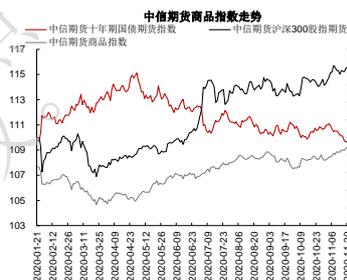


WSB 炒作后的银与金： 美国散户涌入白银事件分析及展望

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

WSB 涌入白银市场炒作失败的主要原因来自监管部门的遏止，而非基金机构的挤压。监管介入的主要原因是白银过度炒作将会威胁美国实体经济和金融市场稳定。对于后市的金银价格判断，我们认为在经济复苏期下，黄金将承压，白银将跟随黄金。



摘要：

主要观点： 数据显示，WSB 炒作白银失败的主要原因来自监管部门的遏止，而非基金机构的挤压。我们总结了 WSB 做多的三条逻辑：（1）通胀；（2）金银比；（3）绿色能源。分析发现 WSB 的逻辑忽视了黄金和白银的属性差异，白银缺少黄金拥有的“准货币”属性，因此 WSB 的逻辑并不成立。同时由于白银在实体经济的广泛应用，及美国金融经济占其 GDP 贡献的 30%以上，所以 WSB 的炒作行为必然会被监管层不断抑制。

对于后市，黄金方面，我们重申了自去年底年报就发布的黄金看空逻辑：（1）根据美林时钟模型，经济由衰退转向复苏期下，风险资产上涨，避险资产将承压。而黄金在美林时钟的转换过程中将首先体现金融属性，之后随着经济走向过热转向商品属性。因此 2021 年预期将随风险资产上涨而下跌，直到其转换为商品属性。（2）根据仅有的美联储出现负利率的经验，黄金由于参与者众多，更能体现市场预期，所以将领先于美联储削债和加息的前瞻性指引实现下跌过程，因此该根据情绪指标——投资需求去判断黄金拐点。而目前，指标说明黄金已经看空。

对于白银，我们采用了白银的供需平衡表推演。发现白银基本面向好带来供需平衡的逻辑前提是白银的投资需求稳定。2020 年由于疫情导致白银积累了超额的投资库存，如果贵金属价格出现下跌，白银的投资库存将被释放，导致其基本面情况逆转。所以白银在 2021 年的价格更多由黄金价格走势决定，因此也将偏空。

风险提示： 1. 地缘政治冲突导致金价上升；2. 再次出现抱团炒作等极端行为。

资产配置研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号 F3004355

投资咨询号 Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号 F3018552

投资咨询号 Z0013315

重要提示： 本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要:	1
一、事件回顾: WSB 论坛发帖激发白银投机情绪, CME 调保证金最终“一日游”	3
二、WSB 的主要逻辑: 通胀、金银比、环保应用	3
(一) WSB 论坛做多的三条逻辑与实施方法	3
(二) 对 WSB “抱团”分析要回答的三个问题	4
三、白银价格无法走向“月球”的原因分析	5
(一) WSB 炒作白银失败是因为监管层的干预	5
(二) 被监管层干预的理由——破坏实体经济和金融市场稳定	6
(三) 更深层次的理由: 黄金和白银的属性区别——三重性和二重性	10
四、未来形势判断: 黄金或持续承压, 白银要看黄金“脸色”	11
(一) 黄金或持续承压	11
(二) 白银或要看黄金“脸色”	15
五、风险提示	16
免责声明	16

