



白银 12 月报

民生期货有限公司

2020 年 12 月 3 日

目录

一、 行情分析回顾.....	21
二、 基本面分析.....	3
1. 宏观.....	3
2. 供给.....	10
3. 需求.....	16
三、 白银的技术分析.....	19
四、 行情展望	21



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。当保护财富的意愿或对通胀导致财富缩水的担忧高涨，以及全球经济活动正在改善时，白银表现往往会非常强劲。这场全球卫生危机所产生长期影响不确定性依然在发挥作用。短期遗憾是经济增速下滑以及各个国家的应对措施对贵金属影响已经随着市场消化逐渐沉淀，虽然低利率以及强力度 QE 刺激政策依然是全球央行的主要选择，而且当今疫情依然没有减轻，但灾难随着时间推移正在感知非己麻木与心理慢性自愈。大的宏观氛围预期偏向乐观，外围股市表现坚挺，尽管美元指数重回弱势，但对贵金属提振作用微弱，市场更多的关注现阶段美联储进一步加强货币宽松力度预期不足，财政刺激出台不畅，当下并无明显的通胀水平走高的证据，于是价格短期有一定的压力。长期来看，美国刺激方案带来的依然是通胀上升，市场大量输送美元，必然导致美元继续贬值，加上中东等地的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贵金属的主要诱因，短期贵金属不受市场青睐，多头只能寄希望于美国方面有相对明确的信贷财政或是货币刺激政策落地，市场整体震荡偏弱。

行情方面，11 月份沪市贵金属均大幅下挫，其中沪金已连续回调 4 个月至四月以来低位，沪银连续回调三个月至 7 月以来低位，多头氛围大减。期间美国总统大选不确定性落地对贵金属的支撑作用



下滑，拜登获选其主张对外温和政策，改善疫情影响短线均在一定程度上利空金价。此外疫苗乐观消息频频，基本抵消了海外疫情避险情绪。同时美国新一轮经济刺激计划迟迟未果亦打压贵金属多头信心。展望12月，整体宏观氛围偏向乐观，随着疫苗的积极消息、美国政权平稳过渡可能性大增，以及美国重启美国刺激政策磋商，市场风险偏好情绪回归，美元作为避险资产遭遇打压，以美元计价的黄金获得喘息、反弹的契机，但由于贵金属也是风险厌恶品种，近期经济复苏预期提振作用微弱，可能在美国经济刺激计划出台之前，横盘震荡的可能性大，白银短期建议按照震荡偏弱的小区间交易设计短线操作思路，中长期建议由于技术结构多次探底，可以设定区间范围择机介入买方策略。

图1. 黄金、白银比价图（周线）



数据来源：民生期货，Wind

白银买卖逻辑与黄金略有一定的不同，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，为了消化市场的弱势，预计白银或将继续跑输黄金，反映为黄金震荡回撤小于白银，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

