

黄金行业深度研究报告

推荐 (首次)

当我们谈金银比时，我们谈些什么？

- **50 年金银比价复盘：**因为 1944-1970 年间布雷顿森林体系依然存在，因此黄金和美元的比价基本保持稳定，在白银价格逐步上涨的背景下，金银比逐步走低。1971 年以前金银价格更多受到政府政策行为的干预，因此对于金银比的研究将主要从 1971 年以后开始。如果将金银比连续的上涨和下跌阶段作为一个周期，我们可以分时间周期来研究金银比。
- **金银比代表什么？**金银比=黄金价格/白银价格，而黄金具有极强的金融属性和极微小的商品属性，白银兼具金融和商品属性，因此两者的比值实际是可以看作剔除了金融属性，因此金银比实际上可以看作一个具备商品属性的指标。通过对比发现，金银比价其实和白银的库存具有高度的正相关关系，也即金银比价走高时更多地对应白银供需平衡的恶化，而金银比修复对应白银供需逐步走向短缺。
- **白银的研究逻辑：**（1）白银虽然是一种商品，但是确实一种特殊的商品，因为具备贵金属的特征，因此具备投资价值，因此其需求会受到价格和市场情绪的影响。而这部分需求是不确定的，投资性需求有时候可能为负，也即市场上投机者抛售白银；（2）白银的价格涨跌会导致白银的几个需求之间产生“挤出效应”，也即白银价格涨幅较大时，工业性需求会有所萎缩而投资性需求会大幅增长，反而导致整体需求大幅增长；（3）投资性需求需要外部因素的激发，比如某以外事件影响了黄金价格，导致黄金价格快速拉升，白银供需面已经有所改善，但是价格却较黄金低估，因此此时市场存在做多白银的激励。导致白银价格出现大幅攀升，涨幅超过黄金，进而出现金银比修复的现象；（4）投资需求的激发需要有持续激励，如果黄金价格涨幅较小并且增速较低且持续性较差，则白银只会出现小幅上涨后又再次回落，而白银价格历史中，大部分时间都是这种状态。（5）白银价格上涨时矿山银产量短期不会出现明显增长，但长期会缓慢增长，而再生银在银价上涨的时候会迅速增长。因此银价上涨的时候供应也会同时增长，因此白银价格的涨幅和持续性就取决于增加的投资性需求能否覆盖白银的新增供给。
- **黄金的研究逻辑：**黄金是实际利率的对标物，因此可以看到黄金在大部分时候都和实际利率存在负相关关系。归根到底都是相对收益率的表现，当债券实际收益率超过黄金实际收益率时，投资者会选择持有债券，反之亦然。但是需要注意的是，还有其他资产收益率的存在，也即经济体中存在的隐含生产投资回报率，当这一回报率高于黄金的实际收益率时，即便债券实际利率持续走低，投资者可能也不会选择黄金。实际利率主要取决于名义利率和通胀预期的差，二者增速差异便是判断黄金涨跌的主要参考指标。
- **金银比投资策略是什么？**（1）金银比修复的前期需要白银的供需基本面逐步修复，表现为供应过剩逐步转为供需平衡或短缺，库存逐步下降；（2）金银比修复需要意外的刺激因素，这种因素无法预测，只能“守候”，因为修复的过程是确定的，但是发生的时点是无法预测的，更多的取决于主要市场投资者的情绪影响；（3）这种修复一般通过黄金的快速拉升而激发；（4）白银的投资需求被激发时才能看到金银比的持续修复，也即白银相对黄金价格持续涨幅更大。如果无法激发投资性需求，则白银价格更多表现为“蛙跳”，也即短时间内的小幅上涨和下跌；（5）白银投资需求的激发是需要逐步积累的，伴随着较多个“蛙跳”及积累，白银的价格运行区间可能会逐步抬高，叠加供需结构优化，可能会出现更大级别的“蛙跳”，也即金银比的修复。
- **投资策略：**短期内做多金银比的策略更优。长期可以观察白银的需求是否存在改善，白银库存是否出现趋势性下降。如果出现库存持续下行的趋势，我们认为可以考虑做空金银比的策略。
- **风险提示：**美联储降息不及预期、白银市场关注度不具备持续性。

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号：S0360518010002

联系人：李超

电话：021-25072562

邮箱：lichao@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	12	0.32
总市值(亿元)	2,766.99	0.45
流通市值(亿元)	2,164.95	0.48

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.85	13.94	13.87
相对表现	-3.99	13.75	-8.91



目录

一、50 年金银比价复盘.....	4
(一) 1971 年 1 月-1976 年 7 月金银比.....	4
(二) 1976 年 7 月-1982 年 6 月金银比.....	6
(三) 1983 年 7 月-1998 年 2 月金银比.....	7
(四) 1998-2018 年金银比.....	8
二、理论及逻辑推演.....	9
(一) 金银比代表什么?	9
(二) 白银的研究逻辑.....	9
(三) 黄金的研究逻辑.....	10
(四) 金银比投资逻辑.....	10
三、基于金银比的金银投资策略.....	11
(一) 短期策略.....	11
(二) 长期策略.....	11
四、风险提示.....	11