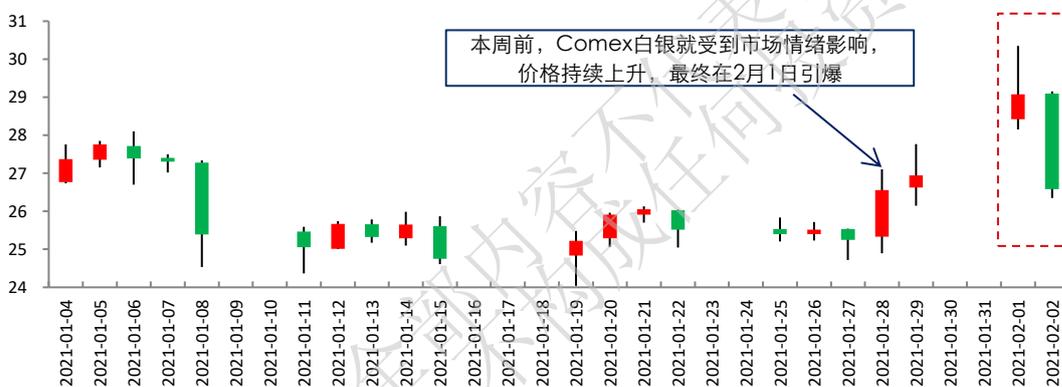
图目录

图表 1: Comex 白银期货价格 K 线图 (2021 年 1 月-2021 年 2 月 2 日)	3
图表 2: SLV 白银持仓规模和 Comex 白银投机头寸	6
图表 3: 伦敦银价、金银比价及 SLV 白银 ETF 持仓量	6
图表 4: 白银的工业用途及各白银需求比例	7
图表 5: 两次货币宽松下美国经济三大部门对本国 GDP 增长贡献 (2005 年 1 季度-2020 年 3 季度)	9
图表 6: 美联储货币政策在实体经济复苏和金融市场稳定的“权衡”	9
图表 7: 黄金的三重属性和白银的二重属性	10
图表 8: 贵金属的货币属性及金银比中枢演进过程	11
图表 9: 新冠疫情下的美林时钟推演	12
图表 10: 经济由衰退转向复苏时黄金的属性转换	12
图表 11: 2008 年次贷危机从降息、QE 至完全退出全过程 (2007 年 9 月-2015 年 12 月)	13
图表 12: 黄金投资需求: 全球 ETF 持有黄金总重量和总价值 (2010 年 11 月-2020 年 11 月)	14
图表 13: 国际主要黄金和白银 ETF 持有标的物数量和价值	14
图表 14: 白银供需平衡表	16

一、事件回顾：WSB 论坛发帖激发白银投机情绪，CME 调保证金最终“一日游”

近期白银出现极端行情。起因是 WallStreetBets 论坛有部分新帖称白银将成为“轧空”下一目标。受之前“轧空”游戏驿站事件的影响，白银价格自 1 月 28 日开始上涨，2 月 1 日出现“引爆”，Comex 白银价格由 28.425 上涨至 29.250 美元/盎司，涨幅 8.09%；沪银主力合约当日跳空高开 5654 上涨至 5939 元/克，涨幅 8.40%。创 2008 年以来最大涨幅。

图表 1：Comex 白银期货价格 K 线图（2021 年 1 月-2021 年 2 月 2 日）



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

然而，正在众多投资者为白银可能“登月”而群情激昂时，2 月 2 日早芝商所集团(CME Group)宣布，将白银期货交易的保证金提高 18%，从每份合约 1.4 万美元上调至 1.65 万美元，自 2 月 2 日起生效。对这一声明的解释是基于“对市场波动的正常评估，以确保足够的抵押品覆盖”。于是当日 comex 白银期货价格由开盘 29.095 跌至 26.780 元，下跌幅度-8.44%，两个交易日呈现出“一日游状态”，之后几日，白银持续下跌。

二、WSB 的主要逻辑：通胀、金银比、环保应用

（一）WSB 论坛做多的三条逻辑与实施方法

如果想分析 WSB 事件及之后的影响，首先要弄清其主要逻辑及方法。论坛中引用最高的“轧空”白银帖子声称：“白银市场是目前世界上被操控最严重的市场之一。通胀调整后，白银的价格应该是 1000 美元而不是 25 美元。为什么不将

白银类证券或者白银 ETF 的价格逼近到真实的实物价格？想象下这中间存在的收益空间。如果你不在乎收益，那就想一下大银行诸如 JP 摩根为什么这么做。任何纸面白银空头头寸都应被逼空。数据显示，大银行们都是通过操纵黄金和白银来弥补实际通胀的。”

“如果您对华尔街投行和对冲基金所作所为感到生气，那就买白银 SLV ETF。白银是世界上最短缺的资产，目前金银价格比为 70：1，白银价格相比其历史价格低太多。今天，它的使用却远超历史。由于金融操纵，白银价格受到压制。白银的公允价值约为 200 美元，目前仅 25 美元，短暂的空头挤压将使它变成 1000 美元。目前白银期货总规模是 1.4 万亿美元，但真实实物仅为期货规模的百分之一，实物白银总量其实少得多。我们可以买 SLV ETF 逼空，它是真实白银价格的追踪基金，而期货交易所不能因此关闭。”

我们将以上言论做归纳，可以得到美国“散户”做多白银的三个逻辑以及方法：

(1) **通胀逻辑**：白银价格与黄金同作为贵金属，参考黄金价格银价应该为 1000 美元/盎司，而非 25 美元/盎司。同时面对当前通胀预期，白银是对冲通胀加剧的首选。

(2) **金银比逻辑**：全球黄金与白银的可用数量之比为 1:10，但当前金银价格比为 1:70，历史上金银比远低于此值。这是以摩根大通为代表银行人为压制导致，还具有很大上涨空间。

(3) **绿色能源逻辑**：光伏及新能源汽车需要大量白银，因为白银作为导体导热元素的不可替代性。

WSB “轧空”白银的方法：不直接参与白银期货市场。目前白银实物远远低于白银期货的空单量。如果散户购买白银实物和实物标的 ETF 以及白银期权，那么如果 WSB 控制了实物，就会引发实物商“补货”循环，导致 Comex 市场库存下降，基金会在 Comex 期货市场回补多头头寸以弥补 ETF 空头损失，实现“轧空”。

（二）对 WSB “抱团”分析要回答的三个问题

如果我们想要判断白银炒作未来是否还会出现，就要回答三个问题：（1）如果没有 CME 的监管措施，散户抱团白银是否成功？（2）如果散户在白银市场“抱团”加剧，监管部门是否会加大力度？（3）WSB 散户看多白银的理由是否真正成立？第三个问题其实是回答白银能否持续上涨的关键。我们在接下来的部分围绕这些问题展开分析。

