

银价上涨为哪般？

——再通胀系列研究之十五

报告导读/核心观点

本轮白银价格上涨源于个人投资者入市推动叠加基本面自有逻辑（经济复苏+通胀预期），当前不宜低估个人投资者的购买力量，存量储蓄对资产价格的潜在推升能力不可小视。短期内白银仍可能快速上行，但难以长期持续。最晚可能在 Q1 末伴随“再通胀交易”的转向而告一段落，不影响我们对全年通胀节奏的判断。

□ 近日白银资产价格迅速上行始于个人投资者入市推动

近期白银价格迅速上涨的主要原因为美国市场散户资金大规模买入所致，资产价格的非理性波动由此前“游戏驿站”（GAMESTOP）等权益资产的逼空交易向商品类资产转移。受益于新冠疫情以来高额财政补贴的财富效应，美国个人参与股票市场投资的热情迅速上升。2020 年美国居民的新增储蓄规模相较过去 3 年的平均水平提高 1.7 万亿美元。虽然购房热潮已对部分储蓄进行分流，但预计仍有大量资金流入股市助推当前的散户交易。

□ 虽然近期银价受个人投资者推动，但白银涨价有内在基本面支撑

我们在年度策略中便看多 2021 年银价走势以及金银比价下行，核心原因便是白银工业属性较强，在经济复苏背景下相对黄金将有更为突出的表现。此外，全球范围内一致性的产业导向（5G+新能源）将增加白银需求，近期个人投资者的交易热度在基本面逻辑之上放大了短期价格涨幅。

□ 当前银价的快速上涨难以长期持续，不会影响全年通胀节奏判断

本轮白银价格上涨源于个人投资者入市推动叠加基本面自有逻辑。我们认为当前不宜低估个人投资者的购买力量，存量储蓄对资产价格的潜在推升能力不可小视。短期内白银仍可能快速上行，但难以长期持续，最晚可能在 Q1 末伴随“再通胀交易”的转向而告一段落，不影响我们对全年通胀节奏的判断。本轮阶段性上涨可能最终表现为对全年涨幅的提前反映，全年范围内来看，银价上行、金银比下行的结论不变。原因如下：

一是当期市场结构不支持散户交易者持续“逼空”。不同于“游戏驿站”，较高的库存基础以及更为合理、充分的机构定价程度均意味着白银较难持续“疯涨”。二是拜登政府可能加强对非理性交易的监管，但监管意图并非扼杀散户交易者，而是加强对市场操纵者的监管。整体来看，可能有效平复未来市场持续的非理性波动，但短期上行趋势可能延续。三是通胀预期可能即将迎来拐点。包括白银在内的再通胀、顺周期交易逻辑可能在 Q1 末便趋缓，当前白银的快速上涨可能难以长期持续。

风险提示：美国财政刺激力度超预期加大带动通胀超预期；美国印度基建落地共振带动通胀超预期；

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1《前瞻指引超预期加强，欧英“鸽声”中美联储按兵不动》2020.11.06
- 2《拜登基本确认胜选的影响几何？》2020.11.25
- 3《美联储短期“鸽声”持续，2021Q2或是宽松变盘点》2020.12.17

报告撰写人： 李超

正文目录

1. 近日白银资产价格迅速上行始于个人投资者入市推动.....	3
1.1. Reddit 论坛发帖成为白银价格上行的触发点	3
1.2. 2020 年美国居民新增储蓄大幅增长，成为当前散户交易的重要推手	3
2. 虽然近期银价受个人投资者推动，但白银涨价有基本面支撑.....	4
2.1. 全球范围内一致性的产业导向将增加白银需求	4
2.2. 通胀和经济复苏预期对银价产生推升作用	4
3. 当前的快速上涨难以长期持续，不会影响全年通胀节奏判断.....	5
风险提示	6

图表目录

图 1: ISHARE 白银 ETF 涨势（美元）	3
图 2: ISHARE 白银 ETF 的资金净流入规模（百万美元）	3
图 3: 2020 年美国居民储蓄相较前 3 年均值增长 1.7 万亿美元	4
图 4: Sentix 个人投资者预期指数攀升至历史新高	4
图 5: 美国市场近期通胀预期快速上行	5
图 6: 美国疫苗注射快速推进，每百人注射剂数已达 9.4 剂（剂）	5
图 7: 白银库存规模处于高位（金衡盎司）	6
图 8: TIPS 隐含通胀预期拐点领先实际通胀	6

