



白银 6 月报

民生期货有限公司

2020 年 6 月 3 日

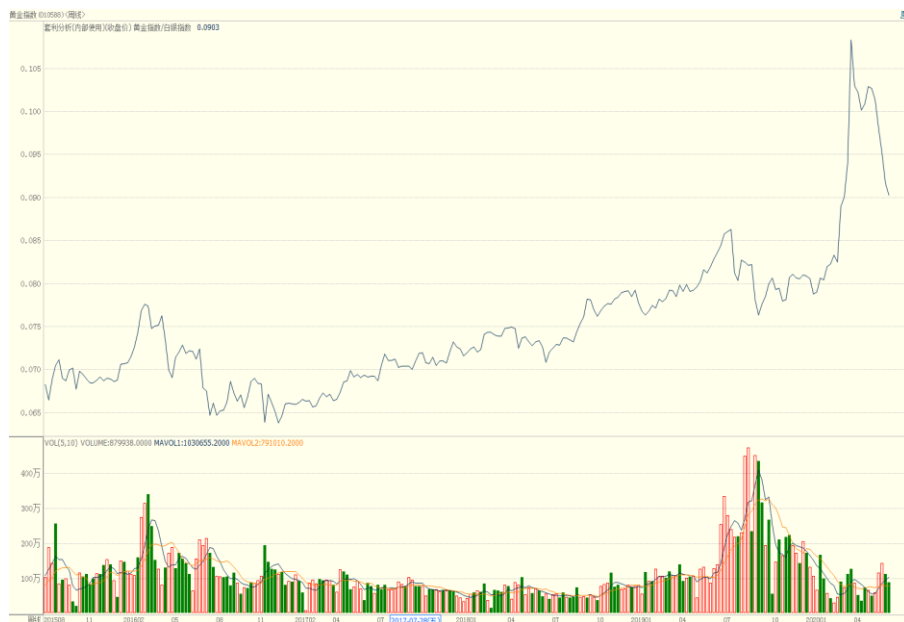
目 录

一、 行情分析回顾	15
二、 基本面分析	3
1. 宏观	3
2. 供给	9
3. 需求	11
三、 白银的技术分析.....	13
四、 行情展望	15

一、 行情分析回顾

核心逻辑：贵金属长期利多因素逐渐兑现，作为全球最大经济体，本次危机对美国的打击是极为巨大的，其不仅是在经济上，还有来自于制度上、政治上、文化上、军事上等多维度的打击。叠加 2020 大选年，美国当下极度想转移国内的矛盾，这种以邻为壑的动机可能引爆全球地缘政治冲突，并有演化成更深层次危机的可能性。而全球经济衰退这个趋势，何时逆转，当下也难以判定。复工能不能复产？复工会不会让疫情再次爆发？疫苗研发的速度能不能赶上病毒变异的速度？今年冬季疫情会不会再次爆发？一系列的不确定性导致贵金属受到关注。近期白银价格来回拉锯比较明显，并且市场的波动率逐渐下滑，只是意味着需要新的催化剂推动，反全球化带来的地缘政治问题，黑天鹅只会越来越多。

图1. 黄金、白银比价图（周线）



数据来源：民生期货，Wind

行情方面，5月份沪市贵金属强势续涨，沪金创下记录新高，而沪银紧随其后升至三个月来高位，且涨幅赶超黄金。期间海外疫情虽得到一定控制，但市场对于经济重启忧虑犹存。同时中美关系再起波澜，特朗普发表不当言论，“实体清单”及孟晚舟裁定结果均使得中美、中加关系越加紧张，市场避险情绪升温，而且经济数据的持续好转也将会逐渐转化为对于通胀预期的提振，这在当下主要经济体名义利率都降至0附近或者负的情况下，对于贵金属而言仍将会以一定积极的意义，因此当下黄金价格在风险情绪回升与大规模量化宽松政策这两股相对矛盾的力量下而呈现出相对纠结的状态。

