民生期货有限公司
MINSHENG FUTURES CO.,LTD.

白银 11 月报

民生期货有限公司

2020 年 11 月 3 日

目录

一、 行情分析回顾.....18
二、 基本面分析.....3
1. 宏观.....3
2. 供给.....10
3. 需求.....13
三、 白银的技术分析.....16
四、 行情展望.....18

一、 行情分析回顾

核心逻辑：贵金属市场全球联动，流动性强、规模大，而且与其它资产的相关性较低，在资产配置中发挥着避风港、避险工具的作用。今年全球疫情带来的经济增速下滑以及各个国家的应对措施对贵金属影响巨大，经济疲弱对白银是打压，但低利率以及强力度 QE 刺激政策依然是全球央行的主要选择，则对白银呈现支撑，灾难随着时间推移正在感知非己麻木与心理慢性自愈，市场更多的关注复工停工之间的经济走向，同时市场对美联储货币政策边际走向趋于敏感，现阶段美联储进一步加强货币宽松力度预期不足，而财政刺激由于政治原因出台不畅，各国实体经济的修复放缓将使得通胀预期回升动力缺失，价格短期有一定的压力，进一步上涨仍需财政刺激支持或疫苗积极进展的助推。长期来看，美债名义利率回升空间有限，大概率以低位震荡为主，这几天市场上最关注事件就是美国大选了，无论谁当选，美国后期的刺激方案肯定能通过，通胀上升，市场大量输送美元，必然导致美元继续贬值，加上地缘风险以及今年疫情导致的经济下滑，都会成为避险资金推动金价的主要诱因，贵金属长期资产配置依然凸显。

行情方面，10 月份沪市贵金属均先扬后抑，多空交投趋于谨慎。月初市场经历特朗普感染新冠并迅速痊愈的冲击后，大选不确定性仍然高企，美国财政刺激政策悬而不决，地缘政治问题持续加剧仍是影响市场的主要因素，加之美元指数下滑对贵金属构成提振。不过随着海外多国疫情连日激增，避险情绪升温，美元指数延续反弹，加之美

国经济刺激谈判未果则使得白银承压领先下滑。展望 11 月，美国总统大选结果出炉，但海外经济重启在疫情二次爆发压力下再次减缓，市场宽松预期仍将持续，预计贵金属多头震荡氛围仍占主导，预期整体回调空间有限，不过近期跟风美元指数比较紧，仍需警惕美元指数超跌反弹对于贵金属的打压，短期建议按照震荡偏弱的小区间交易设计操作思路，中长期建议二次探底后介入买方。

图1. 黄金、白银比价图（周线）

数据来源：民生期货，Wind

金银买卖逻辑略有一定的不同，工业属性相对多的白银波动偏大。今年流动性危机解除后，随着通胀预期和市场风险偏好上升，内外盘金银比从历史高点向下回归。由于白银相比黄金具有更强的商品属性，在通胀预期回升的时候往往表现更佳，因此金银比与通胀预期呈现出负相关关系。在这一轮行情过后若财政刺激乏力，预计白银或将继续

跑输白银，国际金银比的修复将止步于 80 分位，反映在市场上两种可能，第一种黄金涨速快于白银，第二种黄金回撤小于白银，根据绝对价位和目前的市场，两种可能均存在。只有经济显著改善，新一轮财政刺激法案落地，金银比有望获得下降空间。

二、 基本面分析

1. 宏观

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。当前大周期考虑美元处于弱周期，美联储倾向于采取宽松的货币政策，启动降息甚至 QE，通过扩大财政赤字、举债等方式增加本国货币的流动性，刺激经济复苏。美元的贬值，有利于美国产品出口，和制造业回流，扭转贸易逆差。同时美国本土以美元计价的资产价格相对也会下降，有利于吸引外资投资美国资产，进一步推动经济复苏。美元贬值通过替代效应，将推升黄金、白银等避险资产的价格，而过度的贬值将会影响美元的避险特性和国家信用，动摇美元霸权的地位，因此在美元适当贬值提振经济。近期欧洲疫情反弹形势严峻，更多疫情管控和封锁措施被推出，迅速触发市场对实体经济复苏的担忧，使得前期欧洲经济复苏速度好于美国的趋势被逆转。随着美联储放水速度减慢，在扩表速度上，与欧洲差距逐渐缩减。多方面因素影响下，美元指数短期内回升使得金银反弹的

