

标配（维持）

锚定货币属性提振，关注供需共振下的贵金属机遇

贵金属行业深度报告

2026年1月21日

投资策略：

分析师：许正堃
SAC 执业证书编号：
S0340523120001
电话：0769-23320072
邮箱：
xuzhengkun@dgzq.com.cn

有色金属行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFinD

相关报告

- **2025年以来，国际金价呈现震荡上行态势。**美元信用弱化、美联储降息预期抬升、全球央行维持净购金、避险与投机资金进场形成合力，推动黄金价格在2025年持续走高。进入2026年，受益于美国关税政策不确定性、美债收益率下行、地缘风险再度升温及央行购金支撑，金价再度开启上行态势。截至1月20日，COMEX黄金期货价格达到4764美元/盎司，伦敦现货金价收于4747.80美元/盎司，沪金价格达到1055.99元/克。
- **黄金正迎来金融属性的强势复归。**黄金的货币、投资、避险三大金融属性由实际利率、美元指数、地缘局势等因素主导，当前黄金正迎来金融属性的强势复归。美国债务高企、财政赤字承压等冲击美元信用根基，叠加去美元化推进，美元全球支付与外汇储备占比逐步下滑，而黄金外汇储备占比提升至2026年1月的25.94%。据世界黄金协会数据，2025年金价53次刷新纪录，全球黄金ETF流入规模达890亿美元，总持仓攀至4025吨历史高点，2025年全球央行净购金297吨，资金持续涌入推动黄金资产价值攀升。
- **白银三大工业需求持续提振。**白银凭借着独特的物理特性，成为太阳能光伏、汽车与电动汽车、数据中心与人工智能三大领域不可或缺的原材料。具体来看，太阳能光伏领域受益于全球装机容量的持续扩张与新一代电池技术的推广，中长期需求增长强劲；汽车行业向新能源汽车的转型过程推动白银需求稳步提升，电动车更高的单位银用量、电子化升级及充电基础设施建设形成对白银的三重拉动；数据中心与人工智能领域随着AI算力的爆发式增长、AI硬件的普及及各国政策支持，成为白银需求的新兴增长引擎，三大需求领域共同支撑起白银在未来产业转型中的核心地位。
- **白银价格续创新高，警惕高收益相伴的高风险。**白银在金融领域兼具货币与投资属性，在历史上承担着重要的货币职能，如今仍是抗通胀的重要储备资产，因全球白银市场规模相对黄金较小，白银价格对宏观环境、市场情绪及资金走向更为敏感，其高收益背后伴随着较高风险。截至1月20日，COMEX白银价格收于94.06美元/盎司，较2025年初上涨216.5%；截至1月20日，COMEX金银比收于50.49。总体来看，中长期白银将继续受到金融属性凸显与工业需求爆发的双轮驱动，短期需警惕金银比均值回归以及获利资金了结等风险。
- **投资建议。**建议关注紫金矿业（601899）、赤峰黄金（600988）、兴业银锡（000426）、江西铜业（600362）、盛达资源（000603）。
- **风险提示。**宏观经济波动风险、境外投资国别风险、安全生产风险、美联储超预期加息的风险、原材料价格波动风险、白银下游实际需求下滑的风险、在建项目进程不及预期等风险、地缘局势风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目录

1. 黄金—金融属性主导，降息预期助力	4
1.1 锚定美元货币信用，黄金金融属性持续提振	4
1.2 降息预期持续助力，央行购金、避险情绪等提供支撑	7
2. 白银—工业需求提振与货币属性回归	9
2.1 供需格局向好，白银工业需求持续提振	9
2.2 白银金融属性逐步凸显，关注金银比均值回归情况	14
3. 投资建议	16
4. 风险提示	18

插图目录

图 1：COMEX 黄金期价（美元/盎司）	4
图 2：上金所黄金价格（元/克）	4
图 3：2025 年以来国际金价走势与美元指数（美元/盎司，数据截至 1 月 19 日）	5
图 4：美国债务总额（万亿美元）	6
图 5：联邦政府利息支出（百万美元）	6
图 6：美债 2 年期及 10 年期国债收益率（%）	6
图 7：美元占全球外汇储备比（百万美元）	6
图 8：2024 年全球黄金储量占比情况	7
图 9：2024 年全球黄金矿产量占比情况	7
图 10：2024 年全球黄金下游消费结构	7
图 11：全球黄金占外汇储备比（%）	7
图 12：美国 GDP 环比增速（季调，%）	8
图 13：美国新增非农就业人数（千人）	8
图 14：美国 CPI 及核心 CPI 同比增速（%）	9
图 15：美国 PCE 及核心 PCE 同比增速（%）	9
图 16：美国制造业及服务业 PMI	9
图 17：联邦基金目标利率（%）	9
图 18：2024 年全球白银矿产量占比情况	10
图 19：2024 年全球白银储量占比情况	10
图 20：2018—2024 年全球白银矿产量及增速（吨，%）	10
图 21：2018—2024 年中国白银矿产量及增速（吨，%）	10
图 22：全球白银供应量及需求量预测（吨）	11
图 23：2024 年全球白银需求结构	11
图 24：2024 年全球白银工业领域需求结构	11
图 25：光伏银浆产业链	12
图 26：光伏银浆成本结构	12
图 27：PERC 电池成本占比情况	12
图 28：2025 年上半年前五大电池片供货商电池出货类型占比	13
图 29：中国光伏电池产量（万千瓦）	13

图 30 : 全球新能源汽车销量 (万辆)	13
图 31 : 英伟达数据中心业务收入 (百万美元)	13
图 32 : COMEX 白银期货收盘价 (美元/盎司)	15
图 33 : SHFE 白银期货收盘价 (元/千克)	15
图 34 : COMEX 金银比	15
图 35 : SHFE 金银比	15
图 36 : 美元指数与白银价格 (1973 年 3 月=100, 美元/盎司)	16
图 37 : COMEX 白银非商业持仓 (张)	16

表格目录

表 1 : 重点公司盈利预测 (截至 1 月 20 日收盘价)	17
---------------------------------------	----

1. 黄金—金融属性主导，降息预期助力

1.1 锚定美元货币信用，黄金金融属性持续提振

2025 年以来金价走势复盘。2025 年以来，国际金价呈现震荡上行态势，美元信用弱化、美联储降息预期、全球央行继续增持黄金、投资者避险需求增加、投机资金加快进场等多方因素共同作用，为金价上行形成合力。2025 年一季度，美联储降息预期升温，美元实际利率下行，且避险情绪持续作用，推动金价从年初的 2671 美元/盎司上涨至 3200 美元/盎司附近。

4 月，美国通胀数据反复，叠加贸易摩擦升级，大宗商品市场承压，投资者为缓解流动性压力抛售黄金，导致金价出现短期回调。随着市场恐慌情绪释放，避险情绪重新主导，推动伦敦金现货价格于 4 月 22 日突破 3500 美元/盎司。5 月以来，因关税谈判等因素加剧市场分歧，黄金市场多空力量博弈加剧，使得金价在高位区间持续震荡。

