

政策不确定性 VS 经济衰退预期

白银关注低吸建仓机会

方正中期期货稀有贵金属研究中心

作者：史家亮 王骏

——2023 年 5 月市场回顾与 6 月展望

执业编号：F3057750（从业） Z0016243（投资咨询）

摘要

F0243443（从业） Z0002612（投资咨询）

联系方式：010- 68578820 / shijialiang@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2023年6月4日星期日

2023 年 5 月，白银呈现冲高回落行情。5 月上旬，避险需求叠加美联储货币政策再度转向鸽派预期影响，伦敦银现盘中一度拉升至 26.13 美元/盎司高位。5 月中旬以来，宏观经济数据表现略强于预期，美联储官员讲话偏鹰派影响，美联储加息预期不断转向鹰派；有色金属表现偏弱亦拖累白银价格，叠加美国债务上限协议从僵局到获得通过等因素影响，白银高位回落。伦敦银现 5 月整体在 22.66-26.13 美元/盎司区间呈现冲高回落行情，跌幅为 6.15%；受人民币贬值影响，沪银跌幅小于伦敦银现，沪银 5 月整体在 5270-5868 元/克区间呈现冲高回落运行，小幅下跌 2.42%。

对于 2023 年剩余时间，美联储货币政策调整节奏预期、经济衰退程度和美欧银行业危机等继续影响白银趋势；而美元指数和美债收益率的波动则直接影响白银走势。美联储政策收紧转向宽松，对白银形成利好影响；经济衰退和有色金属走势对于工业属性较强的白银形成偏空影响；美元指数和美债收益率高位持续回落可能性大，对白银亦形成利好影响。故 2023 年剩余时间，白银整体仍维持震荡偏强走势；伦敦银现整体在 20-28 美元/盎司区间偏强运行可能性大，沪银在 5000-6600 元/千克区间偏强运行可能性大。

2023 年 6 月份，如果银行业风险继续消退，通胀仍维持在高位，美联储政策宽松预期被市场所计价或转向鹰派，经济衰退预期再度强化，白银存在调整的预期和空间；当然，美国银行业风险继续恶化、美联储货币政策维持宽松预期，白银整体维持震荡偏强行情概率大；故需要重点关注美联储货币政策调整节奏的预期和经济衰退的预期变化，白银宽幅震荡可能性大，建议等待低吸机会。伦敦银现可能会在 22-26 美元/盎司主区间内偏强震荡运行；沪银在 5100-6000 元/千克区间偏强运行可能性大。白银期权方面，2023 年 6 月建议卖出深度虚值看跌期权，如 AG2308P5000 合约。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

目录

第一部分 白银长期走势和 2023 年 1-5 月行情回顾	3
一、1960-2022 年金银市场行情回顾	3
二、2023 年 1-5 月白银市场行情回顾	6
第二部分 白银供需基本面分析	9
一、白银属性与用途综述	9
二、矿山和再生银供应依然是白银供给核心来源	10
三、工业和投资需求为白银核心需求	10
四、白银近三年呈现供不应求态势	12
五、白银矿山及生产国介绍	14
六、光伏产业与新能源产业白银需求分析	15
第三部分 经济、政策与美债美元分析	18
一、全球经济衰退偏下行	18
二、美欧银行业风险消退但是未消除	20
三、美联储 6 月停止加息概率大	21
四、美债收益率触底反弹 然上方空间有限	25
五、美元指数短期反弹 然整体弱势行情难改	28
第四部分 政策、通胀影响白银逻辑分析	29
一、美联储货币政策转向与白银行情演绎分析	29
二、美债与白银逻辑分析	33
三、美元指数与白银关联性分析	35
四、通胀指标对白银价格影响在持续弱化	37
第五部分 白银技术分析和季节性分析	39
一、白银技术分析	39
二、白银季节性分析	42
三、金银比分析	43
四、金银走势相关性影响白银	45
五、沪银测算矩阵	46
第六部分 全文总结和走势展望	47
一、全文总结	47
二、白银后市展望及期权操作建议	48
相关股票	49

第一部分 白银长期走势和 2023 年 1-5 月行情回顾

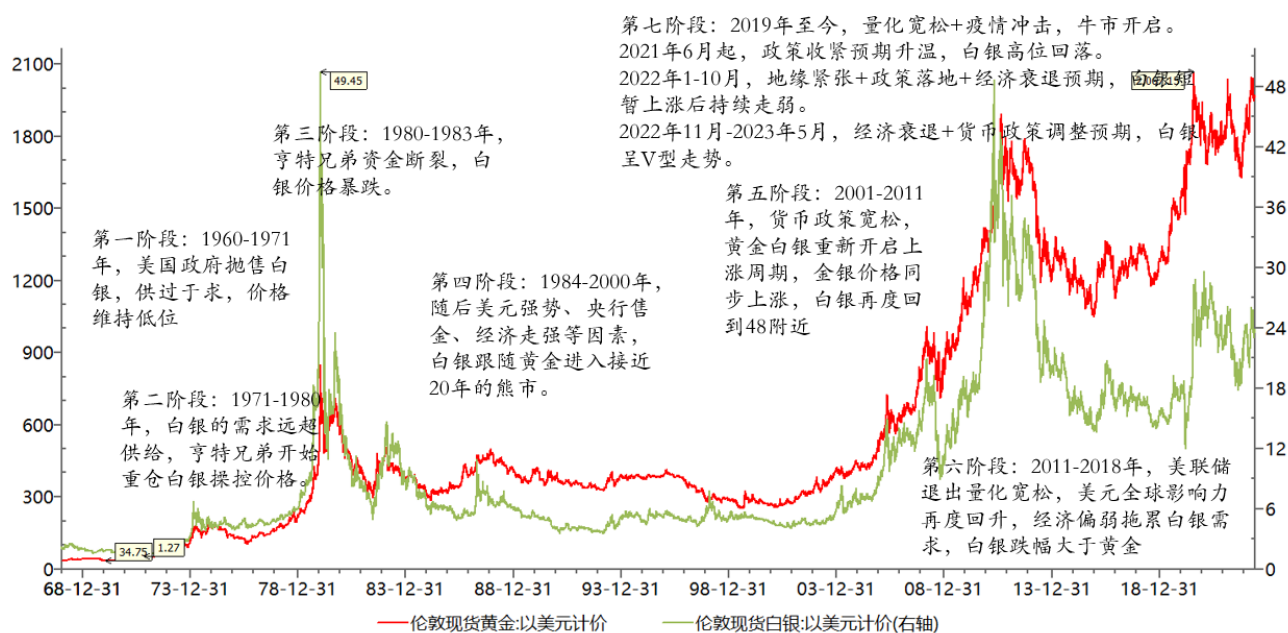


图 1 伦敦银现长期走势回顾

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、1960-2022 年金银市场行情回顾

1944 年 7 月进入布雷顿森林体系时期，每盎司黄金为 35 美元是国际货币基金组织成员国之间通用的官价，而白银与黄金密切相关，故白银价格亦维持在低位。20 世纪 70 年代，布雷顿森林体系解体后，黄金和美元正式脱钩，黄金价格开始市场化自由运行，白银价格亦随之开启市场化运行。从 20 世纪 70 年代初到 2021 年，白银跟随黄金经历了多轮牛熊市转变，以美元计价的白银价格虽然在不同的历史时期呈现出不同的发展特点和走势，但是整体来看，白银价格跟随黄金在近半个世纪以来呈现上涨趋势，当然白银又因为自身的工业属性，亦有自己独特的行情走势。

黄金和美元脱钩前 1960-1971 年和脱钩后的 1972-2021 年，白银市场整体划分为七个阶段或者三轮行情：

第一阶段，1960-1971 年，黄金价格固定，白银价格虽未固定，但是因为跟随黄金走势，故处于低位小幅波动行情。60 年代中后期美国政府开始大肆减持白银，到了 1971 年美国政府的白银库存从 1959 年的高点 6.5 万吨下降到只有 5300 吨；1965 年美国白银的总供应量到达 2.3 万吨，其中 1.24 万吨的白银来自美国财政部，随后财政部退出了白银市场，总的供给也逐渐回落。而白银市场供过于求，价格维持低位，70 年代初最低价格为 1.27 美元/盎司。

第二阶段，即 1973-1980 年间的第一轮牛市，布雷顿森林体系解体后，抑制黄金的政策性因素终于消退，积攒的向上冲量集中爆发，美元货币超发与通货膨胀，政局动荡与石油危机，黄金生产亦处于停滞状态等因素的综合影响，国际金价从 42 美元/盎司开始持续拉升。白银紧跟黄金的走势，而此时白银市场出现严重的供不应求状态。美国亨特兄弟认为白银市场有利可图，开始大量买入白银期货、期权合约并囤积白银现货，开始操控白银价格。到 1979 年底，已控制了纽约商品交易所 53% 的存银和芝加哥商品交易所 69% 的存银，拥有 1.2 亿盎司的现货和 0.5 亿盎司的期货。在人为操纵影响下，伦敦银现大幅拉升至 49.45 美元/盎司的历史高位。疯狂的投机活动，造成白银的市场供求状况与生产和消费实际脱节，市场价格严重地偏离其价值。

第三阶段，1980-1983 年，亨特兄弟资金断裂，白银价格暴跌。纽约商品期货交易所在美国商品期货交易委员会的督促下，对 1979 至 1980 年的白银期货市场采取措施，这些措施包括提高保证金、实施持仓限制和只许平仓交易等；其结果是降低空盘量和强迫逼仓者不是退出市场就是持仓进入现货市场。由于资金链断裂，意图操纵期货价格的亨特兄弟无法追加保证金，在 1980 年 3 月 27 日接盘失败，白银价格暴跌收场。1982 年伦敦银现全年平均价格已回落至 7.92 美元/盎司。虽然 1983 年白银出现反弹，但是年平均价亦只有 11.43 美元/盎司。

第四阶段，即 1984-2000 年间的第一轮熊市，金银市场都陷入萎靡。黄金在 1980 年创出 850 美元/盎司的新高后，到 1999 年黄金的价格就已经跌到了 251.9 美元/盎司的近 20 年低位，跌幅达到 70.36%，黄金市场的信心受到了极大的挫伤。美联储提高利率和美元走强、沙特阿拉伯增产与石油价格崩溃、苏联解体与黄金抛售、经济稳定与美股牛市等因素，均是黄金 20 年熊市的根源。而白银市场回归理性后，亦跟随黄金进入接近 20 年的熊市。白银价格整体维持在 4-6 美元/盎司区间，期间年平均价格甚至一度跌破 4 美元/盎司至 3.95 美元/盎司。

第五阶段，即 2000-2011 年间的金银第二轮牛市。该阶段，互联网经济泡沫破裂、恐怖主义抬头、中东等地缘政治频发、次贷危机引发国际金融危机，美联储大幅降息并实施多轮量化宽松政策，黄金 ETF 迅猛发展增加黄金投资需求，黄金价格持续上涨，黄金一度涨至 1920 美元/盎司的高位，12 年间涨幅达到 7 倍。本阶段又可以分为两个小阶段，即 2000-2008 年，国际金融危机爆发前的黄金牛市，以及 2008-2012 年国际金融危机爆发后的黄金牛市，该阶段亦是 20 世纪以来的最大牛市行情。受此影响，白银价格亦进入第二轮牛市，伦敦银现从 5 美元/盎司附近持续拉升至最高的 48.7 美元/盎司附近。

第六阶段，即 2011 年至 2018 年 9 月的第二轮熊市。国际金价创出 1920 美元/盎司的历史新高后，持续大幅回落。本轮下跌是投资者偏好股市以及黄金 ETF 的持续减仓造成的技术性调整，国际投行不断下调黄金价格预期以及投机资金的退出亦是起到了推波助澜的作用；而究其根本原因则是美联储开始退出量化宽松政策并开始加息，引发黄金市场恐慌性抛售。黄金价格最低跌至 1046 美元/盎司的低位。当然，该阶段的尾声，英国意外脱欧、中美贸易摩擦以及特朗普的逆行倒施全球外交政策使得黄金一度走高，但是没有改变金银的整体弱势走势。除以上影响因素外，经济偏弱拖累白银需求，白银跌幅大于黄金，白银最低跌至 13.6 美元/盎司附近。

第七阶段，2019 年至今的第三轮牛市，量化宽松+疫情冲击，新的牛市开启，白银跟随黄金上涨。美国经济走弱，美联储货币政策整体维持宽松状态，这均利好金银价格，金银价格开始走强。而 2020 年新冠肺炎疫情突如其来，全球经济雪上加霜，陷入停滞乃至衰退。为了应对经济衰退、股市暴跌和金融市场流动性危机，美联储采取了有史以来最为宽松的货币政策。紧急降息至零利率，随后开启了无底线的量化宽松政策，资产负债表规模亦是从 4.2 万亿直接飙升至接近 9 万亿。黄金价格虽然在 2020 年 3 月因恐慌性抛售和流动性危机出现短暂的大幅回落，但是没有改变整体的强势行情，在 2020 年 7 月突破历史高点，8 月 7 日创出 2075.14 美元/盎司的历史新高。白银虽然被疫情和经济停滞拖累，一度跌至 2010 年以来的新低 12 美元/盎司，然随后开始走强，一度接近 30 美元/盎司。

2021 年-2022 年是本轮牛市的调整年，受美联储货币政策收紧、德尔塔和奥密克戎等变异病毒等因素影响，白银整体维持弱势行情，从 30 美元/盎司跌至最低的 17.54 美元/盎司；而俄乌地缘政治局势的升级与 2022 年四季度美联储加息放缓预期的影响，白银出现反弹行情，2022 年底伦敦银现回到 24 美元/盎司上方，但是没有改变彻底整体的调整行情。沪银方面，亦维持相同的走势，沪银从 6085 元/千克跌至最低的 4018 元/千克；2022 年底因为美联储加息放缓预期和经济衰退预期降温的影响，再度回到 5400 元/千克上方。

二、2023 年 1-5 月白银市场行情回顾

2023 年一季度，美联储货币政策调整节奏预期和经济衰退预期依然是白银走势的核心影响因素，美欧银行业风险的爆发，从避险需求直接利好黄金进而利好白银，亦通过影响美联储货币政策调整节奏预期间接利好白银走势；当然美元指数和美债收益率的先强后弱走势亦直接影响白银行情，白银呈现先抑后扬整体偏强走势。2023 年一季度，伦敦银现整体在

19.884-24.63 美元/盎司区间内呈现先弱后强走势，小涨 0.69%；沪银整体在 4756-5413 元/克区间呈现先弱后强走势，小跌 0.09%。

2023 年 4 月，美欧银行业危机暂时得到缓解，对贵金属的影响相对有限；美联储 5 月加息 25BP 预期相对确定，对贵金属影响相对有限；美国 3 月制造业活动等数据表现偏弱，美国经济衰退担忧再度升温，对贵金属形成利好影响；美元指数和美债收益率均表现偏弱，对贵金属形成利多影响。利多利空影响综合影响下，白银高位震荡偏强运行，伦敦银现 4 月整体在 23.54-26.08 美元/盎司区间震荡偏强运行，涨幅为 3.9%；沪银 4 月整体在 5277-5822 元/克区间震荡偏强运行，涨幅为 5.84%。

