



# 白银 9 月报

民生期货有限公司

2020 年 9 月 3 日

# 目 录

一、 行情分析回顾 .....	17
二、 基本面分析 .....	3
1. 宏观 .....	3
2. 供给 .....	11
3. 需求 .....	13
三、 白银的技术分析.....	16
四、 行情展望 .....	17

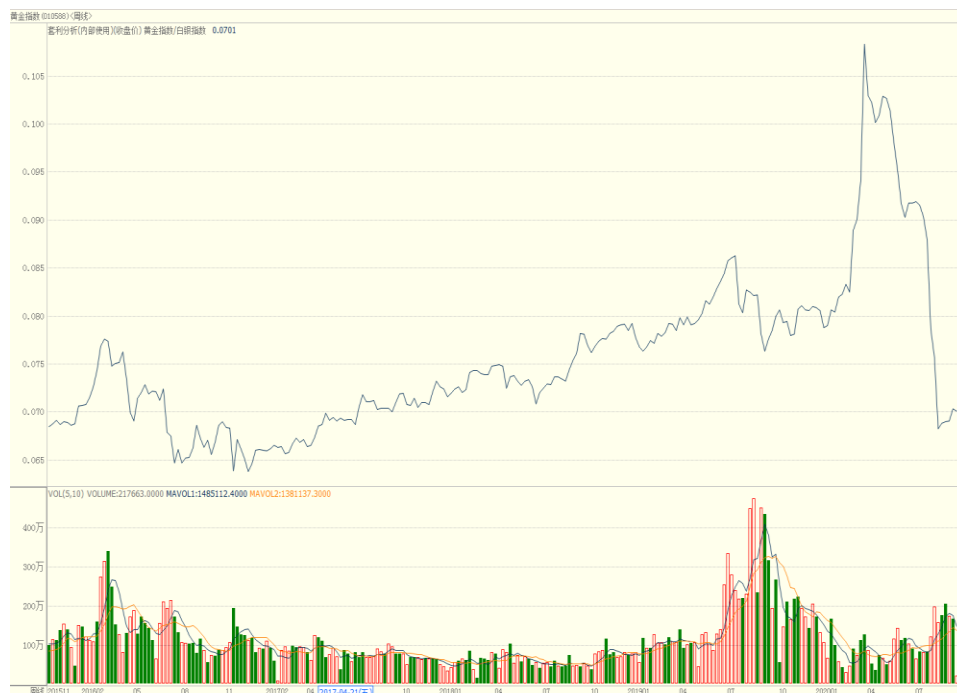
## 一、 行情分析回顾

核心逻辑：全球疫情带来的经济增速下滑导致的避险需求对贵金属起主要的支撑作用，但灾难随着时间推移正在感知麻木与人类心理慢性自愈，南美、中东、南亚等欠发达地区依旧水深火热的增加病例，但作为经济风向标的发达国家疫情却从最严重逐渐趋稳，而且复工复产成本巨大但经济负面影响显著减弱，PMI 和 CPI 超预期回升预示美国等发达体复苏向好，新冠疫苗和药物也取得新进展，中美贸易对话等提振了资本市场风险偏好，对应的作为避险工具的贵金属行情也由流畅走到最复杂的阶段。欧美各国货币宽松放水和财政刺激力度预计还将延续，而市场对美联储货币政策边际走向趋于敏感，白银受到近期的金融属性开始占据上风，价格短期波动料将加剧。由于美联储鸽派立场仍占主导地位，长期名义利率或将开始面临上行压力，对贵金属造成一定的阻力，然而全球实体经济复苏仍困难重重，加之中美关系不确定性，全球超发导致的通胀预期回升将利好金银比进一步下行，且美联储在双重目标中将就业置于通胀前面，美联储大概率维持低利率宽松预期，贵金属长期资产配置依然凸显。

行情方面，8月上旬，在受到美元指数走弱，通胀预期持续回升，美债收益率下跌创下历史新低，引导实际利率下行，受到货币财政双重政策刺激预期和地缘政治风险下避险情绪高涨的多重提振，白银延续7月强势涨幅；但到8月中旬，在美国非农就业数据超预期增加，美国新一轮财政刺激法案陷入僵局迟迟未能落地，使得市场流动性边

