

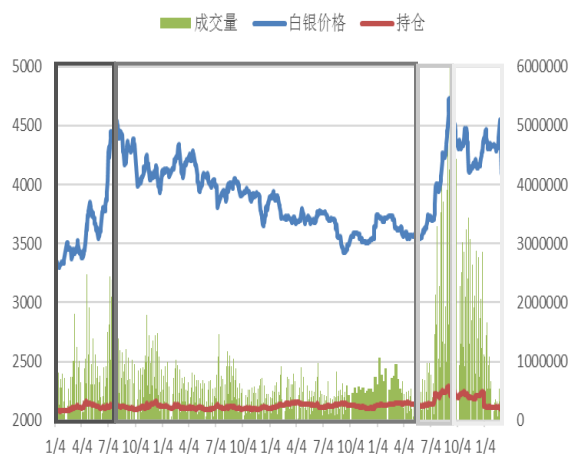
# 白银走势复盘

---海红投资，杜少伦

2020-03-06

\*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

白银走势大部分和避险情绪有关，和黄金走势历史以来有很强的联动性。但是白银由于保值能力没有黄金强，加上世界范围内的保有量和产量颇高所以走势一直都是弱于黄金运行的。同样属于避险金属的他们主要区别是白银的工业价值要稍微高于黄金，他的工银应用领域更加广泛，但是使用量相对于产量来讲还是不足一提的。所以对白银的分析和黄金基本一样，不同之处就是我们还要加入金银比值的分析，来看白银的工业需求情况。同时这一比值也会从侧面反映出工业整体需求情况。下面从交易的角度复盘白银的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：白银盘面交易价格，交易量和持仓量，白银盘面远期价格和近期价格的对比，白银交易所库存情况，白银对比黄金走势强弱，白银和大盘走势的关系，黄金和美元还有日元的相对走势。复盘历史范围选择从 2016 年开始到 2019 年结束。



图一、白银价格和持仓成交



图二、展期收益和白银价格



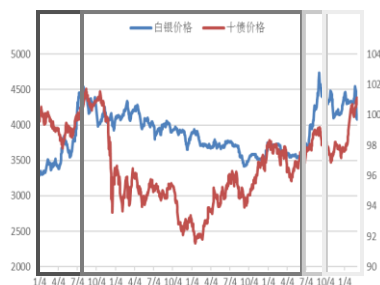
图三、投机情绪和白银价格



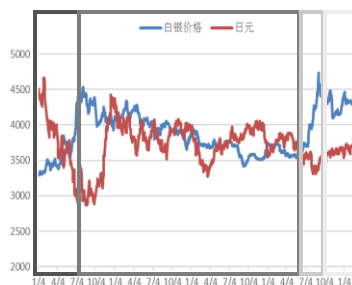
图四、交易所库存和白银价格

白银的盘面走势和黄金十分相近，不同之处在于白银的拉升更猛烈基本上是一步到位的暴涨，之后就开始一路阴跌。黄金走势更为温和，符合一般趋势做单的条件，白银对于趋势做单并不友好。同样的我们看到白银有四个阶段，从2016年以来，出现过一次暴涨拉升，然后一路震荡下行持续了长达三年多，并终于在2019年末突破暴力拉涨，近期开始震荡。第一阶段白银跟随众多大宗商品在15年末触底之后开始反弹，主要表现为投机者入场抄底，同时贸易商看到价格上行在上涨的路上不停地向盘面抛售库存白银。从远期收益率上看这一时期属于比较高的远期升水，说明市场在这次反弹之中是预期拉动现实的操作思路。白银没有表现出特别明显的远期放大走势，但是库存在远期没有十分放大的时候却形成了有效的放大。最后投机者看到贸易商不停甩货，白银在短期内暴涨之后熄火开始了长达三年的震荡下跌。第二阶段，震荡下行。白银跟随大宗商品反弹之后投机者逐渐离场，盘面开始震荡下行，但是交易所库存却没有跟随收敛，充分说明了白银现货充足，需求太小库存成本太低。贸易商不停的甩货导致投机者没有做多空间。不然盘面价格拉升之后只会出现更多地贸易商甩货。可以看到明显的行情转折点发生在第二阶段的开始时候，行情价格出现了短期的宽幅震荡但是交易所库存顺势而起，之后价格便无法支撑开始空头趋势了。这一阶段明显的改变是投机者情绪十分冷清，交易量对比持仓量不停地缩量，但是远期价格依然呈现良好的远期升水格局，这里需要澄清一点就是贵金属远期升水是常态，但是远期过度升水或者远期升水不足会成为行情的信号点。行情震荡下行一直持续到第二阶段末期，我们看到首先得反应指标是投机者情绪开始恢复，同时库存降到了最近三年的低位，同时在这一时期远期升水情况明显收缩，第二阶段末期的这种改变是明显的行情信号点说明目前的下跌趋势恐怕难以继续，行情开始重新寻找方向。第三阶段行情暴力拉升，程度十分猛烈但是持续时间很短，表现为一种正向脉冲式上涨，在这两个多月的上涨中，依然可以看到明显的投机情绪放大，同时贸易商甩货。但是不同之处在于这次的甩货力度明显小于2016年的触底反弹，同时远期结构在这次暴涨之中明显稳定很多，表现为远期和近期涨幅相当的走势。所以从盘面来看这次的涨幅并不是由于远期预期转好从而带动近期上涨的形势，也不是近期缺货拉动远期上涨的形势。而是属于跟随宏观变量运动导致盘面整体平移的走势。在这一小段爆发之后，盘面在第四阶段再次回到震荡格局，同时投机者热情骤减，贸易商抛售骤增，远期结构没有明显变化依然保持弱势升水格局。白银再次开始向弱势靠拢，目前的走势可以很好地参考16年触底反弹之后的震荡走势，都同样的出

