

白银：仍有上涨动力

长江期货 有色资深研究员 李旒

近期白银价格出现连续上涨，创下十年来新高，主要是受到中东地缘紧张局势升级导致的避险情绪发酵和美国“二次通胀”预期升温双重因素的影响。白银兼具金融与商品双重属性，白银价格的上涨通常是追涨黄金的结果，复盘历次白银价格上涨行情，金银比向下修复的过程中经常伴随着十年期通胀预期的连续抬升，白银价格走势与通胀预期具有明显的正相关性。美国3月CPI同比3.5%，是过去6个月以来最高，核心CPI同比为3.8%，3月CPI和核心CPI数据均超预期，并且延续了去年8月以来的反弹趋势。

对CPI具体分项进行分析，能源分项环比1.1%，明显高于12个月均值0.2%，主要源于全球油价走高推动美国零售汽油价格持续回升；核心服务分项环比持平为0.5%，依然高于12个月均值0.4%，其中医疗保健服务环比抬升、交通运输环比抬升并依然处于高位，住宅环比持平。剔除住房外的核心服务的超级核心通胀环比为0.65%，前值0.47%。美国核心通胀反弹趋势延续的原因在于企业盈利与居民收入仍处于正向反馈的良性循环中，就业市场和服务业保持韧性是薪资粘性的重要支撑。2020-2023年，美国财政赤字持续大规模扩张支持居民和企业资产负债表修复，在加息周期以来，区别化实施“宽财政紧货币”政策，带来居民消费、企业盈利快速修复，支撑就业市场需求保持偏强状态。薪资增速增长与劳动力缺口同时存在，推升了美国居民消费需求，强化了再通胀预期。另一方面，近期以色列战机轰炸伊朗驻叙利亚大使馆，伊朗对以色列发动的报复性军事打击，中东局势升级迹象令避险情绪升温，也对白银价格构成支撑。

黄金和白银同属贵金属，两者具有很强的相关性，商品属性是金银比修复的核心推动力，当前外盘金银比已由高点97修复至84左右。但在美黄金价格屡创历史新高的背景下，美白银价格尚未突破2021年1月阶段性高点，制约本轮美白银价格上涨高度的主要因素是国内外白银过高的库存。截至上周五，全球白银显性库存为3.57万吨，处于较高位置。2016-2020年国内外白银库存持续积累，伦敦金银协会(LBMA)白银库存累计增加4016吨，comex白银库存累计增加7336吨，上期所白银库存累计增加2365吨，白银供应过剩但需求不足是白银库存累

积的主要原因。

从世界白银协会的统计数据来看，白银实物投资需求量的下滑较为明显，2011-2013 年，实物白银投资需求平均 8427 吨，而 2014-2020 年平均数降至 6746 吨，每年投资需求降低 1681 吨。2021 年以来，随着国内外光伏产业的高速增长，光伏用银消费占整体工业需求的比例逐年提升，由 2018 年占比 14% 提升至 2023 年占比 29%，23 年光伏用银绝对量约为 5000 吨左右，光伏用银成为工业需求里最具增长前景的领域。伴随光伏行业装机量维持稳定增长和 N 型电池的产能规模大增，导电银浆用量有望显著上升，白银供应缺口将会持续存在，白银主要来自基本金属铜铅锌和黄金的副产，产量增幅有限，国内外白银库存还将延续去库进程。在白银价格经历连续上涨后，随着降息预期和避险情绪的降温，大量前期多头可能会获利离场，白银面临阶段性调整压力。但逆全球化下避险情绪、中长期通胀中枢的抬升及白银下游消费拉动去库，对白银价格下方形成支撑，预计价格回调幅度有限，未来仍有上涨动力。