

专题报告

白银的近期表现与后市展望

主要观点：

白银呈现出一段较大行情。自1月28号美股的散户“逼空”风波蔓延到白银市场后，短短数个交易日，白银呈现出一段较大行情。白银价格一度超过30美元/盎司，创2013年来最高点。白银期货、期权成交量大幅飙升。白银ETF持续大幅净流入，意味着更高的市场认可度与关注度，也可能预示着未来较好的表现。

我们认为白银当时的巨大涨幅一定程度上脱离了其自身基本面，并且难以持续。判断理由如下：

金银比价处于阶段性低点。在黄金没有启动上涨前，处于阶段性低点的金银比价约束着白银的进一步上涨，并且很有可能通过白银的下跌来拉动金银比价反弹。

美元指数短期反弹。美元指数相较于年初最低点的89.4上涨了约1.9%，而在2月1日白银单日涨幅最大的时候，更是录得0.5%的涨幅。美元指数的短期反弹明显不利于白银的上涨。

散户威力难以持续。长期处于净多头席位的白银缺乏逼空的现实基础，白银市场所具备的体量和流动性也使得散户们“逼空”的难度大大增加。此外，白银的异常大幅波动可能会引发交易所的直接干预。

本次白银的异常大幅上涨，在我们看来可能更多的是散户们大量投机资金带动引发的。但我们仍相对看好白银在2021年上半年的表现，判断理由如下：

通胀下白银表现更强。在通胀抬头是大概率事件的背景下，贵金属中白银因其特有的工业属性往往表现出更大的上涨斜率与幅度。

新能源光伏需求是确定巨大增量。从供需层面分析，白银的供应增速相对有限，而需求却有较明朗的前景。除了随全球经济复苏而恢复的白银传统工业需求外，新能源中的光伏用银需求是白银的确定巨大增量。

风险提示：国内政策收紧，中美关系恶化

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3号

宏观研究团队

研究员：

闫海东

yanhaidong@cloudfutures.cn

从业资格号：F3061042

投资咨询号：Z0014403

联系人：

郭修远

guoxiuyuan@cloudfutures.cn

从业资格号：F3078100

正文目录

一、白银短期表现.....	3
1.1 白银价格创阶段性新高.....	3
1.2 白银市场交易量疯狂飙升.....	3
1.3 白银 ETF 持续大幅净流入.....	4
二、白银当前走势判断.....	5
2.1 金银比价处于阶段性低点.....	5
2.2 美元指数短期反弹.....	5
2.3 散户威力难以持续.....	6
三、白银后市展望.....	6
3.1 通胀下白银表现更强.....	7
3.2 新能源光伏需求是确定巨大增量.....	7

图表目录

图表 1: 各市场白银价格走势 (美元/盎司, 元/千克).....	3
图表 2: COMEX 白银期货成交量 (手).....	4
图表 3: COMEX 白银期权成交量 (张).....	4
图表 4: SLV 白银 ETF 持仓量.....	4
图表 5: 金银比价处于阶段性低点.....	5
图表 6: 美元指数短期反弹.....	6
图表 7: 通胀下白银表现更强 (美元/盎司).....	7
图表 8: 全球及国内光伏安装量及同比增速 (GW).....	8
图表 9: 全球主要国家光伏渗透率.....	8

