

国信期货 2021 年投资策略报告

贵金属

黄金共货币潮起 白银逐波待浪起

2020 年 12 月 27 日

● 主要结论

2020 年新冠疫情对实体经济和金融市场的影响余波仍存，欧美央行的鸽派宽松立场，全球低利率高债务问题，和低实际利率将在 2021 年继续为金银价格提供支撑。实体经济复苏不可一蹴而就，美联储宽松立场短时间内难以逆转，财政刺激仍将为经济复苏提供支持。前期美国政府发放个人补贴推高居民储蓄，为未来需求端消费改善奠定基础，叠加原油等工业品价格上涨支持通胀改善，实际利率仍处下行趋势中，在宽松的流动性环境中，贵金属仍有上行空间。但美债大概率将在年内经济复苏主旋律下面临上行压力，实际利率的下行更多的由通胀预期回升超出名义利率的差值贡献，贵金属整体涨势或将有所放缓。

现阶段，1 月佐治亚州投票结果能否带来民主党横扫，疫苗能否顺利铺开，经济复苏的速度和程度如何等多重不确定性将成为影响贵金属价格的重要因素。若实现民主党横扫意味着更顺畅的财政刺激决策流程利好金银，若疫苗接种进展顺利进一步助推通胀预期回升，贵金属整体将呈现震荡偏强走势。

从金银相对表现来看，新能源概念有望促进白银工业需求增长，改善白银长期供应过剩的格局。白银大概率将相对黄金有更好的表现，金银比中长期仍有回落空间。

明年年内需警惕经济内生修复力增强后，财政刺激退潮和美联储释放货币政策宽松程度边际减弱信号为贵金属价格带来的下行风险。若经济复苏过快过热，引发未来美联储开始考虑收紧 QE，将使得对货币政策极为敏感的贵金属承压。

操作上建议：偏多思路为主，中长线关注美国经济复苏情况及财政货币政策动向，轻仓波段操作，注意控制风险。

分析师：周古玥

从业资格号：F3075597

电话：021-55007766-6636

邮箱：15527@guosen.com.cn

分析师：顾冯达

从业资格号：F0262520

电话：021-55007766-6618

邮箱：15068@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 期货市场行情回顾

2020 年上半年：年初在地缘政治因素和市场对全球债务危机的忧虑驱动下，金银延续 2019 年的上涨趋势。3 月新冠疫情“黑天鹅”引发流动性恐慌下的市场集中抛售，美股在 10 天内历史性地四次熔断，金银也未得幸免大幅暴跌。3 月下旬，美联储出手救市紧急降息至 0，出台无限量 QE 为市场注入流动性，全球进入防疫封城社交隔离模式，市场避险情绪高企，欧美财政刺激和货币宽松连续加码，金银实现强势 V 形反弹后暂陷震荡中。

2020 年下半年：6-7 月，经济初现复苏迹象，通胀预期回升，实际利率快速下行，贵金属突破震荡区间，从慢涨转向单边连续快速拉升，而白银涨幅更甚。COMEX 黄金价格创出历史新高，白银价格刷新近 7-8 年来新高。8 月，美国新一轮财政刺激谈判陷入僵局，美联储货币政策边际上始终未见进一步加大宽松的迹象，叠加疫苗研发进展推进削弱市场避险情绪，贵金属多头资金高位获利了结压力加大，COMEX 黄金脱离 2000 美元以上的历史高点向下回调。11 月，美国大选结果尘埃落定拜登胜选，多款新冠疫苗先后宣布高有效性，市场避险情绪大幅回落，金银再度跳水，COMEX 黄金一度跌破 1800 美元关口。然而全球复苏不可一蹴而就，疫苗开始接种但实现完全铺开仍需较长时间，在对美国新一轮财政刺激的积极预期，叠加美联储议息会议释放宽松信号后，12 月中旬金银重拾涨势强势反弹。

1.1 内外盘期金走势分析

2020 年内外盘期货黄金的最低点出现在 3 月中旬，沪金指数最低点探至 330.94 元/克，年度跌幅约 4.5%；而纽约金指数的最低点则录得 1453.3 美元/盎司，年度跌幅约 4.6%。2020 年内外盘期货黄金的最高点出现在 8 月初，沪金指数最高点探至 454.62 元/克，年度涨幅接近 31.1%；而纽约金指数的最高点则录得 2088.6 美元/盎司，年度涨幅接近 37%。时值年末，沪金指数在 400 元/克一线，较 2019 年上涨了逾 15%；纽约金指数在 1890 美元/盎司附近，较 2019 年上涨约 24%。

