

贵金属行业专题

白银框架分析与趋势展望

超配

核心观点

白银具有商品属性。白银供应包括矿产银和再生银两种，目前矿产银占比约82%。矿产银多数来自伴生多金属矿，其产量变化与铅锌铜金等金属紧密相关，主金属产量的变动在一定程度上影响着白银的供应，近年来保持在2.4-2.8万吨之间。白银在工业中的需求占实物需求比重超过40%，近年来光伏产业高速发展带动工业需求持续增长，2022年光伏用银达到4365吨，同比增长28%。从白银价格过往走势来看，与商品供需缺口变化趋势并不一致，但与投资性需求的变化趋势相近。一方面因为白银的贵金属属性占据定价的主导地位；另一方面全球保有大量白银库存抑制供需影响。但2021年来，白银显性库存持续下降，可自由流动的白银库存较低。库存下降或导致银价对供需变化的敏感性增加，持续增长的工业需求对价格的正向影响边际加强。

白银兼具金融属性。白银作为贵金属，历史价格走势与黄金相似，呈现出与实际利率的负相关关系。1970年代至1980年代初经济滞胀叠加投机需求，以及2000年代中期至2010年代初经济危机催生两轮白银牛市。过往，在降息前后白银价格表现并没有稳定的规律，因不同的历史背景、经济环境、市场预期等涨跌均有出现。但2019年开启的一轮降息背景和当下市场环境存在较多的相似性，或具有更多借鉴意义。2019年美国存在衰退预期而基本面表现较强，随着降息预期抬升，白银价格上涨，到市场悲观预期修复，银价涨幅达34%，且降息后银价弹性较金价更高。当下，在紧货币+宽信用组合下，利率传导钝化，近期美国劳动市场数据、GDP等数据均超预期，表现出较强的经济韧性，市场对于降息的预期延后。随着经济数据强弱变化，市场对于降息节奏的判断有所改变，但方向不变，潜在的降息对银价形成正向推力。

金银比存在回归空间。从金银比角度来看，黄金通常被视为全球通货，在市场走向不明时期可充当通胀对冲和避险资产，因此在经济或地缘政治不明朗的时期，金银比或扩张。比如2008年，金融危机爆发，白银价格回落幅度远超黄金，金银比突破80。而白银的工业应用更为广泛，对经济周期比较敏感，因此在经济复苏时期，由于工业需求上升，金银比或缩窄。比如2011年，随着量化宽松政策效果显现，美国经济进入上行周期，白银价格涨幅明显高于黄金，金银比回落至32。叠加投机影响以及工业需求变化，银价波动通常较金价更为剧烈。目前金银比90处于历史较高水平，2010年来均值为72，中枢回归过程或使得白银具备更大的价格弹性。

白银股股价与银价存在正相关性。白银企业盈利=（价格-成本）*销量，相较于成本，价格波动幅度更大，银价上涨会提升白银企业盈利预期，股价易享受到业绩与估值同步提升的乘数效应。

风险提示：美国经济增长超预期；美国货币政策收紧超预期；美元指数上行超预期；白银需求增长不及预期。

相关标的：盛达资源、兴业银锡、银泰黄金。

行业研究 · 行业专题

有色金属

超配 · 维持评级

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

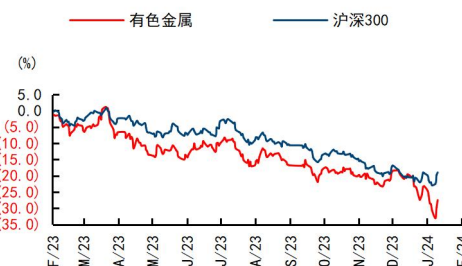
证券分析师：冯思宇

010-88005314

fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金属行业2月投资策略-看好供给侧受限的上游品种-铜、铝、黄金》——2024-02-04
- 《金属行业1月投资策略-供给侧扰动频发，看好工业金属和黄金》——2024-01-07
- 《2024年铜精矿长单加工费点评-铜冶炼利润尚可，铜矿供应并不十分充裕》——2023-12-10
- 《金属行业12月投资策略-实际利率回落，看好黄金和工业金属》——2023-12-04
- 《金属行业2024年投资策略-供给硬约束，布局顺周期》——2023-11-17