图2. 国内白银期现价差 单位:元/千克



数据来源：民生期货，Wind

展望 6 月欧美公布经济数据向好，整体避险情绪有所减弱，市场对于海外部分经济重启，经济触底反弹有一定信心，显示贵金属多头氛围减弱，而整体宏观环境不确定性犹存，中美关系扑朔迷离，仍相对利多金银，前期过激反应的白银期现价差已经回归正常，金银报

价也在改变前期趋势，市场一直在担心快速上涨导致的多头获利平仓打压。预计白银短期走势可能是超买后的盘整调整，而非深度杀跌，可以考虑逢低介入偏强的震荡结构。

二、 基本面分析

1. 宏观

贵金属市场依然处于大规模疫情的特殊时期，前期在疫情二次爆发的预期之下，一轮上涨主要是由避险情绪推动，缺陷就是避险情绪推动的行情持续性一般不高，容易形成波动性行情，未来还需关注政策下的美国经济复苏状况以及中美关系。

近日联合国发布的《2020年世界经济形势与展望年中报告》，由于疫情影响，2020年全球经济预计萎缩3.2%，其中发达国家经济将萎缩5%，2020年世界贸易将收缩近15%。

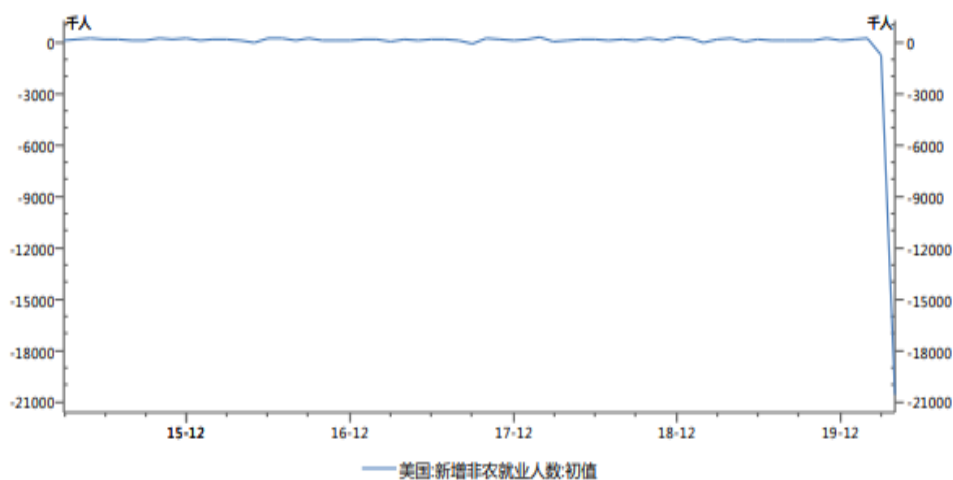
美联储扩大宽松但否定负利率

美国方面所公布的经济数据则依旧大多表现较差，美国第一季度实际GDP年化季率修正值实际公布-5.0%，再度差于预期-4.8%。疫情叠加骚乱，使得应对措施捉襟见肘，饱受诟病。目前警察暴力执法黑人致死引发的抗议仍在持续，面对“骚乱”，美国总统特朗普6月1日威胁将派成千上万全副武装的军人平息骚乱。而疫情最为严重的纽约州有感染病例37万例，其中包括死亡病例2.9万例，触目惊心。

非农就业数据是确定美国经济状态的重要指标，也是预测其未来经济活动水平的重要依据，此外还是判断美联储加息与否以及美元指

数走势的关键信息。美国4月非农创记录最大降幅，但符合预期，4月非农就业人口录得减少2050万人，创1939年记录以来最大降幅，受冲击最严重的仍是以休闲酒店行业为代表的服务业。此外4月美国失业率升至史上最高14.7%，劳动参与率降至五十年来低点60.2%，据统计，过去十周美国新增失业(初次申请失业金)人数超过4000万人。此外平均薪资环比增长4.7%，亦创下记录新低，显示出新冠肺炎疫情对美国经济造成了严重影响。欣慰的是本周美国最新公布的5月“小非农”ADP就业数据减少276万，预计是减900万，这似乎在一定程度上滋生了市场的向好预期，并且也淡化了近期中美紧张局势发酵的情况。美股也呈现出持续走高的态势，而国内白银则是下落至4300一线。