三、白银价格无法走向“月球”的原因分析

（一）WSB 炒作白银失败是因为监管层的干预

首先看第一个问题：如果没有监管层干预，散户抱团白银是否成功？

我们的答案是：从数据指标看是成功的。

从前一部分中对 WSB “轧空”方法的总结我们可以发现，散户炒作白银的方法是“围魏救赵”，在现货、ETF、期权市场做多使现货紧张，倒逼 Comex 期货市场降库存和补多单拉升价格进而打击空头。图表 1 和图表 2 展示了 WSB 散户参与白银市场后的情况，可以发现：

（1）**SLV 白银 ETF 持仓量明显上升**。数据显示，SLV 白银持仓量从 1 月初的 17378.01 吨上涨到 2 月 2 日的 21067.85 吨，涨 3689.84 吨，且在上周突然上升 1070.56 吨，说明确实有大批散户入现货市场购买。

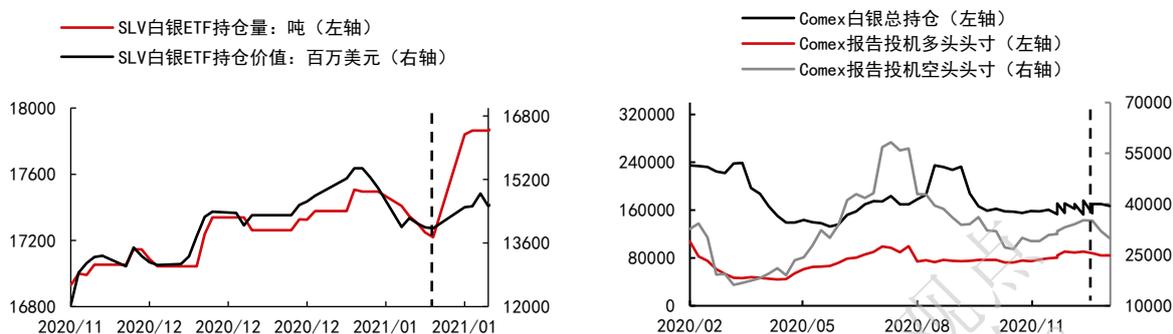
（2）**Comex 白银库存下降**。由 1 月 21 日的 398150608 盎司下降至 397392890 盎司，从原来上涨趋势转为下跌，说明确实出于实体需求向上预期，Comex 开始降库，而在 CME 监管价格下跌后库存又开始上升。

（3）**金银价格比值出现持续下降**。在 WSB 事件发生前两月，伦敦金银价比值在 75 左右，近 10 年来中位数在 70 左右。当 WSB 入场后，金银价格比迅速出现下跌，由 1 月 28 日的 73.54 迅速下跌至 2 月 1 日的 62.97。短短三个交易日内，下跌 10.57 个点，与 WSB 的金银比逻辑一致。

（4）**CFTC 持仓报告中投机空头下降，但投机多头没有上升**。根据 CFTC 持仓数据，白银投机多头由 84009 上升至 84444 张，微涨 435 张，而投机空头则由 32,007 张降至 29,984 张，跌 2023 张，最终投机净多头因空头持仓下降而上涨。这体现出 WSB 投机多头并未直接参与期货市场，但是基金空头方却不战而降。

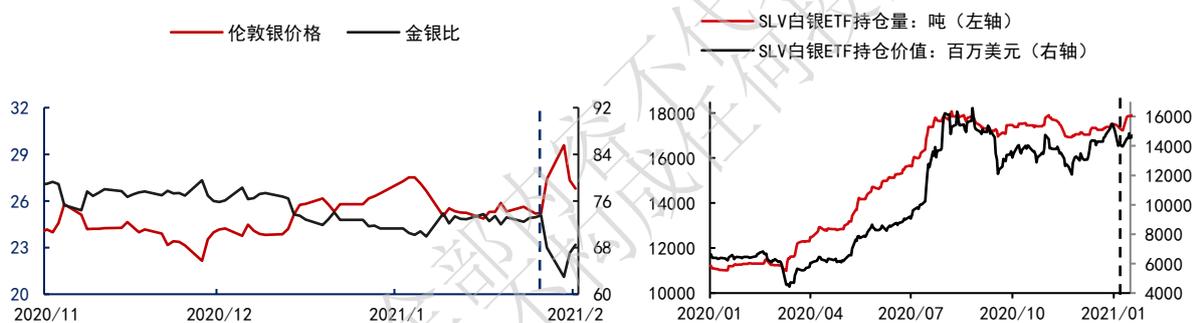
以上说明，如果不是监管介入，仅从数据看，WSB 对白银市场的“轧空”行为是较成功的。

