

短期避险情绪刺激的涨势难持续，白银谨慎乐观

——后市白银展望

长安期货有限公司

2020年1月

短期避险情绪刺激的涨势难持续，后市白银谨慎乐观

近日受美伊冲突升级刺激，贵金属期价大幅拉升，COMEX 黄金价格突破 2019 年 9 月的高点 1566.2，白银价格相对弱势，离前期高位仍有距离，主要是因为白银避险属性不及黄金。后市来看，短期地缘政治风险刺激的涨势不可持续，全球经济衰退风险减弱及美股陷入系统性风险概率较小令白银上涨动力不足；美国相对宽松货币政策下美债收益率较为平稳，美元指数面临较大下行压力，为银价提供较强的支撑。商品属性上，当前处于供应收缩阶段，需求较为平稳，对银价有一定的支撑。

一、金融属性——避险需求仍存但动力不足

1、地缘政治风险不容忽视

当地时间 1 月 3 日，在伊拉克巴格达机场附近，美国“处决”伊朗伊斯兰革命卫队“圣城旅”指挥官卡西姆·苏莱曼尼，苏莱曼尼被称为伊朗的“三号人物”，此事引发全球市场巨震。作为回应，伊朗伊斯兰革命卫队对驻伊拉克美军阿萨德空军基地袭击，还敦促美国尽快从伊拉克撤军，否则伊朗将发动更多袭击，而科威特、巴林、沙特阿拉伯、约旦和以色列等美国的盟国也将处于伊朗的打击范围内。8 日上午伊朗外长扎里夫称，根据联合国宪章采取了成比例的自卫行动并且已经结束，不寻求事态升级或战争，但将捍卫自己的利益不受侵犯。

美伊冲突升级，带动避险情绪，原油及贵金属期价拉升。目前来看，美国和

伊朗之间爆发全面战争的可能性较小，2020年11月美国将迎来大选，对于志在连任的特朗普来说，发动战争并不是明智的选择；而对于伊朗而言，与美国直接开战在政治上也面临巨大风险。因此短期避险情绪带动的上涨行情难持续。

不过，地缘政治风险仍不容忽视。作为美伊斗法的战场和欧佩克第二大产油国，伊拉克目前石油日产量约为460万桶，日均出口量约400万桶，武装冲突将威胁石油生产和运输设施；伊朗若要威胁封锁霍尔木兹海峡，将导致全球约三分之一的海运原油供给中断，进而推升油价。原油是全球制造业的源头，其价格抬升将带来通胀压力，因此油价与贵金属价格存在一定的正相关性，除了避险情绪对白银价格的带动，从通胀压力层面来讲，油价的抬升也对白银价格有一定的提振。

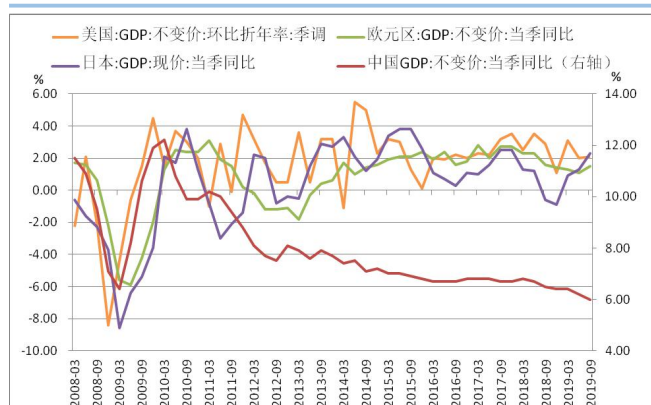
2、全球经济衰退风险减弱

2018年以来全球主要经济体经济增速有明显放缓，受周期性下滑及贸易壁垒的拖累，2019年三季度有止跌迹象，美国GDP环比折年率回升至2.1%，欧元区仍在2%以下徘徊，日本经济回升较快，而中国延续了下行之势，回落至6%。从经济的先行指标来看，2018年下半年开始，主要经济体制造业PMI进入下降通道，2019年四季度下滑速度放缓，尤其是中国11月和12月连续两月制造业PMI收于荣枯线上方。随着中美即将签署第一阶段贸易协议，经济下滑速度有望减缓，全球经济存在边际改善的可能，贵金属上行动力略显不足。