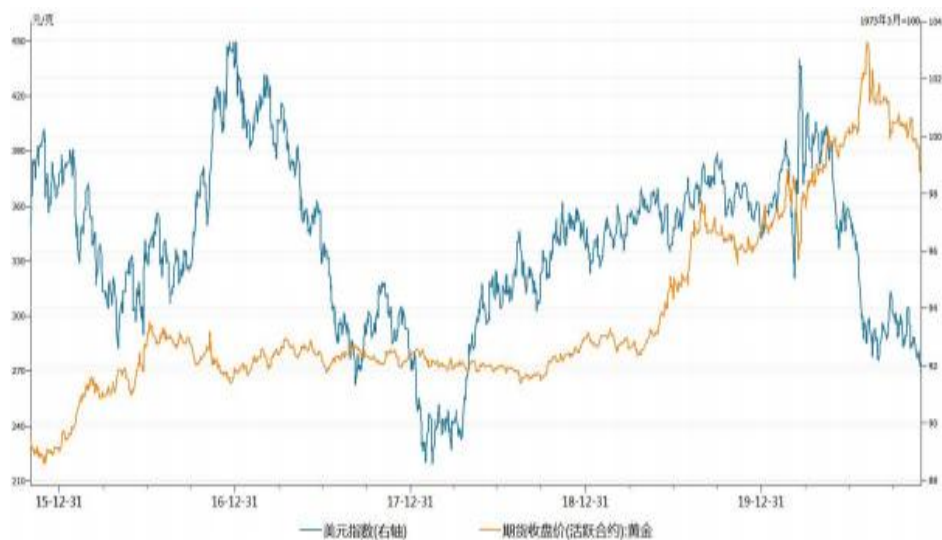
1. 宏观

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，因此美元只能是适当贬值提振经济。近期随着市场风险情绪回升，美元指数在短暂回升后再次进入下行通

道中，原因在于影响美元指数最重要的货币是欧元，欧美的相对表现是影响美元指数走势的重要原因。随着疫情形势和经济复苏进程的推进，PMI 数据显示美国的制造业与非制造业 PMI 均已回到荣枯线以上，而欧元区服务业 PMI 仍在荣枯线以下且未见反弹迹象，经济景气程度上美国明显占优。从货币的相对宽松程度上看，欧洲央行的扩表速度较美联储有所加快，且欧元区面临较大的通缩压力，货币宽松的需求更为紧迫，或将促使相对宽松格局上欧元区后来居上，也使得以美元计价为主导的贵金属价格上方面临一定的压力。

图2. 美元指数与金价



数据来源：民生期货、WIND

美联储利率决议基本符合预期

美联储最新 10 月利率决议显示，将联邦基金利率的目标水平保持在 0-0.25%不变，符合预期。美联储重申利用所有工具支持，经济活动仍远逊疫情爆发前，新冠危机对中期内经济前景构成重大风险，未来几个月至少以当前速度购债，重申容忍一段时间内通胀适度高于



2%的利率指引。鲍威尔表示，美联储尚未考虑缩减资产购买的力度，绝对有必要实施财政支持政策。美国经济的复苏好于预期，但在实现充分就业和维持物价稳定的双重目标上还有很长的路要走。决议公布后，美元指数扩大跌幅，金价小幅走高。

美国财政刺激谈判出现曙光

在美国新一轮财政刺激谈判僵持半年之后，现在终于开始出现些许曙光。月初共和党参议员与民主党参议员牵头，共同提出一份新的财政刺激计划，规模为 9080 亿美元。这个数字是两党僵持之下的一个折衷，高于共和党此前一直坚持的规模，同时也远低于民主党此前的提议。拜登在上周三与工人和小企业代表举行虚拟圆桌会议时表示，这一金额无法从根本上解决问题，顶多只能算“首付”，但美国国会还是需要尽快通过予以通过。

