



【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%。

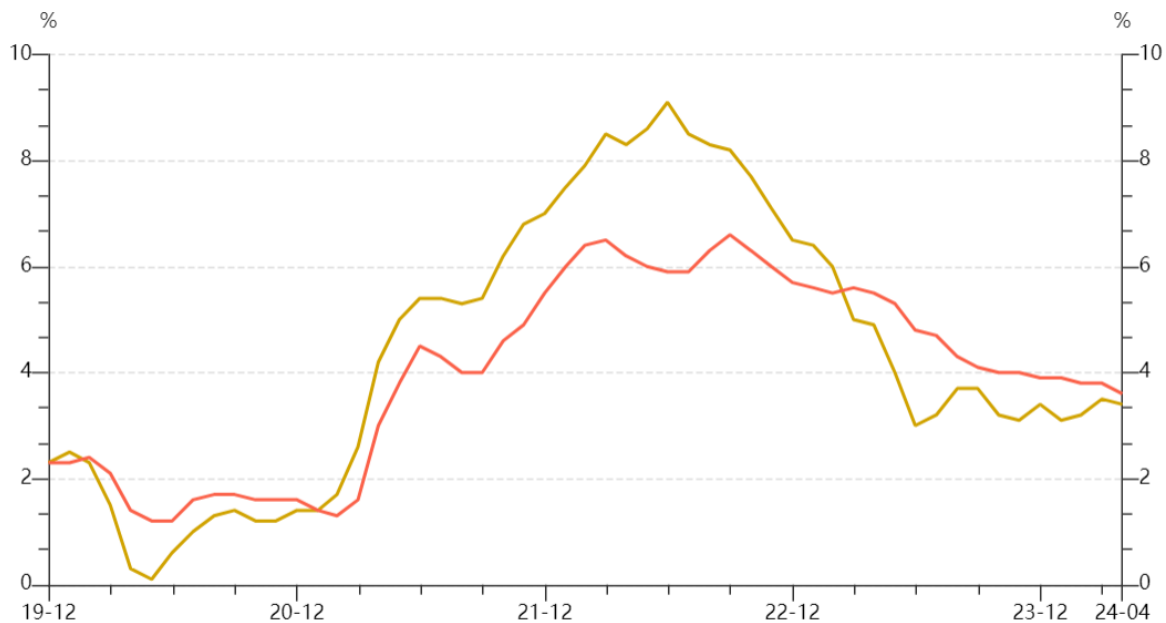
这里要注意的是，美国CPI数据构成中，住房权重占比最高，2023年年初，将住房权重从43.008%上调至44.384%、交通项权重从17.737%下调至16.744%、食品项权重也从13.867%下调至13.531%。当年1月份的CPI数据首次纳入上述调整。此次CPI中住房数据同比4.5，继续下行，该数据从去年2月见顶回落后，持续缓慢下行。美国财政部长耶伦在今年三月份曾预测，住房成本趋稳将助力2024年美国通胀下降。

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。

