

白银期货半年报 Silver Future Semi Annual Report

美联储逐步收紧货币 白银价格阶梯式下行

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

作者：有色贵金属组 曾俊晖

执业编号：F3084384(从业) Z0016341(投资咨询)

作者：有色贵金属组 刘崇娜

执业编号：F3038931(从业) Z0014864(投资咨询)

作者：有色贵金属组 王骏

执业编号：F0243443(从业) Z0002612(投资咨询)

作者：有色贵金属组 史家亮

执业编号：F3057750(从业) Z0016243(投资咨询)

联系方式：010-68578820 / shijialiang@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年7月11日星期日



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

摘要：

我们认为下半年白银价格大概率以阶梯下行为主，外盘22美元/盎司附近支撑较强，主要原因在于我们认为白银价格的走势仍旧以跟随黄金为主，由于市场只有黄金的十分之一，其作为黄金的投机品依旧由金融属性主导价格，商品属性的强弱则决定了它的波动幅度，因此通胀预期与美联储货币政策预期对白银价格影响较大，美元指数和美债收益率直接影响白银价格走势，具体有以下原因：

1) 目前看美联储转向在即，综合考虑美联储货币政策进行调整的关键因素，我们认为除了疫苗接种率和就业率仍有一定差距外，其他均已实现，而这两项数据恢复明显，故美联储的货币政策调整亦箭在弦上，而6月议息会议美联储态度转鹰，因此收紧货币的方向是确定的，只是时间点的选择问题；就美债收益率方面，影响十年期美债收益率变动的核心因素则是通胀预期和实际利率，在美国通胀数据连续创新高的情况下，美联储短期通胀的言论被证伪，我们认为十年期美债收益率在第三季度将会重拾强势行情，继续上升，压制所有风险资产走势；美元指数方面，其综合反映了美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，是美元与非美货币强弱的指标，就经济恢复来看，美国经济恢复表现好于欧洲，而且美联储已经在释放收紧货币政策的预期，下半年大概率进行缩减购债规模，完成货币政策转向第一步，美元指数下半年的看涨预期较为强烈，美元指数在90附近筑底成功后将会重回强势，2021年涨至94.7上方的可能性依然比较大，白银在金融属性层面承压较大。

2) 商品属性方面，下半年国内白银市场将维持供需两旺的格局，但海外白银现货有所宽松，因此出口盈利窗口或将逐步关闭，国内下游工业仍有刚需支撑，而原材料价格上涨上半年的大幅上涨影响了部分需求尤其是光伏行业的订单，在下半年将有所回补，尤其是光伏仍有抢装的预期，半导体行业景气度较高，其他工业金属大幅下跌的概率较低，商品属性的支撑仍存，但从投资方面来看贵金属整体投资热情回落，ETF持仓和COMEX持仓均逐步下行，因此在商品属性层面面对银价以提供部分支撑为主，难以主导价格走势。

综合来看，我们预计下半年外盘白银价格区间22-30美元/盎司，沪银价格区间在4500-6200元/千克，建议以逢高布局中长线空单为主。

目录

第一部分 上半年行情回顾.....	2
第二部分 宏观分析.....	3
一、美联储转向在即.....	3
二、美债收益率先涨后跌 下半年仍会走强.....	6
三、美元指数高位回落 逐步筑底后将会再度上扬.....	9
第三部分 海外白银供需分析.....	11
一、智利疫情反复 银矿生产恢复缓慢.....	11
二、印度疫情高峰已过 美国银币销售大幅回落.....	12
三、白银市场现货投资热情下降.....	13
四、全球白银供给过剩量减少.....	13
第四部分 中国白银市场供需分析.....	14
一、原料供应稳定 环保影响炼厂开工下降.....	14
二、受出口盈利影响白银出口量处于高位.....	15
三、国内饰品投资需求继续火热.....	16
四、工业需求表现良好.....	17
五、国内交易所库存持续去化.....	18
第五部分 CFTC 持仓及季节性分析.....	19
一、季节性分析.....	19
二、持仓分析.....	19
第六部分 金银比及相关市场参数分析.....	20
一、金银比分析.....	20
二、伦敦金银市场清算分析.....	20
第七部分 技术分析.....	21
第八部分 结论及操作建议.....	22
附录 白银相关股票.....	23

第一部分 上半年行情回顾

上半年白银价格以高位宽幅震荡为主，整体走出“W”型行情，相比于黄金走势来看表现较强，一月份白银价格连续大涨，主要受到美国散户疯狂炒作影响，论坛上讨论银行一直在操纵白银价格，在人为地压低银价以掩盖实物白银供应短缺的事实，纷纷涌向全球最大的白银ETF，涨幅超过10%，但白银毕竟市场庞大，炒作几天就马上回落，一季度美国经济快速回暖，疫苗接种推进下新增感染人数大幅下降，市场对美联储收紧政策的预期加强，美联储维持鹰派态度，一旦就业和通胀目标实现，缩减购债将会提上日程，导致美债收益率大幅上行，引发机构纷纷开始抛售中长期限美债，十年期美债收益率从年初0.9%上升到1.7%，美元指数走强，贵金属承压，但以铜为代表的工业金属受经济恢复影响大幅上涨，白银商品属性支撑下价格强于黄金；二季度美国消费数据不佳，经济显现“滞涨”状态，美联储态度转为鸽派，并表示通胀只是短期现象，更关注于就业和经济恢复，宽松政策仍会维持，美债收益率开始回落，实际利率下行，黄金止跌反弹，白银价格也跟随走高，工业金属也迎来上半年的第二波上涨，进一步推高白银价格。6月中旬美联储议息会议结果超出市场预期，加息时间提前，美元指数大涨，贵金属价格大幅回落，白银价格从28美元/盎司回落至26美元/盎司附近。



图 1-1 白银 2112 合约日线

第二部分 宏观分析

一、美联储转向在即

疫情冲击，市场恐慌，经济停滞。欧美央行迅速推出超宽松的货币政策，避免流动性危机发展为金融危机，更是降低经济危机的程度；主要经济体政府亦采取积极的财政刺激措施，从需求侧调控经济，降低经济危机的影响；各主要经济体在 2020 年下半年进入渐进复苏阶段，2021 年逐步进入强势复苏期，当然其复苏进展与本国疫情防控和相关政策密切相关。当前疫情仍然对宏观场景有显著影响，原因在于经济渐进复苏的背景之下，“疫情恶化—经济前景不确定性加强—货币政策需要维持宽松”的传导路径意味着疫情决定了流动性及其预期的松紧；故当前宏观背景下，美联储在近期亦是维系货币政策的稳定，然而疫苗接种与经济复苏的进展、通胀以及就业等因素的影响下，美联储货币政策调整的紧迫性亦是不断上升。最核心的两次转变就是 1 月初的 12 月联储议息会议纪要和 6 月的议息会议声明，货币政策转向预期对市场均产生了较大的影响。

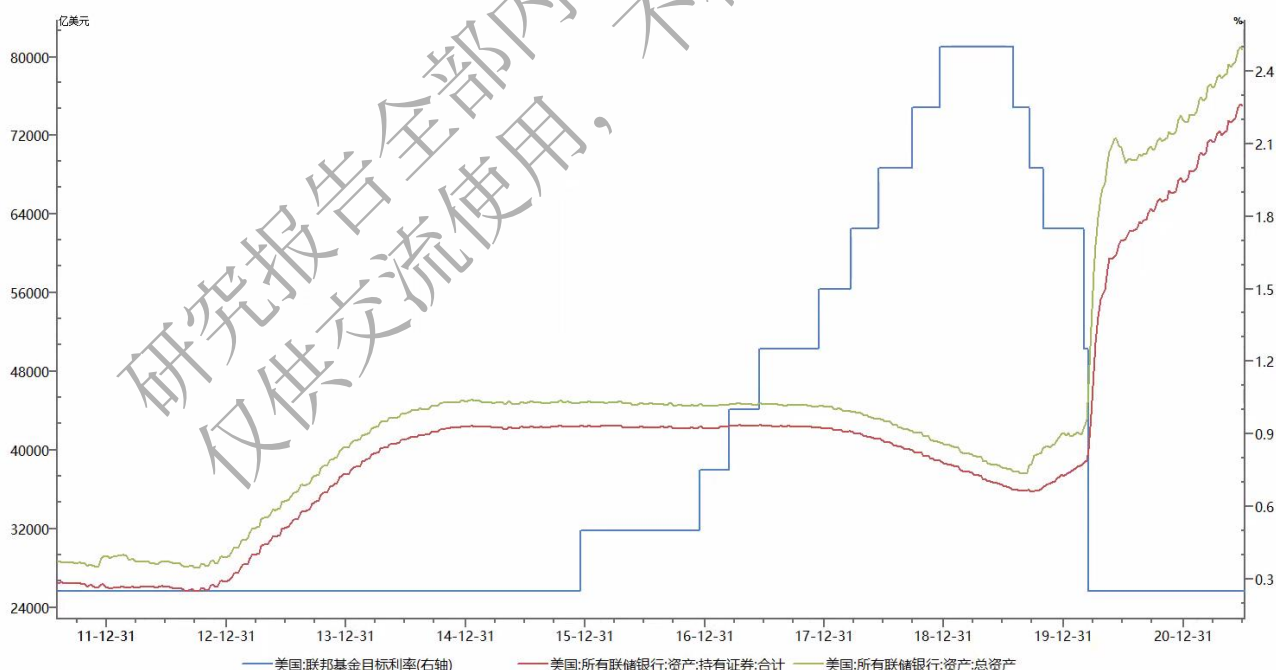


图 2-1 美联储超宽松货币政策分析图

数据来源：Wind、方正中期研究院

美联储 12 月议息会议纪要显示，决策者一致赞成保持资产购买速度稳定，美联储未来可能会增加资产购买规模，延长资产购买期限；几名美联储官员对购买更长期的债券持开放态度。美联储表示，经济发展的路径将取决于疫情发展，多数官员认为一旦取得“实质性进展”，美联储就可以开始逐步缩减购债规模。美联储货币政策首次出现调整的迹象，转向预期交易开启，美债美元均出现大幅上涨，贵金属则进入弱势行情。