上方空间受限。不过观察利率端的情况可发现，美债收益率却并未出现明显回升，甚至 10 年期美债收益率持续处于极低的位置，故此从实际利率的角度出发，对贵金属仍是是价格较为有利的因素。

图2. 美元指数与金价

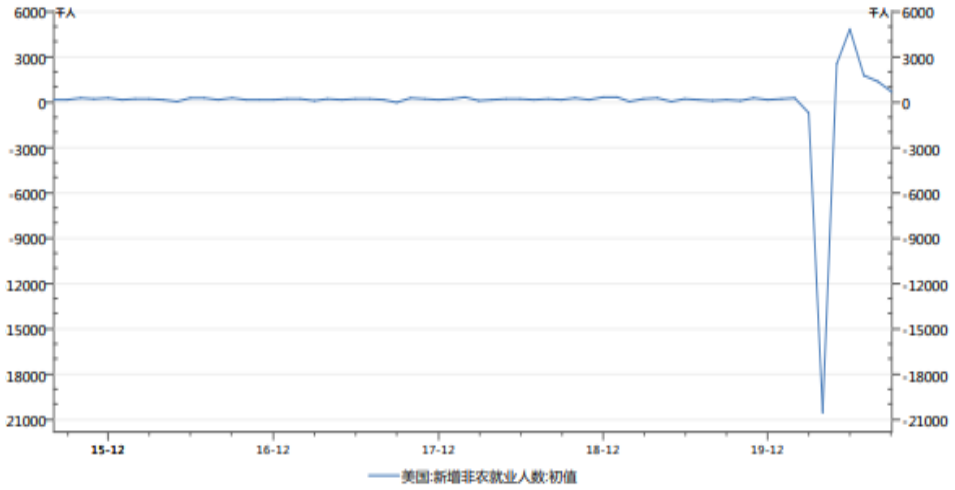
数据来源：民生期货、WIND

美国就业市场不及预期

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，9 月非农就 业人口增加 66.1 万人，低于市场预期 86.1 万，低于前值 148.9 万。9 月失业率录得 7.9%，低于市场预期 8.2%及前值 8.4%，为连续第五个月下降，但仍远高于疫情爆发前水平（2 月为 3.5%）。9 月平均时薪环比增长 0.1%，低于市场预期增速 0.2%，同比增长 4.7%，同样低于市场预期增速 4.8%。 数据显示美国整体就业市场增速放缓，经济复苏降温。数据公布后，美股震荡下行，美元指数探底回升，金价冲

高回落。

图3. 美国非农就业情况（单位：千人）



数据来源：民生期货、WIND

美国房地产市场保持强劲

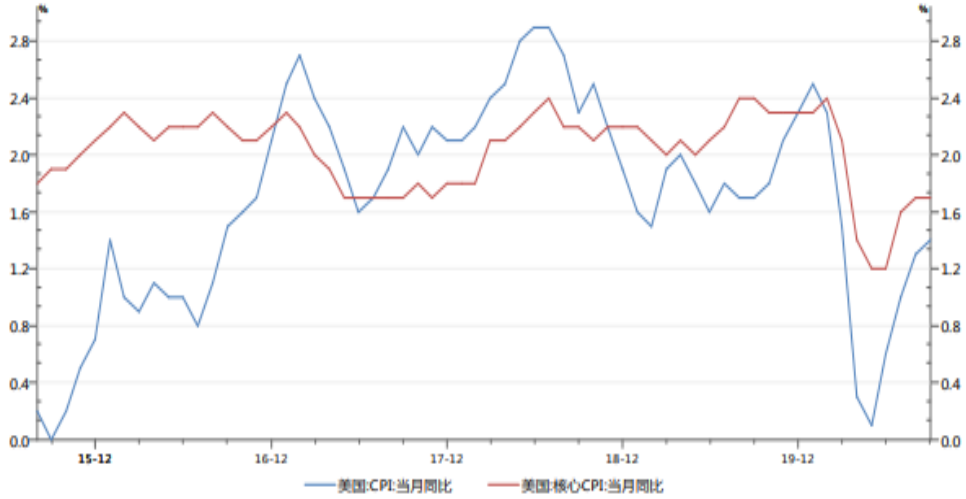
房地产市场是美国经济发展的重要因素，健康的住房需求是经济具有潜力的强有力的指标，表明消费者对经济前景有信心，利多美元。美国商务部发布数据显示，9 月份新屋开工 141.5 万套， 低于前值为 141.6 万套与预期 146.5 万套，连降两个月。而美国 8 月营建许可 155 万套，高于市场预期 152 万套与前值 147 万套，创下 2007 年以来的最快增速。此外全美房地产经纪人协会公布的数据显示，经季节性调整后，9 月份美国成屋销售环比增长 9.5%至 654 万户，刷新 2006 年 5 月以来的 14 年最高，高于市场预期，为连续第四个月上涨，因低利率推升了房屋需求，美国房地产市场有力支撑美国经济。

