

## 求真 细节 科技 无界

## 白银：调整蓄力后将继续上行

混沌天成研究院

宏观组

联系人：赵旭初

☎：15652071001

✉：zhaoxc@chaosqh.com

从业资格号：F3066629

## 观点概述：

商品研究中成本支撑价格的逻辑是在于价格长期位于成本线以下会有大量的产能因此关停，从而对商品的供给产生影响，供给减少带动价格上行，但是白银不一样，白银的库存是天量，且受生产成本影响的供给产能占矿产银总产能仅 25%左右，因此用生产成本去衡量银价并不合理。

流动性紧张叠加疫情和原油大跌导致的通胀低迷是近期贵金属大跌的原因，而随着欧美央行宽松政策的出台，最近流动性紧张有所缓解，通胀预期开始企稳，带动了贵金属的反弹。

流动性危机面临，中长期应该站在央行一边，美联储在这一轮危机当中表现了远超 08 年的决心与意志，随着天量的流动性逐渐传导到市场当中来，以及美国财政赤字的扩张施压美元指数，黄金、白银长期看涨，投资者可逢低布局远月贵金属多单。

但是与 11 年白银的大牛市不同，这一轮白银的库存是天量，工业需求的低迷也使得白银在底部区间震荡多年，若无明显的去库行为发生，白银只会作为低配版黄金，跟随黄金上涨，不会有大幅超出黄金的表现，金银比会有小幅修复，但朝向多年均值即 60-80 区间回归的可能性不大。

## 风险提示：

原油进一步深跌带动通胀预期下滑，疫情加速扩散导致全面经济危机，再次引发全资产抛售的现象。

混沌天成期货研究院



## 一、生产成本对白银价格带来支撑？

对于白银的触底反弹，市场上近期有一种观点是生产成本带来的支撑推动了白银的触底，具体的出处则是来自于 GFMS（世界白银协会）的年报当中的估算，按照世界白银协会的估算，白银的生产方式主要为伴生矿和主产矿两种，其中以白银为主要开采金属的矿区占每年白银的供给约为 25%。

图表 1：白银生产来源

SILVER OUTPUT BY SOURCE METAL					
(million ounces)	2017 Output	% of Total	2018 Output	% of Total	Change y-o-y
Primary	240.9	27%	224.0	26%	-7%
Gold	102.0	12%	104.1	13%	2%
Lead/Zinc	329.9	38%	322.8	38%	-2%
Copper	199.5	23%	200.8	23%	1%
Other	4.6	0%	4.0	0%	-13%

Source: GFMS, Refinitiv

数据来源：GFMS, 混沌天成研究院

白银作为伴生矿的生产成本已经分摊到其他主产品当中，因此在计算中其现金成本体现为负数，而过去三年以白银为主要开采金属的矿场总现金成本（TCC）是 8 美元/盎司左右，而考虑了资本开支之后（TCC+Capex）之后则为 11 美元/盎司上下。

图表 2：白银生产成本

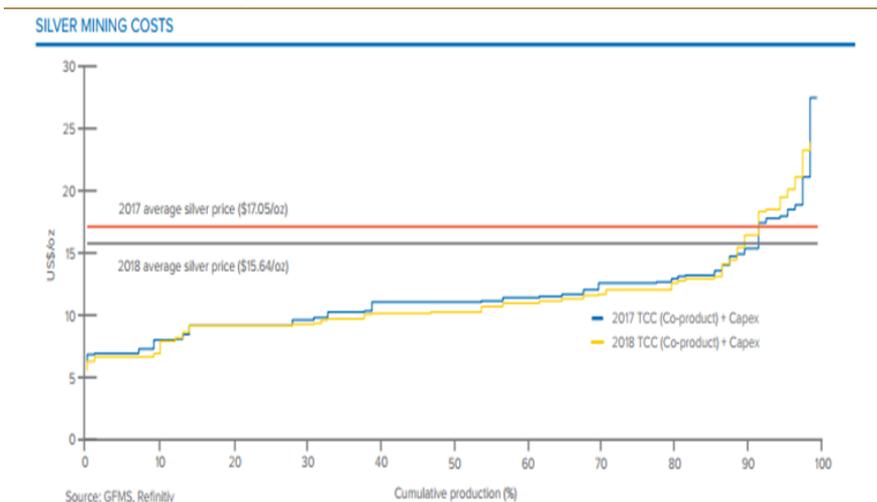
SILVER MINE PRODUCTION COSTS			
(US\$/oz unless stated)	2016	2017	2018
TCC (by-product)	-4.25	-9.46	-4.95
TCC (co-product)	8.77	8.08	8.01
TCC (co-product) + Capex	11.21	10.54	10.37
Average Silver Price	17.14	17.05	15.64
Sample Size (Moz)	318.0	296.6	271.1