图3. 疫情中的美国就业



数据来源：民生期货、WIND

美国4月CPI延续下挫，消费者物价指数是从消费者的角度衡量消费品和劳务价格变化的指标，主要用来衡量美国购买趋势变化和

通货膨胀，如果指数比预期更高，则应认为美元强势，而如果指数比预期更低，则应认为美元弱势。美国劳工部公布的数据显示，美国4月CPI同比增长0.3%，低于预期0.4%与前值1.5%，为2015年10月以来最小涨幅。核心CPI月率下滑至1.4%，低于预期增长1.7%与前值2.1%，环比创历史最大跌幅。数据表明美国潜在通胀延续下滑，因受疫情持续影响，商品及服务的需求疲弱。不过目前美国疫情已有所控制，各地计划解封，预计5月CPI跌势有望放缓企稳。

图4. 美国通胀5月有望企稳

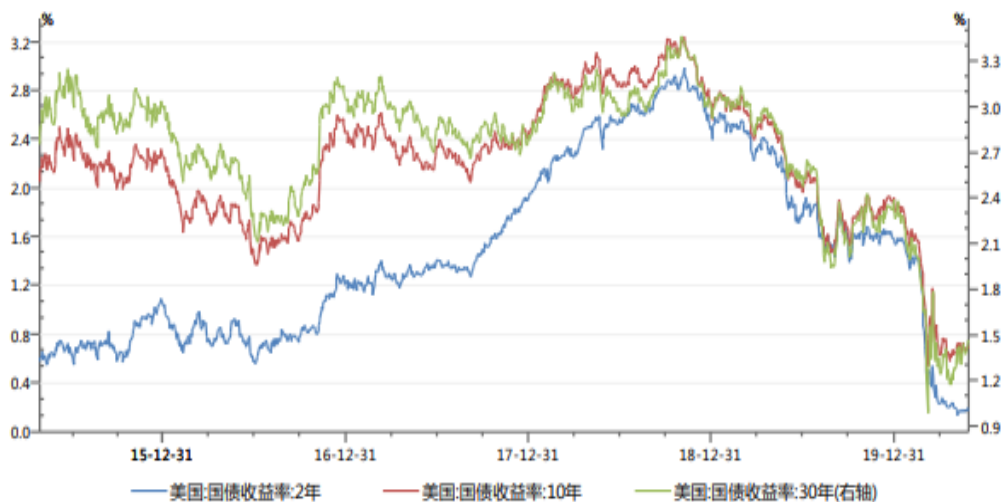


数据来源：民生期货、WIND

美债收益率跌势缓和，美债期限利率倒挂被视作预测美国经济前景的重要观察指标。当市场普遍对经济前景预期乐观时，融资需求和通胀预期均会相应上升，此变化反映到债券期限利差的结果，就是长期利率与短期利率间利差的扩大；反之当经济前景预期变差时，甚至预期将出现衰退时，期限利差就会出现倒挂局面。美联储最新4月会议纪要显示，中期存在异常的不确定性和巨大风险，市场参与者对经济前景仍非常不确定，提及第二波疫情爆发的经济风险，重申维持

利率在零附近的立场，委员们同意美联储致力于使用所有工具支撑经济，与会者认为宽松的货币政策有助于实现 2%的长期通胀目标。纪要公布后，美联储 6 月维持利率在 0%-0.25%之间的概率为 96.4%，加息 25 个基点至 0.25%-0.50%的概率为 3.6%；7 月维持利率在 0%-0.25%的概率为 94.3%，加息 25 个基点至 0.25%-0.50%的概率为 5.6%。1 年期美债收益率为 0.17%，较此前一周持平，10 年期美债收益率则下降 1.52%至 0.65%，两年期美债收益率报 0.17%，30 年期美债收益率 1.47%。此前鲍威尔强调说，收益率曲线是美联储监控的指标之一，美联储将考虑把收益率曲线控制作为新增工具以刺激低迷的经济。由于 5 月美债收益率跌势缓和，随着海外疫情得到一定控制，经济重启，市场避险情绪减弱。