美国 9 月 CPI 增速放缓

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 9 月 CPI 同比增长 1.4%，与预期持平，环比上涨 0.2%，为四个月以来最低涨幅，主要受到租金增长率拖累。核心 CPI 月率为 1.7%， 与预期持平，高于前值 0.2%。数据显示美国经济复苏动能稍缓，未来一段时间或将维持低利率。

图4. 美国 CPI 继续回升



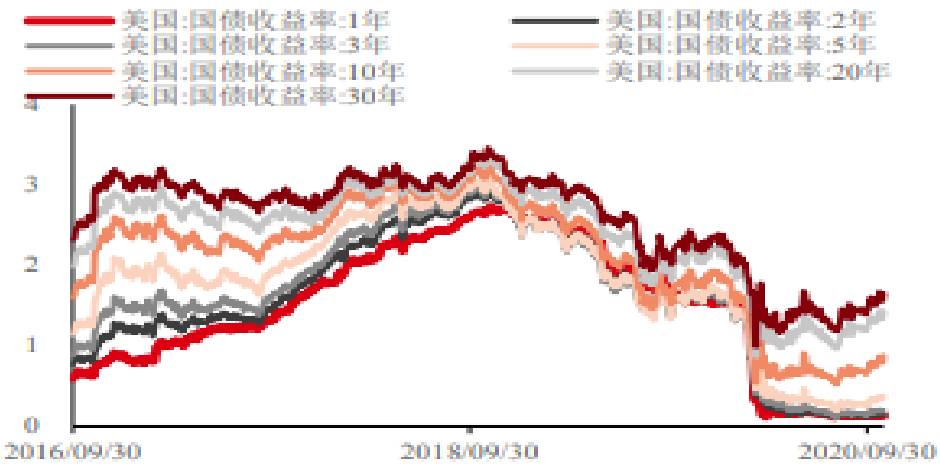
数据来源：民生期货、WIND

美债 10 月收益率小幅回升

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。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。截止 10 月 29 日，两年期美债收益率报 0.16%，环比上升 0.03%； 十年期美债收益率报 0.85%，环比上升 0.16%；30 年期美债收益率 1.62%，环比上升 0.16%。数据显示市场关注美国经济刺激计划，10 月美债收益率小幅回升。

图5. 美国国债收益率有所反弹



数据来源：民生期货、WIND

海外疫情二次爆发风险避险升温

海外疫情新增确诊病例居高不下，二次爆发避险情绪升温。截至 10 月 29 日，海外疫情新增确诊病例激增至 547800 人为记录高点，累计确诊病例创下 45239635 人，月增千万人以上，其中病情较为严重的国家仍为美国、印度、巴西。美国最近 7 天累计确诊逾 50 万例新冠肺炎病例，创疫情爆发以来新高，此外欧洲地区的疫情再度回到春季疫情大爆发时的严峻态势，甚至更为严重，成为了全球疫情“震