际收紧，且俄罗斯宣布注册了全球首支新冠疫苗，点燃市场摆脱疫情忧虑的乐观预期，多头资金高位获利了结压力加大，多头踩踏出逃引发白银大幅回调。而美联储在7月货币政策会议纪要中表示现阶段不考虑收益率曲线控制，且未提及通胀目标调整的信息，使得市场的乐观预期落空，白银第二次上演高位跳水。展望9月，美国大选即将到来，需重点关注中美不确定关系进展，以及互联网环境下美国各种消息面影响，预期在市场宽松预期不改的支撑下，白银多头氛围仍占主导，而美元指数超跌反弹对于贵金属的打压呀将导致市场走势复杂，建议按照震荡偏强设计交易思路。

图1. 黄金、白银比价图（周线）



数据来源：民生期货，Wind

## 二、 基本面分析

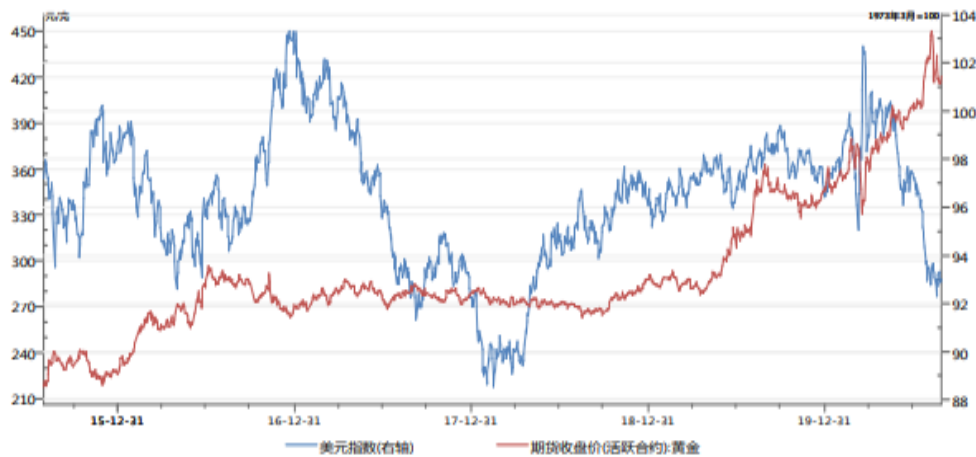
### 1. 宏观

贵金属市场全球联动，流动性强、规模大，而且与其他资产的相关性较低，在资产配置中发挥着避风港的作用。当今是大规模疫情的特殊时期，国际地缘政治局势复杂，民粹主义与贫富差距等问题凸显，配置贵金属期货等资产能在对冲系统性风险的同时带来可观的长期回报，有助于优化投资组合整体表现。

#### **美元波动是贵金属震荡的主要影响力。**

美国经济是国际宏观经济发展的风向标，同时也是美联储调整的数字基础，对贵金属影响甚大。美国第二季度实际 GDP 环比折年率修正值为萎缩 31.7%，仍为有记录以来最大降幅，预期萎缩 32.5%，初值为萎缩 32.9%；美国第二季度 GDP 平减指数修正值为降 2%，预期降 1.8%，初值降 1.8%。最关键的是美国新一轮财政刺激法案仍未见进展，特朗普表示愿意签署一份规模为 1.3 万亿美元新冠肺炎援助法案，但美国众议院议长佩洛西表示拒绝认为规模过低。此外，美国实体经济修复缓慢，8 月消费者信心指数仍处在较低水平，美国 PCE 物价指数同比与预期基本持平，但环比值低于预期，实体经济需求仍略显疲弱，市场解读为利空出尽，最终会有更多超出预期的关于新一轮财政刺激法案进展，将改善市场边际流动性，美元近期于是开始见底反弹。