随着2018年全球经济衰退风险来临，越来越多的国家加入到降息行列，2019年8月美联储货币政策开始转向，分别在8月、9月和10月各降息25个基点，还通过购买国库券的形式向市场投放流动性，虽然12月暂停降息，但宽松货币

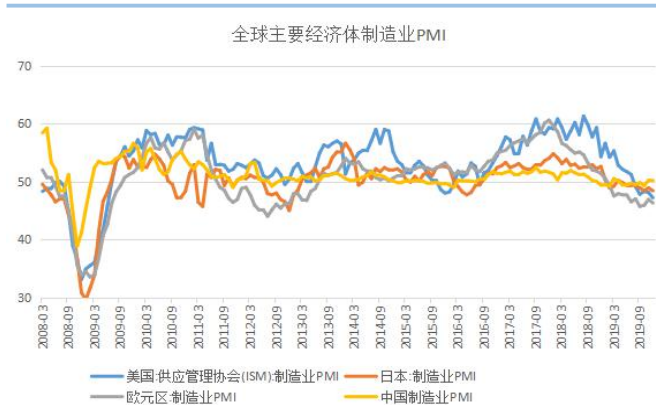
政策难终结，12月美联储会议纪要显示，美联储官员称“当前的货币政策立场可能会在一段时间内保持适当”，将利率保持在较低水平“可能有助于支撑经济”。欧元区自2008年金融危机以来一直实施的是宽松货币政策，在2019年9月货币政策会议上将隔夜存款利率由负0.4%至负0.5%，自11起重启每月200亿欧元的购债计划。2019年以来全球超过30个国家先后宣布降息，降息潮和负利率进入我们的视野，随着宽松货币政策的实施，全球经济有企稳迹象。

图 1：主要经济体经济增速



资料来源：WIND，长安期货

图 2：主要经济体制造业 PMI



资料来源：WIND，长安期货

3、美债收益率及美元指数承压

美债收益率可以看做是持有贵金属的机会成本，一般而言美债收益率上升，贵金属价格承压，而美债收益率下滑，贵金属价格会上行。2018年11月十年期美债收益率触顶回落，而3月期美债收益率在2019年5月也出现拐点，同时5月后长短期美债收益率持续倒挂近5个月，而这段时间刚好对应着白银价格的强势上涨。美债收益率的下行，本就为贵金属期价提供一定的带动作用，美债收益率的倒挂又暗示了经济衰退风险的加剧，双重利多带动下贵金属期价大幅拉升也就容易理解了。2019年10月中旬后，长短期美债收益率结束倒挂，也间接反映出经济的企稳，贵金属失去强动力。不过美债收益率依然徘徊在低位，且随着宽

松货币政策的持续，后期低位运行的概率较大，贵金属期价仍有支撑。

图 3：美债收益率结束倒挂，且低位震荡



资料来源：WIND，长安期货

一般意义上讲，贵金属价格与美元指数呈反向变动关系。不仅仅是国际贵金属市场以美元标价，还因为美元对贵金属有一定的替代作用，当美元强势时，投资者竞相追逐美元而放弃贵金属。后期，全球经济存在边际改善的可能，在宽松货币政策指引下，新兴市场国家处境转向乐观，美元有走弱的基础，对贵金属期价有较强支撑。

