使空头因无法获得足额实物进行交

割而面临违约风险，进而推动银价涨超了 50 美元/盎司的历史极值，较银价上涨启动初期涨幅约 2500%，金银比价亦被极度扭曲至 1:20 以下。最终为这列脱轨的白银市场列车踩下急刹车的，是监管机构的重拳干预。1980 年 1 月，芝加哥商业交易所（CME）推出“白银 7 号规则”（Silver Rule 7），对白银期货的保证金交易实施严格管控，同时限制合约持仓规模。该规则要求交易者需缴纳近乎 100% 的现金保证金以维持头寸，取缔了期货交易的杠杆机制。同期，美联储主席保罗·沃尔克将利率大幅上调至 20%，进一步推高了市场借贷成本。在保证金追缴通知密集下达、资金链彻底断裂的双重重压下，亨特兄弟不得不被迫平仓清算，最终蒙受超 10 亿美元的巨额损失并宣告破产。受此影响，白银价格也从 50 美元的高位断崖式下跌，到 3 月底已跌至 10 美元水平。此次挤仓引发了美国银行业及经纪商体系的剧烈震荡，迫使美联储介入协调救助，从而确立了监管层对大宗商品市场操纵行为进行管控的历史转折点。

图 2：1978-1982 年银价变化 美元/盎司



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 三：2011 年白银价格过山车：投机情绪驱动“类挤仓”行情

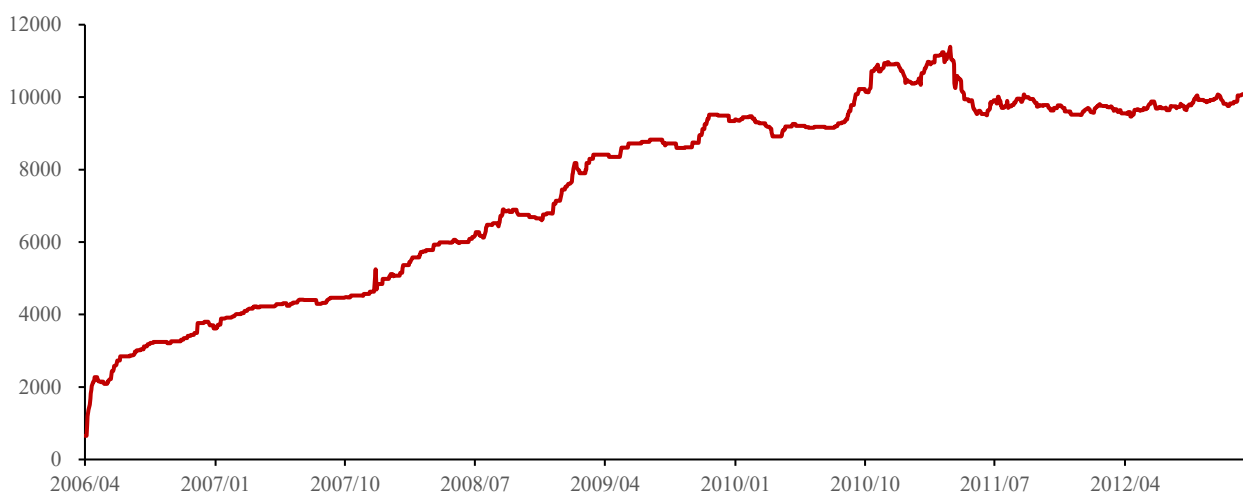
2011 年的白银市场，上演了一场由全球流动性宽松、投机情绪与监管精准降温共同导演的“过山车”行情。这场行情并非传统意义上由单一机构垄断现货与期货的蓄意挤仓，而是小部分市场参与者借助高杠杆、ETF 工具形成的分散化投机热潮，最终因监管收紧杠杆而引发崩盘式回调，呈现出典型的“类挤仓”特征——即投机资金短期集中涌入推高价格，却因缺乏现货垄断能力，无法维持价格高位，最终导致白银价格急速下跌。

回归。

行情的爆发源于多重宏观与市场因素的共振。2008 年金融危机后，美联储推出量化宽松政策，贵金属成为全球资金对抗通胀、规避风险的核心标的。与此同时，2010 年希腊债务危机蔓延至爱尔兰、葡萄牙等国，“欧元崩溃论”盛行，避险情绪进一步升温。与黄金相比，白银兼具贵金属金融属性与工业属性（光伏、电子、珠宝加工等领域需求稳定），且市场规模更小、流动性更强、投机空间更大，成为杠杆资金的首选标的。

资金的狂热涌入构建了价格上涨的正反馈机制。此阶段，白银 ETF 的普及显著降低了投资门槛，以 iShares Silver Trust (SLV) 为代表的产品成为散户与中小资金参与白银市场的核心渠道。截至 2011 年 4 月，SLV 持仓量攀升至接近 1.14 万吨的历史峰值，对应当年全球白银总供应量（10.4 亿盎司）的近 40%，直观反映资金涌入规模。