图2. 美元指数与金价

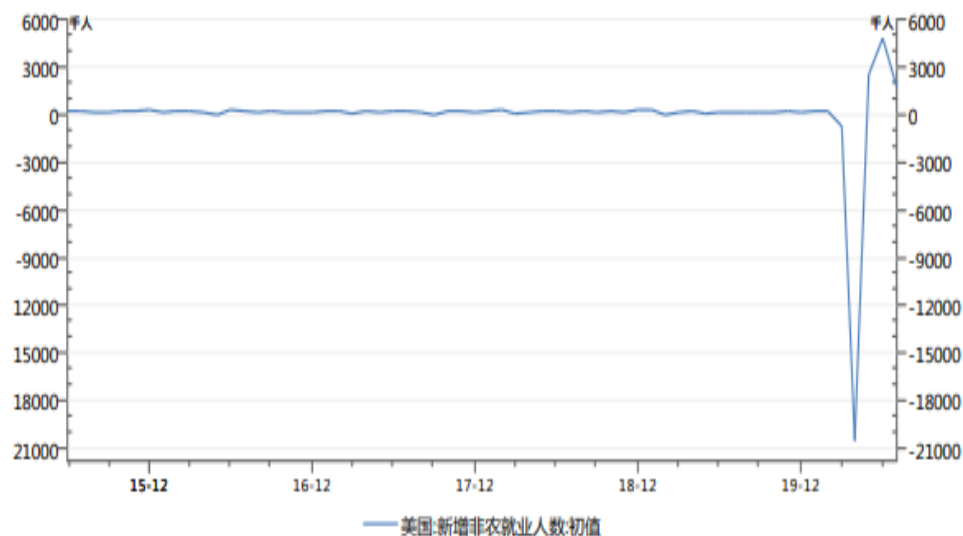


数据来源：民生期货、WIND

### 美国就业市场继续反弹

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。美国劳工部公布数据显示，7月非农就业人口增加176.3万人，好于市场预期160万，低于前值479.1万。

图3. 疫情中的美国就业



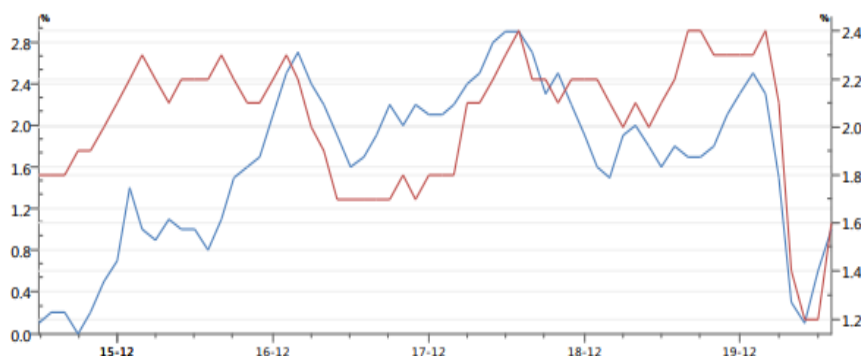
数据来源：民生期货、WIND

美国休闲和住宿显现出了强劲的新增就业，而就制造业来看，只有 2.6 万新增就业。7 月失业率录得 10.2%，低于预期的 10.5%，高于前值 11.1%，为连续第四个月下降。数据显示美国就业市场继续反弹，但速度有所放缓，尽管疫情病例持续上升，但经济回升仍在持续。数据公布后，美元指数止跌大幅反弹，白银高位回调。