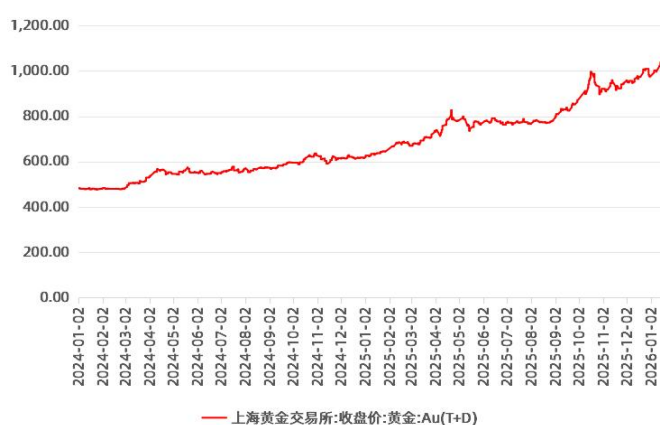
进入 2025 年下半年，美国非农数据疲软等释放经济增长放缓信号，美联储降息预期激增，叠加美元指数与 10 年期美债收益率大幅下行，推动金价快速上涨。此外，地缘风险多点持续催生避险需求，全球央行继续增持黄金，同时投机资金涌入，多重因素助力金价进一步上行。10 月以来，随着地缘风险缓和带来避险溢价消退，前期获利资金退出，同时因美联储后续降息预期减退，前期利好情绪透支被反转，导致金价大幅波动。

2026 年黄金价格开启持续冲高走势。宏观层面，美国关税政策的不确定性仍在延续，美债收益率进入下行区间，同时美联储在上半年保留降息操作空间，宽松预期对金价形成支撑；从市场属性看，2026 年以来，地缘政治局势升温预期加剧避险需求，美元信用弱化进一步强化黄金的金融避险属性；从实物需求看，全球央行购金行为的持续发力，为金价上行提供了坚实的底层支撑。截至 1 月 20 日，COMEX 黄金期货价格达到 4764 美元/盎司，伦敦现货金价收于 4747.80 美元/盎司，沪金价格达到 1055.99 元/克。

图 1：COMEX 黄金期价（美元/盎司）



图 2：上金所黄金价格（元/克）



数据来源：iFind，CME，东莞证券研究所

数据来源：iFind，上海黄金交易所，东莞证券研究所

黄金作为兼具商品属性与金融属性的特殊资产，其金融属性可进一步拆解为货币、投资及避险三大维度，而实际利率、通货膨胀、美元指数以及国际宏观环境等关键变量，均是通过作用于黄金三大金融属性来主导金价走势。具体来看，实际利率是持有黄金的机会成本，其与美元指数共同通过货币属性对金价形成约束，二者与金价通常呈现负相关关系。通胀上行阶段，黄金的抗通胀保值功能凸显，进而强化其投资属性。此外，当地缘局势升温、全球经济下行压力加大时，市场风险偏好回落，黄金的避险属性将占据定价主导地位，驱动避险资金涌入推升金价。整体而言，当前，货币、投资、避险三大属性已成为引领金价走向的驱动因素。

黄金正迎来金融属性的强势复归。国际金价通常以美元作为计价货币，同时黄金与美元同为全球重要的货币资产，替代属性明显，因而黄金价格与美元指数之间呈现显著负相关关系。当前美元信用体系正遭遇结构性考验，强化了黄金货币属性的重估与复归。作为人类历史上最悠久的历史价值锚定载体，黄金重新成为全球资产配置中对冲信用风险的核心选择。

图 3：2025 年以来国际金价走势与美元指数（美元/盎司，数据截至 1 月 19 日）



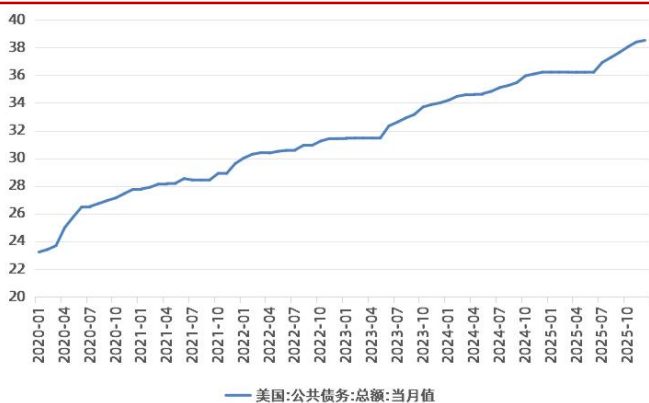
数据来源：iFind，CME，LBMA，东莞证券研究所

美元信用根基面临冲击。截至 2025 年 12 月，美国联邦债务总额已达到 38.51 万亿美元；2025 财年联邦赤字达 1.98 万亿美元，利息支出已成为最大财政负担之一，财政赤字叠加债务总额的压力，导致市场对美元资产的信心承压；11 月 12 日，美国结束持续 43 天的史上最长联邦政府停摆，进一步动摇了全球对美元资产的信任；与此同时，美国关税政策的不确定性，冲击市场对于美元的定价逻辑，各国央行逐步降低对于美元的依赖。

尽管美元强势的地位在短期内难以撼动，但随着全球去美元化持续推进，黄金及其他货币进行交易的份额正在提升。据环球银行金融电信协会（SWIFT）数据，2025 年 11 月，美元在全球支付系统占比为 46.77%，欧元份额为 23.83%，人民币支付份额为 2.94%。国际货币基金组织 2025 年第二季度的数据显示，美元在全球外汇储备中的占比已经跌至 56.32%，创下 30 年新低。截至 2026 年 1 月，黄金在各国外汇储备中的占比提升至 25.94%。

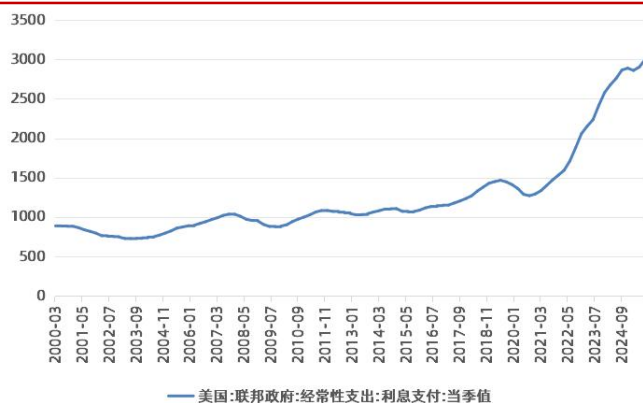
在美元信用逐步弱化的背景下，全球资金快速流向黄金资产。据世界黄金协会数据，2025 年金价共计 53 次刷新历史纪录，全年的全球黄金 ETF 流入规模激增至 890 亿美元，全球黄金 ETF 资产管理总规模（AUM）增长至 5590 亿美元，双双刷新历史纪录，总持仓攀升至 4025 吨的历史峰值。2025 年 12 月，全球黄金 ETF 连续第七个月实现流入，当月流入约 100 亿美元，其中北美地区贡献最大，亚洲和欧洲地区同样录得流入。全球黄金 ETF 资产管理总规模（AUM）增长 5%，总持仓增长 2%。2025 年初至 11 月末，全球央行年内累计报告净购金量达 297 吨，尽管 2025 年内净购金增速较往年有所放缓，但全球央行黄金需求的整体势能依然相对稳健。