美联储 6 月议息会议释放鹰派信号，上调隔夜逆回购利率和超额准备金利率各 5 BP，上调 GDP 增速预期及近三年的 PCE 通胀预期，点阵图显示美联储官员预计到 2023 年底前会有两次加息，加息时间和速度均快于之前。鲍威尔释放将会开始讨论缩减购债规模的信号，证实了对美联储将很快收缩刺激力度的担忧，美联储整体偏鹰派的表现表明货币政策转向已经来临。

从美联储货币政策目标、调整参考指标、美联储官员讲话以及经济表现，我们对美联储的货币政策调整的影响因子进行了分析，认为以下几个因素为美联储货币政策进行调整的关键因素：第一，疫情风险得到有效控制，75%以上的疫苗接种率，当前仍在推进中；第二，美国就业市场数据持续向好；第三，美国通胀持续上涨，距离美联储通胀目标愈发遥远，给宽松货币政策施加压力；第四，美国宽松财政政策逐步退出，美债的发行量小幅下降；第五，美国经济逐步进入繁荣期。以上五个政策调整影响因素中，除第一和第二个仍未达到美联储所说的实质性进展，其他均已实现，故从政策调整因子来考虑，美联储的货币政策调整亦箭在弦上。

美联储主席鲍威尔今年曾经表示将会参考 2013-2014 年的货币政策的退出路径来进行本次货币政策的调整，我们对 2013-2014 年货币政策退出路径进行整理，明确从释放缩减购债规模信号到实施缩减购债规模措施再到降息的时间安排。具体如下：

第一阶段，2012 年 12 月 13 日，美联储推出第四轮 QE4，月购债额 850 亿美元；

第二阶段，2013 年 6 月 20 日，伯南克表示今年开始放缓 QE，明年结束 QE；

第三阶段，2013 年 12 月 19 日，美联储利率决议宣布缩减购债规模 100 亿，逐步退出 QE；

第四阶段，2014 年 10 月 30 日，美联储宣布正式退出 QE；

第五阶段，2015 年 12 月 16 号，美联储开启加息（退出 QE 和加息间隔一年，主要是中国供给端结构改革的影响）。



图 2-2 美联储宽松政策退出路径展望

数据来源：Wind、方正中期研究院

宏观经济数据表现强劲对于美联储货币政策的调整提供动力，叠加近期美国逆回购规模不断刷新历史新高，疫苗接种率不断提升，美联储官员不断释放鹰派言论，我们认为美联储货币政策调整在即。基于美国经济进入强势复苏期、美国政府宽松政策即将退出以及疫情风险得到有效控制等因素影响，我们参考 2013 年-2014 年美联储 QE 退出路径，对美联储货币政策仅需初步分析与预测如下：

第一阶段，2021 年 7-9 月将会释放缩减购置规模的信号；

第二阶段，2021 年 10-12 月则逐步开启缩减购债规模的政策调整，每月缩减 100-150 亿；

第三阶段，2022 年 6-9 月正式结束第五轮 QE；

第四阶段，2022 年 12 月或者 2023 年初开始加息，2023 年-2024 年会加速加息。

美联储在 6 月末将会逐步开始进行缩减购债规模的讨论，7-9 月则会释放缩减购债规模的信号，重点关注四个关键的时间点。

第一是 7 月份，鲍威尔在国会作证的证词，可能会释放缩减购债规模的信号；

第二是 7 月 28 日的议息会议，关注会议声明、鲍威尔讲话和 8 月 18 日会议纪要；

第三是 8 月份，鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会的讲话；

第四是 9 月 22 日的美联储议息会议，如果 7-8 月没有释放明确的缩减购债规模信号，本次会议一定会释放明确的信号。

这四个关键节点均是美联储释放缩减购债规模信号的关键期，届时对金融市场和商品市场会产生重要的影响，金融市场和商品市场将会迎来行情的大转向。

二、美债收益率先涨后跌 下半年仍会走强

自美联储 12 月会议纪要释放讨论缩减购债规模的信号（1 月 6 日）后，十年期美债收益率开启上涨趋势；随后，疫苗接种速度加快，疫情风险逐步消退，美国经济进入强劲复苏期，叠加油价价格上涨使得原油价格持续上涨，通胀预期大幅增加，十年期美债收益率继续上涨；3 月，美国经济强劲预期，使得实际利率持续的上涨，叠加美联储对美债收益率的态度，这成为该时间段美债收益率继续飙升的核心因素，已经从 1 月初的 0.92 涨至接近 1.8。二季度以来，随着利好被市场所消化，美联储宽松政策的持续和全球疫情不确定性带来的避险需求，实际利率回落，通胀预期高位震荡，美债收益率则持续回落；虽然，美联储 6 月议息会议释放了鹰派信息短暂提振了美债收益率，但是没有改变美债收益率的整体弱势趋势，特别是实际利率的再度回落，成为美债收益率回落的核心拖累因素；截止到 7 月初，美债收益率再度回到 1.3% 下方，从趋势上看，不排除跌至 1.2% 的可能。

一般来说，国债收益率受到本国实际经济增速、货币政策、通胀预期、国债市场供需平衡状态和其他避险和资产配置需求等因素的影响，而不同类型的经济体以及不同的时期，不同因素的影响逻辑和程度均不同。对于美债而言，影响美债的其他因素主要是避险和资产配置等因素的影响，其走势取决于美国实际经济增长情况、美联储货币政策、通胀预期和以“美国财政、全球配置以及避险需求”等因素主导的供求结构。

基于“名义利率=实际利率+通胀”的核心逻辑进行分析。一般而言，十年期美债收益率代表名义利率、十年期通胀指数国债（TIPS）代表实际利率，十年期美债收益率与 TIPS 收益率差值反映通胀。我们通过对十年期美债收益率与 TIPS 差值与美国通胀（CPI 同比）和布伦

特原油价格（一般认为原油价格变动与通胀预期变动密切相关，走势相似度高）走势进行了对比分析发现，美债收益率与 TIPS 差值与布伦特原油价格的相关度显著高于与美国通胀的相关度，故名义利率和实际利率的差值为通胀预期更为准确。故名义利率与实际利率之间的关系则调整为“名义利率=实际利率+通胀预期”，而通胀预期的变动与原油价格变动显著性强。

基于以上逻辑分析，影响十年期美债收益率变动的核心因素则是通胀预期和实际利率。

1-2 月，实际利率虽然有小幅的回升，但是回升幅度有限，叠加美国联邦政府筹资需要维持低利率降低融资成本、美联储维持超宽松的货币政策影响，故 1-2 月对于美债收益率影响最大的便是通胀预期和原油价格的变动。2 月下旬以来，美国疫情风险在逐步的消退，美国经济强劲复苏的预期在上升，美国实际利率在回升，这成为该阶段美债收益率大幅上涨的核心因素；当美联储官员继续强调美债收益率上涨，体现出投资者对疫苗接种进展和经济增速的信心，美债收益率则是涨到了近一年的高位 1.78%。二季度以来，通胀预期高位震荡调整，而美国经济数据表现参差，美联储货币政策调整的预期有所减弱，美国实际利率亦回落，美债收益率从 1.78% 的年内高位持续下跌。