### 美国 7 月 CPI 超预期

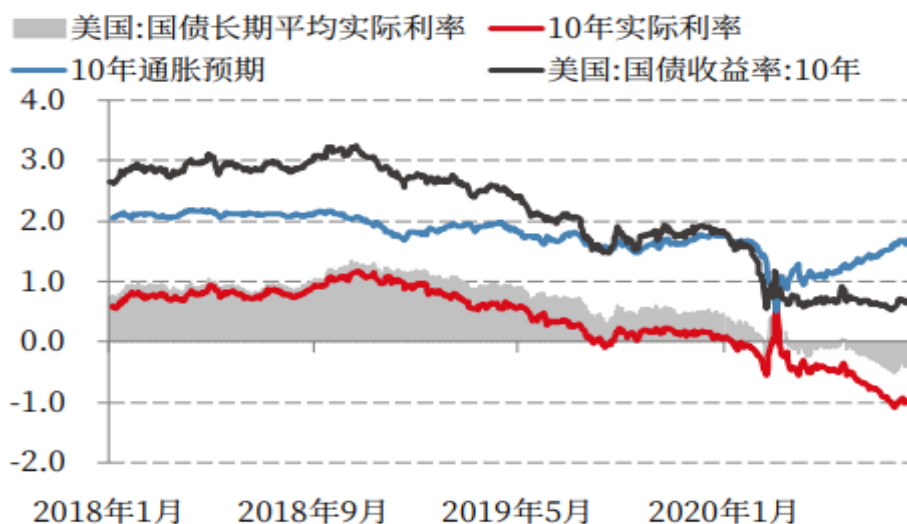
通胀方面，消费者物价指数（CPI）是从消费者的角度衡量消费品和劳务价格变化的指标，美国 CPI 主要用来衡量美国购买趋势变化和通货膨胀，如果指数比预期更高，则应认为美元强势，而如果指数比预期更低，则应认为美元弱势，有利贵金属。当前在低利率背景下市场流动性增强会提高通胀水平。美国劳工部公布的数据显示，美国 7 月 CPI 同比增长 1%，高于预期 0.7% 与前值 0.6%，连涨两个月。核心 CPI 月率为 0.6%，高于预期增长 0.2% 与前值 0.2%，创下 30 年来最高单月环比增长水平。数据显示美国 7 月核心通胀超预期，白银承压回落。

图4. 美国 CPI 超预期



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。截止8月28日，美国国债长期平均实际利率为-0.37%小幅震荡回升，10年期国债利率反弹至0.74%，通胀预期回升至1.73%。

图5. 美国国债收益率有所反弹



数据来源：民生期货、WIND

### 美联储会议纪要维持宽松预期

美联储鲍威尔一直认为，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。由于名义利率将长期处于低位，大大限制未来实际利率进一步上行，使得贵金属回调幅度极为有限。



美联储最新7月会议纪要显示，美联储投票决定将短期利率维持在接近于零的水平，理由是经济没有达到大流行前的水平。美联储认为实施收益率控制政策带来的好处有限，预计下半年经济复苏力度减弱。表示除非美国能控制住新冠肺炎的扩散，否则经济复苏不会很容易。美联储官员强调了“额外财政援助”的重要性，并强调高频消费者数据最近表现疲软。纪要不如预期鸽派，美联储资产负债表规模近期小幅下降，目前规模约7万亿美元。各种数据公布后，美元指数止跌大幅反弹，白银承压下挫。

鲍威尔的鸽派立场没有改变，通胀目标调整基本符合预期，未来通胀预期还有较大回升空间，但名义利率的下行空间较为有限，未来实际利率的下行或将主要由通胀预期回升主导。黄金的上行动力较前期或将被部分削弱，但通胀预期回升或将为金银比进一步下行提供更多空间。目前市场对美联储货币政策边际走向趋于敏感谨慎，短期波动料将加剧。

图6. 美联储资产负债表



## 中美地缘政治风险不确定性犹存

中美博弈表现为持续性和复杂性，中美一方面释放积极信号，表示继续推进落实第一阶段经贸协议，但另一方面美方却又在领土问题上持续挑衅，美国总统候选人希望通过打压中国来表达政策的强硬态度。8月25日上午，国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。但同时美方仍在各方面对我国进行滋事挑衅，美军机多次擅闯我演习禁飞区，国防部部长吴谦仍表示，当前中美关系正面临建交以来异常严峻复杂的局面。联合国秘书长古特雷斯也表达了对如今中美关系的担忧。中美地缘政治风险持续扰动，避险情绪将持续对贵金属构成支撑。