图表目录

图表 1	1960-1970 年金银比	4
图表 2	1960-1970 年白银供需及价格.....	4
图表 3	1950-1990 年白银供给.....	4
图表 4	1950-1990 年白银需求.....	4
图表 5	1971-1976 年金银比	5
图表 6	1970-1977 年白银供需及价格.....	5
图表 7	1972-1976 年白银交易所库存及金银比.....	5
图表 8	1975-1976 年白银期货持仓及价格.....	5
图表 9	1976-1982 年金银比	6
图表 10	1976-1982 年白银供需及价格.....	6
图表 11	1976-1982 年白银交易所库存及价格.....	6
图表 12	1975-1982 年白银期货持仓及价格.....	6
图表 13	1983-1998 年金银比.....	7
图表 14	1983-1998 年白银供需及价格.....	7
图表 15	1983-1990 年白银交易所库存及价格.....	8
图表 16	1992-1998 年白银 COMEX 库存及价格	8
图表 17	1998 年至今金银比	8
图表 18	1998-2016 年白银供需及价格.....	8
图表 19	1998 年至今白银 COMEX 库存及价格.....	9
图表 20	1998 年至今白银期货持仓及价格.....	9
图表 21	1972-1990 年金银比及白银交易所库存.....	9
图表 22	1992 年至今金银比及白银 COMEX 库存.....	9

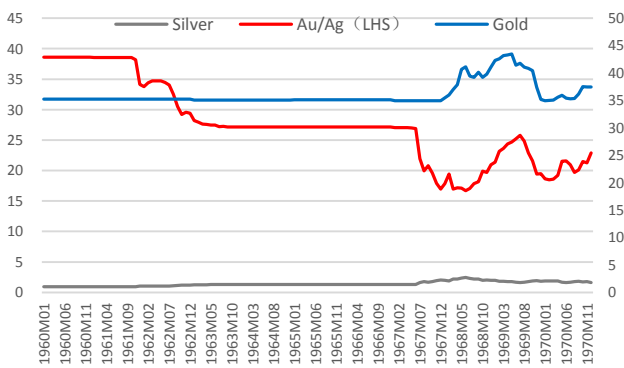
一、50 年金银比价复盘

二战结束后至 20 世纪 60 年代初期，白银工业需求急剧增长，一方面因为日本和欧洲的重建导致，另一方面因为美国 1934 年出台了白银购买法案，法案授予政府购买白银直至市场价格达到 1.29 美元/盎司（银币的价值）或者白银储备的货币价值达到黄金储备的货币价值的三分之一，这项法案一直实施到了 1961 年。在此期间，美国政府购买了 32 亿盎司的白银。1959 年美国白银储备达到巅峰的 33.91 盎司，其中 20.6 亿盎司库存，13.31 亿盎司银币。但是在这一期间，矿产银和再生银的供给相对稳定。为了稳定白银价格且使得白银价格位于银币价值以下，1955 年以后美国政府出售了大量的白银库存。

因为 1944-1970 年间布雷顿森林体系依然存在，因此黄金和美元的比价基本保持稳定，在白银价格逐步上涨的背景下，金银比逐步走低。1971 年以前金银价格更多受到政府政策行为的干预，因此对于金银比的研究将主要从 1971 年以后开始。