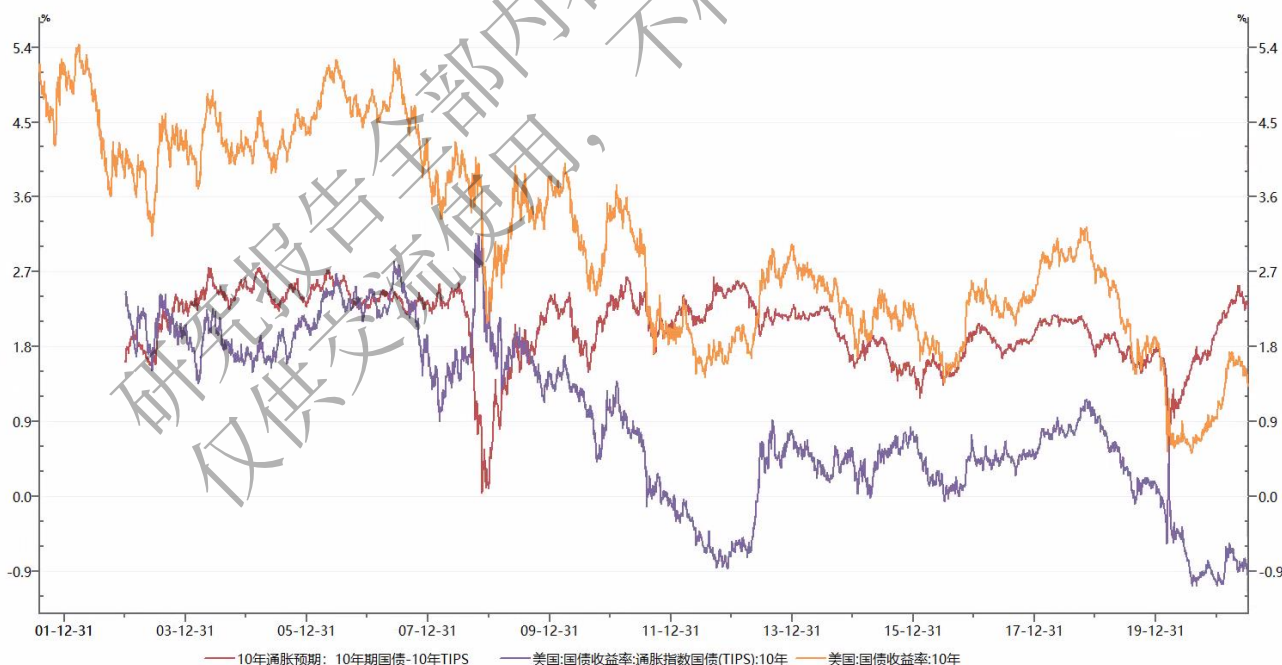


图 2-3 美债收益率逻辑分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

10YRNOTE.GBM[UST 10YR美国国债] 2021/07/08 收 1.280 幅 -3.25%(-0.043) 开 1.318 高 1.325 低 1.250



图 1 十年期美债收益率走势分析

数据来源：Wind、方正中期研究院

当前美债收益率因为实际利率的回落和通胀预期的高位偏弱震荡而持续回落，下半年，随着美国经济进入繁荣期，经济强劲利好实际利率，美财政宽松政策的效果减弱，联储开始逐步的调整货币政策，将会释放缩减购债规模的信号，美国实际利率将会出现增加，这将会对美债收益率形成直接的利好影响。另外，虽然通胀预期和通胀会出现回调，但是原油价格的强势预期亦可以避免通胀出现大幅的回落，故通胀和通胀预期回落预期对美债收益率的负面影响相对有限，美实际利率的上行幅度或将显著高于通胀预期小幅回落的负面影响。我们认为十年期美债收益率在第三季度将会重拾强势行情，继续上升，继续上探 1.8%，不排除涨至 2%的可能。

三、美元指数高位回落 逐步筑底后将会再度上扬

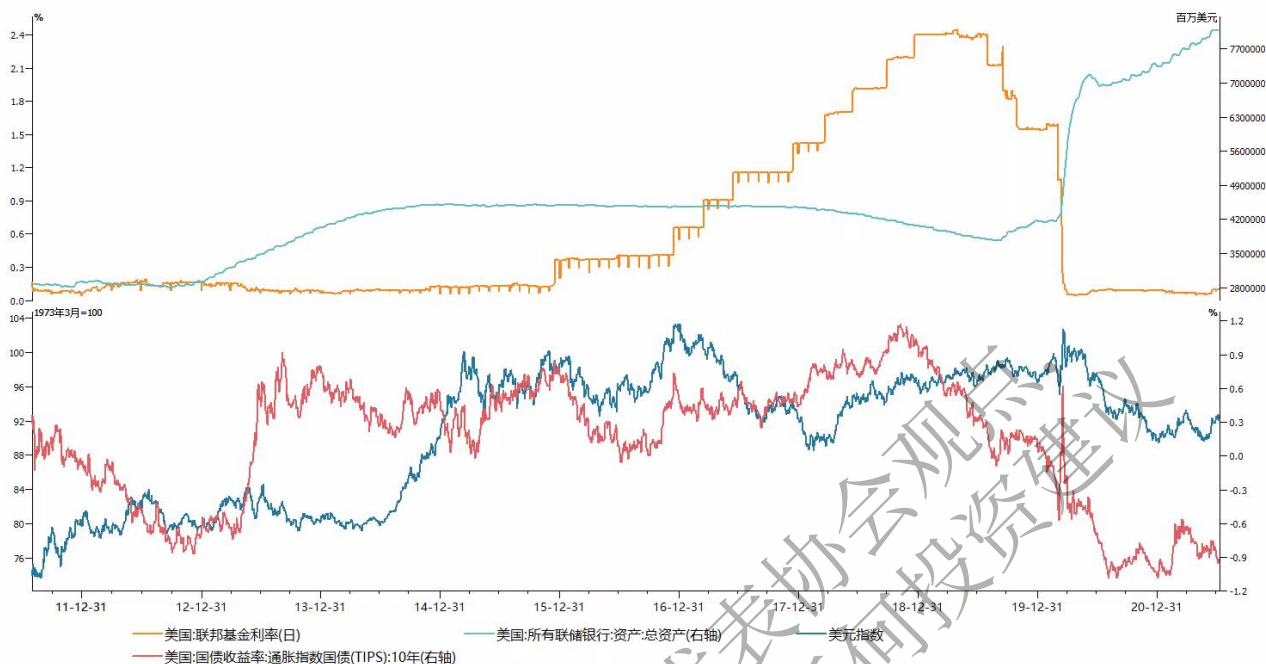


图 2-5 美元指数、联邦基准利率与美债收益率

数据来源：Wind、方正中期研究院

一季度，欧洲三次疫情愈发明显增加避险情绪，美欧经济比较优势更加突出，经济复苏前景乐观，美联储官员表态出现鹰派转向，美元指数自 89.2 的近两年低位持续反弹至 93.44；二季度以来，美联储货币政策表态再度转鸽，实际收益率有所回落，叠加美债收益率急涨后的技术性回调，和地缘政治风险引发避险需求，美债收益率高位回落；受此影响，叠加欧元和英镑的反向影响，美元指数亦高位回落，5 月下旬一度跌破 90 关口，最低跌至 89.54。6 月初开始，美联储官员不断发出缩减购债规模的言论，美联储紧货币政策收紧的预期持续上涨，美元指数亦低位反弹，持续走升，特别是美联储议息会议释放鹰派信号后，美元指数持续上涨，最高达到 92.84。当前，美联储货币政策转向没有释放进一步的信号，所以美元指数跟随美债收益率有所走弱，但是美联储在三季度释放缩减购债规模信号、并在四季度实施缩减购债措施的货币政策整体预期，将会持续美元指数继续反弹，我们认为美元指数本轮回落基本接近尾声，接下来将会继续走强，2021 年下半年突破 93.44 后，涨至 94.7-95 的可能性依然比较大，主要因素在于以下几个方面：

第一，美国经济逐步进入繁荣期，疫情、通胀和就业出现实质性进展，美联储货币政策亦会逐步的转向，预计三季度将会逐步释放缩减购债规模的信号，并在四季度实施缩减购债

规模的措施，2022 年底开启加息，货币政策的转向预期，利好美债收益率，对于美元形成直接和间接的利多影响；这是支撑美元指数再度走强的核心因素。

第二，随着疫苗接种速度的加快，美国疫情风险逐步消退，疫情防控方面，美国相对于中国以外的其他经济体具有较强的优势，这有利于美国经济的复苏，另外拜登政府即将推行的基建计划 and 家庭支出计划获得通过可能性比较大（规模会减小），亦支撑美国经济，美国经济将会逐步进入繁荣期，经济的强劲是美元指数的核心基本面，这对于美元信用形成利好，提振美元指数。

第三，因为内生经济增长动力和疫情消退的速度的区别，美国经济复苏的步伐和幅度均强于欧洲，美国具有较强的比较优势，这有利于美元指数的走强。美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度；一揽子货币包含欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加拿大元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）、瑞士法郎（3.6%）；故欧元和英镑的走势对美元指数影响非常大。

第四，拜登政府上台后，美国政治从不确定性回归确定性和稳定性，拜登政府加大防疫管控措施，加大经济刺激措施刺激经济恢复，重新加入或重启世界诸多经济与军事等组织，并且在规划新一轮的大规模的基建计划，旨在提振经济、减少碳排放和减少经济不平等现象。美国当前社会虽然分裂严重，但是政治的确定性和稳定性会增加美元的信用，进而提振美元指数。

第五，当前，虽然发达国家疫情风险在逐步消退，但是依然没有接近尾声，疫苗安全问题不断出现，疫苗的分配不均问题亦较为突出，印度疫情失控引发市场新一轮的担忧，而中东、美俄、美伊和“其他”等地缘政治风险依然存在，这增加了资金的避险需求，在黄金整体偏弱的背景下，作为全球核心支付手段的美元受到避险资金的青睐。