Source: GFMS, Refinitiv

数据来源：GFMS, 混沌天成研究院

如果观察主产白银的矿商的价格产能曲线来看，当白银跌破 12 美元/盎司则会有 20% 的矿商关门，如果跌破 10 美元/盎司的话，则会有 60% 的矿商关门，因此 11 美元附近会是白银的强力支撑。而从过去的价格上来看似乎也印证了这一成本支撑位置，这也是生产成本支撑白银反弹观点的来由。

图表 3：白银价格产能曲线

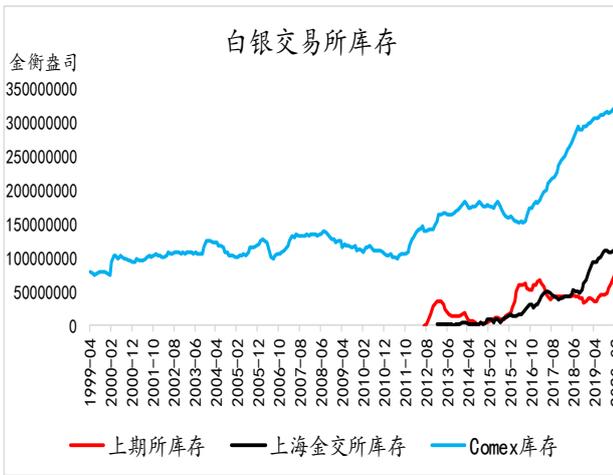


数据来源：GFMS, 混沌天成研究院

不过，我们对这一观点并不是非常认可，商品研究中成本支撑价格的逻辑是在于价格长期位于成本线以下会有大量的产能因此关停，从而对商品的供给产生影响，供给减少从而带动价格上行，但是白银不一样，白银的库存是天量。

主要交易所的白银库存是 5 亿盎司，而按照世界白银协会的估计，除了民间藏银外，全球全球可辨认（一般意味着可用于交易）的实物白银持有机构可分为工业机构、政府、交易所、交易所交易产品和监管人窖藏（LBMA 会员持有白银就是这一类）五大类，其白银的总持有量约 24 亿盎司。

图表 4: 白银交易所库存



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 5: 白银地面库存估算



数据来源: GFMS, 混沌天成研究院

24 亿盎司意味着在需求和其他供给因素不变的情况下, 如果全部矿产银停掉, 白银的地面库存可供全球 3 年使用, 如果只是全部的主产银停掉, 24 亿盎司则可供全球 12 年使用, 因此白银受价格而关停的产能对白银的供给来说影响有限。

图表 6: 白银供需平衡表

世界白银供需平衡表 (百万盎司) by GFMS										
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
矿山产银	717.3	753	758.3	791.7	823.3	867.8	893.7	893.4	876.9	855.7
政府净投资	15.6	44.2	12	7.4	7.9					
再生银	200.6	227.2	261.2	253.8	191.2	167.4	150.2	151.8	153.8	151.3
净套期保值供给	-17.4	50.4	12.2	-47.1	-34.8	16.8	7.8	-19.4	1.9	-2.8
总供给	916.1	1074.8	1043.7	1005.8	987.6	1052	1051.7	1025.8	1032.6	1004.2
珠宝首饰	176.9	190	191.5	186.7	219.7	227.3	223.3	205	209.1	212.5
银币银条	79.6	174.1	211.7	161.2	240.7	233.6	293.6	207.8	151.1	181.2
银器	53.2	51.9	47.5	43.8	59.3	61.2	63.2	52.4	57.6	61.1
工业制造	528.2	633.8	653	600.1	604.6	596.3	582.6	576.8	585.8	578.6
实体需求合计	837.9	1049.8	1103.7	991.8	1124.3	1118.4	1162.8	1030.2	998.4	1033.5
供需缺口	78.2	25	-60	14	-136.6	-66.4	-111.1	-4.4	34.2	-29.3
当年银价 (美元/盎司)	14.67	20.19	35.12	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71
ETF库存	156.9	129.5	-24	55.3	2.5	1.4	-17.8	49.8	2.4	-20.3
交易所库存	-15.3	-7.4	12.2	62.2	8.8	-5.3	12.6	79.8	51.5	71.2

