



张伟伟

农产品分析师

从业资格证： F0269806

☎ 0516-83831165

✉ zww0518@163.com

🌐 www.neweraqh.com.cn

新纪元期货研究所农产品分析师，中国矿业大学理学硕士，主要负责强麦、早籼稻等谷物及白银等贵金属的研究及相关交割业务办理。

QE3 主导市场，下半年银价趋于上涨

内容提要:

国际铅锌研究组织预计，2012 年全球铅锌矿产量仍将保持稳定增长态势，这将极大的保证白银的供给量。2012 年全球白银的供应仍将稳定增加，而制造业需求相对不振，整体来看，2012 年实物白银供应过剩的格局仍将持续。

2012年一季度，SLV白银ETF持仓出现一定幅度下降，5月下旬以来维稳在9650吨。截止6月20日，SLV白银ETF基金净持仓9821吨，较6月初增加了近200吨，显示出机构投资者开始缓慢看好银价。从CFTC白银期货净多持仓近两周也略有回升。

在中国已经推出、欧洲即将推出、美国最后推出宽松货币政策的背景下，第三季度的金融市场走势将倾向于多头方向。美联储是否推出QE3仍是主导银价未来走势的主要因素，7月底的美联储议息会议将是决定是否推出QE3的重要时间关口。

综合分析，2012 年，在工业需求不振的情况下，白银的金融属性将占主导，宏观经济形势成为影响银价走势的主要因素。7 月底之前，银价仍将维持低位震荡。随着全球主要经济体经济刺激政策陆续出台，基金投资热情将会再度高企，2012 年下半年银价将整体趋于上涨。

关键字：宏观环境 供应过剩 投资价值 SLV 持仓

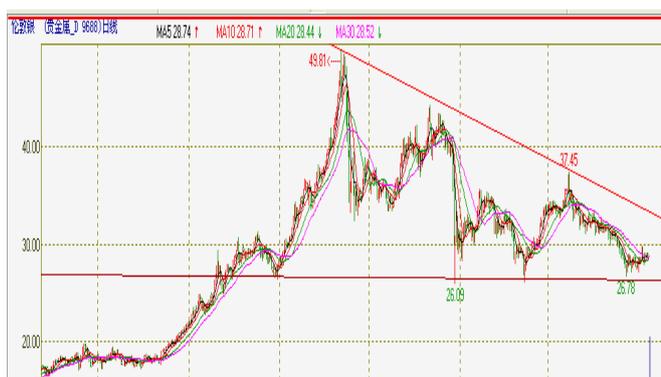
第一部分 市场回顾

一、市场回顾

2012 年上半年，国际银价呈现先涨后跌走势。2012 年 1 月份，国际白银价格从底部走强，自 28 美元单边上涨至 34 美元附近。2 月中旬各种利好消息纷至沓来，银价连续上涨至 37 美元。但 2 月最后一个交易日晚间由于伯南克讲话打消市场对量化宽松的预期，银价大幅下挫，随后跌势延续至 5 月中旬。5 月 17 日以来，在全球经济萎靡不振，及欧元区债务问题重重的影响下，国际银价整体维持窄幅震荡。从形态上看，自 2011 年 4 月以来，银价整体运行下降通道中，目前位于低位震荡整理。欧洲债务问题及美国是否推出 QE3 将是未来主导银价未来走势的主要因素。

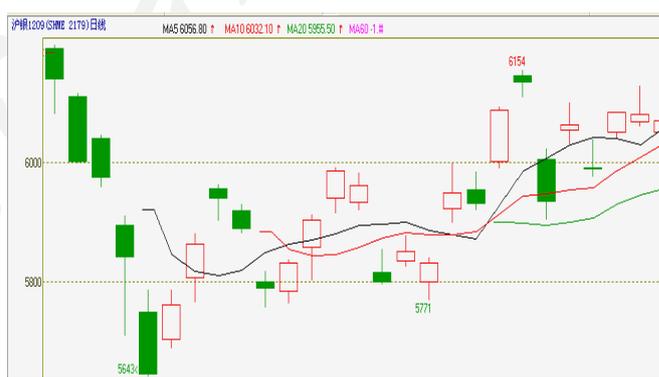
自 2012 年 5 月 10 日上海期货交易所白银期货上市以来，市场交投活跃，价格运行整体与国际银价走势保持一致，波动幅度维持在一个比较合理的区间。白银期货的上市，丰富国内投资衍生品，完善国内生产商规避风险工具。

图 1-1. 伦敦银日 K 线图



资料来源：文华财经

图 1-2. 沪银 1209 日 K 线图



资料来源：文华财经

第二部分 影响因素分析

一、国内外宏观经济形势

（一）中国宏观经济

1. 经济增长

从一季度经济数据看，国内经济增长情况相当低迷，一季度 GDP 同比增速仅为 8.1%，较上年四季度 8.9% 的数据大幅回落。更为严重的是，一季度 GDP 环比增长 1.8%，折算年率仅为 7.4%。而且从 4、5 月份的工业增加值，进出口等数据分析，二季度 GDP 同比增速将进一步回落，或低于 8%。基于经济增长形势的超预期恶化，管理层已经推出多项保增长措施，预计将自三季度起对经济增长产生实际拉动作用。同时根据 GDP 的