中”。法国、意大利、瑞士、德国等国均创疫情爆发以来最大单日增幅，再次采取严格的封锁措施。比如英国，据其卫生与社会保障部统计，截至当地时间 11 月 1 日 16 时，英国新冠肺炎 24 小时内新增确诊 23254 例，累计确诊 1034914 例。英国首相约翰逊宣布英格兰将从 11 月 5 日起开始实施为期 4 周的“封锁”。英国广播公司 2 日称，约翰逊预计很快向国会议员发出警告：今年冬季新冠肺炎死亡人数可能是疫情第一波时的两倍。英国工业联合会 2 日则警告，再度“封锁”对企业的打击将是“毁灭性的”。但漫长的冬季才刚刚开始，鉴于疫情形势严峻，封锁措施还可能会延长。英国内阁办公厅大臣当地时间 11 月 1 日表示，不排除英格兰一个月“封城”措施将再次延长。海外疫情的爆发使得避险情绪升温，美股重挫，美元指数反弹从而打压贵金属。

美国大选结果将减少不确定性

月初将会迎来美国公布选举结果。从种族分布的角度来看，美国乡村有 74%左右的白人，但城市里移民的比例高，白人的比例可能只有 44%左右，所以美国城市更加年轻和多元化，乡村相对不管是年龄构成还是收入结构都更加单一。值得注意的是，民主党的价格观更多是在平衡差异，所以这样的价值观更加适合缓解城市各种社会的矛盾，所以支持民主党的人更多是住在城市的政界和学术界的，乡村会有更多人支持共和党。在政策倾向方面，当前特朗普和拜登在外交政策、气候变 化、伊朗政策方面有一定的不同。细分来看，在外交政策方面，特朗普相对较为强势，而拜登更注重于修 补国际关系，例如美

国和北约的关系以及重返世界卫生组织，从气候变化的角度看，特朗普认为过于注重 环保或将损害经济，但是拜登当选或将重返巴黎期货变化协议，并建立以清洁能源驱动的经济系统。在对 于伊朗的政策方面，特朗普或将延续对于伊朗全方面的制裁，而拜登可能会加强和伊朗的谈判，并表示如果伊朗重新严格遵守协议，拜登或将重新考虑美国与伊朗签订的核协议。而目前无论谁当选新任美国总统，在当下新冠疫情似有再度反扑的迹象之下，新一届政府势必将会考虑推出新的刺激政策，而从此前的行情中可以发现，即便是市场上爆出新的刺激政策达成的希望增加的消息，便已经使得美元出现较大幅度下跌，而对于贵金属则是存在一定提振效果，再加之大选结果本身便会减少市场对于后市不确定性的担忧，贵金属或仍将受益。

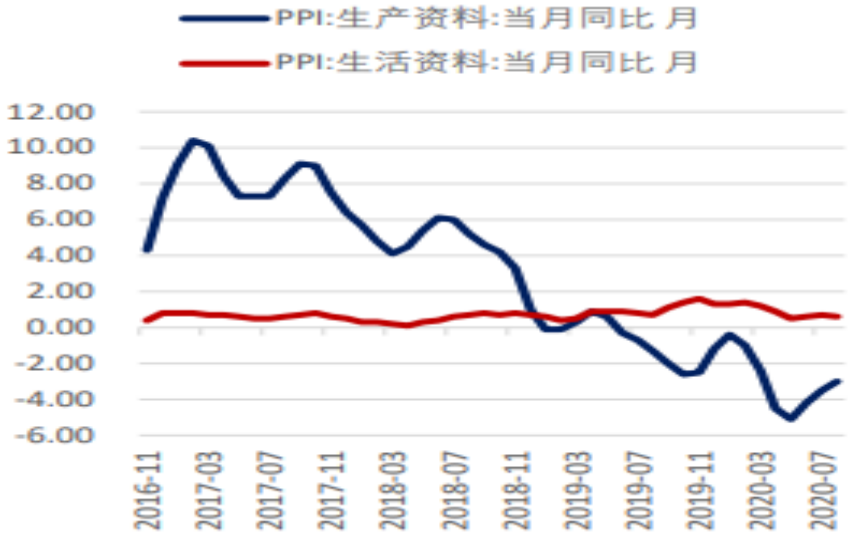
国内经济逐步企稳

随着当前随着国内疫情管控力度的加强，经济出现了逐步企稳的状态，从较为中性的货币政策导向来看，当前市场的流动性符合预期，短期内没 有更强宽松货币政策刺激的预期。从经济数据来看，国内经济恢复增量的绝对值，对比往年同期依然较弱，但是相较于国际市场的恢复程度，中国依然处于较为领先的地位。

