



银价阶段性走势将强于金价

联系人：李婷

电话：021-68555105

邮箱：li.t@jyqh.com.cn

专题报告

主要观点：

随着美国疫苗接种的顺利推进，美国新增病例明显回落，今年全球经济复苏预期增强，市场风险偏好抬升，贵金属仍处于调整之中。

而工业属性更强的白银则更有望从经济复苏以及绿色能源转型中受益。而以铜位代表的有色金属价格的大幅上涨也提振了市场对白银价格重心的重估。我们更看好白银价格的阶段性走势，认为金银比价会持续下行，推荐卖黄金买白银的投资策略。

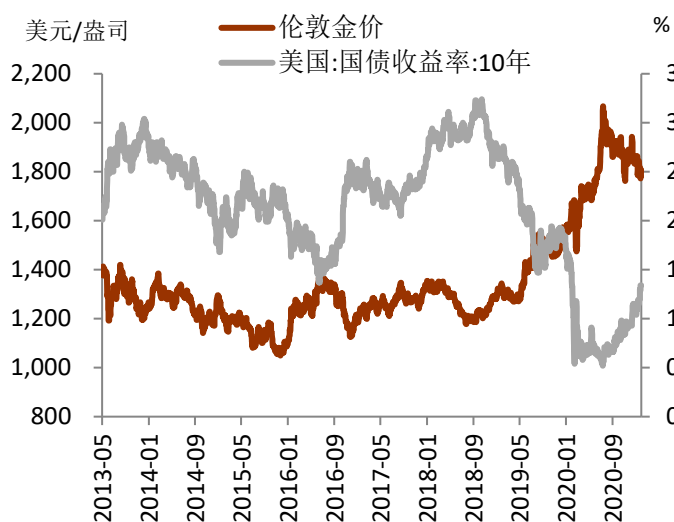
随着美国疫苗接种的顺利推进，美国新增病例明显回落，今年全球经济复苏预期增强，市场风险偏好抬升，贵金属仍处于调整之中。工业属性更强的白银则能从经济复苏以及绿色能源转型中受益，这将支撑白银价格走势强于黄金。

一、美国经济复苏前景乐观，美债收益率持续上涨

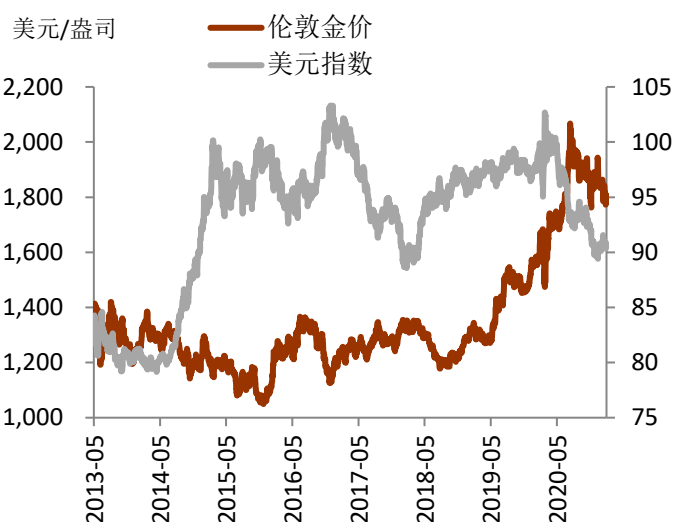
美国 10 年期国债收益率与金价高度正相关。从 2020 年 8 月开始，10 年期的美国国债收益率开始跌回升，于此相对应的是贵金属价格的见顶回调。其主要原因是疫苗取得了突破性进展。

进入 2021 年，美国新总统拜登上任后，美国疫情防控态势向好，疫苗接种稳步推进，国内疫情控制明显转好。最新公布的上周美国新增病例数减少 25%，为疫情开始以来最大降幅。美国 1 月份经济数据，包括美国零售销售、工业生产和 PPI 数据均超预期，也证实了经济正在复苏企稳之中。拜登政策的 1.9 万亿美元财政刺激方案正在顺利推进，市场普遍预计本周末美国将通经济刺激计划。在大规模财政刺激政策即将推出和美联储保持超宽松货币政策的双重支撑下，对今年美国经济顺利复苏的预期乐观增强，也大幅提振美债收益率持续走高，目前 10 年期美债收益率刷新 1 年高位至 1.34%，这限制了金价上行空间。