波动规律，我们认为：第二季度 GDP 增速将见到年内最低点，第三季度起触底回升，全年呈现 V 型走势。

2. 通胀情况

从前两个季度经济数据看，CPI 涨幅总体趋向回落，由去年 12 月的 4.1% 下降至今年 5 月份的 3%。而且具有先行意义的 PPI 回落幅度更大，由去年 12 月的 1.7% 下降至今年 5 月份的 -1.4%。根据 CPI 周期波动规律，结合经济数据的最新变化，我们认为：6, 7 月份 CPI 将继续回落，CPI 拐点有较大概率出现在 7 月份，之后 CPI 将逐渐回升。

3. 货币条件

2012 年度货币政策将以“稳健”之名行“宽松”之实；但货币政策大幅放松的条件不成熟。从 2012 年上半年的实际情况看，M1、M2 增速分别在 3%-4%、12.4%-13.4% 的底部震荡，并没有出现明显回升。对于下半年的货币条件，我们认为，在国务院常务会议强调了稳增长的态度后，各个部委都要推出落实措施，央行下一步将不断加大放松货币政策的力度。下半年存款准备金率仍有 2—3 次的下调空间，逐渐增加市场流动性。

（二）全球金融格局的演变

根据时局演变，我们认为，欧洲必将由财政紧缩转向保增长、扩货币的方向。而美国最近的通胀数据不断下滑，经济复苏出现减速，为美联储推出 QE3 提供了良好的环境。在中国已经推出、欧洲即将推出、美国最后推出宽松货币政策的背景下，第三季度的金融市场走势将倾向于多头方向。

总的来说，6 月底之前是欧债危机风险集中释放的阶段，投资者宜规避风险为主。之后，商品市场氛围将逐渐向多头思维转变。

二、供需基本面分析

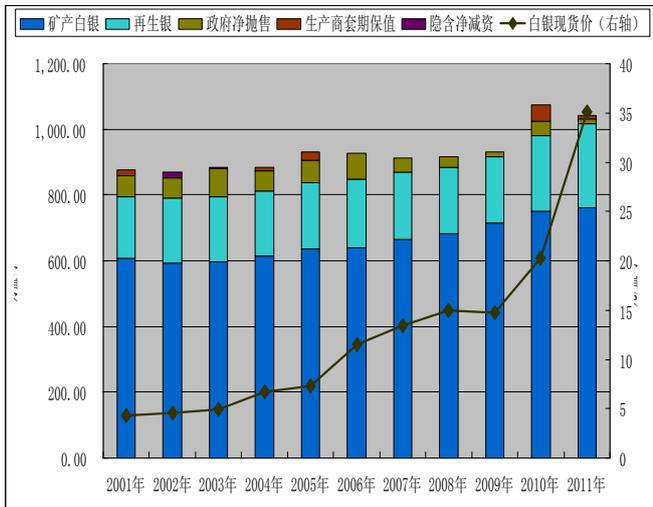
（一）全球供需基本面情况

1、2012 年全球白银供应仍将保持稳定增长

美国地质研究表明，截至 2011 年，全球已探明的白银储量为 53 万吨，相比 2005 年增加了 24 万吨，可开采年数也由 12 年增加到 23 年。根据全球知名贵金属咨询公司 GFMS 统计，从 1998-2010 年全球白银产出呈现稳中有升态势，从 1998 年 8.82 亿盎司增加到 2010 年的 10.58 亿盎司，年复合增幅约为 2.5%。世界白银协会最新研究报告显示，2011 年全球白银供应量为 32366 吨，同比下降 3.2%。主要是政府净抛售大幅度

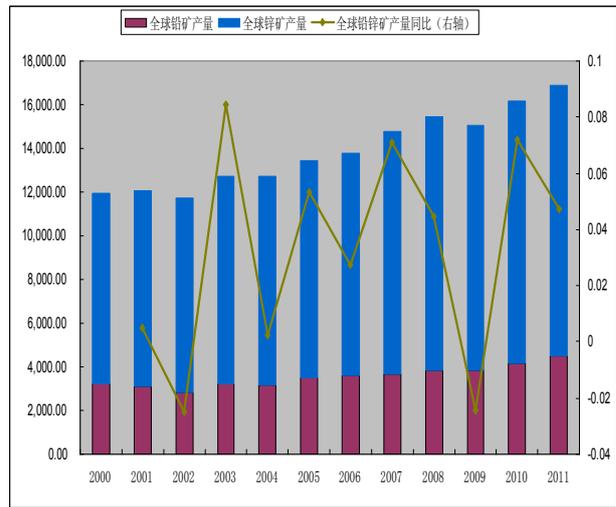
减少，同比降低 74%，再生银同比增加 12.2%，矿产银基本保持不变。

图 2-1. 2001 年-2010 年全球白银产量与银价对比



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-2. 全球铅锌产量及同比



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

白银的供应主要包括矿产银、再生银、生产商对冲以及政府净抛售。矿产银包括原生银和伴生银，伴生银矿约占矿产银总供应的 70% 左右，成为影响白银供应的主要因素。伴生矿中，又以铅锌矿比例最大，大约占到 35%。近几年来，全球铅锌矿产量持续保持增长，2011 年，全球铅锌矿总产量达到 1690 万吨，同比增长 4.71%。国际铅锌研究组织在其成员春季会议后发布的预计显示，2012 年全球锌矿山产量可能会增长 3.9% 达到 1345 万吨，铅矿产量将增加 4.9% 至 488 万吨。2012 年全球铅锌矿产量仍将保持稳定增长态势，这将极大的保证白银的供给量。

