



## 白银：后起之秀犹可期

联系人 李婷  
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

### 主要观点

近期白银价格的暴涨是对处于高位的金银比价的正常修复。而投机资金也在开始流向白银多头，白银的投资需求增加、持续多年的库存出现下降的趋势，这些因素都为银价的上涨提供了支撑。

在金价大涨的提前下，银价的跟涨只会迟到而不会缺席。我们继续看好白银的阶段性的价格走势，近期金银比价将持续回落。

我们在今年 3 月 18 日的策略报告《贵金属迎来战略性做多良机》中指出，当时 1500 美元/盎司左右的国际金价是战略性配置黄金的良机。虽然白银的跌幅更大，但我们认为黄金依然是比白银更有价值的配置品种，市场的走势已完美验证了我们的观点。在上周五（5 月 15 日），我们又在日报中提示做多贵金属的机会——《金价有望冲击前期高点，更看好白银阶段性走势》。今日（5 月 18 日），国内黄金期货主力盘中突破 400 元/克，创历史新高，白银期货的价格暴涨 8% 出现涨停。我们将在本文阐述当前看多白银的逻辑，以及对白银接下来的价格走势的观点。

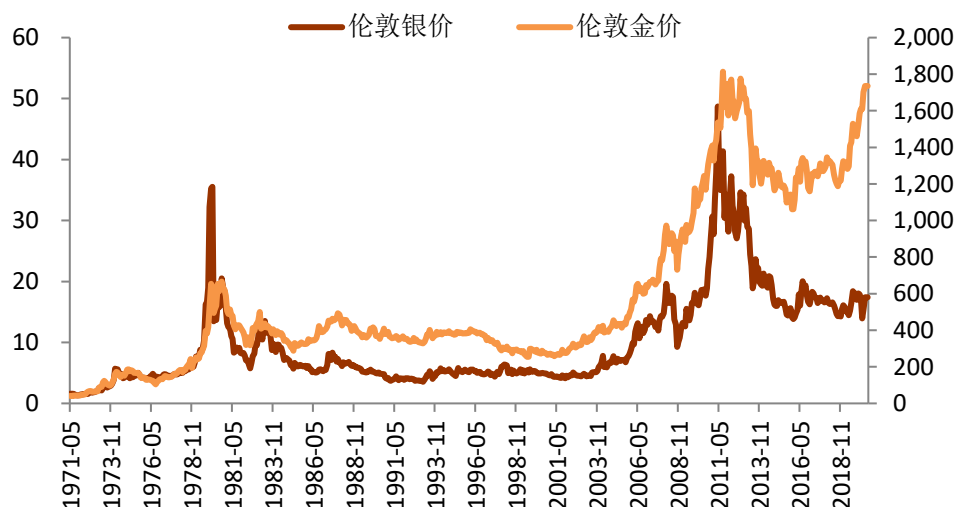
## 一、处于高位的金银比价有修复的内在需求

1970 年至今，白银价格与黄金价格的相关系数高达 0.91。在黄金上涨时期，白银大概率会跟涨。近几年虽然银价的走势一直弱于金价，金银比价一直呈震荡走高的趋势，金银价格的走势相仿，并没有出现很明显的背离。但在今年的 2、3 月份，金银价格的走势出现了、持续的背离，在金价高位震荡的情况下，银价出现大幅下挫，进而金银比价也不断创历史新高，在 3 月中旬一度超过 120。

我们在去年的专题报告《白银价格的驱动因素解析》中分析过：金融属性决定白银价格变化趋势，白银的价格重心跟随黄金而波动。而黄金价格持续走强，金银比价处于历史高位的情况下，白银有补涨的动力与空间。可以说，在金价大涨的提前下，银价的跟涨只会迟到而不会缺席。近期白银价格的暴涨是对处于高位的金银比价的正常修复。

近期银价的报复性上涨使得金银比价快速回归到 100 下方，但依然处于高位。在目前多个国家开始复工，经济重启在望，在目前市场流动性改善、投资者风险偏好抬升的背景下，金银比价阶段性回调可能会继续。

