



# 金银比驱动变迁与未来展望

## 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

本篇报告梳理了金银比价的历史演变与定价逻辑迭代，金银比的波动本质是全球宏观环境、货币信用体系与市场需求结构共同作用的结果，其定价框架经历了从早期的属性分化到后期通货属性主导的完整演变。

早期阶段，黄金与白银的定价逻辑呈现明显分化：黄金更多锚定全球流动性松紧、地缘风险变化与货币信用强弱，成为市场避险与对抗通胀的核心资产；白银则兼具贵金属属性与工业属性，其价格既受宏观环境影响，又深度绑定工业需求的景气度，导致两者比价随经济周期呈现“危机期分化、复苏期收敛”的规律。

2023年后，定价逻辑迎来关键转变，贵金属的通货属性重新成为主导定价的核心框架。在全球“去美元化”趋势凸显、货币信用担忧升温的背景下，黄金的“货币锚”地位进一步强化，成为各国央行与市场资金的核心配置资产；白银的通货属性也同步觉醒，不再单纯依附工业需求，而是与黄金共同成为对冲法币信用风险的选择，工业需求退居为短期波动的次要影响因素。整体来看，目前宏观背景下已经明确了“属性轮动”是金银比波动的核心逻辑，而货币政策、全球信用货币体系变化则是驱动属性切换的关键变量。

当下，综合考量白银持仓的可持续性、金银核心驱动逻辑差异及市场平衡力量，未来金银比价大概率将脱离此前的高位区间，在40-80的中枢范围内呈现震荡格局。

## 套保策略

当前金银定价以通货属性为主导，整体呈现偏强震荡格局，套保核心遵循逢低买入策略。对于珠宝加工、电子制造等贵金属下游消费企业，可在金银价格回落至阶段性低位，或金银比处于历史中枢上方时，通过期货买入合约锁定采购成本，规避后续原料涨价风险。由于白银波动幅度大于黄金，套保白银需严格控制仓位与止损，警惕高位震荡风险。

## 风险

美联储降息不及预期

获利了结造成价格波动风险

## 目录

报告摘要 .....	1
1970-1980 年代：从布雷顿崩溃开始的定价体系重构 .....	3
1981-2000 年代：美元霸权趋于稳固 金银定价框架分化 .....	4
2001-2013 年代：次贷危机视角下金银属性进一步分化 .....	5
2014-2022 年代：金价开启上行周期 .....	6
2023-2025 年代：比价回落需求叠加金价韧性成为白银极致行情的前奏 .....	7
金银比价展望 .....	8
总结与套保建议 .....	9

## 图表

图 1: 1970-1980 年代金银比价图 .....	3
图 2: 1980-2000 年代金银比价图 .....	4
图 3: 2001-2013 年代金银比价图 .....	6
图 4: 2014-2022 年代金银比价图 .....	7
图 5: 2023-2025 年代金银比价图 .....	8

## 1970-1980 年代：从布雷顿崩溃开始的定价体系重构

1970 年代初比价从 20 左右逐步抬升，1973 年后伴随布雷顿森林体系解体、石油危机与亨特兄弟投机，出现多次骤升骤降，1980 年初更因白银泡沫触及 15 左右的低位，随后又因泡沫破裂快速反弹。

1971 年布雷顿森林体系瓦解，美元与黄金脱钩彻底打破了贵金属“官价时代”的定价逻辑，贵金属定价体系重构由此开启——黄金从 35 美元/盎司的固定价转向市场化波动，白银则因兼具货币与工业属性，成为资本博弈的新标的。1973 年石油危机推升的滞胀，进一步强化了贵金属的抗通胀属性，金银比价随市场情绪反复波动。而 1979-1980 年亨特兄弟操纵白银的事件，成为这一重构期的极端缩影：银价从 6 美元被推升至 50 美元，使金银比价短暂压缩至 15:1，这是自由市场对贵金属定价体系影响的极端体现。但监管层的保证金上调、持仓限制等措施，最终刺破泡沫，白银价格腰斩，也让市场意识到：重构后的贵金属定价体系，不再是单一资本可以垄断的“官价游戏”，而是美元信用、通胀预期、供需基本面与监管规则共同博弈的结果；这一逻辑也为后续数十年贵金属的市场波动埋下了底层框架。