图5. 美国 5 年期国债收益率跌幅趋缓



数据来源：民生期货、WIND

欧盟公布 7500 亿欧元刺激计划

欧洲央行行长拉加德说，欧元区经济今年可能会萎缩 8-12%，这

是和平时期前所未有的。她表示央行预测的“中等”情境已过时，实际结果可能会介于“中等”和“严重”情景之间。在欧洲方面，几乎所有期限国债收益率均呈现出负值的情况，TIPS 债券目前大多数期限债券也均进入了负利率的状态。欧盟执委会公布一项 7500 亿欧元的计划，以支持遭受新冠危机重创的经济体。其中三分之二的资金(5000 亿欧元)用于赠款，其余的 2500 亿欧元用于贷款。该计划仍需获得欧盟所有成员国的支持，奥地利、荷兰、丹麦和瑞典四国仍表示反对。欧盟领导人将在 6 月 19 日举行的下一次峰会上讨论该提案，但是预计会谈将很困难，这暴露出欧盟的裂痕，围绕该计划未来实施的疑虑仍不减，提高了对黄金等避险资产的需求。

英国央行研究负利率

随着 6 月的到来，英国央行逐步取消每周对金融市场的紧急支持，这是该行今年 3 月为应对冠状病毒忧虑而推出的举措。英国脱欧过渡期将于今年年底结束，但英国和欧盟就敲定一项贸易协议的谈判迄今进展并不顺利。英国泰晤士报报道称，如果欧盟同意对监管一致和渔业准入相关要求放弃其“极端主义”的立场，预计英国将表明愿意在渔业和贸易规则方面做出妥协。如果今年 12 月 31 日前英国和欧洲无法达成自贸协定并最终无协议脱欧，届时财政政策无法有效解决供应链上的冲击，英国央行在今年下半年至 2021 年中期间实施负利率，恐怕是在所难免。尽管英国央行首席经济学家霍尔丹表示，央行远未接近实施负利率的阶段，但 2021 年 3 月货币市场期货已经反映出负利率前景。

日本央行紧急加码宽松

日本首相安倍晋三 5 月 25 日宣布，解除首都圈 4 都县和北海道的紧急状态，标志着日本全境解除紧急状态，同时卫生专家呼吁日本民众保持警惕，以防第二波疫情暴发。为了经济活动重新启动，日本还计划推出新一轮的大规模刺激措施。日本政府正在考虑价值 100 万亿日元(约 9283 亿美元)的新刺激方案，而 4 月份日本才部署创纪录的 117 万亿日元的支出计划，至此日本政府的抗疫支出总规模达到 234 万亿日元，约相当于日本国内生产总值(GDP)的 40%。

中国“促就业、保民生”对冲经济负面影响

5 月 28 日中国两会落下帷幕，由于全球疫情高度不确定性，今年报告未对全年经济增速提出具体目标，同时将促就业、保民生作为核心思路。但是，不设 GDP 目标并不意味着政府将放任经济下行，今年报告中对财政赤字规模、赤字率目标、新增就业目标都做出具体规定，名义 GDP 增速仍可预测，底线思维仍在。同时今年货币政策从“灵活适度”转向“更加灵活适度”的宽松基调，继续运用货币工具引导市场利率下行，今年政策可能会从去杠杆阶段回归到加杠杆。

中美关系不确定性犹存

中美关系疫情期间再起波澜，期间美国总统特朗普和国务卿蓬佩奥就新冠肺炎病毒源头先后多次发难中国，中美避险情绪再次升温。同时上月 22 日美国商务部宣布对中国 33 家公司及机构列为“实体清单”，剥夺了相关企业在美国的贸易机会。此外加拿大不列颠哥伦比亚省高等法院温哥华 28 日公布了孟晚舟引渡案的第一个判决结果，