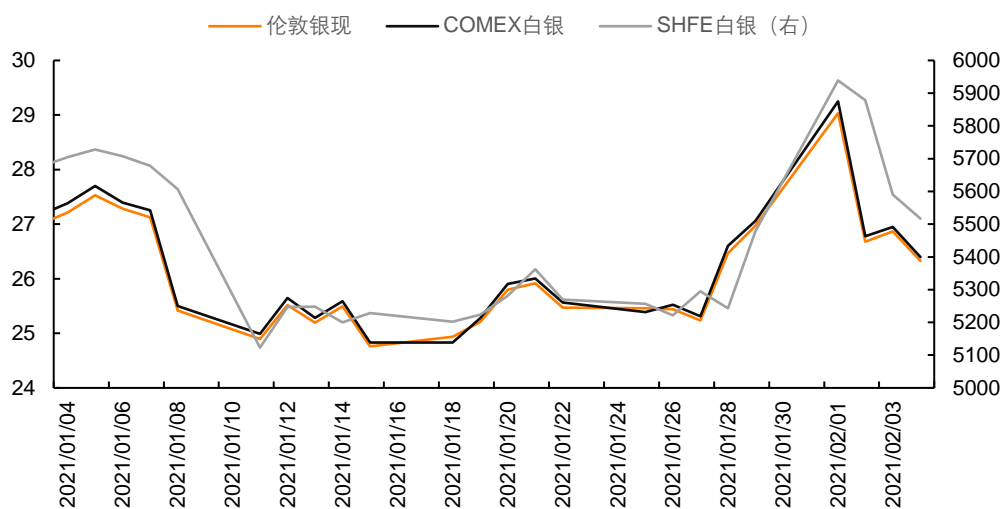
一、白银短期表现

自1月28号美股的散户“逼空”风波蔓延到白银市场后，短短数个交易日，白银呈现出一段较大行情。下面我们通过几个角度具体看一看白银市场发生的变化。

1.1 白银价格创阶段性新高

以伦敦白银现货为例，自1月28日至2月1日，短短三个交易日，涨幅约15%，2月1日日内最高点更是超过30美元/盎司，创2013年以来最高点。

图表1：各市场白银价格走势（美元/盎司，元/千克）

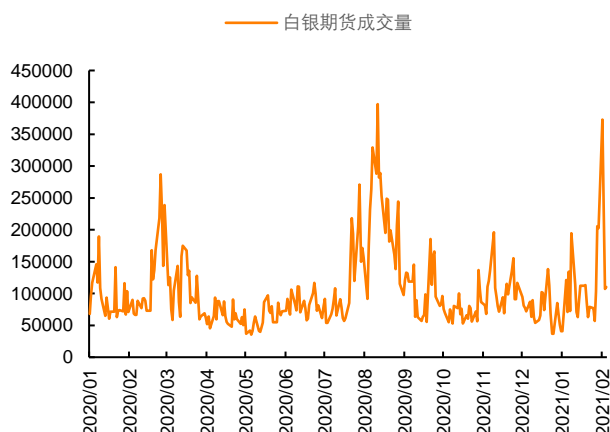


资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

1.2 白银市场交易量疯狂飙升

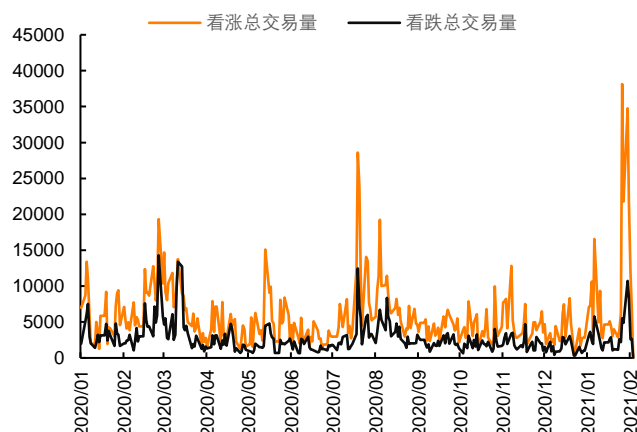
在价格剧烈波动的背后，是白银交易的疯狂飙升：COMEX 白银期货交易量创 2020 年 8 月以来最高水平；期权成交量是 2020 年平均水平的近 4 倍。

图表 2: COMEX 白银期货成交量 (手)



资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 3: COMEX 白银期权成交量 (张)