2023 年 5 月，白银呈现冲高回落行情。2023 年 5 月上旬，美国银行业危机进一步蔓延，美国债务上限谈判陷入僵局，债务违约风险不断加大，美联储政策利率调整预期再度偏鸽派转变，5 月初加息 25BP 后将停止加息，年内将会出现 3-4 次的降息预期；避险需求叠加美联储货币政策再度转向鸽派预期影响，贵金属持续上涨，伦敦银现盘中一度拉升至 26.13 美元/盎司高位，随后回落。

5 月中旬以来，美国就业市场表现强劲、通胀仍维持在高位，宏观经济数据表现略强于预期，叠加美联储官员讲话偏鹰派影响，美联储加息预期不断转向鹰派；美国经济衰退预期仍在升温，有色金属表现偏弱亦拖累白银价格；叠加美国债务上限协议从僵局到获得通过，美国银行业危机暂时没有再度蔓延等因素影响，白银高位回落，一度跌至 22.66 美元/盎司低位。伦敦银现 5 月整体在 22.66-26.13 美元/盎司区间呈现冲高回落行情，跌幅为 6.15%；受人民币贬值影响，沪银跌幅小于伦敦银现，沪银 5 月整体在 5270-5868 元/克区间呈现冲高回落运行，小幅下跌 2.42%。6 月 1-2 日，白银再度呈现冲高回落行情。



图 2 伦敦银现走势回顾

数据来源: Wind、方正中期研究院



图 3 沪银走势回顾

数据来源: Wind、方正中期研究院

第二部分 白银供需基本面分析

虽然金银不分家，白银紧跟黄金走势，且与黄金具有相同的货币属性、债券属性和商品属性，但是不同的是，白银的商品属性要强于黄金的商品属性，白银更容易受到商品属性的冲击。从历史走势和经验分析来看，货币属性和债券属性往往决定了白银的方向，而商品属性则决定了白银的涨跌幅度；当白银的走势与黄金出现较大的偏离时，便出现了明显的套利机会。本章节将重点分析白银的商品属性，了解白银的供需关系。

一、白银属性与用途综述

白银是一种金属单质，元素符号为 Ag，具有富延展性，是导热、导电性能很好的金属。纯白银比重为 10.5，熔点 960.5℃，导电性能佳，溶于硝酸、硫酸中。银在自然界中虽然也有单质存在，但绝大部分是以化合态的形式存在。银具有很高的延展性，因此可以碾压成只有 0.3 微米厚的透明箔，1 克重的银粒就可以拉成约两公里长的细丝。因为银的导热性和导电性强，在大多数行业中，白银的应用都不可替代，尤其是需要高可靠性、高精度和安全性的高技术行业。白银是在电子行业中得到广泛的应用，尤其在导体、开关、触点和保险丝上。

白银的主要用途依然是体现在工业方面，其次是摄影和珠宝银器方面。工业方面，随着全球对于新能源的重视，白银在光伏、新能源汽车等领域发挥了重要的作用。根据世界白银协会的数据显示，2020 年光伏、汽车对于白银的需求比重分别达到了 30%和 23%；2021 年和 2022 年占比进一步上涨。而摄影用银量相对稳定，并且有逐步下降的趋势。随着全球对于新能源的重视程度日趋增长，其可导致新能源成为下一轮白银工业需求的增量。

二、矿山和再生银供应依然是白银供给核心来源

从世界白银协会和金属聚焦提供的最新数据来看，受疫情影响，2020 年全球白银产量大幅下滑，全球白银产量为 953 百万盎司，较 2019 年减少了 46.8 百万盎司，同比减少 4.68%。2021 年全球白银产量达到 997.2 百万盎司，同比增长 4.6%。2022 年预计伴随泛美银业等主要矿山复产，叠加铜、铅锌等金属价格高位运行，铅锌矿、铜金矿产量增加将带动作为副产品的白银产量有所增加，2022 年全球白银产量将上升到 10.3 亿盎司。

从产量细分情况来看，2021 年劳工关系缓和以及疫苗接种率不断提高，疫情对于矿山影响降低，叠加铜、铅、锌等大宗商品价格持续上涨，矿山厂商生产积极性提高，全球矿产银产量增长 5%至 997.2 百万盎司，矿山银产量占比 82.49%，再生银及其他占比 17.35%。

从供给分项来看，白银矿山供应和再生金供应依然是白银的核心供给，占白银总供给的比例达到 99.84%。矿山供应受疫情影响出现明显下滑，而后疫情时代则逐步恢复到潜在增长水平。

表 1 全球白银供给数据分析

全球白银供给数据分析													
分项/时间	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2021	2022F
矿山生产量	795.9	845.3	882.1	896.9	900	863.7	850.2	853.9	781.1	822.6	843.2	5%	2%
再生银	216	180.3	161.3	147.3	145.9	147.2	148.6	147.7	162.2	173	180.5	7%	4%
供应商对冲量	-	-	10.7	2.2	-	-	-	15.2	8.5	-	5	-	-
政府沽售产量	3.6	1.7	1.2	1.1	1.1	1	1.2	1	1.2	1.5	1.5	28%	1%
总供给	1,015.50	1,027.30	1,055.30	1,047.40	1,046.90	1,011.90	1,000.00	999.80	953	997.2	1,030.30	5%	3%

单位：百万盎司

数据来源：金属聚焦、方正中期研究院

三、工业和投资需求为白银核心需求

从世界白银协会和金属聚焦提供的最新数据来看，受疫情影响，2020 年全球白银需求量大幅下滑，2020 年全球白银需求量为 880 百万盎司，同比减少 10.2%。从需求情况来看，2021

年全球白银需求量达到 1049 百万盎司，同比增长 19.2%，供应缺口达到 5180 万盎司，预计 2022 年缺口进一步扩大至 7150 万盎司，需求量达到 11 亿盎司以上。各国政府为实现气候目标而推广可再生能源，太阳能电池板的白银用量提高，白银出现供应短缺。

表 2 全球白银需求数据分析

全球白银需求数据分析													
分项/时间	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2021	2022F
工业需求	450.5	449.6	438.9	441.1	475.3	503.6	499.6	498.1	484.9	508.2	539.6	9%	6%
光伏需求	55	50.5	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	98.7	101	113.7	127	13%	12%
摄影需求	52.5	45.8	43.6	41.2	37.8	35.1	33.8	32.7	27.8	28.7	28.4	3%	-1%
珠宝首饰需求	159	186.9	192.8	201.7	188.4	195.2	201.9	200.3	149.8	181.4	201.8	21%	11%
银器需求	40.7	46.5	53.6	57.9	53.9	59.6	67.6	62.1	32.4	42.7	52.7	32%	23%
白银投资需求	241.9	300.6	283.1	310.4	212	155.7	165.2	186.8	205	278.7	279.2	36%	0
供应商对冲量	40.4	29.3	-	-	12	2.1	7.7	-	-	9.4	-	-	-
总需求	985.10	1,058.70	1,012.00	1,052.30	979.40	951.30	975.70	980.00	880	1049	1,101.80	19%	5%

单位：百万盎司

数据来源：世界白银协会、方正中期研究院

从需求分项来看，工业需求、投资需求和珠宝领域需求占据白银需求的主导力量。其中工业需求虽然受到疫情的冲击，但是依然保持稳步增加态势，而投资需求和珠宝领域需求则因为白银价格走升而持续增加。后期需要重点关注工业需求和投资需求，工业需求则需要重点关注光伏产业和新能源产业对白银的需求，预计两个领域对白银的需求将会逐年增加。

从长远来看，随着光伏产业的持续发展，未来白银的工业需求占比有望超过 70%。短期工业需求的边际变化很难引起供需格局的真正变动。全球交易所库存已经超过白银一年的需求量，叠加能够回收的银币、银器、首饰等，与其他工业金属存在本质的不同。中长期来看，白银价格更多黄金价格走势相关，金融属性提供方向，商品属性提供波动，实物投资需求能够一定程度指引白银价格。

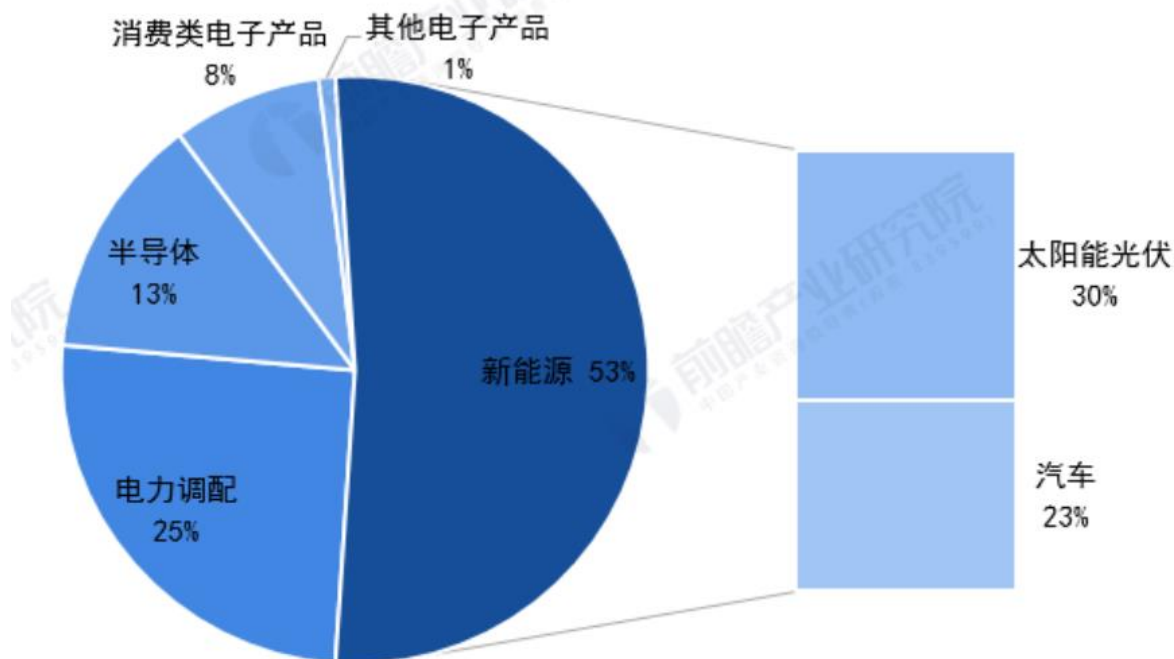


图 4 白银工业需求分项

数据来源：世界白银协会、前瞻产业研究院、方正中期研究院

四、白银近三年呈现供不应求态势

从世界白银协会提供的数据来看，2021 年以前的十年，除 2013 和 2015 年，白银需求因为投资需求大幅增加而高于白银供给外，均是白银需求小于白银供给，呈现供过于求的基本面态势。2021 年，从世界白银协会初步数据来看，2021 年全球白银供给量为 997.2 百万盎司，需求量达到 1049 百万盎司，供应缺口达到 5180 万盎司，预计 2022 年缺口进一步扩大至 7150 万盎司，需求量达到 11 亿盎司；2023 年供需缺口将会进一步拉大。接下来，库存偏低和供不应求的格局继续萦绕白银市场。

从商品属性和价格逻辑出发，供不应求格局应该支撑白银价格持续上涨，但是无论是 2021 年还是 2022 年，白银表现均偏弱，故白银供需数据对白银价格趋势影响有限。白银的供

需对白银行情趋势的影响相对有限，白银供需数据则影响白银的涨跌幅度，而货币属性和债券属性影响下的黄金走势成为白银走势的核心影响因素。

表 4 全球白银供需平衡分析

全球白银供需平衡分析													
分项/时间	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2021	2022F
总供给	1,015.50	1,027.30	1,055.30	1,047.40	1,046.90	1,011.90	1,000.00	999.80	953	997.2	1,030.30	5%	3%
总需求	985.10	1,058.70	1,012.00	1,052.30	979.40	951.30	975.70	980.00	880	1049	1,101.80	19%	5%
供需分析	30.4	-31.4	43.3	-4.9	67.5	60.6	24.3	19.8	73.0	-51.8	-71.5		

数据来源：世界白银协会、方正中期研究院

表 5 金属聚集统计全球白银供需数据

(吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	年同比变化率	
供应												
矿山生产	26293	27437	27896	27992	26863	26445	26000	24295	25587	26226	5%	2%
回收	5609	5018	4581	4537	4580	4622	4593	5044	5382	5616	7%	4%
净对冲供应	-	332	67	-	-	-	473	264	-	156	-	-
官方部门净销售	52	36	33	33	33	37	32	37	48	48	28%	1%
总供应	31954	32822	32577	32562	31475	31104	31097	29640	31017	32045	5%	3%
需求												
工业	13983	13650	13720	14785	15663	15539	15492	14459	15807	16783	9%	6%
其中：光伏业	1571	1507	1684	2915	3166	2877	3069	3142	3536	3950	13%	12%
摄影业	1424	1355	1282	1174	1092	1051	1018	865	892	885	3%	-1%
首饰业	5813	6000	6273	5859	6072	6280	6229	4660	5641	6278	21%	11%
银器	1447	1666	1802	1677	1853	2102	1931	1009	1327	1639	32%	23%
净实物投资	9351	8806	9654	6594	4843	5139	5809	6377	8668	8686	36%	0%
净对冲需求	913	-	-	374	66	239	-	-	292	-	-	-
总需求	32930	31478	32731	30463	29590	30348	30480	27370	32627	34270	19%	5%
市场平衡	-977	1344	-155	2009	1885	755	617	2270	-1610	-2224	na	38%
ETP持仓变化	148	-9	-532	1676	223	-666	2590	10299	2020	778	-80%	-62%
市场平衡减ETP持仓	-1124	1353	377	423	1663	1421	-1972	-8029	-3630	-3002	-55%	-17%
白银价格（美元/盎司）*	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	23.90	22%	-5%

数据来源：金属聚焦、方正中期研究院

五、白银矿山及生产国介绍

白银生产矿山30强						
排名	矿名	国家	所有权	2020	2021	年同比（百万盎司）
1	波兰铜业集团	波兰	波兰铜业集团（100%）	39.2	41.9	7%
2	潘纳斯奎托	墨西哥	纽蒙特矿业公司（100%）	30.9	34.2	11%
3	杜卡特	俄罗斯	多金属国际公司（100%）	18.2	18.8	3%
4	安塔米纳	秘鲁	嘉能可（33.75%）/必和必拓(33.75%) /泰克资源公司(22.5%)	16.4	18.2	11%
5	森德撒库尔德 ^{2、3}	印度	印度斯坦锌业公司（100%）	17.3	17.7	3%
6	圣朱利安	墨西哥	弗雷斯尼洛公司（100%）	13.3	16.8	26%
7	坎宁顿 ¹	澳大利亚	南方32公司（100%）	11.6	14.4	24%
8	绍西托	墨西哥	弗雷斯尼洛公司（100%）	15.5	12.4	-20%
9	圣克里斯托瓦尔 ²	玻利维亚	住友商事株式会社（100%）	5.4	12.1	124%
10	弗雷斯尼洛	墨西哥	弗雷斯尼洛公司（100%）	13.1	12.0	-8%
11	科亚瓦西铜矿	智利	嘉能可（44%）/英美资源公司（44%）/三井公司（12%）	9.0	9.6	7%
12	缘河	美国	赫克拉公司（100%）	10.5	9.2	-12%
13	米尼斯特罗哈雷斯	智利	智利国家铜业公司（100%）	8.4	9.1	9%
14	加尔彭贝里	瑞典	布利登公司（100%）	7.9	8.8	12%
15	丘基卡马塔 ¹	智利	智利国家铜业公司（100%）	10.0	8.5	-14%
16	普纳	阿根廷	SSR矿业公司（100%）	5.6	8.0	44%
17	圣迪马斯	墨西哥	第一雄伟银业公司（100%）	6.4	7.6	19%
18	CerroLos Gatos矿	墨西哥	Gatos Silver(70%)/同和金属矿业公司	4.2	7.6	81%
19	尧利	秘鲁	火山帕尼亚矿业公司（100%）	5.3	7.4	40%
20	帕尔马霍霍矿	墨西哥	科尔矿业公司（100%）	6.3	6.8	9%
21	特罗莫克铜矿	秘鲁	中国铝业（100%）	5.7	6.7	17%
22	红狗铅锌矿 ²	美国	泰克资源公司（100%）	6.5	6.6	2%
23	圣何塞	墨西哥	福图纳银矿公司（100%）	6.2	6.4	4%
24	英马库拉达	秘鲁	霍克希尔德矿业（100%）	4.0	6.2	55%
25	埃尔布罗科	秘鲁	布埃纳文图拉(61.43%)/私人及其他(38.57%)	3.7	6.2	67%
26	蒂泽伯	墨西哥	佩纽莱斯工业(51%)/同和矿业公司(39%) ⁵	6.0	6.0	0%
27	格拉斯伯格 ⁴	印度尼西亚	印度尼西亚政府(51.2%)/自由港-麦克莫兰公司(48.8%)	3.6	5.9	64%
28	甲玛 ²	中国	中国黄金国际资源有限公司（100%）	7.3	5.7	-22%
29	Ying矿	中国	希尔威金属矿业(77.5%) ⁶	5.2	5.7	8%
30	塞罗摩罗矿	阿根廷	亚马纳黄金公司(100%)	5.4	5.6	2%