图表 1 2020 年 8 月以来，美债收益率持续上涨



图表 2 金价与美元指数变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

二、欧美经济前景预期差推动美元指数反弹

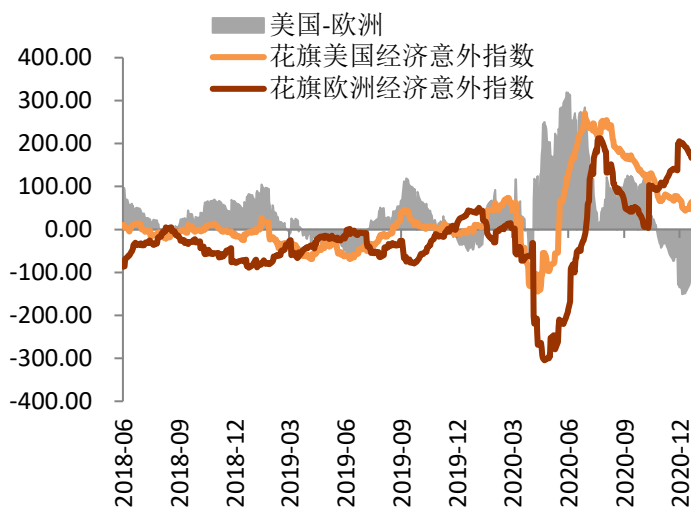
受二次疫情和再次封锁影响，欧元区第四季度 GDP 年率初值录得-5.1%，略好于市场预期的-5.3%，但较第三季度的-4.3%仍出现回落，处在双底衰退的边缘。据欧洲统计局统计，欧元区 2020 年 GDP 全年增速萎缩 6.8%，增速远低于全球和美国 3.5%的萎缩速度。当前欧元区依然受到变异毒株持续的冲击，其疫苗接种速度远不及美国。预计今年欧元区一季度 GDP

敬请参阅最后一页免责声明

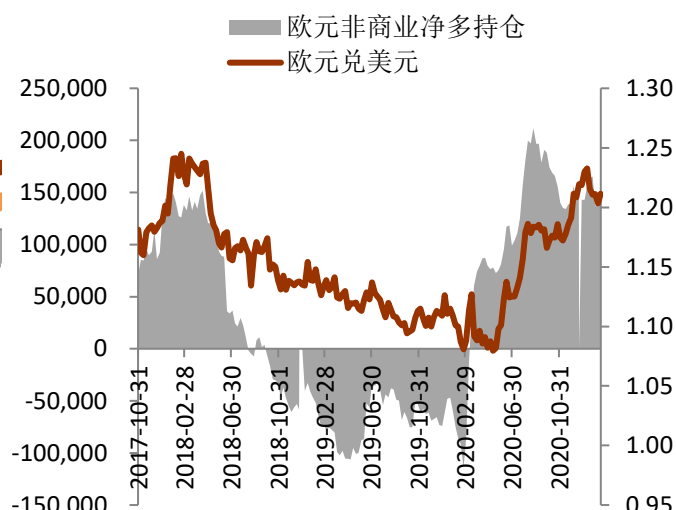
依然会偏弱，将会出现二次探底趋势。

而从花旗经济意外指数来看，美欧之间经济意外指数的差值明显缩小。在欧美经济预期的差异下，美元指数有望呈现低位反弹之势。从资金流向来看，欧元兑美元期货的非商业性净多单近半年一直在持续减少，欧元可能会持续走低，这也将提振美元指数，压制黄金价格走势。