图 1：1970-1980 年代金银比价图



数据来源：Wind 华泰期货研究院

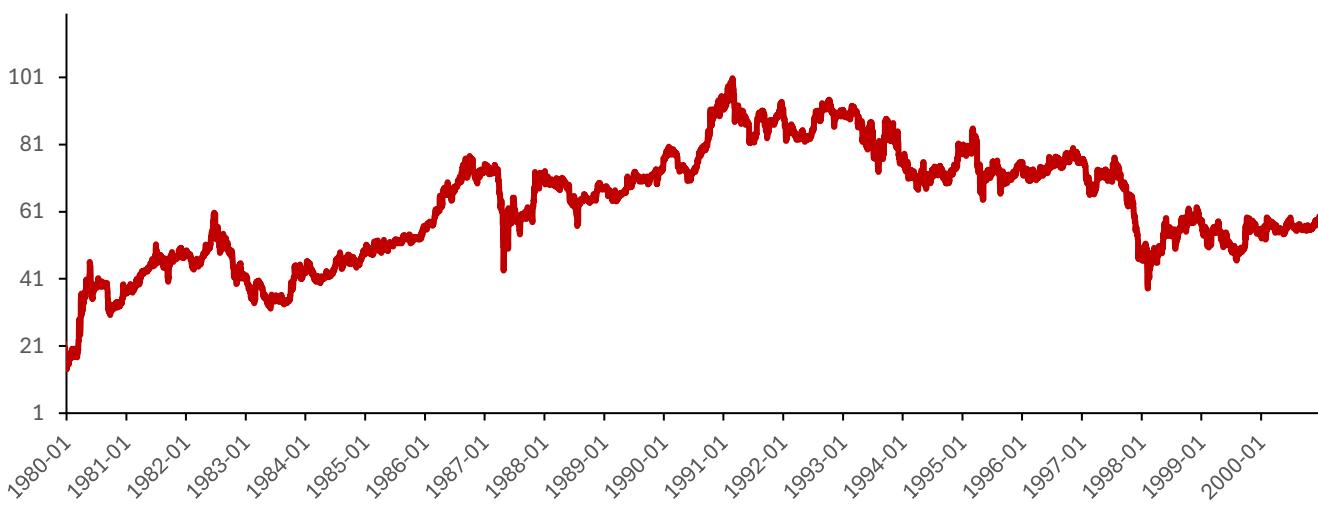
## 1981-2000 年代：美元霸权趋于稳固 金银定价框架分化

1980 年初因白银泡沫破裂，比价从 20 左右骤升至 60 以上，1991 年间突破 100 的历史高位，随后在 90 年代中后期回落至 40 附近，这一走势的历史背景正是全球化扩张期美元霸权巩固、黄金白银作为贵金属的属性分化的阶段。

1980 年代起，沃尔克激进加息终结滞胀、《广场协议》签订、石油美元体系深化，共同推动美元霸权进入“单极时代”，而苏联解体更让美国主导的全球化框架确立，全球经济进入低通胀高增长周期：避险需求的持续弱化，使得黄金的货币属性被进一步压制，其价格从 1980 年超 800 美元跌至 1999 年的 300 美元以下。与此同时，白银作为贵金属的避险属性亦陷入弱势：1990 年代初海湾战争等地缘事件中白银避险表现逊于黄金，金银比价在 1990 年冲高至近 100。

