



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 628 期
2025/10/21

黄金

10月16日，受美中贸易紧张局势加剧以及市场对美联储降息预期增强的影响，金价创下逾4270 美元的历史新高。

白银

同一时期，1月期隐含租赁利率从历史高位回落，但仍维持在接近 20% 的高位。

铂金

与此同时，铂金价格已突破1700 美元，今年迄今涨幅超过90%。

钯金

斯特兰蒂斯计划在未来四年投资 130 亿美元，扩大其在北美的汽车产量。

白银市场遭遇流动性紧张

10月10日，白银市场出现了异常波动。短期租赁利率飙升，一度触及200%，同时芝加哥商品交易所（CME）白银期货出现了史上最严重的期现倒挂（backwardation）。虽然随后两项指标均有所回落，但仍维持在高位。这一局面给依赖租赁操作的市场参与者造成了较大压力，而白银价格再创新高进一步放大了这种影响。

无论直接诱因为何，这些市场波动的根源在于伦敦市场未分配金属的短缺。这似乎令人意外，尤其是伦敦市场（locolondon）的库存近月持续上升，截至目前已达7.9亿盎司（24581吨），几乎相当于全球一年矿山产量。

关键因素之一是，库存中有相当大比例库存为交易所交易产品（ETP）持仓。截至9月底，全球白银ETP持仓量升至12.3亿盎司（38315吨），较2024年底增长19%。其中，约6.54亿盎司（20338吨）存放于伦敦，占伦敦白银库存总量的83%，创下历史新高。由于所有白银ETP均为完全实物支持（fully allocated），相关金属无法被出借或再抵押，从而进一步减少了实物市场的可流通供应。

为便于对比，在2021年2月“Reddit散户逼仓”事件期间，伦敦认证仓库中约68%的白银为交易所交易产品（ETP）库存，当时这一比例较2020年底的64%显著上升，曾引发市场对流动性的担忧。此后，随着分配比例在2021年底回落至59%，市场情绪阶段性缓解。然而，最新数据显示，当前市场的紧



Metals Focus 感谢其合作单位——中国黄金协会
对《贵金属周报》中文版的支持



Metals Focus感谢下列机构对《贵金属周报》中文版的支持



www.valcambi.com



A PALLION COMPANY

www.ABCbullion.com



Bulmint

www.bulmint.com



www.randrefinery.com



PRESTIGE
BULLION

www.realkruggerand.com



MENNICA
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

www.invest.mennica.com.pl



www.axedras.com

Miller

www.miller-insurance.com

银价与1月期租赁利率



数据来源: 彭博社

张程度已远高于当时。

伦敦可流通库存的短缺的原因,也包括芝加哥商品交易所(CME)认证仓库对实物库存的需求,以及印度市场实物需求强劲复苏。受关税不确定性的影响,今年早些时候CME白银库存一度激增至创纪录的5.3亿盎司(16491吨)。这一增幅远超伦敦市场的交割量,表明部分金属从其他地区流入美国市场,同时美国场外库存亦被转移至CME认证仓库。

市场此前预期CME库存将逐步回落,但这一判断迄今并未实现。CME白银库存自年初大幅增加,此后一直维持在高位。这轮库存上升主要反映出市场担忧,潜在关税可能使伦敦现货(loco-London)无法再用于对白银期货的对冲操作,期转现(EFP,即现货与期货价差)可能迅速扩大。2025年流入CME认证仓库的白银规模远超2020年,当时,市场因担忧疫情对物流与精炼能力的影响,也曾引发EFP飙升。

对关税的担忧情绪在一定程度上仍未消除。虽然白银被排除在所谓“解放日关税”(Liberation Day tariffs)之外,美国商务部于4月发布的《232条款》草案仍将白银列为潜在关键矿物。历来被纳入草案清单的金属往往最终也会出现在正式名单中。虽然被列入清单这并不必然意味着征税,但鉴于进口白银对美国制造业的重要性,以及更高原料成本可能造成的负面影响,预计白银最终仍将维持免税地位。然而,这一政策背景仍令市场存在不确定性,抑制了白银从CME认证仓库流出。而且原本即将发布的正式报告也因政府关门而推迟。

无论市场参与者对白银征收关税的可能性持何判断,甚至即使未来确认白银将被完全排除在所有潜在限制之外,市场的风险管理方式已然发生改变。鉴于此前“期转现”(EFP)价差大幅走高的先例,以及美国贸易政策持续的不确定性,市场参与者如今更倾向于将库存留在境内,以保障其空头期货头寸。这一做法预计将长期持续下去。

不过,近期的市场波动还是促使部分存放于芝加哥商品交易所(CME)库的白银回到伦敦。由于市场紧张程度极为严重,EFP甚至一度转为负值,促使部分金属通过空运从美国运往伦敦,其中甚至包括包机运输。截至撰稿时,CME库存已较峰值减少约1900万盎司。不过,最终有多少金属将实际抵达伦敦认证仓库,仍有待观察。