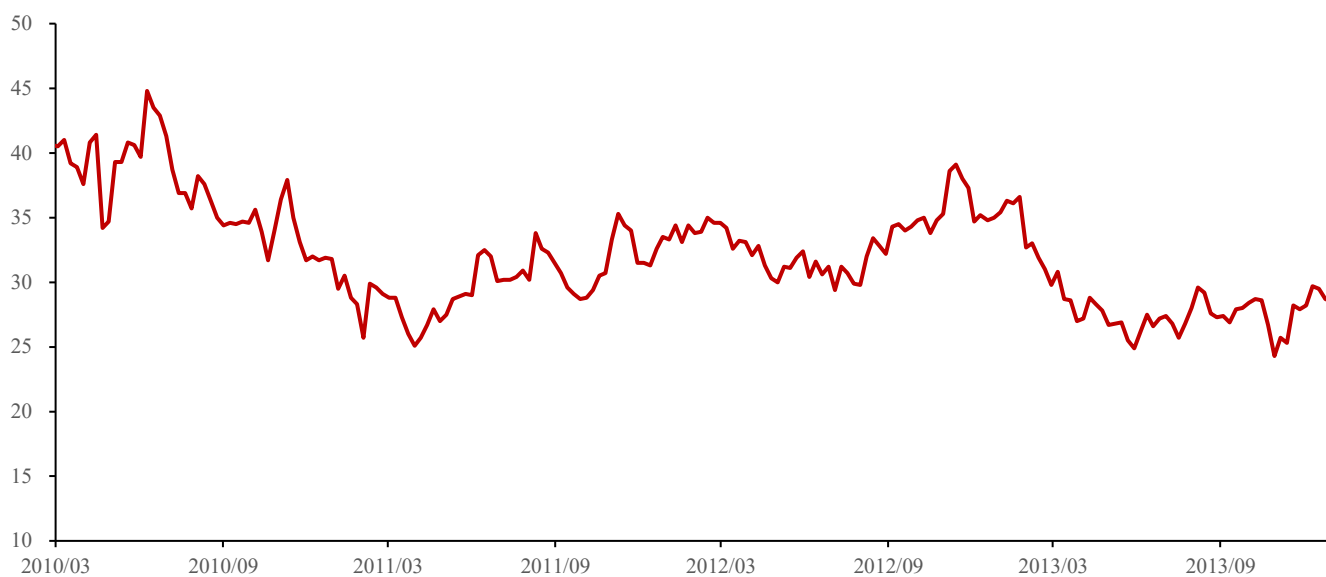
图 3：2006 年-2012 年 SLV 白银 ETF 实物持仓量 吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

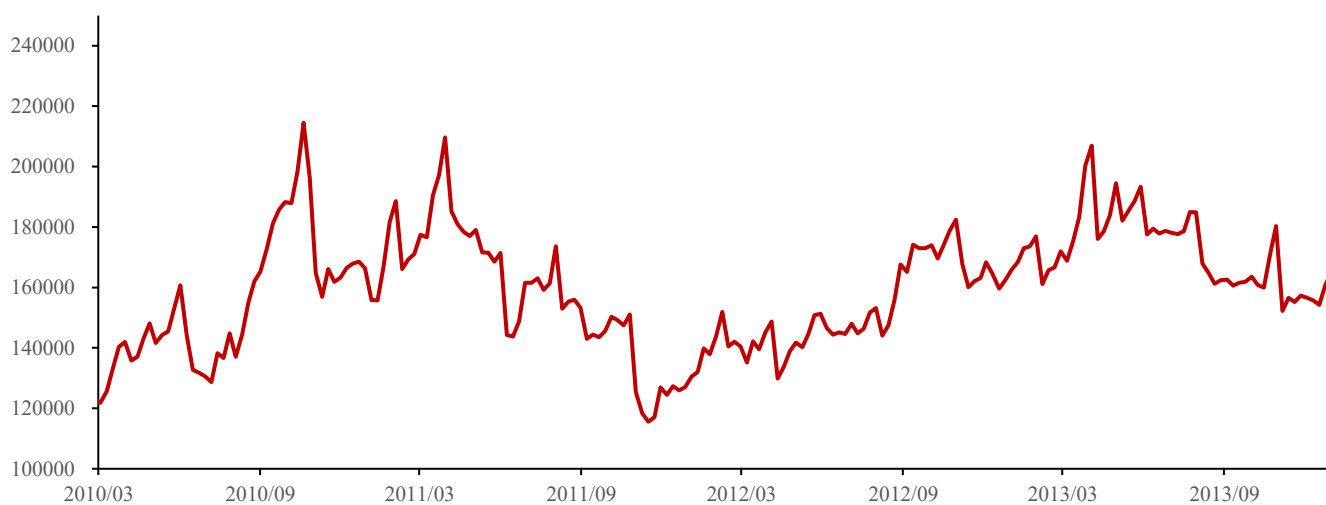
多空力量的极端分歧进一步放大了价格波动性。据美国商品期货交易委员会（CFTC）持仓报告显示，截至 2011 年 3 月，摩根大通等机构在 COMEX 市场仍持有大量的白银空头头寸，占同期市场空头总持仓的较高比例，市场对机构大额空头头寸的合理性存在广泛质疑，反而刺激散户与中小基金抱团做多，试图通过集中买入挤压机构空头头寸。

图 4：COMEX：占期货和期权总持仓比重：总持仓空头前 4 名：银 %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：COMEX：期货和期权持仓数量：报告头寸空头总持仓：银 张

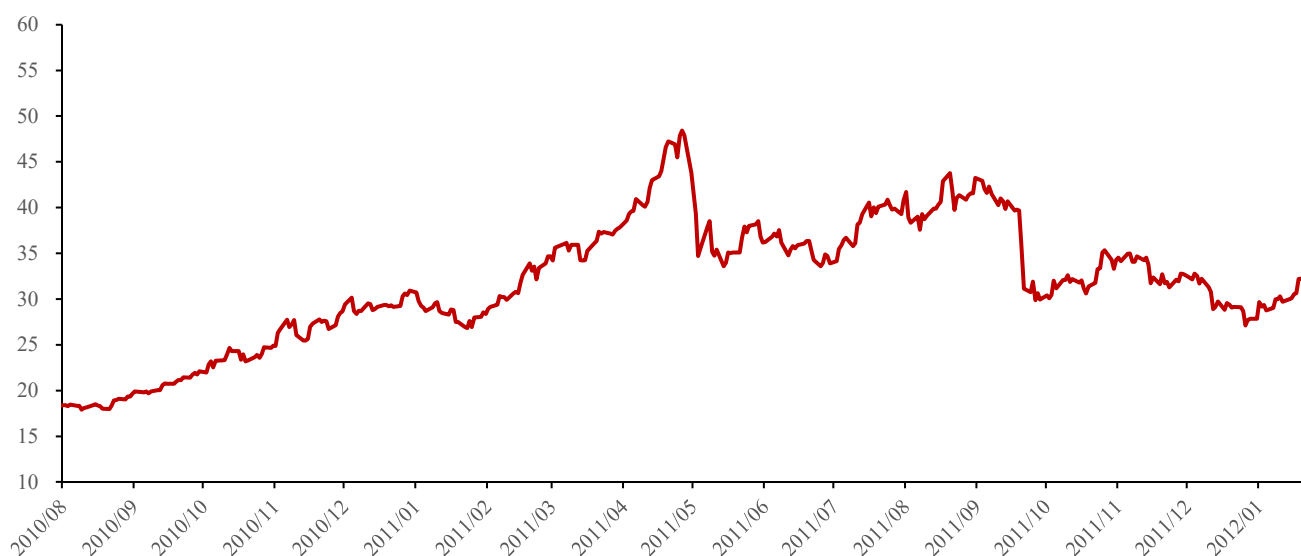


数据来源：Wind 华泰期货研究院

在资金推动与多空博弈下，白银价格从 2008 年金融危机后的 8.5 美元/盎司低位启动，历经近三年持续上行，于 2011 年 4 月 25 日触及 49.81 美元/盎司的阶段高点，距 1980 年亨特兄弟事件创下的 50.35 美元/盎司历史峰值仅一步之遥，期间累计涨幅达 486%。