图表 2：SLV 白银持仓规模和 Comex 白银投机头寸



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

图表 3：伦敦银价、金银比价及 SLV 白银 ETF 持仓量



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

（二）被监管层干预的理由——破坏实体经济和金融市场稳定

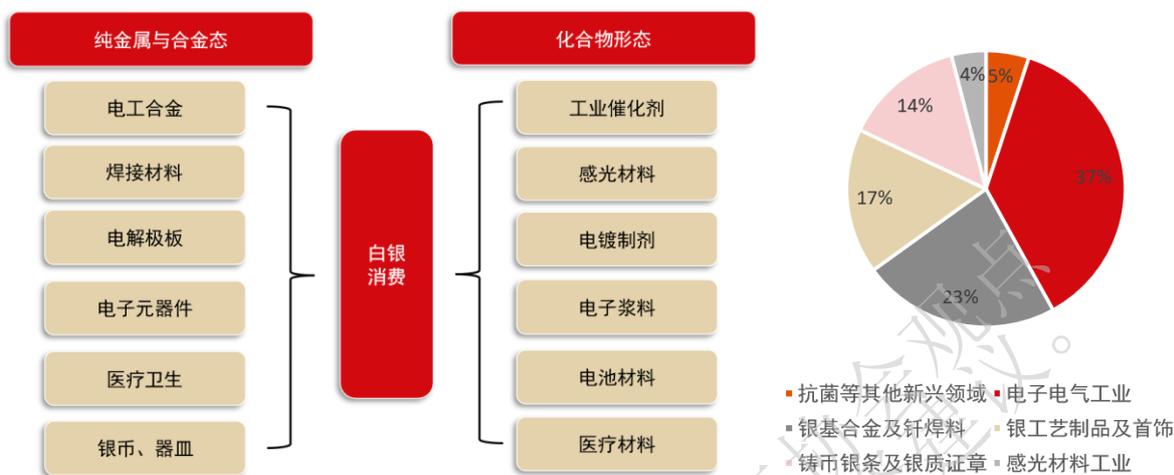
接着回答第二个问题：如果散户在白银市场“抱团”加剧，CME 市场是否会加大调控力度，限制白银价格？

我们的答案是：会，这也就变相否定了白银价格走向“月球”预期的可能。具体被限制的理由如下：

1. 白银作为光伏、新能源汽车及众多商品的工业原材料，价格注定无法走向“月球”

根据世界白银协会报告显示，白银的工业用途约占自身需求的 50%以上，这点与黄金有明显差异（图表 4），其被广泛的应用于电子器件、光伏、医疗卫生及工业生产领域。

图表 4：白银的工业用途及各白银需求比例



资料来源：同花顺 iFinD 世界白银协会 中信期货研究部

以最近火热的新能源汽车为例，根据世界白银协会报告统计，一辆内燃机（ICE）车辆消耗约 0.5-0.9 盎司（15-28 克）的银，白银在新能源汽车中常被用于制造传感器等重要车载电子元件，在电动车中白银使用量是普通燃油车 2 倍，一辆轻型汽车用银约为 0.8- 1.6 盎司（25-50 克）。白银用于整个汽车电子系统的电触点，而电子系统又主要用于开关，继电器，连接器，断路器和保险丝，这些部分其他金属很难替代。

如果白银价格真的如 WSB 预料的那样上涨到 200 美元/盎司或者 1000 美元/盎司，那么平均下来，每辆汽车的成本将上升 150 美元-1000 美元。或许对于一个汽车消费者而言这不算什么，但对于生产汽车的产业上游企业而言，这将产生及其巨大的影响。

而在光伏领域，银价上升更是会显著影响光伏产品的质量和成本。根据中国光伏行业协会统计，2011 年白银价格上涨至 48 美元时，该年光伏白银用量下降了 40%，同时光伏产品的质量出现了下降。

这主要是白银在光伏生产中不可替代的原因。在所有金属中，银的电阻率最低，这意味着传输中浪费的电能更少，其他材料很难与白银竞争。使用银的光伏面板的效率通常超过 15%，平均超过 17%。有些甚至可以达到 20% 以上的效率。而使用铜的光伏面板的太阳能发电效率仅约为 13%。如果使用其他替代材料，此比率可能更低，这是由于金属天然的电阻率决定的，无法通过技术创新改进。

较低的效率需要安装更多数量的面板作为补偿，以产生相同量的电能。数量更多的光伏面板可以抵消使用替代材料的廉价单位成本，但同样会提升光伏产

品的成本，还会使产品的质量下降，因为用户不得不安装更多的面板。

而且，使用其他金属替代白银还会出现光伏产品使用寿命下降的情况。由于粘合强度不足，使用其他金属诸如锡替代银应用于光伏电池也很困难，因为这将使电池的使用寿命下降。较短的使用寿命意味着用户将不得不更频繁地更换现有的光伏面板，这将使得新能源技术的吸引力下降。而更换和替代同样产生成本。例如，太阳能板制造中的标准金属化和共烧步骤不能用铜替代，这意味着光伏生产需要额外的处理步骤，以及昂贵的设备升级和额外的生产风险。

据此，如果白银价格真的上涨到所谓的“月球”，其对于光伏行业的打击将是巨大的，因此，WSB 论坛逻辑中的绿色能源理由反而成为了监管层限制银价暴涨的重要原因。

除此之外，白银还作为工业催化剂广泛地应用于各种商品生产领域。比如，银是环氧乙烷（EO）生产的催化剂。只有使用白银，才能以足够低的成本生产环氧乙烷。没有环氧乙烷，我们将没有聚氨酯用于建筑，船舶，床上用品和家具；没有聚酯，用于服装和聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET，塑料瓶的原料）；没有软化剂，用于软木，胶水，酪蛋白和纸；没有增塑剂，用于各种溶剂、化妆品、润滑剂……

