



白银价格驱动因素解析（一）

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

主要观点：

- 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：1、白银的市场较小，更容易受到资金的影响。
2、白银的投资需求弹性大。

今年贵金属的价格走势波澜壮阔。前期一直疲软的白银作为后起之秀，直到7月才开始发动进攻，涨势之凶猛令人惊叹。驱动白银价格走势的重要因素是什么？为什么白银价格的弹性会大于黄金？在此，我们对白银的供需结构和影响因素进行梳理，试图找出其中的原因。

一、白银的供需结构分析

白银与黄金同属于贵金属，历史上也曾长期作为货币流通，它们兼具金融属性和工业属性。自布雷顿森林体系解体后，不再将白银作为官方储备货币，随着各国央行出售白银，白银逐步退出货币属性的历史舞台，因此白银的工业属性较明显强于黄金。

白银的供应分为矿产银和再生银两部分，其中，矿产银更多是铜、铅、锌、金的伴生矿。再生银则是指从珠宝首饰、电子元件、相纸、硬币等物品中回收的金属银。其他供应则主要是美国财政部造币量、销售量及其他的政府抛售量。2013年以后，政府沽售逐渐退出。

根据世界白银协会数据，2018年全球白银总供应10.04亿盎司（折合28463吨），其中矿山银8.57亿盎司，占比85%，再生银1.47亿盎司，占比15%。矿产银中，只有30%来自原生矿产银，其余均来自其他有色金属的伴生矿。

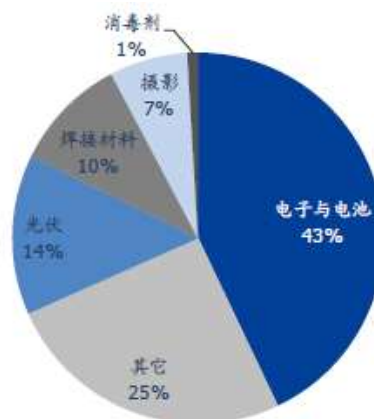
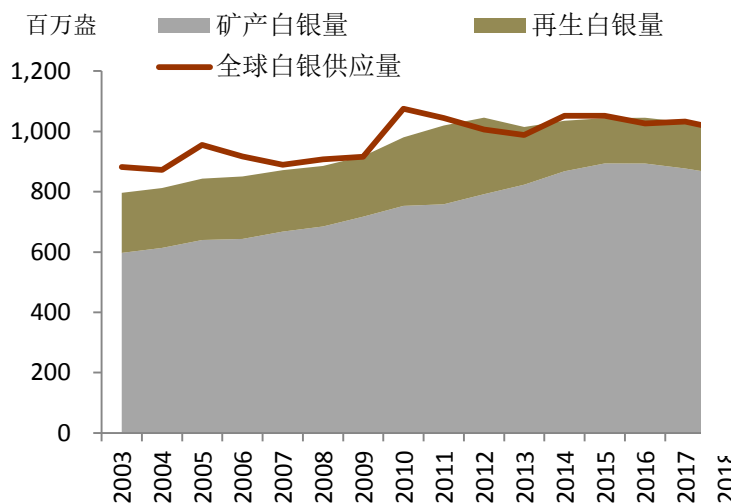
从需求端来看，白银的需求分为工业需求、珠宝首饰等消费需求、和投资需求。需求中的工业需求占据60%左右比重，其中电子电力行业、光伏行业、焊合金行业占比相对较大；消费需求包括珠宝、银器等等；而投资需求主要是铸币印章需求等。

全球白银需求中，工业应用需求占比最大为56%，其次为珠宝首饰21%、铸币印章17%、银器6%。白银的工业应用中，电子与电池占比最大为43%，其它用途主要包括光伏14%、焊接材料10%、摄影7%。白银的工业需求中，电子电力行业需求占比最大，光伏行业、焊合金行业次之，珠宝首饰需求近年保持相对稳定；具有投资属性的铸币印章需求波动较大。

根据世界白银协会的数据，全球银矿资源的消费需求一直稳中有升。2018年全球白银总需求为10.34亿盎司，较2017年的9.98亿盎司上升了约3.5%。其中，珠宝领域需求量2.13亿盎司，钱币奖章领域需求量1.81亿盎司，工业制造领域需求量最大，为5.79亿盎司。