图 6：COMEX:期货和期权持仓数量:报告头寸空头总持仓:银 张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

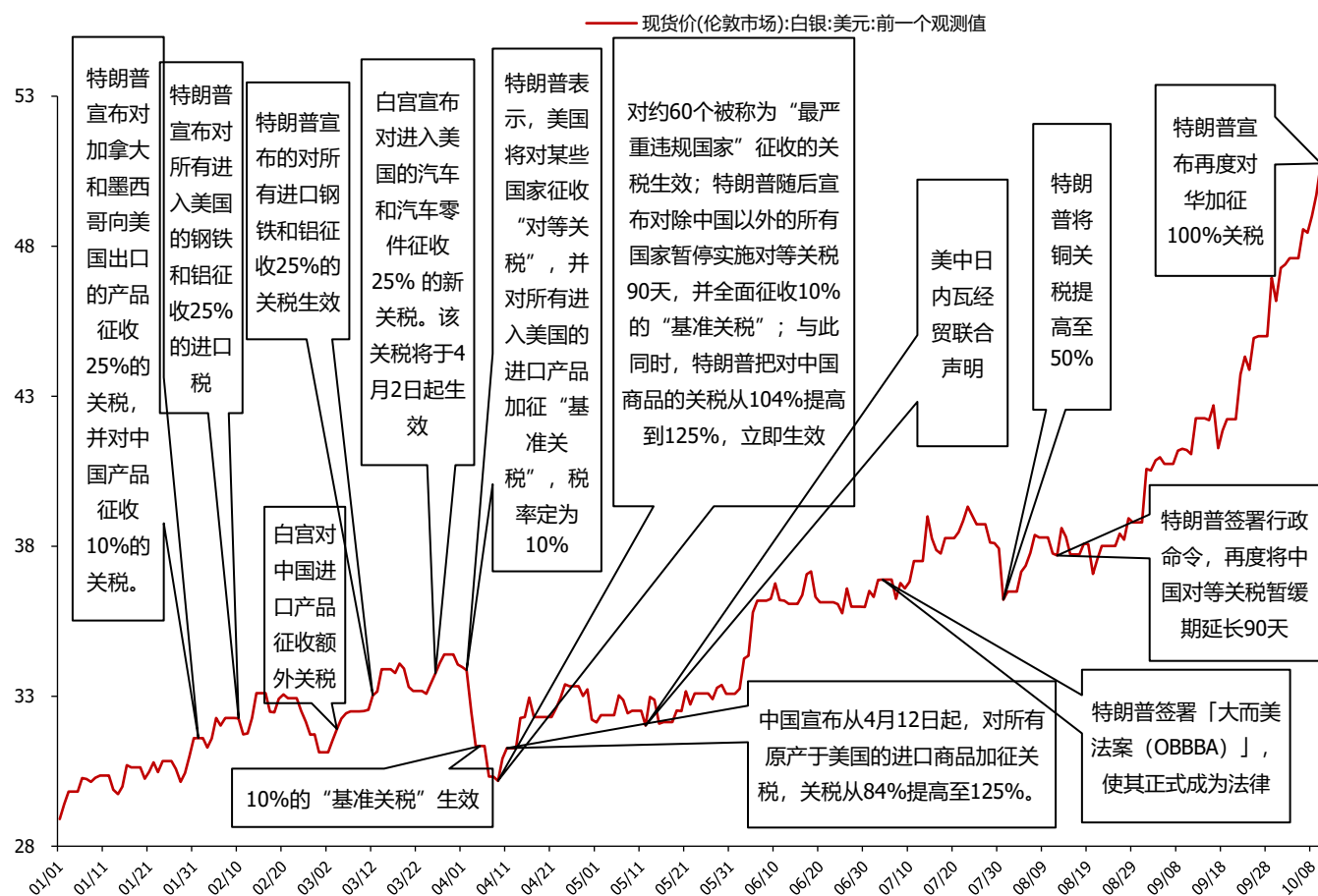
行情反转的导火索源于芝商所（CME）对杠杆风险的密集管控。面对白银价格的非理性飙升与市场高杠杆状态（散户及中小基金普遍使用 10-20 倍杠杆参与交易），CME 于 2011 年 4 月底至 5 月中旬启动罕见的“五连提保”措施，在 15 个交易日内连续五次上调白银期货（5000 盎司基准合约）交易保证金。其中，开仓保证金从初始的 8700 美元/合约逐步攀升至 21600 美元/合约，累计增幅达 84%；维持保证金从 9500 美元/合约上调至 16000 美元/合约，增幅接近 70%。这一举措直接抽离市场激进杠杆资金，触发连锁反应：高杠杆投资者因账户权益不足收到保证金追缴通知，无力补足资金的头寸被强制平仓，大规模平仓行为引发“多杀多”格局，推动白银价格加速跳水。

需明确的是，本次行情与 1980 年亨特兄弟挤仓存在本质差异：亨特兄弟试图实现对交割品的垄断，而 2011 年的做多力量分散于散户与中小基金，缺乏现货掌控能力；市场供给充足，短期投机资金无法形成垄断。监管定性层面，本次行情未被 CFTC 认定为市场操纵，本质是过度投机催生的价格泡沫。后续，随着美联储逐步退出量化宽松、美元走强，白银价格陷入长期下行通道，2011 年至 2015 年持续回落，最低跌至 15 美元/盎司以下。CME 的提保操作从合规角度有效遏制了系统性风险，为大宗商品期货市场杠杆管控提供了重要参考。此次行情充分印证：缺乏基本面支撑的投机泡沫难以持续，而白银市场“小市值、高弹性”的特性，使其始终成为投机资金的聚集地与风险放大器。