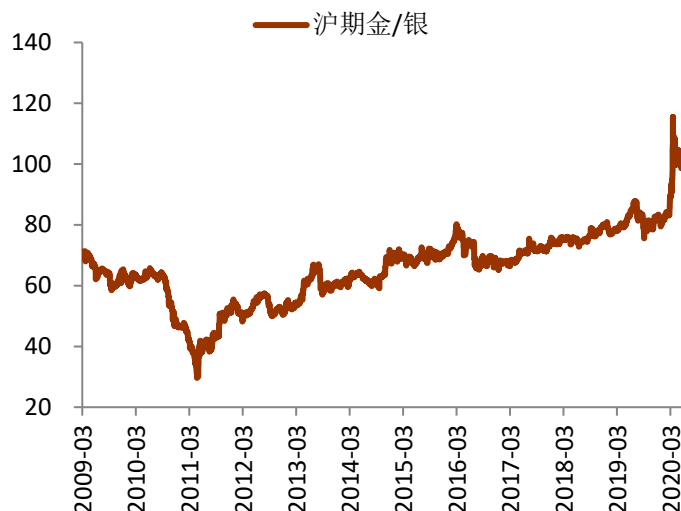
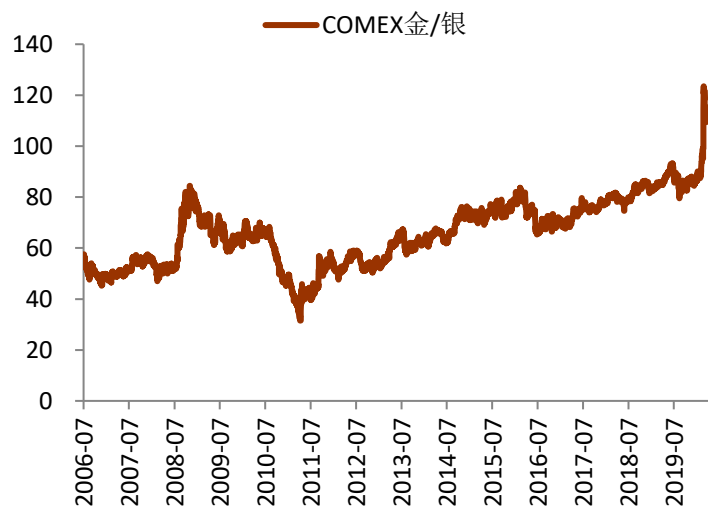
图表 1 近 50 年金银价格走势



资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 2 COMEX 金银比价变化

图表 3 沪期金银比价变化



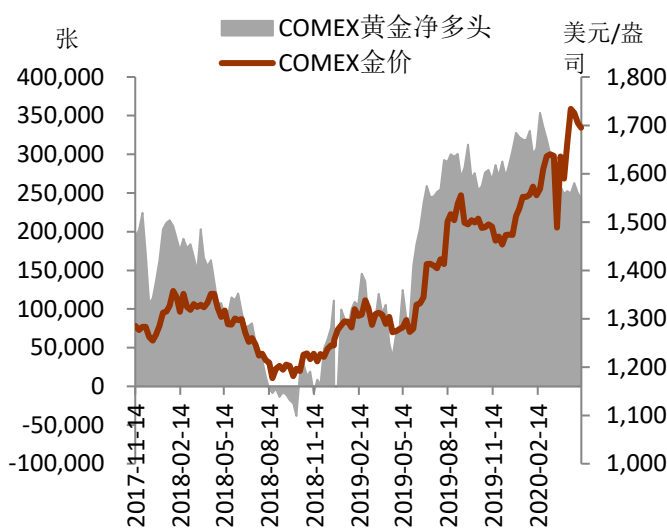
数据来源：Wind，铜冠金源期货

## 二、市场看多白银的意愿升温，投机资金在流向白银多头

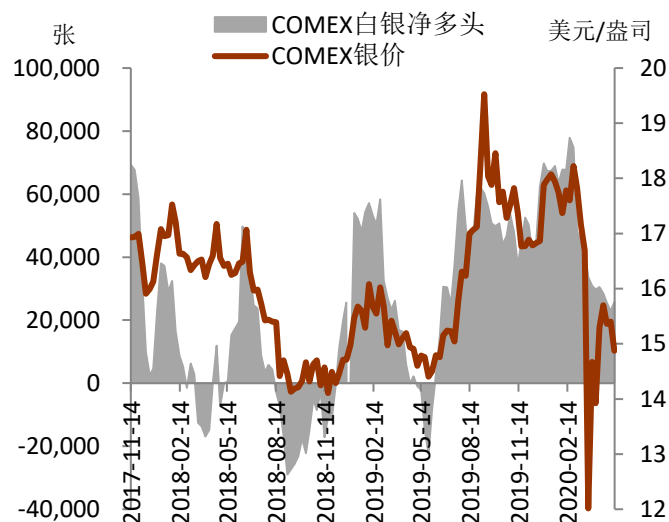
既然银价必然会跟随金价上涨，那为什么是在近期才上涨呢？这个我们要从资金流向中去寻找答案。投机资金是助推行情的最直接因素。金银价格与 COMEX 黄金白银期货净多头合约的变化一直呈现明显的正相关性。COMEX 白银期货的非商业性净多头寸在今年 2 月 18 日达到了 7.87 万张的最高点，是近几年的极值。根据 CFTC 公布的最新数据，截至 5 月 12 日，COMEX 白银期货的非商业性净多头寸持仓为 25773 张，比 2 月份的高点下降超过三分之二，但比上周 22915 张的低位增加了 2858 张。投机资金在白银期货上的净多头寸开始止跌回升，可以到市场看多白银的意愿升温，资金正在流向白银多头。而上周 COMEX 黄金期货的非商业性净多头寸持仓依然在减少。我们从 CFTC 的持仓变化都可以发现白银价格上涨的端倪。