## 英国继续负利率

当前英国无协议脱欧风险急增，达成贸易协议概率仅有三四成，英国央行行长贝利称，可以使用的工具包括负利率，负利率预期再起利好贵金属。9月4日英国脱欧谈判代表和外交官均表示，英国在没有达成贸易协议的情况下退出欧盟的可能性大幅上升，双方谈判的症结在于产业支持和渔业政策，伦敦方面坚称，它在政府援助计划上拥有完全自主权，这对谈判构成了威胁。在下周的会谈之前，英国表示由于欧盟拒绝采取灵活措施，谈判可能不会有什么进展。欧洲理事会主席米歇尔告诉记者：“英国迟早应该澄清他们想要什么。离开这个欧洲俱乐部，同时保留所有的利益是不可能的。”由于英欧贸易额接

近1万亿美元，在伦敦、布鲁塞尔和其他欧洲国家首都，越来越多的人担心英国在没有达成贸易协议的情况下退出欧盟，可能会在重创欧洲经济的冠状病毒危机的混乱中造成更多的经济混乱。

### 日本的“安倍经济学”的持续性难度较大

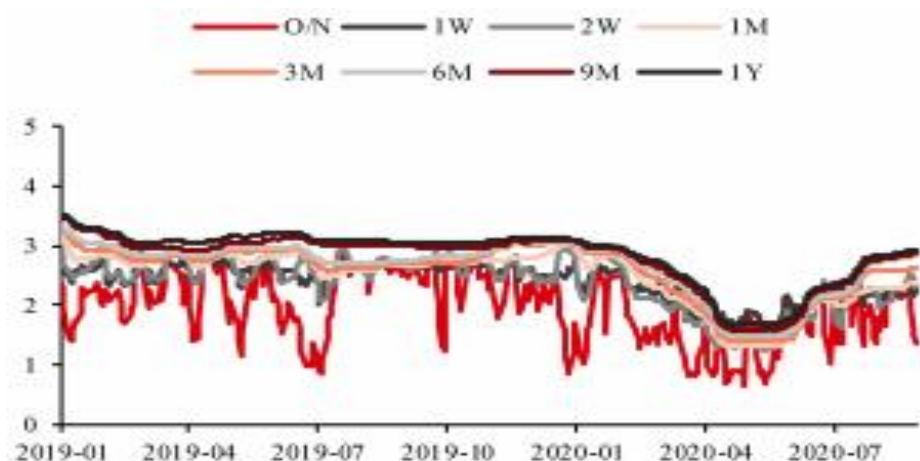
安倍辞职目前最大的风险就在于“安倍经济学”的持续性，而安倍经济学主要是指通过货币宽松政策，对外引导日元贬值，刺激出口增长，对内创造通胀预期，刺激消费和投资增长。对全球大类资产而言，关键在于日元贬值趋势是否延续，一旦日元走强将加大美元的贬值压力。继任者来看，根据共同社8月23日发布的民调结果显示，认为石破“适合担任下任首相”的受访者比例达23.3%，远高于位居第二的安倍的11.0%，从政策上来看，安倍经济学短期还将具有延续。时间上，参考安倍晋三第一次执政期间，从他于2007年9月12日宣布辞职到新总裁被选举完成，一共用了11天时间，新总裁被指名为日本首相又耗时13天。

### 国内经济运行势头稳中向好

中国经济持续改善，7月规模以上工业企业利润总额同比增长19.6%，前值增11.5%。41个工业大类行业中，有32个行业利润实现增长，比上月增加9个；有24个行业利润增速比6月份加快（或降幅收窄、由负转正），比上月增加9个。汽车行业利润增速由6月份的16.9%大幅上升至125.5%。企业利润持续改善，有利于后续工业补库存周期，结合上半年延期还本付息总共减负1335亿元，以及应收账款大幅上升来看，补库存周期可能会较预期晚2-3个月，到今年

底乃至明年初开启。不过上游采矿业和原材料行业累计利润降幅仍然较大，应收账款增速较6月有所上升导致企业现金流压力较大，加上国内外环境复杂严峻，未来工业企业利润增长仍有一定不确定性。