加拿大的 Silver Bull Resources 公司 2012 年 5 月 22 日表示，浅白银区的白银测定资源上升 39%，至 7213 万盎司，推定出白银资源则为 1049 万盎司。纽约贵金属研究和咨询公司也在最新公布的 2012 年白银年报中表示，市场经济精炼白银供应料将在 2012 年首次超过 10 亿盎司。总体来说，2012 年全球白银的供应仍将稳定增加。

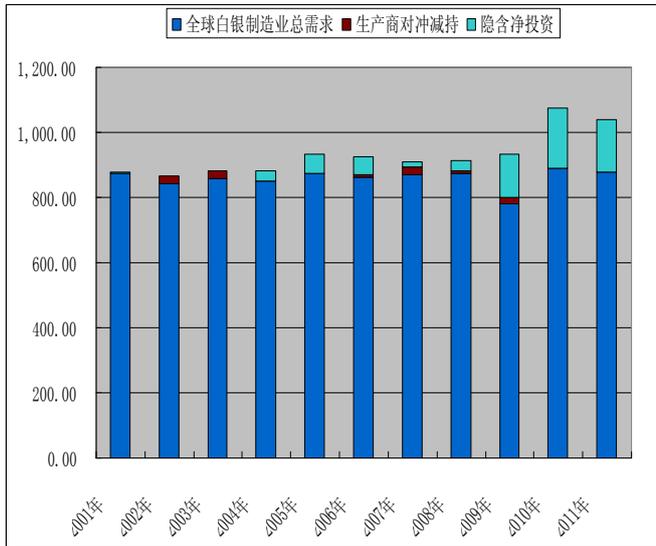
2、制造业需求疲弱 供应过剩格局延续

全球白银需求主要体现在全球制造业白银消费，占到总需求的 80% 左右。2011 年，工业应用消费占全球制造业白银消费的 55%、感光材料消费占 8%、珠宝首饰消费占 19%、银器消费占 6%、铸币印章消费占 12%。

2001 年至 2010 年这十年间，白银的制造业总需求量基本保持稳定，除了 2009 年出现了较大幅度减少，其他年份都基本保持在 2.5 万吨以上。但白银的制造业需求结构却发生了很大改变，由于全球电子行业快速

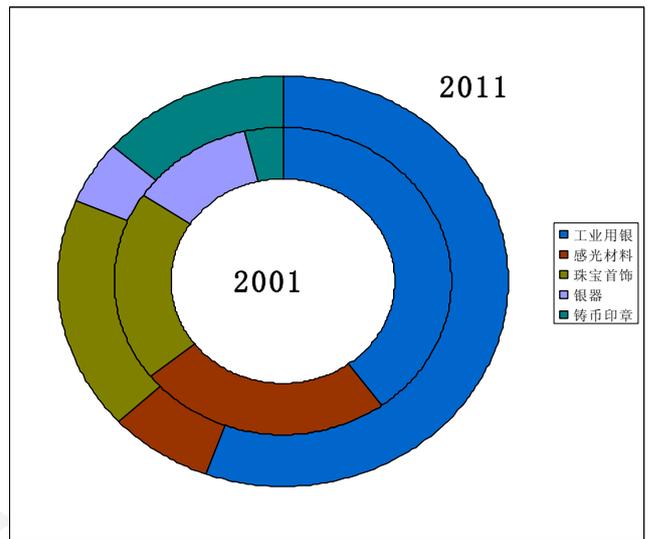
发展，工业用银量基本保持稳定增长；全球摄影业曾经是白银消费领域最重要的部分，但随着数码科技的进步导致传统胶片需求大幅下滑；白银制品领域，受银币投资需求量拉动，银器及银币等白银消费量出现大幅增长。