综上所述，监管层抑制白银炒作符合当时美国经济复苏需要和实体经济的利益，因此是必然的结果。

2. 美国经济中金融经济相关约占 30%，抑制 WSB 炒作符合美国利益

美联储主席鲍威尔在本年首次议息会议新闻发布会上两次强调美联储的三个使命：（1）稳定物价；（2）充分就业（3）金融市场稳定（新增）。其中维护金融市场稳定是近年来新增的目标，这主要源自于美国经济结构的变化（图表 5）。

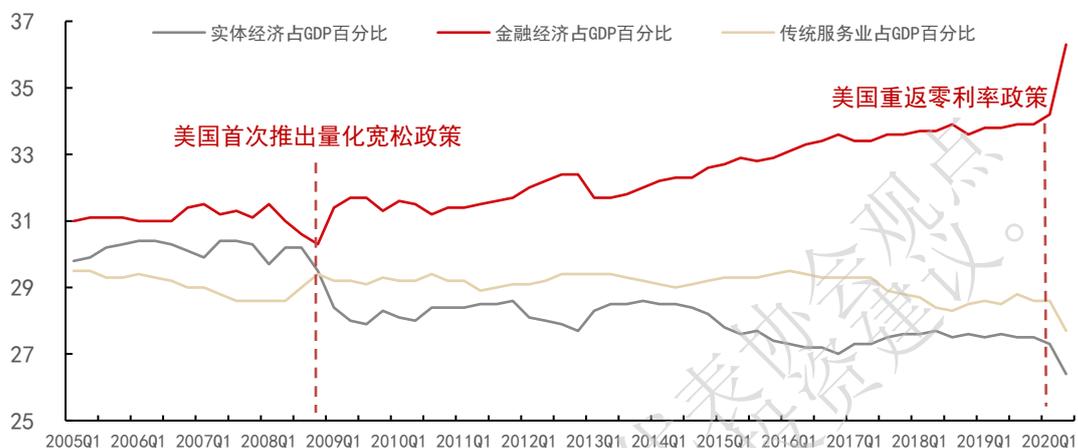
如图表 5 所示，美国三大部门（实体经济、金融经济、传统服务业）对美国 GDP 的贡献。自美国两次货币大放水后，对 GDP 提升最明显的，是金融经济，约占美国 GDP 贡献的 35%以上。这解释了为什么历任美国总统都积极维护美股，尽管美股已经连续暴涨了 10 年以上，并且因泡沫饱受争议。

上月美联储主席鲍威尔针对美股上涨是否是货币宽松时也声称，目前美股上涨主要源自经济复苏和疫苗落地“预期”。可见，维护美国股市健康和正向运转符合美国经济的利益（图表 6）。

而当 WSB 论坛引领散户四处“轧空”，引发美股下跌，衍生品市场波动时，其

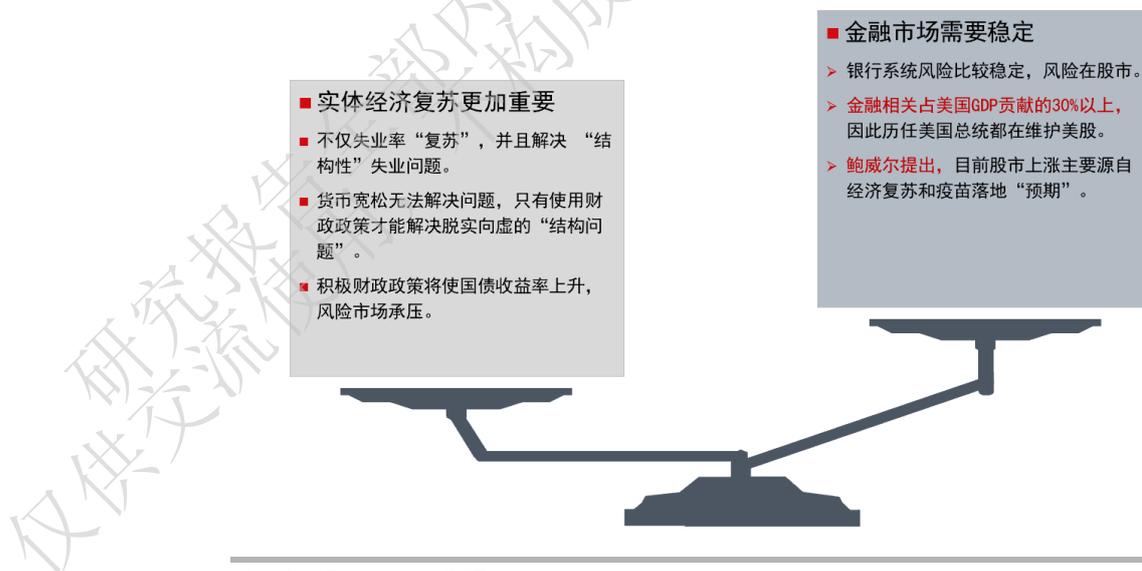
行为结果将动摇美国金融市场稳定（美联储的使命 3），进而影响美国经济复苏，这也是监管层无法接受的。因此，WSB 炒作模式必然会受到抑制。