图7. 我国 SHIBOR 利率走势 单位：%



数据来源：民生期货、WIND

### 中印双方将进行会谈

中印局势朝着持续恶化的状态下发展，自今年5月以来，中国和印度一直处于一系列边境对峙和小规模冲突之中，已经在有争议的边界两边，集结了数千名士兵和额外的军事装备，而且没有减少军队的迹象。但俄罗斯卫星网消息称，印度国防部向该媒体证实，抵达莫斯科参加上海合作组织成员国防长会议的印度防长辛格和中国国防部长魏凤和将举行双边会谈。此前，《印度斯坦时报》也援引消息人士称，双方将在莫斯科时间周五晚间举行会晤。这令双方通过谈判为局势降温的可能性略有攀升，虽然结果悬而未决，但是给市场带来了相对积极的情绪，相对偏利空白银。

## 2. 供给

白银供应来源中，铜矿及铅锌矿副产品来源的分别占白银供应的23%和38%，金矿副产品的占13%。而作为单独白银矿来源的占总供应的26%。另外其他就是再生银，从回收银饰银器，或者含银废料，比如电器主板。其中金银价格比部分反映了白银的工业属性，当前由于铜铅锌等矿山出现减产，白银供给端同样紧张，而国内复工复产拉动白银市场的工业需求，利于金银比价回落。

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。而全球矿产银产量在2015年、2016年达到峰值，此后产量缓慢下降。产量减少的原因是：在矿产银领域，个别国家为了利益强制干扰市场供求关系：2017年，危地马拉政府停掉了加拿大矿业TahoeResource的两个矿（Escoba和Juan Bosco），2019年，墨西哥暂停了全国第二大银矿Penasquito，这是美国矿业公司Newmont开发的矿。之所以被暂停，是因Newmont公司跟当地卡车承包商闹矛盾，而且还被当地居民抗议，说挖这个矿太当地的水资源了。另一方面就是由于长期白银价格低位徘徊，白银利润不高，同步的人力成本却涨了许多，许多矿业公司因此减少了勘探范围，比如英国矿业公司Hochschild就在2019年暂停了秘鲁的Arcata矿的运营。前期勘探开发投资的下降，使得新增产量资源不足；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；以及各种矿山经营中的问题对供应有压制作用。另外当前的新冠疫情，有一部分企

业也停工停产，根据世界白银协会的预测，2020年全球矿山的产量将同比下降4.6%，减少1207吨。

根据世界白银协会数据，2019年全球白银总供应约31815吨，其中矿产银26031吨，占比81.8%；再生银5288吨，占比16.6%。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。

泛美白银宣布，由于存在工人干扰新冠肺炎的情况，故此该公司在秘鲁的两座银矿将暂停运营，涉及银矿规模约占白银全球产量的0.8%。

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

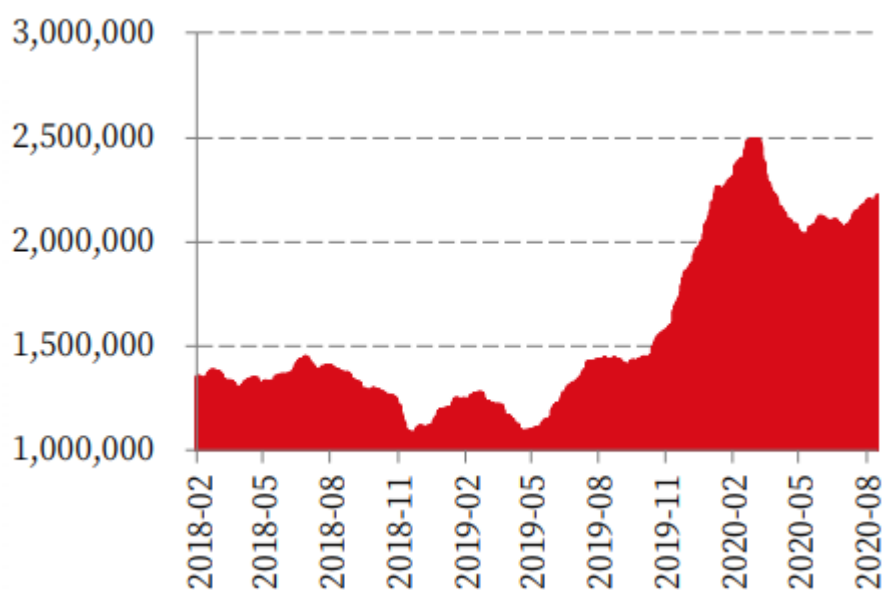
世界白银协会：新冠疫情引发白银主产国大量矿山生产中 断，今年矿产银产量同比将下降7%，供给端受到较大扰动。需求端上，兼具工业属性的白银下游应用以光伏（占工业需求约19%）、电力电池领域为主，还在5G产业和新能源汽车行业中存在大量需求，相关行业近期发展前景向好，白银仍有上涨潜力。