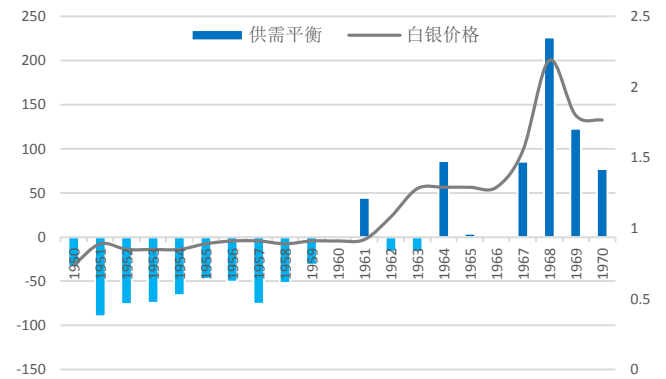
如果将金银比连续的上涨和下跌阶段作为一个周期，我们可以分时间周期来研究金银比。

图表 1 1960-1970 年金银比



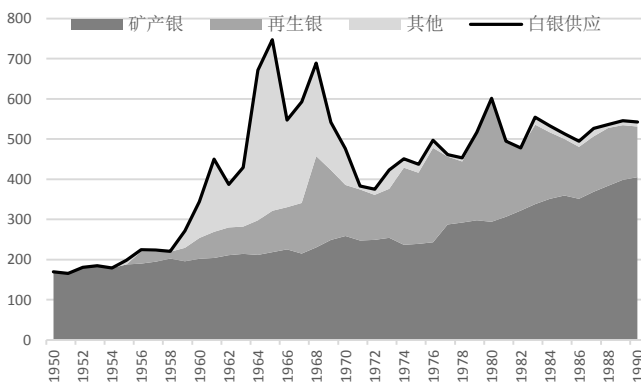
资料来源：世界银行，华创证券

图表 2 1960-1970 年白银供需及价格



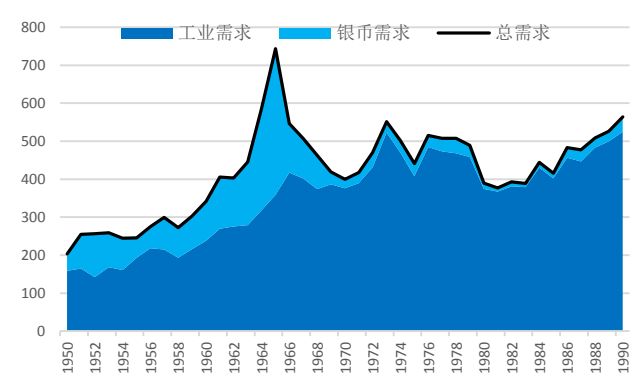
资料来源：世界白银协会，华创证券

图表 3 1950-1990 年白银供给



资料来源：世界白银协会，华创证券

图表 4 1950-1990 年白银需求



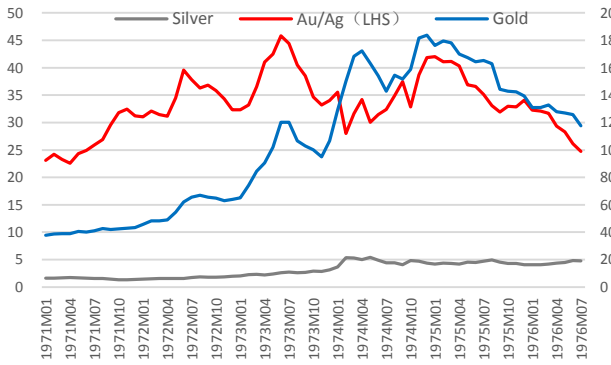
资料来源：世界白银协会，华创证券

(一) 1971 年 1 月-1976 年 7 月金银比

金银比从 1971 年 1 月的 23.1 上升到 1973 年 6 月的 45.83，此后在 1976 年 7 月下降到 24.73。在金银比的上升阶段，可以看出金价的涨幅超银价，表现为金价持续攀升但是银价上涨幅度不明显。在此期间白银的供应缺口持续

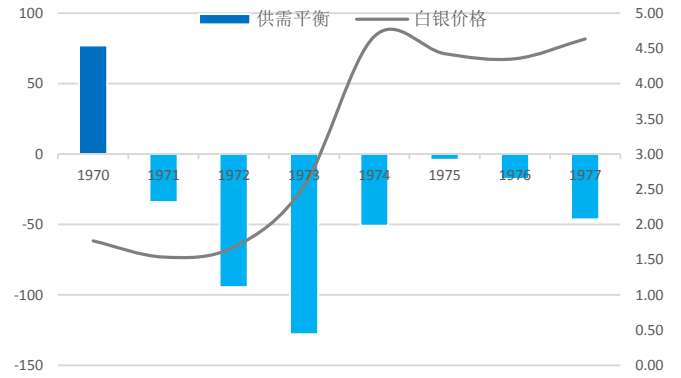
放大，从1971年的短缺34万吨发展到1973年的短缺128万吨。供需缺口的放大，一方面因为白银工业需求出现大幅增长，另一方面则是白银供给在1972年达到了自1960年以来的最低供应量（374.9百万盎司）。在供需缺口持续放大的情况下，白银价格在1971-1973年间银价上涨了92%而金价上涨了185%。

图表 5 1971-1976 年金银比



资料来源：世界银行，华创证券

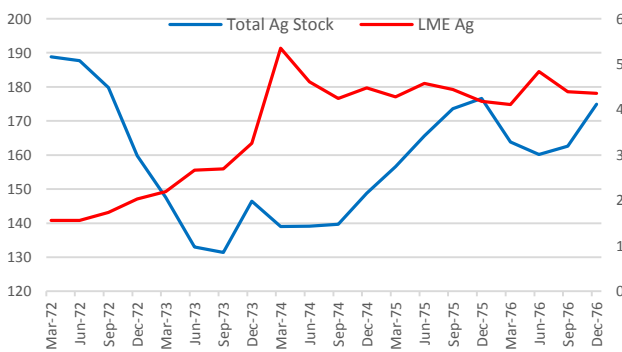
图表 6 1970-1977 年白银供需及价格



资料来源：世界白银协会，华创证券

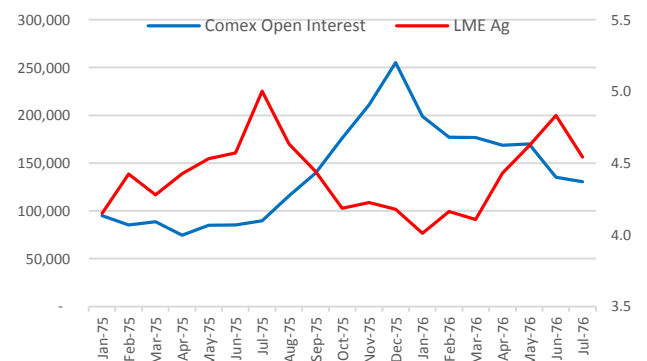
金银比在1973年6月达到阶段性高点以后，因为金价有所回调导致金银比开始有所走弱。而银价的阶段性爆发出现在1974年的前两个月，价格从3.14美元/盎司上涨到5.36美元/盎司，涨幅71%，而同期黄金的涨幅只有41%。可以看出本次金银比修复存在以下特点：（1）白银供需状况逐步改善，工业需求大幅增加叠加供应收缩使得供需从前期的过剩逐步走向短缺，交易所库存持续走低，达到了历史相对低位（139百万盎司）；（2）意外事件（石油危机、美国公民被允许自由买卖黄金）爆发导致金价急速上涨，激活白银投资属性。（3）白银价格上涨虽然促使供给有所增长，但是白银的投资需求（以白银期货持仓作为投资需求的观察指标）作为补充吸收了这部分多余供给。

图表 7 1972-1976 年白银交易所库存及金银比



资料来源：世界白银协会，华创证券

图表 8 1975-1976 年白银期货持仓及价格



资料来源：世界白银协会，华创证券

银价在1974年2月达到阶段性高点后开始持续震荡走弱，而1974年下半年开始金价又开始逐步走强，金银比再次走高，达到了这一阶段的次高点。此期间金银比走强主因1973年10月石油危机爆发，导致1974-1975年全球经济陷入衰退，全球经济需求大幅萎缩，表现在白银供需层面上就是白银的工业需求大幅收缩，供应缺口逐步收窄，银价震荡走弱。但是避险情绪促使黄金进一步走强，导致金银比再次走高。