故在以上因素的影响下，美元指数在 90 附近筑底成功后将会重回强势，2021 年涨至 94.7 上方的可能性依然比较大。当然中期来看，美国经济在全球的占比在下降，货币超发严重冲击美元信用体系，美元中期震荡走弱的趋势依旧，强阻力位在 88 附近。对于美元指数而言，我们维持美元指数运行区间为 88-95 的观点。

第三部分 海外白银供需分析

一、智利疫情反复 银矿生产恢复缓慢

上半年海外矿山逐步恢复，铜矿加工费触底反弹，锌进口加工费低位企稳，显示海外矿山扰动有所减弱，秘鲁和墨西哥疫情控制的较好，但智利新增感染人数增多，封国时间延长，罢工活动不断，还有冰川法案，矿业权法案等干扰，采矿生产活动恢复速度较慢，部分独立矿山和伴生矿山白银产出仍未完全恢复。

从矿山成本来看，根据 Metal Focus 2019 年全球矿产白银中 28.7% 来自独立银矿，22.8% 来自铜矿伴生，32.1% 来自铅锌矿伴生。调研数据显示，2020 年上半年独立银矿的平均总维持成本同比下降 3% 至 11 美元/盎司，而在伴生矿中，由于铜、锌、铅等产品价格的持续上涨，部分矿山白银的边际成本已经为负数，因此白银的生产成本仍处于下降阶段，主要刺激独立银矿企业加大开采量，对价格的支撑力度降低。

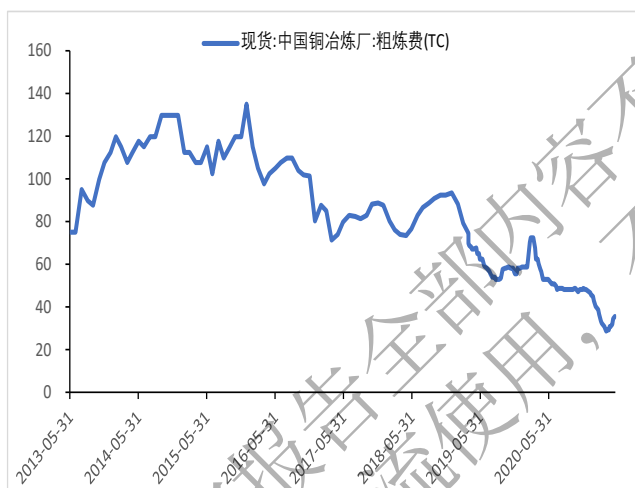


图 3-1 铜现货 TC

数据来源：Wind、方正中期研究院

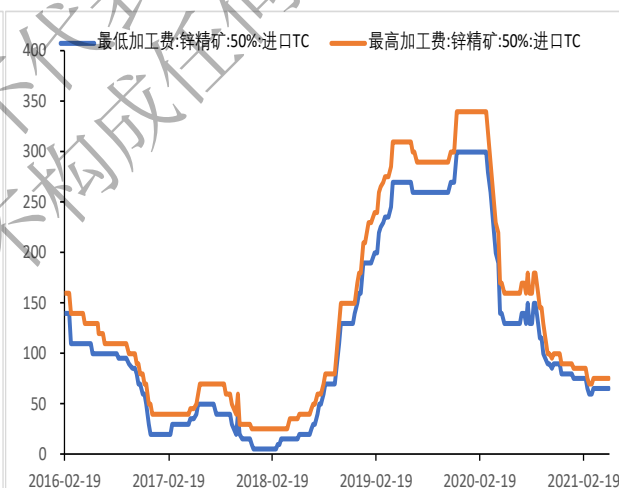


图 3-2 进口锌矿加工费

数据来源：Wind、方正中期研究院

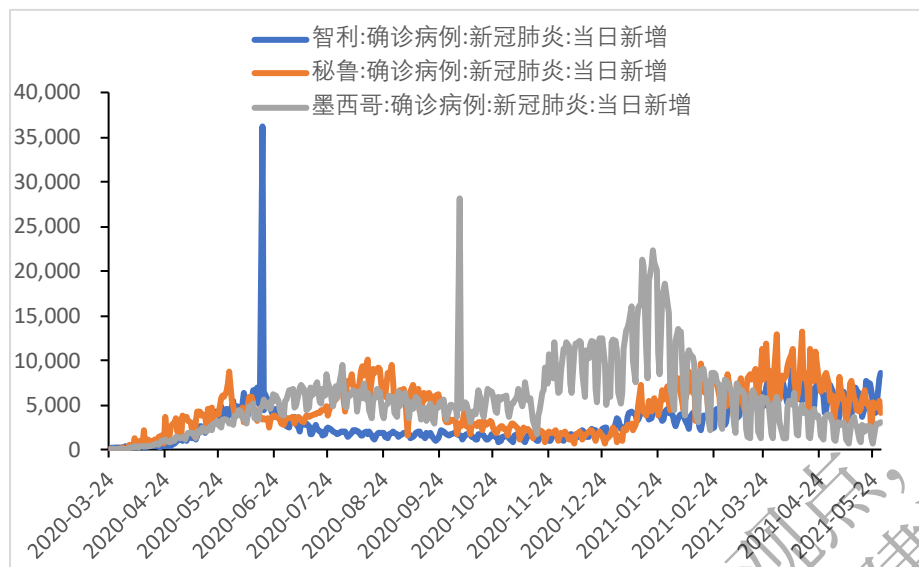


图 3-3 南美疫情

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

二、印度疫情高峰已过 美国银币销售大幅回落

印度的疫情的快速恶化成为世界关注的焦点，目前从官方统计来看，新增疫情感染人数高峰已过，人数快速回落，但实际情况并没有完全好转，缺氧现象严重，疫情仍在蔓延，使得印度的医疗系统不堪重负，公园里、恒河河畔、大街边，民众焚烧尸体的画面触目惊心。目前，印度全国超一半的地方政府已选择“封城”，生产生活纷纷停摆，印度的多个支柱产业也面临着严重的冲击。因此尽管疫情有所缓和，但印度作为全球首饰及银器消费第一的国家，白银消费受明显抑制，白银进口数量继续下降，市场需求急剧下滑，由于封锁影响，消费者不能购买银饰和银器，而且本身作为非必需品在生活及疾病压力下需求承压较大。

美国 4 月份银币销售量大幅下降，市场认购情绪降低，由于避险及散户炒作，银币在美国继续受到欢迎，今年一季度以来销售仍然良好，尽管 4 月份环比大幅下降 75%，主要是受到季节性因素的影响，同比增长超过 15%。

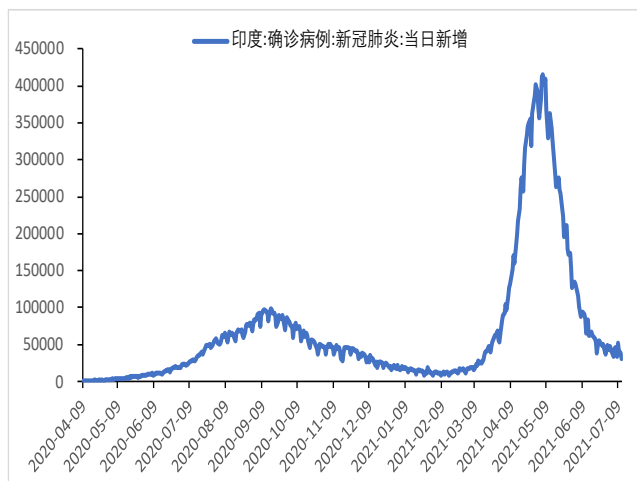


图 3-4 印度疫情

数据来源：Wind、方正中期研究院

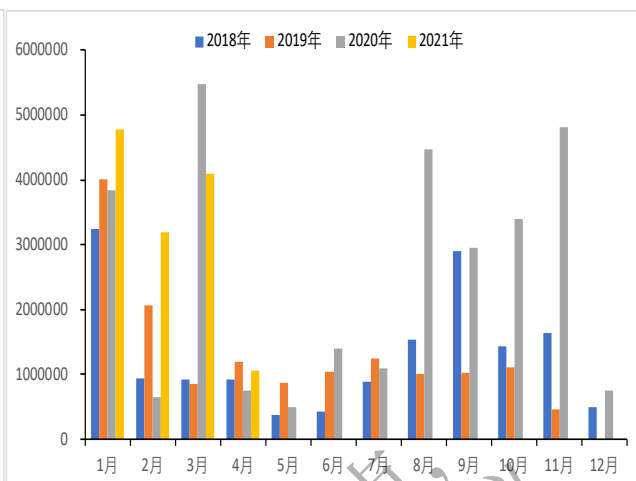


图 3-5 美国银鹰币销售数量

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、白银市场现货投资热情下降

2020 年白银实物投资热情高涨，无论是散户还是机构投资者，均十分活跃，进入 2021 年后，一季度在美国散户炒作下市场依然火热，但在美国散户发现白银价格很难炒作的時候，市场投资热情大幅下降，白银 etf 持仓量从历史最高位下降，在上半年连续下跌，4 月份小幅回暖后仍不改下跌趋势，市场对白银的投资热情持续下降。