图 2-3. 全球白银消费情况 单位：百万盎司



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

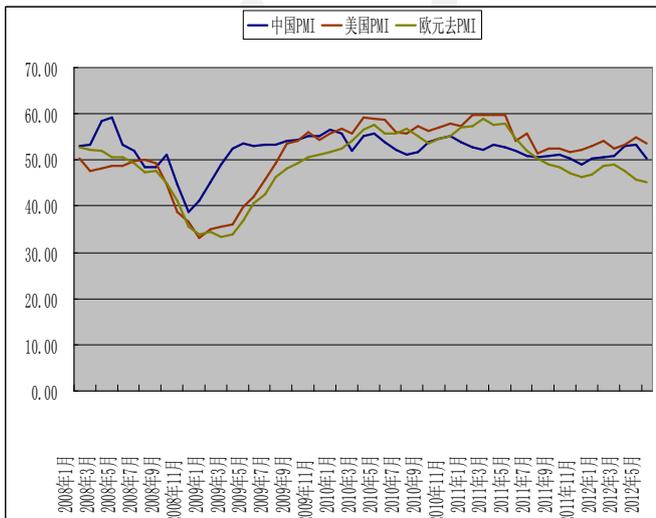
图 2-4. 2001 年与 2011 年全球白银制造业需求结构对比



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

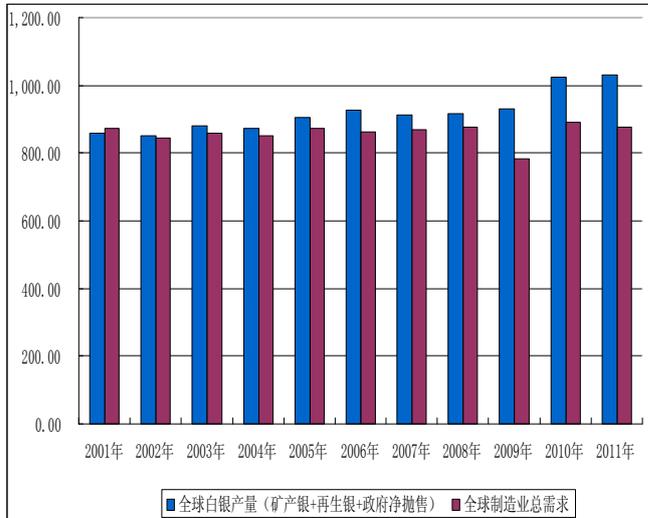
据世界白银协会最新研究报告，受欧债危机影响，2011 年全球白银需求总量为 32366 吨，同比下降 3.2%。其中工业需求方面下降 2.7%，感光材料继续下降，同比降低 8.8%，珠宝首饰和银器小幅减少，而银币及银章上升迅猛同比增长 18.8%。一方面，2012 年，全球经济复苏仍将乏力，世界主要经济体制造业萎缩形势预

图 2-5. 全球各主要经济体 PMI



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-6 全球白银产量与制造业需求对比



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

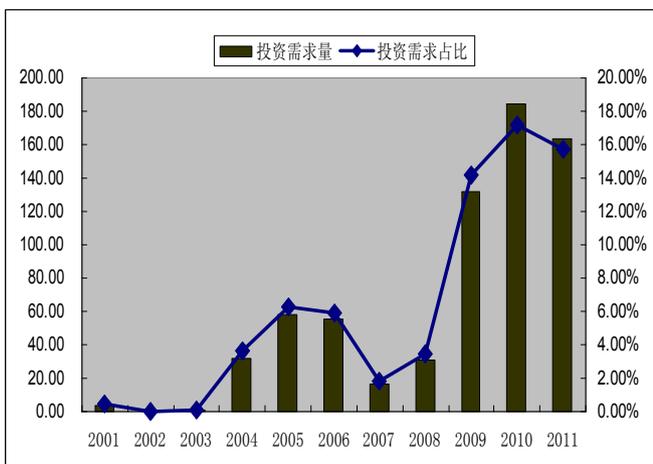
计无法在短期内出现明显改善，白银在工业领域的需求将难以出现大量的增长。另外，铸币需求方面，美国铸币局 6 月 4 日公布的数据表明，5 月美国鹰扬银币销量为 287.5 万枚，较 4 月有较大幅度提高，但同比下滑了 68%。经济不景气情况下，投资者对于银币收藏的投入也将减少。

总体来说，在制造业需求不振的影响下，2012 年实物白银供应过剩的格局仍将持续。

3、投资需求将成为银价的主要推手

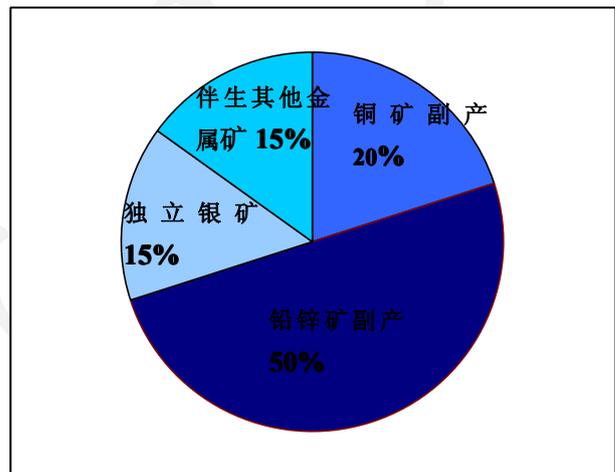
自 2009 年以来，全球白银的供应量明显大于制造业需求量，近几年白银价格的上涨，主要由投资需求提振，2011 年投资需求占总需求的比例达到 15.76%。后面我们将会详细分析白银的投资属性。

图 2-7. 2001-2011 年白银投资需求及其占比



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-8. 2010 年我国矿产银来源分布



资料来源：中国有色金属工业协会 新纪元期货研究所整理

（二）我国供需基本面情况

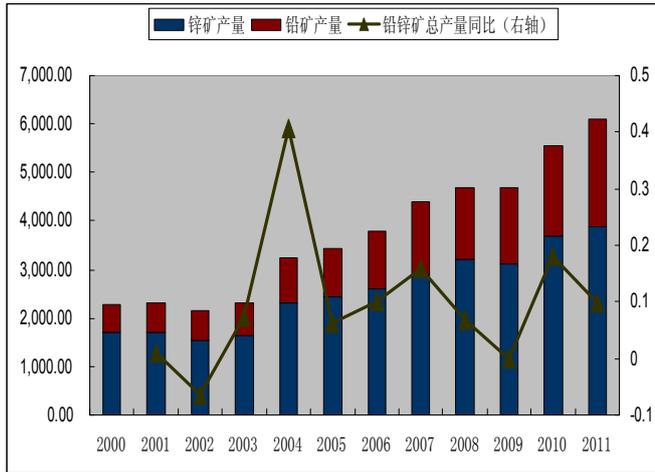
1、2012年1-4月我国白银产量出现较大幅度增加

我国白银资源相对丰富，白银储量达到 43000 吨，居秘鲁、智利、澳大利亚和波兰之后，排名世界第 5 位。国内白银生产主要来自独立银矿、铅锌铜金副产、再生回收三个领域。其中金属矿副产又以铅锌矿为主，近几年我国铅、锌矿开采量的快速增长，也促使白银产量增加。再生银生产主要集中在湖南郴州永兴县和浙江台州仙居县，目前两个地区的再生白银产量占全国白银总产量的 34% 左右。