注：除非另有说明，否则所有数据均为精矿或矿石中所含的银。1.可获利金属；2.估计值；3.精炼银；4.白银出售；5.住友金属矿业公司（10%）；6.河南有色地质矿产有限公司（22.5%）。

图5 世界前30大白银生产矿山介绍

数据来源：中国黄金协会、方正中期研究院

2020年全球主要白银生产国主要有墨西哥、秘鲁、中国、智利、澳大利亚、俄罗斯、波兰、美国等，其中墨西哥2020年白银产量为178.1百万盎司，全球排名第一，占总产量的比例为18.24%；秘鲁白银产量为109.7百万盎司，全球排名第二，占总产量的比例为11.24%；中国白银产量为108.6百万盎司，全球排名第三，占总产量的比例为11.12%；智利白银产量为47.4百万盎司，占全球白银总产量的比例为4.9%；澳大利亚白银产量为43.8百万盎司，占

全球白银总产量的 4.5%；俄罗斯白银产量占全球白银总产量的 4.35%。墨西哥、秘鲁和中国的白银产量占全球总产量的比例为 40.6%；而前 10 个国家白银产量占比达到 65%以上，相对比较集中。

六、光伏产业与新能源产业白银需求分析

光伏和新能源汽车的发展有望提升白银需求。虽然随着工艺改善和技术进步单位用银量未来大概率将降低，但在全球推进碳中和清洁能源发展的大环境下，光伏装机增量依然是光伏用银需求上升的主要驱动力。

白银是光伏电池的重要原料。光伏产业链始于原硅材料，加工为硅片后可制成光伏电池，光伏电池加工组成光伏组件，光伏组件构建起光伏系统。白银在光伏产业链中，主要被用于硅片到光伏电池一环中，丝网印刷的部分。高纯度银粉在与玻璃粉和其他添加剂混合后制成光伏银浆后用于电池正反两面。电池正面运用丝网印刷技术镀银起到导电作用，反面镀含银浆料则有利于减少材料氧化。

根据中国光伏行业协会（CPIA）数据，预计“十四五”期间，全球每年新增光伏装机约 210-260GW。CPIA 预测，2021 年全球光伏装机 150-170GW，2022 年全球光伏装机 180-225GW。预计到 2025 年，年光伏用银量在乐观情形下将增加 80 百万盎司；中性情形下将增加 60 百万盎司；悲观情形下将增加 40 百万盎司。虽然随着工艺改善和技术进步，单位用银量未来将降低。但在全球推进碳中和清洁能源发展的大环境下，光伏装机增量将成为光伏用银需求上升的主要驱动力。

5月5日，国家能源局发布《2023年一季度光伏发电建设运行情况》。2023年第一季度全国新增并网容量33.66GW，其中集中式15.53GW，分布式18.13GW，户用9GW。截至2023年一季度，累计并网容量共425.22GW，其中集中式248.90GW，分布式176.32GW。

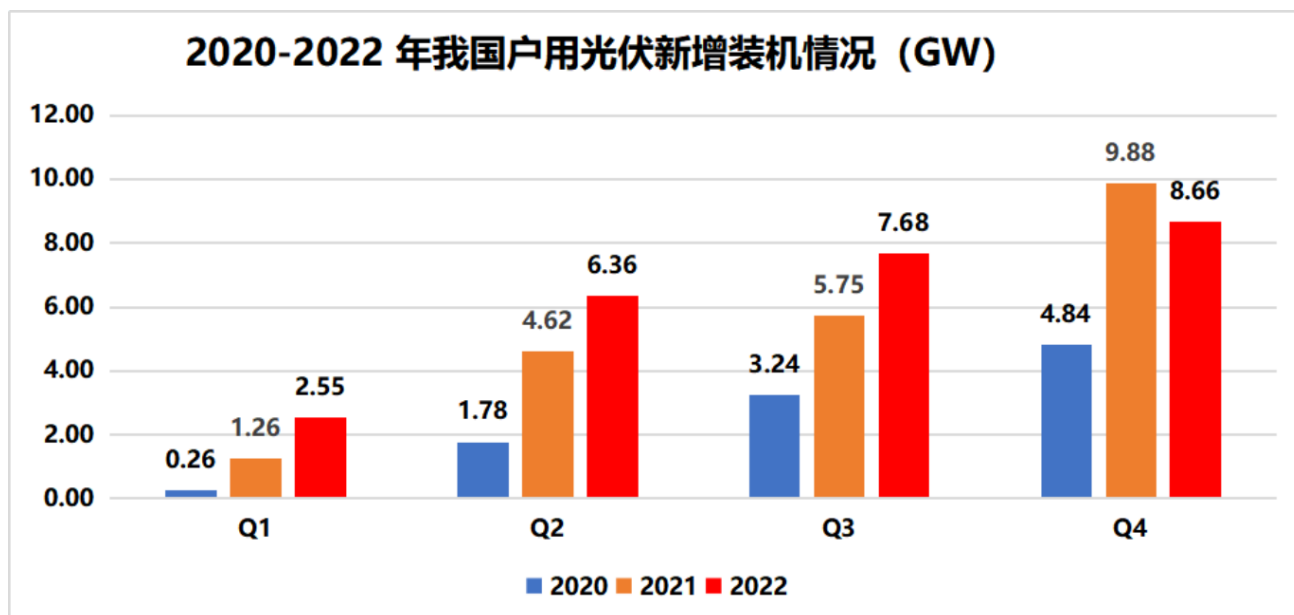


图 6 2020-2022 年我国户用光伏新增装机情况

数据来源：国家能源局、方正中期研究院

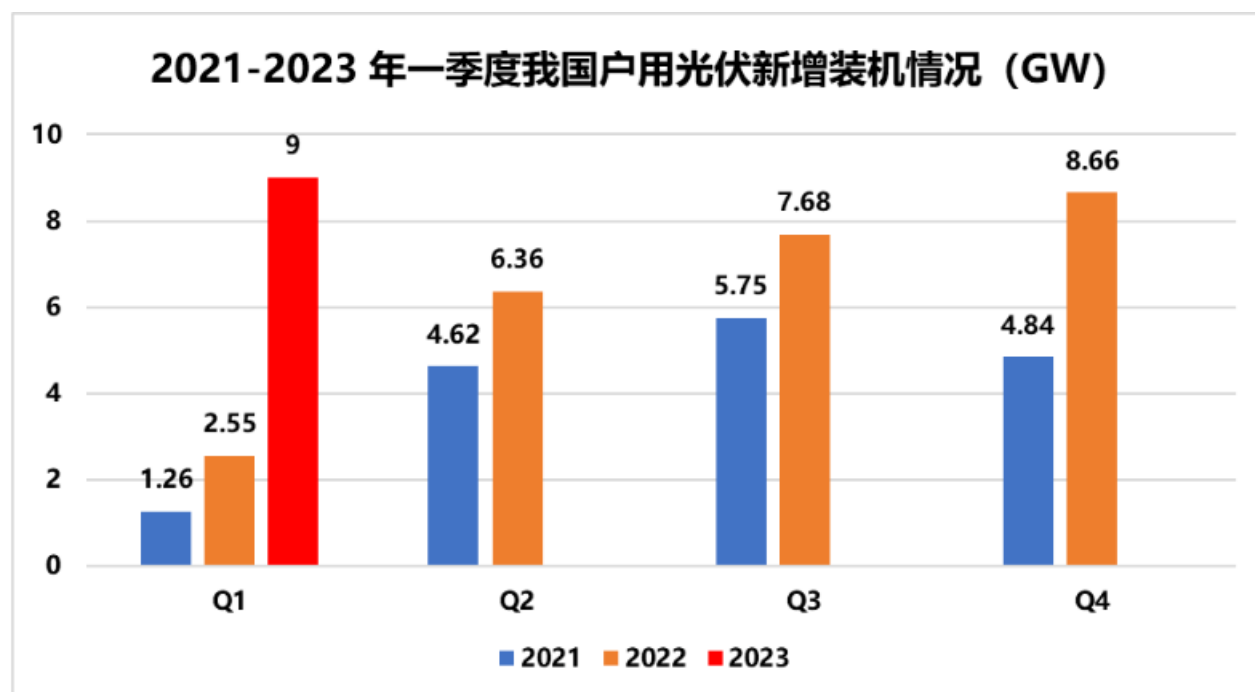


图 7 2022 年-2023 年 2 月光伏新增装机情况

数据来源：国家能源局、方正中期研究院

除了光伏电池领域，白银在新能源汽车领域的需求也有望实现可观增长。新能源汽车，尤其是纯电动汽车，在许多部件的应用中都需要白银，包括镀银导线、触点等。这有赖于白银具有良好的导电性能、抗氧化性和抗腐蚀性。根据世界白银协会的统计，传统内燃机汽车每辆约需 0.5-0.9 盎司的银，混合动力车每辆约需 0.6-1.1 盎司，而纯电动汽车每辆的用银量则约为 0.8-1.6 盎司。世界白银协会报告预计 2021 年汽车用银需求将达到 61 百万盎司，并将于 2025 年升至 90 百万盎司，接近光伏用银的需求。

与过去 5 年白银供需平衡状况相比，白银逐年过剩量将呈现下降趋势，整体方向上供需趋紧。未来随着新能源经济蓬勃发展，白银具有在上涨趋势中动力增强的潜力。当前白银光伏需求的增量对于白银供需平衡的改善，在绝对量上显得较为有限，未来几年大概率还是由波动更大的投资需求主导。

第三部分 经济、政策与美债美元分析

一、全球经济衰退偏下行

GDP预测 (同比)	世界三大经济组织及欧盟全球主要经济体经济预测 (20230531)																			
	IMF					世界银行 (2022)					经合组织					欧盟				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测	-2.8	6.3	3.4	2.8	3	-2.8	6.3	3.4	1.7	2.7	-2.8	6.3	3.4	2.6	2.9					
美国经济预测	-2.8	5.9	2.1	1.6	1.1	-2.8	5.9	2.1	0.5	1.6	-2.8	5.9	2.1	1.5	0.9	-2.8	5.9	2.1	1.4	1
中国经济预测	2.2	8.4	3	5.2	4.5	2.2	8.4	3	4.3	5	2.2	8.4	3	5.3	4.9					
欧元区经济预测	-6.1	5.4	3.5	0.8	1.4	-6.1	5.4	3.5	0	1.6	-6.1	5.4	3.5	0.8	1.5	-6.1	5.4	3.5	1.1	1.6
英国经济预测	-11	8.5	4.3	-0.3	1						-11	8.5	4.3	-0.2	0.9	-11	8.5	4.3	-0.2	1
日本经济预测	-4.3	2.3	1.1	1.3	1	-4.3	2.3	1.1	1	0.7	-4.3	2.3	1.1	1.4	1.1	-4.3	2.3	1.1	1.1	1
俄罗斯经济预测	-2.7	5.6	-2.1	0.7	1.3						-2.7	5.6	-2.1	-2.5	-0.5					
印度经济预测	3.9	-5.8	9.1	6.8	5.9	3.9	-5.8	9.1	6.9	6.6	3.9	-5.8	9.1	5.9	7.1					
巴西经济预测	-3.3	5.2	2.9	0.9	1.5	-3.3	5.2	2.9	0.8	2	-3.3	5.2	2.9	1	1.1					
南非经济预测	-6.3	5.5	2.1	0.1	1.8	-6.3	5.5	2.1	1.4	1.8	-6.3	5.5	2.1	0.6	0.9					

图 8 世界三大经济组织及欧盟经济预测统计

数据来源: Wind、方正中期研究院

2022 年, 地缘政治与疫情影响下, 能源危机、供应链危机和粮食危机继续影响全球经济, 叠加全球主要央行均收紧货币政策, 对经济形成较强的抑制作用, 全球经济增速均呈现明显下滑趋势, 欧洲经济持续下行; 美国一二季度经济陷入技术性衰退, 三、四季度修复反弹难改经济弱势趋势。2023 年, 美欧货币政策持续收紧影响逐步显现, 叠加能源危机、内生经济增长动力不足等因素影响, 美欧经济持续下行, 美欧经济下半年陷入衰退的可能性依然较大。