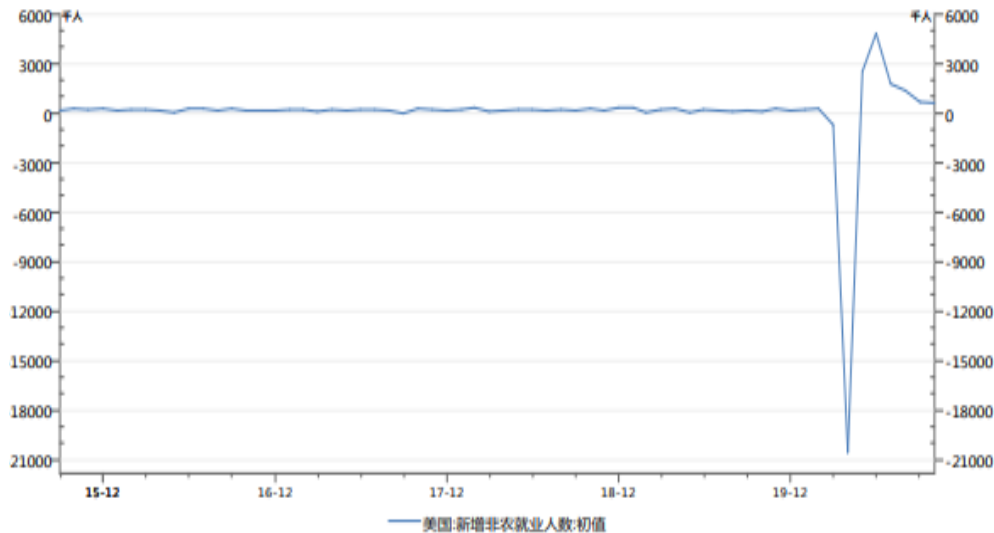
美国就业市场好过预期

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，10月非农就业人口增加 63.8 万人，高于市场预期 58 万，低于前值 66.1 万。10 月失业率录得 6.9%，低于市场预期 7.6%及前值 7.9%，为连续第六个月下降，但仍远高于疫情爆发前水平（2 月为 3.5%）。10 月劳动参与率延续攀升至 61.7%，环比增长 0.3%。数据显示尽管美国整体就业市



场好于预期，但增速延续放缓。数据公布后，美股震荡下行美元指数小幅拉升，金价短线走低。

图3. 美国非农就业情况（单位：千人）



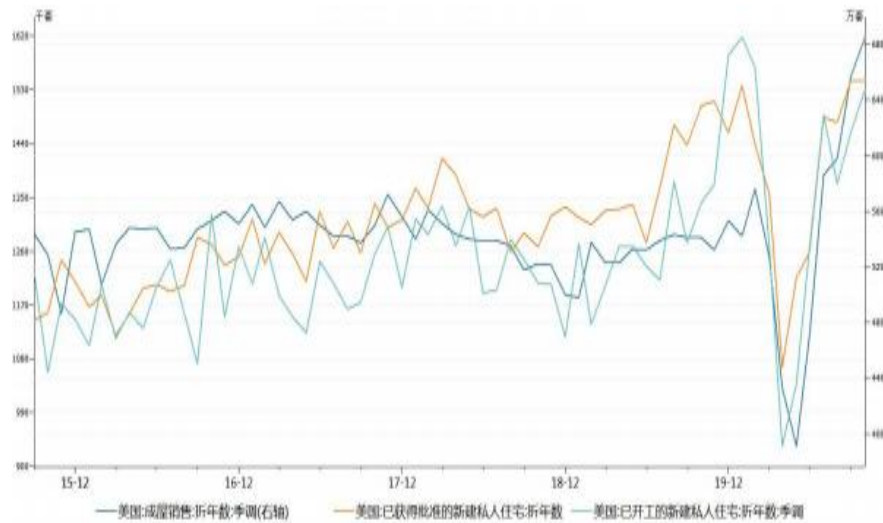
数据来源：民生期货、WIND

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，10月份新屋开工153万套，高于前值为141.5万套与预期145.5万套，结束两个月连降。而美国10月营建许可155.3万套，低于于市场预期154.5万套与前值155.3万套。此外全美房地产经纪人协会(National Association of Realtors)公布的数据显示，经季节性调整后，10月份美国成屋销售环比增长4.3%至685万户，刷新2006年2月以来的最高水平，远超市场预期，为连续第五个月上涨，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。



