

行业点评

有色金属

历次金银比修复下的白银行情

2019年08月12日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
有色金属	-0.20	3.32	-5.98
沪深300	-4.60	-2.60	6.71

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

18373169614

相关报告

- 1 《有色金属:有色金属行业2019年7月份报告:看多黄金、白银、铜价格走势》 2019-08-09
- 2 《有色金属:有色金属行业点评(四):看好新一轮库存周期下的有色金属行情》 2019-08-06
- 3 《有色金属:白银行业点评:静待白银行情的启动》 2019-07-15

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
盛达矿业	0.60	23.53	0.60	23.53	0.70	20.17	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 历次金银比修复行情均呈现白银价格的暴涨: 1980年以来主要有1986.10-1988.6、1991.2-1994.4、1995.3-1998.3、2003.6-2006.9、2008.12-2011.5、2016.3-2016.8共六次金银比修复行情,均呈现出白银价格的暴涨现象,我们看好本轮的金银比修复下的白银行情。
- 金银比的修复往往发生在全球经济触底回升时期: 1980年以来的六次重要的金银比修复行情均处于全球经济增速回落、并触底回升期间,从2000年以来的三次的金银比修复和PMI经济周期的表现中,我们发现金银比的修复往往处于PMI触底回升的区域。主要由于(1)从供需关系看,经济回落期往往对应着较弱的白银需求,随后的回升期对应着较强的工业需求的拉动,同时大概率将驱动库存的下行。(2)从金融属性来看,全球经济增速回落期往往是弱势美元时期,贵金属在此阶段往往具有良好的上涨行情。
- 看好本轮金银比修复行情下的白银价格: 本轮的金银比从2019年7月份的92逐渐修复至2019年8月10日的88,目前仍在高位。基于未来弱势美元的趋势、金银比仍在高位、全球经济处于触底回升阶段的触底阶段等判断,我们认为本轮的金银比修复行情将持续,继续看多未来白银价格,本轮修复行情有望持续至经济弱复苏的2020年度。建议关注盛达矿业。
- 风险提示: 美联储降息节奏放缓;全球通胀继续走弱,进入通缩周期;白银需求走弱;基建周期节奏走弱。

1 历次金银比修复下的白银行情

本篇是白银系列的第二篇，在此前的《静待白银行情的启动》报告中，我们分析了白银的基本研究框架，本篇我们回溯历史上金银比的修复行情。

我们发现白银的库存在近年来出现大幅攀升，从2016年6月份的1.53亿盎司上升至2019年8月份的3.10亿盎司，增长幅度为103%。目前的白银库存上升速率变缓，但仍处于较高位置，对未来白银库存是否会下降从而催化白银价格的继续攀升，这是我们的担忧。我们回溯历史金银比的修复中库存、经济周期、黄金周期的变化，希望得到启发。在之前的报告中我们统计的是历史上重要的四次金银比行情，本次我们增加了两次修复行情的统计。（仅统计历史金银比从75以上开始的修复行情）

一、1986年10月到1988年7月的金银比修复行情中，黄金价格处于先上升后下跌的震荡期，美元处于加息周期，美元指数保持弱势，本轮行情下白银价格涨幅20%。

二、1991年2月到1994年4月的金银比修复行情中，1992年9月份库存2.74亿盎司（占据当年度白银供给7.38亿盎司的27%，世界白银协会数据），库存在1993年11月份才开始出现下跌，在金银比修复行情结束的1994年4月份库存下降至2.39亿盎司（占据1994年供给7.80亿盎司的31%）。黄金价格由于美国实行紧缩银根政策处于熊市中，美元处于降息周期，美元指数保持震荡，本轮行情下白银价格涨幅53%。

三、1995年3月到1998年3月的金银比修复行情中，库存从2.64亿盎司（占据1995年供给7.82亿盎司的34%）下降到0.89亿盎司（占据1998年供给8.41亿盎司的11%），库存的下降和金银比的修复几乎同步，整体库存是先下降再抬升，最后下降。黄金价格由于美国实行紧缩银根政策处于熊市中，美元处于降息周期，美元指数保持强势，本轮行情下白银价格涨幅48%。

四、2003年6月到2006年9月的金银比修复行情中，库存从1.06亿盎司（占据2003年供给8.82亿盎司的12%）先行上升，波动后最后略微下降到1.04亿盎司（占据2006年供给9.26亿盎司的11%），在金银比的修复中库存并无明显的下跌，反而在起始出现了库存的上升。黄金价格处于上升行情中，美元处于加息周期，美元指数保持弱势，本轮行情下白银价格涨幅183%。