GDP预测 (同比)	世界主要投行经济预测 (20230531)																			
	花旗集团					高盛					摩根大通					德银				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测	-2.8	5.9	2.1	1.5		-2.8	5.9	2.1	1.6	1.5	-2.8	6.3	3.4	2.8	2.5	-2.8	6.3	3.4	2.8	3.1
美国经济预测	-2.8	5.9	2.1	1.5		-2.8	5.9	2.1	1.6	1.5	-2.8	5.9	2.1	1.3	0.4	-2.8	5.9	2.1	1.6	-0.4
中国经济预测	2.2	8.4	3	6.1		2.2	8.4	3	6	4.6	2.2	8.4	3	6.4	5.3	2.2	8.4	3	6	6.3
欧元区经济预测	-6.1	5.4	3.5	1.3	0.9	-6.1	5.4	3.5	0.7	1.3	-6.1	5.4	3.5	1.1	0.9	-6.1	5.4	3.5	0.5	1
日本经济预测	-4.3	2.3	1.1	0.8	0.7	-4.3	2.3	1.1	1	1.3	-4.3	2.3	1.1	0.8	0.6	-4.3	2.3	1.1	1.3	0.6
GDP预测 (同比)	巴克莱银行					美银美林					瑞信集团					瑞士信贷				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测	-2.8	6.3	3.4	2.7	2.4	-2.8	6.3	3.4	2.5		-2.8	6.3	3.4	2.6	2.8	-2.8	6.3	3.4	1.9	2.2
美国经济预测	-2.8	5.9	2.1	1.1	-0.1	-2.8	5.9	2.1	1	-0.1	-2.8	5.9	2.1	0.8	0.4	-2.8	5.9	2.1	1.4	1.4
中国经济预测	2.2	8.4	3	5.3	4.5	2.2	8.4	3	6.3	5.2	2.2	8.4	3	5.7	5.2	2.2	8.4	3	5.2	4.4
欧元区经济预测	-6.1	5.4	3.5	0.5	0.4	-6.1	5.4	3.5	0.6	0.8	-6.1	5.4	3.5	0.8	1	-6.1	5.4	3.5	0.6	1
日本经济预测	-4.3	2.3	1.1	0.8	0.7	-4.3	2.3	1.1	1	1.2	-4.3	2.3	1.1	1	1	-4.3	2.3	1.1	0.4	0.6
GDP预测 (同比)	富国银行					高盛					瑞信集团					瑞士信贷				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
全球经济预测	-2.8	6.3	3.4	2.7	2.4	-2.8	6.3	3.4	2.5		-2.8	6.3	3.4	2.6	2.8	-2.8	6.3	3.4	1.9	2.2
美国经济预测	-2.8	5.9	2.1	1.1	-0.1	-2.8	5.9	2.1	1	-0.1	-2.8	5.9	2.1	0.8	0.4	-2.8	5.9	2.1	1.4	1.4
中国经济预测	2.2	8.4	3	5.3	4.5	2.2	8.4	3	6.3	5.2	2.2	8.4	3	5.7	5.2	2.2	8.4	3	5.2	4.4
欧元区经济预测	-6.1	5.4	3.5	0.5	0.4	-6.1	5.4	3.5	0.6	0.8	-6.1	5.4	3.5	0.8	1	-6.1	5.4	3.5	0.6	1
日本经济预测	-4.3	2.3	1.1	0.8	0.7	-4.3	2.3	1.1	1	1.2	-4.3	2.3	1.1	1	1	-4.3	2.3	1.1	0.4	0.6

图 9 主要投行继续下调欧美经济增速

数据来源: Wind、方正中期研究院

2023 年, 地缘政治紧张局势仍未得到有效缓解, 美欧货币政策大幅收紧冲击逐步显现, 美欧银行业危机虽减弱但是未消除, 全球经济增速持续下滑态势持续, 美欧等主要经济体

2023 年经济衰退或难以避免。世界银行和经合组织不断下调全球经济增长前景，世界银行设置将 2023 年全球经济增长预测调降至 1.7%。

下面从全球主要投行角度分析各国家经济走势：

全球方面，地缘政治的恶化（能源危机、供给危机、粮食危机等）和全球主要央行政策加速收紧会直接冲击全球经济，2022 年全球经济下降至 3.4%；2023 年，政策收紧的影响将会继续显现，叠加地缘政治与能源危机等因素的影响，全球经济将会进一步下降至 2-2.5% 区间，不排除跌破 2% 的可能。

美国方面，2023 年，美联储货币政策收紧的滞后影响逐步显现，银行业风险虽然缓解但是未消除，全球经济景气程度下降拖累美国外需，内生经济增长动力不足，美债收益率曲线倒挂持续暗示经济衰退风险；美国经济 2023 年经济将会进一步走弱，局部时间的经济衰退或难免；预计 2023 年 GDP 或将降至 0.8-1.5%。

中国方面，一季度经济加速增长更多是补偿性的，二季度开始供需结构性分化持续加剧，库存周期倒退。消费持稳但投资退潮，外需风险暂低于预期，内生增长动能不强。弱复苏趋势不变，消费、地产、外需仍为核心关注点。受低基数影响，二季度实际 GDP 同比增速或明显回升，名义增量则仍受去通胀约束，经济低点位于此阶段，全年 5% 的 GDP 增速目标仍大概率能实现。

欧元区方面，地缘政治的恶化（能源危机、供给危机、通胀飙升等）对欧洲经济的影响依然存在，欧洲央行超预期加息抑制通胀的同时拖累经济，叠加欧洲经济增长内生动力不足和全球经济不景气拖累外需等因素影响，2023 年欧洲经济仍然偏弱，局部时间陷入衰退的可能性较大；全年经济增速或降至 0.3-0.8%。

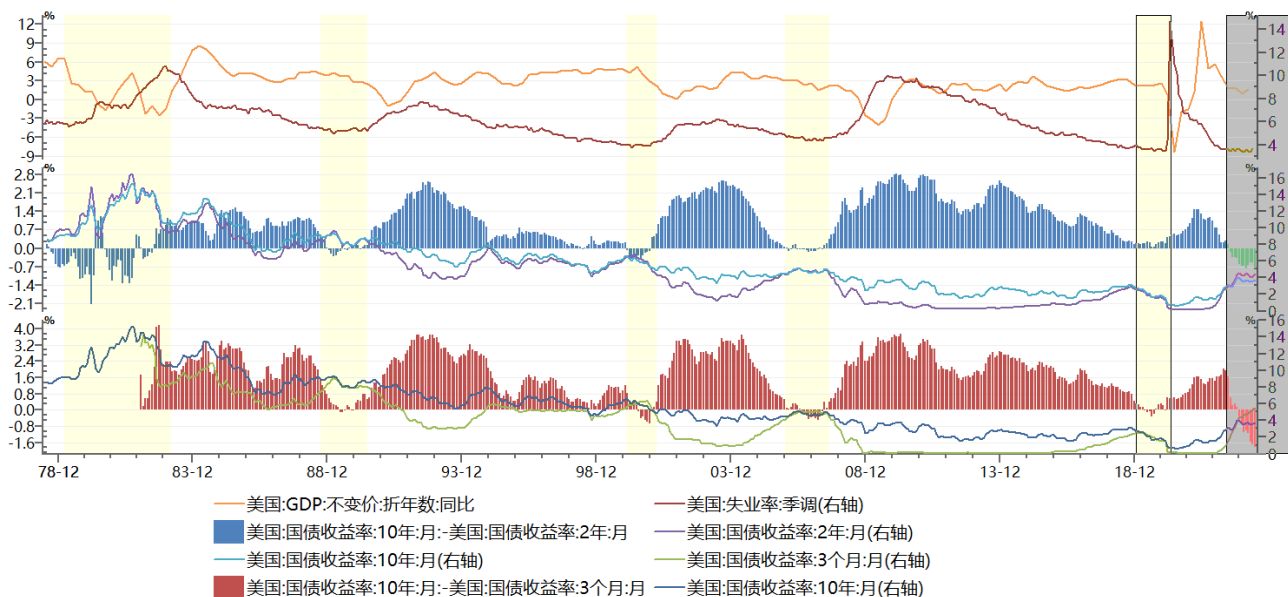


图 10 核心利率倒挂暗示经济衰退风险

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、美欧银行业风险消退但是未消除

美欧银行业危机引发市场恐慌，贵金属价格持续上涨，伦敦金现盘中刷新历史新高。

3月10日，美国硅谷银行爆雷出现挤兑亏损，并在48小时内迅速宣布破产倒闭，这是自2008年金融危机以来，美国银行业最大的破产案，也是有史以来第二大银行破产案，仅次于2008年倒闭的华盛顿互惠银行。3月12日签名银行倒闭，这是三天内美国倒闭的第二家银行。

银行业危机蔓延至欧洲，3月14日瑞信自爆发现财务报告程序存在“重大缺陷”，瑞信中东大股东-沙特国家银行表示，不会向瑞信提供更多援助，瑞士信贷陷入危机中，股价大跌使得市场恐慌达到高潮。瑞信成立于1856年，是全球第五大财团、瑞士第二大银行，也是一家投资银行和金融服务公司；瑞士信贷银行出现风险引发的市场情绪变动远大于美国几家中小银行的影响。

为应对银行危机，美国财政部、美联储和联邦存款保险公司的联合声明，承诺向硅谷及签名银行全部储户提供保护，储户都可以提取自己的存款，纳税人对银行相关的任何损失不

承担责任。在瑞士政府、央行及瑞士金融市场监管局在瑞士监管机构的推动下，瑞士信贷银行将被瑞银集团收购。瑞士第一、第二大银行“合体”，被视为 2008 年全球金融危机后世界银行业第一次大规模并购。

瑞士信贷被瑞银收购，硅谷银行被折价收购，银行业风险有所缓解，市场恐慌情绪有所降温，然而 5 月初美国第一共和银行正式破产再度将银行业危机推上高潮。

5 月 1 日，监管机构接管第一共和银行，这是两个月内倒闭的第三家美国大型银行。5 月 4 日，西太平洋合众银行称，正与潜在投资者就包括出售和融资在内的战略性选项进行谈判；英国金融时报称，阿莱恩斯西部银行正在考虑包括出售在内的选择，但随后该行予以否认；另外，道明银行终止与第一地平线银行合并协议。

美国银行业危机仍未完全解决，高利率冲击下，资产负债错配和无保险存款对商业银行构成的威胁依然存在，未来仍不能排除引发金融危机的可能，仍存在潜在的风险，从中长期来看依然利好贵金属。

三、美联储 6 月停止加息概率大

疫情冲击下经济陷入短期衰退，并且出现流动性危机，欧美央行迅速实施超宽松的货币政策，避免流动性危机发展为金融危机，更是降低经济危机的程度；主要经济体政府亦采取积极的财政刺激措施，从需求侧调控经济。随着疫情控制和经济复苏均取得进展，而 2020-2021 年宽松政策带来的流动性泛滥和通胀高企等问题迫切需要解决，故美联储在 2021 年 11 月议息会议宣布缩减购债，正式进入政策紧缩阶段。2022 年 3 月开始正式进入加息阶段，5 月加息 50BP，6 月、7 月、9 月和 11 月则各大幅加息 75BP；12 月放缓加息步伐，加息 50BP；2023 年 2 月、3 月和 5 月各加息 25BP。

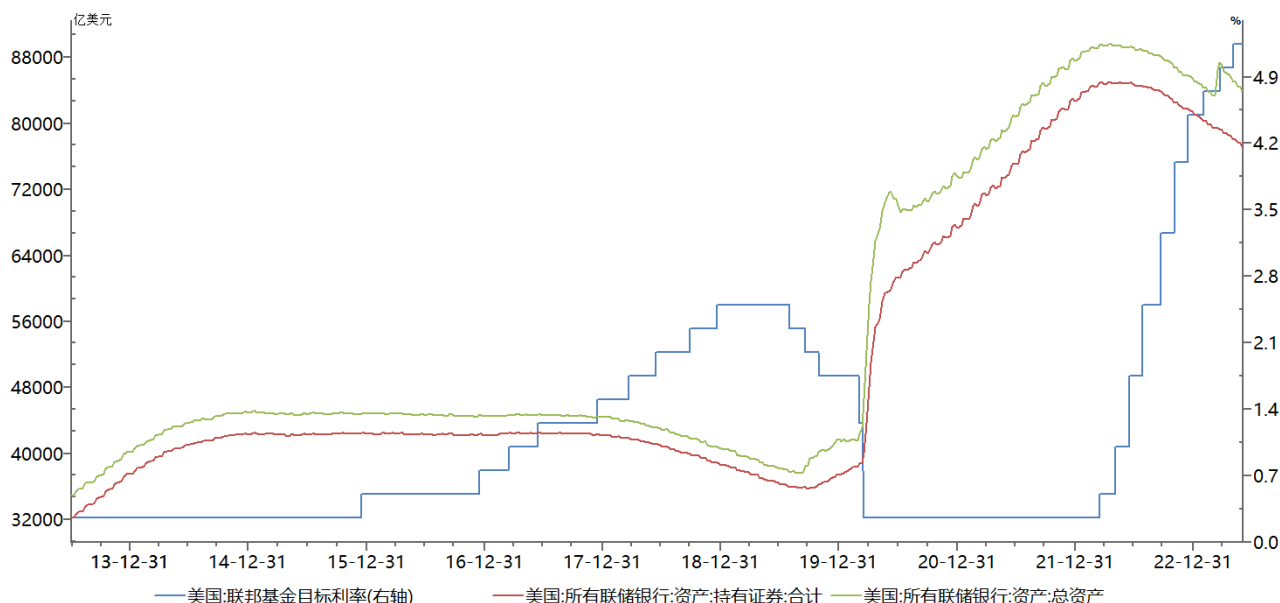


图 11 美联储货币政策进展分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 12 美联储宽松政策退出路径展望

数据来源：Wind、方正中期研究院

美联储经过 2022 年连续大幅加息后，2023 年初加息周期接近尾声，美联储加息幅度逐步降低直至停止加息，待通胀回落和经济偏弱之际，再度开启降息周期。然而，美国银行业危机和债务上限问题的出现，使得美联储 2023 年货币政策调整预期出现“过山车式”趋势转变，对于贵金属的影响亦较为显著，伦敦金现盘中一度刷新历史新高至 2081.82 美元/盎司。

2022 年底，美联储逐步放缓加息步伐，2023 年 1 月美联储维持鸽派加息基调，美元指数和美债收益率表现弱势，利好贵金属和其他商品，贵金属呈现震荡偏上行走势，伦敦金现一度涨至 1950 美元/盎司关口。2023 年 2 月至 3 月上旬，美国 1 月经济数据表现强劲，美联储加息预期再度转鹰，美元指数和美债收益率大幅反弹，利空贵金属和其他商品，贵金属高位回落，伦敦金现一度跌至 1800 美元/盎司关口。

2023 年 3 月中旬至 4 月底，硅谷银行破产事件引发市场恐慌，美欧银行业危机持续蔓延，美联储加息的幅度、加息终点预期大幅调整，当时从仍有加息 100BP 的预期调整为共加息 25BP 的预期（3 月加息 25BP 后将会停止加息）、年底无降息预期调整为降息 2-3 次预期；避险需求和美联储政策大幅度转鸽预期利好，贵金属持续大幅上涨，伦敦金现一度涨至 2050 美元/盎司附近。随后美欧银行业危机得到一定的遏制，美联储货币政策调整的鸽派预期有所减弱，贵金属小幅走弱，伦敦金现跌至 2000 美元/盎司下方。

2023 年 5 月初至 5 月中旬，第一共和银行破产，美国银行业危机进一步蔓延，美国债务上限谈判陷入僵局，债务违约风险不断加大，美联储政策利率调整预期再度偏鸽派转变，5 月初加息 25BP 后将停止加息，年内将会出现 3-4 次的降息预期。避险需求叠加美联储货币政策再度转向鸽派预期影响，贵金属持续上涨，伦敦金现盘中刷新历史新高至 2081.82 美元/盎司高位。

5 月下旬以来，虽然美国债务上限僵局仍然在持续，但是美国白宫和共和党最后达成协议的预期较强，最后可以避免债务违约；美国银行业危机暂时没有再度蔓延，美国就业市场

表现强劲、通胀仍维持在高位，宏观经济数据表现略强于预期，叠加美联储官员讲话偏鹰派影响，美联储加息预期不断转向鹰派。市场关于美联储后续政策调整节奏，从加息周期已经结束、年内将会降息 2-3 次预期，迅速转变美联储 6 月和 7 月再度加息 1 次，对年内或不会出现降息预期。贵金属承压持续回落，伦敦金现跌至 1950 美元/盎司下方，伦敦银现则一度跌破 23 美元/盎司关口。

对美联储而言，当前仍然面临抗通胀、防风险和稳经济的权衡问题；尽管，美国政府债务上限僵局得到实质性解决，然而美国通胀维持在高位继续施压美联储，但是美国银行业危机仍未得到有效根除，美国经济衰退预期仍然存在，故美联储很难再度持续收紧货币政策，美联储四季度降息的可能性依然存在。