图：2020 年沪金指数日 K 线走势图



数据来源：文华财经 国信期货

1.2 内外盘期银走势分析

2020 年内外盘期货白银的最低点出现在 3 月中旬，沪银指数最低点探至 2868 元/千克，年度跌幅超过 35%；纽约银指数的最低点录得 11.675 美元/盎司，年度跌幅约 35%。2020 年内外盘期货白银的最高点则出现在 8 月上旬，沪银指数最高点探至 6876 元/千克，年度涨幅约 55%；纽约金指数的最高点录得 30.015 美元/盎司，年度涨幅接近 67%。时值年末，沪银指数在 5530 元/千克一线，较 2019 年上涨约 25%；纽约银指数在 26 美元/盎司附近，较 2019 年上涨约 45%。

图：2020 年沪银指数日 K 线走势图



数据来源：文华财经 国信期货

二、 宏观面分析

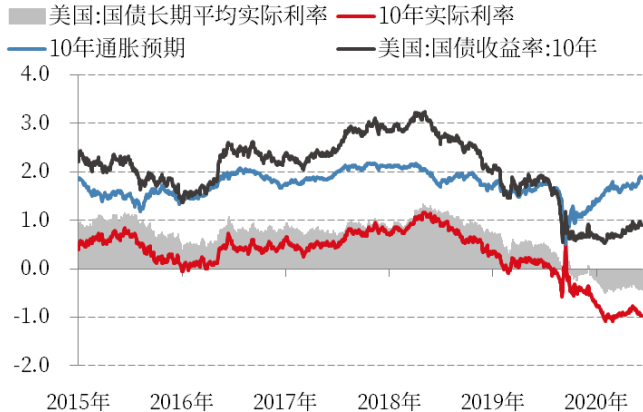
（一） 通胀仍有上行空间，贵金属涨势料将延续

图：金价与实际利率负相关



数据来源：WIND 国信期货

图：美国通胀预期与实际利率

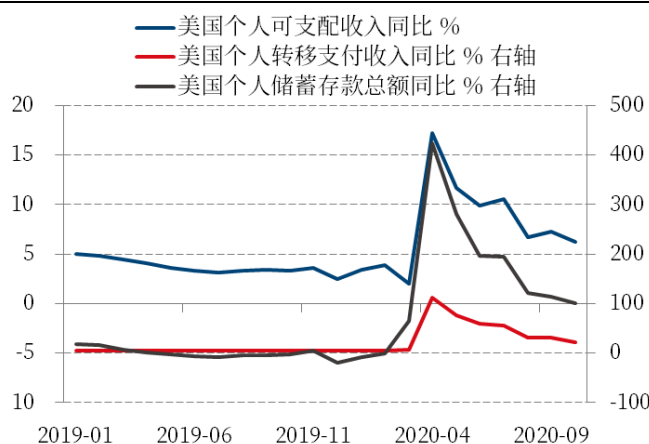


数据来源：WIND 国信期货

从过去近二十年的历史数据规律上看，黄金价格与实际利率（美国 10 年期 TIPS 通胀保值债券利率）存在显著的负相关关系。今年 3-8 月美债利率下行，通胀预期上行，两者走势背离带动实际利率迅速走负并达到-1.08%的历史新低点，黄金也随之创出历史新高。实际利率 9-11 月经历小幅反弹横盘震荡后，12 月疫苗研发进展提振下，通胀预期回升突破今年前高，而美债利率受到压制上行幅度相对较小，实际利率再次进入下行通道，黄金也由承压震荡整理进入新一轮的上涨中。

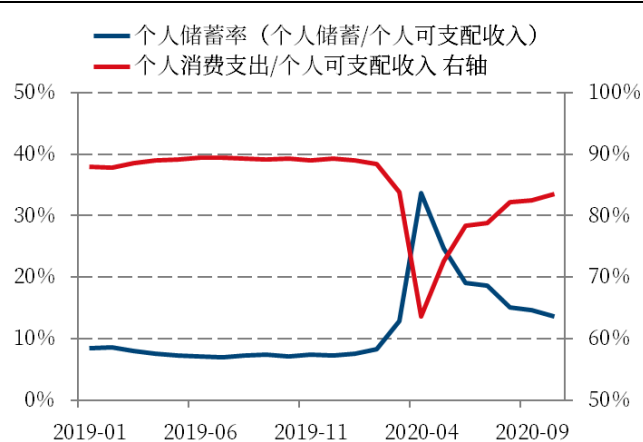
通胀有望为实际利率进一步下行提供空间，成为明年上半年支撑金价的重要因素。一方面美国财政刺激通过失业补贴等形式实现对民众的转移支付，居民可支配收入不降反升，支撑消费的同时促使储蓄率升高。截止 2020 年 11 月，美国个人储蓄存款总额相比去年同期增加 9844 亿美元，同比增长 80%，储蓄率较今年 4 月高点有所回落，但仍高达 13%。

