

白银：非理性暴涨下的回撤

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

研究所 农产品小组

研究员：潘兆敏 从业资格号：F3064781 投资咨询号：Z0022343

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询证号：Z0019577

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400—626—9988

网站地址：www.alqh.co

引言：

贵金属市场在 2026 年 1 月 30 日至 2 月 2 日经历了罕见的剧烈调整，沪金、沪银期货价格断崖式下跌，引发全市场高度关注。沪金主力合约自 1 月 30 日起连续下挫，截至 2 月 2 日收盘，累计跌幅达 15.22%，盘中最低触及 1000 元/克以下，创下近年来最大单日与连续跌幅纪录，沪银主力合约 1 月 30 日夜盘暴跌 17.00%（跌停）至 24832 元/千克，2 月 2 日早盘再度跌停，两日合计跌幅超 20%。贵金属上涨核心逻辑源于市场对全球风险资产不确定性的定价，然而当前美元体系与地缘政治的脆弱性已远甚以往，导致快速累积的价格泡沫迅速破裂。不过，在全球格局持续动荡的背景下，贵金属的需求逻辑正逐渐由“短期投机避险”向“长期战略配置”转变。因此，短期剧烈波动结束后，行情仍将回归由长期趋势主导的路径。

一. 短期：回撤的导火索

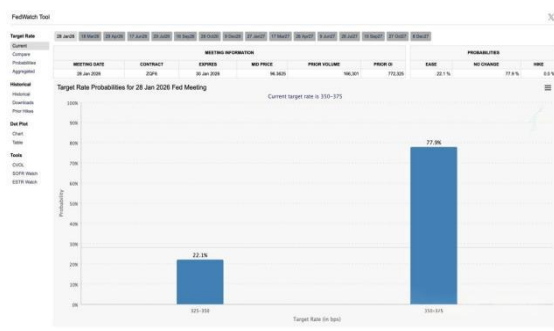
1. 市场情绪转向触发多头踩踏离场

市面上大多观点把这次暴跌的导火索，指向了美联储新任主席提名人在听证会上的那番“鹰派”发言，不仅重申“加息周期仍未结束”，更强调“控制通胀的目标优先于短期市场波动”，其表态较市场预期更为强硬。此番言论迅速扭转了市场此前对货币政策可能提前转向宽松的乐观情绪，引发利率预期曲线重新抬升与美元走强，导致作为无息资产的黄金持有成本预期上升，投机性多头情绪骤减。但笔者认为，这个因素更多的是情绪扰动，将本轮回撤简单归因于货币政策预期调整，或许忽略了市场自身周期性及结构性的关键因素。这轮鹰派言论，更多是点燃市场调整的导火索。其实际作用，在于加速了原本已高度脆弱的市场结构进行必要的压力释放与头寸重整。

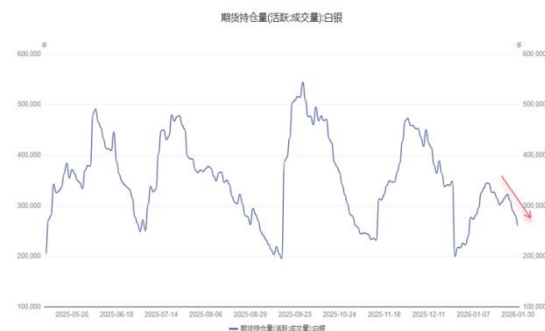
通俗一点来讲，就是前期涨的太多，吸引大量投资者通过期货、期权等金融工具加大杠杆以博取更高收益，之前涨得越凶，杠杆加得越高，回调时摔得就越疼，杠杆在放大收益的同时也显著加剧了风险。因此一旦市场趋势发生逆转、价格开始回调，那些高杠杆的持仓会因为保证金不足而触发强制平仓，导致投资者被迫在低位卖出白银资产以弥补亏损。

这种被迫卖出会进一步打压白银价格，引发更多杠杆持仓的爆仓与抛售，从而形成一个负反馈循环：价格下跌 → 触发强制平仓 → 集中抛售 → 价格继续下跌 → 更多仓位被强平……市场在短期内可能因此出现流动性枯竭和价格脱离基本面的剧烈下跌。期货市场持仓数据显示，金银净多头寸在近三个交易日内大幅缩减，在缺乏足够买盘承接的情况下，抛售压力被急剧放大，显著加剧了价格下行幅度与速度。