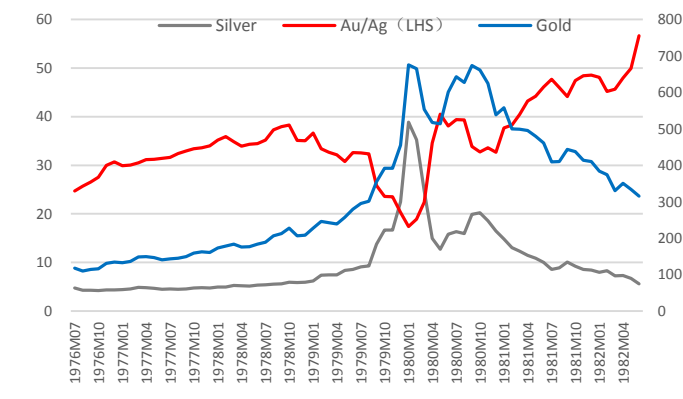
1974年，美国公民被允许自由买卖黄金导致黄金需求有所放大，在金价持续走高的背景下，1975-1976年美国财政部为了平抑市场的投机需求，拍卖了部分黄金储备，国际货币基金组织要求成员国使用“特别提款权”作为储备资产和记账单位以取代黄金。黄金供给增加及需求相对减少导致金价有所回调，但是此期间白银供给存在小幅缺

口，价格依然维持稳定，金银比在 1976 年 7 月以前持续回调。

(二) 1976 年 7 月-1982 年 6 月金银比

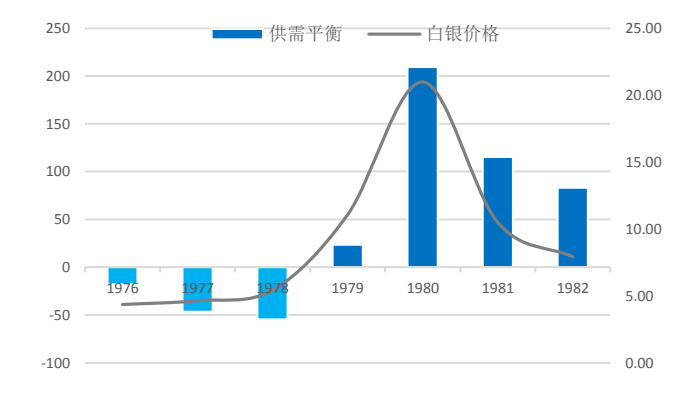
1976 年 7 月-1978 年 12 月，原油价格温和上涨，名义利率上涨幅度不及通胀预期上行幅度，导致实际利率有所走低，黄金价格出现上涨。在此期间黄金价格上涨 77% 而白银价格仅上涨 25%，金银比持续走高，最高达到 38.26。此期间因为银价处于相对低位，再生银产量大幅下滑，导致白银供给有所收缩，但是白银工业需求亦有所下降，但是整体来看，供需缺口有所放大。

图表 9 1976-1982 年金银比



资料来源：世界银行，华创证券

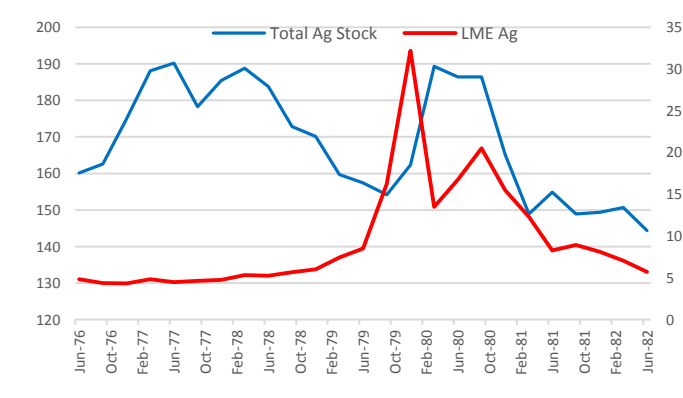
图表 10 1976-1982 年白银供需及价格



资料来源：世界白银协会，华创证券

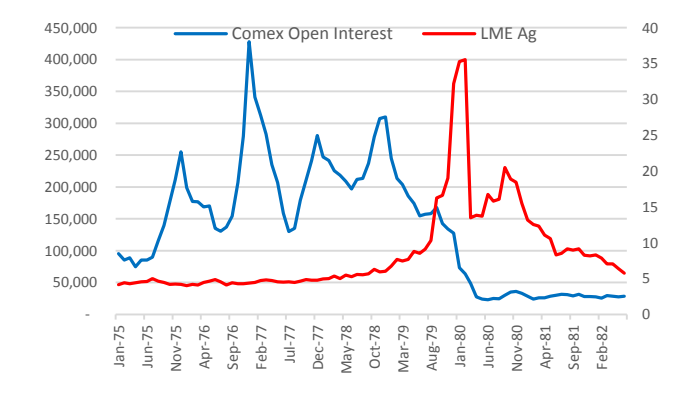
1979 年，白银市场投资者认为白银将会面临很大的供需缺口，价格可能会飙升。随着油价的快速攀升，全球通货膨胀被迅速抬高，此时贵金属被视为可以抵御通货膨胀，而白银相对黄金过于低估，因此投资者再次开始采购白银，此时随着白银价格的上升，再生银的产量也出现攀升。虽然从传统的供需平衡表可以看出 1979 年白银逐步从供不应求转换为小幅过剩，但是传统的供需平衡表无法统计到市场投机者的投资需求，如果将投资性需求加上传统的工业性需求，则实际上白银依然供不应求。对于投资需求的观测可以从 COMEX 的白银期货持仓量间接反映，COMEX 的白银持仓从 1975 年年初的 95,181 万盎司上升到 1979 年年初的 309,707 万盎司，涨幅 225%，市场对于白银的需求出现井喷式增长。