图：转移支付转化为个人储蓄



数据来源：WIND 国信期货

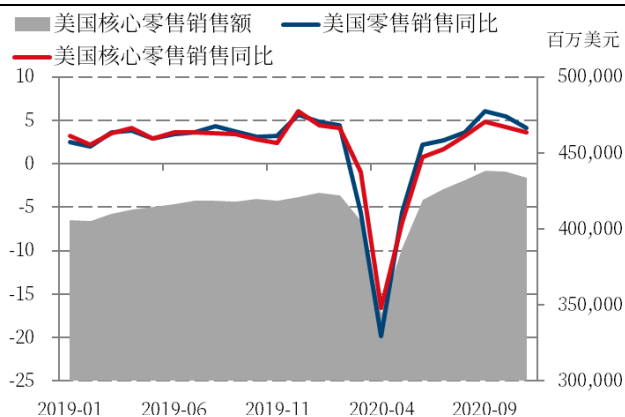
图：储蓄率仍处较高水平



数据来源：WIND 国信期货

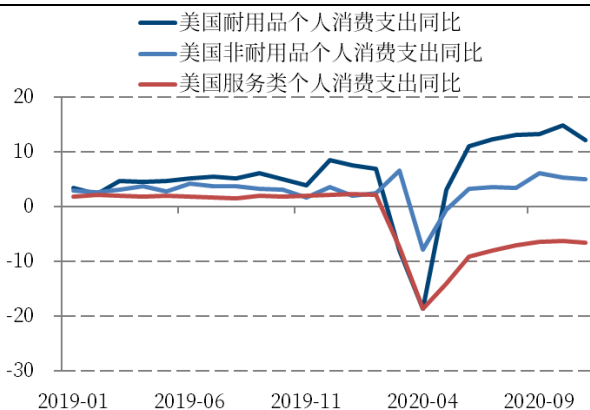
美国零售销售数据显示消费仍在复苏当中，核心零售销售额已赶超疫情前水平。在疫苗接种铺开、经济复苏逐步正常化的过程中，服务类消费有较大的回升空间。明显上升的储蓄有望逐步下降转化为个人消费支出，从需求端为通胀回暖创造条件。

图：零售销售总额已超疫情前水平



数据来源：WIND 国信期货

图：服务业消费修复空间较大

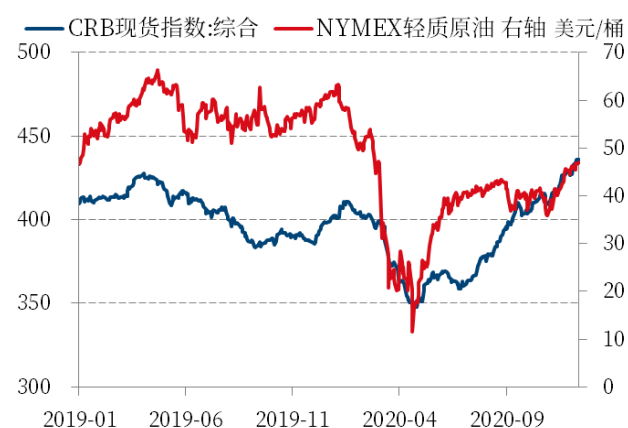


数据来源：WIND 国信期货

另一方面，原油、铜等工业品价格的上涨，及美国进入补库周期将有望推升通胀。随着疫苗铺开，原

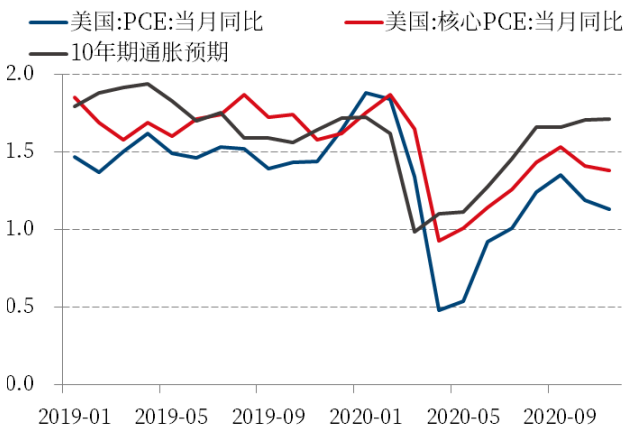
油需求或将迎来改善，价格有望进一步回升，与 PCE 同比同向变动的通胀预期仍有较大的上升空间。

图：原油价格回升有望延续



数据来源：WIND 国信期货

图：消费复苏与油价回升，有望推动通胀预期进一步上行



数据来源：WIND 国信期货

(二) 美联储低利率财政强刺激延续，年内警惕政策边际收紧风险

在新冠疫情冲击下，2020 年实体经济表现疲软，美债利率急剧下行，一度创出 0.5% 的历史新低。各国大规模的财政刺激和货币政策提供了强有力的支持。叠加美国大选英国脱欧等政治事件，市场避险情绪高企，黄金表现异常强势。2020 年，在疫情冲击下实体经济陷入萎缩，受到财政刺激，和美联储紧急降息、无限量 QE、迅速扩大资产负债表创造的货币宽松环境支撑，金融市场资产价格出现流动性推动下的普遍上涨。