图表 5：两次货币宽松下美国经济三大部门对本国 GDP 增长贡献（2005 年 1 季度-2020 年 3 季度）



资料来源：美国经济研究局（BEA） 中信期货研究部整理

图表 6：美联储货币政策在实体经济复苏和金融市场稳定的“权衡”



资料来源：中信期货研究部

综上，无论从实体经济发展角度，还是金融市场稳定角度，都解释了WSB 炒作以及白银价格所谓“登月”必然会因美国监管层的介入最终失败。

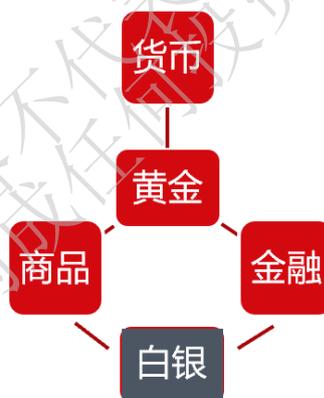
（三）更深层次的理由：黄金和白银的属性区别——三重性和二重性

最后分析第三个问题：WSB 散户看多白银的理由是否真正成立？

我们的答案是：不成立，他们混淆了黄金和白银的差别。

如图表 7 所示，黄金自身具备三重属性——货币、商品和金融。尽管布雷顿森林体系解体后，黄金已经不再与美元挂钩，但多年的金本位制度习惯使黄金仍然作为各国央行及国际货币结算组织的最后结算手段，因此仍然具有“准货币”属性。而因为黄金无法像纸币那样按需迅速发行，因此也就有了对冲美元信用风险、以及在风险资产出现危机时的避险功能。

图表 7：黄金的三重属性和白银的二重属性



资料来源：中信期货研究部

而再看白银，从图表 8 可以发现，上世纪 80 年代中，国际货币基金组织已经将白银剔除出了官方储备，所以白银相比黄金而言，是缺乏“准货币”属性的。因此我们总是可以看到，黄金价格上涨时白银总是追随黄金。

而 WSB 做多白银的关键在于，他们提出黄金与白银在世界的存量比是 1:10，而价格比却是：70:1。这里面有一个关键的假设前提，就是黄金和白银都是作为“准货币”存在的，隐含有一种潜在的汇率关系。但是，当白银失去了“准货币”的地位，同时其工业应用占其实际需求的 50%以上时，用一种“准货币”和“半工业原料”的地球存量去比较其价格，就是不适宜的了。从图表 8 我们也可以发现，当白银失去了“准货币”的地位后，金银比价格中枢也出现了下降。

图表 8：贵金属的货币属性及金银比中枢演进过程

时间	货币形式	金银比中枢	描述
公元前	银本位	1:2	国家规定比例
15-16世纪	金银复本位	5:1	国家规定比例
17-19世纪中叶	金银复本位	45:1	国家规定比例
19世纪末-20世纪20年代	金本位	45:1	世界主要国家抛弃白银作为货币
20世纪20年代至70年代末	布雷顿森林体系（后来瓦解）	45:1	金银逐渐都不再作为货币，但为官方储备
20世纪80年代中至今	信用货币，即纸币	70:1	20世纪80年代中期，IMF宣布白银不再作为官方储备

资料来源：CNKI 中信期货研究部

通过以上分析可以得出我们的结论：WSB 炒作白银的失败原因在于监管层的干预，而这种干预因为实体经济复苏和金融市场稳定的原因是必然的。同时，WSB 的炒作行为并不符合经济理论逻辑，实际是一种“乱象”。

四、未来形势判断：黄金或持续承压，白银要看黄金“脸色”

投资者目前最为关注的应该是未来白银和黄金的走势。我们的结论是：黄金因属性转换承压，白银要看黄金“脸色”。

（一）黄金或持续承压

首先看黄金，其实早在我们的贵金属年报《盈不可久，大道敛藏》中就已经提出了看空 2021 年黄金价格的理由，我们的观点主要基于黄金的三重属性和美林时钟模型推导，以及参考 2013 年美国退出量化过程的借鉴。在此重新回顾一下。

1. 美林时钟模型：复苏期下，黄金因避险资产属性承压

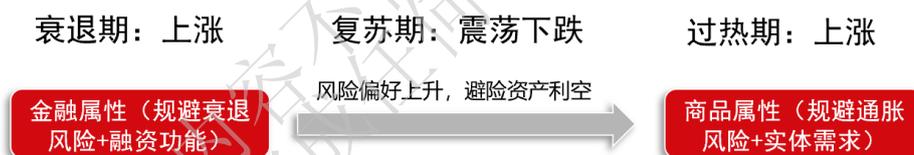
由于黄金由美元定价，所以金价主要考察美国经济。美国在复苏过程中的风险偏好与资产价格变化过程可以用美林时钟模型分析（图表 9），该模型以美联储的两个政策目标：经济增长和通货膨胀为目标变量，可以用来解释并推演此次疫情中的黄金属性转化和价格变化（图表 10）。