认定华为公司副董事长、首席财务官孟晚舟符合美加“双重犯罪”标准，因此对她的引渡案将继续审理。对此中国驻加拿大大使馆发布声明回应称，中方对有关决定表示强烈不满以及坚决反对，并已向加方提出严正交涉。声明驳斥加方协助美国打压华为，声明要求敦促加方认真对待中方的严正立场以及关切，立即释放孟晚舟女士，中美关系的摩擦再起对金银的支撑作用明显。

2. 供给

全球白银矿业勘探投资在 2012 年达到峰值，此后快速下降，2016 年跌去峰值的 2/3。全球矿产银产量在 2015 年、2016 年达到峰值，此后产量缓慢下降。产量减少的原因是：随着部分老矿山进入开采最后阶段，矿石品位严重下滑，产能有所收缩；前期勘探开发投资的下降，使得新增产量资源不足；以及各种矿山经营中的问题对供应有压制作用。

全球白银生产成本的中位数在每千克 3700 元，而白银存储方便，如果白银价格长期运行在成本价之下，就会出现供不应求的情况，所以白银价格容易回归到成本价以上。在 3700 元之下买入白银的风险极低，属于典型的安全区域投资。

随着厄瓜多尔政府放宽因疫情采取的限制措施以重振经济，加拿大 Lundin Gold 已经开始重启厄瓜多尔最大的 Fruta del Norte 金银矿。

机构观点

世界白银协会：预计今年白银均价将上涨 13%至 18.4 美元/盎司左右水平 ① 世界白银协会(The Silver Institute)在本周发布的展望中表示，宏观经济和地缘政治风险会继续支撑贵金属市场，投资者们也将买入白银提振今年的银价。② 白银的工业制造需求方面也将是需要关注的。预计今年全球白银工业方面的需求将增加约 3%，和此前国际货币基金组织(IMF)预期的全球 GDP 今年增长 3.3%相近。③ 在汽车制造、5G 应用等方面，预计白银在制造业的需求将继续强劲，但能源方面即太阳能板方面的需求则可能不太乐观。④ 白银投资需求会继续稳定，白银 ETF 的流出不会太多，哪怕是银价上涨后投资者们获利了结。⑤ 在供应方面，该机构预计今年全球白银矿产量将增长 2%，整个白银市场将有约 1500 万盎司的供应过剩，这是 5 年最低水平。

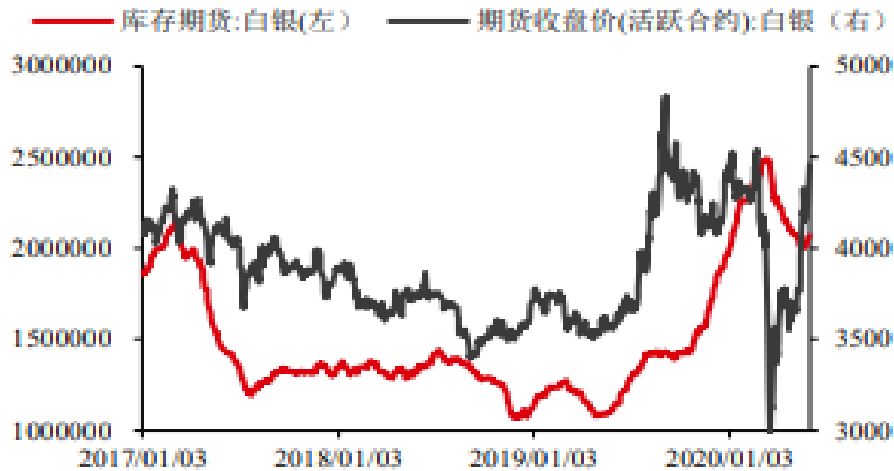
泰石投资：金银比价在古代，金银比价多数在 5 至 15 倍之间，而且中国古代的金银比价相比海外要低一些。十九世纪美国曾规定金银比为 16 倍，此后全球金银比有所提升，近几十年金银比常在 50 至 60 倍之间，1979 年金银比价曾达到 12 倍的低位。今年 3 月 18 日金银比突破 125 倍创造了 5000 年人类历史最高纪录，从商品角度现在是千年一遇的市场背景。