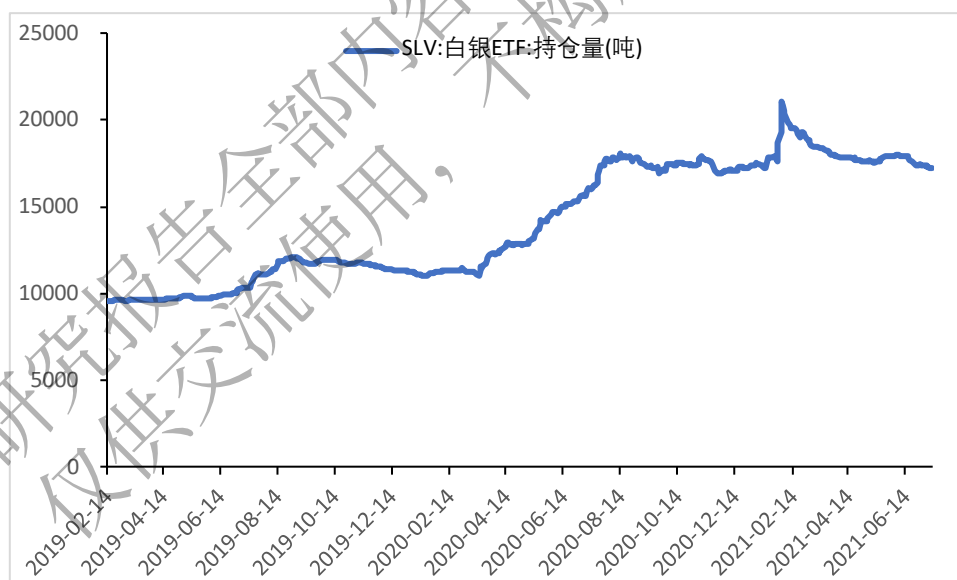


图 3-6 白银 ETF 持仓

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

四、全球白银供给过剩量减少

根据世界白银协会数据，不包含白银 etf 投资需求的情况下白银长期处于过剩状态，从 2016 年开始已经连续过剩 5 年，预计在 2021 年不包含白银 etf 投资需求的情况下仍旧处于过

剩状态，约过剩 1380 万盎司，但过剩幅度有所下降，2020 年全球白银供需过剩（不含 etf）1470 万盎司，而在包含白银 etf 投资需求之后，总供需平衡呈现短期状态，2020 年总供需短缺 1.05 亿盎司，etf 投资需求为 1.2 亿盎司，预计 2021 年总供需平衡缺口将进一步扩大至 1.36 亿盎司，etf 投资需求增加至 1.5 亿盎司，预计白银 2021 年均价在 27 美元/盎司。

表 3-1 全球白银供需平衡

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
供给											
矿山银	760.1	792.7	840.3	877.5	892.9	892.3	863.4	847.8	836.5	798.8	832.9
再生银	232.9	216	192.7	174.9	166.5	164.4	167.7	167.7	169.9	169.4	170
套保净供给	11.9	-	-	10.7	2.2	-	-	-	15.7	10	9
官方部门净销售额	4.8	3.6	1.7	1.2	1.1	1.1	1	1.2	1	1	1
总供给	1009.7	1012.4	1034.7	1064.2	1062.6	1057.8	1032.2	1016.8	1023.1	978.1	1012.9
需求											
工业（含光伏）	508.1	508.1	460.8	449.6	456.2	490.3	517.2	511.5	510.9	475.4	510
太阳能光伏	68.4	55	50.5	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	98.7	96.1	110
摄影	61.6	52.5	45.8	43.6	43.6	37.8	35.1	34.2	33.7	30.5	28.3
银饰	162.2	159.2	187.1	193.5	193.5	189.2	196.3	203.1	201.3	187.5	185
银器	41.5	40.1	45.7	52.4	52.4	52.3	57.7	65.4	59.8	54.3	55
实物投资净额	272	240.8	300.1	282.6	282.6	218.9	156.2	165.7	186.1	215.8	220.8
套保净需求	-	40.4	29.3	-	-	-	-	8.4	-	-	-
总需求	1045.4	983	1068.9	1021.6	1067	995.5	964.7	988.3	991.8	963.4	999.1
供需平衡（除交易）											
实物交易产品投资净额	-35.7	28.9	-34.2	42.6	-4.4	62.3	67.5	28.5	31.3	14.7	13.8
总供需平衡	-18.9	53.6	4.6	-0.5	-17.2	50.9	6.8	-22.3	81.7	120	150
白银均价	-16.9	-24.7	-38.8	43.1	12.8	11.3	60.7	50.8	-50.4	-105.3	-136.2
白银均价	35.12	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	15.7	27

数据来源：世界白银协会，安泰科

第四部分 中国白银市场供需分析

一、原料供应稳定 环保影响炼厂开工下降

国内白银成本小幅上涨，近期白银原料价格上涨，上游银矿石价格价格上涨，带动白银成本小幅上涨，白银成本小幅变化，成本持续在 4300 元/千克以上。国内白银炼厂利润小幅上涨，生产成本近期小幅变化，白银价格整体小幅上涨，带动行业利润上涨，行业平均毛利保持在 1000 元/千克以上。国内多数厂家由于原料供应问题，产量不高，加之各地区环保督察组的进驻，整体产量受到牵连。上半年白银市场货源供应紧张的局面延续，从进口银精矿数量也可以看出，1-5 月我国进口银矿砂及精矿 4.06 万吨，同比增长 28.8%，。

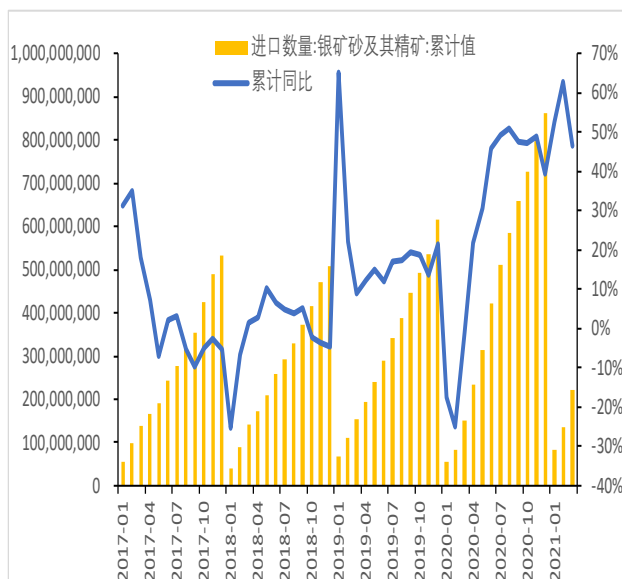


图 4-1 银精矿进口

数据来源：Wind、方正中期研究院

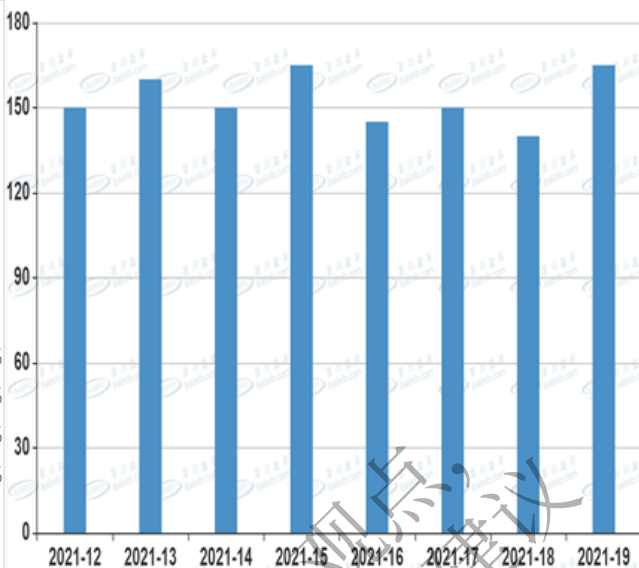


图 4-2 白银周度产量

数据来源：百川资讯、方正中期研究院

二、受出口盈利影响白银出口量处于高位

受到持续的出口盈利影响，在国内不退税的情况下，目前现货白银出口依然有近 70 元/千克的盈利，上半年白银出口数量大幅上涨，具有资质的企业出口量较大，1-5 月已经累计出口 210 吨，同比增长 52%。在进口方面，上半年无论是进口白银或者银粉都小幅增长，1-5 月累计进口白银 171.4 吨，同比增长 10%，1-5 月累计进口银粉 129.5 吨，同比增长 7.2%，从贸易方式上来看，未锻造银的进口贸易主要是来料加工贸易和一般贸易的形式，各占比为 25%和 30%。