图表 11 1976-1982 年白银交易所库存及价格



资料来源：世界白银协会，华创证券

图表 12 1975-1982 年白银期货持仓及价格



资料来源：世界白银协会，华创证券

1978 年 12 月-1980 年 1 月，白银价格上涨 555% 至 38.88 美元/盎司，黄金价格上涨 225% 至 675.31 美元/盎司，金银比价从 35.02 持续修复到 17.37。此次金银比修复存在以下特点：（1）1976-1978 年白银供需状况有所改善，供

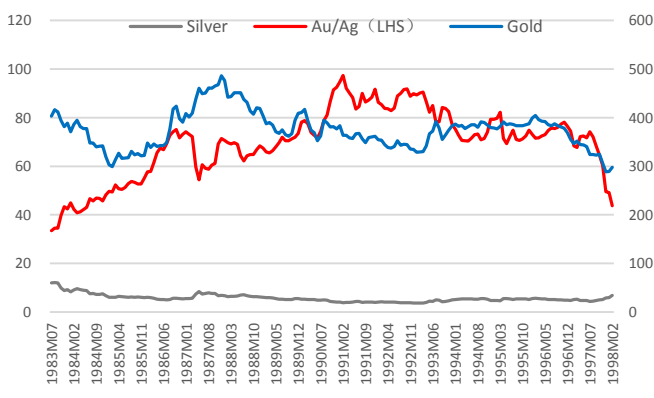
需缺口有所放大，市场预计未来白银将更为短缺；（2）白银供给在此期间虽有所增加，并且在传统供需平衡表中出现供应过剩，但是交易所库存依然出现下降，并在 1979 年三季度达到了 154.2 百万盎司的相对低位，说明白银的投资属性被激活，投机者对于白银的投资需求大幅增长导致实际的供不应求。（3）意外事件（第二次石油危机、苏联入侵阿富汗）导致金价上涨，白银相对低估激发了市场的投资热情。

1980 年 2 月-1982 年 6 月，因为白银市场的供应过剩进一步加剧，而市场投机情绪大幅回落，投资性需求的消退导致实际的供应过剩状况逐步显现，银价从高位快速回落。除了供应过剩以外，金价的迅速下行也是导致银价回落的主要原因之一，美国为了应对大幅抬升的物价进行的加息操作使得实际利率迅速走高，金价在实际利率的高压下逐步走弱。因为白银还存在商品属性，并且供应过剩，因此银价下跌较金价幅度更大，导致金银比再次上升到 56.63。1980-1982 年间，美国经济出现衰退，时任美联储主席保罗沃尔克降息以应对高企的通胀，实际利率大幅走低，导致金价有所反弹，但是 1983 年-1984 年间的加息周期又令黄金出现回调。

（三）1983 年 7 月-1998 年 2 月金银比

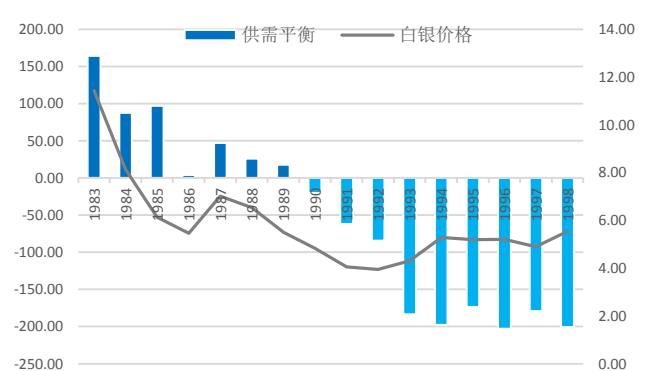
1983 年 7 月-1991 年 2 月，黄金受到美联储货币政策的影响而出现反复波动，白银依然处于供应过剩的环境下，因此价格基本持续维持低位。但是可以看到这一时期 COMEX 白银持仓有所上升，说明市场对于白银的投资兴趣较前期有所上升，投资性需求也有所上升，因此白银供应过剩的情况实际在逐年缓解。1987 年二季度随着金价的快速拉升，白银价格也有所反应，金银比出现一定修复，但是因为白银依然供应过剩并且市场的投机情绪没有被完全激发，而黄金价格的上涨也不强势，导致金银比修复很快终结。