白银库存情况

截止 6 月 3 日，上期所白银库存 2,069,404 千克。Comex 库存方面，上周 Comex 黄金库存上涨 2,267,738.36 盎司至 27,514,996.10 盎司，而 Comex 白银库存则是上周出现了 1,085,747.24 盎司的上涨

至 311,569,709.97 盎司。

图6.上期所银库存 单位：千克



数据来源：民生期货、WIND

3. 需求

由于白银价格的金融属性前景相对黄金较差，白银的商品属性相对黄金更强，其现货需求也更容易受到疫情的影响，因此在目前全球复工复产的进程中，白银商品需求的恢复力度也会更大。

商品属性方面，白银的供求关系相对稳定。首饰和传统的电子行业需求稳定，但光伏产业对白银的需求与日俱增，5G、电热膜等新兴领域用银量也前景可期。此外白银现货的投资需求也有明显的升温趋势。虽然新冠疫情对生产及需求端都会造成一定的消减，但湖北抗击疫情的胜利已经证明，从历史角度来看，再大的疫情的影响也终究会消退。

由于全球经济在下半年或者明年只可能是缓慢复苏，预计工业需求带来的（边际）银价上涨将被避险投资的下滑所抵消，但在 2020

年以后，白银的走势看起来会更好，因为政策大水灌溉刺激下的工业金属需求的长期复苏,将为白银的价格提供更多支撑，并推动银价在避险需求减少的情况下与黄金的比较稳定下来。

根据 IHS Markit 的最新 2020 年全球光伏（PV）需求预测，未来十年，全球太阳能安装量将继续保持两位数的增长率。2020 年全球新增太阳能光伏装机将达到 142 吉瓦，比上一年增长 14%。

近日，河北省发改委发布了《河北省 2020 年省重点项目计划》，其中计划开工的新能源项目中涉及到光伏制氢项目：张家口风电光伏发电综合利用（制氢）示范（康保、塞北）项目，该项目建设年限为 2020-2030 年，建设规模与内容：河北鸿蒙新能源公司康保风电 130 万千瓦、光电 70 万千瓦；河北智博新能源公司塞北风电 20 万千瓦、光电 50 万千瓦；同时配套建设制氢相关设施。总投资 165.0 亿元，当年计划投资 2.3 亿元，计划开工时间为 2020 年 12 月。

图7. 美国黄金与白银的 ETF 持仓



数据来源：民生期货、WIND

近期由于疫情刺激,黄金 ETF 持仓创近六年新高,白银 ETF 持仓刷新纪录高点，5 月份贵金属 ETF 持仓走势均环比续增，多头氛围

仍占主导。截止至 6 月 2 日，最新公布的黄金 ETF 持仓为 1,133.37 吨。而白银 ETF 持仓为 14,721.77 吨，较前一交易日持平,连增四个月，刷新历史记录以来新高，显示多头氛围浓厚。

三、 白银的技术分析

白银从历史角度考虑,行情容易在一个大区间进行无规则震荡，走势非常复杂，但基本与黄金的走势趋向一致。当前周线处于 2012 年 9 月份开始的大幅度下跌后，在低位区间的震荡阶段，区间高点 5100，低点就是近期的 2870，属于逐渐活跃的箱体巨幅震荡阶段。