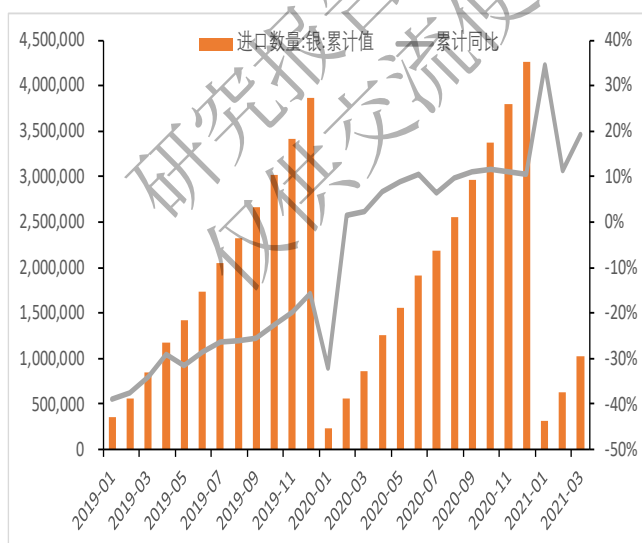


图 4-3 白银进口

数据来源：SMM、方正中期研究院

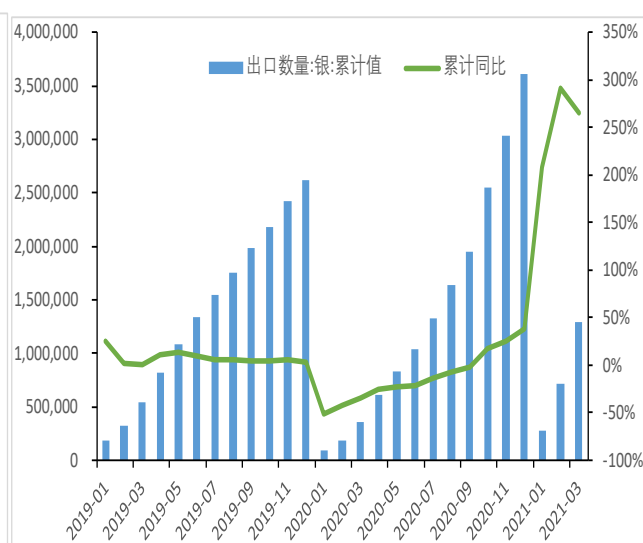


图 4-4 白银出口

数据来源：SMM、方正中期研究院

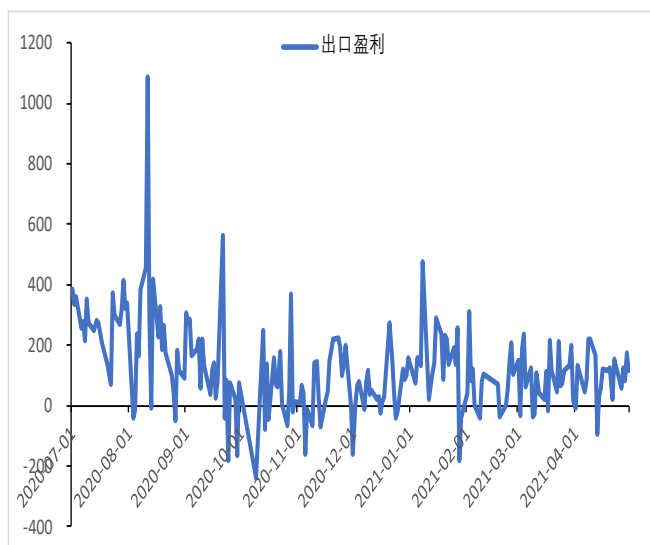


图 4-5 白银出口盈利

数据来源: wind、方正中期研究院

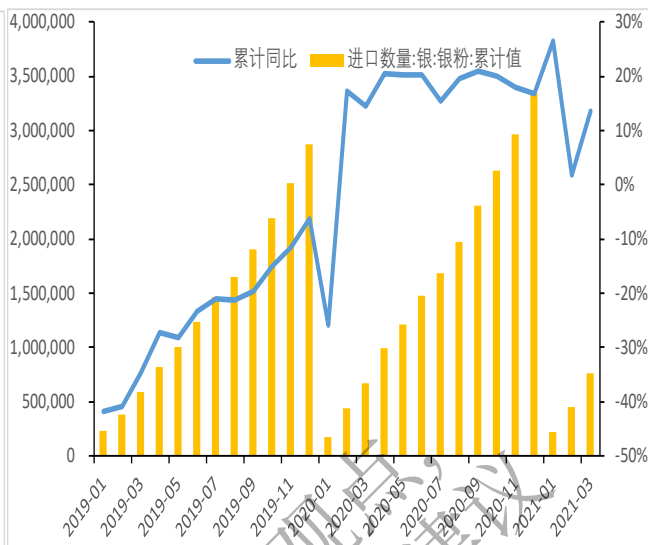


图 4-6 银粉进口

数据来源: wind、方正中期研究院

三、国内饰品投资需求继续火热

随着国内经济的进一步恢复，上半年银饰需求明显增加，金银价格处于高位，尤其是在五一小长假影响金银消费明显增加，补偿式消费爆发，各省黄金珠宝市场迎来销售小高潮，与总的社零消费增长比金银珠宝类增幅仍大幅领先，1-4 月全国社会消费品零售总额累计同比增长 25.7%，1-5 月金银珠宝零售同比增长 93.4%，较 2019 年相比也有明显增长。

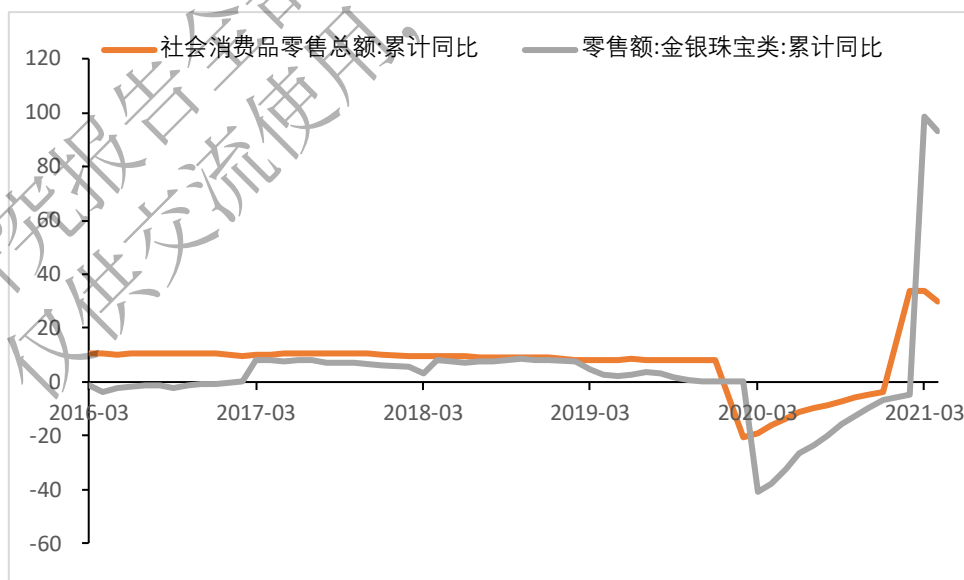


图 4-7 社会消费品及金银逐步零售总额同比

数据来源: Wind, 方正中期研究院整理

四、工业需求表现良好

工业需求方面，上半年电子信息行业表现较好，从固定资产投资可以看出电子信息产业发展依旧旺盛，1-4月电子信息产业固定投资为11102.77亿元，同比增长27.6%，1-5月份电子信息工业增加值累计同比增长21.5%，国内5G基站建设迅猛，工业和信息化部最新消息显示中国5G发展取得领先优势，已累计建成5G基站超81.9万个，占全球比例约为70%；5G手机终端用户连接数达2.8亿，占全球比例超过80%，预计今年建成基站超100万个。

光伏方面，根据市场主流机构预测，2021年全球光伏需求有望达到170GW，中国需求有望达到55GW，原材料价格上涨对部分光伏项目建设影响较大，1-5月份光伏电池产量为7964.5万千瓦，同比增长58.7%，上涨势头有所减缓，另一方面来看HIT技术开始在光伏行业蓬勃发展，由于HIT使用的是低温银浆，单耗量是PERC技术的2.2倍，使得光伏行业对白银的需求有支撑，但有部分企业为了降低成本削减银浆使用。

