



深圳金汇期货经纪有限公司

NONFEMET COMMODITES & FUIURES
AGENCT CO.,LTD

Nonfemet

Nonfemet

Nonfemet

Nonfemet

Nonfemet

Nonfemet

白银：供需双向排挤，后市难有大表现

观点综述：

备受关注的人民币贬值风波逐渐消散，贵金属市场的关注点重新回到美国经济数据和美联储加息。美国经济增长和就业市场的表现，令市场众多投资者追捧美元资产。当前美国处于经济稳步增长、通胀缓慢上涨的阶段，从中长期看，风险资产的预期回报率都在提高，这使得白银这类无息资产的吸引力黯然失色。白银的投资需求，遭遇工业需求和投资需求的双重挑战。从目前美国低通胀情况、全球经济疲弱以及国际金融市场动荡加剧等局面，都使得9月加息变得更为谨慎。可以想象的是，随着价格的暴跌、库存的减少，一旦9月份美联储利率会议声明没有出现加息的决议，那么，白银很可能会迎来一波反弹。但总体而言，熊市节奏依旧是白银市场的主基调。

报告日期：

2015-9-11

报告类型：

投资报告

贵金属分析师：

唐琴

联系电话：

0755-83472566

联系邮箱：

tangqin@szjhqh.com



以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼

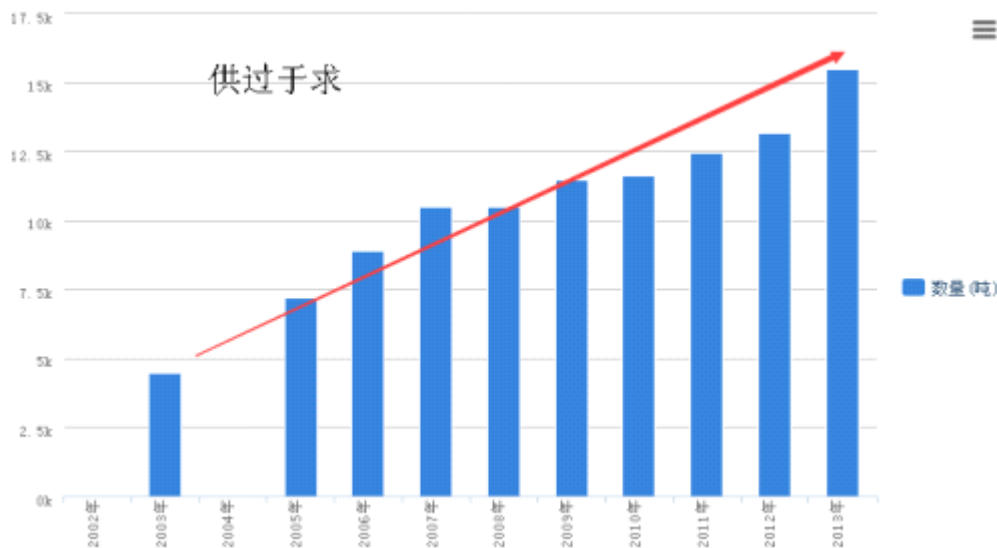
网址www.szjhqh.com



白银供过于求，价格受抑制

从白银的供需结构观察，供给在持续增加。国际白银市场从2007 年开始就一直处于供应过剩状态。2009 年，全球白银过剩量扩大。国内白银产量持续增加，白银过剩的情况在一定时期内难以改变。由于全球约2/3 的白银与铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属伴生，只有1/3 的银为独立矿床，产量主要来源于贱金属矿产的副产银。而目前全球性经济普遍低迷，基本金属产量不会大幅提升，但白银市场供应过剩的局面延续。

图1 国内白银年度产量



数据来源：中国白银投资网

全球经济不景气，工业用银不济

白银需求关键来源于两方面，一是与黄金类似，作为金融类工具被投资。自金融危机以来，银币银章消费迅猛增，从而导致银价一路走强，这体现的就是它的金融属性。再就是白银作为工业原材料被广泛运用于电子、光伏等制造业，工业需求占全球白银总需求的一半以上。近几年来，全球经济陷入低迷，工业用银受抑制，也主要是工业属性在起作用。

白银整体走势大体追随着黄金。但是，在现货需求层面，结构化的特征也决定了二者的不同。对于黄金而言，50%以上的现货需求来源于珠宝首饰，其中在很大程度上来自于印度和中国的需求。与黄金不同，白银有超过一半的现货需求来源于工业，因此制造业 PMI 对于白银实物需求的引领作用较为明显。