### 白银库存情况

截止8月28日，COMEX黄金库存为37,152,299.14盎司，较前一周末增加了148,781.9盎司，持续处在高位；COMEX白银库存为

342,247,861.07 盎司，较前一周末增加了 1,968,032.62 盎司，白银持续高企的库存和注册仓单数或将在未来限制金银比进一步回落的空间。截止 8 月 28 日，上海期货交易所黄金库存为 2,208 千克，与上周持平；上海期货交易所白银库存为 2,219,887 千克，较前一周增加了 39,258 千克。

图8.SHSE 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，因此经济衰退的时候白银会相对黄金下跌很多，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。

随着各国疫情较前期有所好转，下半年全球有望迎来实体经济集中修复期，预期白银实物需求将稳步回升。在商品属性方面，白银的

供求关系相对稳定，工业需求占 50%以上。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、焊合金等新兴领域用银量也前景可期，但是由于价格比较贵，许多下游行业一直在科研，希望降低白银使用量，现在光伏的使用就是 10 年前的 1/5。

当前，虽然新冠疫情对生产及需求端都会造成一定的消减，但从历史角度来看，再大的疫情的影响也终究会消退，湖北抗击疫情的胜利就是证明。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%。

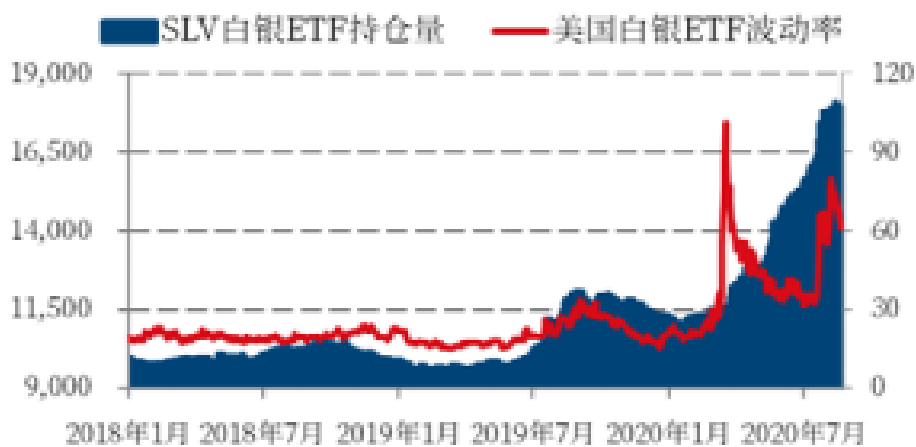
近日，河北省发改委发布了《河北省 2020 年省重点项目计划》，其中计划开工的新能源项目中涉及到光伏制氢项目：张家口风电光伏发电综合利用（制氢）示范（康保、塞北）项目，该项目建设年限为 2020-2030 年，建设规模与内容：河北鸿蒙新能源公司康保风电 130 万千瓦、光电 70 万千瓦；河北智博新能源公司塞北风电 20 万千瓦、光电 50 万千瓦；同时配套建设制氢相关设施。总投资 165.0 亿元，当年计划投资 2.3 亿元，计划开工时间为 2020 年 12 月。