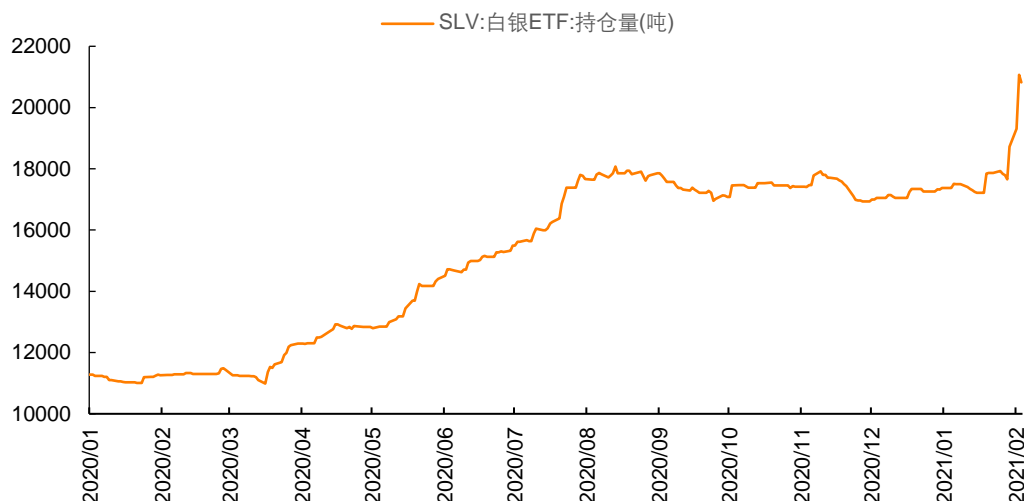


资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

1.3 白银 ETF 持续大幅净流入

全球最大追踪白银的 ETF——贝莱德旗下 iShares Silver Trust 持仓量快速突破去年 8 月以来 17000-18000 吨的整理区间, 于 2 月 2 日创下历史新高 21068 吨。值得一提的是, 在 2 月 2 日, 伦敦白银现货价格大幅回调超过 8% 的情况下, 仍然录得最大单日净流入 1766 吨。白银 ETF 的持续净流入意味着更高的市场认可度与关注度, 可能预示着未来较好的表现。

图表 4: SLV 白银 ETF 持仓量



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

二、白银当前走势判断

早在 2 月 1 日，白银录得阶段性新高 30 美元/盎司之前，我们就提出警示：我们认为白银当时的巨大涨幅一定程度上脱离了其自身基本面，并且难以持续。下文将从几个角度陈述我们的判断理由。

2.1 金银比价处于阶段性低点

本次白银波动与历史情形最大的差别在，相较于以往的“黄金推着白银走”，（即黄金由于通胀等原因先出现波动，然后白银由于其相较黄金特有的工业属性表现出更大的波动幅度），此次更多的表现出了“白银推着黄金走”的趋势（即在白银大幅上涨的情况下，黄金的表现依旧不温不火）。由此导致了金银比价的快速下降：一度达到 64，甚至低于 2016 年 8 月的阶段性低点。在黄金没有启动上涨前，处于阶段性低点的金银比价约束着白银的进一步上涨，并且很有可能通过白银的下跌来拉动金银比价反弹。而现实正如我们预期般发生。

图表 5：金银比价处于阶段性低点

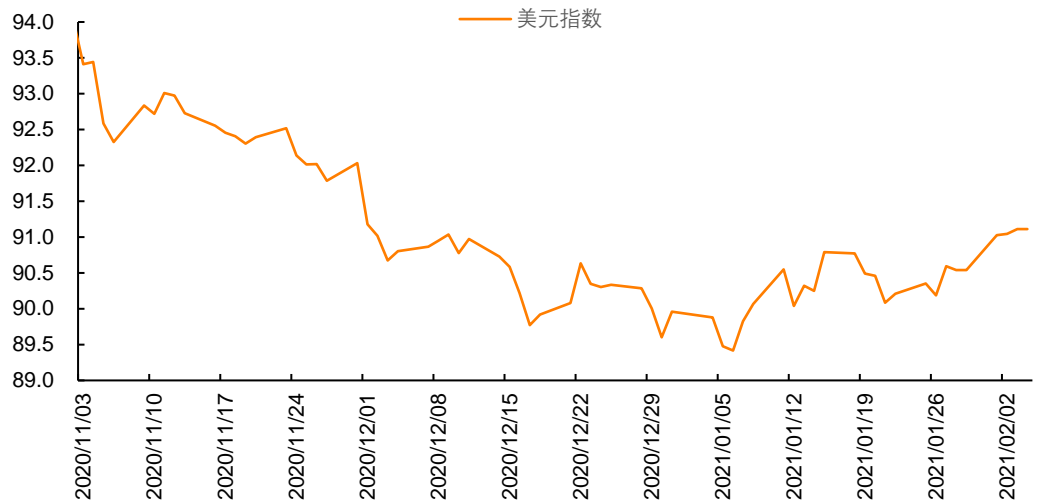


资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

2.2 美元指数短期反弹

美元指数相较于年初的最低点 89.4 上涨了约 1.9%。而在 2 月 1 日白银单日涨幅最大的时候，更是录得 0.5% 的涨幅。美元指数的短期反弹明显不利于白银的上涨。

图表 6: 美元指数短期反弹



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

2.3 散户威力难以持续

“散户逼空”浪潮随着 Reddit 论坛上的一封帖子席卷了白银市场, 点燃了白银市场的热情, 无数散户推动着白银大幅上涨。但是我们也应该注意到这些散户推动白银价格上涨的威力难以持续。