4、美股发生系统性风险概率不大

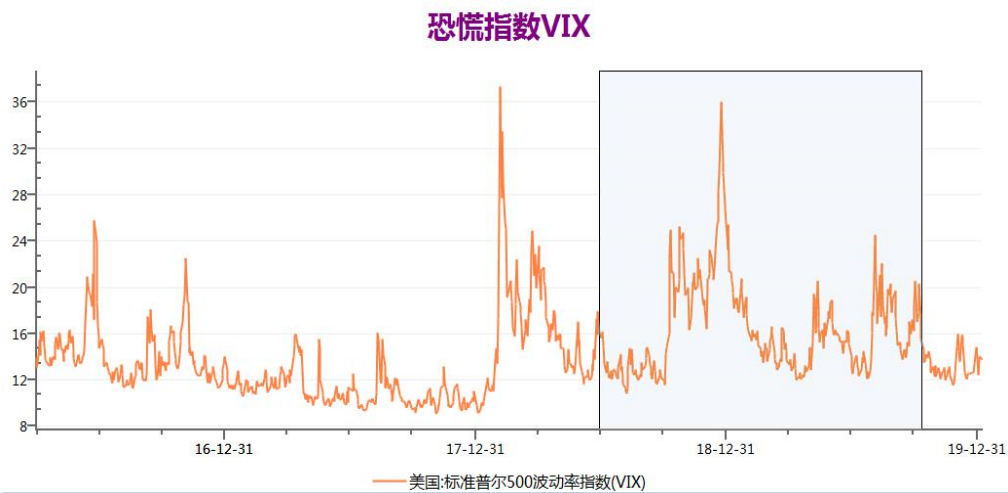
2018 年底我们判断在 2019 年贵金属将有“耀眼”表现，其中原因之一是美股波动性明显加强，事实也证明随着全球经济周期性衰退及中美贸易争端不断，美股在 2018 年至 2019 年前三季度陷入震荡调整期，标普 500 波动率（VIX）也屡创阶段性高点，对应着贵金属价格的抬升。2019 年 11 月以后，美股突破震荡区间，屡创新高，恐慌情绪有所消退，这一因素对贵金属价格的带动作用减弱。后期，在全球央行宽松货币政策带动下，企业的盈利水平或缓慢提升，且有年底前的美国大选，美股陷入危机的可能性并不大，从而贵金属上涨并没有很大的动

力。

图 4：美股不断创新高



图 5：恐慌指数处于中等水平上



二、商品属性——供需缺口下期价有支撑

1、全球白银供应收缩

图 6：全球白银供应短缺

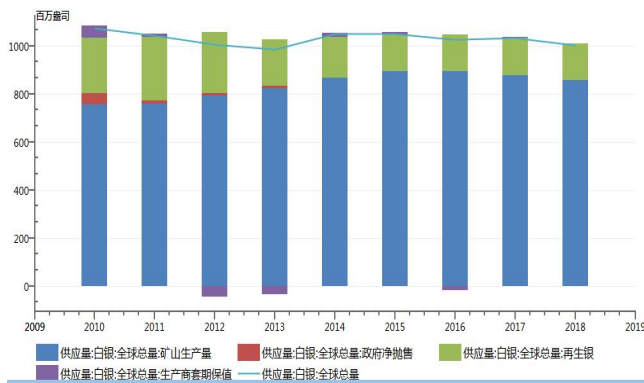
TABLE 1 - WORLD SILVER SUPPLY AND DEMAND										
(million ounces)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Supply										
Mine Production	717.3	753.0	758.3	791.7	823.3	867.8	893.7	893.4	876.9	855.7
Net Government Sales	15.6	44.2	12.0	7.4	7.9	-	-	-	-	-
Scrap	200.6	227.2	261.2	253.8	191.2	167.4	150.2	151.8	153.8	151.3
Net Hedging Supply	-17.4	50.4	12.2	-47.1	-34.8	16.8	7.8	-19.4	1.9	-2.8
Total Supply	916.1	1,074.8	1,043.8	1,005.8	987.6	1,052.0	1,051.8	1,025.8	1,032.6	1,004.3
Demand										
Jewelry	176.9	190.0	191.5	186.7	219.7	227.3	223.3	202.7	204.5	212.5
Coins & Bars	79.6	174.1	211.7	161.2	240.7	233.6	293.6	208.7	150.4	181.2
Silverware	53.2	51.9	47.5	43.8	59.3	61.2	63.2	52.4	57.6	61.1
Industrial Fabrication	528.2	633.8	653.0	600.1	604.6	596.3	582.6	566.4	585.8	578.6
...of which Electrical & Electronics	227.4	301.2	290.8	266.7	266.0	263.9	246.0	233.9	243.1	248.5
...of which Brazing Alloys & Solders	53.8	61.2	63.2	61.1	63.7	66.7	61.5	55.3	57.5	58
...of which Photography	76.4	67.5	61.2	54.2	50.5	48.5	46.1	44.7	40.9	39.3
...of which Photovoltaic*	-	-	67.4	64.4	54.8	53.9	64.5	74.9	88.9	80.5
...of which Ethylene Oxide	4.8	8.7	6.2	4.7	7.7	5.0	10.2	10.2	6.9	5.4
...of which Other Industrial*	165.8	195.2	164.2	148.9	162.0	158.5	154.4	147.3	148.4	146.9
Physical Demand	837.8	1,049.8	1,103.7	991.8	1,124.3	1,118.4	1,162.8	1,030.2	998.4	1,033.5
Physical Surplus/Deficit	78.3	25.0	-59.9	13.9	-136.6	-66.4	-111.0	-4.4	34.2	-29.2
ETP Inventory Build	156.9	129.5	-24.0	55.3	2.5	1.4	-17.8	49.8	2.4	-20.3
Exchange Inventory Build	-15.3	-7.4	12.2	62.2	8.8	-5.3	12.6	79.8	51.5	71.2
Net Balance	-63.3	-97.0	-48.0	-103.5	-147.9	-62.5	-105.8	-133.9	-19.7	-80.1
Silver Price, \$ per oz.	14.67	20.19	35.12	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71
*Photovoltaic demand included in "Other Industrial" prior to 2011										
© GFMS, Refinitiv / The Silver Institute										