图4. 美国房地产市场相对强劲

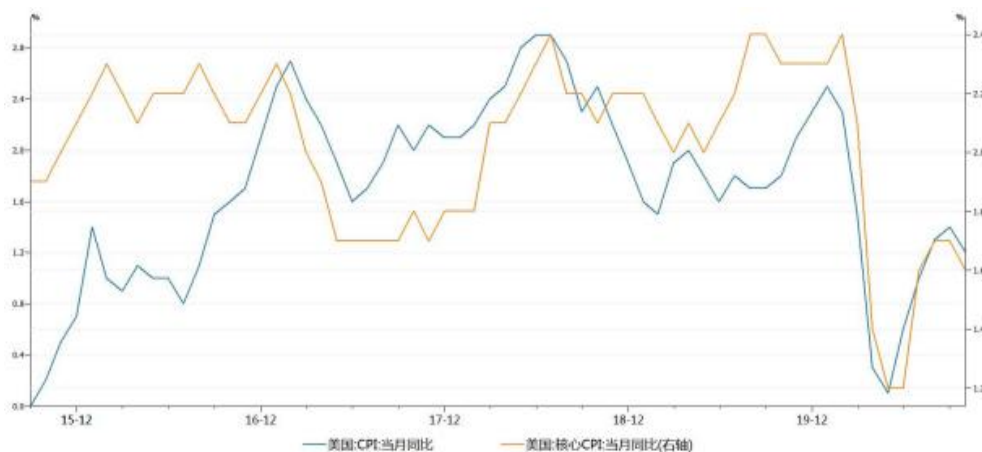


数据来源：民生期货、WIND

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。

图5. 美国 CPI 不及预期

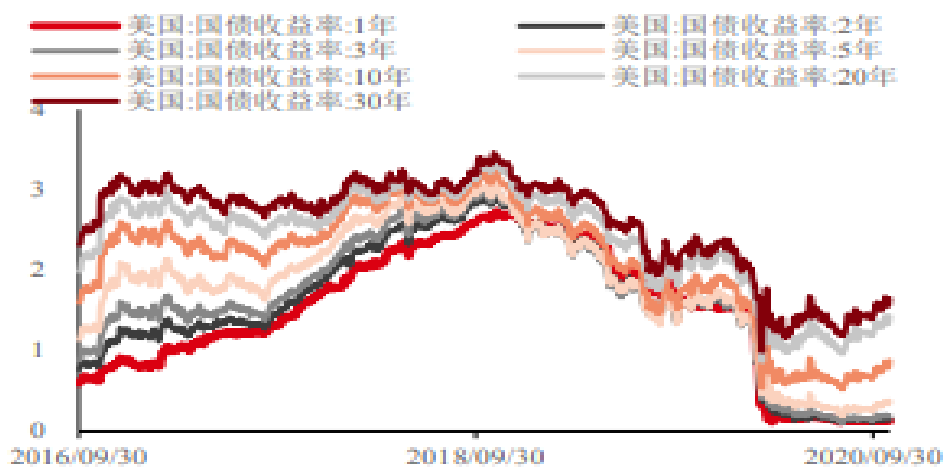


美国劳工部公布的数据显示，美国 10 月 CPI 同比增长 1.2%，不及市场预期 1.3%，与前值持平，因受油价下跌、医疗成本和服装价格下降影响。核心 CPI 月率为 1.7%， 环比持平。数据显示因疫情再度升级，打压经济需求，美国经济复苏动能有所放缓。

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。鲍威尔曾经强调说，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。

图6. 美国国债收益率有所反弹





截止 10 月 27 日，两年期美债收益率报 0.16%，环比微涨 0.02%；十年期美债收益率报 0.84%，环比上微跌 0.04%；30 年期美债收益率 1.57%，环比微降 0.08%。数据显示美债收益率窄幅波动，整体表现较为坚挺。

疫苗利好消息频频

欧、美疫情趋势有所分化，欧洲日均新增已经从 30 万+的峰值下降至 18 万左右，并且各国已经逐渐公布解封的时间或者条件，后续关键在于圣诞节能否解封，因为根据法国数据来看“圣诞月”可为零售商贡献 20%-40% 的年收入，而美国由于感恩节的大规模出行，疫情恶化趋势有所加剧，12 月 6 日进一步上升至 23.8 万人的新增，累计确诊病例达 14462527 例，累计死亡病例达 280135 例。

新冠疫情爆发以来，医学方面仍无确切有效的抗病毒药物可以治疗，疫苗则成为战胜疫情的关键希望，疫苗研发的积极进展亦使得市场乐观情绪升温。目前海内外已有多款疫苗进入三期临床试验，并且试验结果喜人。辉瑞和 BioNTech 宣布，在第 3 期临床试验研究的中期分析中，疫苗有效性超过 90%；阿斯利康公布其灭活新冠疫苗数据平均有效性 70%；陈薇院士与康希诺生物研发的新冠疫苗可在 2 至 8 度长期稳定；安徽智飞龙科马公司的新冠疫苗在启动 III 期临床试验等。尽管海外疫情新增确诊人数仍在创记录高点，目前疫苗的所带来的乐观情绪大幅抵消了海外疫情持续的避险情绪。但考虑到疫苗真正落地铺开实现完全覆盖仍需较长一段时间，在此之前实体经济