五、2008年12月到2011年5月的金银比修复行情中，库存从1.29亿盎司（占据2008年供给9.15亿盎司的14%）下降到1.02亿盎司（占据2011年供给10.04亿盎司的10%），库存的下降提前于金银比修复4个月。黄金价格处于上升行情中，美元处于降息周期，美元指数保持震荡略弱势（实际利率快速下跌期），本轮行情下白银价格涨幅341%。

六、2016年3月到2016年8月的金银比修复行情中，库存从1.53亿盎司（占据2016年供给10.26亿盎司的15%）先下降再上升到1.53亿盎司，库存的下降提前金银比修复9个月。黄金位于加息预期放缓（美联储基准利率从2015年12月份的0.5%直到2016年度12月15日才加25个基点至0.75%）、弱势美元引发的上涨周期，本轮行情下白银价格涨幅37%。

表 1：1980 年以来金银比修复行情比较 1

时间	修复周期 (月)	修复前金银比	修复后金银比	期间金价涨幅	期间银价涨幅
1986.10-1988.6	21	76	68	7%	20%
1991.2-1994.4	14	99	67	6%	53%
1995.3-1998.3	36	84	45	-20%	48%
2003.6-2006.9	39	81	49	70%	183%
2008.12-2011.5	18	78	35	98%	341%
2016.3-2016.8	5	82	66	10%	37%
2019.7-?	?	92	?	?	?

资料来源：wind，财富证券

备注：白银价格采用伦敦现货白银，时间区间按照每月 1 号计算

表 2：1980 年以来金银比修复行情比较 2

时间	库存起点 (亿盎司)	库存终点 (亿盎司)	库存与金银比修复时间	美元周期	黄金周期
1986.10-1988.6	—	—	—	加息，弱势美元	黄金震荡期
1991.2-1994.4	2.74	2.39	库存下降滞后修复启动 33 个月	降息，震荡美元	黄金熊市
1995.3-1998.3	2.64	0.89	库存的下降与修复启动几乎同步	略降息，强势美元	黄金熊市
2003.6-2006.9	1.06	1.04	库存变动滞后于修复启动 3 个月，库存先攀升后略下降	加息，弱势美元	黄金上升周期
2008.12-2011.5	1.29	1.02	库存下降提前修复启动 4 个月	降息，震荡略弱势美元	黄金上升周期
2016.3-2016.8	1.53	1.53	库存下降提前修复启动 9 个月（先降后升）	加息放缓，偏弱美元	黄金上升周期

资料来源：wind，财富证券

备注：白银价格采用伦敦现货白银，时间区间按照每月 1 号计算

1991 年 2 月份的库存采用 1992 年 9 月份的数据，库存均采用 Comex 白银的库存数据

2 看好此轮金银比修复下的白银价格

历史上几次重要的金银比例修复行情中白银价格均呈现暴涨现象，我们认为主要有以下几个原因：(1) 白银的市场较小，全球白银按照当前 10 亿盎司左右的供需量（按照 2018 年度均价 15.7 美元/盎司），对应 1000 亿元的市场。而黄金 2018 年度 4671 吨的产量对应约 12.6 万亿的市场空间（按照 2018 年度均价 270 元/克），市场较大。白银较小的市场容易受到资金的影响；(2) 白银的投资需求弹性大，从白银 ETF 持仓数据来看，2018 年度为 16500 吨，占据 2018 白银供给 10.04 亿盎司的 58%。黄金的重要的 ETF 持仓 2018 年度为 1361 吨，占据全年供给的 29%，较高占比的 ETF 持仓表明其投资需求弹性大。

我们复盘六次金银比修复行情发现，白银的库存从 1992 年 9 月的 2.74 亿盎司（占据

当年度白银供给 7.38 亿盎司的 27%)，经历了 8 年左右的回调，在 2000 年下降到 0.75 亿盎司。库存的快速回调主要是当时处于全球电子信息产业快速发展时期，白银需求旺盛。2016 年度以来的库存堆积主要是需求较弱导致的，未来有望在 5G 等电子行业、光伏、新能源汽车等行业的带动下迎来需求的增长，带动库存下行。