## 2025 年：白银定价转向金融属性 触发挤仓行情

我们尝试复盘了 2025 年内特朗普关税扰动与银价之间的关系，发现在经历过 4 月由于“对等关税”美元流动性短缺所引发的大跌之后，银价上行节奏与美关税政策冲击大体上保持一致。虽然白银在其定价框架中工业用银占绝了较高权重，但其金融属性或通货属性仍促使银价在 2025 年内外部环境变化时维持较强走势。

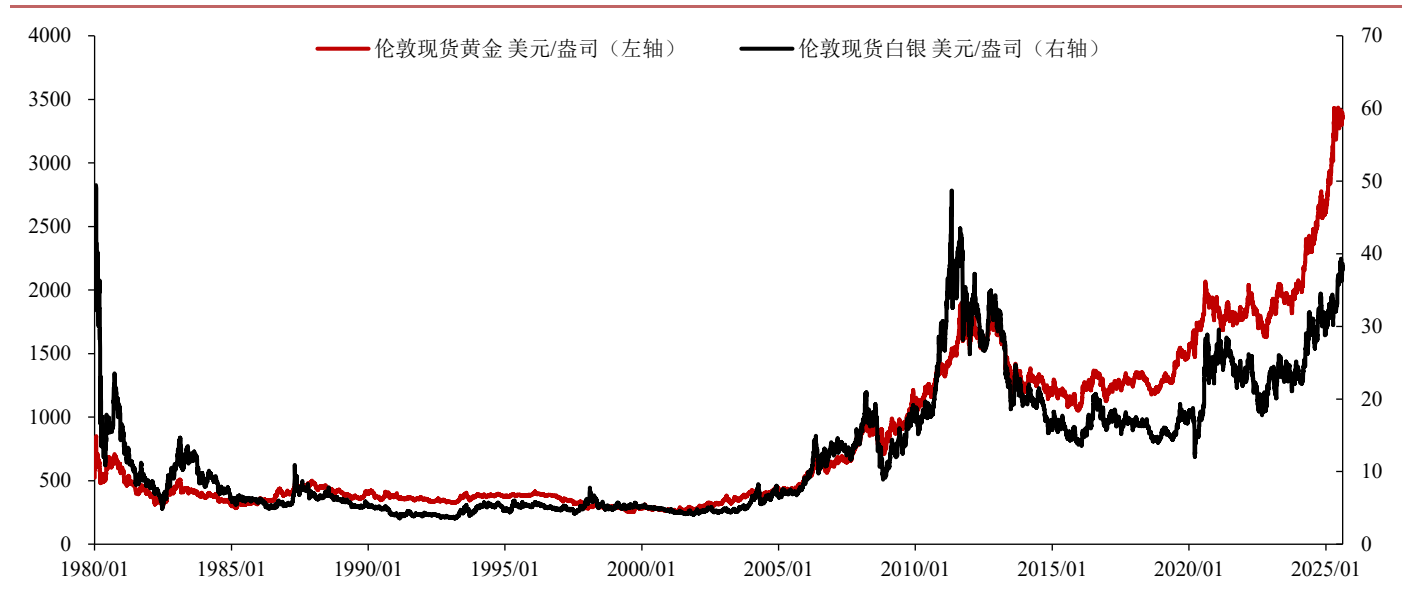
图 7: 特朗普关税政策与银价



数据来源: Wind 华泰期货研究院

若拉长周期看，白银在较长时间维度中价格表现与黄金的路径更为相似；同时波动往往比黄金更为剧烈，作为贵金属投机属性显著强于黄金。对比来看，白银与铜在较长时间周期中的价格表现相关性明显弱于白银与黄金的价格表现相关性；长周期看白银定价体系，其金融属性所占权重或大于工业属性，这也部分解释了年内黄金白银的共振上涨。

图 8:长周期黄金白银走势对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9:长周期黄金铜走势对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

产业链角度看，全球白银下游需求大致可以分为工业用银需求、投资需求、摄影、珠宝、银器几大类，而过去十年白银市场经历了从过剩到持续短缺的根本性转变。供给端矿产

银产量并未跟随银价中枢上行，而回收银保持韧性（稳定在 160-193 百万盎司区间），整体在 10 年间并未出现明显增量。需求端看，光伏用银量大幅增长，预期 2025 年达 195.7 百万盎司创历史峰值，主要源于能源转型背景下的全球光伏装机量增长。此外，实物白银投资需求在 2022 年达 338.3 百万盎司峰值，为当年白银平衡短缺的主要驱动；2024 年后虽回落至 200 百万盎司以下，但进入 2025 年有呈现环比增长势头，同时光伏用银未见明显增量，可能暗示了短期白银定价体系从工业需求转向投资需求。