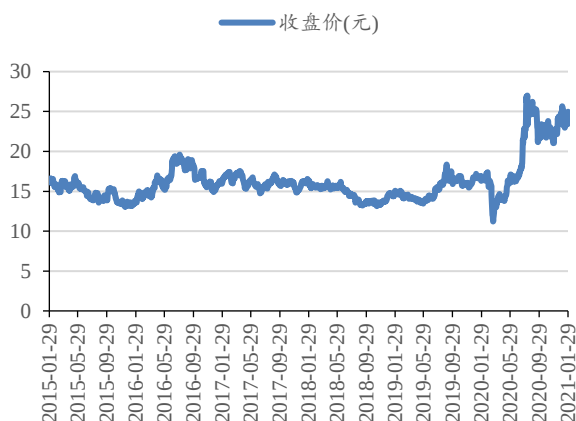
1. 近日白银资产价格迅速上行始于个人投资者入市推动

1.1. Reddit 论坛发帖成为白银价格上行的触发点

1月28日以来，各类白银资产价格迅速上行，截至报告时间：1月29日，贝莱德旗下的ISHARES SILVER TRUST作为全球最大的白银ETF，当日净买入规模达9.44亿美元，创历史新高，价格也升至24.99美元。伦敦银现货连续3个交易日上涨超过12%，价格升至29美元/盎司；COMEX白银期货连续3天上涨超过17%，价格升至29.25美元/盎司。

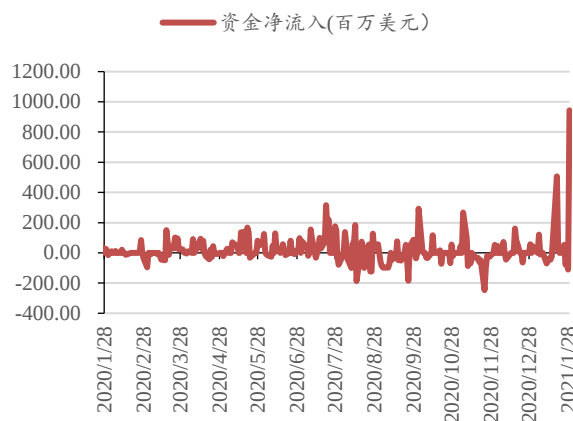
近期白银价格迅速上涨的主要原因为美国市场散户资金大规模买入所致，资产价格的非理性波动由此前“游戏驿站”（GAMESTOP）等权益资产的逼空交易向商品类资产转移。本轮白银交易热潮最初始于1月28日，Reddit论坛用户发帖认为白银类资产是当前市场最大的逼空机会，并鼓励投资者大幅买入ISHARES ETF。受此影响，白银各类资产价格也于1月28日起快速上行。

图 1：ISHARE 白银 ETF 涨势（美元）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：ISHARE 白银 ETF 的资金净流入规模（百万美元）



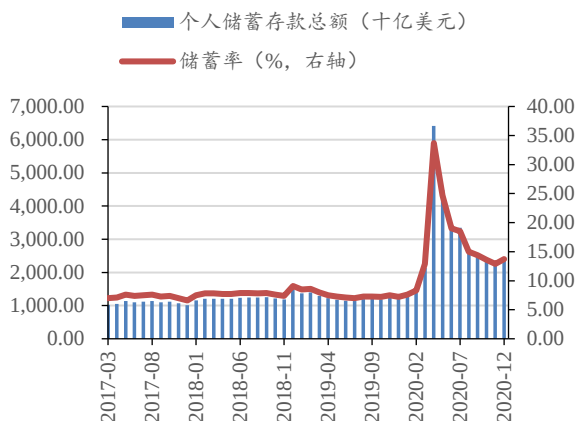
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

1.2. 2020 年美国居民新增储蓄大幅增长，成为当前散户交易的重要推手

受益于新冠疫情以来高额财政补贴的财富效应，美国个人参与股票市场投资的热情迅速上升。根据华尔街日报以及彭博报道，美国 2020 年上半年个人投资者股票交易量的总量占比已达到 19.5%，相较 2019 年提升近 5%。从情绪上看，美国 Sentix 个人投资者预期指数已攀升至历史新高。

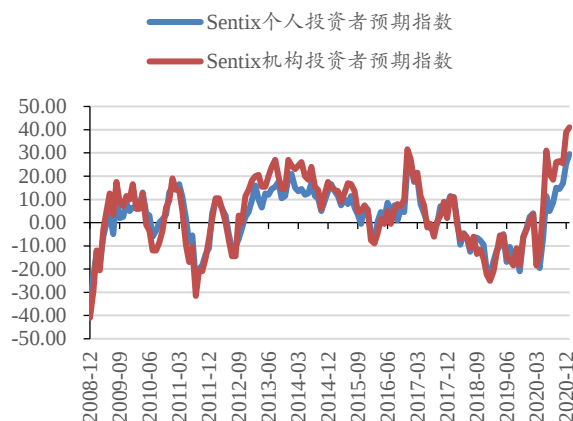
从资金规模来看，受益于高额财政补贴和服务消费场景缺失，2020 年美国居民的新增储蓄规模相较过去 3 年的平均水平提高 1.7 万亿美元。虽然购房热潮已对部分储蓄进行分流（详细请参考我们前期报告《美国财政刺激方案会持续提升通胀吗》），但预计仍有大量资金流入股市助推当前的散户交易。