中国白银产量近年来持续上升，据中国有色金属工业协会统计，2011 年全国白银产量为 1.23 万吨，同比增长 6.3%，继续保持世界第一，但增幅放缓。根据中国有色工业协会统计，2012 年 4 月份，中国生产白银 1065 吨，同比增长 14.3%；2012 年 1-4 月份国内生产白银 4046 吨，同比增长 10.67%，高于 2011 年平均增速 6.29%。

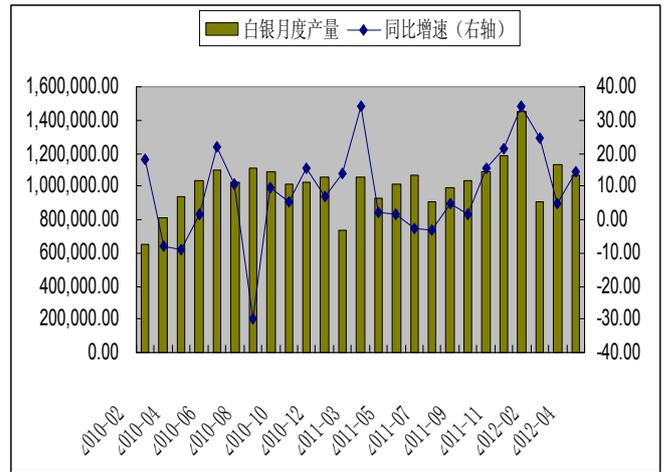
有色金属工业协会金银分会预计，2012年我国银矿产量将继续增长；由于珠宝首饰和工业环节的高回收，再生银产量也将继续增长。2012年我国白银产量将达到12590吨，同比增长2%。

图 2-9. 我国铅锌矿产量及同比



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-10. 中国白银月度产量和同比增速

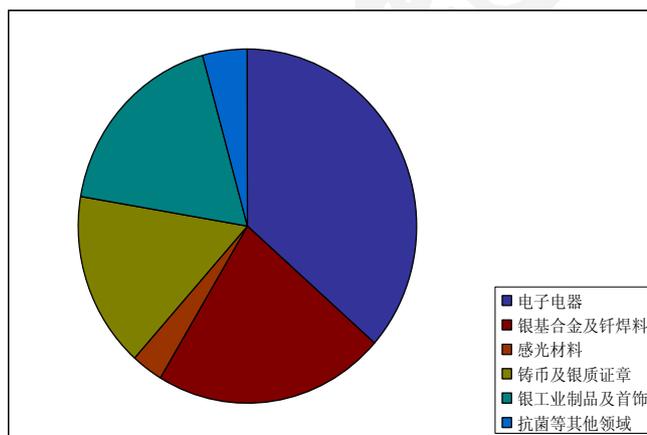


资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

2、2012年我国白银制造业需求增速或将回落至2-3%

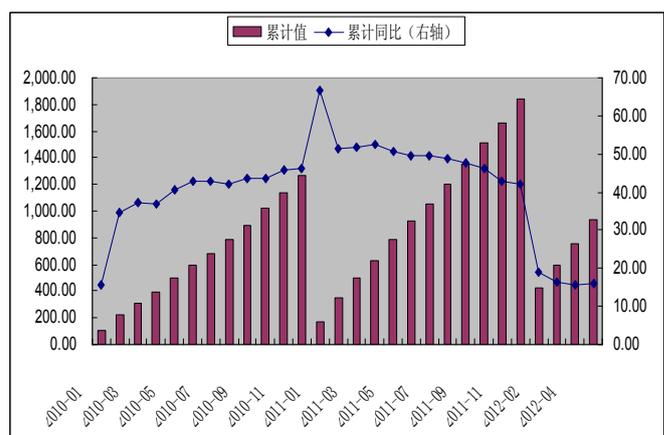
近年来，我国经济的高速发展带动了白银消费量迅速上升，成为世界白银需求潜力最大的国家之一。据安泰科统计，2011年我国白银制造业消费总量为6088吨，具体消费结构为，电子电气占37%，银基合金及钎焊料23%，铸币及银质证章15.5%，银工业制品及首饰18%，感光材料占3%，其他方面占4.5%。