内容目录

白银具有商品属性	5
供给受主金属变化影响	5
白银在光伏领域需求快速增长	6
银价对供需缺口的敏感性有望增强	8
白银兼具金融属性	9
银价历史复盘	10
2019 年降息前银价开启上涨	14
降息预期仍存分歧，金银比存在回归空间	16
相关标的	19
盛达资源（000603. SZ）	19
兴业银锡（000426. SZ）	21
银泰黄金（000975. SZ）	23
风险提示	25

图表目录

图 1: 全球白银供应情况 (万吨)	5
图 2: 矿产白银来源占比 (%)	5
图 3: 白银及其他有色金属矿产量 (百万吨, 千吨)	5
图 4: 再生银及银价变化 (吨, 美元/盎司)	5
图 5: 全球矿产银供应情况 (吨)	6
图 6: 全球前 30 大银矿分布	6
图 7: 银矿生产成本变化 (美元/盎司)	6
图 8: 2022 年全球主要银矿生产成本 (美元/盎司)	6
图 9: N 型 TOPCon 电池使用浆料情况	7
图 10: P 型 PERC 电池使用浆料情况	7
图 11: 全球光伏电池片产量 (GW)	7
图 12: 各种电池技术市场占比 (%)	7
图 13: iShares (SLV) 白银净持仓量 (千吨)	9
图 14: 主要交易所库存量 (万吨)	9
图 15: 伦敦现货白银、黄金价格 (美元/盎司)	9
图 16: 银价与美国国债实际收益率 (% , 美元/盎司)	9
图 17: 金银比变化	10
图 18: 金银比与美国制造业 PMI	10
图 19: 美国 CPI 变化 (%)	11
图 20: 美国失业率变化 (%)	11
图 21: 美国指数变化	12
图 22: 全球实际 GDP 增长率 (%)	12
图 23: 央行净购金情况 (吨)	12
图 24: 美国道琼斯工业平均指数 (点)	12
图 25: 美国 10 年国债实际收益率曲线 (%)	13
图 26: 全球白银需求 (吨)	13
图 27: 美国财政赤字情况 (亿美元, 12MA)	13
图 28: 美元指数与美国 GDP 占全球比重 (1973 年 3 月=100)	13
图 29: 降息前后 180 天白银价格涨跌幅 (%)	14
图 30: 2000-2002 白银现货价格及金银比变化 (美元/盎司)	15
图 31: 2005-2009 白银现货价格及金银比变化 (美元/盎司)	15
图 32: 2018-2019 白银现货价格及金银比变化 (美元/盎司)	15
图 33: 2019 年降息前后金银价格涨跌幅 (%)	15
图 34: 美国未来 12 个月经济衰退概率 (%)	16
图 35: 美国 GDP (%)	16
图 36: 美国非农就业人数及职位空缺数 (千人)	16
图 37: 失业率与劳动力参与率变化 (%)	16

图 38: 美国及欧元区 CPI 变化 (%)	17
图 39: CPI 住所项与房价变化 (%)	17
图 40: 3 月降息预期 (%)	18
图 41: 5 月降息预期 (%)	18
图 42: 公司收盘价与白银价格 (元, 美元/盎司)	19
图 43: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	21
图 44: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	21
图 45: 子公司营业收入 (亿元)	21
图 46: 子公司净利润 (亿元)	21
图 47: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	23
图 48: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	23
图 49: 子公司营业收入情况 (亿元)	23
图 50: 子公司净利润情况 (亿元)	23
图 51: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	24
图 52: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	24
图 53: 子公司营业收入情况 (亿元)	25
图 54: 子公司净利润情况 (亿元)	25
表 1: 全球白银供需平衡表 (吨)	8
表 2: 降息及衰退发生期间白银价格表现	14
表 3: 盛达资源资源情况 (截至 2022 年底)	20
表 4: 兴业银锡资源情况 (截至 2022 年底)	22
表 5: 银泰黄金资源情况 (截至 2022 年底)	24
表 6: 相关公司估值情况	25

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/827043131146006040>