表：美联储 2020 年重要货币政策梳理

时间	重要货币政策
2020年3月3日	紧急下调政策利率50bp至1-1.25%
2020年3月15日	紧急降息100bp至0-0.25%，宣布7000亿美元QE计划
2020年3月23日	采取无限量QE，推出一级市场公司信贷便利（PMCCF），二级市场公司信贷便利（SMCCF），定期资产支持证券贷款便利（TALF）等信贷便利工具
2020年4月9日	宣布与财政部合作，成立2.3万亿美元信贷工具，包括PPPLF（薪资保护计划流动性便利）、MLF（市政流动性便利）、主街贷款计划（MSLP）等应对新冠疫情的新工具
2020年8月27日	鲍威尔在Jackson Holes年会上宣布新货币政策框架，采取平均通胀目标制允许通胀超调，并对就业的重视度提高

数据来源：网络新闻整理 国信期货

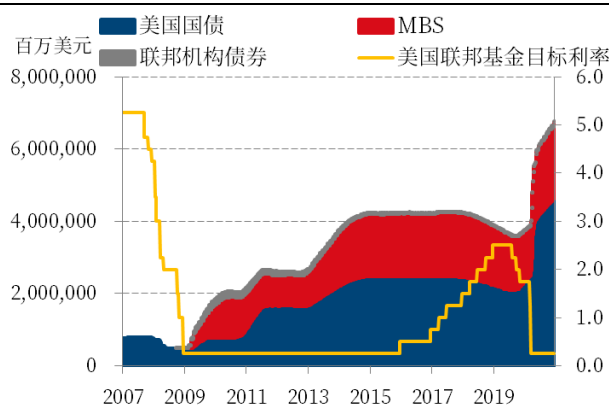
12 月美联储会议为接下来一年的货币政策走向勾画了基本轮廓，2021 年低利率环境仍将延续，宽松放水立场仍未改变。美联储点阵图显示在 2023 年底前美联储将维持接近 0 的利率，虽有部分委员预计将在 2022 和 2023 年加息，但长期低利率环境仍未改变。在资产购买计划方面，美联储提供了额外指引，表述从“维持几个月”调整为“直到最大就业和价格稳定目标方面取得重大进展”。资产购买计划将延续，两大目标难以在经济完全恢复正常化前完成，美联储宽松放水立场仍未改变。未来市场可通过对通胀率、就业情况等具体经济数据的观测，对美联储资产购买节奏形成更明确的预判。美联储在 12 月经济预测中

调高了对 GDP 增速，调低了失业率，但数据显示在 2023 年前都难以实现 2% 的通胀目标。

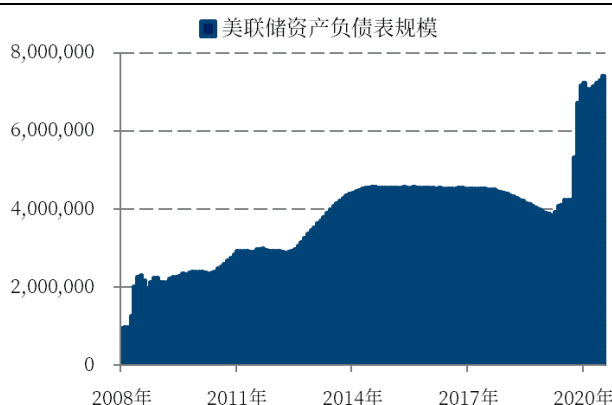
另外鲍威尔表示在接下来几个月经济前景仍面临不确定性，最快也将于明年下半年实现疫苗全面接种、群体免疫和经济好转。在当前疫情仍未得到控制新增确诊人数高企，新冠疫苗接种铺开仍需时间，企业经营金融状况仍然脆弱，资产购买节奏难以就此缩窄，美联储货币政策的宽松格局难以在短小时内逆转，将为贵金属价格提供支撑。

图：美联储大规模资产购买（单位：百万美元）

图：美联储资产负债表（单位：百万美元）



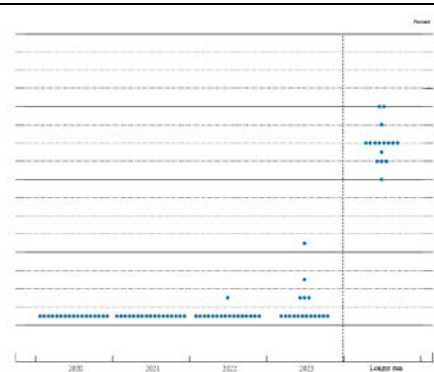
数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

图：美联储 12 月会议点阵图

图：美联储 12 月经济预测



数据来源：FED 国信期货

Variable	Median ¹					Central Tendency ²				
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8	-2.5--2.2	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2.7	1.7-2.0
September projection	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0--3.0	3.6-4.7	2.5-3.3	2.4-3.0	1.7-2.0
Unemployment rate	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1	6.7-6.8	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4.3	3.9-4.3
September projection	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0-8.0	5.0-6.2	4.0-5.0	3.5-4.4	3.9-4.3
PCE inflation	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0	1.2	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.1	2.0
September projection	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1-1.3	1.6-1.9	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.4	1.8	1.9	2.0		1.4	1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2.1	
September projection	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3-1.5	1.6-1.8	1.7-1.9	1.9-2.0	
Memo: Projected appropriate policy path										
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5
September projection	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5