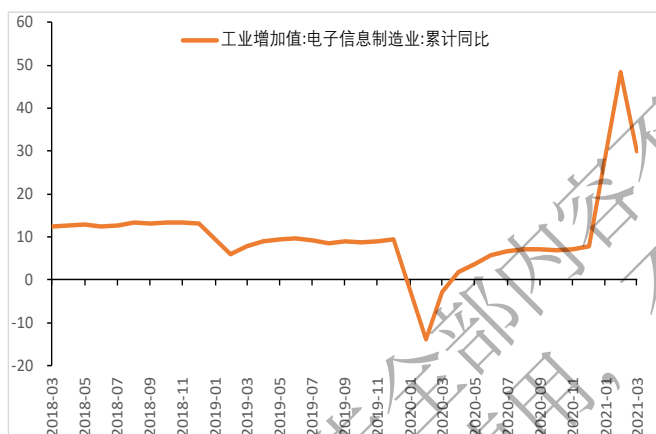


图 4-8 电子信息制造业工业增加值
数据来源：wind、方正中期研究院



图 4-9 电子信息制造业固定资产投资
数据来源：wind、方正中期研究院

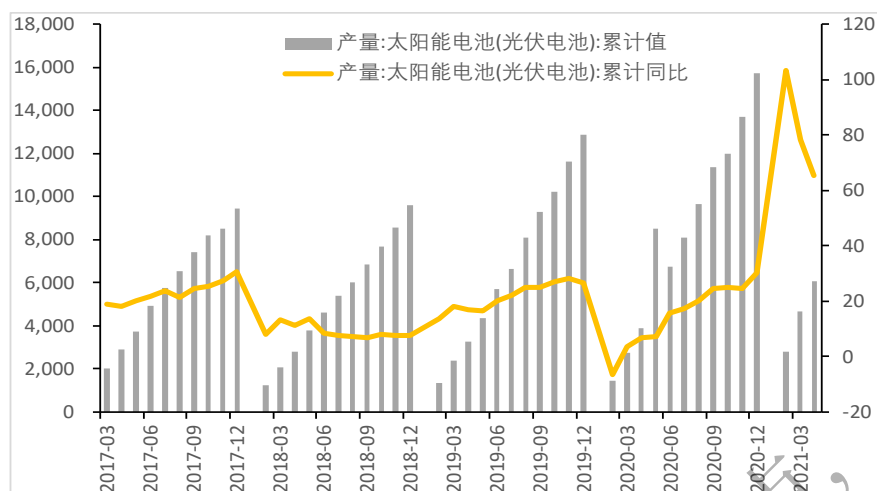


图 4-10 光伏电池产量

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

五、国内交易所库存持续去化

上半年受出口盈利及国内工业需求增加影响，国内交易所库存持续去化，截至6月31日，上海金交所库存为311吨，较2020年底减少93吨，上期所库存210吨，较2020年底减少86吨，短期来看，出口盈利窗口仍在打开，国内工业需求仍然良好，叠加炼厂受到环保督察影响，因此国内交易所库存将继续减少，现货趋于紧张，多TD空期货的套利策略仍可继续持有。

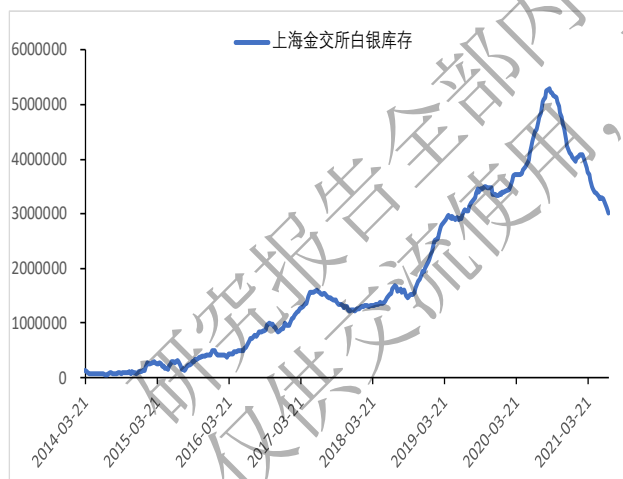


图 4-11 上海金交所库存

数据来源：wind、方正中期研究院

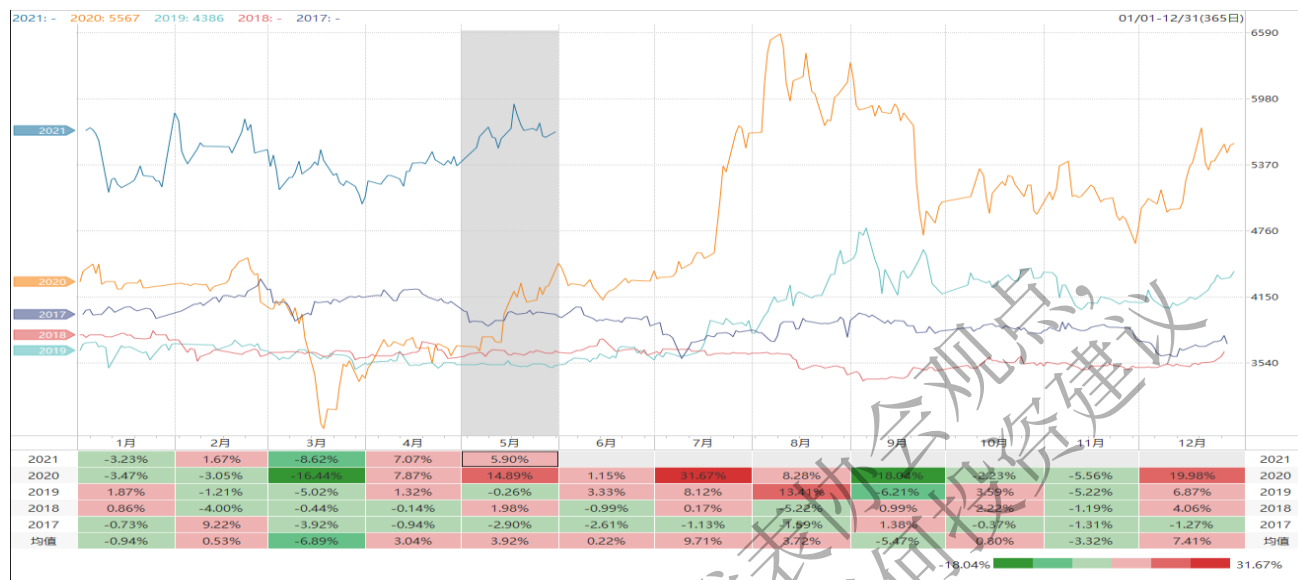


图 4-12 上期所白银库存

数据来源：wind、方正中期研究院

第五部分 CFTC 持仓及季节性分析

一、季节性分析



备注：数据截止 6 月 31 日收盘价

图 5-1 沪银月收盘价涨幅

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

二、持仓分析

上半年白银的总 CFTC 持仓水平较全年有一定下降，显示市场投机热情有所减弱，而且从 CFTC 持仓可以看到银价与非商业持仓净多头数量走势相关性并没有特别高，这说明了白银价格尽管受到投机活动的干扰，但目前价格变化主要受到宏观和基本面因素影响，截至 6 月 28 日，COMEX 白银总持仓为 157119 张，非商业净多持仓为 41477 张，处于历史中值附近，显示市场对于白银价格走势仍有分歧。

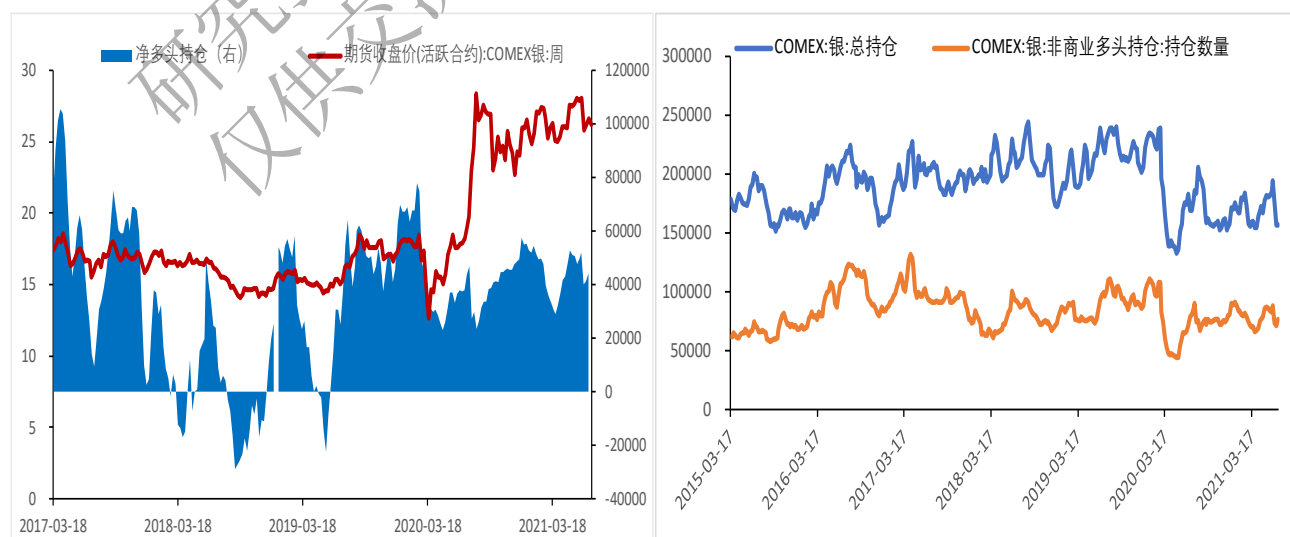


图 5-2 CFTC 净多持仓及银价
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 5-3 CFTC 总持仓及非商业持仓
数据来源: Wind、方正中期研究院