金融需求方面，衡量投资者情绪的 ETF 持仓方面，金、银 ETF 的



流动通常代表投资者对未来市场的观点，以及其持有金、银的意愿，是衡量投资者情绪的重要指标之一。截止8月28日，全球最大黄金ETF-SPDR Gold Trust的黄金持仓量为1251.50吨，较上周末减少了0.88吨；全球最大白银ETF-iShares Silver Trust的白银持有量为17,791.37吨，较上周末减少了52.12吨。

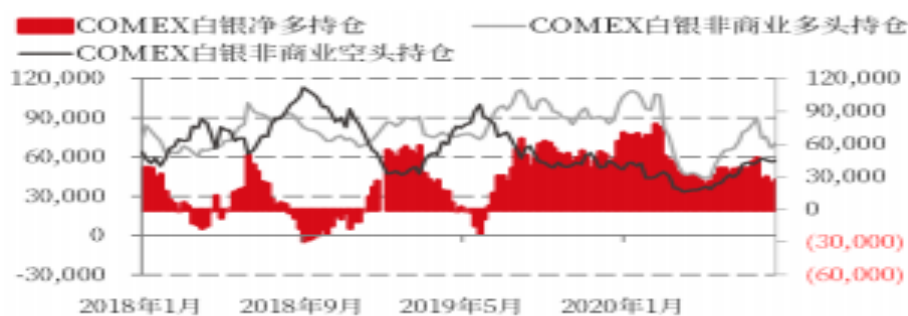
图9. iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）



数据来源：民生期货、WIND

美国商品期货交易委员会(CFTC)公布的周度报告显示，截至8月25日当周，COMEX黄金投机净多头头寸为221,038手，较前一周减少了2,480手，看多黄金意愿降温；COMEX白银投机净多头头寸为31,337手，较前一周增加了4,781手，投资者看多白银意愿回升。

图10. 白银 CFTC 净持仓



### 三、 白银的技术分析

白银从历史角度考虑,行情容易在一个区间走的比较复杂,而周线则在一个大区间进行无规则震荡,走势纠缠。但周线观察就可以发现,大结构基本与黄金的走势趋向一致。当前处于相对强势的区间震荡阶段,可能会形成逐渐降低活跃度的复杂走势阶段,前期高点将是将来区间划线很关键的压力部位,暂时可以将区间高低点设定为5300-6800,再根据具体走势进行盘整推理。

图11. 白银、黄金指数周 K 线图(叠加黄金浅黄)



数据来源：民生期货、文华财经

目前日线是小级别的复杂盘整走势,多空双方就方向性问题展开激烈争夺阶段,目前空头展开猛烈反击,短期白银日线 KDJ 指标拐头向下,对市场形成压力,期银关注 40 日均线支撑,未来走的阻力

与支撑的不断转换，当前顶部不断下降，希望出现底部支撑强点，在多头抵抗下形成有支持的三角形结构，预计在一个月的周期内将进行偏强的盘整走势。

图12. 白银指数、黄金指数日 K 线图



数据来源：民生期货、文华财经

#### 四、 行情展望

海外疫情有所趋缓，而且疫苗传来好消息，但经济仍未有效复苏。市场对美国财政刺激措施与美联储货币政策边际走向趋于敏感，在全球实体经济逐步进入修复速度放缓的复苏期，叠加美国大选临近，中美关系扑所迷离，因市场流动性边际收紧及市场风险偏好变化刺激贵金属 8 月高位跳水，短期内白银料将跟随名义利率与通胀预期宽幅震荡。贵金属 ETF 持仓增速也放缓，显示多头氛围下滑。但影响因素尚未逆转 2020 年二季度以来支持全球贵金属价格长期上涨的主要推动

力——实际利率、美元信用、避险需求，三大因素有望在调整过后继续推动白银价格走高，价格容易震荡偏强。沪银主力 2012 合约建议关注 5500-7000 元/千克的支撑部位，在此基础上设置偏多的投资策略。企业套保策略方面，持货商可保持惜售情绪，在设计空头保值时候，考虑进行震荡型被动保值；销售商还是建议积极逢低采购。

风险控制：中美多方面博弈发酵；美国第二轮疫情救助方案推出将短期利好；地缘政治风险；美国大选风险（9月29日第一轮电视辩论），若形成技术上多样破位，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。