图 3：2020 年美国居民储蓄相较前 3 年均值增长 1.7 万亿美元



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：Sentix 个人投资者预期指数攀升至历史新高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2. 虽然近期银价受个人投资者推动，但白银涨价有基本面支撑

我们在年度策略报告《大国博弈与跨周期调节》中便看多 2021 年银价走势以及金银比价下行，核心原因便是白银工业属性较强，在经济复苏背景下相对黄金将有更为突出的表现。此外，全球范围内一致性的产业导向将增加白银需求，近期个人投资者的交易热度在基本面基础之上放大了短期价格涨幅。

2.1. 全球范围内一致性的产业导向将增加白银需求

一是白银在 5G 领域有广泛应用空间。白银在 5G 产业的半导体、存储器等领域有较大应用空间。当前全球范围内的 5G 部署仍处于初期，伴随 5G 的进一步推广，预计 5G 产业的银需求将持续上升。

二是全球发展清洁能源是较为明确的趋势，白银在新能源领域有较为广泛的应用。从全球产业导向看，美国方面，拜登计划推进绿色基建方案，并在 2035 年实现所有电力部门的无碳化；欧洲未来 7 年将出资 1.8 万亿欧元用于绿色投资；日本首相菅义伟计划推动日本在 2050 年将实现国内温室气体净零排放；预计我国十四五规划中也将把新能源列为重点。预计未来白银需求将受益于全球一致性的新能源产业导向而持续上升。

2.2. 通胀和经济复苏预期对银价产生推升作用

2021 年是全球及美国经济疫后复苏的一年，拜登上任后疫苗注射的速度明显加速进一步提振经济复苏预期。从规划上看，拜登于近日发声将把美国每日疫苗注射的规模安排由 100 万剂加至 150 万剂。从实际进度看，美国最近一周疫苗注射的平均速度已提升至 135 万剂/日。如按当前进度继续推进，有望在二季度末实现对国内人口 60%-70% 的注射覆盖率。

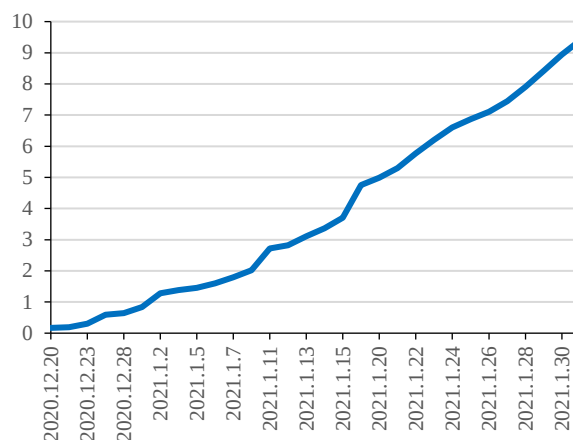
通胀方面，美国市场近期通胀预期快速上升，10 年期 TIPS 隐含通胀预期升至 2.13%，已经突破 2018 年 4 月的 5 年内高点，预计短期内通胀预期仍将进一步提升。鉴于 10 年期 TIPS 隐含通胀预期对应投资者对于长期通胀水平的判断，通胀上行叠加经济复苏预期的组合将推升银价水平。

图 5：美国市场近期通胀预期快速上行



资料来源：世界白银协会, 浙商证券研究所

图 6：美国疫苗注射快速推进，每百人注射剂数已达 9.4 剂（剂）



资料来源：世界白银协会, 浙商证券研究所

3. 当前的快速上涨难以长期持续，不会影响全年通胀节奏判断

综上，本轮白银价格上涨源于个人投资者入市推动叠加基本面自有逻辑。我们认为当前不宜低估个人投资者的购买力量，存量储蓄对资产价格的潜在推升能力不可小视。短期内白银仍可能快速上行，但难以长期持续，最晚可能在 Q1 末伴随“再通胀交易”的转向而趋缓，不影响我们对全年通胀节奏的判断。本轮阶段性上涨可能最终表现为对全年涨幅的提前反映，全年范围内来看，银价上行、金银比下行的结论不变。主要原因如下：

一是当期市场结构不支持散户交易者持续“逼空”。CFTC 白银期货自 2019 年 6 月以来投机仓位便处于净多头持仓状态，2020 年 8 月至今净多头持仓规模更是整体呈上升态势，当前 5.5 万张多头持仓合约也处于近 5 年来的较高水平，说明此前机构投资者已对白银上行的基本面基础进行较为充分的定价，散户要在此基础上持续、大幅推升银价难度较高；此外，白银库存也处于历史高位，COMEX 银库存规模接近 3.97 亿金衡盎司。不同于“游戏驿站”，较高的库存基础以及更为合理、充分的机构定价程度均意味着白银较难持续“疯涨”。

二是拜登政府可能加强对非理性交易的监管。最新消息显示，美国总统拜登的高

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18270