白银的市场规模、机构站位等因素成为银价继续“热炒”的最大阻力。自 2019 年中以来白银始终处于净多头席位, 说明不存在明显的“逼空”基础。更重要的是, 相较于 GME 等体量较小的个股, 价值 1.6 万亿美金的白银市场所具备的体量和流动性使得散户们“逼空”的难度大大增加。

此外, 像白银这种重要贵金属, 如果出现了价格异常上涨, 很可能会引得交易所关注。芝商所可能会被迫提高这种贵金属的保证金, 从而迫使一些投资者退出市场。果不其然, 芝商所于 2 月 1 日将 COMEX 白银期货的保证金上调 18%, 散户威力骤然下降。

三、白银后市展望

本次白银的异常大幅上涨, 在我们看来可能更多的是散户们大量投机资金推动引发的, 白银当前的基本面尚不足以支持如此大的涨幅。但我们维持在 2020 年年报中提出的判断,

即 2021 年上半年贵金属可能会有一段上涨行情，而具体节奏可能是金银齐涨，白银涨势更加凶猛。

3.1 通胀下白银表现更强

正如我们在 2020 年年报中判断的一样，2021 年上半年，随着全球范围内疫苗的接种，全球经济逐渐修复，通胀抬头是大概率事件。而在通胀凸显的阶段，黄金的价格会上涨，白银因其相较黄金特有的工业属性往往表现出更大的上涨斜率与幅度。

图表 7：通胀下白银表现更强（美元/盎司）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

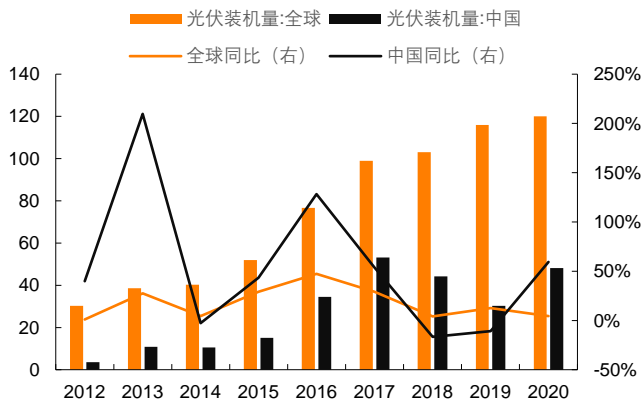
3.2 新能源光伏需求是确定巨大增量

从供需层面分析白银，我们可以看到白银的供应增速相对有限，在银价没有大幅提升之前难以出现大规模增产，而白银的需求却有非常积极的前景。除了随全球经济复苏而恢复的传统白银工业需求外，新能源中的光伏用银需求是白银的确定巨大增量。

随着“碳中和”目标的逐步提出与践行，作为实现“碳中和”的一大重要途径，光伏发电具有广泛认可的发展前景。中国光伏行业协会表示，2020 年国内新增装机规模同比增幅达到 60%，预计 2021 年全球光伏市场规模将加速扩大，总计新增装机达到 150 到 170 吉瓦，海外规模会创新高。

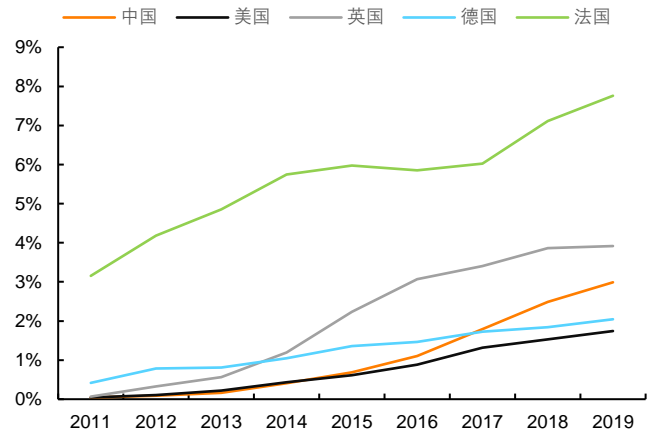
由此可知，光伏用银必然是白银需求的确定巨大增量。

图表 8: 全球及国内光伏安装量及同比增速 (GW)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 9: 全球主要国家光伏渗透率



资料来源: Wind IRENA 云财富期货投资咨询部

综和通胀与供需的角度来看, 我们相对看好白银在接下来尤其是 2021 年上半年的表现。

法律声明

■本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富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、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区杨高南路 729 号 2102B 室

伊犁营业部

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区福田街道福安社区益田路 4068 号卓越时代广场 3904、3905 室