图：美联储利率预测



图：白银持仓量



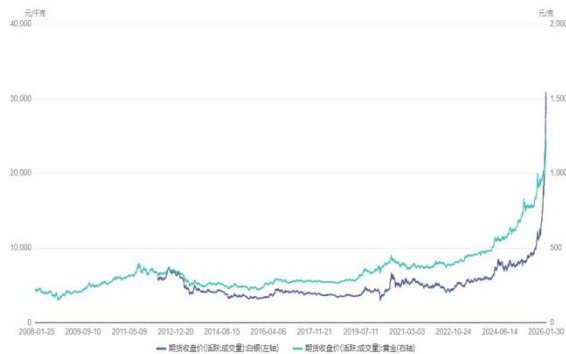
数据来源：CME，同花顺 iFinD

2. 金银比低位修复需求

当前金银比处于历史低位，市场普遍认为存在强烈的均值回归（修复）需求。自 2025 年 4 月金银比尚在 103 高位后，受白银价格飙升驱动，该比值迅速收窄。截至 2026 年 1 月 30 日，金银比已跌破 50，低至 48.28，创下近 13 年新低，远低于长期均值 60 左右的水平。

这种快速收窄被市场视为一种“扭曲”和“失衡”，因为白银价格相对于黄金被显著高估。从跨品种套利与均值回归的角度看，技术层面本身就存在强烈的比率修复需求。因此，当市场整体转弱时，前期涨幅更大、投机盘更集中的白银自然成为资金流出的主要对象，承受了比黄金更为猛烈的抛压，跌幅也因而显著扩大。

图：黄金、白银价格



图：金银比



数据来源：同花顺 iFinD，安粮期货研究所

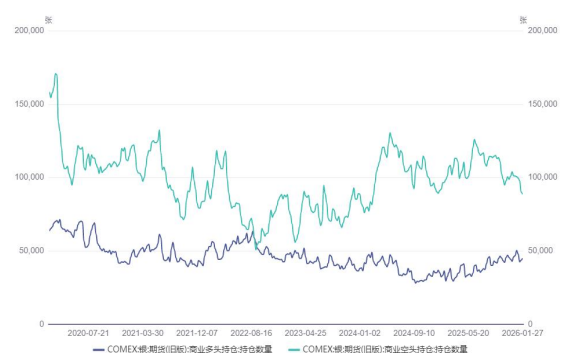
3. 实物交割压力下的反向波动

根据美国商品期货交易委员会（CFTC）1月27日发布的交易商持仓报告，商业交易商当前持有白银空头合约 88,844 份，多头合约为 44,788 份，形成净空头头寸 44,056 份合约，规模约合 2.20 亿盎司白银。值得注意的是，这一净空头规模已达到交易所可供交割的注册白银库存（约 1.049 亿盎司）的两倍以上。

这背后其实藏着不小的风险。假如大量多头投资者坚持要求实物交割，空头方面面临的将是实实在在的履约压力—要么想方设法在现货市场筹集足额的白银，要么就在期货市场买入平仓。无论走哪条路，都可能因为集中性的需求而推高银价。

正是为了预防这种潜在的流动性风险和交割问题，CME 集团近期连续出台风控措施。最新公告已明确，从 2 月 2 日收盘后开始，黄金、白银等贵金属期货的保证金将全面上调。这相当于提高了交易门槛，一方面给过热的投机情绪降温，另一方面也给承压的空头提供了调整头寸、有序退出的缓冲空间。

图：COMEX 多、空头商业持仓量



图：COMEX 注册白银库存



数据来源：同花顺 iFinD，安粮期货研究所

二. 中长期：基本面仍偏紧

1. 白银市场刚性短缺

根据世界白银协会（The Silver Institute）和金属聚焦公司（Metals Focus）2025 年的报告，全球白银市场从 2021 年到 2025 年连续处于供应短缺状态，这是支撑银价长期上涨的基础。报告还预测，虽然缺口可能有所缩小，但 2025 年全年，全球白银市场的供应缺

口仍将高达约 1.176 亿盎司。

从基本面来看，今年推动银价上涨的主要动力集中在下游需求方面。光伏、电子以及汽车电气化等工业领域发展迅速，对白银形成了持续且强劲的需求。尤其是在全球推动绿色能源转型的背景下，光伏行业对白银的需求量逐年攀升，成为拉动工业用银增长的主要动力。相比之下，白银的供给增长却面临多重制约。一方面，矿产银的产量增长缓慢，主因是银矿品位下降，加上新项目的建设投产周期较长；另一方面，再生银的回收供应受价格波动和回收渠道限制，难以大幅增加。这种“需求增长快、供给跟得慢”的结构矛盾，使得白银市场持续处于紧平衡甚至短缺状态，构成了银价中长期走强的关键支撑。