从地域性来看，中国、美国和日欧是全球白银工业需求方的最大贡献者。因此，中美欧的经济增长状况及其制造业活跃程度直接影响白银的工业需求及价格。金融危机以来，全球经济增速持续走低。全球经济不景气，制造业低迷，直接导致白银作为工业原料的萎靡。汤森路透 GFMS 数据显示，工业制造用白银需求从2013 年的 5.8 亿盎司下降到2014 年的 5.77 亿盎司。可以从数据看出，工业制造的白银需求在持续下降，而实物白银投资则自 2006 年至 2008 年翻番。当时实物白银投资需求只是工业应用需求的 14%，但 2012 至 2014 年则增加到了 33%。

中国 8 月制造业 PMI 跌至三年低位，加剧了市场对中国经济放缓的担忧。数据显示，中国 8 月制造业采购经理指数 (PMI) 小幅回落至 49.7，预期 49.7，前值 50.0，为时隔半年来首次跌破 50 荣枯线，创 2012 年 8 月以来新低。美国 ISM 制造业活动指数也跌至两年低位，给美联储 9 月加息再度蒙上阴影。数据显示，美国 8 月供应管理协会 (ISM) 制造业活动增速趋缓至两年多最低点，8 月全国制造业活动指数从上月的 52.7 降至 51.1，创 2013 年 5 月以来最低。欧元区 8 月制造业采购经理人指数 (PMI) 终值为 52.3。欧元区两大经济体制造业 PMI 终值走势明显分化，法国加速下滑，德国创 16 个月新高。第二季度欧元区 GDP 季度环比零增长，年

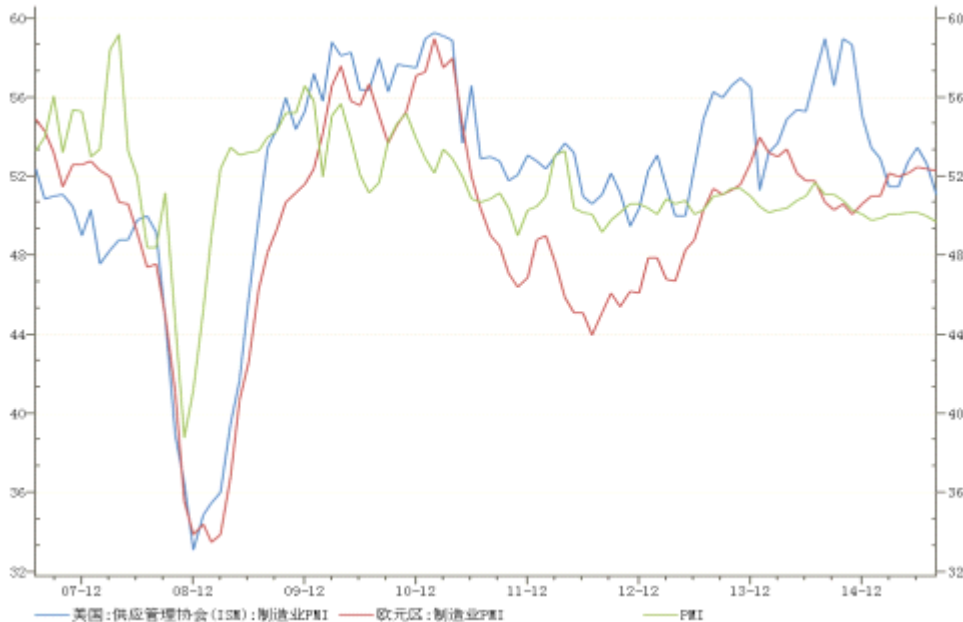
以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



同比增长 0.7%。GDP 远超预期，白银短线拉升。这体现出白银的商品属性得到较大提振。值得注意的是，近期白银走势越来越表现出较强的工业属性特征。未来几个月全球非美经济体疲软的现象延续，将限制白银工业需求的增长，继续施压银价。

图 2 中美欧制造业 PMI 走势图



数据来源：金汇期货、Wind

投资需求平平，回暖需消息面配合

因美联储收紧政策的因素继续施压银价，利空压制导致投资买兴平平。珀斯铸币局经营着澳大利亚唯一一家黄金冶炼厂。澳大利亚则是仅次于中国的全球第二大黄金生产国。珀斯铸币局最新数据显示，8 月其黄金和白银的销量较 7 月有所放缓，不过相较今年上半年的大部分月份，依然有非常明显的增长。8 月珀斯铸币局的银币销量环比下降 5.2%，同比下降 13.6%。今年至今，珀斯铸币局的总的白银销量达到了 4265350 盎司，同比下降 11.6%。