承压的情况难以在短期内被逆转，市场资金对贵金属投资偏好还将可能出现反复摇摆。

美国大选不确定落地，

今年除疫情避险情绪外，投资者另一关注的焦点不外乎美国大选。代表各州的选举人团将会在12月14日召开选举人会议，并将各自的选举人投票呈交参议院议长和国家档案局；到明年1月6日，国会将召开联席会议，清点选举人票，并正式宣告选举人团投票的结果。当地时间11月30日拜登首次收到总统简报。总统每日简报包含国安威胁与情报，是为了总统、安全顾问与白宫高官做准备，有助于总统做出实时的决断。

一直以来，作为世界大国，美国总统大选前的政治炒作所带来的宏观不确定性亦将扰动市场。不过随着美国总统大选落地，市场不确定减弱对金价支撑作用下滑；另一方面拜登当选，其表示上任后首要任务是控制新冠疫情，修正特朗普的防疫不当举措。同时其对外政策较为温和，未来中美不确定关系或有所缓和，两者均利空金价。近日，拜登在接受《纽约时报》采访时表示，他会暂时维持与中国的第一阶段贸易协议，不会立即采取任何行动，包括取消关税。他还说，首先他将对第一阶段协议进行全面审查，并征询亚洲与欧洲传统盟国的看法，以便制定一致的战略，而不是过早做出个人判断。不过其主张提高税收，中长期利空美元指数而利多金价。



欧元区财长就欧洲稳定机制改革达成一致

欧佩克及非欧佩克部长级联合声明：成员国同意从 2021 年 1 月起每月召开欧佩克和 非欧佩克部长级会议，以评估市场状况，并决定下个月起进一步调整产量，每月调 整不超过 50 万桶/日；补偿减产期限延长至 2021 年 3 月底，以确保所有参与国对过 量生产的石油给予充分补偿。欧元区财长就推进欧元区永久性救助机制——欧洲稳定机制的改革达成一致。欧洲稳定机制将从 2022 年开始为欧元区银行业单一清算基金提供贷款支持，较最初计划 提前两年。此外，改革还包括完善欧洲稳定机制的工具组合，强化欧洲稳定机制在设计、协商、监测欧元区财政救助方案中的作用。12 月 1 日，英、德、法、意大利、欧元区公布 11 月制造业 PMI 终值，欧元区 制造业的分化走势在 11 月呈现加剧态势。而德国的制造业活动仍然在强劲扩张，推 动整个欧元区制造业 PMI 终值高于此前市场的预期中值。具体来看：德国 11 月制造 业 PMI 终值：57.8，前值：57.9。法国 11 月制造业 PMI 终值：49.6，前值：49.1。欧元区 11 月制造业 PMI 终值：53.8，前值：53.6。

英欧“拉锯”继续 仍未有进展

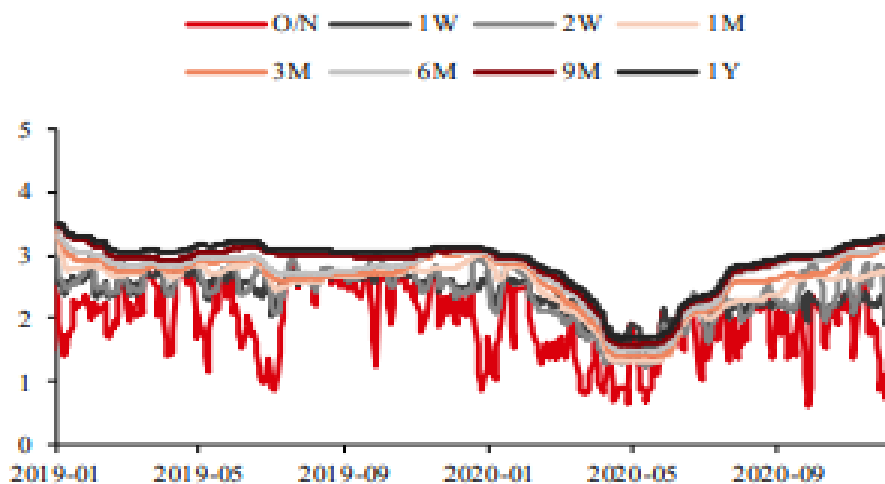
近期英欧进行了密切的谈判，因距离“过渡期”结束只有四周的时间了，双方迫切达成一致。月初欧盟和英国谈判到很晚，试图达成英国脱欧后的贸易协议。一位欧盟官员称，更接近达成协议，但一位英国政府消息人士警告称取得突破的可能性下降。巴尼尔团队的一名