资料来源：Silver Institute，长安期货

据世界白银协会（Silver Institute），2018年白银总供应1004.3百万盎司，实物白银需求量为1033.5百万盎司，实物白银供应缺口为29.2百万盎司。

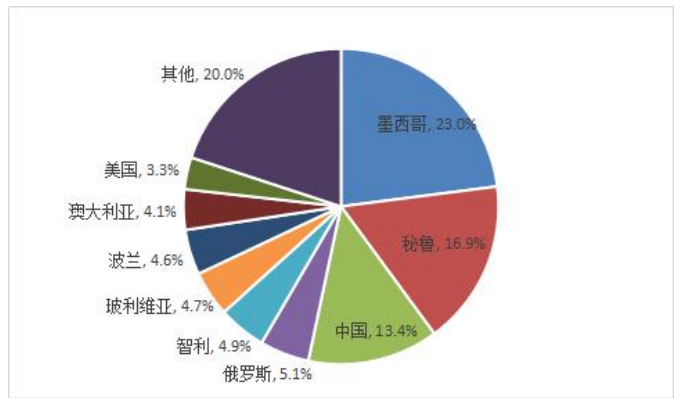
2011年以来白银供应量缓慢下降，截止2018年白银总供应量为1004.3百万盎司，其中矿山生产855.7百万盎司，占比85.2%；再生银量为151.3百万盎司，占比为15.1%。矿山银主要来自于墨西哥、秘鲁、中国、俄罗斯、智利等国家；墨西哥矿山银产量最多，占比约为23%，秘鲁占比约为16.9%，中国占比约为13.4%，三大主产国占比超过50%。2019年随着全球银矿矿石品位下降及矿山的减产，预计全球白银供应延续下滑之势。

图 7：白银供应量



资料来源：WIND，长安期货

图 8：2018 年分地区矿山银产量

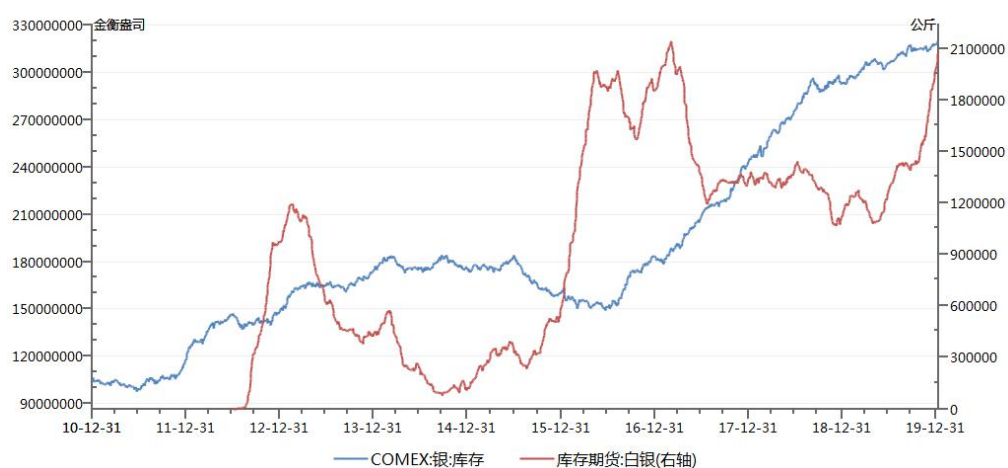


资料来源：Silver Institute，长安期货

2、库存水平偏高

2016 年来 COMEX 白银库存快速攀升，截止 2020 年 1 月 7 日上升至 319.73 百万盎司；上海期货交易所白银期货库存 2019 年以来也呈现快速增长之势，截止 2020 年 1 月 8 日升至 207.94 万公斤，接近近几年的高位。总体来看，库存水平偏高，相对于其他大宗商品来说，贵金属交割量偏低，对于期货盘面的行情影响较为有限。