图 2-11. 2011 年国内白银消费结构



资料来源：安泰科 新纪元期货研究所整理

图 2-12. 我国限额以上金银珠宝类零售额累计值与累计同比

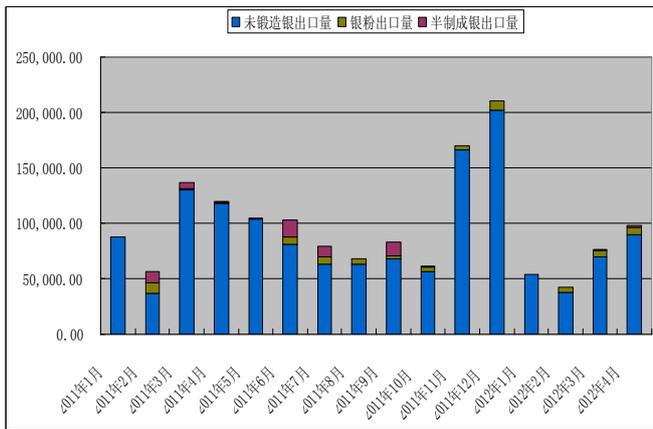


资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

珠宝方面，2012年国际金银价格起伏过大，导致消费者对购置实物黄金和金银饰品举棋不定。知名金银饰品加工销售企业老凤祥一季报显示，一季度实现营业收入71.96 亿元，同比增长10.94%；营业利润2.86亿

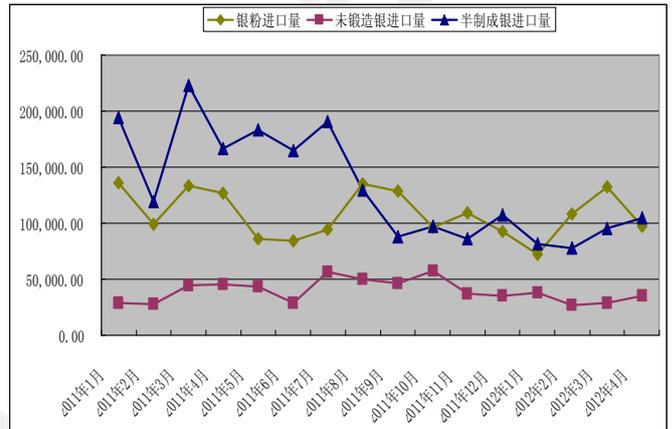
元，同比增长23.53%；归属上市公司股东的净利润1.68亿元，同比增长18.98%；而去年1-4季度老凤祥的营业收入增速分别达到了49%、52%、56%、32%，相比之下今年一季度的业绩比较平淡。另据国家统计局数据显示，2012年全国金银珠宝类零售额增速出现明显放缓，2012年1-5月，我国限额以上金银珠宝类零售额累计值931亿元，累计同比增速16.1%，较去年同期的50.8%的回落了34.7个百分点。总的来说，珠宝类白银的需求增速出现了明显放缓。

图 2-13. 我国白银出口情况



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-14. 我国白银进口情况



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

进出口方面，据上海金属网统计，2012年1-4月份，我国累计出口银270吨，累计同比下降33%，其中1-4月累计出口未锻造银249.8吨，累计同比下降33.2%；1-4月累计出口银粉17.2吨，累计同比增长67%；1-4月累计出口半制成银3.2吨，累计同比下降80%。2012年1-4月份，我国累计进口银898.1吨，累计同比下降33%。其中1-4月累计进口未锻造银129.5吨，累计同比下降12%；1-4月累计进口半制成银359.3吨，累计同比下降49%；1-4月累计进口银粉409.3吨，累计同比下降17%。

2012年1-4月，我国白银及制成品进出口数量均出现明显下滑，说明了整体白银的制造业需求不旺。国家有色金属工业协会金银分会预计，2012年我国白银制造业需求增幅将回落到2-3%。

三、白银的投资价值

近年来随着白银价格的上涨，白银投资吸引了越来越多投资者的目光。白银的避险功能及金融属性，决定了其具有较强的投资价值。

1、白银与美元

2003年以前，白银价格与美元关系并不明显。但自03年之后，全球经济经历了流动性泛滥、金融危机、

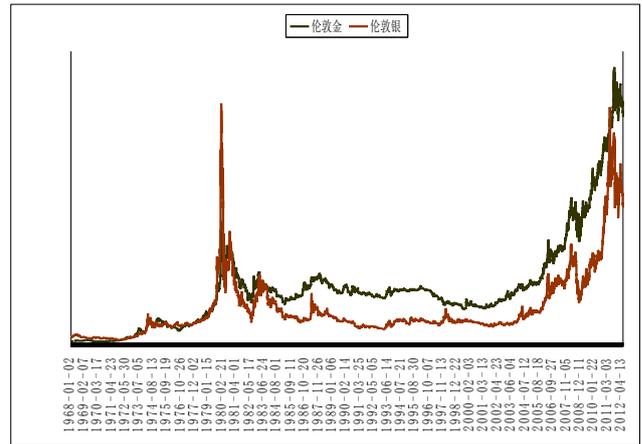
经济刺激、经济缓慢复苏、欧债危机等诸多宏观事件后，白银的金融属性不断增强，其价格走势与美元的负相关关系也日益明显。长期来看，白银价格与美元指数呈现明显的负相关关系，对近30年的数据分析得出两者的相关性为-0.55；2003年以后两者的相关性为-0.69。