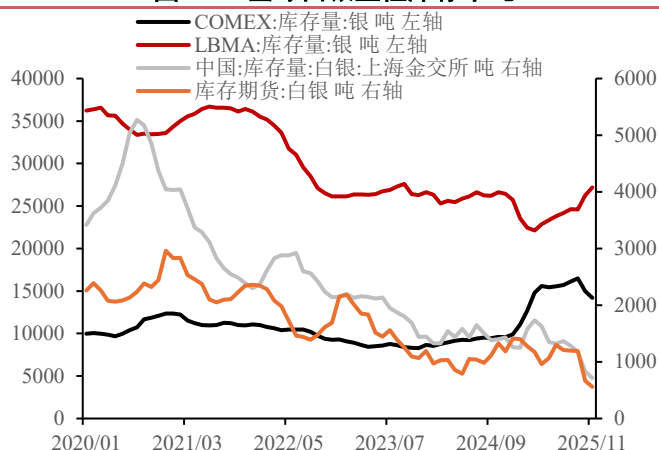
图 10: 白银供需平衡表 | 百万盎司

Silver Supply and Demand											Year on Year	
Million ounces	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2024	2025F
<b>Supply</b>												
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%
<b>Total Supply</b>	<b>1,057.4</b>	<b>1,025.1</b>	<b>1,014.3</b>	<b>1,016.2</b>	<b>974.0</b>	<b>1,023.1</b>	<b>1,034.6</b>	<b>997.8</b>	<b>1,015.1</b>	<b>1,030.6</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
<b>Demand</b>												
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
<b>Total Demand</b>	<b>993.3</b>	<b>972.9</b>	<b>1,000.8</b>	<b>1,006.4</b>	<b>929.0</b>	<b>1,102.4</b>	<b>1,284.2</b>	<b>1,198.5</b>	<b>1,164.1</b>	<b>1,148.3</b>	<b>-3%</b>	<b>-1%</b>
<b>Market Balance</b>												
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%
<b>Market Balance less ETPs</b>	<b>10.2</b>	<b>45.1</b>	<b>34.9</b>	<b>-73.5</b>	<b>-286.1</b>	<b>-144.3</b>	<b>-132.2</b>	<b>-163.0</b>	<b>-210.5</b>	<b>-187.6</b>	<b>29%</b>	<b>-11%</b>
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 华泰期货研究院

库存方面，伦敦现货白银库存在 2025 年上半年降至历史低位，推动全球白银的显性库存亦同步走低；而与之对应的是白银 ETF 的实物持仓量在 2025 年内的大幅增长。LBMA 白银的库存低位同时为挤仓行情的演绎提供了条件，同时白银 ETF 的持仓量稳步提升，相当于将现货“金融化锁仓”，减少市场可流通货源，推动现货与近月结构趋紧，最终造成现货白银枯竭。而彼时伴随贵金属避险溢价叠加宽松周期的逻辑逐步兑现，最终形成了白银这一轮挤仓行情所需要的库存环境。

图 11：全球白银显性库存 | 吨



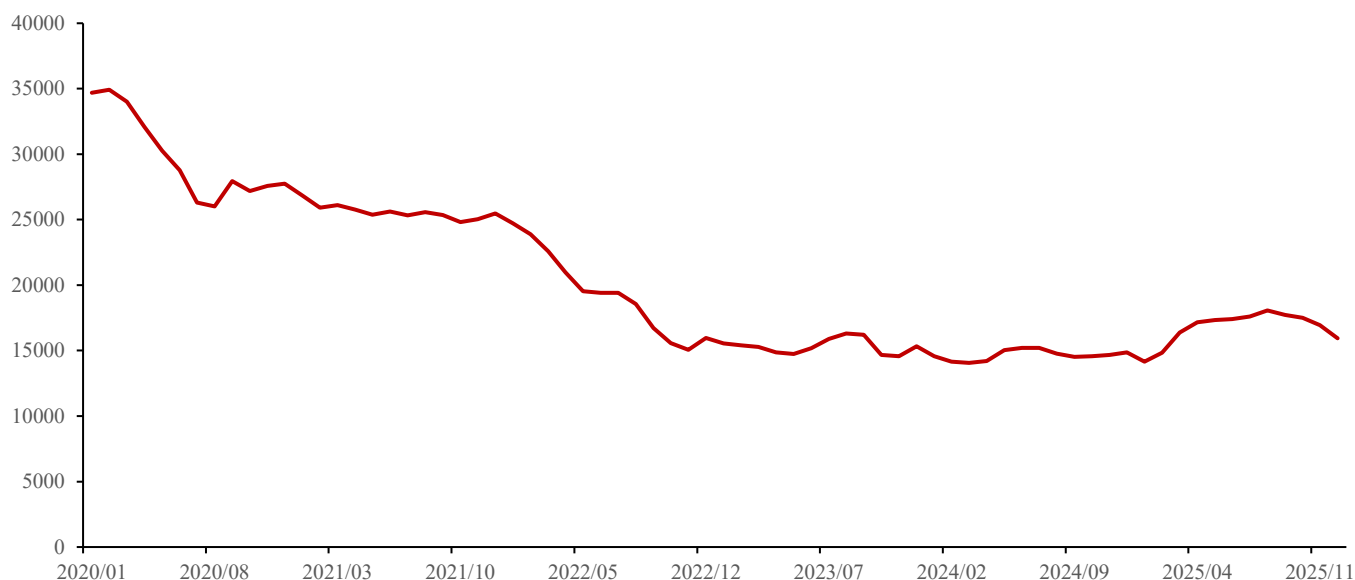
数据来源：LBMA 华泰期货研究院

图 12：白银 ETF 实物持仓量 | 吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：全球白银显性库存与 ETF 实物持仓量差值 | 吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 新年来白银表现分析及观察因素探讨

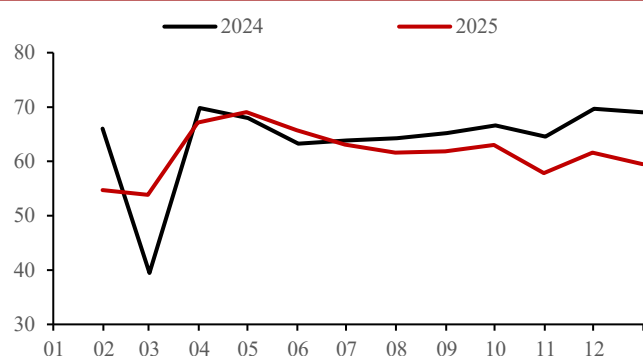
### 国内工业品下游负反馈拖累白银弱于黄金

自 2025 年 4 季度以来国内基本金属价格出现较大幅度走强，但在此过程中，下游企业开工率也开始呈现明显走弱的情况，如铜杆、铝型材以及镀锌企业开工率相较于 2024 年均呈现出明显下滑。显示出下游对于高价的负反馈已经开始逐步显现。

同时观察主要基本金属国内社库情况亦可发现，虽然农历丙午年春节较此前一年按照公历计算推迟约一月左右（2026 年 2 月 17 日），但当下诸如铜、铝乃至锡品种已经出现了相对明显的累库，累库速度已经接近往年春节。由此也使得近期基本金属的价