图 4：美国债务总额（万亿美元）



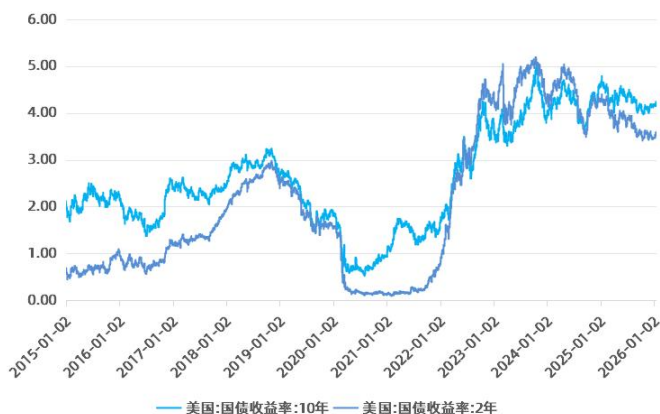
数据来源：iFind，美国财政部，东莞证券研究所

图 5：联邦政府利息支出（百万美元）



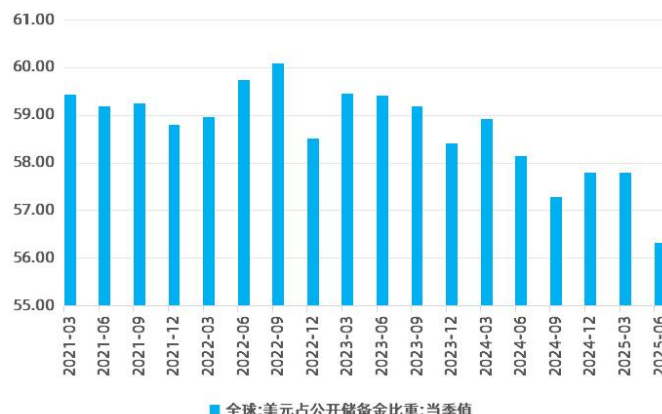
数据来源：iFind，美国经济分析局，东莞证券研究所

图 6：美债 2 年期及 10 年期国债收益率（%）



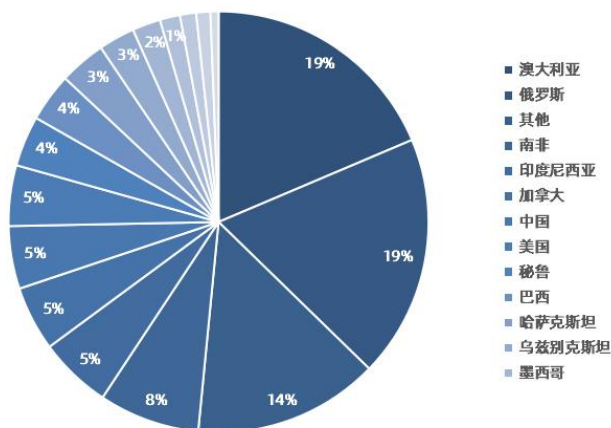
数据来源：iFind，美联储，东莞证券研究所

图 7：美元占全球外汇储备比（百万美元）



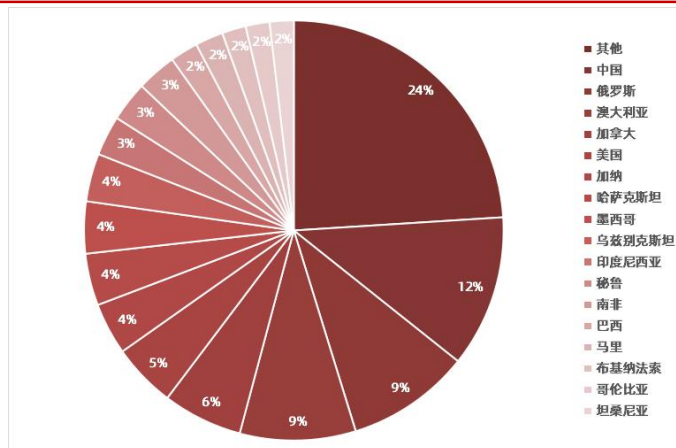
数据来源：iFind，美国经济分析局，东莞证券研究所

图 8：2024 年全球黄金储量占比情况



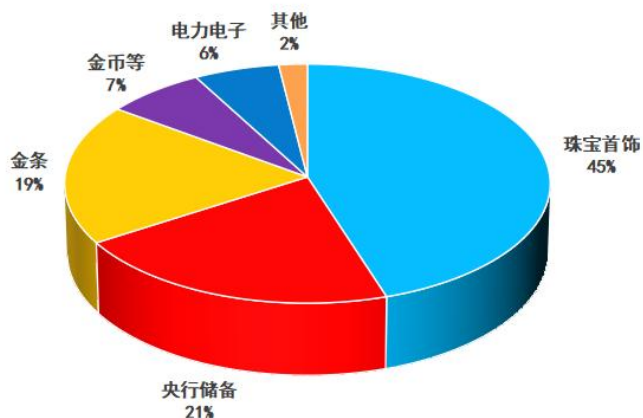
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 9：2024 年全球黄金矿产量占比情况



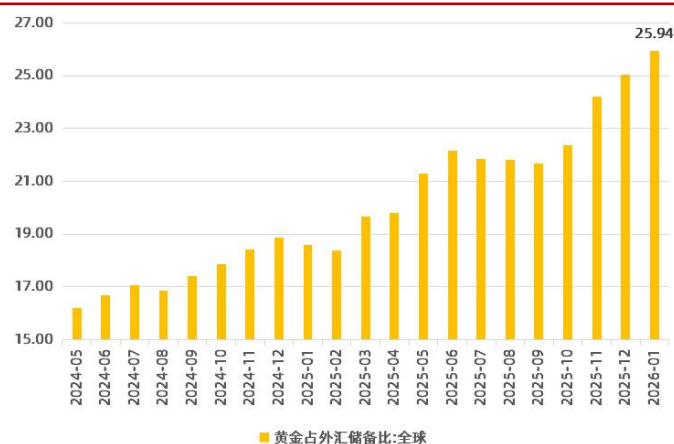
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 10：2024 年全球黄金下游消费结构



数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 11：全球黄金占外汇储备比（%）



数据来源：iFind，世界黄金协会，东莞证券研究所

1.2 降息预期持续助力，央行购金、避险情绪等提供支撑

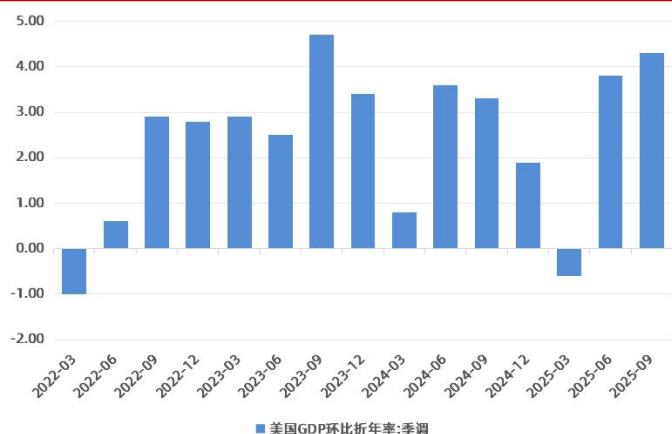
美联储政策困境提升黄金避险溢价。2025 年 12 月美联储议息会议宣布降息 25 个基点，年内累计降息 75 个基点。与此同时，美联储内部分歧进一步加大，会议声明重提“考虑对联邦基金利率的目标区间进行额外调整的幅度和时机”，暗示降息门槛提升。美联储当前深陷“控通胀”与“稳经济”的双重博弈，且后续货币政策路径不确定性显著提升，政策摇摆进一步推升黄金避险溢价。2026 年 5 月鲍威尔任期将结束，后续美联储政策制定的独立性面临受损，政策可信度有所削弱，不仅加剧了货币政策的路径分歧，更动摇了美元资产的价值基础。在美联储货币政策面临困境的背景下，黄金的避险属性愈发凸显，成为资金对冲不确定性的重要资产。