9 月我国新增人民币贷款 1.9 万亿（预期值 1.75 万亿），新增社融 3.48 万亿(预期值 3 万亿),M2 同 比增长 10.9%(预期值 10.4%)，均高于市场预期。9 月数据有两点值得关注：9 月金融数据超出市场预期，从细分数据来看，企业中长期贷款的同比翻番，排除去年基数较低的影响之外，表明在国内 国外需求修复的前提下企业融资需求

较为旺盛，M2 的增速大幅回升表明，当前政策配合经济复苏的 动能逐步增强，企业投融资结构逐步改善，9 月居民中长期贷款新增创历史新高表明当前地产和消费的需 求有所复苏，国内经济内需大循环已初具规模。另外是当前政府债务和企业融资的环比增幅小幅减少，表明货币政策最宽松的时期或已经过去。结合易纲行长日前在《中 国金融》杂志的撰文以及央行三季度金融数据新闻发布会上的表述，我们认为“尽可能长时间实施正常 货币政策”依然将是 4 季度货币政策的主基调。

图6. 国内 PPI 数据



数据来源：民生期货、WIND

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 TahoeResourcese 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。

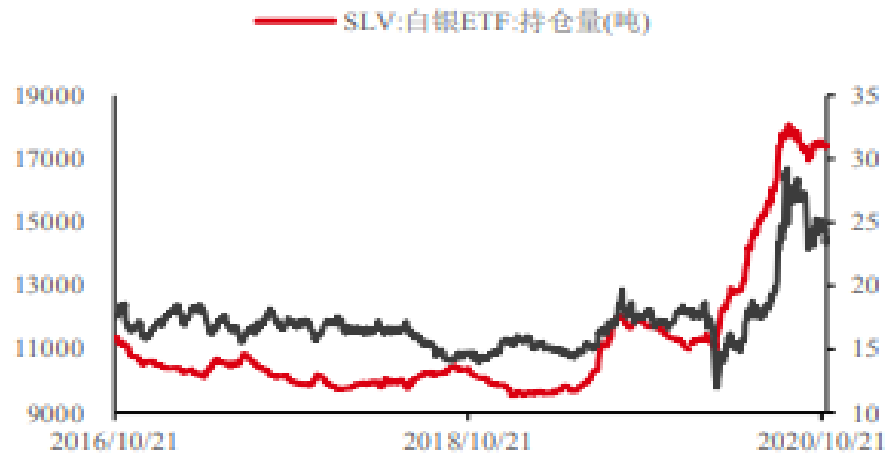
根据世界白银协会数据，2019 年全球白银总供应约 31815 吨，其中矿产銀 26031 吨，占比 81.8%;再生银 5288 吨，占比 16.6%。全球白银生产成本的中位数在每千克 3700 元，而白银存储方便，如果

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。

进出口方面，由于新冠疫情使得内外贵金属物流运输受阻，资产配置角度来看，在 2020 年全球降息放水大潮中，中美利差显著扩大，相比极低的美债收益率和欧洲日本的负利率环境，中债收益表现更佳，且中国的经济增速呈现领跑态势，国内配置贵金属类避险资产的需求增长不如欧美迅猛，也导致了国内贵金属投资需求处在相对弱势，若新冠疫情对全球出入境及物流流通的影响持续，中美利差仍处在较高水平， 金银的异常内外价差难以在短期内实现回归。

白银库存方面，截止 2020 年 10 月 30 日，上期所黄金仓单为 2,199 千克，较此前一周持平。白银仓单则是出现了 7,547.00 千克的 下降至 2,320,421 千克。 而在 Comex 库存方面，上周 Comex 黄金库存下降 175,774.22 盎司至 37,518,127.51 盎司， 而 Comex 白银库存则是出现了 932,594.73 盎司的上涨至 381,803,129.68 盎司。