数据来源：FED 国信期货

财政政策方面，2020 年欧美出台强有力的经济刺激措施，美国推出 5 轮总规模近 3.7 万亿美元的财政刺激措施，欧盟在 4 月推出 5400 亿欧元的抗疫救助计划后，7500 亿欧元的欧洲复苏基金计划获得通过。拜登表示，新冠疫情“最黑暗的日子”还没到来，并呼吁国会准备好在明年初再推出一轮刺激措施。

表：美国 2020 年重要财政政策梳理

时间	财政刺激法案	金额	主要内容
2020年3月6日	冠状病毒准备和响应补充拨款法	83亿美元	78亿美元用于州、地方政府抗疫；5亿美元用于向联邦医疗保险拨款
2020年3月18日	家庭首次冠状病毒应对法	1040亿美元	用于为受疫情影响的美国工人提供14天带薪休假；支持免费病毒检测，加强事业补助等
2020年3月27日	冠状病毒援助、救济和经济安全（CARES）法案	2.2万亿美元	该法案为二战以来规模最大的救助方案：主要包含2750亿美元用于向中低收入个人及家庭直接派发现金，每人1200美元；2500亿美元用于扩大失业金救济范围和力度，每周300美元；3500亿美元用于小企业贷款计划（PPP）；4540亿美元用于支持美联储贷款便利；1500亿美元用于州、地方政府补助等
2020年4月23日	薪资保护计划和医疗保健增强法	4840亿美元	3220亿美元用于补充小企业贷款计划（PPP）；其余用于灾难贷款、补贴医院等
2020年12月	新一轮新冠疫情纾困刺激法案（投票中）	9000亿美元	（1）1500亿美元用于向个人和家庭派发现金，每人600美元（特朗普提出改为2000美元）；（2）1340亿美元用于失业补助，每周300美元；（3）3000亿美元用于小企业贷款计划（PPP）等

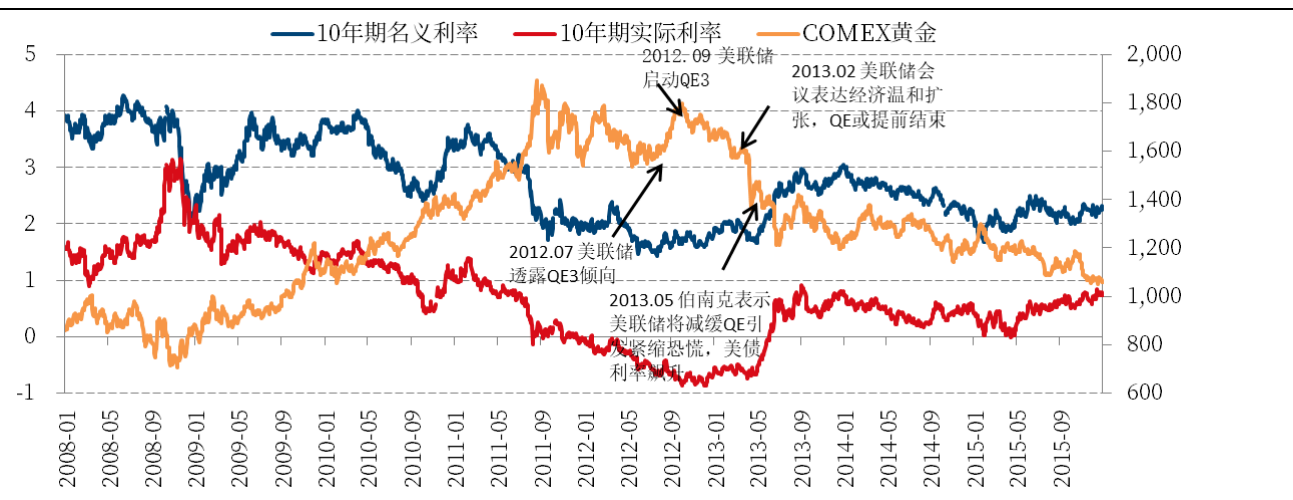
数据来源：网络新闻整理 国信期货

当下疫苗仍未完全铺开，经济复苏内生动力不足，接下来一段时间美国经济大概率将继续依赖于财政刺激的支持和货币政策的配合，美债也难以大幅回升，美联储若延续鸽派态度将继续利好黄金价格上涨。

然而实体经济的复苏降低了维持现有巨大规模的财政刺激的必要性，美债利率或将受影响小幅回升。过去1年名义利率与通胀预期走势背离的场景大概率难以重现，实际利率的下行将更多的由通胀预期回升超出名义利率回升的差值贡献。黄金上行空间依然存在，但涨势表现将相对平缓。