从历史上来看，金银比修复往往在弱势美元周期（金融属性），但是出现过一次不一致的情况。1995 年 3 月到 1998 年 3 月的金银比修复行情中，是降息下的强势美元周期，处于黄金熊市。当时正处于美国电子信息产业高速发展期，带动美国经济高速增长，导致美元指数处于强势地位，其金融属性不利于白银价格的上涨；但是电子信息等需求快速拉动了白银库存的下行，白银的商品属性占据主导地位，仍出现了金银比的修复。同时降息、加息周期并不明显影响金银比的修复，我们认为这体现了白银依赖于美元信用、美元经济的金融属性，而美联储的降息、加息只是针对经济活动采取的常规操作。对于未来的美元指数运行趋势，鉴于目前美国长端、短端利率的倒挂、实际利率下行等，暗示美元指数未来有望呈现弱势表现。同时从历史上看，美联储大幅降息后的美元指数往往呈现弱势表现，2019 年 7 月份美联储降息一次，市场预期未来仍有较多次数降息。综合来看，我们认为未来有望步入弱势美元时期。

我们发现 2017 年至 2018 年的金银比在 70-80 的历史高位区间，却没有引发金银比的修复，可能有以下原因：(1) 从供需角度分析，2018 年以来全球 PMI 处于下行周期，白银的工业需求增速放缓，库存累计，压制了价格上涨带来的金银比修复。(2) 从金融属性分析，彼时美元指数较为强势，贵金属的价格被压制，较难出现白银价格上涨的金银比修复行情。(3) 从投资需求分析，从 2013 年以来白银价格和 ETF 持仓变化趋势来看，两者变动趋势往往相互催化，2017-2018 年度的 ETF 持仓总体处于下行的状态，难以和白银的价格形成相互催化。

图 1：白银价格与 EFT 持仓变化



资料来源：wind，财富证券

图 2：美元指数、美联储基准利率



资料来源：wind，财富证券

六次重要的金银比修复行情均处于全球经济增速回落、并触底回升期间，从 2000 年

以来的三次的金银比修复和 PMI 经济周期的表现中，我们发现金银比的修复往往处于 PMI 触底回升的区域。我们认为主要有以下几个原因：（1）从供需关系看，经济回落期往往对应着较弱的白银需求，随后的回升期对应着较强的工业需求的拉动，同时大概率将驱动库存的下行。（2）从金融属性来看，全球经济增速回落期往往是弱势美元时期，贵金属在此阶段往往具有良好的上涨行情。

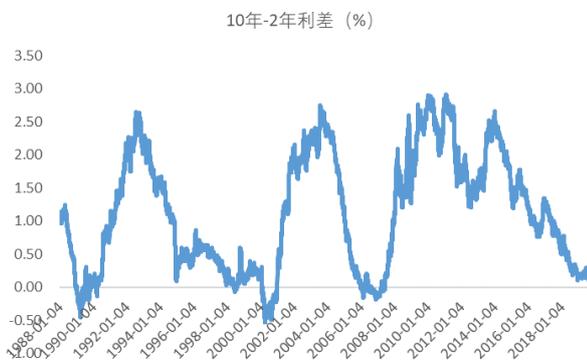
表 3： 库存周期和 PMI、PPI 的启动时间比较

时间拐点	PMI 低点	PPI 低点	库存周期启动时间
2005	2005.7	2006.4	2006.6
2008	2008.10	2009.5	2009.9
2012	2012.8	2012.9	2013.5
2016	2015.11	2015.11	2016.6
2019	?	?	?