成员表示，在三个最具争议的问题上仍存在很大分歧，最终结果仍不确定。英国一位高级政府消息人士称，近期取得突破的可能性下降。12月初英国政府表示：“欧盟在最后一刻为磋商带来了新的元素。未来几天仍有可能取得突破，但这样的可能性正在消退。”

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。

图7. 国内 SHIBOR 利率走势



数据来源：民生期货、WIND

中国 11 月官方制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 52.1、56.4 和 55.7，高于上月 0.7、0.2 和 0.4 个百分点，三大指数均位于年内高点，连续 9 个月 高于临界点。从分类指



数看,生产指数和新订单指数为 54.7%和 53.9%,分别高于上月 0.8 和 1.1 个百分点,均上升至年内高点,且两者差值自 6 月份以来逐月缩小,从 2.5 个百分点降至 0.8 个百分点,表明制造业内生动力不断增强,供需循环持续改善。

商务部表示将对澳大利亚输华葡萄酒征收反倾销税,中国对澳洲和加拿大的强硬态度显示中国综合国力的上升,但也揭示了中美多方面博弈的复杂性和长期性,并不会因总统的换届而得到迅速改善。

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



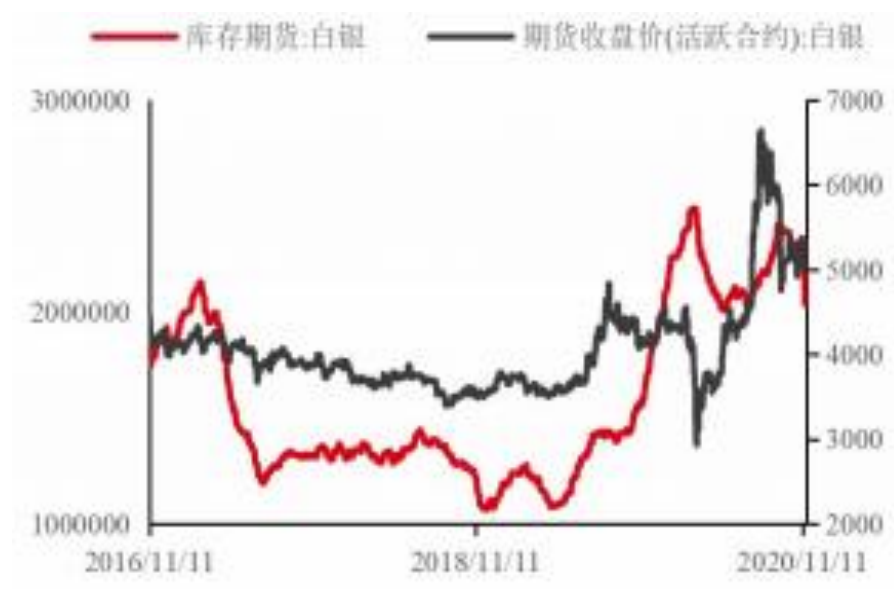
包商闹矛盾，而且还被当地居民抗议，说挖这个矿太当地的水资源了。另一方面就是由于长期白银价格低位徘徊，白银利润不高，同步的人力成本却涨了许多，许多矿业公司因此减少了勘探范围，比如英国矿业公司 Hochschild 就在 2019 年暂停了秘鲁的 Arcata 矿的运营。前期勘探开发投资的下降，使得新增产量资源不足；随着部分老矿山进入开采最后阶段，矿石品位严重下滑，产能有所收缩；以及各种矿山经营中的问题对供应有压制作用。另外当前的新冠疫情，有一部分企业也停工停产，根据世界白银协会的预测，2020 年全球矿山的产量将同比下降 4.6%，减少 1207 吨。