美国经济数据分化主导降息节奏。因当前美联储降息预期仍采用数据依赖，美国主要经济数据的发布对短期金价影响较大。2025 年 12 月美国非农数据喜忧参半，新增就业人数不及预期且前值下修，就业市场颓势延续，然而失业率小幅回落至 4.4%，暂时缓解市场对就业恶化的担忧。与此同时，2025 年三季度 GDP 环比折年率达 4.3%，消费端韧性十足，叠加 12 月 CPI 同比+2.7%、核心 CPI 同比+2.6%的稳定表现，为美联储放缓降息步伐提供支撑。截至 1 月 18 日，市场押注 1 月美联储议息会议上暂停降息的概率升至 95%，交易员预计 2026 年全年累计降息约 50 个基点，集中于鲍威尔任期结束后的 6 月及 9 月。

全球主要经济体 PMI 增长动能或放缓。2025 年 11 月全球制造业 PMI 录得 50.5%，连续四个月处于扩张区间，但较前值回落 0.4 个百分点，显示全球经济在关税冲突缓和后趋于稳定，但整体增长动能有所放缓。分经济体看，美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 51.8%，较前值下滑 0.4 个百分点，且低于预期的 52.1%；服务业初值录得 52.9%，较前值下行 1.2 个百分点，且大幅低于预期的 54.0%，为近半年以来的最低水平；综合 PMI 指数回落 1.2 个百分点至 53.0%，创下 2025 年 6 月以来新低。整体而言，美国企业活动在 12 月继续扩张，但扩张速度降至六个月来最慢；欧元区方面，12 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.2%，较前值下降 0.4 个百分点，为 8 个月来的最低水平；服务业 PMI 初值录得 52.6%，较前值显著回落 1.0 个百分点，致使综合 PMI 数据下滑至 51.9%。美国、欧元区等主要经济体的经济复苏节奏放缓，将进一步强化黄金的配置价值。

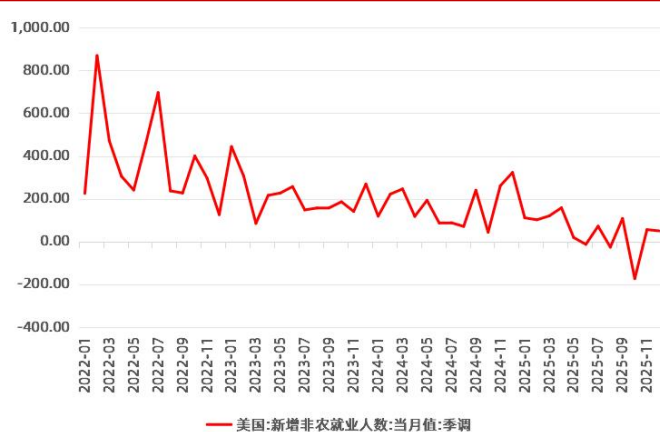
综合来看，美联储货币政策面临困境且内部分歧加剧，然而 2026 年仍留有一定降息空间，或继续为金价上行提供一定助力；全球央行净增持黄金的趋势延续，2025 年 1—11 月净购金量达到 297 吨，进一步印证了黄金货币属性的回归；此外，在美国关税政策不确定性加剧、地缘政治风险再度升温等因素下，短期金价重拾上行态势。中长期来看，美元信用下降已形成趋势、避险情绪持续托底、全球央行购金常态化，使得后续金价或仍具备上涨动能。

图 12：美国 GDP 环比增速（季调，%）



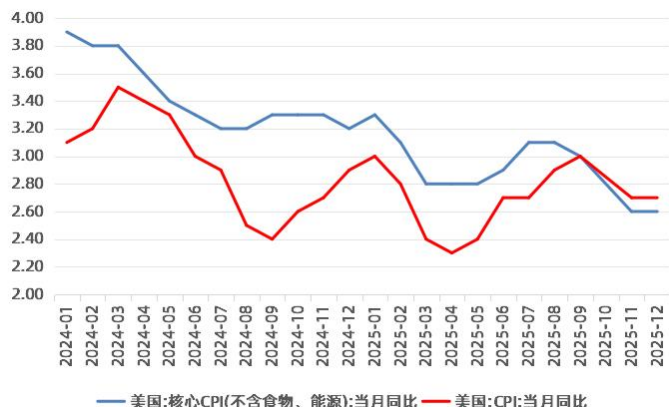
数据来源：iFind，美国经济分析局，东莞证券研究所

图 13：美国新增非农就业人数（千人）



数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 14：美国 CPI 及核心 CPI 同比增速（%）



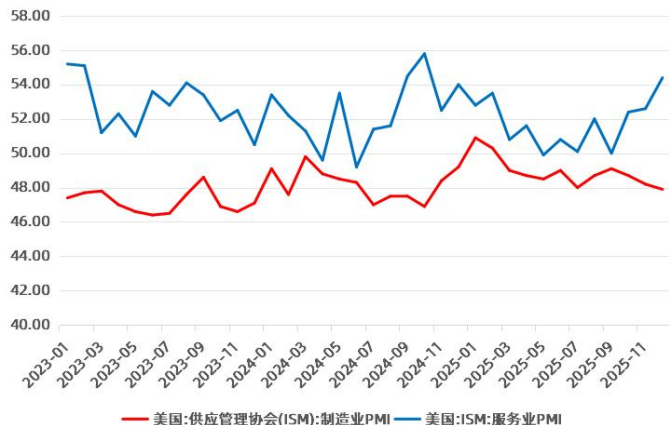
数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 15：美国 PCE 及核心 PCE 同比增速（%）



