



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 639 期
2026/01/22

黄金

一月中旬，黄金价格在创下 4643 美元/盎司历史新高后，受获利回吐影响小幅回落。

白银

一月中旬，白银价格升至 93.75 美元/盎司，金银比跌破 50，为 2012 年 11 月以来首次。

铂金

同时，铂金价格跃升至 2454.60 美元/盎司，接近 12 月 28 日的历史新高 2491.20 美元/盎司。

钯金

2025 年中国市场乘用车销量同比增长 3.8%，至 2370 万辆，明显落后于印度，后者销量同比增长 9.7%，达 450 万辆。

在美国 232 条款、交易所交易产品 (ETP) 等因素共同作用下，白银市场供应趋紧

1 月 14 日，美国总统特朗普签署一项行政命令，旨在建立一套确保美国关键矿产供应的保障流程。该命令暂缓对相关矿产加征关税，并转而要求政府通过与国际贸易伙伴合作以获取所需供应。这一公告发布后，市场对即将落地的关税担忧有所缓解，引发投资者获利了结，白银价格自历史高位回落。

实物供应趋紧，尤其是伦敦市场流动性明显收缩，是白银于 2025 年及 2026 年初显著跑赢其他资产的核心原因之一。这一紧张局面也反映在白银租赁利率的持续高企及波动加剧上。在上述环境下，依赖白银租赁开展业务的市场参与者面临巨大经营压力，而且由于白银价格创下新高，此种压力被进一步放大。尽管随后租赁利率有所回落，但整体仍高于正常水平。

多重因素共同导致白银实物供应持续偏紧。其中最为关键的是美国政府贸易政策相关不确定性。尤其是在美国政府停摆之后，原本计划于 10 月公布的针对关键矿产的 232 调查被迫推迟，进一步加剧了市场对美国政府政策走向的不确定性预期。在此背景下，尽管 9 月份期转现 (EFP) 溢价一度显著走高，促使部分存放于芝加哥商品交易所仓库的实物白银库存回流伦敦市场，但在关税不确定性持续存在情况下，芝加哥商品交易所白银库存整体仍维持高位。截至本文时，芝加哥商品交易所实物白银库存约为 4.34 亿盎司，仍较 2024 年美国大选前水平高出 40%。



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

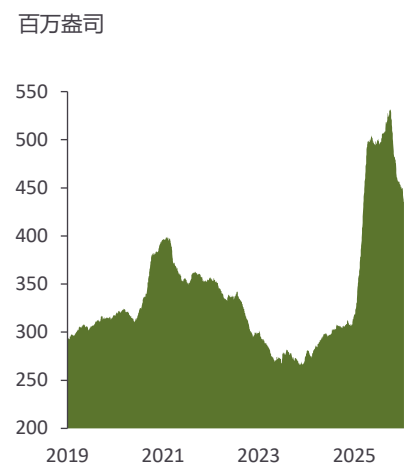


www.axedras.com

Miller

www.miller-insurance.com

CME仓库白银库存



数据来源: 彭博社

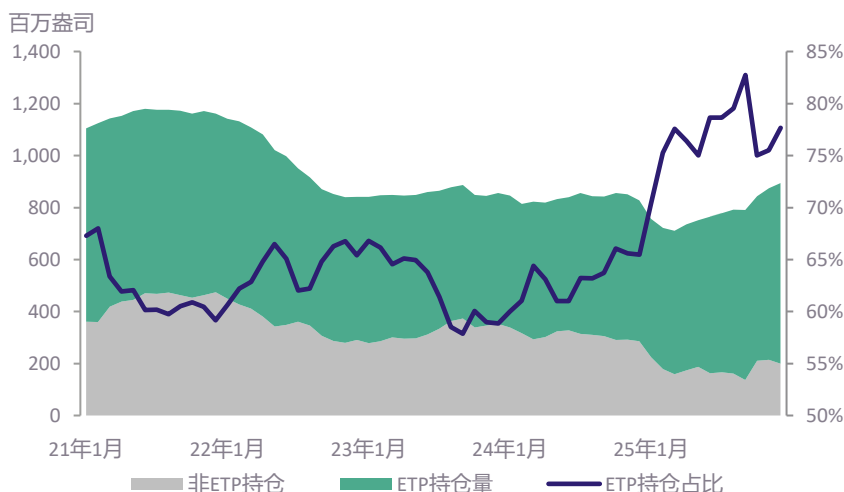
白银投资需求的显著回升（尤其是资金持续流入白银ETP）成为加剧伦敦市场流动性收紧的又一关键因素，且自9月份以来影响尤为明显。2025年全球白银ETP持仓规模增加2.78亿盎司，年末总量升至13.23亿盎司，其中6.95亿盎司存放于伦敦商业金属仓库。该规模低于2021年初由“Reddit事件”驱动的轧空行情期间峰值，当时伦敦市场中与实物支持型白银ETP挂钩的白银库存一度达到7.65亿盎司。