实体经济复苏恢复正常化意味着政策退潮节点的临近，或将为黄金牛市表现带来风险。在美联储 11 月议息会议纪要中，针对市场参与者的调查显示，目前市场预期美联储将在 2021 年底前均维持现有购债速度，在 2022 和 2023 年逐渐减缓。届时虽然加息可能性仍然很低，但流动性宽松顶点或将随着全民疫苗接种形成群体免疫而显现，美联储货币政策边际宽松程度或迎来拐点。2013 年 2 月美联储表达 QE 可能提前结束，及 2013 年 5 月伯南克表示量化宽松将减缓后，引发了市场缩减恐慌(taper tantrum)。当时美债利率急剧回升，黄金大幅向下调整。未来一旦美联储开始考虑收紧 QE，将使得对货币政策极为敏感的贵金属承压。

图：贵金属对货币政策调整极为敏感，一旦释放 QE 收紧信号贵金属或将承压



数据来源：网络新闻整理 WIND 国信期货

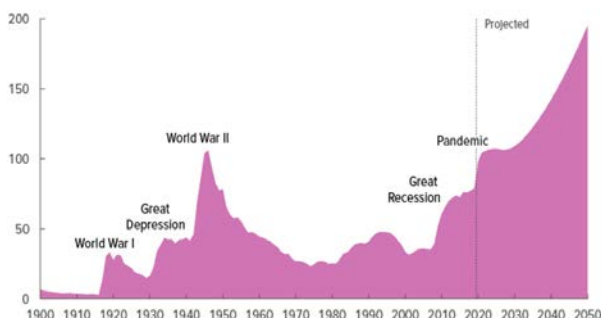
(三) 全球低利率高债务环境下，贵金属配置价值仍然凸显

考虑到当前全球债务问题仍然存在，在经济复苏前景仍面临不确定性的情况下，贵金属的配置价值仍然凸显。全球各类债务规模高企，具有较强金融属性的贵金属有望得到投资者进一步的关注。

政府债务上，2020 年美国国会公布的财政赤字规模创下历史最高纪录近 3.1 万亿美元，占 GDP 比重升至 16%，创 1945 年以来最高水平。新任总统拜登任命前美联储主席耶伦为新一任财长，耶伦此前在美联储在任期间立场偏鸽，加息速度慢于市场预期。她具备丰富的货币政策实施经验，且曾多次呼吁财政刺激的重要作用，重视就业问题改善，或将在未来推动美联储与财政政策的协同，财政赤字规模难以在短时期内逆转。根据国会预算办公室的预测，财政赤字规模在 2050 年将达到 GDP 的 13%。民众持有的联邦政府债务规模将在 2023 年达到 GDP 的 106% 创历史新高，并在接下来的时间继续增长。

图：美国财政赤字规模预测

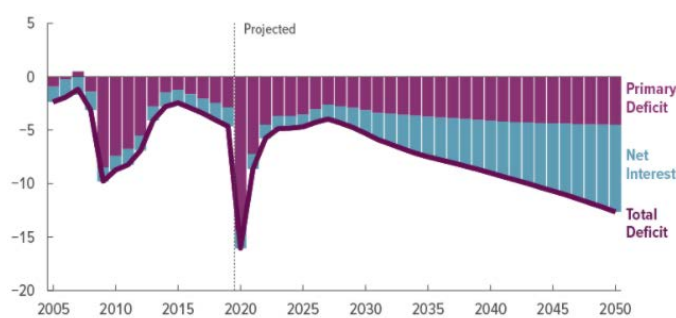
Percentage of Gross Domestic Product



数据来源：CBO 国信期货

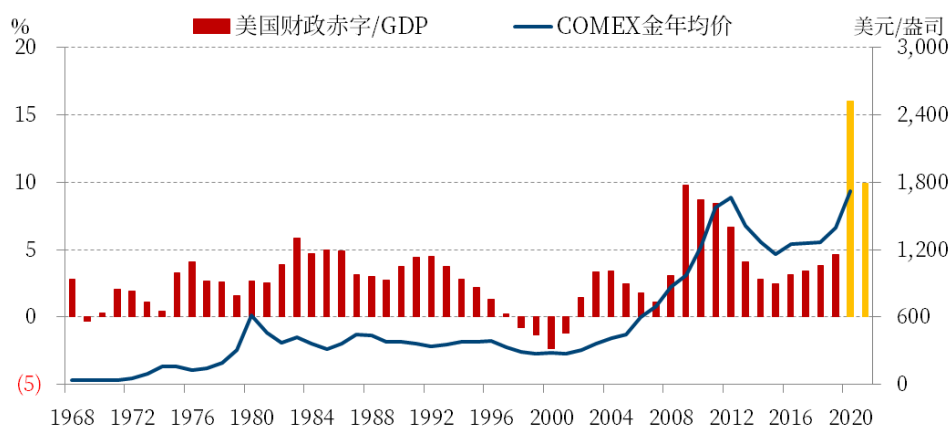
图：美国财政赤字占 GDP 比例预测

Percentage of Gross Domestic Product



数据来源：CBO 国信期货

图：财政赤字率与金价有一定的正相关关系



数据来源：CBO WIND 国信期货

全球债务总额上，标普预计到 2020 年底，全球债务总额将增加 10% 至 200 万亿美元，占 GDP 的比重将升至 265% 的历史新高。国际投资基金会（IIF）预计，全球债务总额将在 2030 年上升至 360 万亿美元，比目前水平高出 85 万亿美元。