这一阶段实质是贵金属定价体系在美元霸权与市场供需框架下新表现：黄金从“抗通胀锚”转为“美元信任对冲工具”，白银的定价权重则转向“工业属性主导”，二者的比价波动，是全球化扩张期美元霸权与实体需求博弈的反映。即当美元信用稳固、经济增长平稳时，白银定价转向工业需求并伴随着货币属性退潮，比价便随白银的弱势而走阔。而 1998 年亚洲金融危机中白银因工业需求萎缩跌幅超黄金，更印证了这一逻辑：在美元霸权主导的全球化周期里，贵金属的定价权已从“货币锚定”转向“美元信用 + 产业周期”的双重约束，白银的工业属性与黄金的货币属性，在美元霸权的巩固中完成了定价框架的分化。

图 2：1980-2000 年代金银比价图



## 2001-2013 年代：次贷危机视角下金银属性进一步分化

2001-2013 年的金银比价趋势图中可以看到，2001-2008 年比价长期在 50-80 区间震荡，2008 年次贷危机爆发后一度冲高至 80 以上，2009-2010 年快速回落至 40 附近，2011 年后又反弹至 60 上下波动——这一走势恰是 2000 年代全球金融周期与贵金属属性分化的缩影。

2001-2007 年，美联储为对冲互联网泡沫破裂开启宽松周期，黄金价格从 300 美元逐步抬升，而白银因工业需求（电子、胶片等）增长乏力，金银比价维持在 60-80 的高位震荡。2008 年次贷危机爆发后，各国央行大规模注入流动性救市，市场对美元信用的担忧推升黄金的货币属性，金价从 800 美元飙升至 1000 美元以上，而白银因工业需求随经济衰退萎缩，比价一度突破 80，成为危机初期“货币属性压过工业属性”的典型表现。

次贷危机后 2009-2010 年，全球经济触底回升，风险偏好修复带动工业需求复苏：白银的光伏、电子等领域需求放量，叠加投机资金涌入，银价从 10 美元暴涨至 30 美元，而黄金因避险需求弱化涨幅相对温和，比价快速回落至 40 附近，比较契合“白银工业属性主导上涨”的逻辑。进入 2010 年后，欧债危机发酵与美联储第二轮量化宽松开启，宽松周期背景下通胀预期升温，黄金的抗通胀属性再次凸显，金价突破 1900 美元/盎司的阶段历史高位，而白银虽随商品牛市上涨，但涨幅不及黄金，比价又反弹至 60 区间波动。

这 13 年的比价走势是贵金属“货币属性与工业属性”在不同周期的轮动：危机期货币属性（黄金）主导、复苏期工业属性（白银）主导、宽松期通胀属性（黄金）主导，每一轮比价波动都是当时全球流动性、经济周期与市场情绪的共同作用。