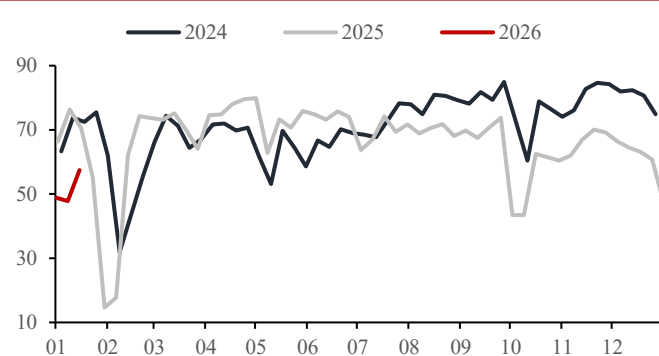
格与黄金走势出现相对明显的分化。

图 14：铜杆月度开工率 | 单位：%



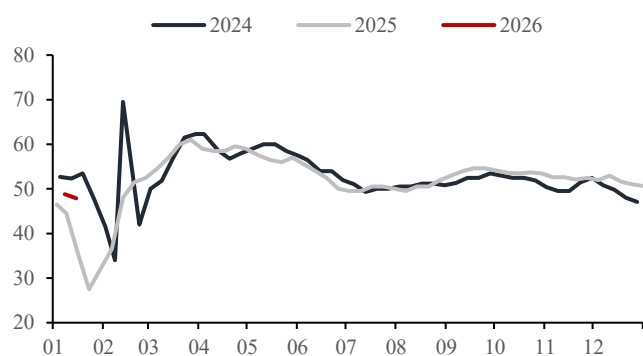
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 15：精铜杆周度开工率 | 单位：%



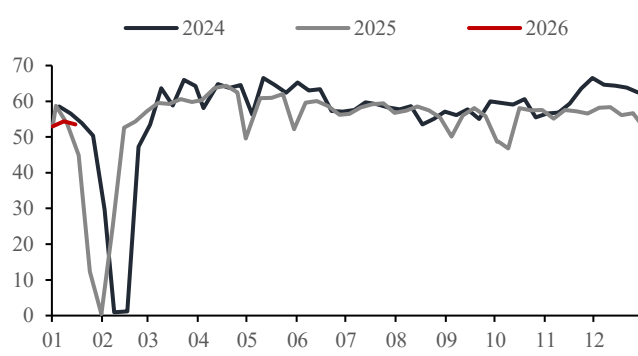
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 16：铝型材龙头企业周度开工率 | 单位：%



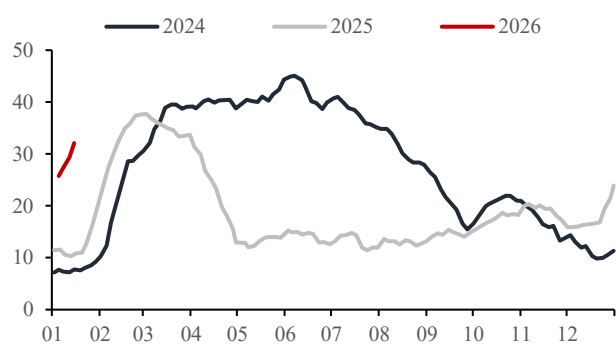
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 17：镀锌企业周度开工率 | 单位：%



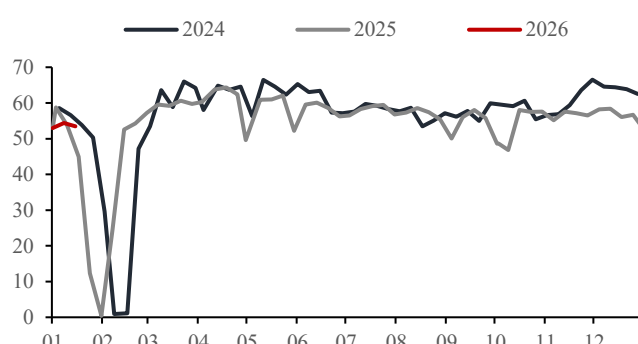
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 18：铜国内社会库存 | 单位：万吨



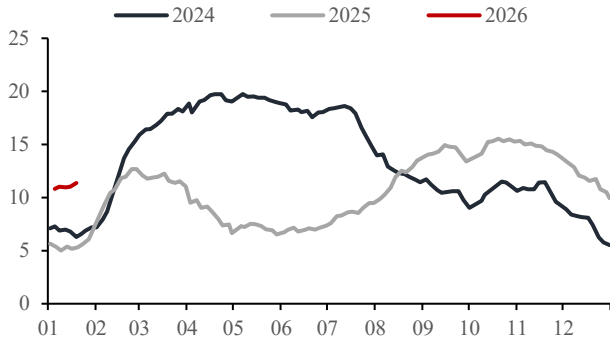
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 19：铝国内社会库存 | 单位：万吨



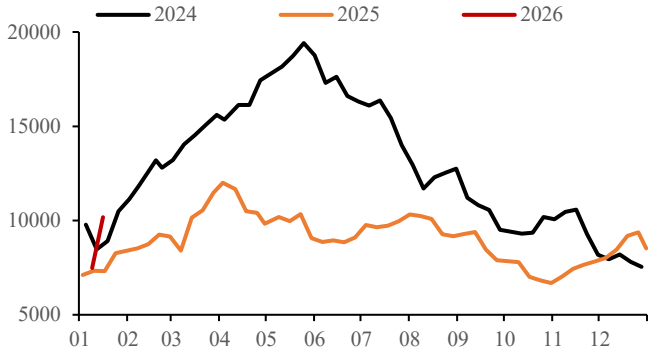
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 20：锌三地社会库存 | 单位：万吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 21：锡国内社会库存 | 单位：吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