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%。2020 年银矿全年产量料将下降 7%。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 11 月 27 日，上周上期所黄金仓单为 2,199 千克，较此前一周持平。白银仓单则是出现了 96,215.00 千克的下降至 2,412,420 千克。而在 Comex 库存方面，上周 Comex 黄金库存上涨 89,379.94 盎司至 37,367,303.61 盎司，而 Comex 白银库存则是出现了 3,866,626.94 盎司的上涨至 387,291,833.10 盎司。

图8.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 年工业消费复苏，一些国家初露端倪的经济复苏迹象，可能也有助于对太阳能电池板和电子产品所用金属（包括银在内）的需求复苏。

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



力或清洁能源运行，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，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。

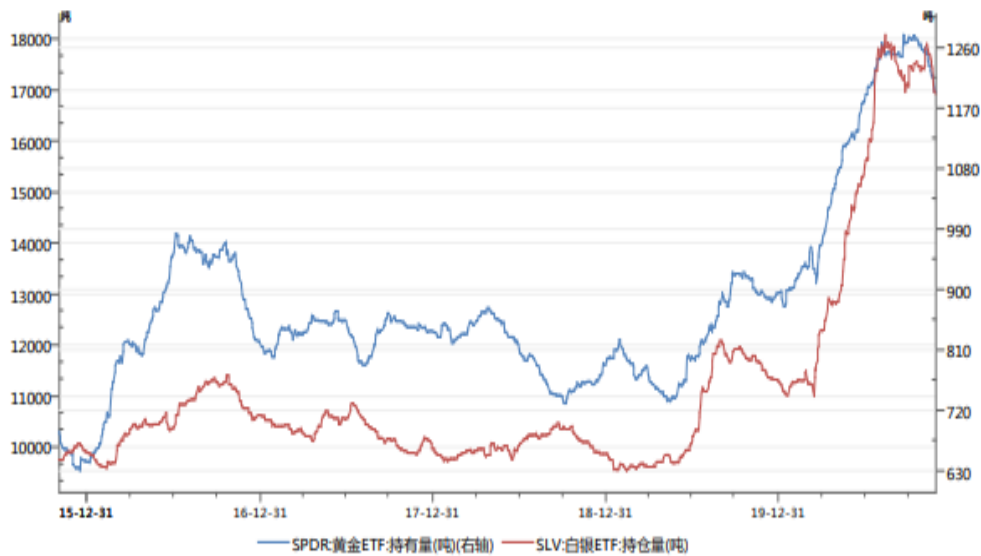
今年以来，埃里克·斯普罗特(Eric Sprott)和罗伯特·弗里德兰德(Robert Friedland)等投资巨头都在白银等贵金属上也投入颇多。加拿大亿万富翁埃里克·斯普罗特对Vizsla Resources Corp、Orefinders Resources Inc.和Pure Gold Mining Inc.等生产白银的贵金属公司的总投资超过2500万加元(约合1896万美元)。斯普



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9. iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）