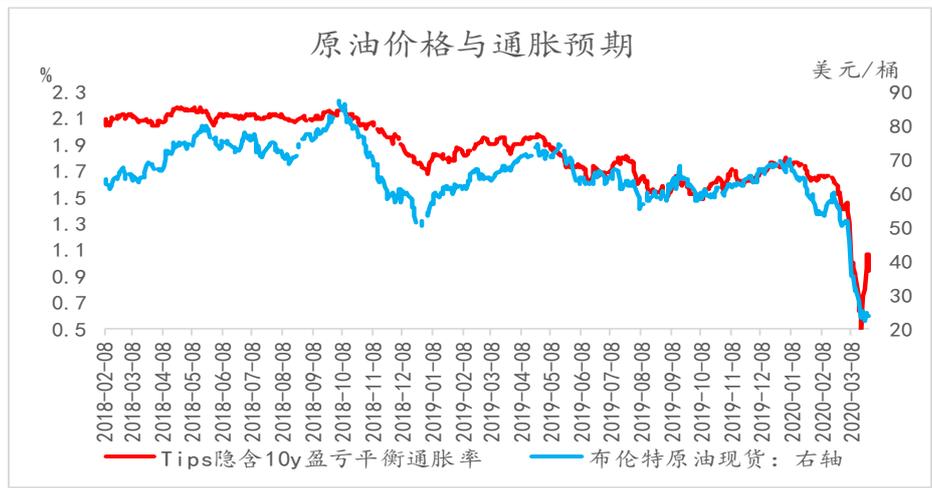
数据来源: GFMS, 混沌天成研究院

## 二、流动性缓解才是主因

本轮白银和黄金在持续近一个月的下跌行情中, 总共有两个方面的驱动, 一是原油大跌导致

的通胀预期大幅下滑，而疫情导致的需求低迷进一步强化了通缩的预期，二是市场流动性紧张，各类资产均遭到抛售，黄金、白银等贵金属也不例外，这一阶段仅有美元指数保持强势上涨势头。

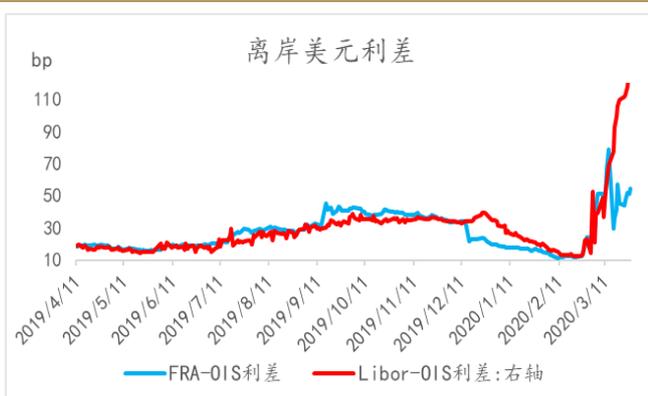
图表 7：原油价格与通胀预期



数据来源：Wind, 混沌天成研究院

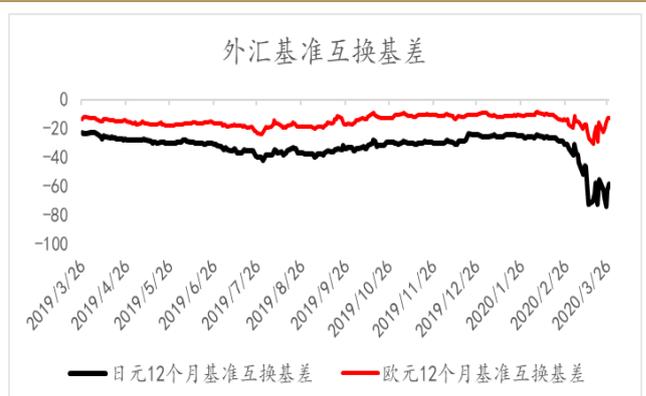
而针对流动性的问题，3月16日，美联储宣布紧急降息100bp至零利率，同时启动7000亿美元的QE计划，并且加强与海外央行的货币互换操作，以缓解离岸市场的流动性紧张情况，3月23日更是宣布将会按照市场需求提供无限制的QE操作，反应美元需求的各类利差指标也从3月19日开始陆续缓解。