图表 1 全球白银供应变化

图表 2 全球白银的工业需求结构



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

二、长期积累的大量库存导致白银工业属性定价失效

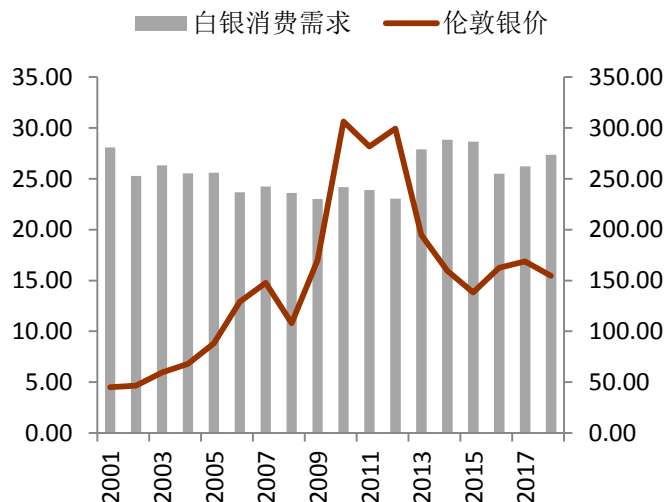
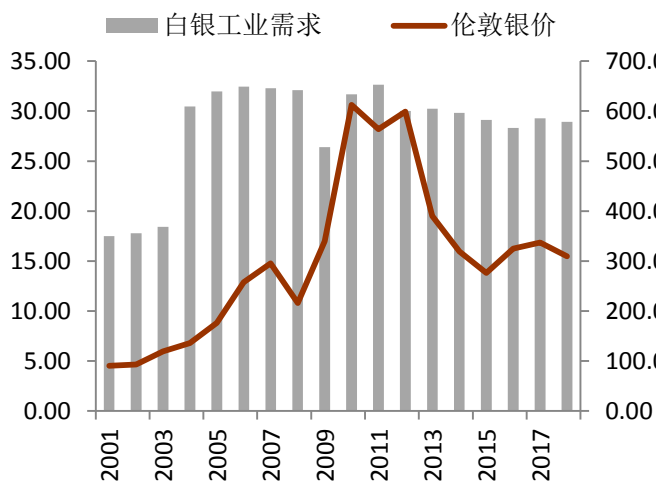
1、工业需求和消费需求稳定增长，与银价不关性

白银出色的导电性特征让其在高质量、高性能的电气触点中占有不可取代的地位，其在工业中主要应用于电子电力、银钎焊合金材料、摄影胶片以及光伏等。2000年后白银的胶片需求因数码普及而长期下降的趋势在2017年已经缓和，光伏和新能源汽车有望接棒成为白银需求长期增长的动能，但短期内效果还不明显。近几年来，白银的工业需求比较稳定。

白银的消费需求主要包括珠宝、银器等等。近几年白银的消费需求呈稳定增长。整体来看，白银的工业需求和消费需求与银价相关性都不明显。

图表 3 白银的工业需求与银价走势

图表 4 白银的消费需求与银价走势



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

2、库存的长期积累导致白银工业属性定价失效

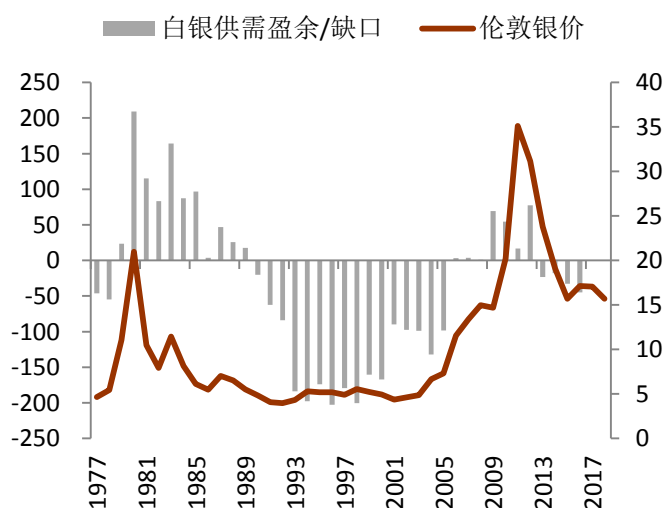
虽然白银的下游需求以工业为主，但在目前的价格体系之中，白银供需结构的变化并非银价的主导因素。从近 30 多年的白银的供需盈余/短缺的变化与白银的价格走势来看，白银的供需结果对价格并没有指引，甚至存在一定的负相关性。比如，从世界白银协会的数据来看，自从 2011 年开始，全球白银就处于供不应求的状态，但白银的价格却一直持续走低。这与其他工业金属有很大的不同。