图 3：2001-2013 年代金银比价图



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 2014-2022 年代：金价开启上行周期

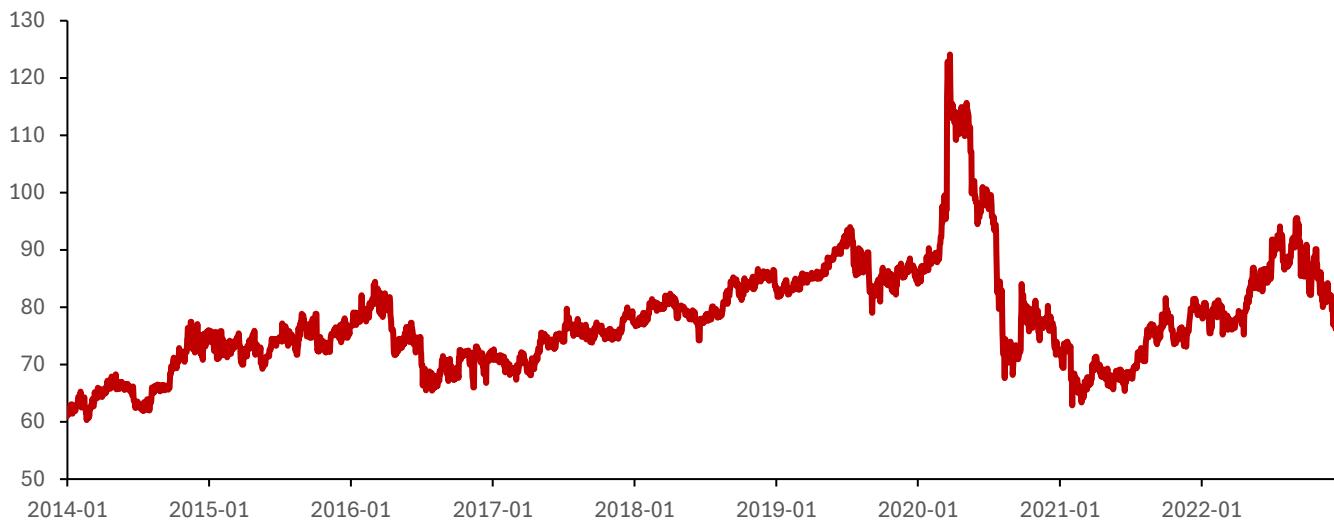
2014-2019 年，全球处于后危机时代的政策转型期：美联储从 QE 转向加息缩表，实际利率温和上行压制黄金弹性，而白银工业需求（电子、传统制造业）增速平缓，两者涨幅节奏趋同，比价维持窄幅震荡；期间 2016 年特朗普减税政策推升通胀预期，金价阶段性上行，但白银随商品周期同步波动，比价未突破区间。

进入 2020 年全球卫生事件冲击成为比价拐点：全球流动性危机初期，黄金因避险属性获资金集中增配，而白银受工业需求骤停、流动性挤兑双重压制，比价冲高至 120 的历史高位；后续各国央行和开启 QE，经济复苏预期升温，白银工业属性（光伏、新能源车产业链）快速修复，叠加投机资金涌入，银价涨幅远超黄金，比价快速回落至 80 区间。

2021 年，经济复工与能源转型共振：全球光伏装机、新能源车产销放量，白银工业需求同比高增，同时美联储维持宽松支撑商品价格，银价弹性持续释放，比价维持低位；2022 年美联储激进加息扭转格局：美债利率飙升压制黄金估值，而白银受工业需求衰退预期、流动性收紧双重冲击，跌幅则略大于黄金，比价反弹至 90 区间。

此阶段比价的核心逻辑与 2008 年危机时期有些类似，均是金价在市场面临巨大冲击时的极端行情表现；而与上一轮又略有不同的是，贵金属的通货属性在此阶段重新成为定价框架的主要因素，同时该阶段出现了比价的历史新高，为后续的比价回落创造了较大弹性。

图 4: 2014-2022 年代金银比价图



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 2023-2025 年代：比价回落需求叠加金价韧性成为白银 极致行情的前奏

2023 年比价维持 80-90 区间波动，2025 年中短暂冲高至 105 以上，随后快速回落，此阶段走势的核心驱动是贵金属通货属性的重新主导，黄金与白银的定价框架均向“货币信用锚”回归。

2023 年，全球处于加息周期尾声与地缘风险发酵期：美联储加息接近终点，但美债信用风险隐现（如美国债务上限谈判僵局），叠加俄乌冲突持续，黄金的“货币储备资产”属性先被激活，金价震荡上行；而白银虽有工业需求（光伏装机）支撑，但通货属性尚未凸显，涨幅弱于黄金，比价维持 80-90 区间——此时通货属性已开始替代商品属性，成为贵金属定价的主线。