图表 8：离岸美元利差



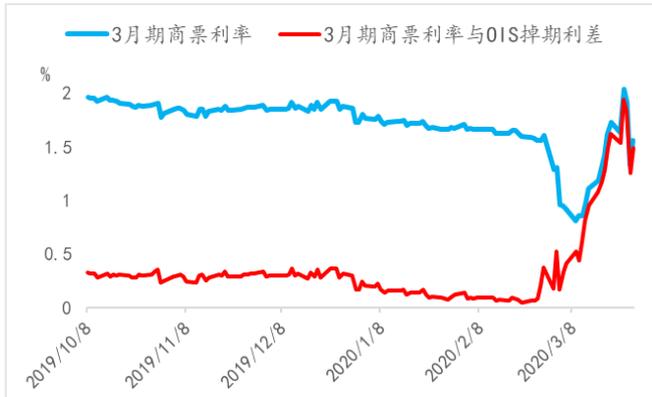
数据来源：WIND, 混沌天成研究院

图表 9：外汇基准互换基差



数据来源：WIND, 混沌天成研究院

图表 10: 3 月期商票利差



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

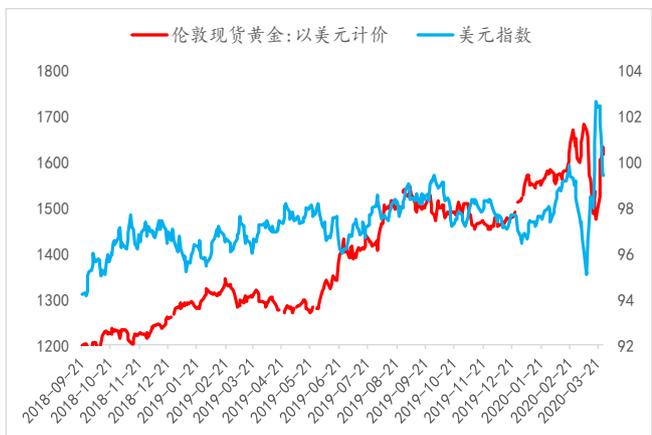
图表 11: 美企业债利差



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

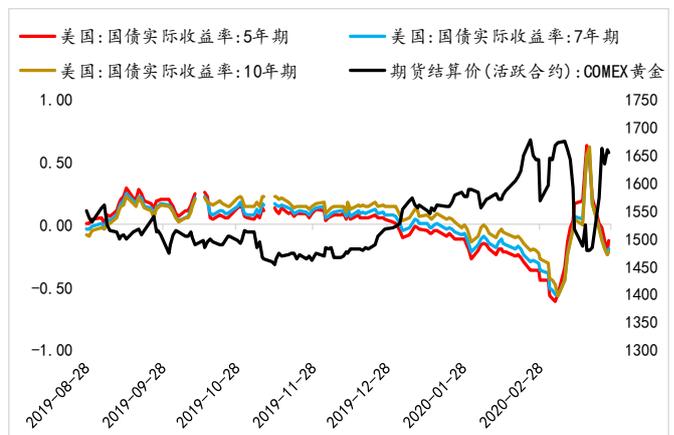
随着流动性紧张的缓解, 美元指数也是在 3 月 20 日触顶回落, 贵金属开始回到对冲实际利率下滑的逻辑当中来, 因此全线反弹。