虽然整体看来，黄金白银期货的非商业性净多头寸已从高位回落，特别是白银期货的净多持仓已经处于较低的水平，后期的增长空间可能更大，所以近期白银价格出现了更大涨幅。

图表 4 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 5 CFTC 白银净多头持仓变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

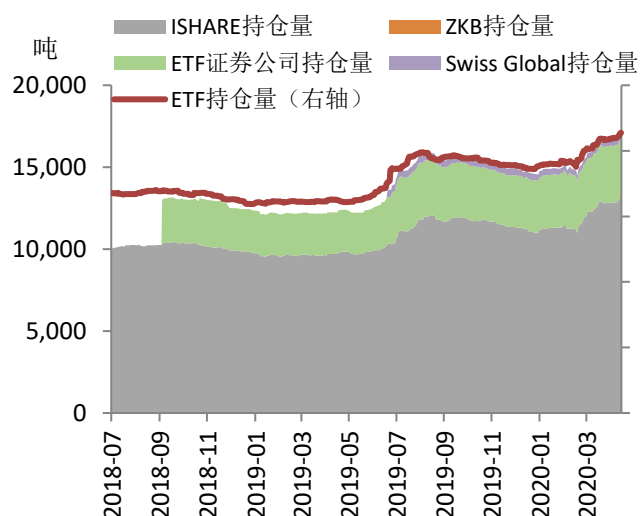
### 三、决定白银价格波动的投资需求持续增加

我们在之前专题报告中分析过：在白银的需求中，工业需求和消费需求保持相对稳定，而投资需求变动较大，因而决定白银总需求变化的因素以投资需求为主。白银的投资需求变化决定了银价的波动。白银的投资需求主要分为白银 ETF 和铸币印章两大类。

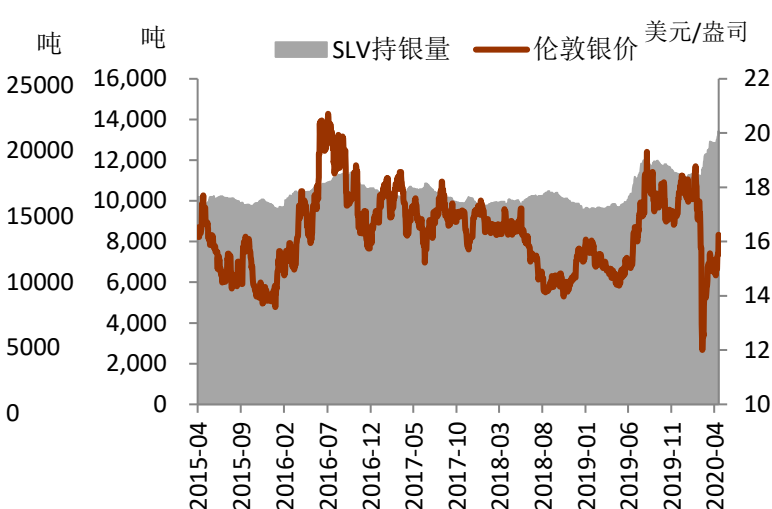
从白银 ETF 持仓变化来看，今年 2 中下旬开始，在银价下跌的情况下，白银 ETF 的持仓却在快速增加。截至 5 月 15 日，全球最大的白银 ETF-ishes Silver Trust 的白银持有量 13438 吨，比上月增加 680 吨，环比增幅为 5.3%，比去年同期大幅增加 37%，增幅超过 1/3。除了 ishares Trust 之外，其他的白银 ETF 近几年也在增持白银。目前全球的所有的白银 ETF（包含 SLV+PHAG+PSLV+CEF+SLVR+ETPMAG）共持有白银 22047 吨。市场的目光都集中在了黄金 ETF 的持金量在不断增加创七年多的新高，而忽视了白银 ETF 也在大幅增持白银。

从白银铸币印章的需求来看，根据世界白银协会的统计数据，银币的需求在 2015 年一度高企，而后出现下降，2018 年全球白银的铸币印章需求是 5800 多吨，比 2017 年增加 20%。这一方面是因为银价下跌成本下降导致铸币印章消费出现提升；另一方面，在全球经济衰退风险加大的背景下，出于避险需求，银币的需求也会明显增加。预计 2019 年白银的铸币印章需求会继续增加。