图表 13 1983-1998 年金银比



资料来源：世界银行，华创证券

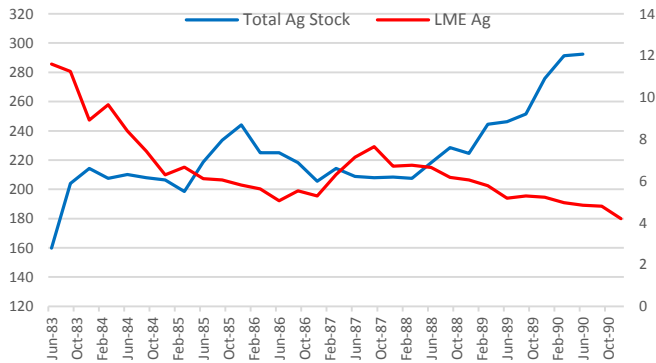
图表 14 1983-1998 年白银供需及价格



资料来源：世界白银协会，华创证券

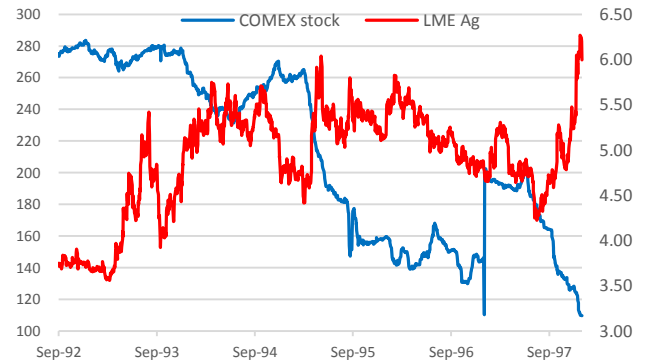
1991 年 2 月-1998 年 2 月，90 年开始，随着白银的工业需求逐步复苏，白银的供需结果逐步由过剩转变为短缺，并且短缺程度在 1998 年达到了高点，与此同时交易所库存也从 90 年开始逐步下降，在 98 年达到历史相对低点。COMEX 白银持仓量在此期间也维持高位，市场投资性需求进一步释放。银价在供需面转好的背景下，叠加黄金阶段性上涨的刺激因素，出现价格的阶段性跳升，并且运行区间逐步走高。在这一期间，黄金价格下跌 18%，而白银价格上涨 82%，金银比从 85.37 逐步修复到 43.7。

图表 15 1983-1990 年白银交易所库存及价格



资料来源：世界白银协会，华创证券

图表 16 1992-1998 年白银 COMEX 库存及价格



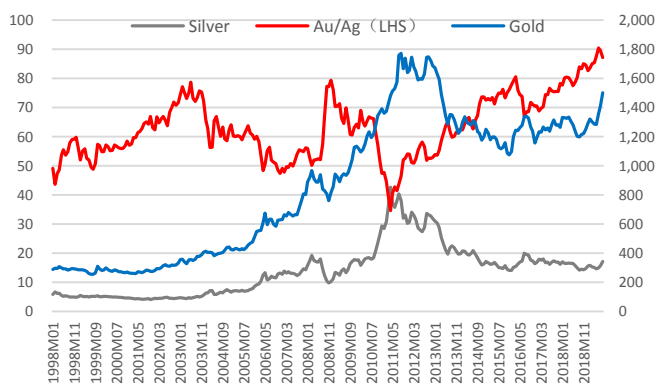
资料来源：Wind，华创证券

(四) 1998-2018 年金银比

1998-2003 年，此阶段白银基本面为供不应求，但是供需缺口持续收窄，主因此期间白银价格逐步抬升，导致矿山银和再生银的产量增速超过工业需求的增速，而此时尚未出现刺激黄金快速拉升以激发白银投资性需求的事件出现，因此此阶段黄金涨幅超过白银，金银比持续升高。

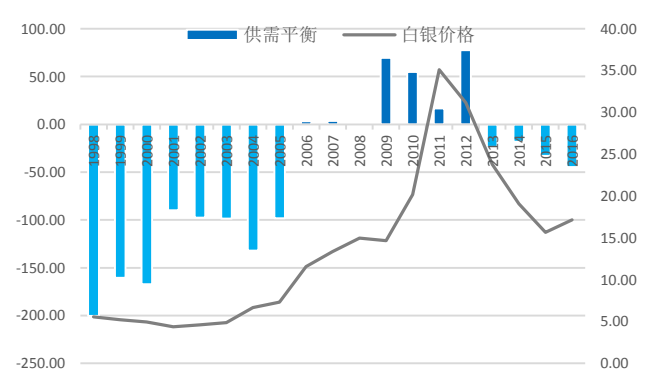
2003-2006 年，白银供应缺口进一步收窄，并且在 2006 年达到了供应略微过剩的状态，此期间交易所库存区间震荡，也显示出这种供应紧平衡的状态。此期间受到黄金价格的快速拉升，白银的投资情绪被激发，COMEX 白银持仓持续上升，叠加基本面供应短缺的背景，白银价格也出现了较大幅度上涨。在此期间，金价上涨 55% 而银价上涨 136%，金银比从 72.31 逐步修复到 47.43。

图表 17 1998 年至今金银比



资料来源：世界银行，华创证券

图表 18 1998-2016 年白银供需及价格

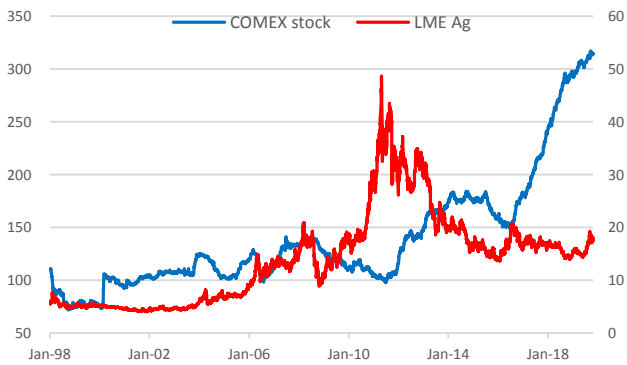


资料来源：世界白银协会，华创证券

2007-2011 年，美联储开启降息周期，联邦基金利率在此期间大幅下降，促使实际利率走低，黄金价格迎来一轮暴涨，此时虽然白银的传统供需平衡表依然处于供过于求的局面，但是投资需求已然被黄金的暴涨所激活，白银价格紧随黄金拉升。在 2008-2011 年间，白银价格上涨 195%，黄金价格上涨 101%，金银比从 79.34 修复到 54.12。