自 2022 年以来，全球宏观交易主线由“通胀+供给冲击”切换至“加息+衰退预期”，资产间联动也随之重塑。观察期货连续合约可见，白银与铜的 60 日滚动相关系数在大部分时间里维持在 0.5 上方，明显高于白银与布伦特原油的相关性区间。其背后逻辑或许是在疫情后绿色投资与电网升级使铜的工业属性与白银的光伏、电气需求形成共振，二者共同对“软着陆”与政策刺激预期敏感。而原油则更多受地缘、减产及出行需求影响，与贵金属的通胀对冲属性逐渐脱钩。进入 2024—2025 年，布伦特油价因 OPEC+ 闲置产能充裕、非 OPEC 供应增加及全球制造业 PMI 下滑而持续偏弱，一度跌破 60 美元关口，对白银的指引力进一步下降。因此在目前铜价陷入震荡偏弱格局之际，对于白银便产生了一定拖累效应。也使得此前金银比价持续下行的趋势暂时得到缓解。

图 22：国内金银比价 | 单位：倍



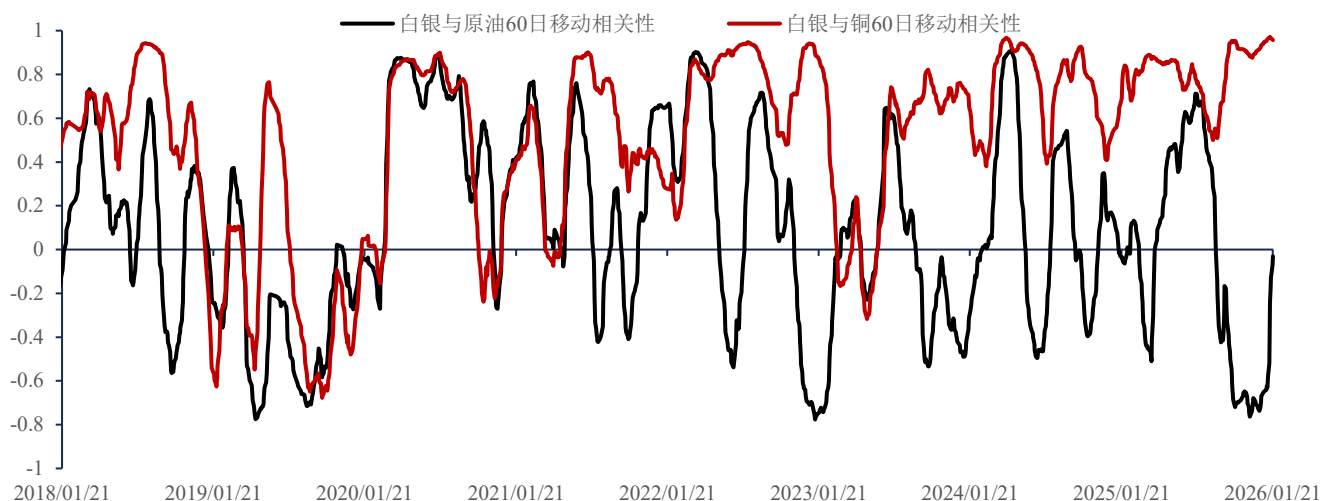
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 23：Comex 金银比价 | 单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 24：白银与原油及铜移动相关性对比 | 单位：%



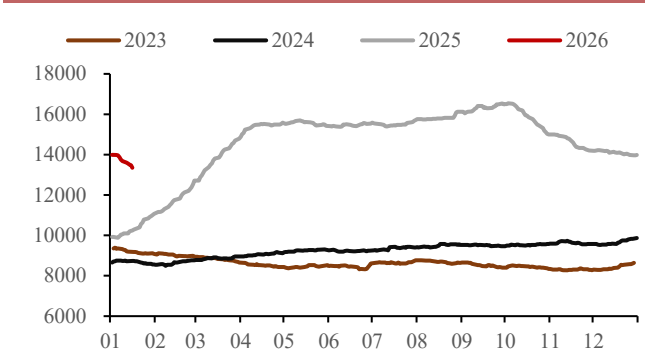
数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 情况 1：LBMA 库存大多被 ETF 锁定

如上文所提及，目前全球显性库存扣除 ETF 持仓实则处于相对低位。国内方面，上海期货交易所及主要社会仓库的白银库存已降至近三年低位，当前可流通仓单不足一千万吨，接近月合约持仓量折算，可供交割量远低于空头持仓，挤仓隐患隐现。与此同时，伦敦 LBMA 系统虽公布总库存 27817 吨，表面充裕，但细目显示其中超过 80% 被 iShares、Sprott 等七只白银 ETF 锁定，真正留给场外周转与期现套利的“自由 float”不足五千万吨。由于 ETF 持有人以配置型机构为主，短期赎回意愿低，这部分库存形同冻结；若国内缺口扩大，进口溢价飙升，伦敦可交割货源未必能及时释放，跨市调运又面临精炼、保险与时长瓶颈。低库存叠加高持仓的结构若持续到交割月，极易触发空头抢货，导致价差急剧走扩，挤仓风险或将长期存在，直至冶炼厂增产或 ETF 出现显著赎回回流市场。

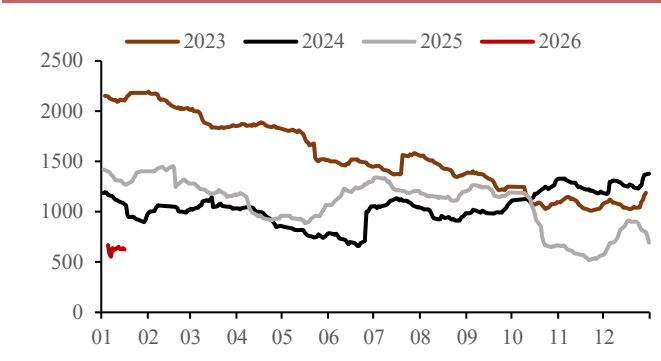


图 25：国内金银比价 | 单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26：Comex 金银比价 | 单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 1：不同市场库存与白银主要 ETF 持仓量 | 单位：吨

不同市场库存	库存量
LBMA（截至 12 月底）	27817
Comex	13978
SHFE	627
SGX	612
合计	43098
主流白银 ETF 持仓量	约 26700