此外，全球负利率债券规模仍然高企，低利率环境或将长期存在。2020 年，全球负利率债券总规模首

次突破 18 万亿美元创出历史新高，在投资性债券中的占比升至 27%。包括葡萄牙、意大利、澳大利亚等在内的多国国债收益率在今年首次跌至 0 以下。

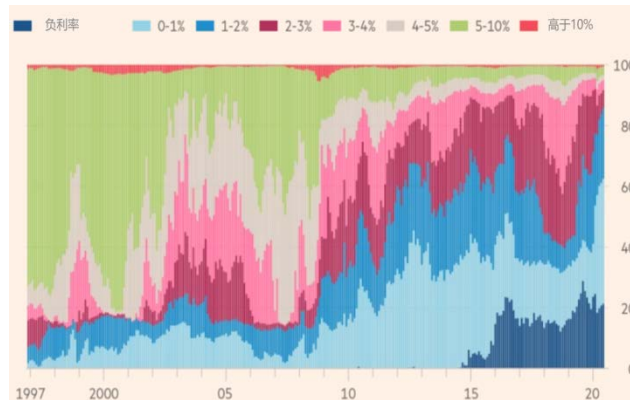
在债券收益率明显下降、债务规模高企的情况下，持有机会成本为 0 的黄金或将受到更多资金的追捧。

图：金价与负利率债券规模存在正相关关系

图：负利率债券在市场中的占比明显提升



数据来源：Bloomberg 国信期货



数据来源：FT 国信期货

(四) 2021 年重点不确定性因素情形推演

2020 年末，美国大选结果尘埃落定，疫苗研发和接种终现眉目，美联储维持宽松立场。然而 2021 年仍然有多个不确定性因素将影响后续宏观经济复苏形势，并进而影响贵金属价格走向，目前参议院多数党派归属、疫情疫苗前景两大因素将产生较大影响。

在拜登当选，民主党仍为众议院多数党的情况下，参议院多数党的党派归属情况仍等待 1 月佐治亚州投票结果，这将成为民主党能否实现横扫的关键。若民主党实现横扫，将使得拜登政府在财政刺激计划的规模和出台速度上受到更小的限制，有望为贵金属价格提供较强支撑。若共和党在投票中胜出，拜登后续政策推进将受阻，将对市场对财政刺激的乐观预期形成打击，将使得金银表现相对偏弱。

此外，疫苗铺开能否顺利开展，能否促进实体经济改善也值得关注。年末英国发现病毒变异、多国疫情再次反弹、欧洲日本再度加强封锁措施为接下来疫情发展情况敲响警钟。虽然疫苗接种铺开对全球经济复苏的提振作用确定性较高，但仍不可排除病毒变种、疫苗失效、分发不力、民众接种意愿低迷等因素，对于疫苗效果和后续抗疫复苏节奏的影响。若情况乐观，疫苗接种进展顺利，进一步助推通胀预期回升，金价也将以震荡回升为主，白银表现更佳。若经济复苏过快过热，引发美联储货币政策收紧节奏加快，将利空金银带来贵金属本轮牛市的拐点。若疫苗失效、疫情再度反弹等类似黑天鹅事件发生，引发美联储和政府二次放水刺激浪潮来袭，贵金属将相对其他资产表现相对强势。然而若疫情反复叠加政策支持乏力，贵金属则将相对承压。

三、供需面分析

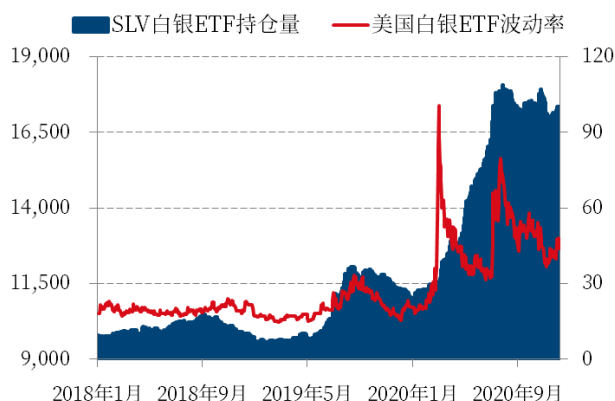
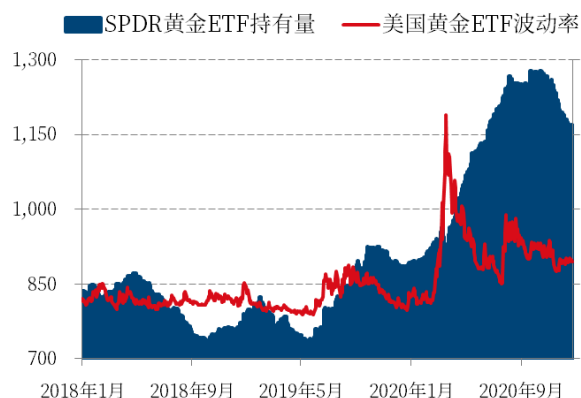
(一) 持仓与库存分析