资料来源：wind，财富证券

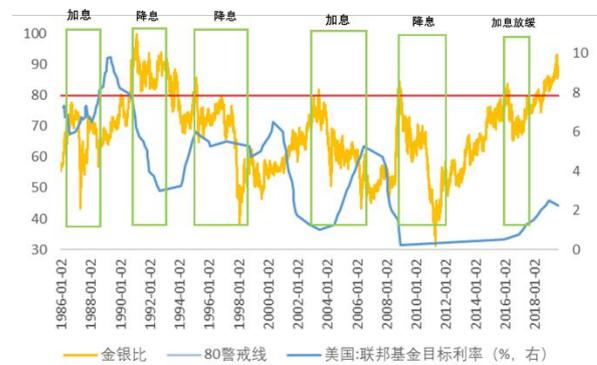
备注：白银价格采用伦敦现货白银，时间区间按照每月1号计算

图 3： 美国长短端利差变化



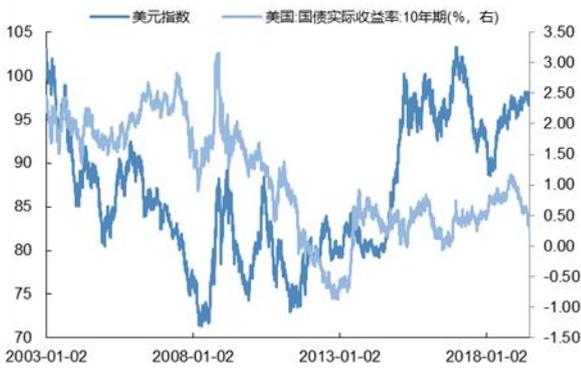
资料来源：wind，财富证券

图 4： 美国历史加息降息周期和金银比的修复



资料来源：wind，财富证券

图 5：美元指数和实际利率的变动时间



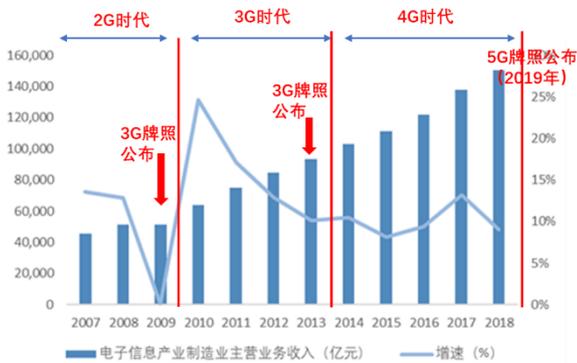
资料来源：wind，财富证券

图 6：美联储目标利率和美元指数



资料来源：wind，财富证券

图 7：电子信息产业制造业营收变化



资料来源：wind，财富证券

图 8：全球 PMI 指数和大宗商品价格



资料来源：wind，财富证券

图 9：历次金银比修复时的经济周期



资料来源：wind，财富证券

图 10：2000 年以来金银比修复和 PMI 经济周期



资料来源：wind，财富证券

回溯历史上几次金银比行情，我们发现库存的下降不是行情修复的必要条件，库存有时提前于金银比的修复而下降，有时滞后于金银比的修复，有时库存在整个修复行情中变化不大。白银的库存的修复往往在全球经济的拐点处，截止 2019 年 8 月 8 日的白银

库存仍在高位，但是目前库存的变化速率已经变缓，结合未来可能的经济回暖引发的需求白银需求攀升，库存有望在随后步入下行。对于未来白银需求的回暖我们有以下理由：

(1) 从全球库存周期来看，我们认为本轮库存周期从 2016 年 6 月启动，截止 2019 年 7 月份经历了 37 个月，从时间区间看，和历史上的 37.5 个月的平均周期吻合较好。按照库存先行指标 PMI、PPI 的运行，我们认为 2020Q1 底有望开启新一轮库存周期，将会带动白银的工业需求。(2) 从 IMF 的报告来看，预计 2019 年全球经济增速为 3.1%，2020 年度略回升至 3.2%，认为 2020 年度经济有弱复苏。(3) 同时从中观角度，白银的工业需求中电子行业需求占比最大，按照国内电子信息行业制造业产业营收变化，在 2G 到 3G、3G 到 4G 的换挡期后的电子行业迎来高增长，2019 年度国内颁发了 5G 牌照，2020 年开始的电子信息行业制造业营收增速有望反弹，带动白银的工业需求。光伏需求预计 2020 年度继续保持较高增速，拉动白银的工业需求。从供给角度，近 3 年全球白银供给均是呈现负增长，根据世界白银协会的预测，2019 年度白银原矿产量下降 2%。我们认为白银的供给难以扩张，供需变化的向好主要依赖于需求的增长。

金银比从 2019 年 7 月份的 92 逐渐修复至 2019 年 8 月 10 日的 88，目前仍在高位。基于未来弱势美元的趋势、金银比仍在高位、全球经济处于触底回升阶段的触底阶段等观点，我们认为此轮的金银比修复行情将持续，继续看多未来白银价格，本轮修复行情有望持续至经济弱复苏的 2020 年度。建议关注盛达矿业。

3 风险提示

美联储降息节奏放缓；全球通胀继续走弱，进入通缩周期；白银需求走弱；基钦周期节奏走弱。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438