与澳洲消费不济所不同的是，8 月美国鹰银币销量达到了 490 万盎司，全年销量已经达到了 3200 万盎司，同比增长 14%。印度 8 月进口的白银量甚至达到了 900 吨，是今年以来第二强的月份，今年至今的总进口量已经达到 4900 吨，同比增长 50%。土耳其 8 月份白银进口环比出现暴增近 5 倍。然而，白银有主导性需求来自工业方面，而正是这一领域需求受到抑制，因此，即便实物零售需求的强劲也难以提振走弱的银价。

9 月 4 日 CFTC 发布的报告显示，投机者持有的白银净多头增加 1914 手合约，至净多头 17472 手合约，表明投机者看多白银的意愿进一步增强。ETF 持仓方面，截至 9 月 10 日，全球最大的白银 ETF——iShares Silver Trust 的持仓量为 10017.19 吨，8 月以来加速减持，至今共减持 158.34 吨。投资者对于银价的预期亦不甚乐观。

图 3 SLV 白银持仓量走势图

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



数据来源：金汇期货、Wind

金银比高企，白银弱势尽显

黄金、白银的价格走势总体比较接近，但在一定情况下也会出现差异。金银比是用来描述黄金、白银价格走势相对强弱的重要指标之一。历史规律来看，金银比一般在 0.4-0.8 区间内震荡；均值在 0.6 附近。目前，金银比价逼近 0.8，也就是区间上沿，这显示出白银的疲弱。这主要因为白银工业用途大于黄金，而中国及欧日需求放缓忧虑对白银打压严重。再者，避险资金进入金市和需求的结构性差异导致金银比价上涨。换个角度说，金银比高企，白银弱势尽显。

图 4 COMEX 金价/COMEX 银价走势图



数据来源：金汇期货、博弈大师

COMEX 高库存减缓，或有反弹需求

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



从白银商品属性的视角来探讨银价后市走势。商品价格的本质是要回归到供求关系上来的。2008 年以来, COMEX 白银库存和白银价格的历史统计数据来看, 整体是呈现此消彼长的一个负相关关系。白银库存高, 意味着市场上对白银的需求不足, 从而容易导致白银价格下跌; 当白银库存逐渐减少的时候, 意味着市场上对白银的需求很强劲, 供不应求的局面就促使白银价格上涨。

从目前 COMEX 的白银库存来看, 高企的库存开始出现减缓的迹象。库存同比的下降, 一方面显示生产企业的交货不积极; 另一方面, 也暴露出下游消费疲弱的现象有所减缓。从这点上来说, 如果有消息面配合, 不排除白银后市将出现一定程度的反弹。

图 5 COMEX 白银库存走势图



数据来源: 金汇期货、Wind

结论

V

对于影响金银走势的整个宏观面来看, 依旧是利空的。眼下市场关注的核心是美国 9 月是否加息。从目前美国低通胀情况、全球经济疲弱以及国际金融市场动荡加剧等局面, 都使得 9 月加息变得更为谨慎。可以想象的是, 随着价格的暴跌、库存的减少, 一旦 9 月份美联储利率会议声明没有出现加息的决议, 那么, 白银很可能会迎来一波反弹。但总体而言, 熊市节奏依旧是白银市场的主基调。

技术上看, 自今年 6 月开始, 白银价格就一直受 100 日均线 and MA200 日均线的压制, 且并未出现积极的上破, 下行趋势明显。目前银价运行区间是 13.9-15 美元区间内。预计, 在美联储 FOMC 会议之前, 将维持在这个区间内震荡。如果 9 月利率决议加息的概率比较低, 但如果靴子落地, 那么白银有望迎来新一轮的下跌, 跌破 14 美元是轻而易举。如果加息再次顺延, 加上各种基本面多空交织, 预计反弹有可能突破 15.6 美元的阻力位。

因此, 在 9 月 16-17 日的 FOMC 会议前, 投资者操作需保持谨慎。思路依然维持空头策略不变; 中短线交易依托当前的交投区间波动操作为主。

以上资料仅用作实际交易之参考, 本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体, 但是来源与数据未经独立验证, 严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此, 金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话: 0755 83472566 地址: 深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



深圳金汇期货经纪有限公司

NONFEMET COMMODITES & FUIURES
AGENCT CO.,LTD

Nonfemet Nonfemet Nonfemet Nonfemet Nonfemet



以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话: 0755 83472566 地址: 深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com