



白银价格驱动因素解析（二）

联系人 李婷
电子邮箱 li.t@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点：

- 白银的需求中，工业需求和消费需求保持相对稳定，剩下的投资需求变动较大，因而决定白银总需求变化的因素以投资需求为主。
- 从金融属性来看，在全球经济前景不佳、越来越多的国家降息并进入负利率的背景下，作为零息资产的贵金属必然是资产配置中的优先选择。我们继续坚定看好黄金和白银价格的中长期走势。
- 从白银的投资需求来看，以ETF持仓来观察，目前白银ETF仍在逐渐增长。从CFTC的持仓来看，白银的非商业性净持仓数据相对于黄金的更加健康。目前金银比价处于高位，白银的交易非常活跃，我们预计弹性更大的白银接下来将呈现更强的走势。

在《专题报告 20190927:白银价格驱动因素解析（一）》中，我们对白银的供需结构、消费和库存进行了分析，得出的观点是：长期积累的大量库存导致白银工业属性定价失效。白银的价格重心跟随黄金而波动，金融属性决定白银价格变化趋势。银价弹性大于金价的原因是白银的市场较小，更容易受到资金的影响。

白银的需求中，工业需求和消费需求保持相对稳定，剩下的投资需求变动较大，因而决定白银总需求变化的因素以投资需求为主。主本次报告，我们将对白银的投资需求做分析。

一、白银的投资需求分析

1、白银铸币印章需求

白银的投资需求较难衡量。根据世界白银协会分类，从需求端来看，白银的需求分为工业需求、珠宝首饰等消费需求、和投资需求。需求中的工业需求占据一半以上，其中电子电力行业、光伏行业、焊合金行业占比相对较大；消费需求包括珠宝、银器等等；而投资需求主要是铸币印章需求等。

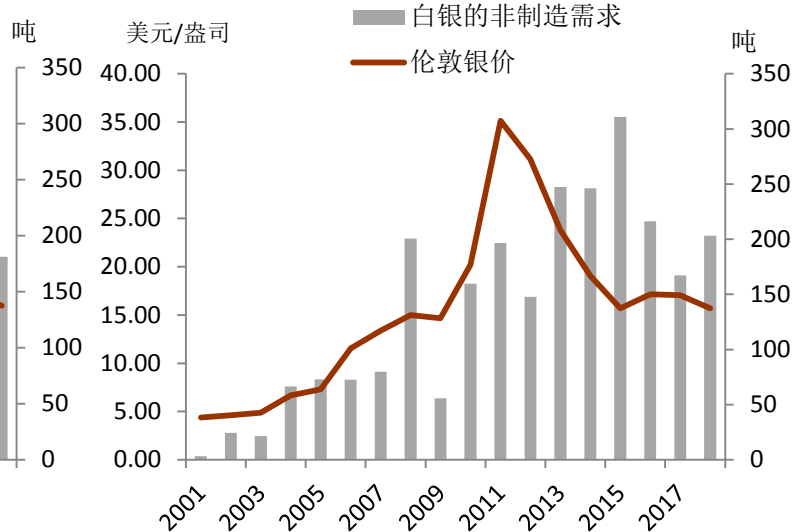
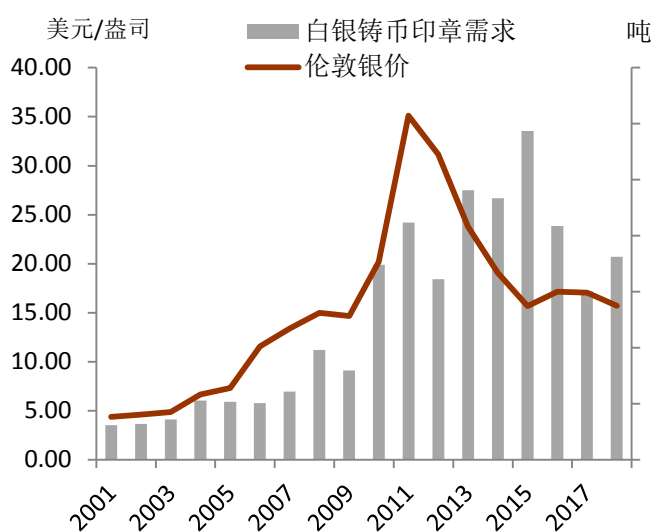
我们以白银的铸币印章需求（主要包括银条、银币）作为白银的投资需求来分析其与银价走势。从近 20 年的年度数据来看，白银的铸币印章需求与银价有一定的相关性。

我们又换个口径，观察白银非制造业需求与银价的走势。其中，白银的非制造业需求以白银的总需求扣除白银的制造业需求（包括工业需求、感光需求、银器）来代表。发现自从 2010 年以来，白银的非制造业需求与白银的铸币印章需求数量非常接近。而 2010 年以前的数据差异较大，可能是受到市场参与者囤积实物、生产商对冲的影响。