图7. SHSE 白银库存单位：吨



数据来源：民生期货、WIND

今年上半年，国内外白银库存均大幅上涨达到历史高位，白银价格的上涨激发现货商注册仓单意愿，然而 10 月中下旬，白银国内的上期所库存和上海金交所库存均开始自高位有所下降。这可能与在疫情后工业修复，及光伏行业出现周期性复苏迹象，白银工业需求逐渐得到改善有关，但潜力更多有待未来 数年逐步释放。

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，白银的需求中，有 50%以上与工业需求相关，而用于工业中的黄金制造需求（珠宝除外）不到 10%。换言之，白银的价格对经济增速更为敏感。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，目前白银价格猛涨的重要推动力是 2021 年工业消费的复苏。

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，光伏行业是白银最重要的下游应用之一，光伏银浆被应用于太阳能电池板的正面和反面电池中，在白银工业需求 中占的比例接近 20%。5G、电热膜、焊合金等新兴领域用银量前景可期，目前在国内，随着环保政策的倾斜和光伏平价上网时代的临近，白银的工业需求有望实现周期性的复苏。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。

考虑到白银供需、市场可交易的存量白银等因素，2021 年白银将出现 1.5 亿盎司的短缺。据分析如果乔·拜登（Joe Biden）赢得美国总统大选并交付其绿色基础设施计划，那么市场对白银的需求还有可能进一步增加。根据拜登的计划，火车、公共汽车和轿车将以电力或清洁燃料运行，并据此开发清洁轻轨和公共汽车系统。此外，该计划还包括提供激励措施，以升级住房和商业建筑，使其更耐极端天气。美国大概率自明年开始将大幅提高基建投入、发展绿色能源，这有望提振光伏产业，也可以起到提高银价的作用。根据高盛的模型预测，随着各行各业复工复产，到 2021 年，市场对白银的需求将达到 10.287 亿盎司。随着全球环保趋势加速，全球太阳能装置将在 5 年内增长 50%，白银总工业需求将实现 2%-9%的增长

近期花旗银行旗下的研究机构列了一份报告预测，未来一年，随着投资者持续加仓和全球工业的复苏，花美国大概率将大幅提高基建投入、发展绿色能源，有望提振光伏产业，进而提振银价。白银价格能涨至 40 美元/盎司，相当于涨幅达 70%。预测并未止步于此，花旗认为银价甚至还有可能翻番涨至 50 美元/盎司，重现历史新高。分析指出，随着各国政府进一步进行实质性的货币宽松政策，全球经济增长恢复较快，白银投资需求和工业需求也会随之愈发强劲。

据世界白银协会（the Silver Institute）最新公布的数据显示，今年前 3 个季度，全球白银交易所交易产品基金（ETPs）持有量增加了 2.97 亿盎司，几乎是去年同期的 3 倍。

今年以来，埃里克·斯普罗特（Eric Sprott）和罗伯特·弗里德兰德（Robert Friedland）等投资巨头都在白银等贵金属上也投入颇多。

加拿大亿万富翁埃里克·斯普罗特对 Vizsla Resources Corp、Orefinders Resources Inc.和 Pure Gold Mining Inc.等生产白银的贵金属公司的总投资超过 2500 万加元（约合 1896 万美元）。斯普洛特还表示："当谈到接下来的贵金属市场时，诸位准备好大吃一惊吧！白银即将起飞！"