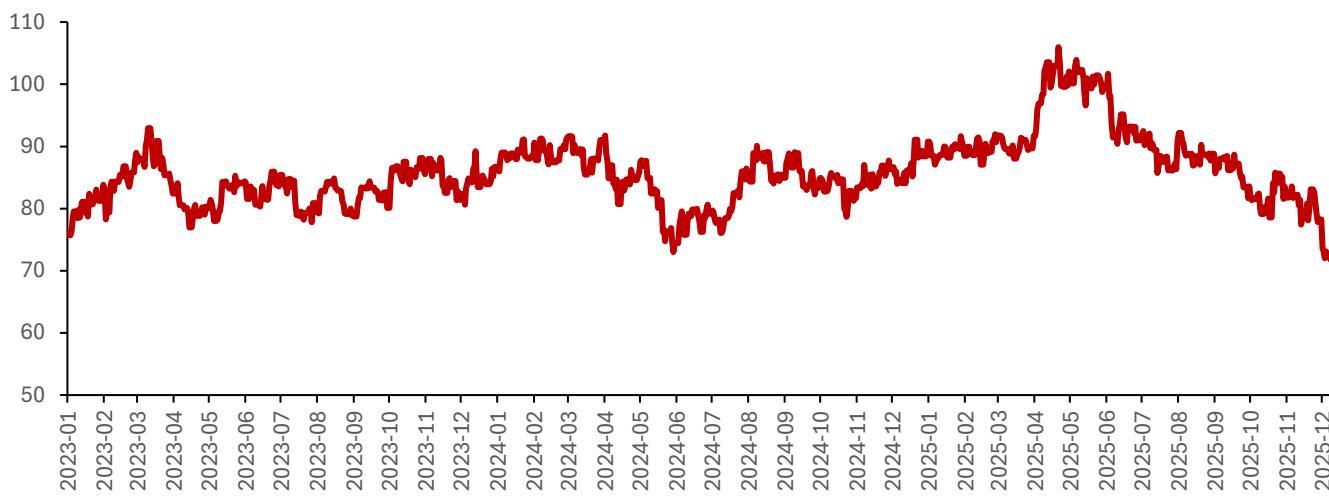
2024-2025 年中，贵金属通货属性被全面强化：一方面，主要央行加速增持黄金（全球央行黄金储备连续创历史新高），黄金的“去美元化”通货属性直接推升其估值；另一方面，白银的通货属性同步觉醒：在全球货币宽松预期升温（美联储开启降息周期）、美元信用担忧加剧的背景下，白银不再仅锚定工业需求，而是与黄金共同成为“替代法币”的选择，但因白银的通货属性弹性弱于黄金，其涨幅滞后于黄金，比价短暂冲高至 105 的阶段高点。

2025 年下半年，通货属性的定价逻辑进一步深化但结构分化：美联储降息落地叠加全

球地缘冲突升级（如中东局势紧张），市场对“法币信用稀释”的担忧加剧，黄金作为核心通货资产持续走高，而白银工业属性已充分定价并转向其本身的通货属性，叠加现货紧张引发的挤仓行情进一步推动了银价冲高，导致比价快速回落。此阶段的分化并非黄金通货属性弱化，而是黄金作为“核心通货”的上涨优先级高于白银，而两者的定价框架均锚定货币信用，即金银比收敛是现阶段宏观环境下的必然结果。此外，即便从白银的平衡表出发，其结论亦是白银短缺；贵金属属性强化叠加供应短缺客观存在，比价有较强的收敛需求，从而触发目前银价的单边上行。

这一阶段中贵金属从“商品/避险二元定价”向“通货属性主导”的切换：黄金的“货币锚”地位与白银的“次级通货”属性共同构成定价核心，地缘风险、货币宽松均通过“法币信用”传导至价格，工业需求可能仅成为短期波动的次要因子。

图 5：2023-2025 年代金银比价图



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 金银比价展望

未来看，综合考量白银挤仓的可持续性、金银核心驱动逻辑差异及市场平衡力量，未来金银比价大概率将脱离此前的高位区间，在 40-80 的中枢范围内呈现震荡格局。

白银挤仓行情构成比价下行的短期推力，本轮白银逼仓的核心逻辑是“金融化锁仓需求+交易所库存枯竭”的共振：供需失衡推动银价短期大幅跑赢黄金，直接压低金银比价。但需注意，挤仓行情的内在脆弱性决定了其难以持续驱动比价进一步下行：一方面，高银价可能导致下游细分需求趋弱，并加速产业（如光伏）寻找替代材料；若挤仓风险加剧，