当前美国政策利率位于 5%-5.25%，已经处于近二十年高位，如果美联储再度加息，对于资产错配和危机边缘的银行业的冲击将会进一步加大，不排除银行业危机进一步蔓延的可能，或引发新一轮的金融危机，故美联储再度加息的概率偏小。而通胀仍维持在高位，抗通胀背景下，美联储政策利率将会维持高位的时间进一步加长，降息的时间将会推后；关注美国经济衰退预期的演变，经济衰退预期下，美国四季度降息 1-2 次的可能性依然存在。

美国债务上限问题已经得到有效解决，接下来美联储货币政策转向需要关注点有以下四点：第一，美国银行业危机是否进一步蔓延，未来是否会出现金融危机；第二，美国经济衰退难免，经济衰退的程度将会影响货币政策调整的节奏；第三，美国通胀虽然高位回落，但是距离 2% 的通胀目标仍有一定的距离，通胀回落态势会影响美联储货币政策调整节奏。第四，美国就业市场表现仍然有韧性，但是出现走弱的迹象，需要关注就业市场的整体表现。

美联储加息节奏预期短时间内出现迅速转变，迅速从政策收紧转为政策宽松再度转向鹰派预期，对贵金属形成直接影响。近期一直强调美联储货币政策的调整已经被市场所计价，一旦美联储货币政策调整预期再度转向鹰派或者不会出现市场所预期的鸽派，对与贵金属而

言则会形成利空影响，故贵金属短线回调行情仍未结束。但是美联储货币宽松逻辑将是未来一段时间的主逻辑，此背景下叠加避险需求、配置需求以及储备需求，贵金属中长期仍有上涨空间。

四、美债收益率触底反弹 然上方空间有限

自 2021 年 1 月 6 日美联储 12 月会议纪要释放讨论缩减购债规模的信号后，随着美联储货币政策收紧预期和节奏不断加强，十年期美债收益率开启上涨趋势，2022 年四季度最高涨至 4.341 的近十五年高位。2022 年 10 月底至 2023 年 1 月底，美联储加息放缓预期不断升温与落地，美联储 2023 年四季度降息预期持续升温，美债收益率受此影响高位回落，最低跌至 3.32% 的近期低位。

2 月随着美国 1 月宏观数据均表现大超预期，美国经济软着陆预期不断升温，美联储官员陆续发表偏鹰派言论，强调继续加息应对通胀的必要性，美联储可能进一步偏鹰派加息的预期不断升温；美债收益率亦再度走强，当前再度回到 4% 上方。然而 3 月美欧银行系统风险爆发，美联储货币政策紧缩迅速调整为宽松预期，美债收益率持续走弱，4 月初一度跌至 3.26% 的低位。5 月中旬以来，经济数据与联储官员鹰派讲话等因素影响下，美联储货币调整再度转向鹰派影响，美债收益率持续走强，一度接近 3.9%，随后回落至 3.7% 附近。

一般来说，国债收益率受到本国实际经济增速、货币政策、通胀预期、国债市场供需平衡状态和其他避险和资产配置需求等因素的影响，而不同类型的经济体以及不同的时期，不同因素的影响逻辑和程度均不同。对于美债而言，影响美债的其他因素主要是避险和资产配置等因素的影响，其走势取决于美国实际经济增长情况、美联储货币政策、通胀预期和以“美国财政、全球配置以及避险需求”等因素主导的供求结构。

基于“名义利率=实际利率+通胀”的核心逻辑进行分析。一般而言，十年期美债收益率代表名义利率、十年期通胀指数国债（TIPS）代表实际利率，十年期美债收益率与 TIPS 收益率差值反映通胀。通过对十年期美债收益率与 TIPS 差值与美国通胀（CPI 同比）和布伦特原油价格（一般认为原油价格变动与通胀预期变动密切相关，走势相似度高）走势进行对比分析发现，美债收益率与 TIPS 差值与布伦特原油价格的相关度显著高于与美国通胀的相关度，故名义利率和实际利率的差值为通胀预期更为准确。故名义利率与实际利率之间的关系则调整为“名义利率=实际利率+通胀预期”，而通胀预期的变动与原油价格变动显著性强。故影响十年期美债收益率变动的核心因素则是通胀预期和实际利率。

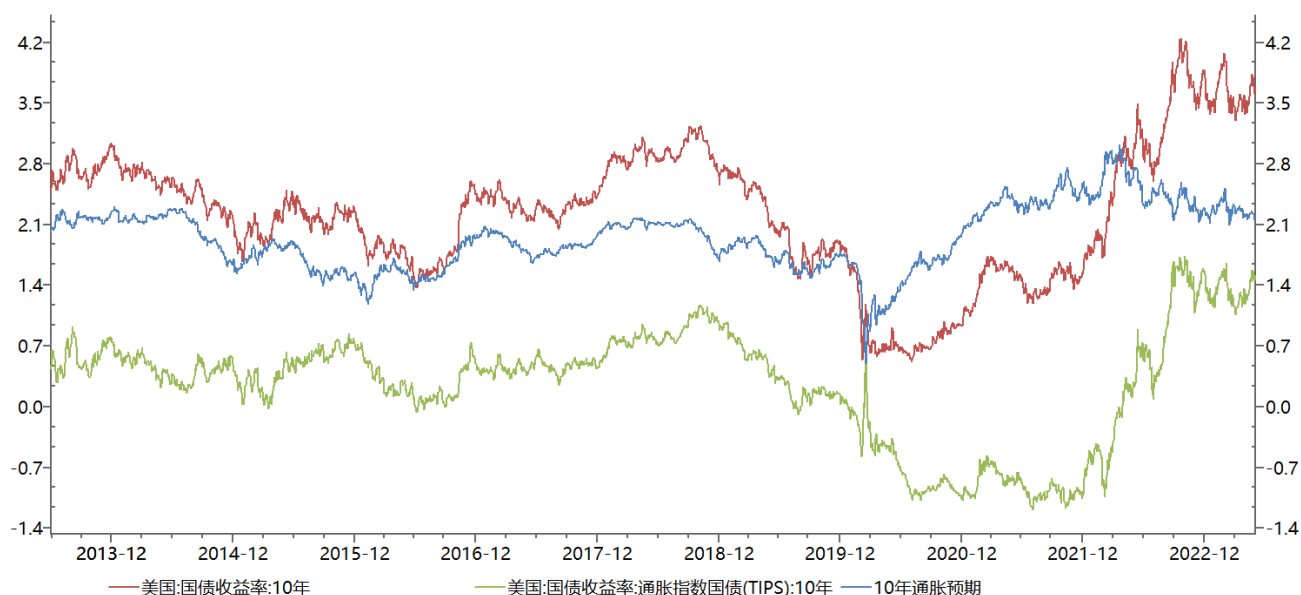


图 13 美债收益率逻辑分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

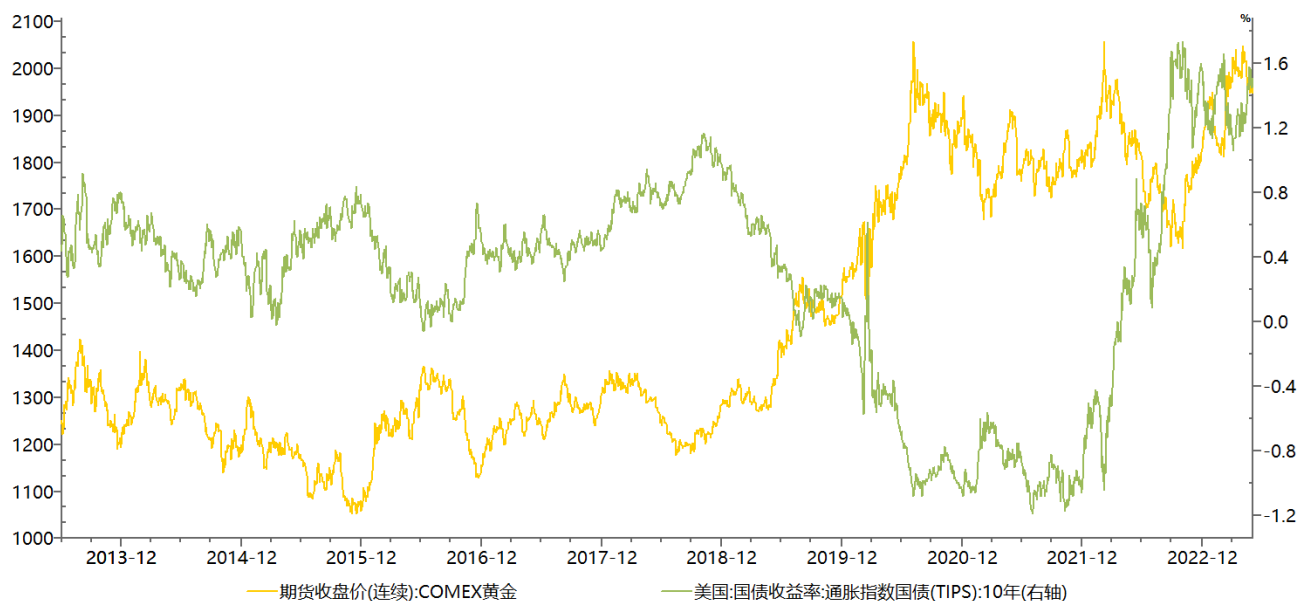


图 14 实际利率与黄金走势相关性分析

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 15 十年期美债收益率走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

美联储货币政策调整节奏预期偏鹰，对美债收益率形成利好影响，美债收益率震荡走强；但是银行业风险仍未消除，美联储加息周期接近尾声；美国经济衰退预期仍较强，下半年或陷入衰退，故美债收益率上涨动力不足；其次基于负债压力过大（美国财政部每年的利息支出或达到 1.3 万亿以上），美联储和美国政府亦不会希望美债收益率涨幅过高，故美债收益率偏下行概率大。美债收益率 2023 年整体偏弱行情将会持续，2023 年，十年期美债收益率或将

在 2.5%-4.35% 主区间偏弱运行。2023 年 6 月，十年期美债收益率或将在 3.3%-4% 区间震荡运行。

五、美元指数短期反弹 然整体弱势行情难改

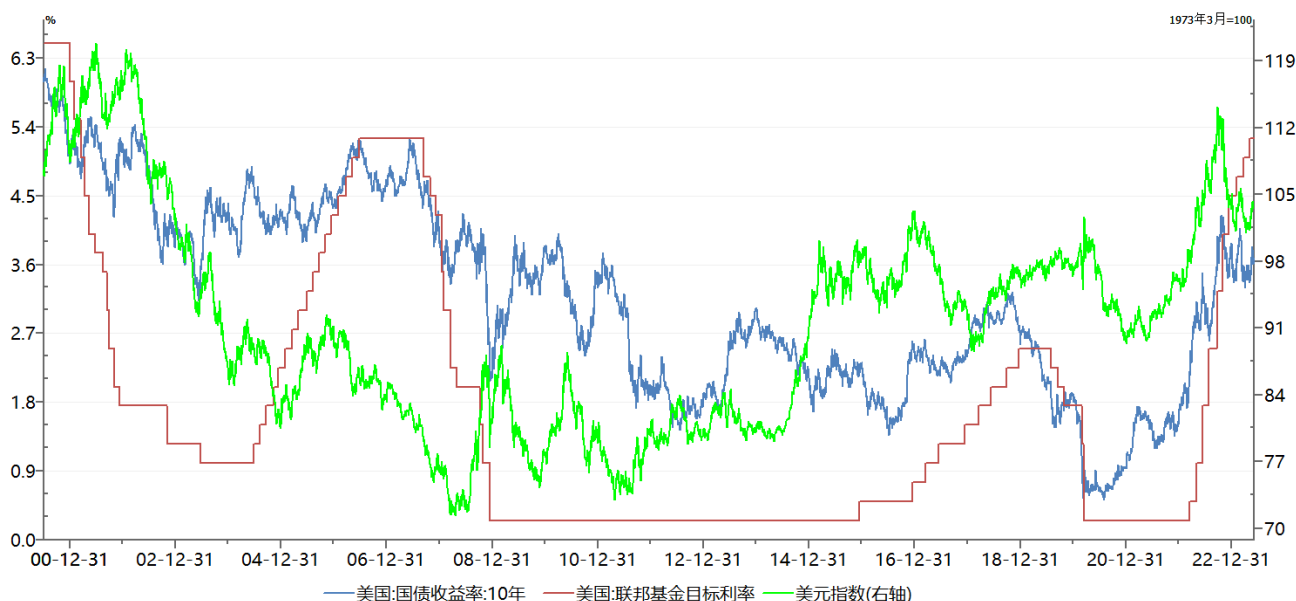


图 16 美元指数、联邦基准利率与美债收益率

数据来源：Wind、方正中期研究院

2021 年初至 2022 年 9 月底，美联储货币政策加速收紧预期支撑美元指数，叠加地缘政治局势再度紧张，欧元英镑弱势利多美指，美元指数持续上涨，从 90 的低位一度涨至 114.79 的近二十年高位。2022 年 10 月以来，在美联储加息放缓预期持续升温与落地、欧洲央行大幅加息收窄欧美政策差等因素影响下，美元指数高位回落，2023 年 4 月一度跌至 100.78 附近。2023 年 5 月，美国债务上限问题逐步得到解决，美联储 6 月和 7 月再度加息预期升温，年内降息预期降温，美元指数出现反弹行情，一度涨至 104.7 的近期高位。

中长线来看，美联储本轮加息周期或已结束，货币政策将逐步转向宽松，美国经济衰退难免，叠加美欧政策差将会收窄预期，欧元英镑表现偏强等因素影响，美元指数已经进入中

长线的弱势行情。2023 年 6 月，美元指数将会维持高位震荡走势，不排除测试 100 的可能性较大，整体或在 100-105.6 区间震荡运行。2023 年，美元指数整体将会在 90-110 之间偏弱运行。对于贵金属而言，中长期则会形成利多影响。



图 17 美元指数走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 政策、通胀影响白银逻辑分析

一、美联储货币政策转向与白银行情演绎分析

对比美联储加息趋势、资产负债表规模变动和伦敦金现价格的历史走势数据，可以得到以下的结论：第一，美联储加息预期升温之际，白银往往表现偏弱，当美联储加息预期落地或者被市场计价之际，白银表现偏强，往往会出现利空出尽反弹行情；如果美联储降息，白银跟随黄金表现强势。第二，美联储资产负债表规模的增加往往伴随着白银价格的上涨，美联储资产负债表规模趋于稳定或者回落

之际，白银价格亦会出现回落；当美联储货币政策鹰派转向被市场消化或者落地之际，白银价格往往出现利空出尽反弹行情。

回顾美联储资产负债表规模和白银价格 2000 年以来的数据，可以具体分析两者的关系。2008 年 9 月-2011 年 9 月，面对金融危机，美联储实施宽松货币政策，释放流动性，资产负债表规模大幅增加，从 9000 亿美元涨至 29000 亿美元，伦敦银现价格亦跟随黄金走升，从 8.5 美元/盎司一路飙涨至 49.8 美元/盎司。这一阶段是历史上最长的流动性泛滥时期，除美联储以外，各国央行加大货币宽松力度以对冲频发的经济金融危机、地缘政治危机带来的负面影响；长期宽松下，通胀预期抬升、实际利率下行、美元指数走弱，白银跟随黄金呈现大牛市。