在已有的巨额股份基础上，采矿业巨头罗伯特·弗里德兰德也再次追加对矿业公司艾芬豪矿业有限公司的投资。

图8. iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）

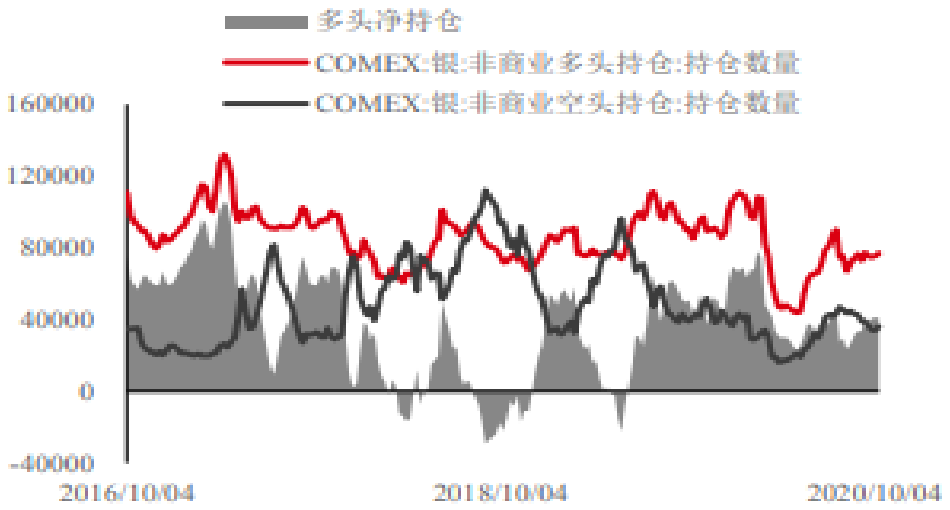
数据来源：民生期货、WIND

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。9 月份贵金属 ETF 持仓走势有

所分化，整体多头氛围减弱。截止至 10 月 29 日，SPDR Gold Trust 黄金 ETF 基金持仓量 1258.25 吨，距上月底降 10.64 吨(-0.84%)，结束 10 个月连增，显示多头氛围下滑。同时 iShares Silver Trust 白银 ETF 持仓量为 17411.69 吨，较上月底增 332.26 吨(1.94%)，显示多头氛围有所回归。

美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截止 2020 年 10 月 27 日数据，黄金 CFTC 多头净持仓较此前一期数据出现了 0.39%的下降至 248,634 张。而在白银方面，多头净持仓则是出现了 0.21%的下降至 44,631 张。

图9. 白银 CFTC 净持仓



数据来源：民生期货、WIND

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比较复杂的盘整，走势纠缠让人昏昏欲睡,需要利用周线观察市场走势比较容易发现机会，现在的周线图大环境偏弱，但有可能反弹。近期大结构基本与黄金的

走势趋向一致。当前处于相对强势结束后的回落阶段，前期高点将是将来区间划线很关键的压力部位，暂时可以将区间设计为下降通道的下轨位置确定，再耐心等待下降通道上轨附近进行震荡策略设计，或者按照三角形偏强考虑。

图10. 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

目前白银日线是前期冲高回落后的低位复杂走势，**中短期均线将在以后的反弹中有压制作用**，但日线的 KDJ 指标的表现为勾头向上，其架构的多头排列变为空头还需要时间来运作，还将继续复杂走势。从 1 小时图来看，价格重新测试 EMA 40 指标，未来预计阻力与支撑会不断转换，已经出现底部支撑点，建议可以设计多头走势，在多头抵抗下形成三角形结构的三角尖点后跟风多头交易，技术上预计在一个月的周期内将进行偏强的盘整走势。

图11. 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

10 月海外疫情连日激增，市场避险情绪升温，美元指数止跌企稳，同时市场关注美国经济刺激谈判未果，美国总统大选不确定性犹存部分打压市场情绪，白银相对敏感，走势偏弱。展望 11 月，海外疫情升级，多国再次采取封锁措施，经济重启再次陷入困境，宏观氛围转弱，加之美元指数的企稳，贵金属仍将承压。不过市场关注美国经济刺激计划，无论是拜登还是特朗普当选，都将出台刺激计划，届时有望在一定程度上提振市场。而需求方面，贵金属长期配置需求犹存。由于生产企业是天生的空头，他们有一定的定价权，对下跌非常敏感，一旦有风吹草动第一时间在市场抛售，目前白银多头氛围趋缓，但整体下方支撑犹存，预期在宏观因素的持续扰动下，其仍有望震荡

走高。运行区间沪银主力 2012 合约建议关注 4500-5700 元/千克。，由于技术指标已经走稳，根据大的基本面支撑，建议设置中长期偏多的投资策略。企业套保策略方面，持货商可以设计空头保值，考虑进行震荡型主动保值。

风险控制：中美多方面博弈发酵；地缘政治风险减弱；美元指数延续反弹。

民生期货有限公司投资咨询部

贺文胜宏观研究员

E-mail：hewensheng@msqh.com

从业证书号：F0206171

投资咨询号：T0011993

免责声明

本研究报告由民生期货有限公司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。本报告的著作权属民生期货有限公司，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，须注明出处为民生期货有限公司。