究其原因，一般我们认为工业属性决定价格的假设是库存量与年度需求量的比值处于极低的水平。比如，铜、铅、锌等有色金属都是如此。而白银的需求中珠宝首饰和银币银条极易回收，都可以看做为长期隐形库存的一部分。由于长期的累积，白银的显性库存和隐形库存量远高于是每年供需。

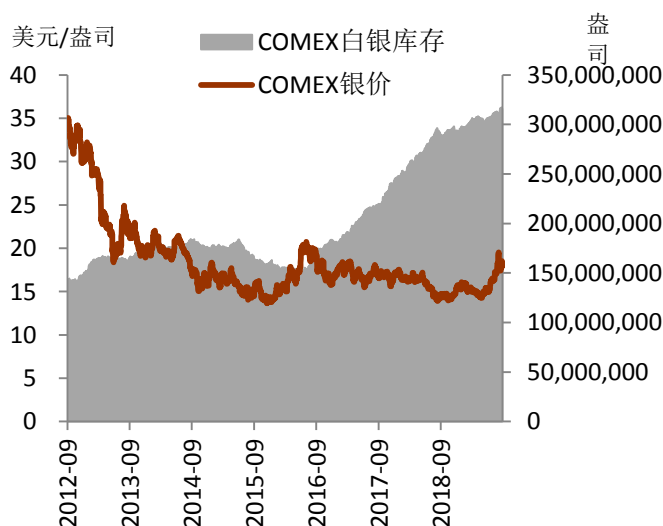
根据世界白银协会的统计，自 1990 年以来，每年白银隐形库存的增量都大幅高于再生银的产量。以 2017 年为例，全球白银隐形库存增量高达 418.6 百万盎司，占全年需求量的 41%，而再生银产量仅为 138.1 百万盎司。全球白银的显性库存持续增加，并创 20 多年新高。从数据来看，目前 COMEX 白银库存超过 3 亿盎司，占 2018 年全球需求量的 30% 以上。目前国内上海期货交易所和黄金交易所的白银已超过 4800 多吨，交易所库存不断创新高。特别是上海黄金交易所的白银库存持续大增，已达 3400 吨。

简单估算，可见白银的库存量几乎大于其全年的需求量，因此一般口径下的供需缺口，在以月和季度为尺度的范围内对银价的影响很小。因此，白银虽然工业需求占主导作用，但其供需的变化对价格几乎没有影响，这跟其他工业金属相比有着明显的不同。

图表 5 白银的供需状况与价格走势无关



图表 6 COMEX 白银库存变化



资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 7 上海期货交易所白银库存变化

图表 8 上海黄金交易所白银库存变化



资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

三、金融属性决定白银价格变化趋势

1、白银价格走势与黄金高度一致

同样作为贵金属，白银价格走势与黄金的价格走势具有高度一致性。白银和黄金同为贵金属，自然地兼具黄金的金融属性。从历史周期看，白银具有和黄金非常相似的价格趋势。统计结果显示，1970 年至今，白银价格与黄金价格的相关系数高达 0.91。因此，黄金上涨时期，白银大概率跟涨。

整体而言，白银的价格重心跟随黄金而波动。黄金的价格变化是由其金属属性决定的，因而金属属性也决定白银价格变化的方向。

图表 9 1970 年以来，伦敦黄金和白银的价格走势



资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

2、为何银价弹性大于金价？

金银价格的走势非常相似，但历史数据显示白银价格波动幅度明显大于黄金。我们认为主要有以下几个原因：

- 1、 白银的市场较小，更容易受到资金的影响。按照当前全球白银 10 亿盎司左右的供需量，按照 2018 年度均价 15.7 美元盎司，对应 1000 亿元的市场。而黄金 2018 年度 4671 吨的产量对应约 12.6 万亿的市场空间，按照 2018 年度均价 270 元克市场较大。白银较小的市场容易受到资金的影响。
- 2、 白银的投资需求弹性大。白银的投资需求除了传统的铸币印章之外，还包括近几年快速增长的白银 ETF 等。从 ETF 持仓数据来看，全球最大的白银 ETF-iShares 从 2006 年开始成立至今持有 11875 吨白银，占据 2018 白银供给 10.04 亿盎司的 42%。而全球最大的黄金 ETF-SPDR 从 2004 年成立至今持有 925 吨黄金，为 2018 年全球黄金供应量 4671 吨的 20%。较高占比的 ETF 持仓表明白银投资需求弹性大。

我们认为，投资需求的变化是影响银价波动重要因素，这将在后期的专题报告中做详细的解析。

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

深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号期货
大厦 2506B
电话：0411-84803386



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
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。