图 2-15. 白银与美元



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-16. 白银与黄金



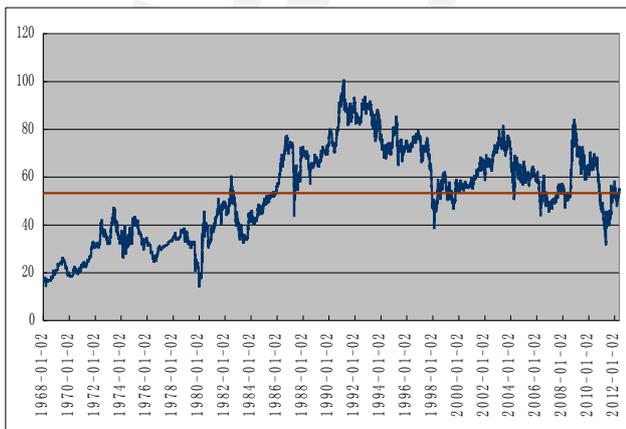
资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

2、白银与黄金

历史上相当长时间内，黄金与白银共同以货币形式存在。直到今日，两者之间价格相关系数仍高达90%。不过，由于黄金金融属性强于商品属性，而白银商品属性强于金融属性，两者在不同的阶段会出现一些差异。但从整体来看，两者之间会维持一个均衡的比值。

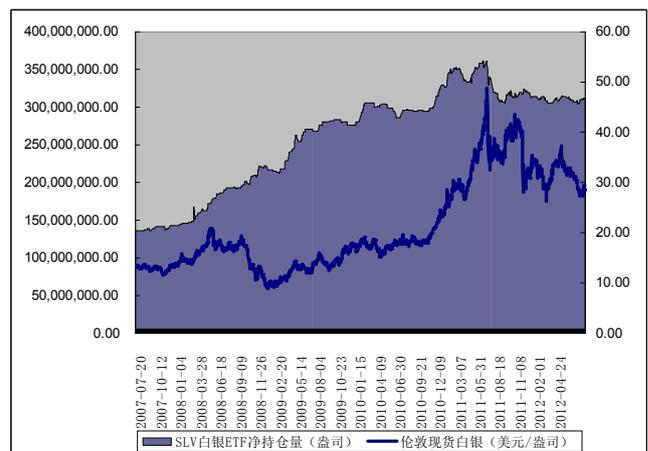
通过统计黄金白银自1968年以来的比价关系，黄金白银比值的总体运行在较大的区间(14, 101)之内，平均值为53.35，核心区域为40-80之间，目前黄金白银的比值基本运行于平均值附近。

图 2-17. 黄金与白银比值



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 2-18. SLV 白银 ETF 持仓与银价对比



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

3、ETF 基金持仓情况

截止2012年，全球白银基金主要有3只，分别是Silver Trust (SLV)、ETF Securities 和Zurcher Kantonal bank (ZKB)，其中规模最大、影响最广的是巴克莱资本推出的白银ETF—SLV。2006 年建立以来，SLV的白银持仓量从653吨增加至如今的9500多吨，6年间增幅接近14倍。

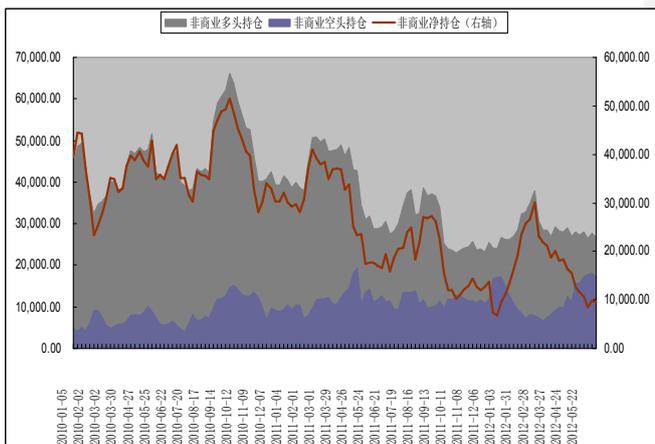
从图2-18可以看出，2008年底以来，伴随着白银价格上涨的是SLV白银ETF基金的不断增仓；2011年4月银价自高位暴跌的同时，ETF基金也出现了一定的减持。2012年一季度，SLV白银ETF持仓出现一定幅度下降，5月下旬以来维稳在9650吨以上。截止6月20日，SLV白银ETF基金净持仓9821吨，较6月初增加了近200吨，显示出机构投资者开始缓慢看好银价。

4、短期投资资金看空银价

从 CFTC 白银期货持仓量来看，近期多头出现减仓，空头资金增仓力度较强，非商业净多持仓从 2 月 28 日的 3 万手大幅回落至 5 月 29 日的 8558 手。但近两周，净多持仓略有增加，截止 6 月 12 日，净多持仓增加至 9609 手。截止 6 月 19 日，COMEX 白银库存为 1.447 亿盎司，依然位于历史高位。

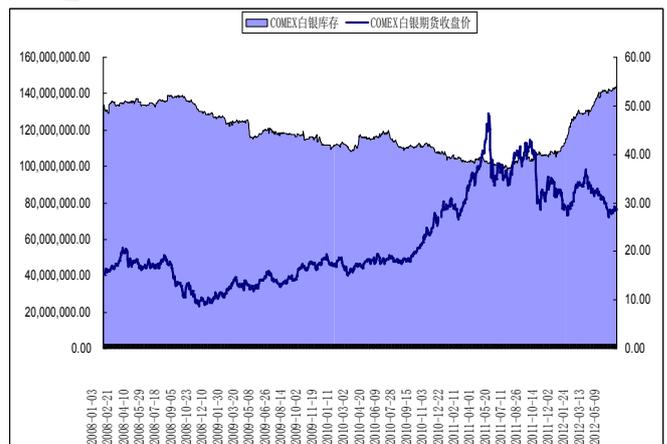
但我们相信随着国际经济形势逐渐明朗，基金投资热情将会再度高企，2012年下半年银价将在投资投机需求的推动下趋于上涨。

