



【白银专题】宏观、供需及金银比

近期，贵金属市场持续保持热点，同时白银的价格弹性逐步显现，我们判断在中美宏观共振和白银自身基本面存在预期差的背景下，白银面临补涨，金银比趋于强收敛。

一、分析及展望

1、中美宏观趋于共振

上周三美国公布了4月通胀数据，数据显示：4月未季调CPI同比升3.4%，预期升3.4%，前值升3.5%；季调后CPI环比升0.3%，预期升0.4%，前值升0.4%。未季调核心CPI同比升3.6%，预期升3.6%，前值升3.8%；季调后核心CPI环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.4%。CPI和核心CPI小幅回落，符合市场预期，但市场反应强烈，美元和美债收益率大跌，风险偏好回升，当日美股新高，贵金属大涨。

今年前三次数据公布日（2月13日、3月12日、4月10日），实际的CPI数据均高于市场预期，导致当日美元指数和美债收益率上涨，降息预期持续下降并延后，而此次公布的4月数据小幅回落，符合市场预期，金融市场反应剧烈，显示了市场对于美联储未来降息的强烈“觊觎”，从去年年底市场开始预期美联储结束加息后将进入降息周期，从1月到3月，再到6月和9月，甚至12月，此次回到9月的概率加大。据芝商所利率观察工具的数据，交易员押注9月降息概率回升到了69.6%。

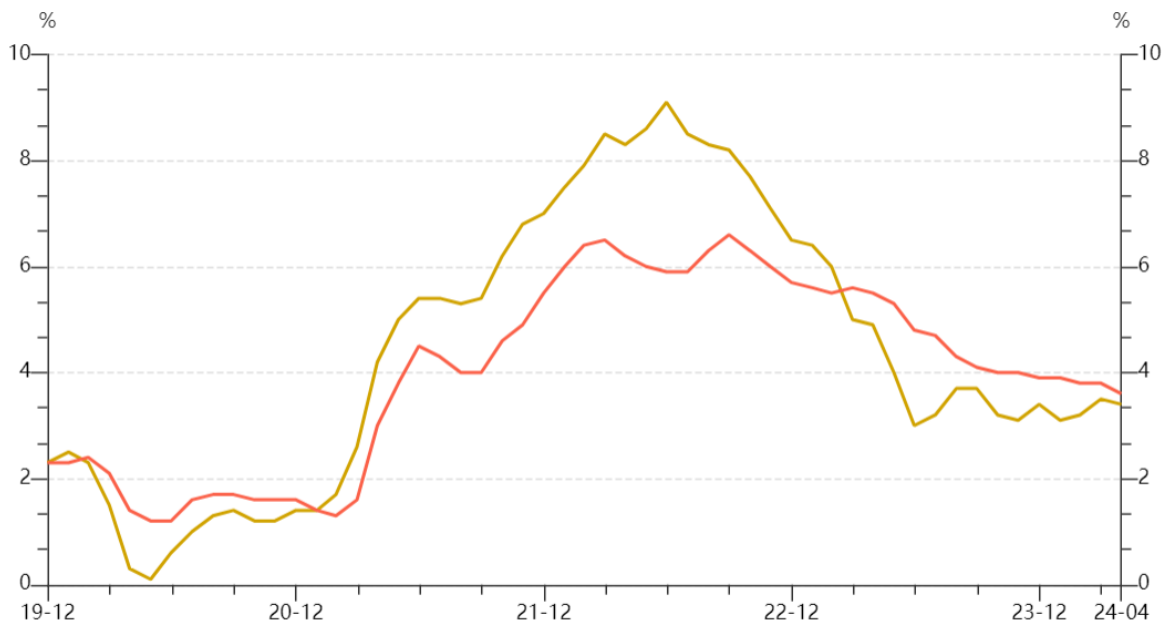
这里要注意的是，美国CPI数据构成中，住房权重占比最高，2023年年初，将住房权重从43.008%上调至44.384%、交通项权重从17.737%下调至16.744%、食品项权重也从13.867%下调至13.531%。当年1月份的CPI数据首次纳入上述调整。此次CPI中住房数据同比4.5，继续下行，该数据从去年2月见顶回落后，持续缓慢下行。美国财政部长耶伦在今年三月份曾预测，住房成本趋稳将助力2024年美国通胀下降。

对于未来美国通胀数据，（这里说的是通胀数据，或非实际通胀体验，美国公布的数据可以修正，权重也可以改变，注：CPI数据权重从2年缩短至1年），我们判断该数据或大概率朝利于降息的路径去走。我们维持之前的宏观判断，美国降息是迟到，但大概率很难缺席，市场交易的其实不是降息实质，而是降息的预期，直到降息的靴子落地。虽然美国面临滞胀风险，但在抗通



胀和保经济的悖论性选择题面前，即使通胀数据仍会顽固，但美国大概率还是要选择保经济，同时四季度还有美国大选的因素。我们注意到，周三稍稍公布的实体经济数据显示，美国5月纽约联储制造业指数-15.6，预期-10，前值-14.3。其中分项，就业指数-6.4，前值-5.1；新订单指数-16.5，前值-16.2；物价获得指数14.1，前值16.9。实体数据偏淡，这也反过来验证了市场强烈预期降息的合理性。

图1 美国 CPI 和核心 CPI 同比



数据来源: WIND 华鑫期货研究所

美元走弱，黄金走强，而白银的向上弹性更大，近期白银上涨幅度明显高于黄金，周五夜盘沪银主力上涨超5%，价格创上市新高，金银比价继续快速收敛。同时近期国内宏观经济数据回暖以及地产政策的持续加码，也对偏于工业属性的白银上涨增添了动力。