数据来源：iFind，美国经济分析局，东莞证券研究所

图 16：美国制造业及服务业 PMI



数据来源：iFind，美国供应管理协会，东莞证券研究所

图 17：联邦基金目标利率（%）



数据来源：iFind，美联储，东莞证券研究所

2. 白银—工业需求提振与货币属性回归

2.1 供需格局向好，白银工业需求持续提振

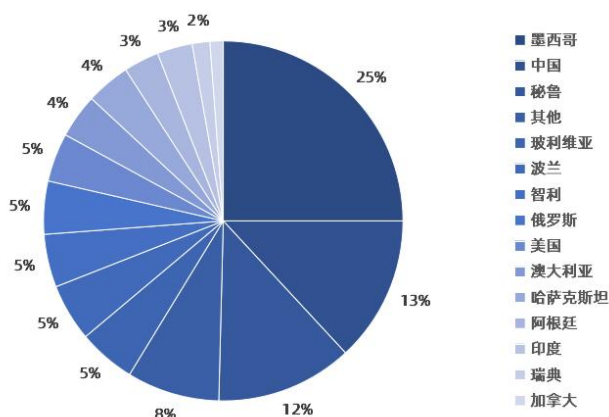
白银作为兼具工业与金融双重属性的金属，在工业需求拉升及贵金属金融属性凸显的背景下，其内在价值正在提升。投资领域中，银币、银条、各类银饰等投资方式为投资者提供多元化选择，成为避险保值、抵御通胀的重要工具。工业领域方面，白银因导电导热性高，可作为导电触材料，广泛应用于电子电器行业；在光伏行业中，光伏银浆是太阳能电池片的关键材料，可有效提升光电转换效率；此外，白银可作为催化剂、抗微生物剂等，广泛应用于医疗卫生、化学化工、建筑装饰等领域。

白银产业链包含上游开采回收、中游冶炼加工、下游终端应用三大环节。上游通过

开采各类有色金属矿石并冶炼制成银精矿，全球约七成白银来自铅锌等有色金属的伴生产，同时从银饰废料、废旧电子元件回收中获取再生银；中游冶炼环节对银精矿与再生银进行冶炼提纯，产出高纯度白银，再进行初级加工制成银棒、银板、银丝、银粉等初级产品；下游为深加工及终端应用环节，白银主要终端应用包括工业领域（光伏、电子电气、化工材料）、消费领域（珠宝首饰、生活用品）及投资领域（银币银条、期货等）。

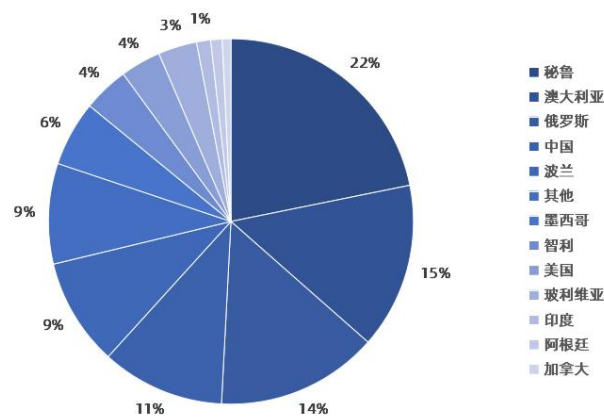
白银通常是作为铅锌矿、铜矿和金矿的副产品，从多金属矿床中生产的白银占全球白银供给的 2/3 以上，未来铜银矿及铜铅锌矿将继续贡献主要的白银供给。根据美国地质调查局数据，2024 年全球白银产量合计约 25000 吨，其中墨西哥、中国、秘鲁的白银产量靠前，分别生产 6300 吨、3300 吨及 3100 吨；2024 年全球白银储量合计约 64 万吨，其中秘鲁、澳大利亚、俄罗斯的储量位居前三，分别拥有 14 万吨、9.4 万吨、9.2 万吨。

图 18：2024 年全球白银矿产量占比情况



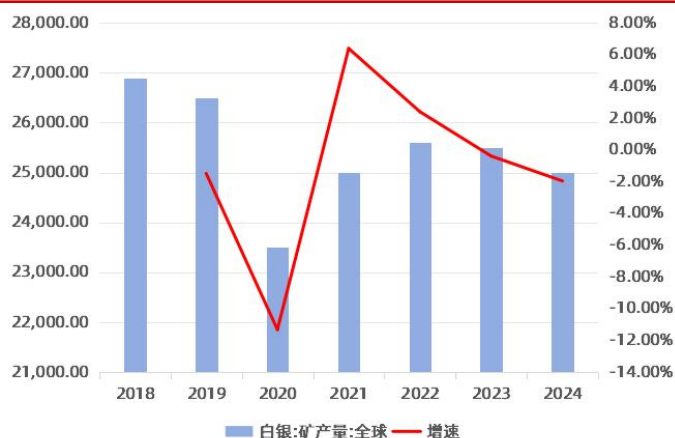
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 19：2024 年全球白银储量占比情况



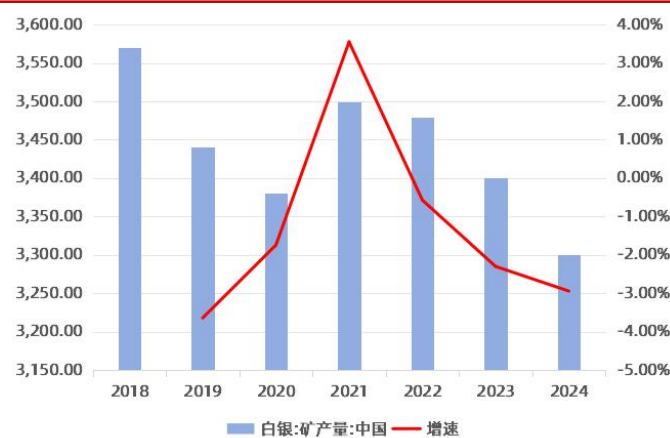
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 20：2018—2024 年全球白银矿产量及增速（吨，%）



数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

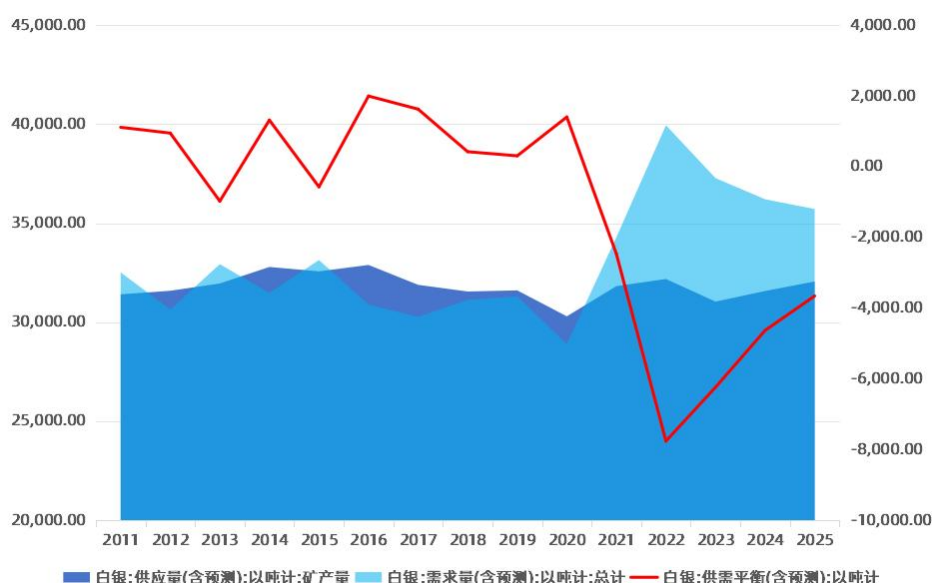
图 21：2018—2024 年中国白银矿产量及增速（吨，%）



数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

总的来看，因矿石品位下降、开采及提炼难度加大、生产成本增加等因素，使得全球矿产白银产量增长受限，2018至2024年全球白银矿产量复合增速为-1.21%。后续，因新银矿发现概率较低以及矿石品位下降难解，预计矿产银难有较大增量，未来全球矿产银供应量将与铜矿、铅锌矿等开采规模密切相关。回收银近年来增长态势较好，主要因白银价格上涨，来自工业、首饰业等领域的回收银产量较高。考虑到回收银整体基数相对较小，未来白银供给仍将以矿产银为主，总体供应将继续偏紧。据世界白银协会预测，2025年全球白银供应约3.21万吨，需求量约3.57万吨，供不应求态势将会延续。