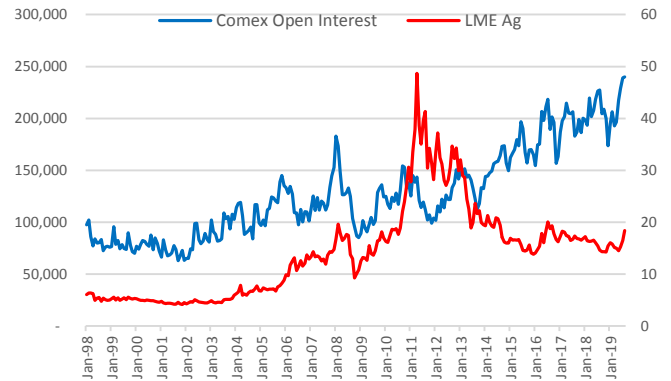
2011-2018 年，从白银的库存数据可以看出此阶段白银供应过剩程度逐步加剧，随着黄金逐步从高位回落，白银也失去了持续上涨的锚定因素。银价在供应过剩的背景下逐步震荡走弱。但是金价依然维持区间震荡，因此金银比持续抬升。

图表 19 1998 年至今白银 COMEX 库存及价格



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 1998 年至今白银期货持仓及价格



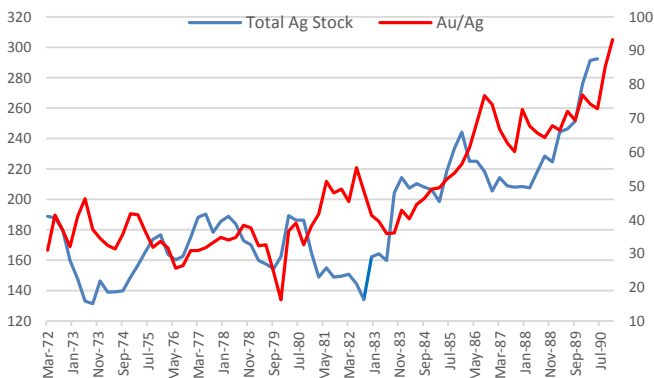
资料来源: Wind, 华创证券

二、理论及逻辑推演

(一) 金银比代表什么?

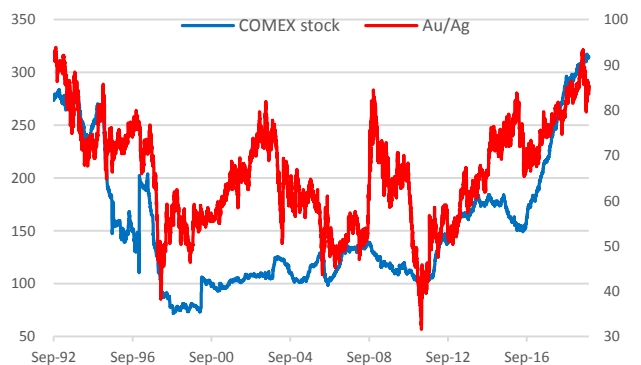
金银比=黄金价格/白银价格, 而黄金具有极强的金融属性和极微小的商品属性, 白银兼具金融和商品属性, 因此两者的比值实际是可以看作剔除了金融属性, 因此金银比实际上可以看作一个具备商品属性的指标。通过对比发现, 金银比价其实和白银的库存具有高度的正相关关系, 也即金银比价走高时更多地对应白银供需平衡的恶化, 而金银比修复对应白银供需逐步走向短缺。

图表 21 1972-1990 年金银比及白银交易所库存



资料来源: 世界白银协会, 华创证券

图表 22 1992 年至今金银比及白银 COMEX 库存



资料来源: Wind, 华创证券

(二) 白银的研究逻辑

1. 白银金融属性的锚为黄金。

2. 白银的商品属性

(1) 商品属性供需平衡

矿山银+再生银+其他供给-工业性需求-银币需求=商品属性供需平衡

(2) 商品性金融属性供需平衡

矿山银+再生银+其他供给-工业性需求-银币需求-投资性需求=商品性金融属性供需平衡

以上两个公式我们是为了说明:

(1) 白银虽然是一种商品,但是确实一种特殊的商品,因为具备贵金属的特征,因此具备投资价值,因此其需求会受到价格和市场情绪的影响。而这部分需求是不确定的,投资性需求有时候可能为负,也即市场上投机者抛售白银;

(2) 白银的价格涨跌会导致白银的几个需求之间产生“挤出效应”,也即白银价格涨幅较大时,工业性需求会有所萎缩而投资性需求会大幅增长,反而导致整体需求大幅增长;

(3) 投资性需求需要外部因素的激发,比如某以外事件影响了黄金价格,导致黄金价格快速拉升,白银供需面已经有所改善,但是价格却较黄金低估,因此此时市场存在做多白银的激励。导致白银价格出现大幅攀升,涨幅超过黄金,进而出现金银比修复的现象;

(4) 投资需求的激发需要有持续激励,如果黄金价格涨幅较小并且增速较低且持续性较差,则白银只会出现小幅上涨后又再次回落,而白银价格历史中,大部分时间都是这种状态。

(5) 白银价格上涨时矿山银产量短期不会出现明显增长,但长期会缓慢增长,而再生银在银价上涨的时候会迅速增长。因此银价上涨的时候供应也会同时增长,因此白银价格的涨幅和持续性就取决于增加的投资性需求能否覆盖白银的新增供给。