图表 3 美欧经济意外指数差距变化



图表 4 欧元兑美元非商业性净持仓变化



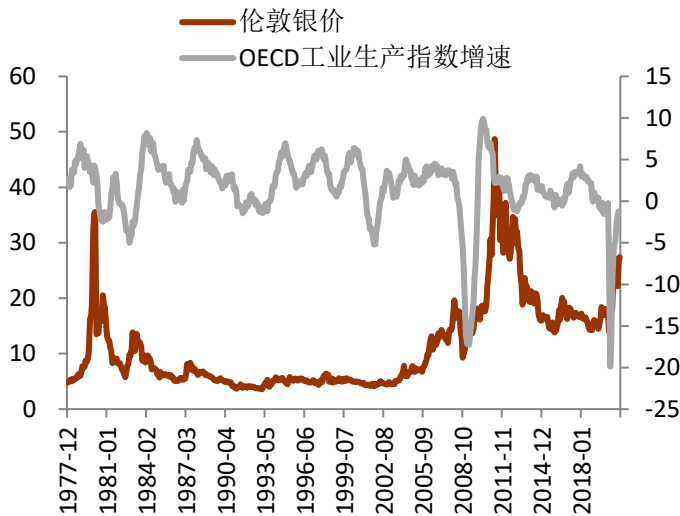
资料来源：Wind，铜冠金源期货

三、经济复苏预期下，工业属性更强的白银需求增加

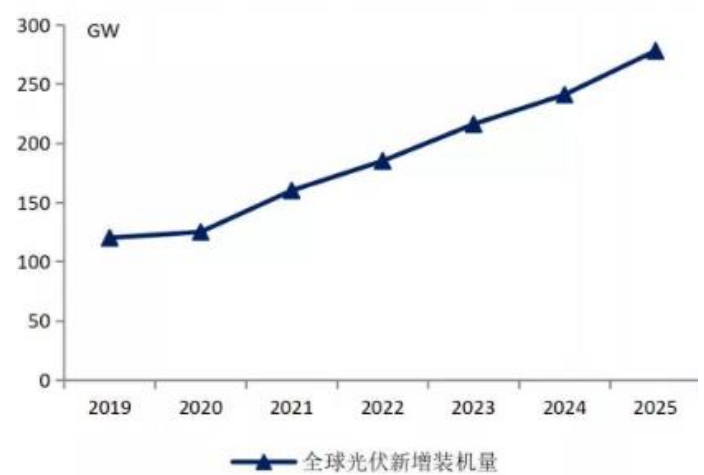
从历史来看，银价与 OECD 工业生产指数变化存在一定的正相关性，工业生产增加会带动白银需求增加。OECD 工业生产指数已从低位反弹，而近几年白银工业需求的变化取决于光伏领域的白银需求的提升。

中国和欧盟提出碳中和目标，加快推进风光清洁能源使用占比。美国新任总统拜登也大力主张新能源基础设施建设。得益于技术进步带来的硅片成本大幅下降，光伏度电成本经历了大幅的下降，2020 年度电成本 0.72 元，已接近城市居民用电价格。光伏平价上网叠加政策扶持，近几年光伏装机量迎来高速增长期。预计未来 5 年，全球光伏年均新装机量达到 216GW，在 2025 年新装机量达到 278GW，较 2020 年增加 122% (+153GW)。预计光伏白银消费未来 5 年保持年均 218 吨的增量，到 2025 年光伏的白银消费达到 5838 吨，比 2020 年高出 97% (+2876 吨)。供给端则因矿产银和再生银增量不多，光伏需求将推动白银现货形成一定的供需缺口。如预期兑现，则白银的工业属性的价值将大幅提升，利好金银比继续修复。

图表 5 银价与 OECD 工业生产指数变化



图表 6 全球新增光伏装机量稳定增长



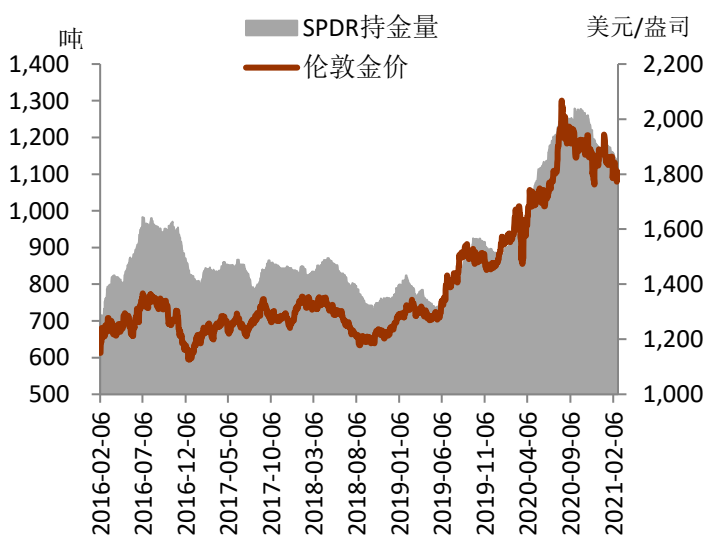
资料来源：Wind，中国光伏行业协会、铜冠金源期货

四、投资资金对黄金的热情减退，而在持续流入白银

从投资资金的流向来看，在金价见顶的两个月后，即 2020 年 10 月份开始，市场对黄金的投资热情持续减退。全球最大的黄金 ETF-SPDR 持金量一直在下降，目前持有黄金 1115 吨。而全球最大的白银 ETF-ishares 的白银持仓量在短暂下降后，从 2020 年 12 月份开始又快速上升，并不断创历史新高，目前为 ishares 的白银持仓量为 19243 吨，超过 8 月中旬 18000 吨的高位。可见，目前投资资金对白银的投资热情高涨。