从两个不同的角度来看，白银的铸币印章需求波动较大，与银价有一定的正相关性。

图表 1 白银的铸币印章需求与银价走势

图表 2 白银非制造业需求与银价走势



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

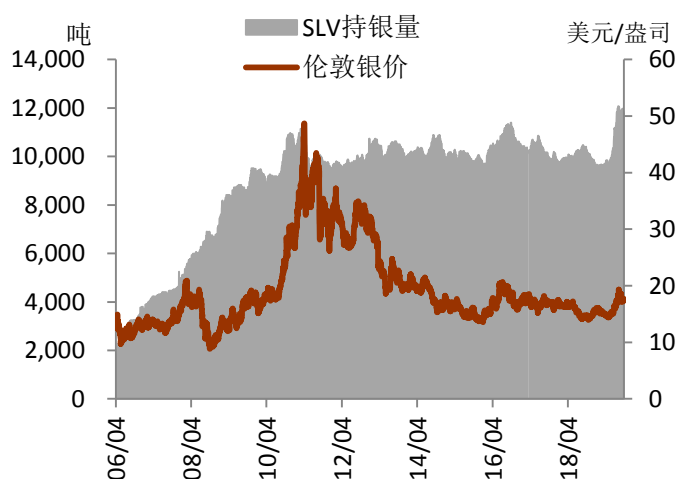
2、白银的 ETF 投资需求

白银 ETF 是由大型白银生产商向基金公司寄售实物白银，随后由基金公司以此实物白银为依托，在交易所内公开发行基金份额，销售给各类投资者，商业银行分别担任基金托管行和实物保管行，投资者在基金存续期间内可以自由赎回的信托投资基金。全球最大白银 ETF--iSharesSilver Trust 于 2006 年 4 月 28 日上市，目前持有白银 11752 吨。而目前全球的所有的白银 ETF（包含 SLV+PHAG+PSLV+CEF+SLVR+ETPMAG）共持有白银 19548 吨。

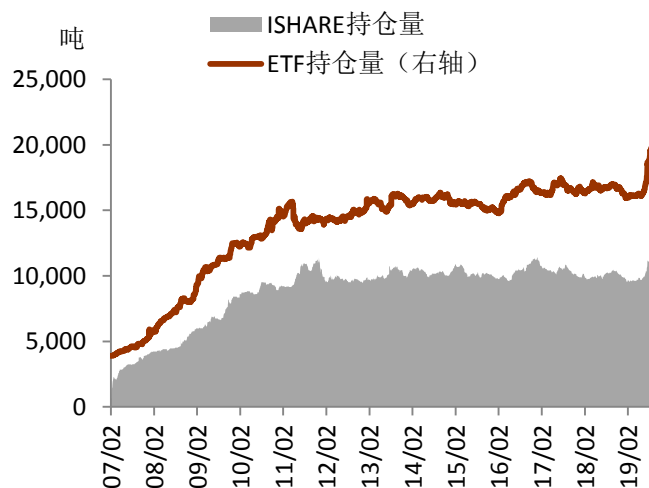
我们采用白银 ETF 持仓来观察投资需求和市场热度。我们可以看到，全球的机构 ETF 持仓变化和白银价格的变化，两者具有一定的趋同性。从历史上看，白银 ETF 持仓变化往往滞后于白银价格变化 3 个月左右，一般都是白银价格出现上涨后，市场的投资热情才慢慢启动，随后白银的投资需求被拉升。白银价格下跌也是领先于白银 ETF 持仓的变化。

今年白银价格和白银 ETF 的上涨也符合这个规律。白银价格在 2019 年 5 月即见底，而白银 ETF 在 2019 年 7 月份才开始明显增仓。这是由于白银 ETF 的投资者以个人投资者为主，其行为模式是市场的跟随者。