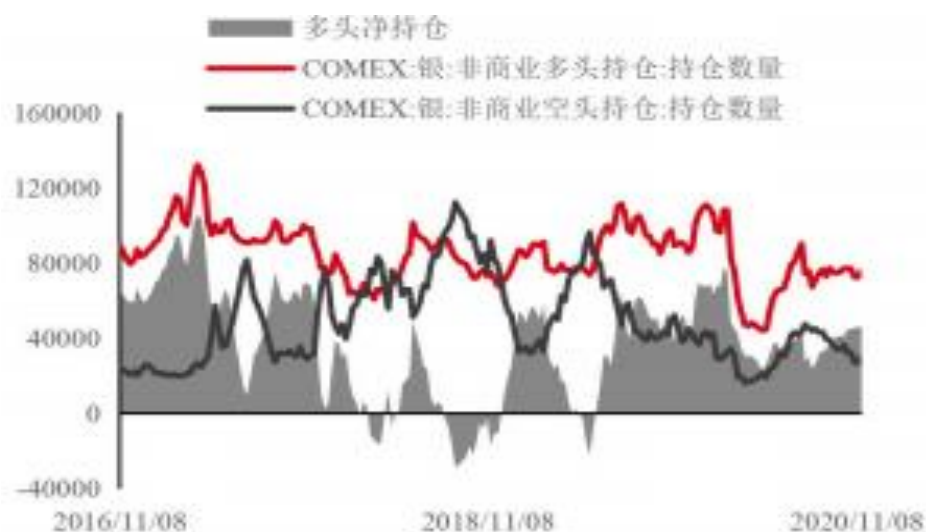


数据来源：民生期货、WIND

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。11 月份贵金属 ETF 持仓走势均下滑，整体多头氛围续降。截止至 11 月 27 日，SPDR Gold Trust 黄金 ETF 基金持仓量 1194.78 吨，距上月底降 62.89 吨（-0.5%），为连降两个月至 7 月 6 日以来新低，显示多头氛围下滑。同时 iShares Silver Trust 白银 ETF 持仓量为 16929.98 吨，较上月底降 481.71 吨（-0.03%），降至 7 月 21 日以来新低，亦显示多头氛围下滑。

美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截止 2020 年 11 月 27 日数据,黄金 CFTC 多头净持仓较此前期数据出现了 4.81% 的上涨至 251,270 张。而在白银方面,多头净持仓则是出现了 0.47% 的下降至 45,614 张。

图10. 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,一般相对于黄金偏弱,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。周期角度白银将其八年来的下降趋势扭转为上升趋势,该上升趋势可能也会持续八年左右的时间,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,或者依然按照三角形偏强考虑未来走势。



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，导致在一周反弹后涨势得到缓解，但日线的KDJ指标的表现为触底反弹形成震荡上涨，处于金叉状态，随机指标向上发散，MACD初步结成金叉，红色能量柱略微放量，布林带略微有收口，5日均线上穿10日均线成金叉向上给白银价格提供支撑，预计跌势初步算筑底，后市有望成为震荡走势。从4小时指标上来看：KDJ超买死叉、随机指标向下发散；MACD有结成死叉迹象，红色能量柱开始逐步缩减，5日均线下穿10日均线成死叉，布林带开始收口，指示涨势遇阻，接下来有望震荡下跌；建议可以设计短期空头走势，中长期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，技术上低点在沉降，预计在一个月的周期内将进行偏弱的盘整走势。

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

今年 11 月全球主要经济体的制造业 PMI 基本好于预期，表明经济复苏好于预期。期间美国经济复苏仍处缓慢修复阶段，美国总统大选不确定因素扰动落地，而疫苗乐观情绪大幅抵消海外疫情避险情绪，美国股市上扬，宏观氛围较好均使得贵金属多头氛围续降。不过值得关注的是，在美元指数重回弱勢的背景下，贵金属与美元指数呈现同跌态势，表明贵金属空头氛围上升，目前贵金属多头寄希望于美国新一轮经济刺激计划的推出，不过仍无明显进展。而代表贵金属投资氛围的 ETF 持仓均下滑至 7 月以来低位，展望 12 月，宏观方面依旧暂无大事件，整体氛围仍偏向乐观，且在商品市场及股市表现坚挺的压力下，预期贵金属仍将延续回调直至下方寻求支撑，但疫苗铺开仍



需较长时间，经济复苏任重道远，白银技术指标已经走稳，而且本身有金属属性，其重要下游应用——光伏受到拜登力挺，相比黄金下方支撑更强，建议短线跟风震荡下跌走势，也可以择机考虑中长期设置偏多的投资策略，运行区间沪银主力 2012 合约建议关注 4500-5300 元/千克，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；海外经济重启不及预期。

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：Z0011993

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。