第六部分 金银比及相关市场参数分析

一、金银比分析

白银被抛弃出储备货币之后, 白银的更多需求在于工业端, 白银货币属性减弱, 官方不认可白银的货币属性, 因此金银比实际意义已经缺失, 但对于担心贬值、通货紧缩和货币更换的人士来说, 交易金银比例是有意义的, 尤其是在面对可能威胁到国家的法定货币价值的意外事件时, 贵金属都可以保持其价值。从近 5 年来看, 除了去年疫情冲击时金银比大幅上涨, 基本处于 60-80 的区间之内, 最近金银比在 68 左右徘徊, 处于相对低位, 上涨概率较高, 另一方面由于金银比实际上对冲了两者的金融属性, 因此白银的商品属性对金银比的影响反而更大, 从这一方面来看目前其他基本金属以震荡为主, 商品属性表现不是很强, 在 67-71 区间震荡的概率较大。

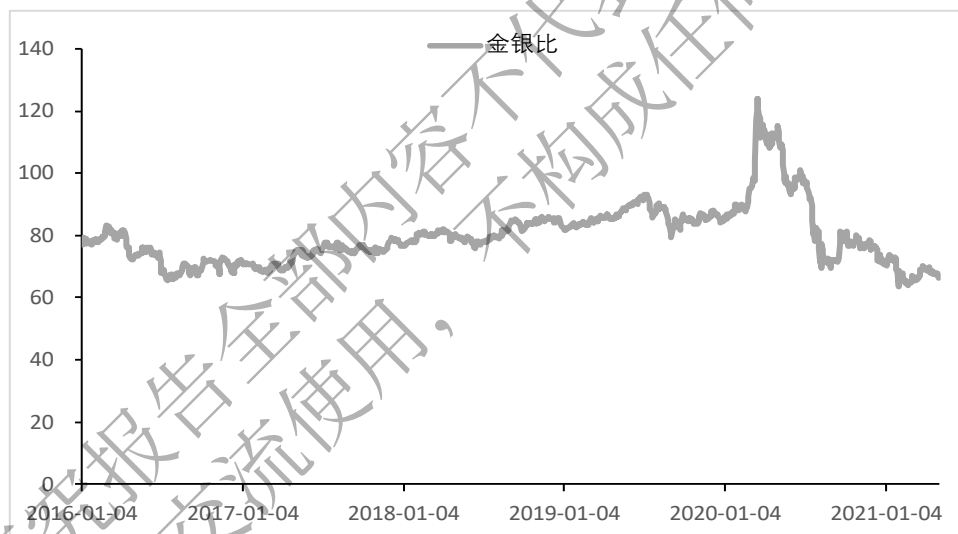


图 6-1 金银比

数据来源: Wind, 方正中期研究院整理

二、伦敦金银市场清算分析

从伦敦金银市场协会清算数据和转移次数来看, 2 月之后上半年持续处于下降状态, 4 月份日均转移次数环比下降 40%, 清算量回到 227 吨的低位, 说明海外目前现货白银市场供给紧张明显缓解, 市场热度大幅下降, 因此现货出口盈利窗口打开的时间将缩短, 下半年估计会关闭。

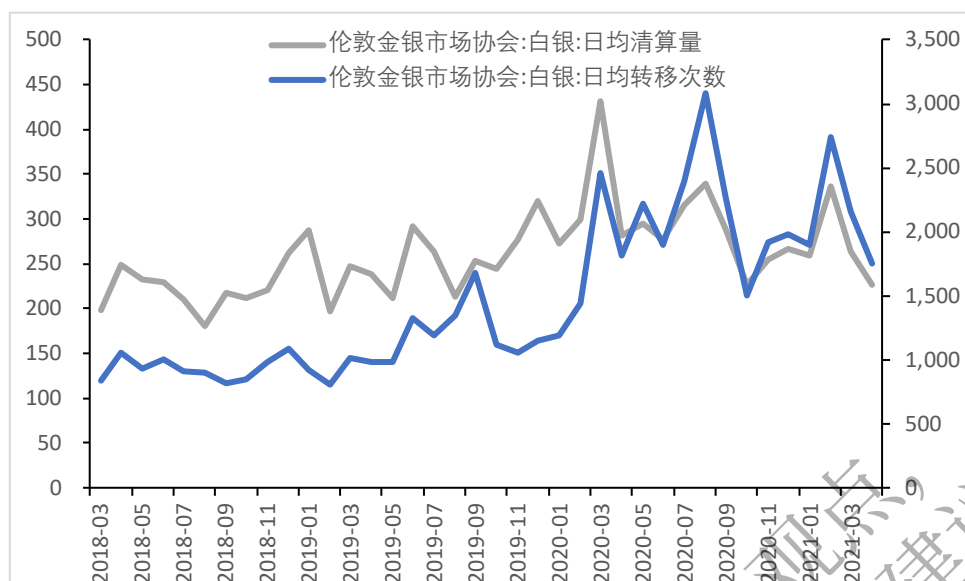


图 6-2 伦敦金银协会白银清算数据
数据来源：Wind，方正中期研究院整理

第七部分 技术分析

从 COMEX 白银周线级别的角度来看，目前白银走势以震荡偏强为主，价格区间在 27.1-30 美元/盎司，30 美元/盎司的压力较大，短期很难突破，27 美元/盎司附近支撑较强。从 MACD 的角度来看，目前 MACD 仍处于红柱走高的过程中，期价短期上涨动能有加速迹象，关注能否突破压力位。从沪银主力周线级别的走势来看，基本上在 5500-6000 元/千克的区间震荡，5700 元/千克附近的压力较大，关注短期突破情况，若遇阻回落可尝试做空。



图 7-1 COMEX 白银线
数据来源：博易大师、方正中期研究院



图 7-2 沪银周线

数据来源：博易大师、方正中期研究院

第八部分 结论及操作建议

我们认为下半年白银价格大概率以阶梯下行为主，外盘 22 美元/盎司附近支撑较强，主要原因在于我们认为白银价格的走势仍旧以跟随黄金为主，由于市场只有黄金的十分之一，其作为黄金的投机品依旧由金融属性主导价格，商品属性的强弱则决定了它的波动幅度，因此通胀预期与美联储货币政策预期对白银价格影响较大，美元指数和美债收益率直接影响白银价格走势，具体分析来看：

第一，目前看美联储转向在即，综合考虑美联储货币政策进行调整的关键因素，我们认为除了疫苗接种率和就业率仍有一定差距外，其他均已实现，而这两项数据恢复明显，故美联储的货币政策调整亦箭在弦上，而 6 月议息会议美联储态度转鹰，因此收紧货币的方向是确定的，只是时间点的选择问题；就美债收益率方面，影响十年期美债收益率变动的核心因素则是通胀预期和实际利率，在美国通胀数据连续创新高的情况下，美联储短期通胀的言论被证伪，我们认为十年期美债收益率在第三季度将会重拾强势行情，继续上升，压制所有风险资产走势；美元指数方面，其综合反映了美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，是美元与非美货币强弱的指标，就经济恢复来看，美国经济恢复表现好于欧洲，而且美联储已经在释放收紧货币政策的预期，下半年大概率进行缩减购债规模，完成货币政策转向第一步，美元指数下半年的看涨预期较为强烈，美元指数在 90 附近筑底成功后将会重回强势，2021 年涨至 94.7 上方的可能性依然比较大，白银在金融属性层面承压较大。

第二，商品属性方面，下半年国内白银市场将维持供需两旺的格局，但海外白银现货有所宽松，因此出口盈利窗口或将逐步关闭，国内下游工业仍有刚需支撑，而原材料价格上半年的大幅上涨影响了部分需求尤其是光伏行业的订单，在下半年将有所回补，尤其是光伏仍有抢装的预期，半导体行业景气度较高，其他工业金属大幅下跌的概率较低，商品属性的支撑仍存，但从投资方面来看贵金属整体投资热情回落，ETF 持仓和 COMEX 持仓均逐步下行，因此在商品属性层面对银价以提供部分支撑为主，难以主导价格走势。

综合来看，我们预计下半年外盘白银价格区间 22-30 美元/盎司，沪银价格区间在 4500-6200 元/千克，建议以逢高布局中长线空单为主。

附录 白银相关股票

证券简称	证券代码	最新价格	今年涨跌幅
潮宏基	002345.SZ	5.24	27.80%
金一文化	002721.SZ	3.09	-1.90%
老凤祥	600612.SH	52.97	16.85%
金洲慈航	000587.SZ	1.79	70.48%
盛达矿业	000603.SZ	12.59	-20.92%
银泰资源	000975.SZ	9.51	10.45%
恒邦股份	002237.SZ	11.49	-11.55%
金贵银业	002716.SZ	3.98	52.49%
江西铜业	600362.SH	22.38	12.18%
鹏欣资源	600490.SH	3.85	-16.67%
驰宏锌锗	600497.SH	4.31	-10.21%
豫光金铅	600531.SH	5.28	-10.66%
山东黄金	600547.SH	19.22	-18.63%
赤峰黄金	600988.SH	14.99	-16.30%
国芳集团	601086.SH	3.88	-8.71%
西部矿业	601168.SH	11.93	-3.63%

备注：数据截止 2021 年 6 月 30 日

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦7C	
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦11层	
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东南路360号2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号909室、906室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海南京北路营业部	上海市浦东新区南京北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路359号1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
广州营业部	广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有 限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，须注明出处为方正中期期货有限公司。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议