图表 9：新冠疫情下的美林时钟推演



资料来源：中信期货研究部

图表 10：经济由衰退转向复苏时黄金的属性转换



资料来源：中信期货研究部

2020 年疫情席卷全球，使世界经济进入**衰退期**（图表 9 左上），此时黄金体现金融属性。主要功能有两个：**规避衰退风险和融资功能**。当疫情刚开始时，美股暴跌，市场的杠杆头寸为了流动性开始卖出黄金，黄金与美股同跌，这是黄金实现融资功能的情况（货币和金融属性）；而当之后美联储不断释放流动性，疫情丝毫不见好转时，黄金则开始作为避险资产上涨，收益率表现明显强于风险资产，这体现了资金的避险需求（金融属性）。换句话说，2020 年黄金的上涨，更多来自于宽松环境下，风险资产向避险资产的转移。

而从 2020 年 8 月开始，随着疫苗研制实现突破以及美国大选逐渐落地，疫情得到控制的预期上升，此时美国经济则由**衰退期逐渐向复苏期转化**（图表 9 右上）。根据美林时钟理论，此时最优的资产配置将由避险资产向风险资产转移。此时黄金这类避险资产将承压。

当下经济所处的时期在**衰退到复苏的过渡阶段**。因此，我们或许会看到美联储声明与政府的刺激救助计划等措施为黄金带来短暂的利多，**但整体而言，我们认为经济复苏的节奏将随着风险偏好的不断上升使黄金价格不断下移，直到黄金重新恢复到自身的商品属性。**

2. 参考美联储 2013 年退出量化过程，黄金价格是美联储前瞻性指引的领先指标

我们认为，美国历史上可以借鉴的负利率情况仅有 2012 年因次贷危机量化宽松后这一次。参考该过程，黄金市场由于参与者众多，对市场情绪敏感，因此是美联储前瞻性指引和实际利率的领先指标，先于美联储政策发布下跌（图表 11）。

图表 11：2008 年次贷危机从降息、QE 至完全退出全过程（2007 年 9 月-2015 年 12 月）



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

从图表 11 可以发现，美国自 2008 年 12 月起正式将利率调整为 0~0.25%，之后经过了四轮 QE，于 2014 年 12 月宣布停止量化宽松，2015 年 12 月加息。但复苏过程中黄金价格见顶发生在 2013 年 1 月，其时点距离 2012 年 12 月第四轮 QE 仅过去 2 个月。而在黄金见顶下跌 6 个月后，2013 年 6 月的美联储议息会议上，时任美联储主席的伯南克才提出考虑退出 QE。2013 年，美国 QE 政策和零利率政策并未发生改变，但经济向好的预期使黄金承压，黄金全年收益率为-29.3%。

而到了 2014 年 12 月美国正式开始退出 QE 计划，黄金已从最高 1900 美元下跌至 1180 美元。美联储由 0 利率转为加息时，黄金已跌至 1100 美元左右。可以发现，复苏过程中黄金价格是作为美联储决议的先行指标存在，不能简单通过美联储的决议事后预测黄金价格的拐点。

我们发现可以尝试使用黄金的投资性需求指标——黄金 ETF 持仓验证经济复苏期时黄金价格是否到达拐点（图表 12）。黄金 ETF 代表了黄金的投资性需求，投资期限一般为长期，不太会因为价格的短暂波动改变。我们发现，2013 年美国经济进入复苏期，黄金出现趋势下跌前，全球黄金 ETF 持有黄金量出现了趋势拐点，由图表 12 可知，2012 年 12 月至 2013 年 4 月，全球黄金 ETF 黄金持有量出

现了历史最大跌幅。而 2020 年 11 月，全球黄金 ETF 持有黄金量也开始出现了类似于 2013 年的情况，出现历史第二大回撤，ETF 持有黄金量由 3878 吨下降至 3792.86 吨。这表明，黄金的价格走势或许已经类似于 2013 年经济复苏期的情况，价格已经开始提前反映复苏预期。

图表 12：黄金投资需求：全球 ETF 持有黄金总重量和总价值（2010 年 11 月-2020 年 11 月）

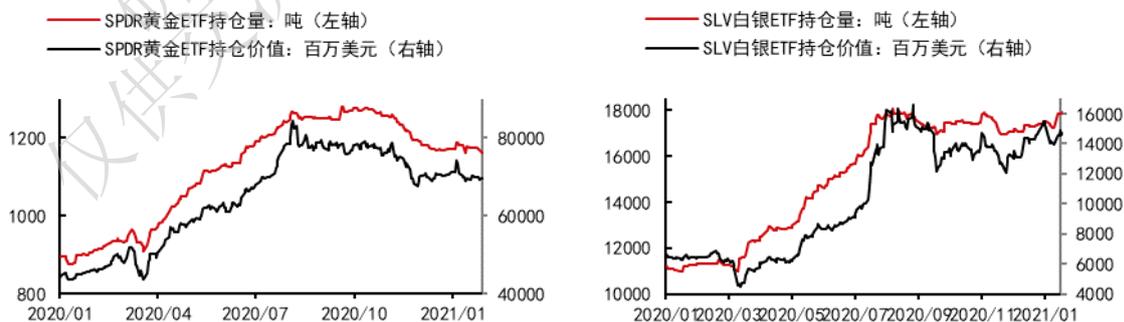


资料来源：世界黄金协会 中信期货研究部

而从最近的数据，世界最大黄金 ETF SPDR 的数据可以得到，近期黄金 ETF 持仓下降趋势仍在继续，白银 ETF 持仓有所波动，但上升趋势也已停止（图表 13）。