图表 3 全球最大的白银 ETF 与银价走势



图表 4 全球最大的白银 ETF 与全球总持仓量的变化

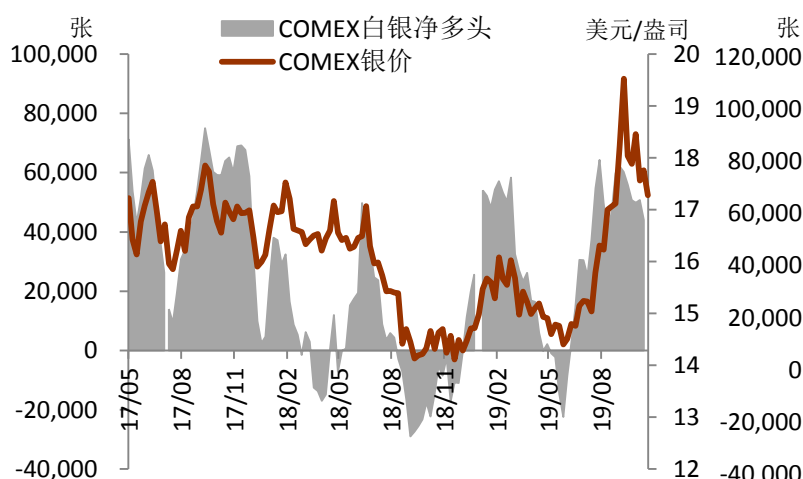


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

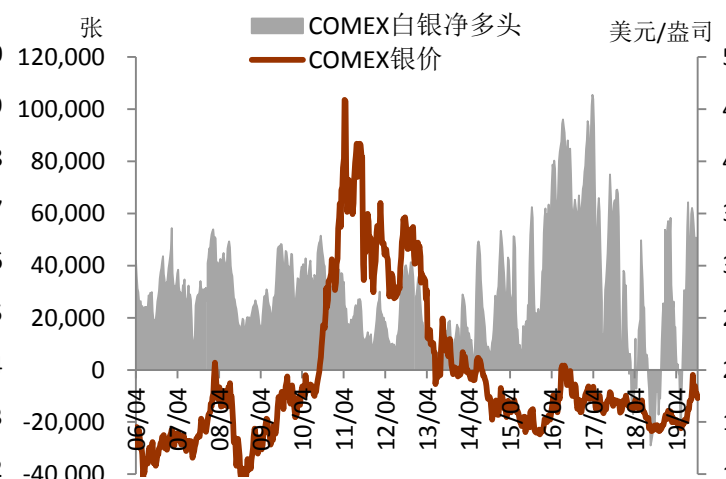
3、白银的投机需求

COMEX 是全球最大的白银衍生品交易市场。我们以 CFTC 公布的 COMEX 白银期货的非商业性持仓数据来观察白银的投机需求的变化。可见，COMEX 白银期货的非商业性净多头寸（多头寸-空单头寸）与白银价格走势也存在明显的一直性。而且 COMEX 白银期货的非商业性净多头寸领先于白银价格的变化。我们可以把 COMEX 白银期货的非商业性净多头寸的变化看作是白银期货近期价格走势的引领指标。

图表 5 COMEX 白银的非商业性净多头与银价走势



图表 6 COMEX 白银的非商业性净多头与银价走势



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

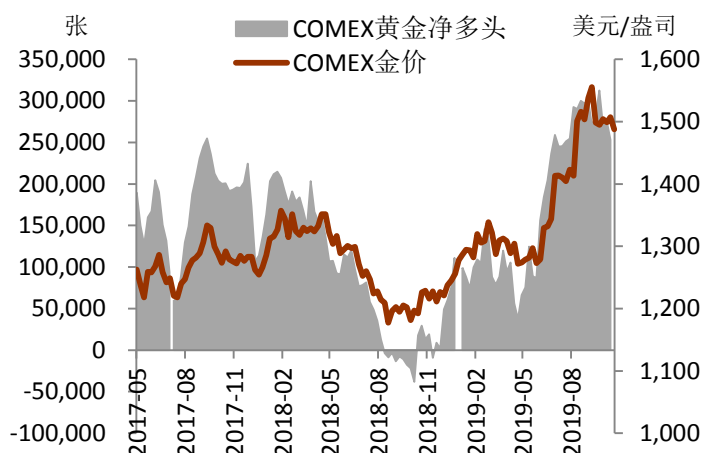
二、白银价格走势展望

从以上分析可以得出，金融属性决定白银的价格走势，而白银的投资需求变化影响银价的波动。

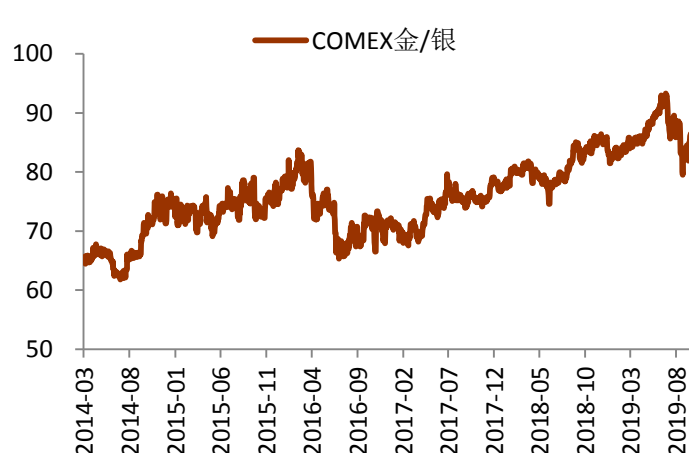
从金融属性来看，贸易摩擦对全球经济的负面影响持续显现，全球货币政策继续处于降息潮过程中。在全球经济前景不佳、越来越多的国家降息并进入负利率的背景下，作为零息资产的贵金属必然是资产配置中的优先选择。我们继续坚定看好黄金和白银价格的中长期走势。

从白银的投资需求来看，以 ETF 持仓来观察，目前白银 ETF 仍在逐渐增长。从 CFTC 的持仓来看，白银的非商业性净持仓数据相对于黄金的更加健康。目前金银比价处于高位，白银的交易非常活跃，我们预计弹性更大的白银接下来将呈现更强的走势。

图表 7 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 8 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。