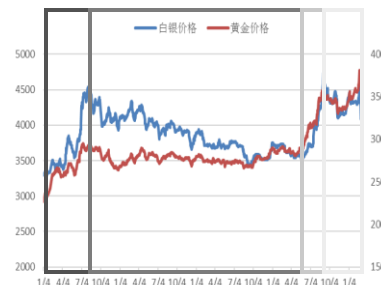
现了投机者热情退潮，贸易商抛售库存增加，盘面短期宽幅震荡之后大概率破位下行开始再一次的长达数年的空头趋势。



图五、白银和国债对比

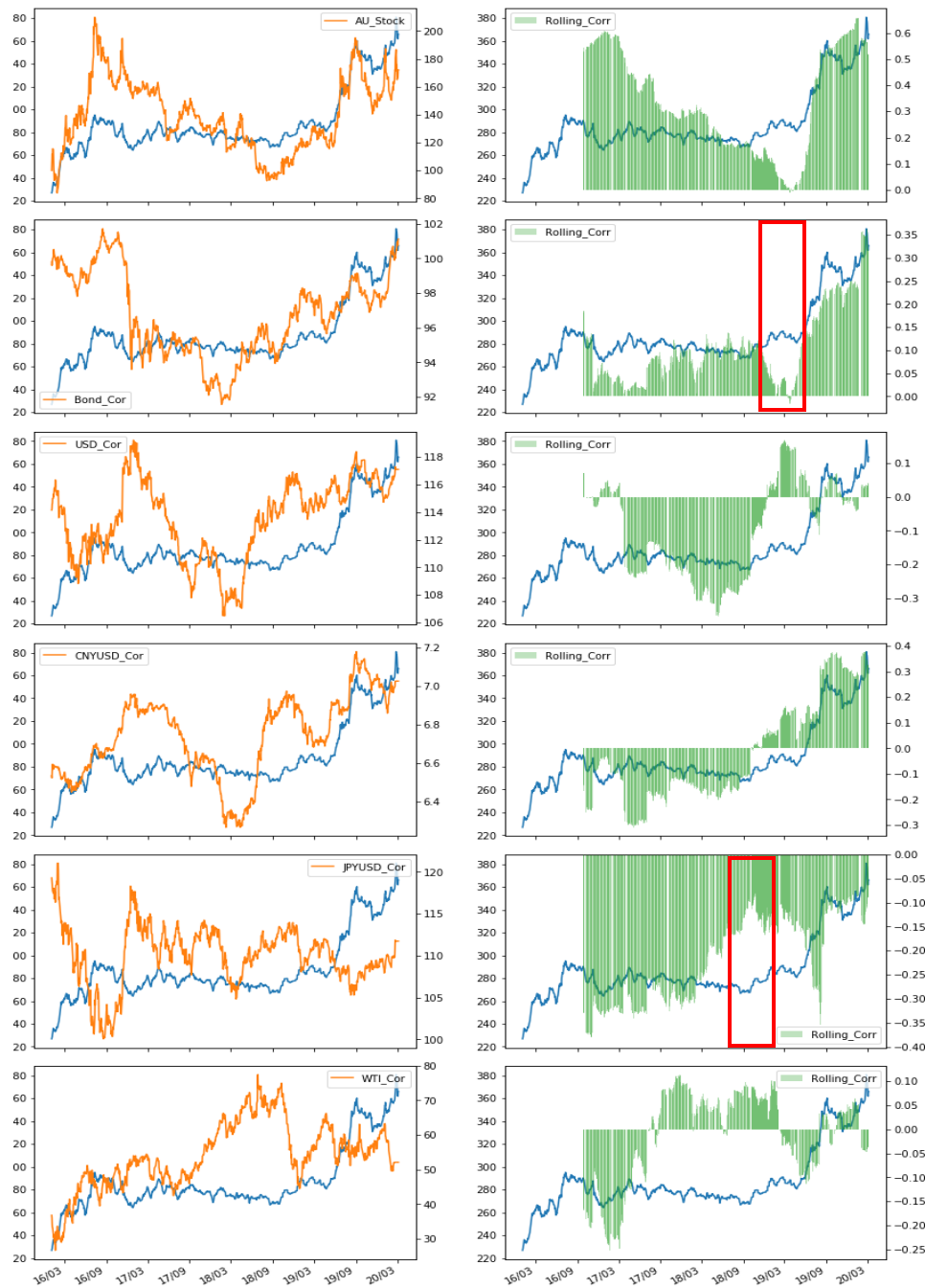


图六、白银和日元对比



图七、白银和黄金对比

从宏观变量来看，白银对宏观变量反应更剧烈，持续时间短呈现暴涨然后连续阴跌的行情走势特点。第一阶段的白银暴涨主要驱动力来自全球避险情绪升温，可以看到当时日元价格连续大幅突破，和白银价格形成明显负相关，维持到第一阶段结束。同时从金银对比涨幅来看，白银涨势更加凶猛。从第二阶段开始，通胀预期升温，国债价格出现了明显的空头趋势，同时避险情绪降温日元大幅回吐涨幅，经济开始看好，避险情绪降温导致白银的避险需求回撤，白银价格随之开始了持续三年的空头趋势。我们看到，在这三年的空头趋势中日元起始处在一个正当升值的过程，总体上讲全球的避险需求在缓慢抬高。同时从十年期债券角度观察，第二阶段开始时候的通胀预期持续了一年就消退了，债券重新回到强势走势。这一点同时映射了通胀预期的消退和风险偏好的下降。但是，直到第二阶段末端，白银都没有很好地反映出宏观变量的改变，这造成了明显的错误定价。