图表6 全球白银ETF持仓变化



图表7 白银ETF持仓变化



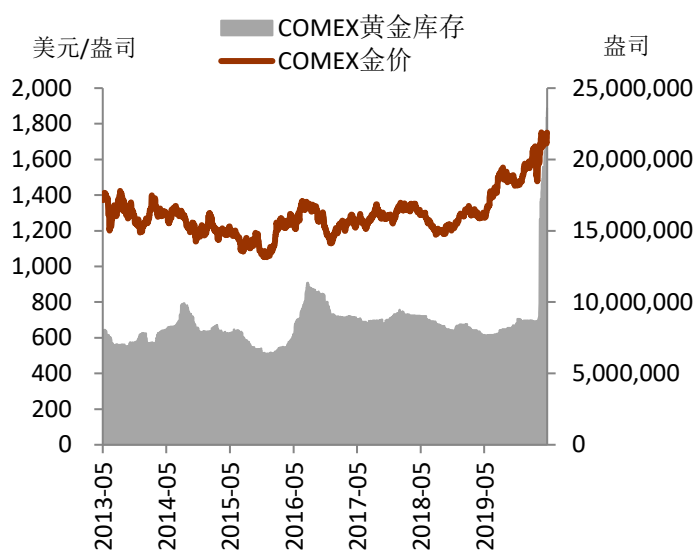
数据来源：Wind，铜冠金源期货

#### 四、高库存出现下降趋势，银价压力得到释放

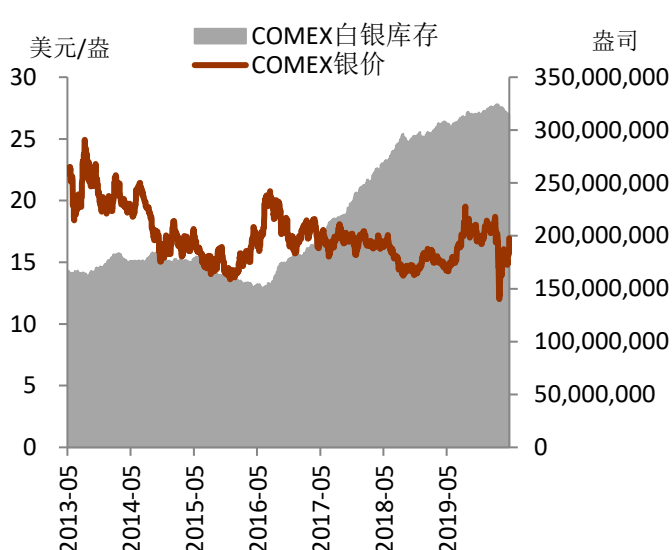
白银库存一直是市场比较关注的话题。在近几年供需两弱的格局下，白银在交易所的库存连年创出新高。高库存一度被认为是压制银价上涨的主要因素。全球最大的白银期货交易所 COMEX 白银库存在今年 1 月份就达到了 3.2 亿金盎司，创出 1992 年以来的历史高位。进入 3 月后，该交易所的白银库存出现小幅下降的趋势。截至 2020 年 5 月 15 日，COMEX 的白银库存为了 3.14 亿金盎司。国内的上海黄金交易所的白银库存也从 3 月出现明显的下降，国内两大交易所的白银库存整体在减少。可见，持续增长多年的库存已经出现了扭转迹象。高库存对银价的压力正在逐步释放。

另外，白银市场很小，容易被操纵。去年 8、9 月份就有市场传闻摩根大通已经大量的囤积了白银，如果如传言属实，摩根大通在去年 7 月底就持有 COMEX 白银现货库存 1.5 亿金盎司，就占了 COMEX 交易所总库存近一半。虽然当前的宏观环境与当年亨特兄弟和巴菲特囤积白银的背景和主体都有着很大的不同，但需要重视的是，摩根大通如果持有如此庞大的现货库存对白银市场影响巨大，不排除后期再度出现逼仓的可能性。

图表 8 COMEX 黄金库存变化



图表 9 COMEX 白银库存变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 10 上海黄金交易所白银库存变化



图表 11 上海期货交易所白银库存变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

## 五、总结

近期白银价格的暴涨是对处于高位的金银比价的正常修复。而投机资金也在开始流向白银多头，白银的投资需求增加、持续多年的库存出现下降的趋势，这些因素都为银价的上涨提供了支撑。

在金价大涨的提前下，银价的跟涨只会迟到而不会缺席。我们继续看好白银的阶段性价格走势，近期金银比价将持续回落。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

## 总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

## 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307

室

电话：021-68400688

## 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广

场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655



## 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号

期货大厦 2506B

电话：0411-84803386

## 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来

公寓 1201 室

电话：0371-65613449

## 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号

伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

## 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财

富广场 A2506 室

电话：0562-5819717

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。