图表 12: 美元指数



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 13: 美实际利率走势



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

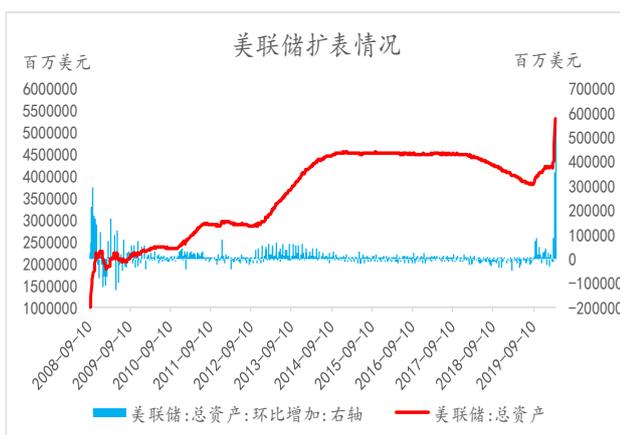
### 三、看好白银作为低配版黄金的长期上行动力

考虑到近期贵金属大幅反弹, 以及黄金现货断货, 近月被逼空的现象出现, 这说明市场做多情绪极度高涨, 我们认为短期内流动性紧张缓解带来的利好已经被相对充分计价。而原油价格战仍在

持续，疫情扩散导致的经济需求低迷使得短期内通胀无大幅上升的动力，且宽松政策的充分传导需要时日，流动性紧张程度目前仅是缓解而非消除，贵金属短期需震荡调整进行蓄力。

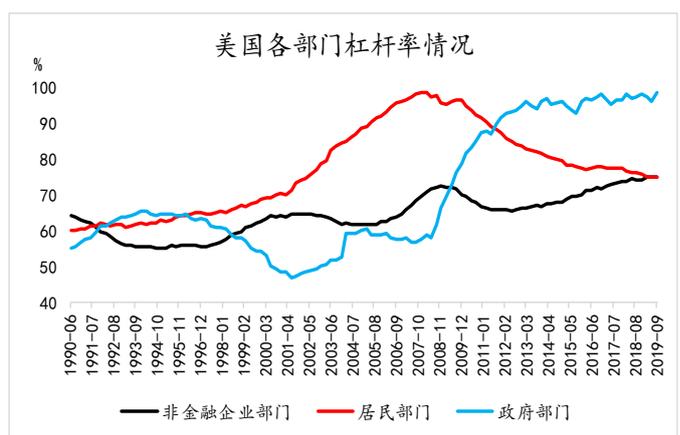
不过美联储在这一轮危机当中表现了远超 08 年的决心与意志，流动性危机面前，中长期需要站在央行一边，央行的决心与实力是决定流动性危机能否消除的关键，随着天量的流动性逐渐传导到市场当中来，贵金属将会迎来中长期的上行动力，而除货币刺激以外，各国财政刺激也逐渐提上日程，美国国会刚刚通过高达 2 万亿美元的财政刺激方案，这意味着美国的财政赤字状况进一步恶化，中长期也将会施压美元利好黄金，而白银作为低配版黄金，我们看好其中长期跟随黄金上涨的动力，投资者可考虑逢低布局白银远月多单。

图表 14：美联储扩表速度已经超 08 年



数据来源：WIND，混沌天成研究院

图表 15：财政刺激将加重政府债务负担，施压美元



数据来源：WIND，混沌天成研究院

而与 11 年白银的大牛市不同，这一轮白银的库存是天量，工业需求的低迷也使得白银在底部区间震荡多年，若无明显的去库行为发生，金银比充其量会有修复，朝向多年均值即 60-80 区间回归的可能性不大，在当前白银库存高企的情况下，白银不会有大幅度超出黄金的上涨表现。

图表 16: 白银库存与银价



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

图表 17: 伦敦现货金银比



数据来源: WIND, 混沌天成研究院

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 联系我们

##### 混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

##### 公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 3 号楼 A 区 2701-2710 室

联系电话：0755-23998230

##### 上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 2 号楼 702 室

联系电话：021-61838622-801

##### 北京分公司

地址：北京市丰台区广安路 9 号国投财富广场 3 号楼 12A11-12A15 室

联系电话：010-63397961

##### 云南分公司

地址：云南省昆明市环城南路 777 号昆钢大厦 12 层 E+F 单元

联系电话：0871-64100979

##### 湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路 468 号时代财富中心 18 层（5）办号

联系电话：027-85610809

##### 四川分公司

地址：四川省成都市武侯区人民南路四段上善国际 2002/2003

联系电话：028-83221309

##### 南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路 38 号永鑫大厦 5 楼

联系电话：0771-5553516

##### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路 37 号财富金融中心 2 幢 12 层 05、06 单元

联系电话：0571-86050331

##### 混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 826 号 904 室

联系电话：021-61063216

##### 混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 1500 号东方大厦 1002c-2 室

联系电话：021-58810170

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200

---