图 22：全球白银供应量及需求量预测（吨）



数据来源：iFind，世界白银协会，东莞证券研究所

图 23：2024 年全球白银需求结构

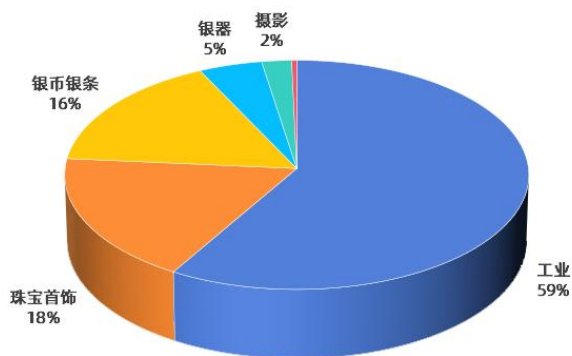
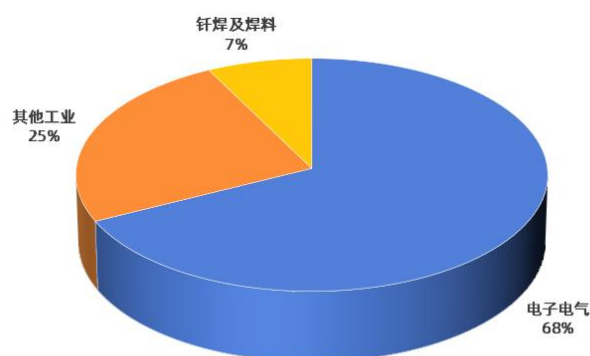


图 24：2024 年全球白银工业领域需求结构

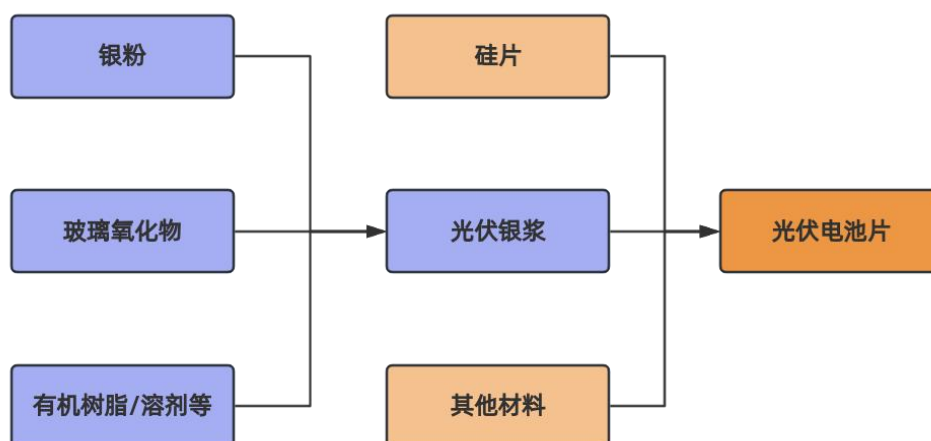


数据来源：Metals Focus，世界白银协会，东莞证券研究所

数据来源：Metals Focus，世界白银协会，东莞证券研究所

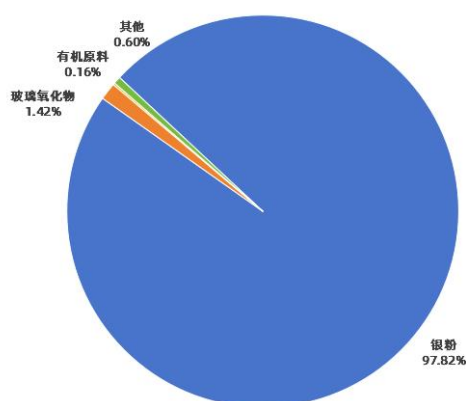
据世界白银协会统计，2024 年全球白银消费结构中，工业领域需求占比 59%，珠宝首饰占比 18%，银币银条占比 16%。工业领域需求中，电子电气需求合计 460.5 百万盎司，其中光伏需求约 197.6 百万盎司，占白银总需求约 17%。2024 年全球白银总需求下降 3%至 1160 百万盎司，主要因实物白银投资需求走弱。全球白银工业需求最大的中国市场工业需求增长 7%，钎焊合金需求在汽车与航空航天等行业支撑下增长 3%。

图 25：光伏银浆产业链



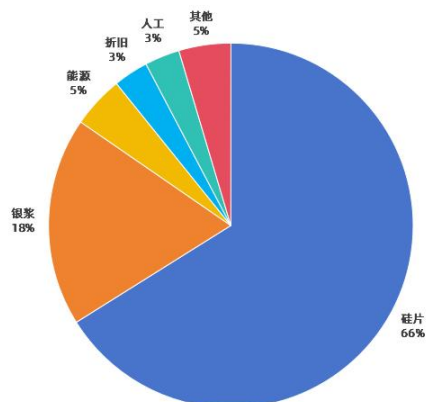
数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