这一阶段白银反应缓慢的原因主要来自投机者没有关注白银市场，从图三可以看到，白银的投机热情在震荡下行的这三年明显很弱。以至于库存明显下降的前提下依然没有办法提振白银价格。直到第二阶段末期，看到投机情绪再次高涨之后，白银才有反弹迹象。第三阶段的暴力拉升只要是对之前错误定价的反应，叠加投机者的做多热情导致波动幅度放大。与第三阶段对应的宏观因素有日元和国债再度走强。同时这次反弹黄金的反应力度和白银差不多，金银比例得到一定修复。第四阶段开始白银和黄金再次开始强弱分化，黄金维持强势震荡，但是白银就明显开始走弱。可以看到宏观因素方面国债创新高，日元横盘整理避险情绪小幅提升，但是投机情绪明显减弱，同时交易所库存爆发式增长创下历年最高。当投机热情减弱的时候，往往贸易商会占据主动低位，随着库存的增加价格明显弱势运行。所以在第四阶段后期看到了黄金新高，但是白银明显要开始破位下行。



图八、白银和宏观变量相关性

白银对宏观变量的相关性和黄金类似，在行情启动之前的那个小平台都出现了明显的相关性坍塌。本来该有的相关性瞬间消失，甚至开始呈现负相关性，随后白银价格开始向相关性修复的方向爆发。上图中的红色框线可以明显看到，白银对债券应该有的正相关性在行情启动前夕消失了，同时白银对日元应该有的负相关性剧烈收敛。这都是行情启动前市场处在分裂期寻找新方向的标志。