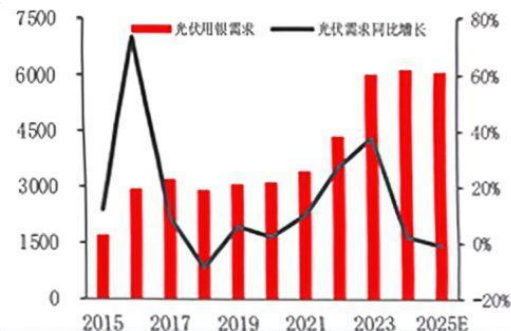
图：白银供应量（含预测）



图：白银需求量（含预测）



图：光伏用银需求



图：光伏用银需求提升

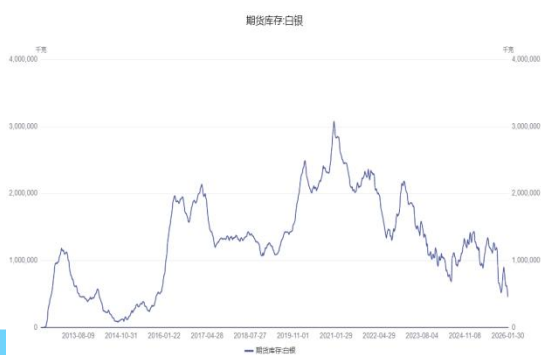


数据来源：世界白银协会，同花顺 iFinD，安粮期货研究所

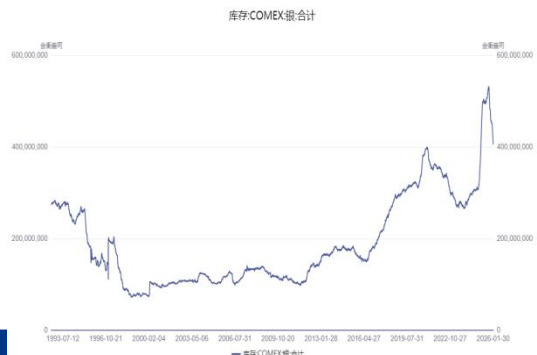
2. 库存处于近十年低位

持续的需求消耗与有限的供给补充，已使得全球白银显性库存（包括交易所库存及报告的商业库存）持续去化，目前处于近十年来的最低水平。极低的库存不仅反映了实物供给的紧张现实，也大大削弱了市场应对突发需求或供应中断的缓冲能力。尽管近期白银价格因金融属性影响出现剧烈波动，但实物层面的供需紧张格局并未发生根本性改变。低库存背景下一旦需求预期回暖或出现补行为，极易引发价格快速上涨，从而为白银的中长期走势提供了坚实的结构支撑。

图：白银期货库存



图：COMEX 库存



数据来源：同花顺 iFinD，安粮期货研究所

三. 总结

本次金银价格的快速下跌，本质上是短期投机杠杆、情绪反转与技术层面超买修复等多重压力共同作用下的集中释放。市场通过这种激烈的方式，为前期的过热表现进行了一次风险出清。随着短期情绪的逐步平复，行情焦点预计将重新回到长期基本面逻辑——尤其是白银在光伏、电子等领域持续扩张的工业需求，叠加全球宏观格局演变带来的深层支撑。

在库存处于历史低位的环境下，白银供需偏紧的格局并未改变，反而会放大价格对边际变化的敏感度，中长期支撑依然明确。从这一角度看，当前的回调更像是一次压力和泡沫的释放，为未来更持续、更健康的趋势发展创造了空间。但投资者也需清醒认识到，即便长期方向看好，短期剧烈波动带来的回撤风险依然不容忽视，始终保持风控纪律至关重要。

此外，本次贵金属价格的调整并非孤立现象。同属贵金属板块的铂、钯今日已触及跌停；与此同时，铜、铝、锌、锡、镍等主要有色金属以及原油、燃料油等品种也出现不同程度的跟随下跌，部分品种午后更封至跌停，显示出市场情绪在产业链内的传导效应。因此，在跟踪黄金、白银自身走势的同时，也需密切关注相关板块之间的情绪联动与风险扩散的可能性。

免责条款

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。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。