图 26：光伏银浆成本结构



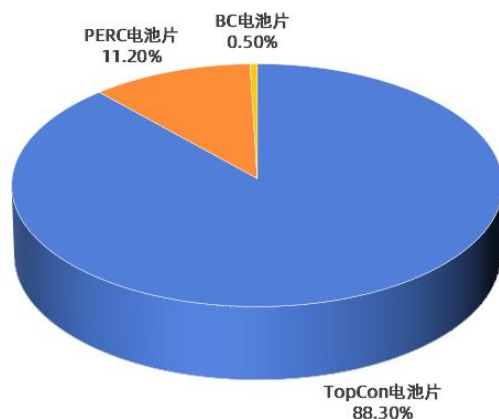
数据来源：中商情报网，东莞证券研究所

图 27：PERC 电池成本占比情况



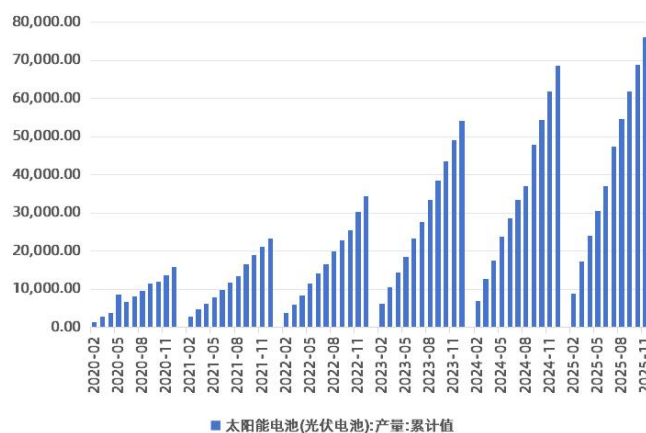
数据来源：中商情报网，东莞证券研究所

图 28：2025 年上半年前五大电池片供货商电池出货类型占比



数据来源：InfoLink，东莞证券研究所

图 29：中国光伏电池产量（万千瓦）



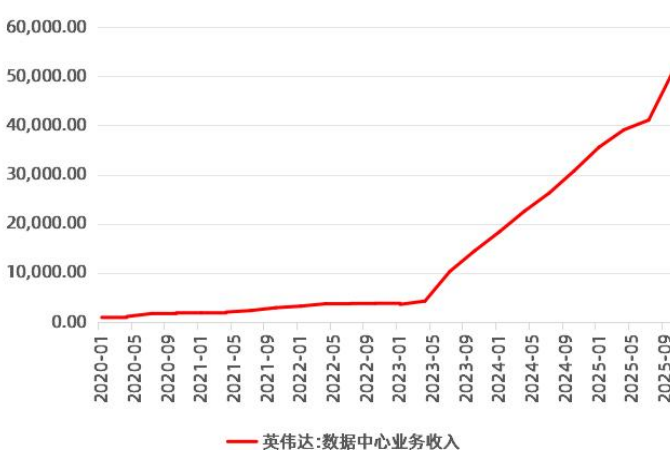
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 30：全球新能源汽车销量（万辆）



数据来源：iFind，CleanTechnica，东莞证券研究所

图 31：英伟达数据中心业务收入（百万美元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

根据世界白银协会发布的《白银：下一代金属》一文，未来白银的工业需求增量主要来自太阳能光伏、汽车及电动汽车以及数据中心。

太阳能光伏。光伏银浆是光伏电池制作过程中的关键辅料，以高纯银粉作为导电功能相、玻璃氧化物作为粘结相，光伏银浆的质量与用量直接影响光伏电池的光电转换效率。据中商情报网，光伏银浆成本中银粉占比约 98%，PERC 电池成本结构中光伏银浆成本占比约 18%。TOPCon 电池因正背面均会使用银浆料，其耗银量相比 PERC 电池更高。

在全球对清洁能源的需求持续增长的背景下，光伏新增装机容量屡创新高。2024 年，全球光伏新增装机容量达到 452GW，国内新增装机容量达到 278GW。根据 InfoLink 调研，2025 上半年前五大电池片供货商（通威股份、中润光能、英发睿能、捷泰科技、爱旭股份）的全球总出货量约为 87.8GW，同比增长约 12.5%。五家企业在上半年总出货量达到

87.8GW。其中，TOPCon 电池片加速普及，出货量占比达到 88.3%，PERC 电池片出货占比为 11.2%。

光伏行业未来的增长轨迹依旧强劲。国际能源署（IEA）预计从 2025 年到 2030 年，新增太阳能装机容量将占全球可再生能源电力增长的 80%以上，年均复合增长率（CAGR）将达到 17%。到 2030 年，太阳能光伏有望成为首要的可再生能源。

汽车及电动汽车领域。白银凭借高导电性、优良导热性和强耐腐蚀性，成为汽车电子元件的关键原料，广泛应用于电池组、逆变器、充电模块等部件中。据世界白银协会数据，新能源汽车的单车白银消耗量比传统燃油汽车高出 67%—79%，2025—2031 年全球电动汽车产量预计将以 13%的复合年增长率增长。同时，汽车安全配置、舒适功能的升级以及自动驾驶技术的发展，推动电子控制单元和传感器需求增加，叠加充电桩等配套基础设施的建设需求，世界白银协会预计 2025—2031 年汽车电子元件的白银需求将以 3.4%的年复合增长率增长。

数据中心及人工智能。白银在数据中心的连接器、电路、半导体封装及冷却系统等核心部件中不可或缺，能保障设备高效低耗地运行并延长使用寿命。随着数字化和人工智能的加速普及，全球数据中心规模持续扩张，2000—2025 年全球 IT 电力容量增长 53 倍，数据中心的数量增长 11 倍，且大型化、高性能化趋势明显。各国政府将数据中心列为关键基础设施，并持续推动行业发展。此外，人工智能应用向媒体生产、工业自动化等领域拓展，对图形处理器（GPU）等专用硬件及自动驾驶、边缘计算设备的需求激增，这些设备均依赖含银组件，对白银的需求有望随着数据中心扩张和人工智能技术普及快速增长。

白银凭借着独特的物理特性，成为太阳能光伏、汽车与电动汽车、数据中心与人工智能三大领域不可或缺的原材料。具体来看，太阳能光伏领域受益于全球装机容量的持续扩张与新一代电池技术的推广，中长期需求增长强劲；汽车行业向新能源汽车的转型过程推动白银需求稳步提升，电动车更高的单位银用量、电子化升级及充电基础设施建设形成对白银的三重拉动；数据中心与人工智能领域随着 AI 算力的爆发式增长、AI 硬件的普及及各国政策支持，成为白银需求的新兴增长引擎，三大需求领域共同支撑起白银在未来产业转型中的核心地位。

2.2 白银金融属性逐步凸显，关注金银比均值回归情况

白银在金融领域兼具货币属性及投资属性。与黄金同作为重要的贵金属，白银在货币发展历程中历史悠久，承担着交易工具、价值尺度等核心货币职能。凭借着深厚的货币根基，白银成为抗通胀的储备资产，时下部分国家央行仍会适配白银以稳定资产储备。同时，白银的投资属性显著，因市场规模相对黄金较小，其价格对宏观环境、市场情绪及资金流向的反应更为敏感，投资风险与收益潜力均相对较高。

全球宏观环境与货币政策为影响白银金融属性的核心因素。经济繁荣时，工业生产活动旺盛，白银工业需求提升，随之强化其金融属性；在经济下行期，白银工业需求减弱，白银价格承压，使得金融属性随之弱化。以美联储政策为主导的货币政策同样关键，

在降息推动实际利率下行时，白银作为零息资产吸引力上升，金融属性凸显；加息期间，资金流向有息资产，白银投资需求下降金融属性弱化。

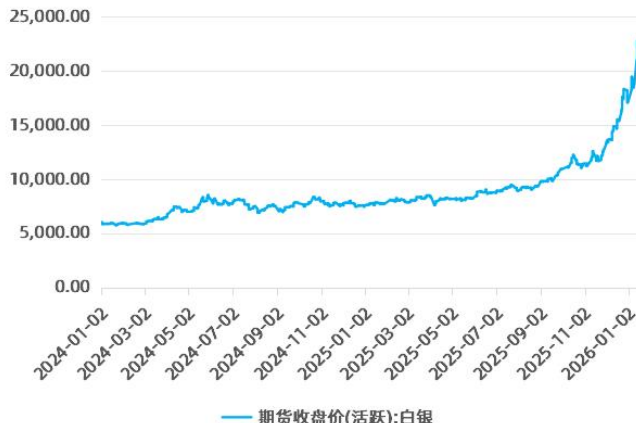
地缘政治风险与美元指数同样对白银金融属性影响深远。地缘政治风险会催生投资者避险需求，作为传统避险资产的白银，投资需求与白银价格将会同步上行，金融属性显著增强。此外，国际市场上，白银同样以美元标价，二者通常呈现出较强的负相关关系，若美元贬值，白银价格将会抬升，其金融属性得到强化。