(三) 黄金的研究逻辑

黄金是实际利率的对标物,因此可以看到黄金在大部分时候都和实际利率存在负相关关系。归根到底都是相对收益率的表现,当债券实际收益率超过黄金实际收益率时,投资者会选择持有债券,反之亦然。但是需要注意的是,还有其他资产收益率的存在,也即经济体中存在的隐含生产投资回报率,当这一回报率高于黄金的实际收益率时,即便债券实际利率持续走低,投资者可能也不会选择黄金。实际利率主要取决于名义利率和通胀预期的差,二者增速差异便是判断黄金涨跌的主要参考指标。

(四) 金银比投资逻辑

“研究金银比”实际上是为了研究白银价格相对黄金的修复过程,也即金银比的修复过程,但是“投资金银比”则更多的是为了投资黄金。黄金在国际资产配置市场作为一种重要的资产配置品种,对于优化投资组合具有关键的作用,但是因为投资黄金存在很大宏观风险,因此白银作为黄金的“附属物”实际是更多地被作为黄金的保护性头寸,在投资者认为黄金价格存在阶段性风险的时候,可以通过做空白银,也即做多金银比来对本来的黄金头寸进行保护。当相关风险减弱以后再将其保值头寸平仓。

对前文 50 年金银比复盘的情形进行总结以后,我们可以得出以下结论:

- (1) 金银比修复的前期需要白银的供需基本面逐步修复,表现为供应过剩逐步转为供需平衡或短缺,库存逐步下降;
- (2) 金银比修复需要意外的刺激因素,这种因素无法预测,只能“守候”,因为修复的过程是确定的,但是发生的时点是无法预测的,更多的取决于主要市场投资者的情绪影响;
- (3) 这种修复一般通过黄金的快速拉升而激发;
- (4) 白银的投资需求被激发时才能看到金银比的持续修复,也即白银相对黄金价格持续涨幅更大。如果无法激发投资性需求,则白银价格更多表现为“蛙跳”,也即短时间内的小幅上涨和下跌;
- (5) 白银投资需求的激发是需要逐步积累的,伴随着较多个“蛙跳”及积累,白银的价格运行区间可能会逐步抬高,叠加供需结构优化,可能会出现更大级别的“蛙跳”,也即金银比的修复。

三、基于金银比的金银投资策略

(一) 短期策略

虽然目前世界白银协会统计的供需平衡显示白银已经连续多年供应短缺，但是我们认为这是世界白银协会更改白银供需平衡的统计方式导致的，世界白银协会共采用过三种供需统计方式，前后数据存在不一致性，本文前文的分析都是基于协会最初的统计方式，即 1950-1990 年的统计方式，主因该方式所统计的供需平衡和价格的反应更为一致。我们认为最近几年白银协会的数据虽然无法作为参考，但是交易所库存依然是较好的供需平衡的指标。

因为金银比和白银库存具有较强的正相关性，但是目前白银交易所库存依然处于历史相对高位，并且目前并没有出现明显的下降趋势，而目前全球经济依然尚未转暖，并且存在较大的继续下行的风险，因此我们认为白银工业需求的增长也是乏力的，因此单从白银自主去库角度考虑，我们认为白银在短期内仍难以出现趋势性降库，也即白银的供需平衡尚未出现改善的迹象。基于我们前面对于金银比的分析框架和结论，我们认为短期内做空金银比是不明智的。

如果基于双向头寸，我们认为目前做多金银比价，也即多黄金，空白银的策略更优。目前货币宽松潮已经席卷全球，美联储在 9 月份的会议上如期降息，虽然美联储内部分歧进一步加大，但是我们认为即便后期不采用降息的方式来刺激经济，也会有其他类型的货币政策对经济进行刺激。实际利率主要取决于名义利率和通胀预期的差额，目前全球名义利率均有继续走低的迹象，而通胀预期尚未出现明显下行，铜价作为通胀预期的代表，也可以很好地反映这一状态。近期公布的美国经济数据依然有韧性，因此我们认为通胀预期短期内快速下行的压力较小，那么名义利率的下降将继续带动实际利率走低，金价依然存在继续上行的可能性，但是目前缺乏明确的刺激性因素。

我们前期基于铜金比的研究表明，如果全球经济继续走差，并且出现类似 08 年金融危机的情形，那么铜金比将存在进一步下行的可能性，目前依然持稳，基于 7 月份伦铜均价计算的黄金涨幅依然在 20% 左右，也即出现危机模式时，黄金价格可能达到 1600-1700 美元/盎司的水平。

金银比自 2019 年 7 月中旬开始出现修复，主因白银价格有所抬升，并且 COMEX 持仓也有所上升，说明市场关注度有所上升，但是如果仔细观察多空持仓就会发现，自 5 月份开始白银价格开始持续上涨主因非商业空头平仓所致，而这种空头更多的是和黄金多头配合操作，为黄金多头提供保护，而黄金涨幅已经较大，因此原来的保护头寸的作用有所下降，黄金多头降白银空头有所减少。目前白银的非商业空头持仓已经达到了近几年的相对低位，而多头持仓从今年的相对高位有所回调，因此我们认为从持仓角度来看，后期空头仓位上升而多头仓位下降的可能性较高。并且目前全球经济依然存在较大的不确定性，中美贸易摩擦以及英国脱欧以及其他不确定性事件都会增加市场的不确定性，因此黄金多头依然存在通过白银来建立保护头寸的可能性。

综合以上观点，我们认为短期内做多金银比的策略更优。

(二) 长期策略

同样基于金银比与白银库存之间的关系，我们在长期可以观察白银的需求是否存在改善，白银库存是否出现趋势性下降。如果出现库存持续下行的趋势，我们认为可以考虑做空金银比的策略。

四、风险提示

美联储降息不及预期、白银市场关注度不具备持续性。

大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：李超

上海财经大学经济学硕士，CPA。曾任职于海通期货。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500