不排除交易所出台拓宽交割品范围、限制大额持仓等更严厉政策，直接瓦解挤仓基础，银价上涨动能可能衰减。

黄金的信用对冲属性仍将提供比价支撑，遏制比价下行空间。当前黄金的定价逻辑已从传统的实际利率与美元锚定，转向以“法币信用对冲”为核心的多元化体系，成为衡量全球主权信用特别是美元体系稳健性的关键标的。美联储年内三次降息开启宽松周期，联邦基金利率目标区间降至 3.50%-3.75%，且每月 400 亿美元的短期国债购买计划持续强化宽松预期，叠加全球地缘秩序重构与去美元化进程加速，黄金的避险与抗通胀需求将长期存在。2026 年伦敦现货黄金预计运行在 4200-5000 美元/盎司区间，均价有望抬升至 4800 美元/盎司，将对金银比价形成底部支撑。即便白银维持强势，黄金的稳健上涨也将限制比价的下行幅度，使其难以跌破 40 的历史中枢下限——这一区间对应白银供需回归平衡后的合理估值，也是历史上金银比价的核心波动区间。

市场情绪与资金平衡将主导比价在中枢区间震荡，难以重回 80 以上高位。从历史走势看，金银比价长期中枢约为 65，80 以上属于显著高估区间，40 以下则为低估区间。此前比价突破 100 属于极端市场环境下的特殊表现，当前随着白银基本面优势显现与黄金信用对冲需求强化，比价回归合理区间是必然趋势。短期来看，逼仓行情引发的资金狂欢可能推动比价向 40 附近试探，但高波动下的获利了结盘将快速涌入，形成反向修正力量；中长期来看，白银供给端的产能趋紧（新增矿产白银供给未见增量）将和宏观催化同步推升白银稀缺性，黄金对其比价走势将趋于平衡。

综上，白银逼仓行情推动金银比价脱离高位，但短期冲击难以改变金银的核心驱动逻辑。未来，随着白银供需缺口进一步扩大、黄金信用对冲需求持续释放，金银比价将告别此前的极端波动，在 40-80 的合理区间内形成新的震荡平衡。

## 总结与套保建议

本篇报告梳理了金银比价的历史演变与定价逻辑迭代，金银比的波动本质是全球宏观环境、货币信用体系与市场需求结构共同作用的结果，其定价框架经历了从早期的属性分化到后期通货属性主导的完整演变。

早期阶段，黄金与白银的定价逻辑呈现明显分化：黄金更多锚定全球流动性松紧、地缘风险变化与货币信用强弱，成为市场避险与对抗通胀的核心资产；白银则兼具贵金属属性与工业属性，其价格既受宏观环境影响，又深度绑定工业需求的景气度，导致两者比价随经济周期呈现“危机期分化、复苏期收敛”的规律。

2023 年后，定价逻辑迎来关键转变，贵金属的通货属性重新成为主导定价的核心框架。在全球“去美元化”趋势凸显、货币信用担忧升温的背景下，黄金的“货币锚”地位进一步强化，成为各国央行与市场资金的核心配置资产；白银的通货属性也同步觉醒，不再单纯依附工业需求，而是与黄金共同成为对冲法币信用风险的选择，工业需求退居为短期波动的次要影响因素。整体来看，目前宏观背景下已经明确了“属性轮动”是金银比波动的核心逻辑，而货币政策、全球信用货币体系变化则是驱动属性切换的关键变量。

当前金银定价以通货属性为主导，整体呈现偏强震荡格局，套保核心遵循逢低买入策略。对于珠宝加工、电子制造等贵金属下游消费企业，可在金银价格回落至阶段性低位，或金银比处于历史中枢上方时，通过期货买入合约锁定采购成本，规避后续原料涨价风险。由于白银波动幅度大于黄金，套保白银需严格控制仓位与止损，警惕高位震荡风险。

## 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)