究其原因，一是在全年贵金属大涨推动金价一度创历史新高，但白银价格仅为历史高点 50 美元/盎司的一半，相对于黄金，白银的处于价值洼地，资金转而流向白银。二是在经济复苏预期下，市场看好白银工业需求的提升。

图表 7 黄金 ETF-SPDR 持仓变化



图表 8 白银 ETF-ishares 持仓变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

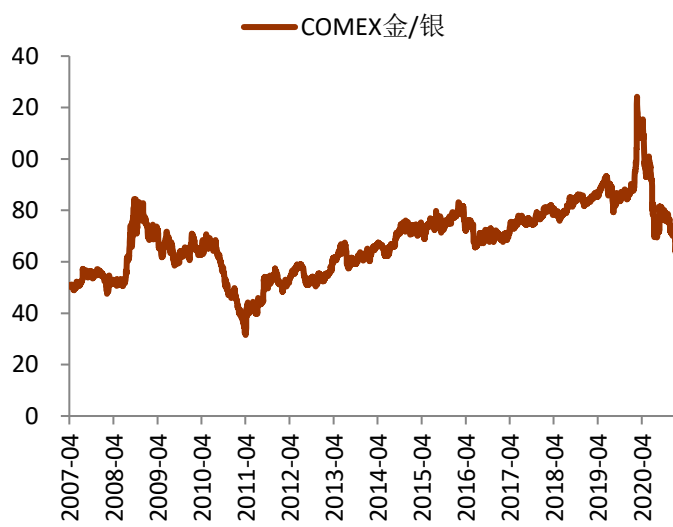
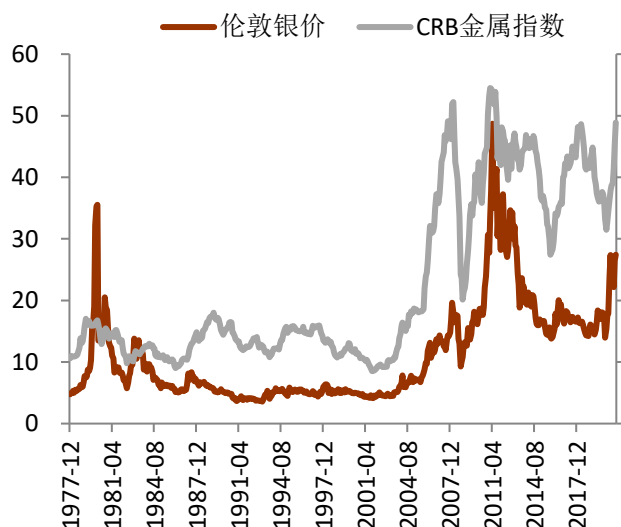
五、有色金属价格上涨也提振了白银价格重心的重估

白银的工业属性远大于金融属性，银价走势与 CRB 金属指数高度正相关。而从去年二季度以来，有色金属价格普遍上涨，CRB 金属指数也大幅走高，已接近历史高点，而白银价格仍处于历史的中值区间。近期有色金属价格再度迎来一波猛烈的上涨，比如，铜、锡的价格都已突破近十年的高位，据历史高点仅一步之遥。有色金属价格上涨必然会提振了白银价格重心的重估。

近几年黄金价格走势整体强于白银，金银比价一直呈震荡走高的趋势，COMEX 金银比价在 2020 年 3 月中旬达到 124 的历史高点。而后银价的补涨导致金银比价快速回落。近几个月金银价格一直处于调整格局，但银价走势明显强于金价，金银比价也在不断下移，目前处于 65 一线。虽然相对于历史高位已明显回调，但我们认为金银比价将继续回归。

图表 9 银价与 CRB 金属指数正相关

图表 10 COMEX 金银比价变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

六、总结

我们认为黄金仍处于调整之中。而工业属性更强的白银则更有望从经济复苏以及绿色能源转型中受益。而以铜位代表的有色金属价格的大幅上涨也提振了市场对白银价格重心的重估。我们更看好白银价格的阶段性走势，认为金银比价会持续下行，推荐卖黄金买白银的投资策略。

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）

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

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

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

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

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。