截至1月20日，COMEX 白银价格收于 94.06 美元/盎司，较 2025 年初上涨 216.5%；上期所白银价格收于 23062 元/千克，较 2025 年初上涨 202.89%；美元指数回落至 98.55，较 2025 年初下跌 1.82，较年初下跌 9.94；COMEX 白银非商业净多头持仓为 3.21 万张，较 2026 年初增加约 2000 张。金银比方面，截至 1 月 20 日，COMEX 金银比收于 50.49，SHFE 金银比收于 45.97。总体来看，中长期白银将继续受到金融属性凸显与工业需求爆发的双轮驱动，短期需警惕金银比均值回归以及获利资金了结等风险。

图 32：COMEX 白银期货收盘价（美元/盎司）



图 33：SHFE 白银期货收盘价（元/千克）



数据来源：iFind，COMEX，东莞证券研究所

数据来源：iFind，上海期货交易所，东莞证券研究所

图 34：COMEX 金银比



图 35：SHFE 金银比

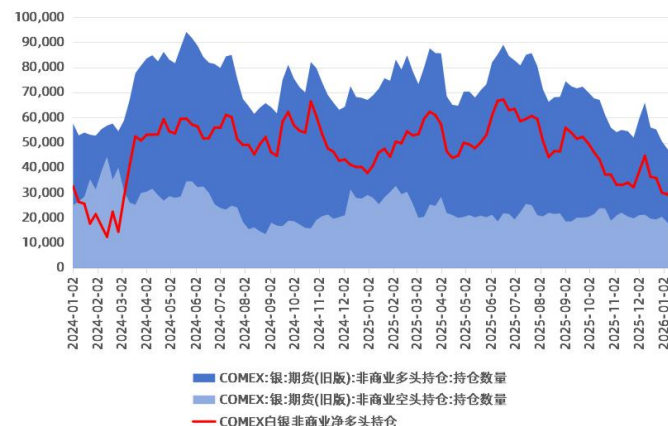


数据来源：iFind，COMEX，东莞证券研究所

数据来源：iFind，上海期货交易所，东莞证券研究所

图 36：美元指数与白银价格（1973 年 3 月=100，美元/盎司）

图 37：COMEX 白银非商业持仓（张）



数据来源：iFind，CME，东莞证券研究所

数据来源：iFind，COMEX，东莞证券研究所

3. 投资建议

2025 年以来，国际金价呈现震荡上行态势。美元信用弱化、美联储降息预期抬升、全球央行维持净购金、避险与投机资金进场形成合力，推动黄金价格在 2025 年持续走高。进入 2026 年，受益于美国关税政策不确定性、美债收益率下行、地缘风险再度升温及央行购金支撑，金价再度开启上行态势。截至 1 月 20 日，COMEX 黄金期货价格达到 4764 美元/盎司，伦敦现货金价收于 4747.80 美元/盎司，沪金价格达到 1055.99 元/克。

黄金正迎来金融属性的强势复归。黄金的货币、投资、避险三大金融属性由实际利率、美元指数、地缘局势等因素主导，当前黄金正迎来金融属性的强势复归。美国债务高企、财政赤字承压等冲击美元信用根基，叠加去美元化推进，美元全球支付与外汇储备占比逐步下滑，而黄金外汇储备占比提升至 2026 年 1 月的 25.94%。据世界黄金协会数据，2025 年金价 53 次刷新纪录，全球黄金 ETF 流入规模达 890 亿美元，总持仓攀至 4025 吨历史高点，2025 年全球央行净购金 297 吨，资金持续涌入推动黄金资产价值攀升。

白银三大工业需求持续提振。白银凭借着独特的物理特性，成为太阳能光伏、汽车与电动汽车、数据中心与人工智能三大领域不可或缺的原材料。具体来看，太阳能光伏领域受益于全球装机容量的持续扩张与新一代电池技术的推广，中长期需求增长强劲；汽车行业向新能源汽车的转型过程推动白银需求稳步提升，电动车更高的单位银用量、电子化升级及充电基础设施建设形成对白银的三重拉动；数据中心与人工智能领域随着 AI 算力的爆发式增长、AI 硬件的普及及各国政策支持，成为白银需求的新兴增长引擎，三大需求领域共同支撑起白银在未来产业转型中的核心地位。

白银价格续创新高，警惕高收益相伴的高风险。白银在金融领域兼具货币与投资属性，在历史上承担着重要的货币职能，如今仍是抗通胀的重要储备资产，因全球白银

市场规模相对黄金较小，白银价格对宏观环境、市场情绪及资金走向更为敏感，其高收益背后伴随着较高风险。截至 1 月 20 日，COMEX 白银价格收于 94.06 美元/盎司，较 2025 年初上涨 216.5%；截至 1 月 20 日，COMEX 金银比收于 50.49。总体来看，中长期白银将继续受到金融属性凸显与工业需求爆发的双轮驱动，短期需警惕金银比均值回归以及获利资金了结等风险。

投资建议。建议关注紫金矿业(601899)、赤峰黄金(600988)、兴业银锡(000426)、江西铜业(600362)、盛达资源(000603)。

表 1：重点公司盈利预测（截至 1 月 20 日收盘价）

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
601899	紫金矿业	37.31	1.21	1.85	2.31	12.54	20.15	16.14	买入	维持
600988	赤峰黄金	34.96	1.06	1.68	2.2	14.72	21.01	15.97	买入	维持
000426	兴业银锡	51.75	0.86	1.16	1.42	12.91	46.88	38.13	买入	维持
600362	江西铜业	60.9	2.01	2.3	2.45	10.27	27.07	25.42	买入	维持
000603	盛达资源	41.98	0.57	0.82	1.4	21.21	56.34	32.61	买入	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所（盈利预测采用 iFind 一致预期）

4. 风险提示

- (1) **宏观经济波动风险：**有色金属市场需求与国内外宏观经济高度相关，其产品价格随国内外宏观经济波动呈周期性变动规律。未来若宏观经济进入下行周期，或出现重大不利变化导致有色金属需求放缓，可能会对相关企业业绩产生不利影响。
- (2) **境外投资国别风险：**我国有色金属企业境外投资规模不断增加，境外项目国别政治、经济、文化发展水平差异较大，存在一定的国别政治、政策风险。
- (3) **安全生产风险：**有色金属采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。
- (4) **美联储超预期加息的风险：**倘若美国通胀持续韧性且就业数据超预期增长，美联储仍有可能再度加息或维持高利率环境更长时间，而超预期加息下，势必对全球大宗商品市场造成影响。
- (5) **原材料价格波动风险：**随着市场环境的变化，生产各类有色金属所需的原材料和能源价格受基础原料价格和市场供需关系影响，呈现不同程度的波动。若公司不能有效地将原材料和能源价格上涨的压力转移到下游，将会对相关企业的经营业绩产生不利影响。
- (6) **白银下游实际需求下滑的风险：**白银行业下游多与工业、制造业密切相关，若下游消费不及预期，将对相关产品需求下降，产品价格或将下滑。
- (7) **在建项目进程不及预期：**目前我国各有色金属企业处于产能扩张阶段，针对产业链各环节强链补链，倘若在建项目的建设进程不及预期，可能会对相关企业的生产经营造成一定不利影响。
- (8) **地缘局势风险：**黄金、白银均具备避险属性，若地缘政治局势快速升温或降温，极易对其价格产生较大波动。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn