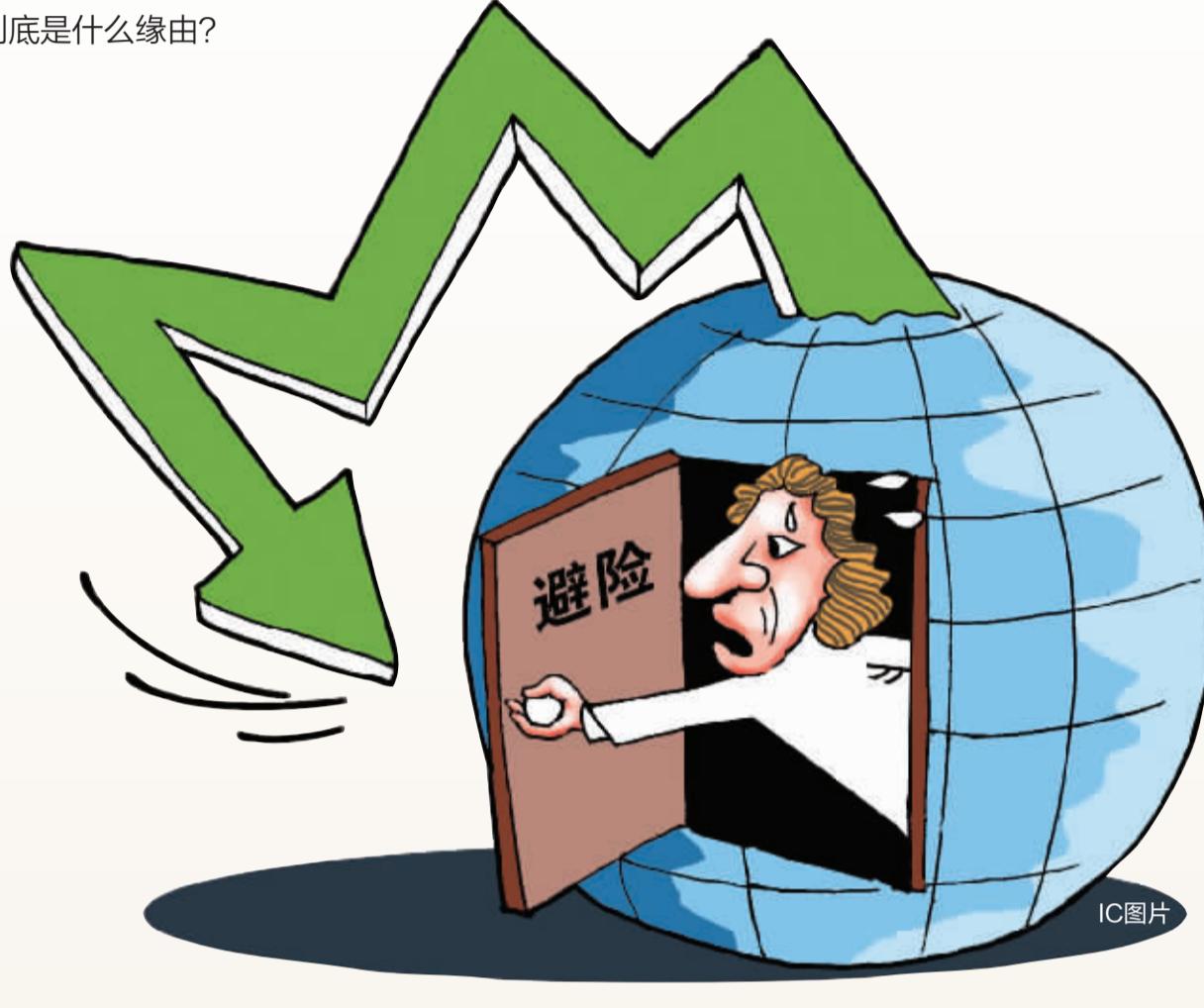


白银：缘何成为避险港湾里的“冷落孤舟”

□本报记者 官平

曾经与黄金辉煌与共,如今金色光环褪去,黄金的“贵族”气质依然,而在避险的港湾里,白银已独自成了一叶“冷落孤舟”。

在过去的数十天,全球金融市场动荡不安,不少资金四处逃窜,从股票市场里逃之夭夭,无处可去之时,躲进了黄金这一天然的保值“热岛”,金价在2个月里一反多年熊势最高累计上涨超过17%。相比之下,白银并未受到同样的礼遇,同期涨幅尚不足7%。黄金、白银同为贵金属,这样的差异到底是什么缘由?



金银仍然荣辱与共

白银,由于其在地球表层含量极低而和黄金以及其他六大铂族金属统一称为是稀有金属或贵金属。白银质地柔软,宜锻造、抗氧化以及具有优良的物理化学性质,其价值早在公元前700年的美索不达米亚时期就开始为人们所认识。

在历史上曾经与黄金一样,作为许多国家的法定货币,具有金融储备职能,也曾作为国际间重要的支付手段。在当前市场上,人们仍然将目光聚焦于白银的货币属性之上,将其等同于黄金,而忽略了其工业属性。

这种忽略恰恰解释了短期内价格的变化差异。2016年以来,金价上涨超过15%,而白银价格上涨不到5%。黄金、白银价格原本保持较高的联动性正在发生变化吗?

对此,长期跟踪研究的长江期货黄金分析师王琎青表示,白银与黄金的价格仍然保持较高的正相关性。然而,助推本轮黄金上涨的最大因素是避险,黄金具备较强的货币属性,属于天然的避险品种,而白银工业需求占比在50%以上,商品属性更强。在避险环境下,白银表现自然明显弱于黄金,并且其他基本金属表现也

差强人意,从而进一步限制了白银价格的涨幅。

“白银的避险属性肯定不如黄金,其商品属性更强。在避险环境下,黄金表现明显强于白银,但并不意味着白银就具备补涨空间,反而会落后于黄金。”王琎青说。

混沌天成期货研究员孙永刚告诉中国证券报记者,黄金在全球范围内一直作为货币和一般等价物使用,但是白银作为货币的区域性和时间性是远远没有办法和黄金相比的,再从稀缺性和本身化学性质的角度看,白银作为货币和一般等价物的优势远不及黄金。

因此,孙永刚认为,在信用货币时代,白银更多的依然是体现其商品属性,只有当黄金的货币属性通过价格充分闪耀之后,白银也会因此而上涨,这些都表现在了金银比价之上。现阶段,全球经济依旧低迷,黄金价格依然处于底部区间,在低利率以及负利率的环境之中,市场对冲风险使用的最佳工具当然首选黄金,因此白银在工业段的需求大很多,供需对价格的影响更大。

除了正常的工业需求,很大一部分白银库存作为大型金融机构参与金融市场的抵押品

使用,这就是白银货币属性的具体表现形式。而在这个市场,还有国债、黄金等不同资产类别可以作为抵押物使用,而抵押物是要收取相当的借贷成本的,也就是一部分利息,那么不同抵押物的利率就成为大型金融机构选择不同资产的依据。

一般来说,投资者普遍认为黄金、白银与美元之间呈负相关,而其背后的逻辑是黄金、白银以及美元资产(主要是美国国债)的利率强弱,或者说对其预期利率强弱的比较。如果市场预期美国国债利率会高于黄金、白银等抵押品利率以及其他国家债券利率时,就会抛售黄金、白银以及其他非美元资产,而买入美元并同时买入国债。

值得注意的是,工业需求是白银需求的主要部分,占比超过总需求的50%(18500吨)。虽然整体占比较高,但是由于工业行业分支众多,分到每个细分行业的白银需求量可能并不多。从需求上看,随着工业化发展,工业对于白银的需求持续增长,但是另一方面由于工业技术的发展以及替代物的出现,单位设备的用银量却在下降。

白银的工业属性强乎

1971年美元与黄金脱钩,黄金和白银的价格飞速上涨,也表明货币供应量增多,纸币贬值速度加快。一百多年来,黄金价格上涨约36倍,白银价格上涨约27倍,大部分上涨是在70年代和最近几十年。

业内人士指出,白银价格上涨或下跌在一定程度上反映实体经济投资增快了还是放慢了,实体经济投资是金融市场的支持,而黄金在金融市场风险增大时的一种避险资产,黄金价格上涨时通胀率可能上升。

黄金钱包首席研究员肖磊表示,黄金和白银虽然同属于贵金属,但两者的属性有非常大的差别,因此两者的价格相差甚远,自1971年美元与黄金脱钩(布雷顿森林体系解体)之后,金银的比价在一直攀升,到了1990年的时候,金银比价达到了100,也就是说1盎司黄金的价格相当于100盎司白银的价格。但随后金银比价持续下滑,到1996年的时候金银比价下跌到了40。目

前金银的比价是80,从历史来看处在比较高的位置,尤其是自今年年初以来,黄金价格的上涨速度远大于白银,而白银的上涨也仅仅是因为黄金等的带动效应,而非自身基本面的改善。

肖磊指出,从基本面看,黄金和白银已处在不同的背景之下,白银工业应用超过其总需求的40%,全球制造业的疲弱,导致白银需求下滑,价格持续下跌,尤其是近几个月来原油价格的下跌,进一步降低了白银等工业金属的需求预期,如果不是黄金价格的反弹,白银价格可能会进一步下跌。国际白银市场从2007年开始就一直处于供应过剩的状态,目前看每年的过剩量超过10亿盎司,而黄金市场供需基本平衡。

另外,由于白银的金融货币属性远低于黄金,各国央行等金融机构并没有持有白银的意愿,而各国央行去年净买入黄金超过500吨。在专业的投资市场,全球最大的黄金ETF基金SPDR今年以来以增持黄金超过100吨,但全球

最大的白银ETF基金SLV减持超过200吨的白银,投资需求方面的差别也导致了白银价格弱于黄金。

招商期货认为,从过去15年白银工业需求变化以及总需求变化来看,中国的增长是主导因素,不但完全占据了全球的白银需求增量,而且还替代了其他国家的需求。因此工业对于白银需求的变化可以从研究中国的需求变化中获得。而从中国的数据看,未来GDP增速放缓已经是大概率事件,这同样导致新增需求的减少。

“白银的投机属性更强一些,而投机属性并不是一个简单的贬义词,白银由于金融属性较弱。”肖磊说,白银又比铁矿石、铜铝锌铅等有一定的炒作概念,在银币、首饰等领域占有较大市场份额,导致白银的用途相比诸多金属要多,投资者比较熟悉,期货市场交易非常活跃,诸多投机资金经常会在金银比值扩大的情况下,做多白银,等待补涨。

白银还要跟在黄金后面

2016年伊始,全球金融市场极度动荡,股票、外汇、大宗商品无一幸免。各种潜藏许久的“黑天鹅事件”均已若隐若现。在避险需求快速上升背景下,白银能否跟上黄金,重走辉煌路?

肖磊表示,由于白银吸引沉淀资金的能力较弱,很多资金以短线炒作为主,导致白银价格总是大起大落。目前看,白银确实具备补涨的机会,比如2008年金融危机期间,白银下跌速度远大于黄金,到2009年黄金价格的反弹也快于白银市场,但2010年白银价格迅速补涨,涨幅一度超过了黄金,本轮白银价格的波动跟2008年至2010年间非常相似,从纯投机的角度讲,白银具备10%以上的补涨空间,但这种补涨可能很难有持续性,且判断拐点非常难。

孙永刚则认为,白银的补涨还需要等待黄金价格真正凸显的情况下,重点就是看市场担忧的风险是否会进一步呈现。上半年的白银走势整体会相对强势,但是相比黄金还是要弱一些。

相关机构的研究报告指出,金与白银比价方面,在美联储强烈加息预期下黄金与白银均存在下跌风险,关键点是看白银工业需求对于白银价格支撑力度的大小。

白银正回归商品属性

□本报记者 官平

缺口预计将从2014年的34.8百万盎司小幅扩大至42.7百万盎司。工业需求继续减少,主要原因是以中国为首的发展中国家经济增速放缓以及工业界节银技术持续进步。首饰需求也有所减弱,尽管银价继续走低,但消费者对首饰的兴趣明显受到经济前景不佳的抑制。的确,白银的工业需求暂时找不到新的亮点,消费需求(首饰和银器)的增长也告一段落,惟一可期的是投资需求在目前银价较低时期继续上升。不过,在供给方面同样呈现出收缩态势,矿产银在2016年面临从上升到下降的转折点。未来几年,白银价格将在供需两端同时萎缩的形势下达到新的平衡点。

2015年国际现货白银价格开于15.71美元/盎司,收于13.85美元/盎司,最高价18.49美元/盎司,最低价13.65美元/盎司。2015年年初希腊政局更迭,瑞士黑天鹅事件突发,银价受助避险情绪上涨并创下全年高位。此后动能未能持续,在强势美元以及资本市场火爆等因素影响下,银价重归下跌通道。2015年下半年走势主要由美联储加息预期主导,最终美联储在12月而不是9月决定加息,银价因而迎来一次过山车行情,并收于全年低位附近。

从金银比价来看,2015年金银比价大致在70到80的范围内震荡走高,不过上升速度较前两年大大放缓。虽然目前金银比价处于近年来的高位,但尚未出现能够改变这一趋势的力量。当前全球经济依然脆弱,白银工业需求难以增长,而黄金的避险属性却能够充分发挥。

一些分析师表示,此消彼长,黄金相对于白银的强势便得以体现。预计2016年的金银比价将在75到85的范围内震荡走高,极限高位主要取决于白银的探底位置。

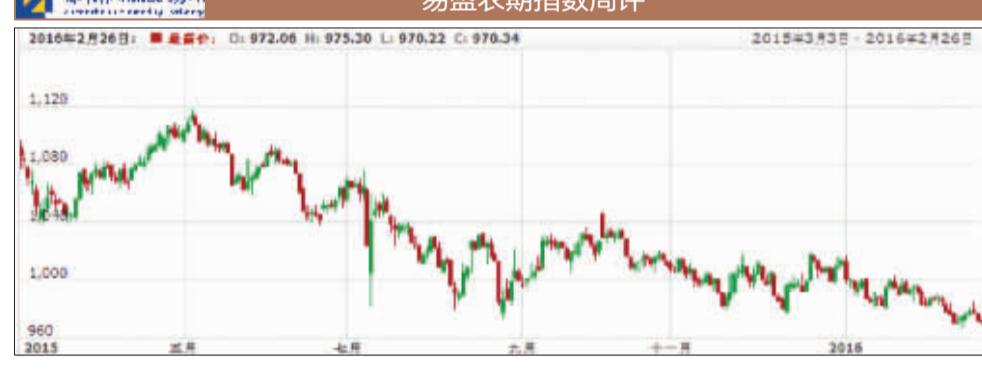
从工业属性基本面来看,2015年全球白银供给和需求都出现萎缩,一些机构称,供需

缺口预计将在2016年扩大至42.7百万盎司。工业需求继续减少,主要原因是以中国为首的发展中国家经济增速放缓以及工业界节银技术持续进步。首饰需求也有所减弱,尽管银价继续走低,但消费者对首饰的兴趣明显受到经济前景不佳的抑制。的确,白银的工业需求暂时找不到新的亮点,消费需求(首饰和银器)的增长也告一段落,惟一可期的是投资需求在目前银价较低时期继续上升。不过,在供给方面同样呈现出收缩态势,矿产银在2016年面临从上升到下降的转折点。未来几年,白银价格将在供需两端同时萎缩的形势下达到新的平衡点。

上海一位贵金属期货研究员表示,由于白银无法分享到黄金的避险功能,白银与黄金之间的价格相关性将逐步趋弱。影响白银价格走势的主导因素可能会回到其商品属性上,因而白银与铜等基本金属之间的价格相关性有望增强。具体走势而言,预计上半年在正常情况下会维持区间震荡,整体走势弱于黄金。如果爆发黑天鹅事件,则银价将进一步探底。

该研究员称,2015年白银与其他资产之间的相关性总体上较往年低,意味着白银自身的基本面因素对银价走势的驱动力增强,宏观因素的驱动力减弱。其中,白银与美元之间的相关性降低到近五年的最低位,反映出当前美国经济相对独立的事实。白银与黄金之间的相关性则降低到0.75,2015年多次出现两者走势不一致的情形。这些都说明白银价格波动的可预测性被削弱,投资者需要更加谨慎地看待宏观事件对白银价格的影响。

指数料延续震荡偏弱走势



上周易盛农期指数一度企稳并小幅反弹,周三升至周内高点,但下半周在股市下跌以及权重品种表现疲弱的影响下收跌,截至2月26日,易盛农期指数收于970.34点。

权重品种方面,菜粕上周先扬后抑。商务部启动“双反”调查,3月下旬起DDGS进口将大幅下降,且传言4月1日起中国下调进口加拿大油菜籽杂质要求至1%,后期到港菜籽可能受影响。不过,上周二CBOT大豆以及连粕下跌对菜粕形成了拖累,另外,目前水产养殖仍处于淡季,需求尚未展开,也对菜粕行情形成制约。

菜油上周震荡下跌,一方面因受到国储抛售持续不断进行的影响,上周菜油拍卖量增至15万吨;另一方面,主产国棕榈油产量意外增长,BMD(马来西亚衍生品交易所)棕榈油重挫至两周低位,外盘集体下滑拖累国内油脂期货纷纷回落,国内油脂期货跌幅扩大,豆油及棕榈油跟盘回落,拖累菜油行情。不过,中国收紧对加拿大菜籽质量标准,将对菜油提供些许支撑。

在经历过前期的下跌后,上周白糖迎来反弹。

国际原糖持续走强,因印度和泰国产量下滑,ISO上调2015/2016年度全球糖供应缺口;美国政府考虑增加原糖进口,对国内糖价形成一定提振。国内基本面并无太大变化,市场对终端消费低迷的担忧犹存,本次反弹能否持续还需进一步观察。

近期内外棉花价格联动性增强,ICE期棉上周迭创新低,技术上形成下跌趋势。郑棉上周三跌破了前期低点后加速下跌并创下新低。究其原因中国储备棉抛售是主导因素。根据中国棉花协会的数据,1月份全国棉花商业库存总量仍高达234万吨,而储备棉轮出在即,如此大的库存料难以消耗,预计后期棉花价格仍将维持弱势。

综上所述,油脂油料整体偏弱拖累菜粕、菜油,棉花短期内尚无企稳迹象,而白糖反弹则面临需求低迷的制约,预计易盛农期指数将延续震荡偏弱走势。(东海期货 姚序)

豆类期货走势仍不乐观



上周,监控中心CAFI指数下跌1.75%至798.53点。油脂指数下跌1.94%至544.33点。粮食指数下跌2.22%至1159.49点。软商品指数下跌4.51%至763.69点。饲料指数下跌2.71%至1310.27点。油脂油料指数下跌1.96%至817.73点。谷物指数大跌4.48%至942.29点。

上周,CAFI指数成分品种大多下跌,波动率较低。豆一微涨0.72%。三大油脂中棕榈油下跌2.01%;豆油下跌1.63%;菜油下跌1.56%。谷物中玉米暴跌6.60%;强麦微跌0.14%。软商品中棉花大跌4.51%;白糖上涨1.35%;淀粉下跌1.02%;豆粕下跌1.23%。

上周,监控中心CAFI指数下跌1.75%至798.53点。油脂指数下跌1.94%至544.33点。粮食指数下跌2.22%至1159.49点。软商品指数下跌4.51%至763.69点。饲料指数下跌2.71%至1310.27点。油脂油料指数下跌1.96%至817.73点。谷物指数大跌4.48%至942.29点。

上周,CAFI指数成分品种大多下跌,波动率较低。豆一微涨0.72%。三大油脂中棕榈油下跌2.01%;豆油下跌1.63%;菜油下跌1.56%。谷物中玉米暴跌6.60%;强麦微跌0.14%。软商品中棉花大跌4.51%;白糖上涨1.35%;淀粉下跌1.02%;豆粕下跌1.23%。

内外盘豆类震荡收跌,主要受南美大豆丰收即及全球供应充裕的影响。美豆仍运行在区间平台内,目前处在走势尴尬期,实质性多空因素缺乏,当前影响盘面的仍是南美大豆丰产上市的压力。美国展望论坛称美豆2016年播种面积为8250万英亩,较2015年下降4.1%。豆粕现货报价整体小幅下跌,现货、基差成交依旧清淡;春节过后,国内豆粕加工率陆续恢复到正常水平,国内大豆进口供应充裕,而生猪等养殖市场存栏量偏低,无法提振饲料企业节后采购需求。操作建议:豆一短期走势仍不乐观。

豆粕方面,豆粕现货报价整体小幅下跌,现货、基差成交依旧清淡;春节过后,国内豆粕加工率陆续恢复到正常水平,国内大豆进口供