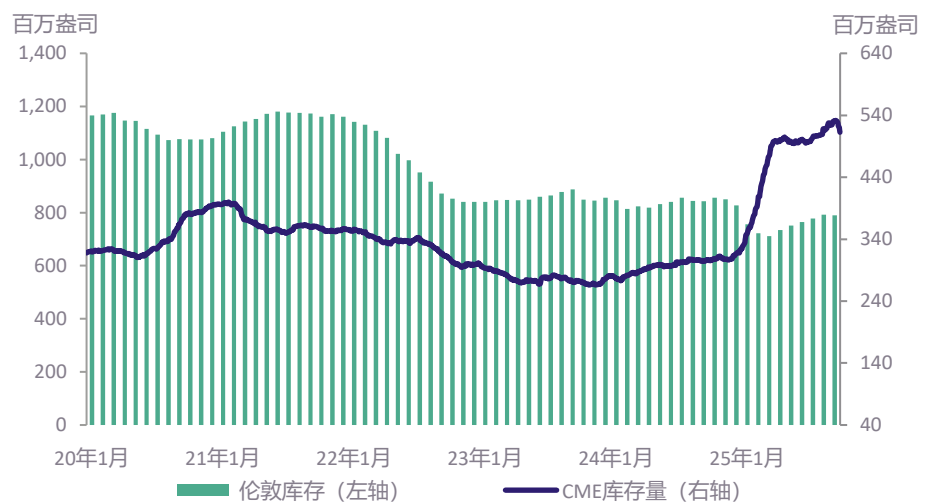
印度强劲的实物需求是导致伦敦白银实物紧张的另一主要因素。尽管以卢比计价的白银价格（早在美元计价创新高之前）创下纪录，当地投资需求仍显著上升。印度市场溢价攀升至历史高位，推动从英国及其他地区的白银空运量大幅增加。预计9月印度白银进口量达2600万盎司（800吨），为1月以来最高水平，10月的进口势头预计也将同样强劲。

市场为调动白银库存所作的努力已不限于仓库之间的金属转移。过去18个月，欧洲和北美多个市场的银器回收及零售投资者抛售活动明显增加，尤以美国最为突出。然而，高纯度精炼产能不足限制了这部分回收银重新进入市场的速度，导致白银地面存量的恢复进程较预期更慢一些。

最后，持续存在的结构性供需缺口仍是白银市场收紧的核心原因。经历多年市场盈余后，市场自2021年起白银市场转为短缺，并一直延续至2025年。在这五年期间，全球白银地面存量估计累计减少约7.8亿盎司（约2.29万吨）。

地面存量的持续消耗叠加交易所交易产品（ETP）持仓的不断增加，进一步加剧了可流通白银的紧张局面。Metals Focus预计，2026年白银市场仍将延续供不应求的格局，但短缺幅度预计将较近几年有所收窄。受包括ETP产品的投资资金的重新流入支撑，白银价格预计将在明年再创新高。未来市场仍可能出现新的阶段性紧张，具体取决于最终有多少白银被运抵伦敦市场。

伦敦白银库存量与CME仓库库存



数据来源：LBMA, 彭博社

Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 常务董事

Charles de Meester, 常务董事

Neil Meader, 金银业务主管

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 高级顾问 - 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问 - 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Neelan Patel, 区域销售总监

Jacob Smith, 铂族金属高级研究员

Mirian Moreno, 业务经理

Ghananshu Karekar, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究员-孟买

Nilesh Pise, 研究助理-孟买

Nikos Kavalis, 常务董事 - 新加坡

Sarah Timlinson, 矿业组主管

Wilma Swarts, 铂组金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Chirag Sheth, 南亚地区顾问 - 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员 - 上海

Çagdas D. Küçükemiroglu, 顾问 - 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 高级顾问 - 孟买

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员-上海

Ross Embleton, 矿业研究员

Erin Coyle, 销售及市场经理

Donnadee Francisco, 矿业研究员-马尼拉

Ruby Tagoon, 初级矿业研究员-马尼拉

Metals Focus - 联系方式

地址

6th Floor, Abbey House

74-76 St John Street,

London EC1M 4DT

U.K.

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

www.metalsfocus.com



MetalsFocus 金属聚焦
微信扫描二维码，关注我们公众号

免责声明与版权声明

除非另有说明，本报告中所有知识产权的拥有或持牌人均均为Metals Focus Ltd。本报告(包括任何附件和附件)是为收信人独家使用而编写的。本报告中任何内容均不构成购买或出售贵金属或相关证券或投资的要约，也不构成关于购买或出售贵金属或相关证券或投资的建议。在根据本报告的内容采取(或不采取)任何行动之前，您必须获得专业或专家的建议。虽然我们已尽一切努力提供在本报告中公布的信息，但Metals Focus Ltd并不保证其内容的准确性或通用性。本公司对任何错误或遗漏概不负责，亦不对任何损失或损害承担任何责任，亦不对任何第三方承担任何责任。

本报告(包含本报告的任何部分)不得在未经Metals Focus明确书面同意的情况下复制、分发、传输或传达给任何第三方。本报告以电子方式提供，只有已获发个人用户牌照的获授权用户，才可下载本报告的副本。如有需要，可向Metals Focus Ltd购买额外的用户许可证。任何未经授权的工作行为可能导致民事或刑事诉讼。