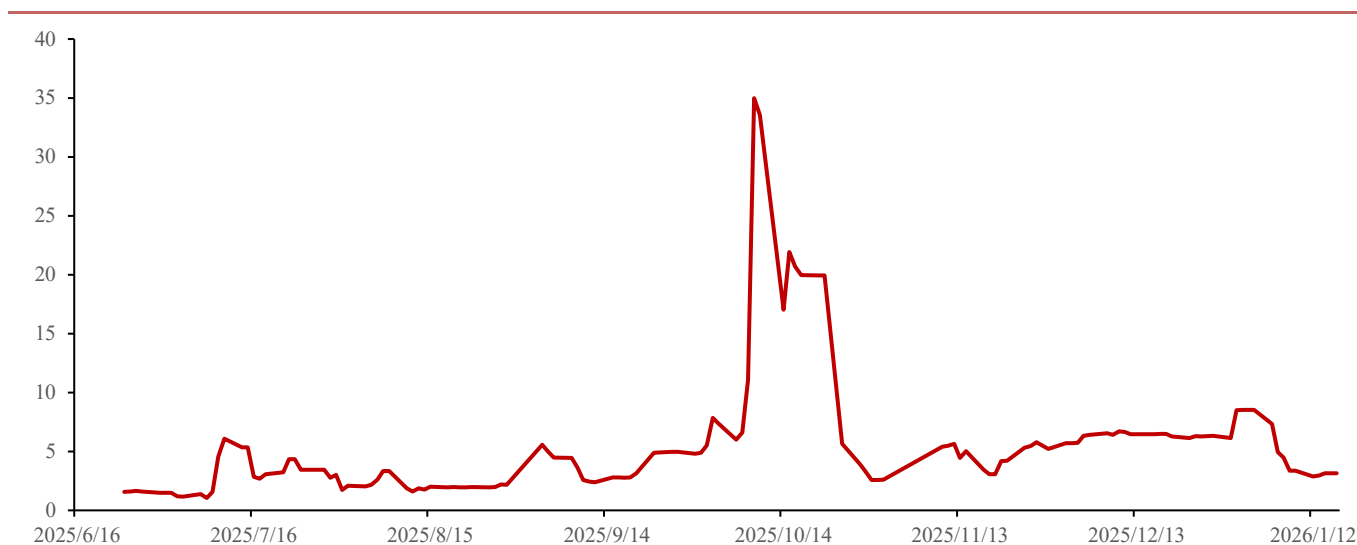
资料来源：Wind 华泰期货研究院

情况 2：白银租赁利率暂时有所回落

就白银租赁利率而言，1 个月期白银租赁利率在 2025 年 10 月曾短暂冲破 35%，随后快速回落，目前徘徊在 8%–12% 区间，虽较峰值大幅降温，却仍高于过去五年 3%–5% 的常态水平。利率居高不下，暗示伦敦与纽约可交割库存依旧紧俏，空头借银成本不低；只是极端飙升的势头暂被抑止，说明 10 月那轮“空头抢货”最激烈的阶段已经过去。总体来看，挤仓风险由“白热化”转为“慢燃”——不再日日升级，却也远未彻底熄

灭，一旦交割月持仓再度集中，租赁利率仍有再度上冲的可能。

图 27：一月期白银租赁利率 | 单位：%



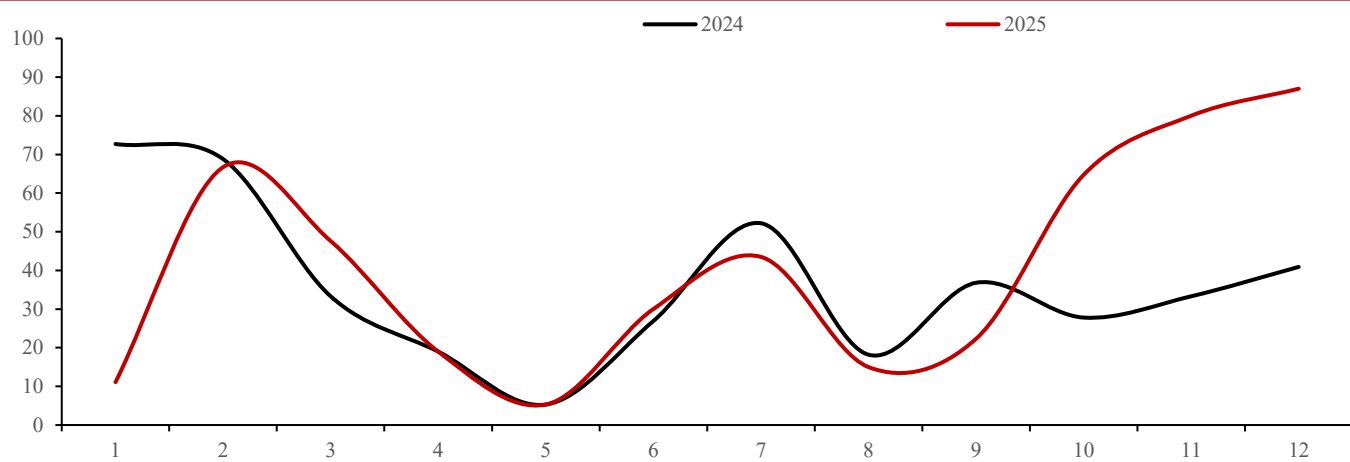
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

### 情况 3：国内上金所递延费空付多占比明显抬升

2025 年 10 月以后，上海黄金交易所 Ag(T+D) 的递延费结算结构悄然生变：空付多比例由前期均值不足四成，迅速抬升至日均六成以上，并屡次出现连续一周“空头 100% 支付递延费”的情况。按照交易所规则，递延费方向由当日交割申报差额决定，空付多意味着买入交割申报持续大于卖出申报，现货需求阶段性盖过供应。这一变化与社库低位、进口溢价高企同步出现，直观反映出国内白银现货买盘正在加速升温——无论是光伏排产回升、电子厂补库，还是散户通过延期合约囤现货，都在用“真金白银”排队提货，导致空头不得不每日贴水换时间，挤仓的火焰从期货市场进一步烧到了现货交割环节。

2026 年 1 月以来，截至 1 月 22 日，每个交易日递延费递延方向均为空付多。显示出国内白银仍为相对“抢手”的商品品种。

图 28：上海黄金交易所白银递延费支付方向空付多月度占比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)