图 2-19. CFTC 非商业持仓情况



资料来源：新纪元期货研究所

图 2-20. COMEX 白银库存与银价对比

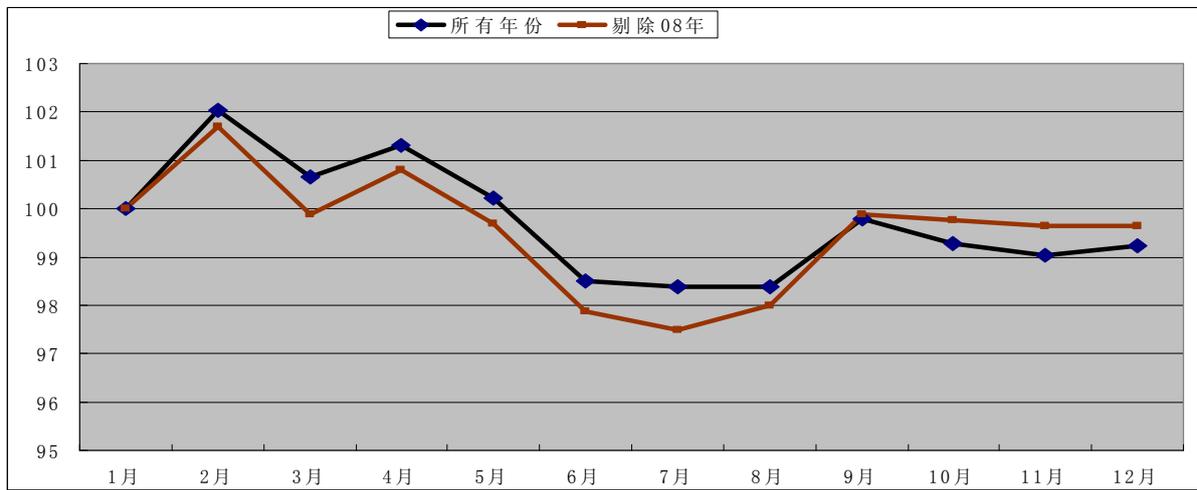


资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

四、季节性分析

本文采集了 1980 年 1 月到 2012 年 5 月伦敦银现货价格的收盘价数据，利用季节性分析方法绘制出伦敦银的季节性指数走势图。

图 2-21. 伦敦银季节性指数



资料来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

从季节性指数图中可以看出，一年中的季节性高点一般出现在2月、4月及下半年的9月，季节性低点一般出现在7月。由于白银兼有商品属性和金融属性，只有当商品属性占主导时，其季节性指数的指导价值才更大。

第三部分 后市展望

根据时局演变，我们认为，欧洲必将由财政紧缩转向保增长、扩货币的方向。而美国最近的通胀数据不断下滑，经济复苏出现减速，为美联储推出QE3提供了良好的环境。在中国已经推出、欧洲即将推出、美国最后推出宽松货币政策的背景下，第三季度的金融市场走势将倾向于多头方向。美联储是否推出QE3仍是主导银价未来走势的主要因素，7月底的美联储议息会议将是决定是否推出QE3的重要时间关口。

2012年全球白银的供应仍将稳定增加；而由于全球经济复苏仍将乏力，部分国家和地区制造业萎缩形势预计无法在短期内出现改善，2012年白银在工业领域的需求难以出现大量的增长。总的来说，2012年实物白银供应过剩的格局仍将持续，投资需求仍将是银价的主要推手。

综合分析，2012年，在工业需求不振的情况下，白银的金融属性将占主导，宏观经济形势成为影响银价走势的主要因素。7月底之前，银价仍将维持低位震荡。随着全球主要经济体经济刺激政策陆续出台，基金投资热情将会再度高企，2012年下半年银价将整体趋于上涨。

新纪元期货研究所简介

新纪元期货研究所是新纪元期货旗下集研究、咨询、培训、产品开发与服务于一体的专业性研究机构。公司高度重视研究分析工作，引进了数名具有深厚理论功底和丰富金融投资管理经验的博士、硕士及海外归来人士组成专业的分析师团队。我们坚持科学严谨的分析方法和精益求精的工作态度开展各项研究分析工作，以此为客户创造价值。

目前新纪元期货研究所内部分为宏观经济、金属、农产品、能源化工、金融等五个研究团队，以宏观分析和产业研究为基础，以市场需求为导向，以交易策略和风险管理为核心，依托徐州多个期货交割仓库的地理区位优势，为广大企业和客户提供一体化前瞻性服务，帮助投资者摒弃常见的交易弱点，建立成功投资者所必需的基本素质，并在瞬息万变的行情中作出适应市场环境的投资决策。

如想了解或获取新纪元期货研究所期货资讯请致电0516-83831107或发邮件至yfb@neweraqh.com.cn申请。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出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，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。