图 9：白银库存处于高位

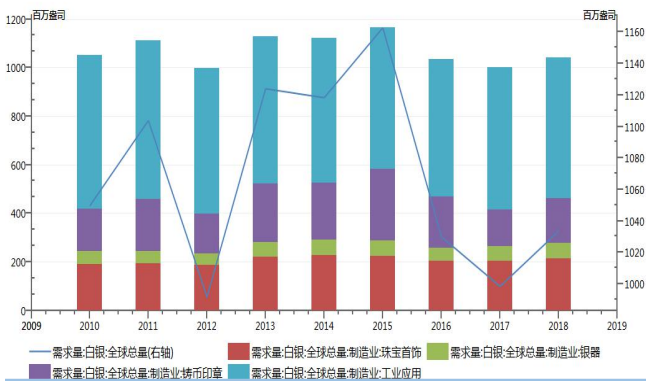


资料来源：WIND，长安期货

3、需求平稳

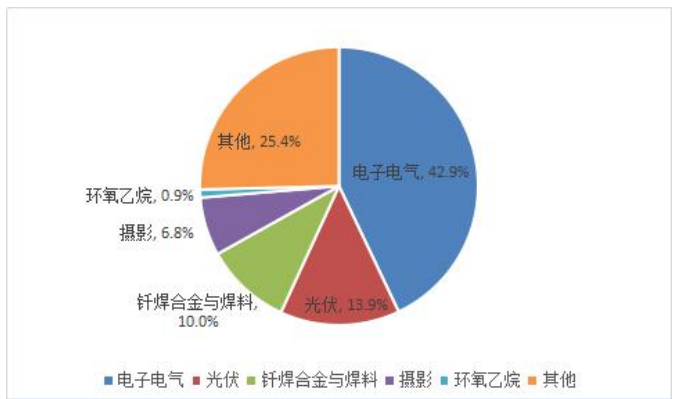
需求端来看，白银的需求主要体现在工业应用、珠宝、银币等，2018年白银总需求量1033.5百万盎司，其中工业需求为578.6百万盎司，占比约为56%；珠宝需求为212.5百万盎司，占比为20.56%。在工业需求中，电子电气占比最大，达到42.9%，其次是光伏，占比为13.9%。

图 10：白银需求量



资料来源：WIND，长安期货

图 11：工业需求分项



资料来源：Silver Institute，长安期货

白银在电子电气的使用中主要充当厚膜浆料，在3C领域被广泛使用。2010年来电子电气用银量缓慢下降，2017和2018年又缓慢回升，中国、美国和日本是电子电气用银量最大的国家，2019年我国集成电路产量明显增长，但新能源汽车由于补贴滑坡而表现疲软，整体需求偏稳定。

图 12：白银在电子电气领域的用量



资料来源：Silver Institute，长安期货

图 13：分地区电子电气用银量

SILVER FABRICATION: ELECTRICAL AND ELECTRONICS (INCLUDING THE USE OF SCRAP)										
(million ounces)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
China	55.4	66.2	69.1	69.5	75.3	77.8	69.9	59.0	63.3	64.6
United States	53.4	74.6	67.0	56.1	53.1	54.3	54.3	55.3	55.8	59.0
Japan	28.2	51.1	46.2	38.4	38.3	33.6	30.4	29.5	32.1	33.3
Germany	15.7	21.3	20.3	17.2	17.0	16.7	16.7	17.2	18.5	19.5
India	16.1	17.1	17.2	17.6	15.1	16.1	14.5	14.6	14.0	14.5
Taiwan	9.9	12.1	12.7	11.3	11.8	12.3	11.7	12.0	12.6	12.9
Russia	10.3	11.3	10.9	10.7	10.9	10.1	9.2	8.6	8.7	8.9
South Korea	12.5	16.1	16.0	15.5	14.6	13.3	9.1	8.0	8.2	8.0
France	5.7	6.9	6.1	5.3	5.3	5.1	5.2	5.1	5.2	5.3
Mexico	2.2	3.8	5.0	5.7	5.7	5.8	6.9	6.9	6.8	5.0
United Kingdom	3.4	3.9	4.0	3.9	3.9	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2
Italy	3.4	3.9	3.3	2.8	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	2.3
Czech Republic	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
Brazil	1.2	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
Hong Kong	2.7	3.1	3.1	3.0	2.8	2.3	2.1	1.8	1.6	1.0
Turkey	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Kazakhstan	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Uzbekistan	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Singapore	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
Other Countries	4.0	3.3	3.8	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6
World Total	227.4	301.2	290.8	266.7	266.0	263.9	246.0	233.9	243.1	248.5