2012 年底-2014 年中，虽然美联储实施第四轮 QE，资产负债表规模继续增加，但是白银没有出现对应的上涨，当然在很大程度上避免了金银的深度回落。这一阶段前处于后金融危机时期，美国经济回暖，货币政策转向，第三轮 QE 结束，整体低通胀、实际利率回升，此外日欧经济仍低迷反衬美国增长相对强势，白银跟随黄金亦快速下跌，进入熊市区间。故宽松的货币政策亦促进了白银的相对涨幅。

2019 年下半年至今，美联储开启了新一轮的量化宽松政策，而新冠肺炎疫情的爆发则是使得美联储进入超级量化宽松时代，美联储资产负债表规模亦是急剧大幅增加，从初期的 4 万亿涨至当前接近 9 万亿，仍有进一步上涨的趋势；这一阶段，叠加疫情风险所带来的避险需求，白银先是因为疫情冲击出现大幅回落，随后则是持续的上涨，最高涨至 30 美元/盎司。超宽松的货币政策所带来的货币超发和流动性泛滥使得白银跟随黄金价格出现大幅上涨。

2014 年下半年-2019 年初，美国经济进入繁荣期，美联储资产负债表规模亦相对稳定，没有进一步的释放流动性，白银跟随黄金亦从急速下跌的熊市逐步转向震荡市。而 2011 年 9 月-2012 年 7 月，是美联储第四轮 QE 前短暂的货币政策相对正常时期，该阶段白银价格从高位回落，虽然有经济好转与市场风险偏好等其他因素的反向冲击，但是货币政策的收紧（第三轮 QE 的结束）或是其大幅回落

的核心影响因素。2021 年 1 月 6 日，随着美联储 12 月议息会议纪要显示美联储开始讨论宽松货币政策退出路径，释放货币政策调整的鹰派信号后，白银亦是跟随黄金价格走弱，亦说明黄金行情对美联储货币政策调整的敏感性。

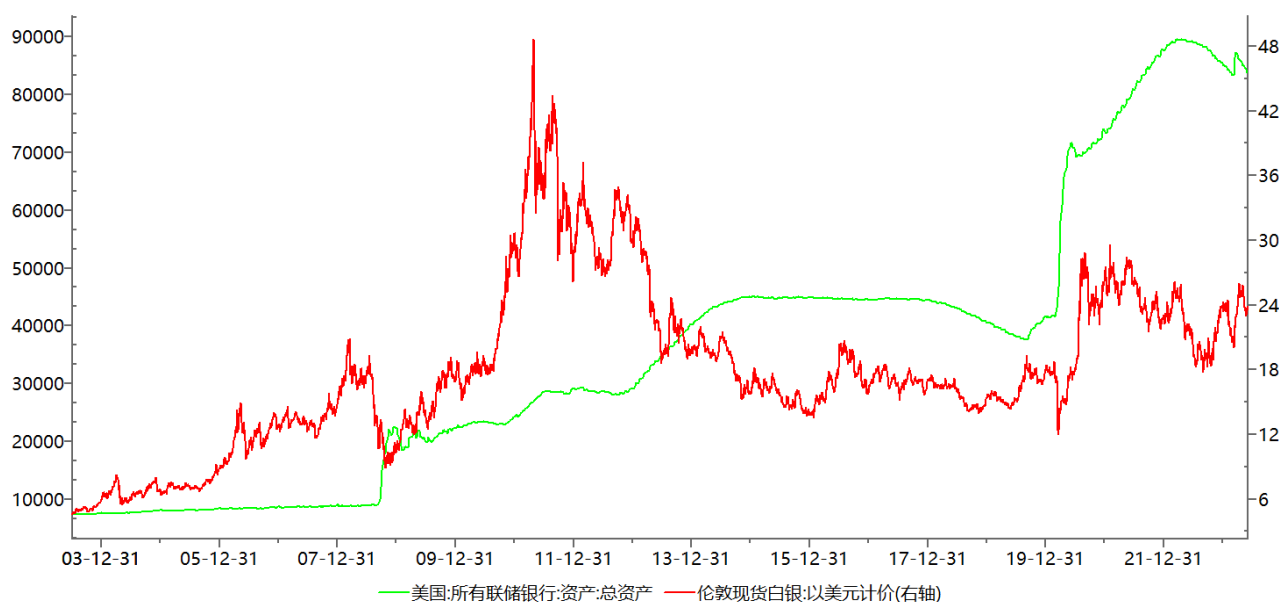


图 18 美国资产负债表与白银走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

通过美联储资产负债表规模和金银价格走势的具体分析，可以得到美联储货币政策和金银价格走势的相关关系，2022 年美联储的货币政策预期与节奏持续偏鹰收紧，金银价格走势偏弱，这符合两者的关联性。一旦美联储货币政策趋于稳定或者落地后，金银再度呈现偏强走势。

从 2004-2006 年美联储加息周期和 2015-2018 年美联储加息周期前后，货币政策调整和白银走势分析来看，美联储货币政策转向预期加强之际，如缩减购债和加息预期升温之际，白银维持弱势，当货币政策调整被市场消化或者落地之际，白银往往走出利空出尽反弹的行情。这与 2021 年美联储货币政策调整与白银走势相一致，2021 年美联储货币政策转向预期不断升温，从缩减购债政策调整预期加强到加息预期加强再到出现缩表预期，白银维持弱势；当政策调整落地后，白银则开始利空出尽低位

反弹行情。这一规律走势在接下来的时间内仍适用，美联储货币政策调整预期升温之际对贵金属形成较大的压力，当货币政策调整落地时，贵金属则会开启利空出尽反弹的行情。

从历次加息周期来看，美联储加息预期升温之际，白银跟随黄金表现偏弱；当加息预期被市场消化或者落地之际，白银往往走出利空出尽反弹的行情；当然降息对白银而言直接形成利好影响。从历次缩表周期和贵金属走势来看，当收紧预期加强之际，贵金属短期偏弱，但是中期维持偏强行情。本轮加息周期和缩表周期亦会有此效果，并且当前面临地缘政治紧张局势和通胀居高不下等其他因素影响，贵金属的表现将会强于以往缩表周期黄金的表现。

基于当前对美联储货币政策的调整预期，我们认为当美联储释货币政策意外的收紧调整或预期升温对白银价格形成直接利空；然而美联储缩债和加息预期一旦落地，白银将会再度回归偏强行情。2022 年底至 2023 年，美联储货币政策调整的进展对于白银的影响依然是核心之一。近二十年，美联储近期释放的天量流动性，依然没有被市场所完全消化，超发的货币和泛滥的流动性依然会支撑着白银价格，故白银价格虽然会回调，但是回调的幅度会相对有限。从中长期来看，随着光伏和新能源产业的进一步发展，白银工业需求逐步增加，白银供不应求格局将会持续，叠加货币超发严重且持续，白银表现仍偏强。

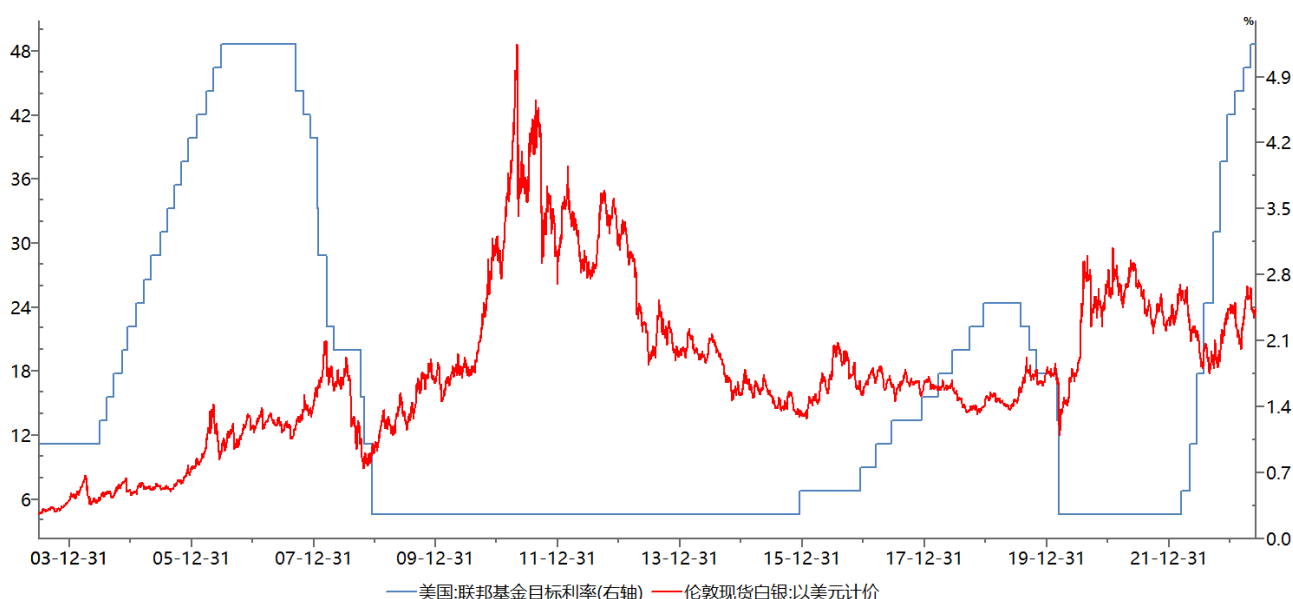


图 19 美国加息周期与白银走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、美债与白银逻辑分析

美债实际是绝大多数固定收益的基础，也是目前货币市场稳定的基石，代表着市场无风险收益率，进一步影响当下的金融和非金融资产的合理定价，市场上金融资产的价格等于无风险收益率+风险系数*该资产的风险因子。由于每个国家的国家信用不同，以及考量汇率波动对收益带来的损益，以及不同期限产生的时间成本，而产生了各国各异的国债收益率。持有国债等于持有长期的无风险票据，这也是包括险资在内的很多金融机构的收益主要来源。

基于人类选择和历史沉淀因素，黄金被视为零息债券，并且被所有的经济体所接受，其地位更是高于美债，具有超主权债券的属性，所以黄金具有债券属性，也是基于债券属性，衍生出了避险属性。而白银亦有债券属性，紧跟黄金的走势。

2021 年，美联储货币政策转向预期不断加强，美债收益率持续走强，具有零息债券属性的贵金属受到抛售，资金从美债和贵金属市场流出，流入风险资产市场，主要在于市场的风险偏好向好，具有避险属性的美债和贵金属的配置价值偏低，故美债和贵金属价格均出现回落。2022 年，美债收益率持续上涨，而一季度白银并没有出现持续走低，这并非说明美债收益率和白银间的关联性失效了，而是有地缘政治和通胀等其他因素支撑白银价格，美债收益率波动短期对白银的影响力依然存在；在未来的时间里，美债收益率特别是实际收益率和白银之间的关联性依然存在。

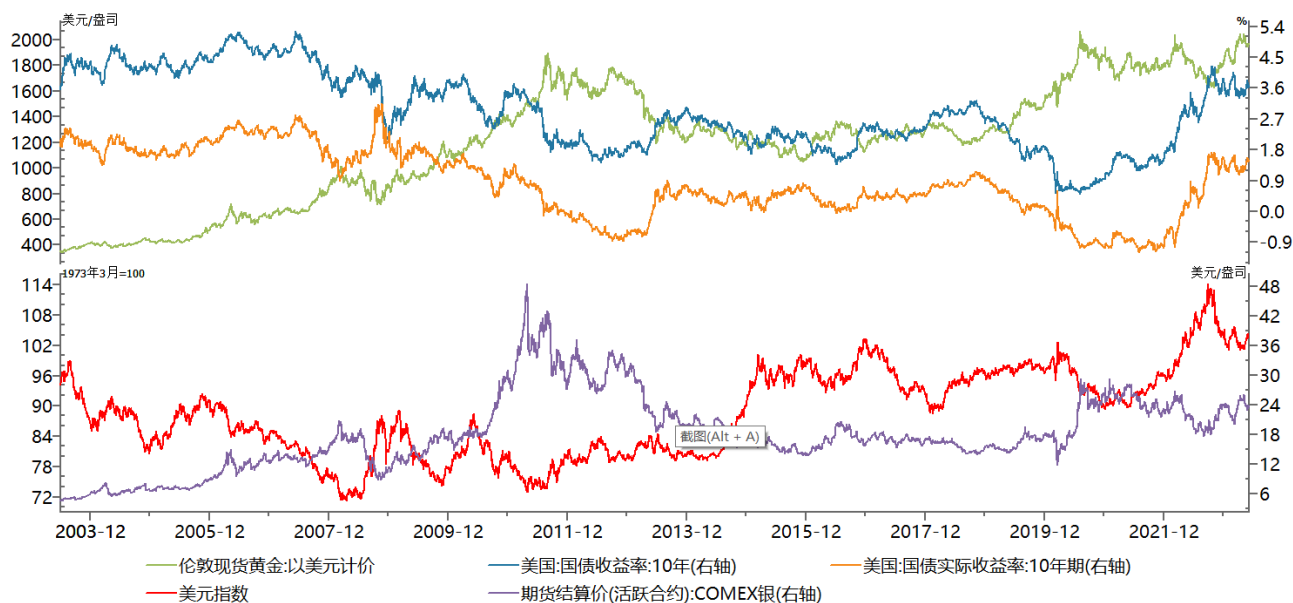


图 20 白银价格美债收益率走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

金银投资要注重策略与目的，绝大多数投资者交易金银是赚低买高卖的资本利得收益，但绝大多数的资金是做相对收益的配置用途，这个相对收益更多就是相对于美国债券的收益率。观察金银和美债收益率的图形会发现，当美债出现重大转折之际，恰是金银阶段性高低点形成的时候。

2021 年国际白银一举上破 30 美元/盎司，然好景不长而后跟随黄金走弱，究其根本，美债收益率的突发性上行是最直接的原因，而美联储货币转向预期加强与落地是根本原因。

传统市场认为美债收益率象征市场无风险收益率，但更多在美债供应稳定的情况下，而目前美联储损害自身信用式地抛售可能也传达了另一个观点——即美元信用不稳，美债可能不再代表市场无风险收益率，而是由更多国家的债券的信用市场组成，在这种情况下，白银反倒是利多，因为不确定白银的确定性才更有价值。

三、美元指数与白银关联性分析

从1973年布雷顿森林体系瓦解以来，美元指数和白银价格形成较为明显的负相关关系，特别是在危机或政治经济不确定时期，美元指数和白银价格的负相关关系更加明显。从逻辑分析探讨美元指数和白银价格之间的关系，理清美元指数和白银价格负相关的核心逻辑，最后从美元指数走势展望分析白银价格的未来走势。

美元指数之所以也是白银价格走势的核心影响指标或者说核心动力之一，主要有四个角度的逻辑分析。第一，美元为国际白银的核心计价货币，美元价值的变动对白银的价值尺度表现会产生直接的影响；当美元升值之际，国际白银则趋于下降（白银本身价值不变，而价格尺度发生变化），当美元贬值之际，国际银价则趋于上升；而作为美元代表的美元指数，从很大程度上代表美元的货币价值，故美元指数的变动对国际银价形成直接的反向影响。