二、白银供需数据面临预期差

1、供给

墨西哥是全球最大的白银生产国之一，但近两年白银产量下降了近25%。是近10年来的首次。

环保污染风险等在影响着白银产量，拉丁美洲倾向于劳工和环境行动主义，这进一步干扰采矿活动。世界白银协会公布数据(Silver Institute)显示，受到纽蒙特公司在墨西哥的佩纳斯基托矿

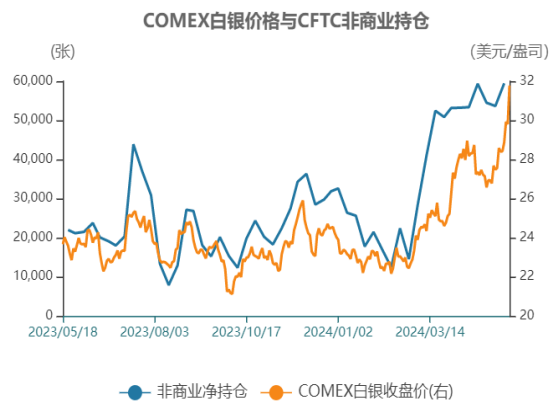
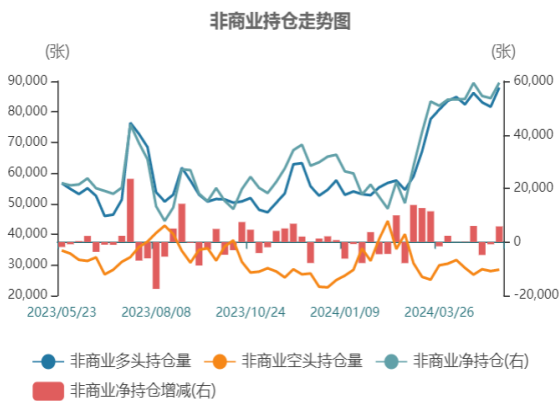


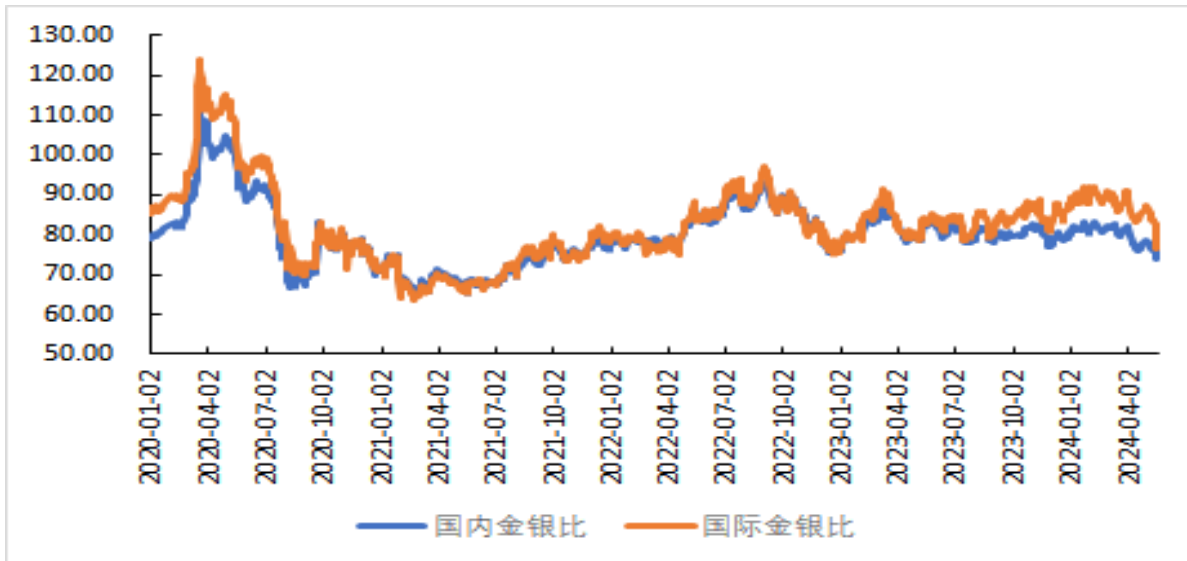
山长达4个月的停产影响，墨西哥银产量2.022亿盎司，下降5%。阿根廷矿品位下降和一些矿山关闭使产量下降490万盎司，同期澳大利亚减少310万盎司，俄罗斯减少140万盎司。虽然去年再生银产量增长1%至1.786亿盎司（占总供应量的18%），但再生银增产难以覆盖整体白银生产的减量。

2、需求

世界白银协会 TSI 预测，2023年全球白银需求量为11.95亿盎司，下降7%，消费下降主要是因为受价格影响较大的实物投资、首饰和银器引起。但工业用银需求创历史新高，主要推动力为电子和电气行业，去年合计为4.451亿盎司，增长20%，增长反映出银在光伏板需求增长趋势，2023年达到1.935亿盎司，再创新高，较2022年的1.181亿盎司增长了64%。TSI 预计，今年2024年全球白银供应量继续维持减少，预估1%。同时人工智能、超算等兴起，也增加了白银需求，TSI 预计银2024年需求增加叠加供给减少，预估今年白银供需缺口将扩大2.153亿盎司，为20年来第二大缺口。

总结：我们延续对于贵金属中期做多策略，这是基于下半年美联储降息逻辑尚无法证伪，同时叠加地缘政治带来的避险需求。在黄金强势的背景下，白银将获得更多的价格弹性，白银自身基本面的改善，也增添了价格上涨的动能。近期 COMEX 白银基金净多创下了2020年3月以来新高，而国内沪银持仓恢复增长，总量接近前历史高点。







注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市黄浦区福州路666号21、22楼

邮编：200001

电话：400-186-8822

华鑫期货



华鑫期评