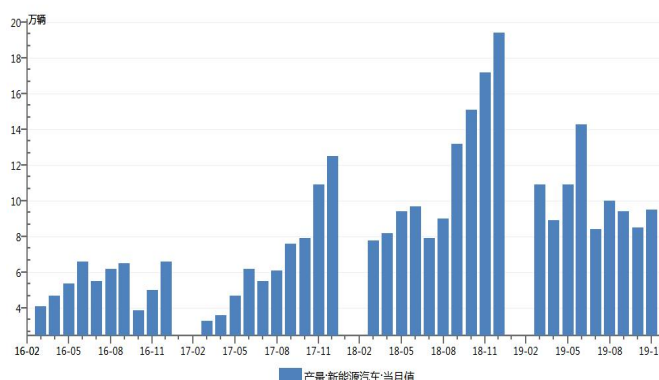
资料来源：Silver Institute，长安期货

图 14：中国集成电路产量



资料来源：WIND，长安期货

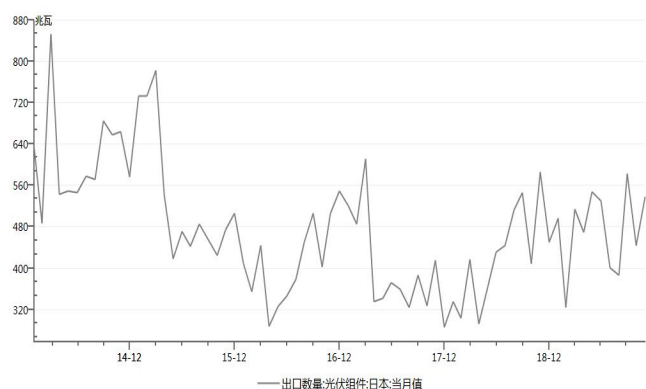
图 15：中国新能源汽车产量



资料来源：WIND，长安期货

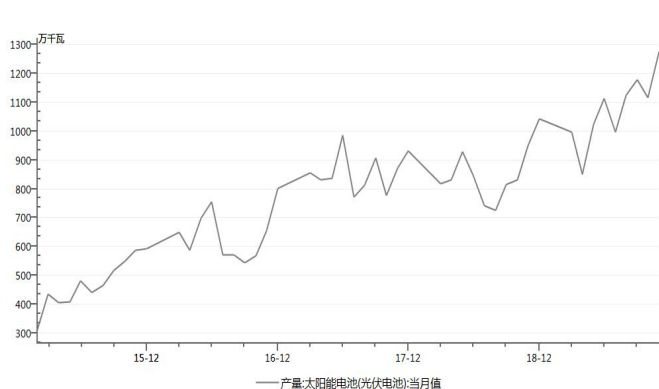
日本在光伏用银量占比超 50%，然而 2018 年同比下滑 17.55% 至 43.7 百万盎司。2019 年前 11 个月日本光伏组件出口量缓慢提升，因此相对于 2018 年用银量会有小幅增加。光伏用银量第二大国美国，在 2018 年用银量也小幅回落，而中国作为“后起之秀”，近两年光伏电池产量快速提升，截止 2019 年 11 月光伏电池产量达到 1275.9 万千瓦。整体来看，光伏需求前景良好，对于白银的使用量也将稳步提升。