第二，从资金配置角度考虑，美元指数走强，说明美元资产更具吸引力，市场资金就会从白银市场流入到美元资产，这样将会拖累白银，继续利好美元资产。

第三，货币天然金银，白银具有避险属性，经济的繁荣与衰退对具有避险属性的白银有直接的影响。当前，美国经济依然稳居全球首位，占世界GDP的比重依然在25%左右，其贸易量亦是全球前列，故美国经济的走势对全球经济走势具有强关联性，美国经济的繁荣可以带动全球经济走强，美国经济的衰退亦会拖累全球经济，故美国经济走势与全球经济走势密切相关。而美国经济强弱对美元指数形成直接的影响，从避险属性出发对白银形成反向的影响，故从美国经济走势出发亦可以理解美元指数和白银的负相关关系。

第四，美联储货币政策亦会对美元指数和白银产生影响，当货币宽松之际，流动性泛滥使得美元贬值而美元指数出现下跌，而流动性泛滥使得具有商品属性和抗通胀属性的白银具

有较强的升值趋势，当货币政策收紧之际，流动性回收使得美元指数走强，而流动性下降亦会使得白银承压，故从货币政策角度考量，美元指数和白银直接亦有显著的负相关关系。

从数据统计角度分析美元指数和黄金价格之间的相关关系：自 2020 年 2 月 3 日疫情在海外爆发以来，美元指数和黄金均出现较大波动，美元指数和伦敦银现的相关性为-0.642；从近十年的数据序列来分析，美元指数和伦敦银现的相关性为-0.402；从近二十年的数据序列来分析，美元指数和伦敦银现的相关性为-0.295；美元指数和伦敦银现相关性要强于美元指数和伦敦金现的相关性。

故从数据统计角度来看，短期内，美元指数和银现具有较强的相关关系，特别是在危机和冲突的特殊时期，两者的相关关系更加明显；从中长期来看，美元指数和银现具有负相关关系，但是相关性下降。

因此从逻辑分析和数据统计两个角度的探讨中，可以得出结论：美元指数对白银具有显著的负向影响，危机和冲突的特殊时期，美元指数对白银的影响显著性非常强，可以通过美元走势分析来预测白银的整体走势；中长期，两者的相关性减弱，从美元指数走势来预测白银的走势的准确性相对下降。

从上述分析中，短期内美元指数和白银具有显著的负相关性，特别是在危机和冲突期，两者的相关性尤为明显。因此在政策收紧接近尾声和经济衰退预期升温的 2023 年，美元指数的整体走势对白银的预测具有较大的价值。

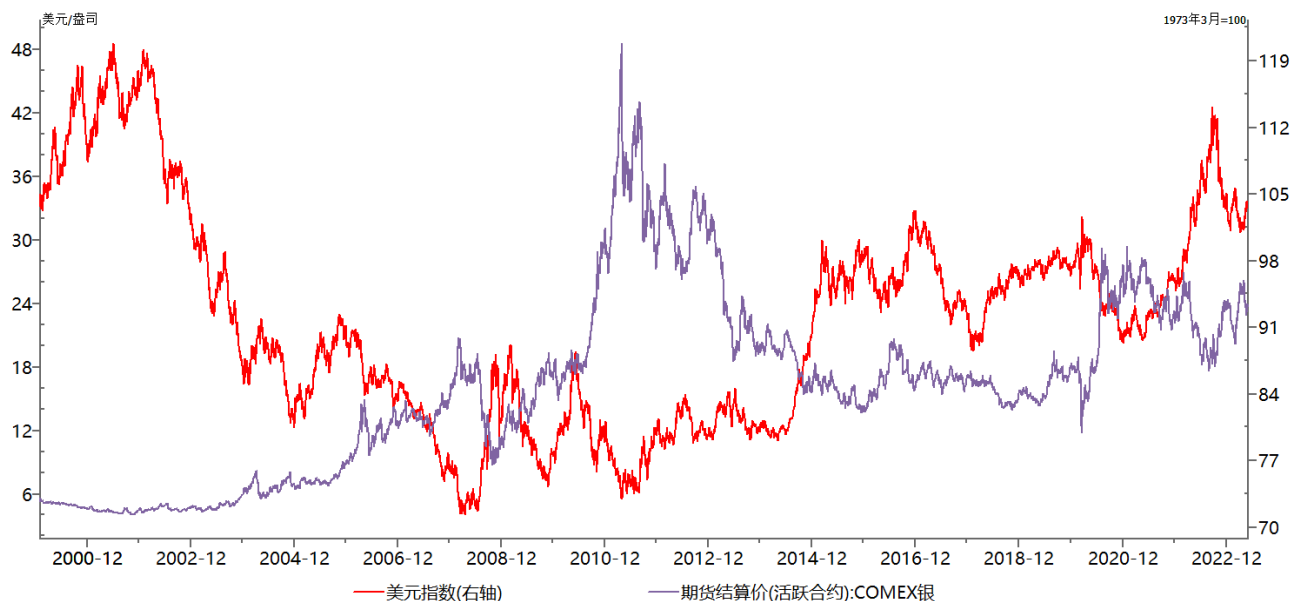


图 21 美元指数与伦敦银现关联性分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、通胀指标对白银价格影响在持续弱化

从金银的属性出发，金银均具有抗通胀属性，并且白银因为其工业属性更强，那么白银和通胀应该具有更强的同涨同跌的显著关系。但是从 2021-2022 年通胀和白银走势来看，两者之间的关系并不明显，白银震荡走弱，而美国通胀数据持续走升。

从历史走势来看，20 世纪 70 年代和 80 年代初，通胀和白银的走势相一致，同涨同跌，通胀对黄金的影响相对较为明显。而 1985 年-2000 年前后，通胀水平和白银价格均处于相对平稳期（没有出现急速的大幅的上涨和回落），两者的关系已经不明显。2000 年以后的白银大牛市更是对应的低通胀水平，通胀和白银价格的关系弱化非常明显，两者并没有表现出一致性。故从整体的历史走势来看，通胀和白银价格的相关性在减弱。当然在短期内，通胀的超预期性表现对白银依然存在影响，但是影响均相对有限。

2021 年以及 2022 年二、三季度，通胀持续走升，而白银价格亦没有随着上涨，反而出现回落，进入趋势性弱势行情；2022 年四季度至 2023 年二季度，通胀高位回落，但是白银价格表现偏强，呈现震荡走强态势；主因在于白银的核心影响因素在于美联储货币政策的转向，货币政策转向预期通过对美元指数和美债收益率的影响，进而影响金银价格的走势；而经济衰退担忧亦拖累白银走势。因此，货币政策转向问题 and 经济衰退预期是金银价格走势的核心影响因素，其影响已经超过通胀对金银价格的影响。故当前对于通胀的表现，可以短期内影响白银价格，但是中长期依然是重点关注货币政策的转向步伐和经济下行趋势。

第五部分 白银技术分析和季节性分析

一、白银技术分析



图 22 沪银价格走势图（元/千克）

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 23 伦敦银现价格走势（美元/盎司）

数据来源：Wind、方正中期研究院

白银走势关注指标主要包括伦敦银现（现货银）、上海银（Ag9999）和纽约银（Comex 银），国内期货一般对标的是上海银+升贴水，我们分析的主要是伦敦银（现货银）。

压力位：2023 年剩余时间，美联储货币政策逐步转向宽松，美欧银行业危机问题仍存，白银供不应求与库存偏低利好，上方第一压力位为 26 美元/盎司，核心压力位是 28-30 美元/盎司，对于内盘一压力位在 6000 元/千克附近，核心压力位为 6600 元/千克。2023 年 6 月，美联储货币政策或转向宽松，银行业风险依然存在避险需求，伦敦银上方关注 26 美元/盎司关口；突破 26 美元/盎司的可能性亦存在。沪银方面关注 6000 元/千克压力位，涨至 6000 元/千克上方的概率存在。

支撑位：2023 年剩余时间，若美联储货币政策宽松不及预期，经济衰退担忧持续升温与有色金属弱势预期或对白银形成利空影响，关注 20 美元/盎司支撑，进一步下跌可能性

小。考虑到汇率变动，内盘第一支撑位为 5000 元/千克，核心支撑位为 4800 元/千克。2023 年 6 月份，若美联储货币政策依然偏鹰派，银行业危机进一步缓和，经济衰退预期进一步强化，白银下方关注 22 美元/盎司支撑位；沪银方面，关注 5100 元/千克支撑。

对于 2023 年剩余时间，美联储货币政策调整节奏预期、经济衰退程度和美欧银行业危机等继续影响白银趋势；而美元指数和美债收益率的波动则直接影响白银走势。美联储政策收紧转向宽松，对白银形成利好影响；经济衰退和有色金属走势对于工业属性较强的白银形成偏空影响；美元指数和美债收益率高位持续回落可能性大，对白银亦形成利好影响。故 2023 年剩余时间，白银整体仍维持震荡偏强走势；伦敦银现整体在 20-28 美元/盎司区间偏强运行可能性大，沪银在 5000-6600 元/千克区间偏强运行可能性大。

2023 年 6 月份，如果银行业风险继续消退，通胀仍维持在高位，美联储政策宽松预期被市场所计价或转向鹰派，经济衰退预期再度强化，白银存在调整的预期和空间；当然，美国银行业风险继续恶化、美联储货币政策维持宽松预期，白银整体维持震荡偏强行情概率大；故需要重点关注美联储货币政策调整节奏的预期和经济衰退的预期变化，白银宽幅震荡可能性大，建议等待低吸机会。伦敦银现可能会在 22-26 美元/盎司主区间内偏强震荡运行；沪银在 5100-6000 元/千克区间偏强运行可能性大。

二、白银季节性分析

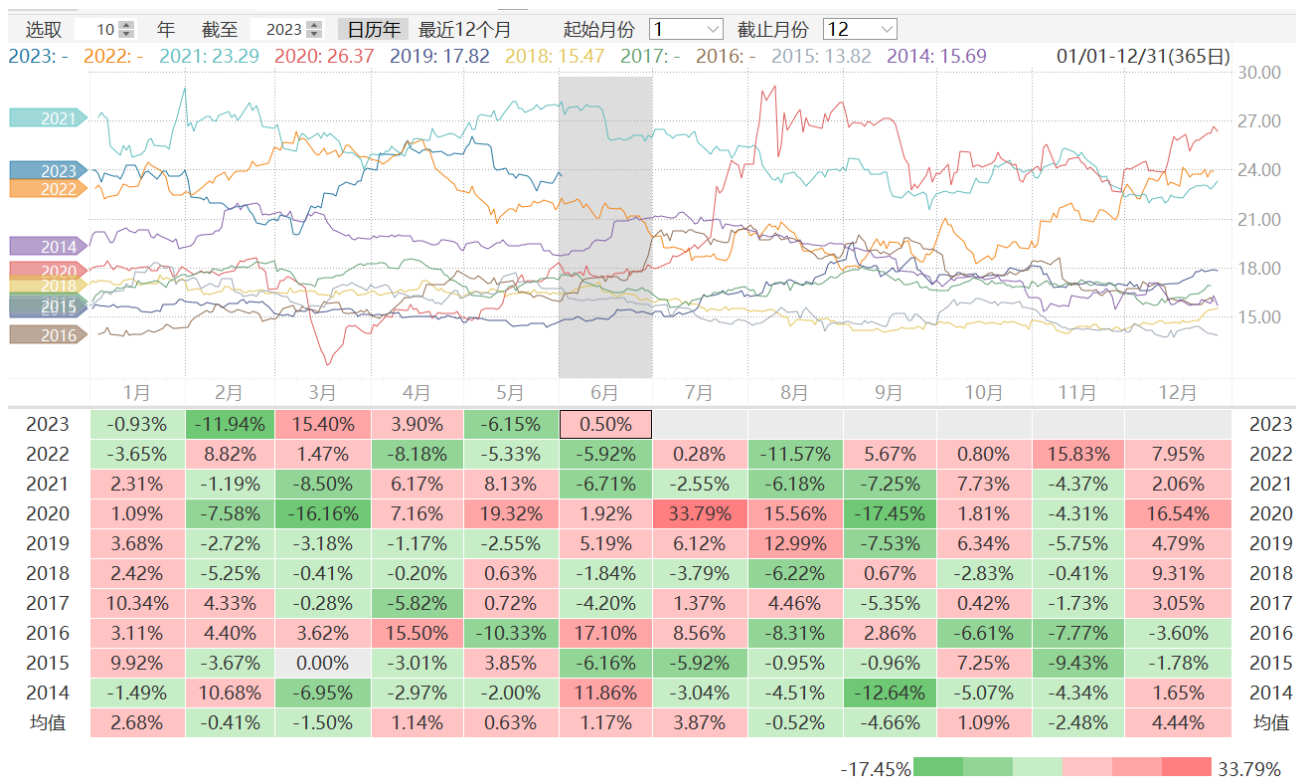


图 24 伦敦银现季节性分析 (美元/盎司)

数据来源: Wind、方正中期研究院

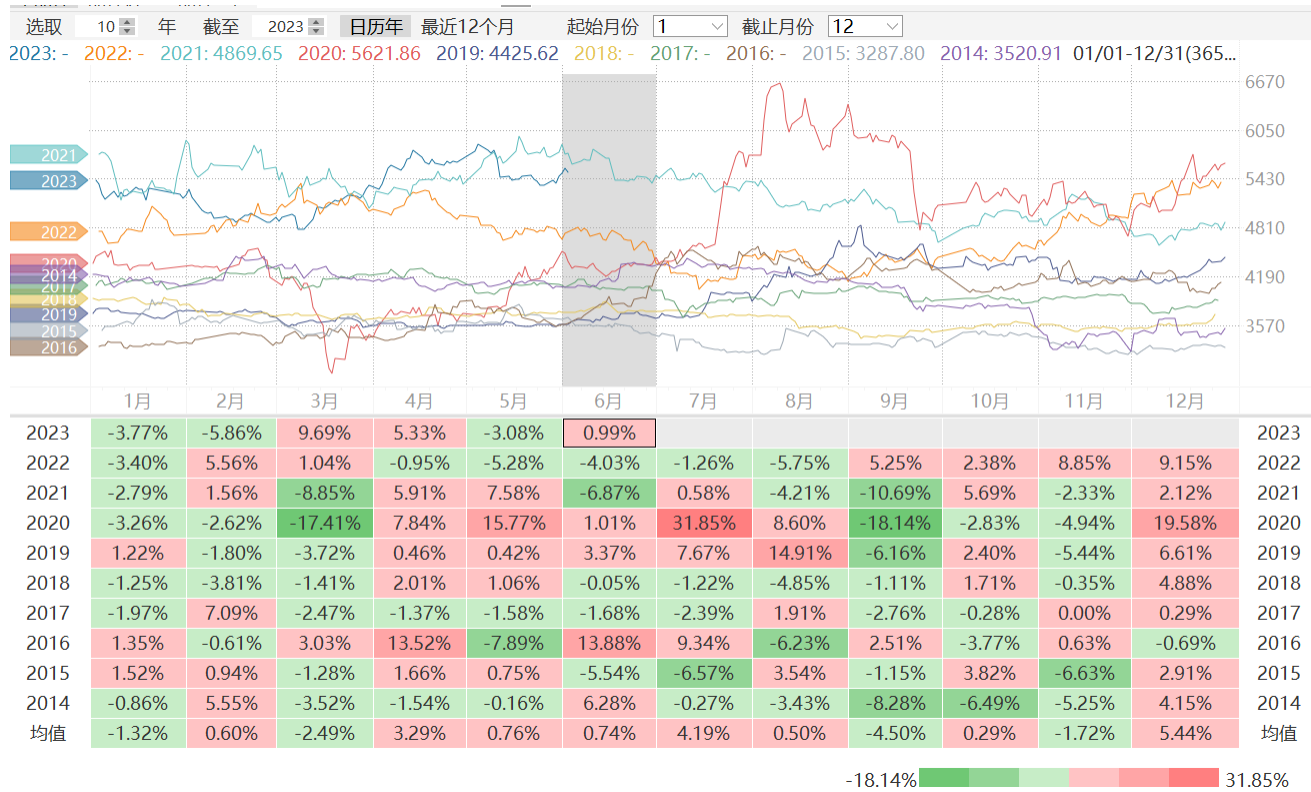


图 25 沪银季节性分析 (元/千克)