结合近期经济复苏情况，我们判断金价在 2021 年将呈偏空趋势。

图表 13：国际主要黄金和白银 ETF 持有标的物数量和价值



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究部

（二）白银或要看黄金“脸色”

尽管当下有对于白银商业基本面的各种向好预期，但我们认为，在 2021 年，白银的行情将更多基于黄金的走势。

这一判断基于供需平衡表的分析方法。如图表 14 所示，根据世界白银协会的数据判断，白银的总供给在 2020 年将会下降，由 2019 年的 1023Moz 下降至 978.1Moz，下降 44.9Moz，为 5%左右。

我们根据已知的信息对白银的供需情况进行极端假设。假设 2021 年供给情况最差，白银供给与 2020 年疫情期间一致，仍为 978.1Moz。**假设需求情况最好**，按照世界白银协会报告预估，白银珠宝需求和工业需求将在 2022 年恢复 2019 年的水平，我们假设 2021 年即可恢复。同时假设全球光伏的安装数量均与中国一致，光伏用银上涨 20%，再假设实物白银投资上升 20%，据此建立白银的供需平衡表。

从图表 14 可以发现，如果仅考虑供给极差需求极好的情况，那么白银的供给将产生 116.24Moz 的缺口，白银将出现价格上涨。**但是，交易所新增持有白银的数量却为我们的判断带来了不确定性。**

我们用全球主要白银 ETF 持仓变化的最新数据将供需平衡表的 2020 年数值补足，可以发现，2020 年全球白银交易所(ETPs)的白银持有头寸上升了 302.60Moz，这些白银的持有头寸可以理解为投资者的避险需求。这可以解释，如果仅从世界白银协会的商品基本面判断，2020 年的白银市场仍然是供过于求，但是价格却在 2020 年上涨 40%的原因。交易所新增的投资需求补足了白银供给过剩带来的需求缺口。

但是正如前文介绍的美林时钟模型，当 2021 年全球经济由衰退期转向复苏时，如果投资者的风险偏好上升，全球资产配置面临从避险资产转向风险资产的再配置。那么 2020 年新增的 302.60Moz 净投资库存就可能下降流入实体经济市场，其数量完全可以把 2021 年假设的极端供需缺口补足，甚至再次产生供过于求的局面，导致白银价格承压。

因此，对于 WSB 炒作之后的白银价格估计，主要来自于对黄金价格的判断。如果黄金价格能够维持，白银的避险需求持续，那么供给下降和需求上升确实可能使白银产生向上的动力。但是如果，黄金类避险资产价格因经济向好风险资产价格上升而承压（就像我们之前推断的那样），那么，在 2021 年白银供需偏紧甚至供小于求的情况就将不再成立。**所以，白银在 2021 年的价格，将更多地依赖于**

黄金价格的走势。

图表 14：白银供需平衡表

百万盎司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
总供给表											
矿产银	760.1	792.7	840.3	877.5	892.9	892.3	863.4	847.8	836.5	797.8	797.8
循环银	232.9	216	192.7	174.9	166.5	164.4	167.7	167.7	169.9	169.4	169.4
净对冲供给	11.9	-	-	10.7	2.2	-	-	-	15.7	10	10
官方净售银	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	978.1
总需求表											
工业用银	508.1	450.5	460.8	449.6	456.2	490.3	517.2	511.5	510.9	475.4	510.9
光伏应用	68.4	55	50.5	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	98.7	96.1	115.32
照相显影	61.6	52.5	45.8	43.6	41.2	37.8	35.1	34.2	33.7	30.5	33.7
珠宝需求	162.2	159.2	187.1	193.5	202.6	189.2	196.3	203.1	201.3	187.5	201.3
银质器皿	41.5	40.1	45.7	52.4	56.6	52.3	57.7	65.4	59.8	54.3	59.8
净实物投资	272	240.8	300.1	282.6	310.4	213.9	156.2	165.7	186.1	215.8	223.32
净对冲需求	-	40.4	29.3	-	-	12	2.1	8.4	-	-	na
总需求	1045.4	983.5	1068.9	1021.6	1067	995.5	964.7	988.3	991.8	963.4	1144.34
市场平衡表	-35.7	28.9	-34.2	42.6	-4.4	62.3	67.5	28.5	31.3	14.7	-166.24
交易所持有量变化	-18.9	53.6	4.6	-0.5	-17.2	50.9	6.8	-22.3	81.7	302.60	???
去除交易所投资后剩余	-16.9	-24.7	-38.8	43.1	12.8	11.3	60.7	50.8	-50.4	-287.90	???
伦敦银价格	35.12	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	26.48	???

资料来源：世界白银协会 Bloomberg 中信期货研究部

五、风险提示

1. 地缘政治冲突导致金价上升。
2. 再次出现抱团炒作等极端行为。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货

有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此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。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826