图8. 白银指数周 K 线图

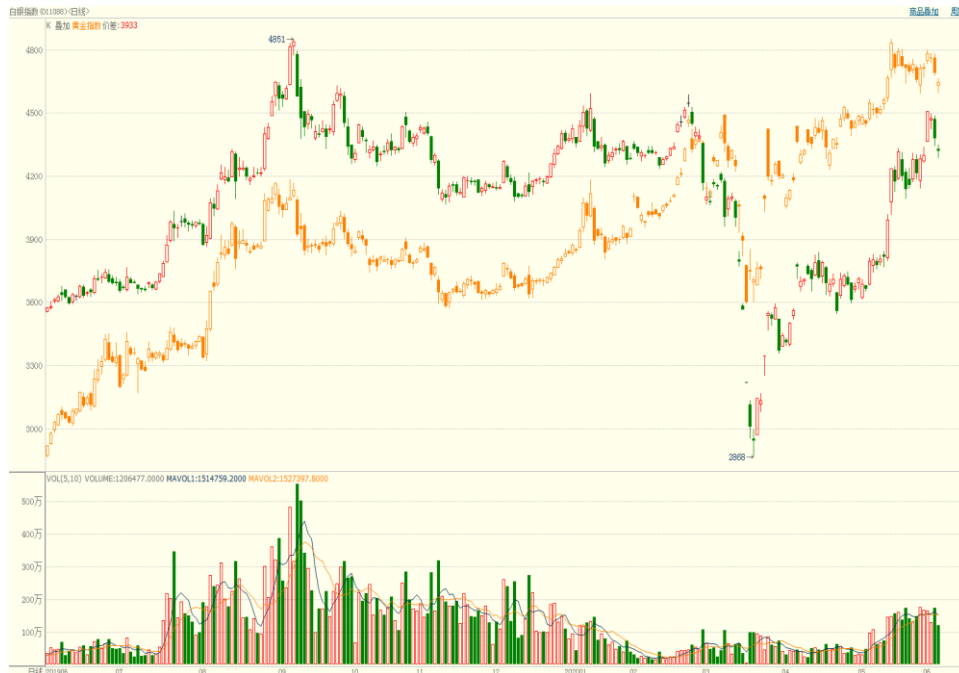


数据来源：民生期货、文华财经

上涨趋势的黄金最终牵扯白银的反弹力度比较大，但还依然在区间震荡范围里，不属于上涨发力阶段，只是短期反弹力度比较强，形成一个 V 型反转走势，预计有效盘整后可能会继续向上拓展，接近箱体顶

部后，根据基本面选择回调还是形成周线级别的上涨；日线是借力反转行情的高位盘整加油阶段，刚进入去年底的成交密集区，上升通道还没有被破坏，继续关注 4100 支撑，如果两周时间没有大幅回调

图9. 白银指数、黄金指数日 K 线图



数据来源：民生期货、文华财经

可以重新设置短周期与箱体空间；由于当前箱体压力偏大可能会多次测试，在一个月的周期内将进行偏强的盘整走势；由于沪金回落至 20 日均线下，沪银回落至 5 日均线下，空头增仓叠加多头减仓打压，沪金 MACD 绿柱扩大，KDJ 指标向下交叉，关注 30 日均线支撑；沪银主力 MACD 红柱缩短，关注 10 日均线支撑，3950 处可能有强支撑出现，建议继续按复杂点的偏多策略进行分析与测试。

四、 行情展望

近期国外经济数据的惨淡，打压市场的通胀预期，使得当下贵金属价格难以形成持续的上攻格局，但也正是由于经济状况当下相对较为令人担忧的缘故，从近期全球央行的会议纪要以及利率声明中看，持续维持宽松货币政策仍然是大概率事件，故此在这样的背景下贵金属仍不至于有太过大幅的回落。6月全球经济增长需要关注的市场风险激化仍在于中美关系扑所迷离，不确定性犹存，而海外疫情虽有所控制，但经济重启仍任重道远。在此背景下美元指数不断回落对贵金属构成有效支撑，多头氛围仍占主导。不过由于贵金属中的金价处于历史高位，上涨力度不够的话，部分多头就会畏高，多头氛围稍缓。而银价预计将继续跟从黄金走势，同时进行金银比的修复，预计白银价格将在高位区间偏复杂震荡上涨，建议投资者考虑设计偏强的震荡交易策略。沪银主力 2012 合约建议关注 4000-4500 元/千克，销售商可保持惜售情绪，在设计空头保值时候，进行趋势型被动保值。风险控制：若新冠病毒疫苗得到重大进展，海外经济重启超预期，宏观氛围向好，多单注意减仓离场。

免责声明

本研究报告由民生期货有限公司撰写，本报告是根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购期货或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经

明示或者暗示。民生期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果，民生期货有限公司不承担任何责任。