然而，相比2021年伦敦市场白银库存处于显著高位、市场具备充足可动用流动性，2025年伦敦市场实物白银供应环境明显趋紧。在关税相关的白银外流、白银ETP需求强劲及持续的基本面缺口共同作用下，伦敦市场非ETP白银库存于9月底一度降至有（公开）记录以来的最低水平，仅余1.36亿盎司。尽管此后库存有所回升，并于2025年底接近2亿盎司，但仍显著低于2021年初约3.6亿盎司的水平。

此外，印度、加拿大等国上市的白银ETP出现大量资金流入，且相关白银实物主要存放于当地仓库，进一步吸收了全球可流通库存。受ETP相关需求带动，2025年仅上述两大市场白银库存增量便超过1亿盎司。与此同时，来自同业的反馈显示，自9月份以来，多个主要实物白银投资市场对银币和银条的需求急剧回升。

白银供应本已偏紧，而中国政府于10月发布的最新白银出口政策更新引发市场理解混乱，从而进一步加剧了供应紧张的局面。作为全球最大的白银精炼中心，中国在国际白银供应体

伦敦商业仓库白银库存

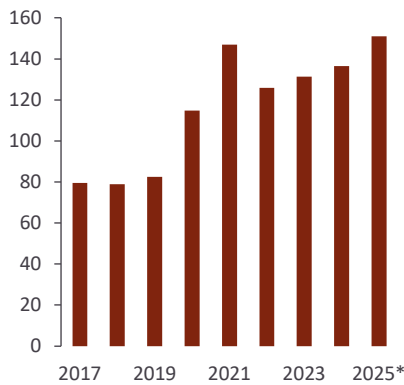


数据来源: LBMA, 彭博社, Metals Focus



中国白银出口

百万盎司



*1-11月总和。

数据来源: S&P Global

系中占据关键地位,对印度等终端消费市场尤其重要。正如图表数据显示,2025年1~11月,中国白银出口量达1.51亿盎司,较2020~2024年期间年均水平高出约15%。因此当中国商务部公布适用于2026~2027年的白银出口许可证企业时,市场担忧可能会出现出口受限、白银市场的紧张局面可能进一步恶化的情绪升温。

然而我们认为,市场对中国白银出口政策收紧的担忧被明显夸大。事实上中国大陆的白银出口长期实行许可证制度,且具备出口资质的企业名单本就按两年周期进行审核。申报条件为:已获得出口资质的企业,2022—2024年每年均有白银出口实绩;新申请企业2024年年产白银80吨(含)以上,西部地区新申请企业可放宽至40吨(含)以上。要求与上一轮政策周期基本保持一致。

因此该政策不应被解读为白银出口禁令,也不代表中国对白银出口立场发生实质性转向,而更应视为对出口许可制度的进一步规范与强化管理。这一点也体现在2026~2027年合格白银出口企业名单中:共有44家企业获得出口许可证,其中32家在2024~2025年周期内已具备相关资质,另有12家为新增企业。

展望未来,随着美国特朗普政府暂缓对关键矿产加征关税并寻求与外国合作伙伴展开谈判,市场对加征关税的担忧可能有所缓解。在当前芝加哥商品交易所库存显著偏高的背景下,这或将推动更多实物金属从美国流向伦敦。不过考虑到此前EFP曾出现大幅飙升的先例,加之美国政府贸易政策本身的不确定性,市场参与者仍可能选择将实物金属留在美国境内用于支持期货市场空头头寸。因此最终能够流向伦敦市场仓库的实物白银数量仍有待观察。与此同时,尽管西方国家市场白银回收供应有所增加,但高品位精炼产能不足限制了这些废料重新加工进入市场的速度。因此在2026年结构性供需缺口仍将持续的背景下,白银地面库存的恢复速度慢于此前预期。

最后一点,随着伦敦市场白银库存持续修复,且中国市场白银出口维持在与往年大致一致的水平,当前白银市场的结构性错配状况预计将逐步缓解。上述变化可能会在未来对白银价格构成一定下行压力,然而我们认为相关回调将很快被市场投资者吸收,白银价格在可预见的未来仍具备进一步上行空间。

Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 常务董事

Charles de Meester, 常务董事

Matthew Piggott, 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

Amber Nelson, 研究员-孟买

Ghananshu Karekar, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究员-孟买

Nilesh Pise Lee Chung, 研究助理-孟买

Lee Chung, 行政助理-马尼拉

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, 首席顾问 - 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

Hao Xu, 研究员-上海

Amber Nelson, 矿业研究员

Oliver Blagden, 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持有人或持牌人均均为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。