图 16：日本光伏组件出口量



资料来源：WIND，长安期货

图 17：中国光伏电池产量



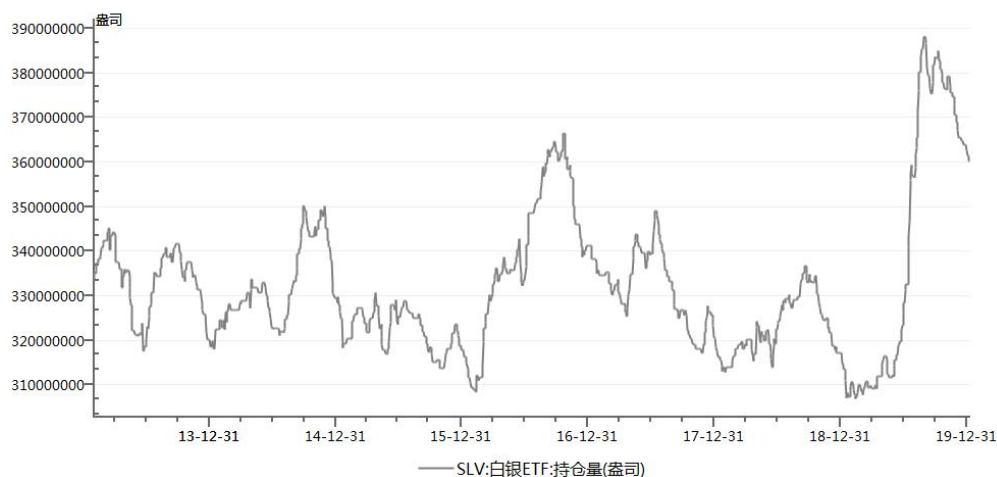
资料来源：WIND，长安期货

4、白银 ETF 持仓量下滑

2019 年下半年伴随着贵金属期价的大幅走高，白银 ETF 持仓量也快速拉升，

达到近几年的高位，随后全球经济衰退风险减弱且美股波动性下滑，白银 ETF 持仓量也出现快速回落，暗示资金层面上对于白银价格继续走升的怀疑。

图 18：白银 ETF 持仓量快速下降



资料来源：WIND，长安期货

三、短期白银不宜追涨，而且后期涨幅料将有限

综上所述，我们认为短期美伊冲突升级引发的贵金属价格快速拉升的行情难以持续。后期金融属性对银价的影响仍占据主导地位，银价跟随金价波动，鉴于金银比仍处于高位，存在调整的可能（后期银价涨幅或超过金价涨幅，或银价跌幅小于金价跌幅）。具体从金融属性来看，全球经济衰退风险减弱以及美股发生系统性风险的概率较低，使得贵金属上涨动力略显不足，但美债收益率及美元指数承压，仍对贵金属期价有一定的支撑。从商品属性来看，当前仍处于供不应求阶段，矿产银产出收缩，中国光伏需求前景良好，对于银价也有较强支撑。因此，短期白银不宜追涨，而且后期涨幅料将有限。

风险因素主要体现在：美伊冲突持续升温进而中东局势混乱，美股波动率上升，全球经济失速下行。

免责声明

此报告中版权属长安期货有限公司。未经长安期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为长安期货有限公司的商标、服务标记及标记。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用。

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。长安期货力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证。此报告并不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，长安期货有限公司不就报告中的内容或对最终操作建议做出任何担保，投资者若依据本报告做出的投资决策及结果由其本人承担，长安期货有限公司及本报告作者不就投资者的投资决策或是结果承担任何责任。

投资者对于本报告中的投资建议需要做独立审慎的判断，期市有风险，投资需谨慎。

长安期货各分支机构

公司总部

地 址：西安市浐灞生态区浐灞大道 1 号浐灞商务中心二期四层
电 话：029-83597668
传 真：0535-6957657

江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话：0519-85185598
传 真：0519-85185598

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206088 029-87206178
传 真：029-87206165

汉中营业部

地 址：汉中市汉台区东一环路北段康桥枫景一期三层
电 话：0916-2520085
传 真：0916-2520095

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206171
传 真：029-87206163

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206172
传 真：029-87206165

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206176
传 真：029-87206176

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话：0535-6957657
传 真：0535-6957657

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话：0592-2231963
传 真：0592-2231963

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期货大厦 1302 室
电 话：0371-86676963
传 真：0371-86676962

西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180 号长和国际 E 座 1501 室
电 话：029-87323533 029-87323539
传 真：029-87323539

宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大酒店 21 层
电 话：0917-3536626
传 真：0917-3535371

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座 1605
电 话：021-60146928
传 真：021-60146926

金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87380130
传 真：029-87206165