

五矿期货重庆营业部

作者：夏佳栋 彭玉梅

报告要点：

解构白银：实际利率与金银比。白银兼具金融属性与商品属性，价格走势与黄金、铜高度相关，根据历史数据测算，白银与黄金的相关性为88.8%，与铜的相关性为86%。当前白银价格仍然受金融属性主导，与黄金相同，主要依据实际利率判断趋势方向，但白银升势略滞后于实际利率，且二者变化幅度存在不匹配；金银比主要受到需求周期与白银自身产业供需的影响，金银比与铜价走势存在较高相关性。

金银比影响因素简析：（1）全球制造业需求周期主导金银比波动周期；（2）白银自身产业供需情况决定金银比中枢位置，同时需考虑黄金的货币属性与避险属性影响；（3）白银因其商品属性，本身波动性就高于黄金，金银比也受到二者波动性差异的影响。

金银比历史走势回顾：下行驱动主要来自于经济复苏或货币总量扩张。回顾历史上金银比出现大幅变化时期，在经济恶化且美联储开始放宽货币政策时，黄金表现显著优于白银，金银比大幅上升；在宽松货币政策推出一段时间后的经济复苏期，白银表现显著优于黄金，金银比大幅下降。此外，在美联储两轮的量化宽松期，货币总量扩张推升通胀预期，金银比显著下行。

金银比展望：根据前文分析，对于金银比的判断可以归纳为：产业供需决定长期中枢，全球制造业需求周期决定波动周期，经济复苏与货币总量扩张构成下行驱动。产业供需方面，供不应求叠加低库存水平将支撑白银价格，使得金银比中枢进一步回落；波动周期方面，金银比下降意味着全球制造业需求抬升，当前海外主要经济体仍未进入衰退，全球的复苏周期还需要等待；驱动方面，中国经济周期领先于世界主要经济体，并且中国也是白银的第一大工业消费国，因此中国复苏有望成为金银比下行的先行驱动。

解构白银：实际利率与金银比

金融属性主导价格

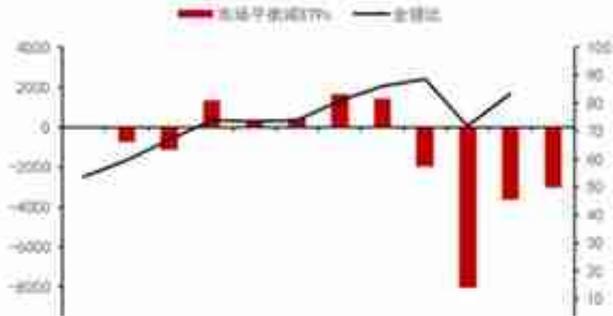
趋势方向，工业属性影响金银比变动

白银兼具金融属性与商品属性，价格走势与黄金、铜高度相关，根据历史数据测算，白银与黄金的相关性为88.8%，与铜的相关性为86%；近年来，白银与黄金的相关性略有下降，白银与铜的相关性略有上升，白银的工业属性逐渐增强。当前白银价格仍然受金融属性主导，与黄金相同，主要依据实际利率判断趋势方向；白银相比黄金在工业上的应用更为广泛，且白银本身的波动性高于黄金，因此金银比可以衡量白银与黄金之间的差别。

图3: 金银比与全球PMI (右轴, 逆序)



图4: 白银全球供需平衡 (吨) 与金银比 (右轴)



金银比历史走势回顾

(1) 2003年11月—2004年4月初，始于复苏，终于高通胀下的紧缩预期

美联储降息操作结束，经济逐渐复苏，2003年7月失业率见顶后开始回落，PMI也站上50荣枯线上方，金银比在复苏周期中得到修复；2004年4月开始，CPI快速攀升，5月美联储议息会议上提及走高的通胀数据，在此期间市场因通胀高企而预期货币政策紧缩，4月金银比快速升高，随后6月议息会议开启加息周期。本轮金银比的修复处于经济复苏期，货币政策维持宽松并且经济数据持续好转，高通胀引发的紧缩预期终止了本轮修复。

(2) 2008年8月-2008年12月，危机+宽货币下金银比恶化，需等待经济数据止跌

美联储快速降息期，次贷危机影响扩散，PMI在2008年7月至2008年12月期间持续下降，由50降至33.1；失业率从9月开始快速攀升，最高达到10%。危机期间美联储推出大幅宽松货币政策救市，在实体经济仍在持续恶化的过程中，黄金跌幅相对有限并且更早上涨，金银比迅速恶化。在危机发生期间，美联储宽松货币政策推出后白银也难以立即上涨，还需等待危机底部确认。

(3) 2010年8月-2011年4月，货币总量扩张推升通胀预期，金银比得到大幅修复

2008年12月议息会议将联邦基金利率降至0-0.25%水平后，美联储于2008年12月-2010年3月实施QE1，2010年11月-2011年6月实施QE2，2012年9月-2014年10月实施QE3。金银比在QE1与QE2期间得到快速大幅修复。PMI自2009年年初后快速回升，2009年8月即回到荣枯线上方，在经济复苏过程中金银比也有所回落，但后续的大幅扩表则贡献了金银比的主要修复行情。

(4) 2020年2月-2020年3月，危机+宽货币下金银比恶化，但修复时间有所提前

2020年年初新冠疫情冲击类似于2008年危机，经济迅速大幅恶化，美联储也于2020年3月迅速推出超宽松货币政策。2月-3月疫情仍在发酵的情况下，因不确定性高、市场风险偏好处于低水平等，金银比大幅提升。但此轮美联储在3月将联邦基金利率降至0的同时即推出了量化宽松，也使得金银比在经济见底之前就开始修复。

(5) 2020年3月-2020年8月，经济复苏+通胀预期共同拉低金银比

新冠疫情对经济的影响迅速，恢复也较为迅速，2020年4月PMI见底后即开始回升。该区间内经济逐渐复苏与货币放量下的通胀预期攀升共同推动了金银比的修复。