数据来源: Wind、方正中期研究院

三、金银比分析

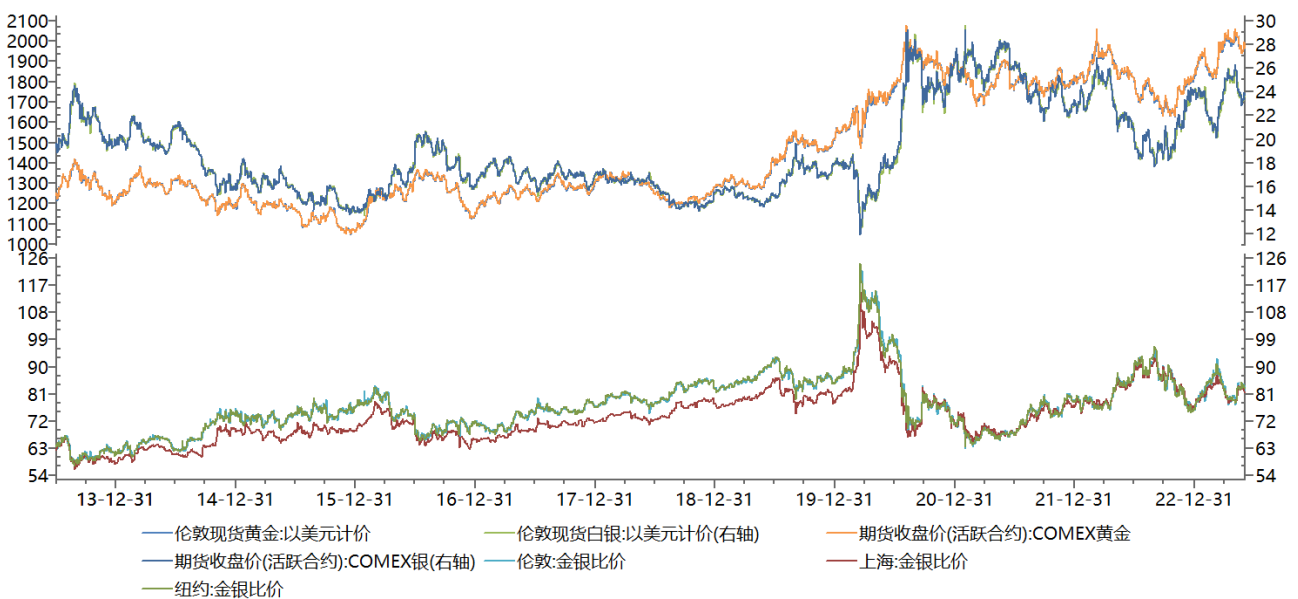


图 26 伦敦金现与伦敦银现比价分析

数据来源: WIND 方正中期期货

金银比率（黄金与白银的比值）在很大程度上可以作为全球宏观经济健康状况的晴雨表，因为金银比的意义在于它能反应经济周期，通常情况下当金银比下降的时候，经济往往处于上升周期，而当金银比放大的时候，这时候经济往往开始下滑，甚至出现衰退。

虽然黄金和白银均被视为贵金属，大概率齐涨共跌，然而两者因为基础属性存在区别，故两者的走势亦存在较大的区别。黄金具有较强的抗通胀属性，但是债券数据和货币属性所带来的避险属性影响会更大，故黄金的主要需求在于珠宝首饰或者投资需求，往往在市场走向不明时期充当通胀对冲和避险资产。而白银则是在工业领域有着广泛应用，工业最终用途消耗的白银占比接近 60%，而黄金为 10% 左右，故白银价格对经济周期比较敏感。故在经济或地缘政治不确定性风险较大的时期，黄金的价格涨幅比白银大，金银比率扩大。在经济复苏时期，由于工业需求上升，白银的价格涨幅更大，金银比率缩窄。

从近两年的金银比数据来看，亦支撑上方观点。2020 年上半年新冠肺炎疫情全球蔓延，金融危机和经济陷入深度衰退中，金银比亦是从 85 左右持续拉升至最高的 123 的历史最高水平，充分说明了经济危机和风险的存在；随后，随着政府和央行的救市和经济刺激计划的实施，经济开始从深度衰退逐步复苏，金银比亦开始走低，2021 年 2 月初降至疫情以来的最低点 62。

2022 年，美联储加速不断加速收紧货币政策，能源危机、粮食危机和供应链危机冲击工业需求，经济衰退预期不断升温，有色板块维持弱势，在这种情况下价格高弹性的白银的反复性较强，整体弱于黄金，金银比近期持续抬升，金银比从 75 反弹至最高的 95.6 附近；然后因为美联储加息节奏放缓预期与兑现、经济衰退预期有所降温等因素影响，白银价格涨幅大于黄金，故金银比价格再度回落至 75 左右。

2023 年 5 月，金银比呈现先扬后抑走势。中上旬，美国债务上限问题逐步得到解决，美国银行业危机有所消退，经济衰退预期没有进一步恶化，白银价格跟随有色金属出现反弹，

白银价格表现强于黄金，金银比持续拉升，从 77 拉升至 85 左右。5 月下旬，美联储政策调整预期再度转鹰，贵金属承压回落，白银价格跌幅更大，金银比出现回落，但是依然处于 84 左右。当前美联储货币政策仍维持偏鹰派状态，经济衰退预期仍为兑现，贵金属仍存在一定的调整空间，而美欧经济衰退预期和有色板块表现偏弱拖累白银需求，故金银比 6 月份有上涨空间，之后震荡走弱。

2023 年，贵金属整体震荡偏上行可能性大；6 月开始的年内剩余时间，白银会因为经济衰退预期表现弱于黄金，而四季度会因为经济修复和美联储降息预期影响，表现强于黄金，故此背景下，我们维持金银比呈现先强后弱走势的预期。

2023 年，美欧经济衰退难免，工业属性较强的白银预计将会先弱于黄金，随着经济衰退逐步兑现则会强于黄金；金银比在二三季度仍有上涨空间，关注 93-95 的压力位。四季度金银比将会走势偏弱，下方关注 65-70 的支撑；整体或呈现先扬后抑走势，这与政策调整和经济衰退逻辑密切相关。投资者可根据金银比走势进行贵金属的投资活动。黄金内盘价格高于外盘价格，白银内盘价格亦高于外盘价格，2023 年人民币有升值动力，故存在内外价格套利机会。

四、金银走势相关性影响白银

对于黄金 2023 年剩余时间走势，美联储货币政策调整节奏、经济衰退预期依然核心影响；银行业危机与地缘政治问题的蔓延亦会影响黄金。2023 年剩余时间仍处于百年未有之大变局，全球政治环境和经济环境均存在较大的不确定性，宏观因素整体为黄金提供上行动能。美联储本轮加息周期接近尾声，逐步转向宽松；美欧银行业风险仍在蔓延，暂时仍无法排除金融危机出现的可能；美欧经济衰退或难免，从避险属性利好贵金属；全球主要央行大量购入黄金储备持续，美元美债偏下行等因素均利好黄金。

故 2023 年剩余时间，黄金整体表现偏强概率大，黄金将会继续刷新历史新高，逢低做多贵金属仍然合适。伦敦金现继续刷新历史新高概率大，不排除涨至 2200 美元/盎司上方可能；核心支撑位为 1800 美元/盎司。沪金走势既要考虑国际金价走势，亦要关注人民币汇率走势，沪金继续刷新历史新高可能性大，上方压力位为 500 元/克；考虑到汇率变动，核心支撑位 420-425 元/克；考虑到人民币汇率升值可能性大，预计沪金整体表现或将会与国际黄金表现。

2023 年 6 月份，银行业风险缓解仍未进一步恶化、美联储政策转向仍存在较大不确定性、通胀仍维持在高位、经济衰退预期有所降温，黄金存在调整的预期和空间；当然，美国银行业风险仍然存在、美联储货币政策整体维持宽松预期、美欧经济衰退或难免，黄金整体维持震荡偏强行情概率大；故需要重点关注银行业危机与高通胀、稳就业下的美联储货币政策调整预期和经济衰退的预期，建议等待低吸机会，风险偏好者亦可以逐步增加黄金配置。伦敦金现整体在 1900-2100 美元/盎司区间偏强运行可能性大，沪金 425-465 元/克主区间偏强运行可能性大。

因为白银与黄金的走势一致性较强，故黄金走势的预期对于白银走势亦有较强的参考价值。

五、沪银测算矩阵

沪银价格矩阵		伦敦银现（美元/盎司）											
		17.5	18	20	22	24	25	26	27	28	28.5	29	30
人民币 汇率 （美元/离岸）	6.3	3545	3646	4051	4456	4861	5064	5266	5469	5671	5773	5874	6076
	6.4	3601	3704	4115	4527	4938	5144	5350	5556	5761	5864	5967	6173
	6.5	3657	3762	4180	4598	5016	5224	5433	5642	5851	5956	6060	6269
	6.6	3713	3820	4244	4668	5093	5305	5517	5729	5941	6048	6154	6366
	6.7	3770	3877	4308	4739	5170	5385	5601	5816	6031	6139	6247	6462
	6.8	3826	3935	4372	4810	5247	5466	5684	5903	6121	6231	6340	6559
	6.9	3882	3993	4437	4880	5324	5546	5768	5990	6212	6322	6433	6655
	7	3938	4051	4501	4951	5401	5626	5851	6076	6302	6414	6527	6752
	7.1	3995	4109	4565	5022	5478	5707	5935	6163	6392	6506	6620	6848
	7.2	4051	4167	4630	5093	5556	5787	6019	6250	6482	6597	6713	6945
	7.3	4107	4225	4694	5163	5633	5868	6102	6337	6572	6689	6806	7041

图 27 沪银测算矩阵
数据来源：WIND 方正中期期货

第六部分 全文总结和走势展望

一、全文总结

2023 年 5 月，白银呈现冲高回落行情。2023 年 5 月上旬，避险需求叠加美联储货币政策再度转向鸽派预期影响，伦敦银现盘中一度拉升至 26.13 美元/盎司高位。5 月中旬以来，宏观经济数据表现略强于预期，美联储官员讲话偏鹰派影响，美联储加息预期不断转向鹰派；有色金属表现偏弱亦拖累白银价格，叠加美国债务上限协议从僵局到获得通过等因素影响，白银高位回落。伦敦银现 5 月整体在 22.66-26.13 美元/盎司区间呈现冲高回落行情，跌幅为 6.15%；受人民币贬值影响，沪银跌幅小于伦敦银现，沪银 5 月整体在 5270-5868 元/克区间呈现冲高回落运行，小幅下跌 2.42%。

从世界白银协会提供的数据来看，2020 年以前的近十年，除 2013 和 2015 年，白银需求因为投资需求大幅增加而高于白银供给外，均是白银需求小于白银供给，呈现供过于求的基本面态势。从世界白银协会初步数据来看，预计 2022 年缺口进一步扩大至 7150 万盎司。从商品属性和价格逻辑出发，供不应求格局应该支撑白银价格持续上涨，但是无论是 2021 年还是 2022 年，白银表现均偏弱，故白银供需数据对白银价格趋势影响有限。白银供需数据则影响白银的涨跌幅度，而货币属性和债券属性影响下的黄金走势成为白银走势的核心影响因素。

白银走势的关注焦点在于美欧的货币政策调整、经济衰退担忧以及突发的地缘政治局势。地缘政治局势对银价的影响将是短期的，地缘政治局势明朗化或出现实质性进展，贵金属的运行逻辑将会回归以美联储货币政策调整和经济衰退预期为核心的宏观因素。而白银价格更多的是反映货币政策走势和经济衰退预期的影响，政策加速收紧或经济衰退预期对白银形成较强的拖累，当预期被市场消化或者落地之际，白银将会走利空出尽的反弹行情。

二、白银后市展望及期权操作建议

对于 2023 年剩余时间，美联储货币政策调整节奏预期、经济衰退程度和美欧银行业危机等继续影响白银趋势；而美元指数和美债收益率的波动则直接影响白银走势。美联储政策收紧转向宽松，对白银形成利好影响；经济衰退和有色金属走势对于工业属性较强的白银形成偏空影响；美元指数和美债收益率高位持续回落可能性大，对白银亦形成利好影响。故 2023 年剩余时间，白银整体仍维持震荡偏强走势；伦敦银现整体在 20-28 美元/盎司区间偏强运行可能性大，沪银在 5000-6600 元/千克区间偏强运行可能性大。

2023 年 6 月份，如果银行业风险继续消退，通胀仍维持在高位，美联储政策宽松预期被市场所计价或转向鹰派，经济衰退预期再度强化，白银存在调整的预期和空间；当然，美国银行业风险继续恶化、美联储货币政策维持宽松预期，白银整体维持震荡偏强行情概率大；故需要重点关注美联储货币政策调整节奏的预期和经济衰退的预期变化，白银宽幅震荡可能性大，建议等待低吸机会。伦敦银现可能会在 22-26 美元/盎司主区间内偏强震荡运行；沪银在 5100-6000 元/千克区间偏强运行可能性大。白银期权方面，2023 年 6 月建议卖出深度虚值看跌期权，如 AG2308P5000 合约。

相关股票

	代码	名称	相关行业	2023年5月涨跌幅	目前价格	基期价格
上游公司	002345.SZ	潮宏基	时尚珠宝首饰	-7.66%	7.11	7.70
	002721.SZ	金一文化	珠宝首饰	9.37%	3.62	3.31
	600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	-6.36%	63.04	67.32
下游公司	000587.SZ	金洲慈航	白银类产品	0.00%	0.72	0.72
	000603.SZ	盛达矿业	银锭	-29.71%	13.18	18.75
	000975.SZ	银泰资源	白银贸易	0.70%	12.95	12.86
	002237.SZ	恒邦股份	白银	-5.87%	11.54	12.26
	002716.SZ	金贵银业	白银	-9.40%	2.89	3.19
	600362.SH	江西铜业	白银	-9.36%	18.50	20.41
	600490.SH	鹏欣资源	白银	-11.75%	3.23	3.66
	600497.SH	驰宏锌锗	银锭	-5.32%	5.16	5.45
	600531.SH	豫光金铅	白银	-3.92%	6.13	6.38
	600547.SH	山东黄金	外购白银	-1.75%	25.25	25.70
	600988.SH	赤峰黄金	白银	-3.26%	16.03	16.57
	601086.SH	国芳集团	白银市	14.14%	4.60	4.03
	601168.SH	西部矿业	银锭	-21.92%	10.26	13.14

图 28 白银相关股票 2023 年 5 月表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路二段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号2801室	021-58991278
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区商城路506号新梅联合广场B座6层	021-20778818

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。