a) ETF 持仓

根据 WIND 统计的数据，截止 2020 年 12 月 24 日：全球最大黄金 ETF-SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为 1,167.53 吨，较 2019 年末增加了 274.3 吨，增幅约 30.7%。截止 2020 年 12 月 24 日，全球最大白银 ETF-iShares Silver Trust 的白银持有量为 17,260.93 吨，较 2019 年末增加了 5982.3 吨，增幅约 53.0%。

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况（单位：吨）

图：iShares Silver Trust 白银持仓情况（单位：吨）



数据来源：WIND 国信期货

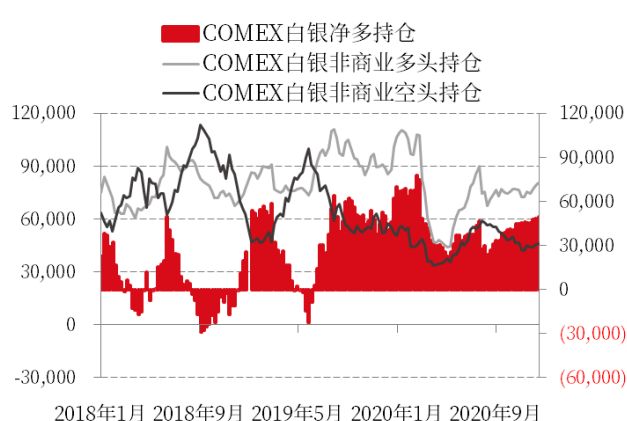
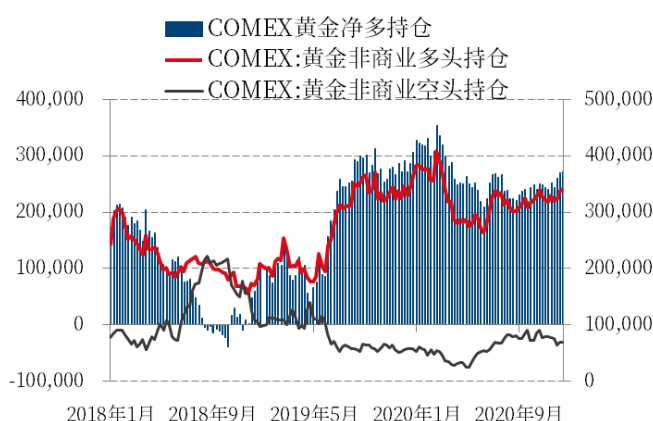
数据来源：WIND 国信期货

b) CFTC 持仓

美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示：截止 2020 年 12 月 15 日当周，CFTC 的期货黄金非商业性净多持仓为 271,584 张，较 2019 年末减少了 56,341 张，降幅约 17%。CFTC 的期货白银非商业性净多持仓为 49,512 张，较 2019 年末减少了 20,216 张，降幅约 29%。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）



数据来源：WIND 国信期货

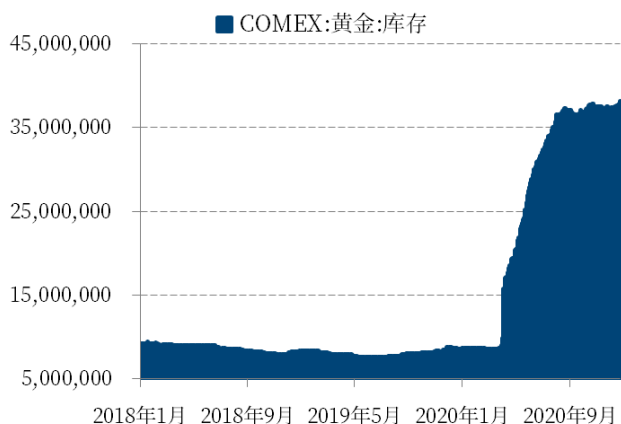
数据来源：WIND 国信期货

c) 库存分析

截止 2020 年 12 月 24 日，COMEX 黄金库存为 38,160,236.62 盎司，较 2019 年末增加 29,461,217.07 盎司，黄金库存大幅增长 340%。主要为年初受疫情影响贵金属国际运输受阻，引发 COMEX 黄金交割量不足恐慌后，放宽交割用黄金标准所致。COMEX 白银库存为 395,938,412.59 盎司，较 2019 年末增加

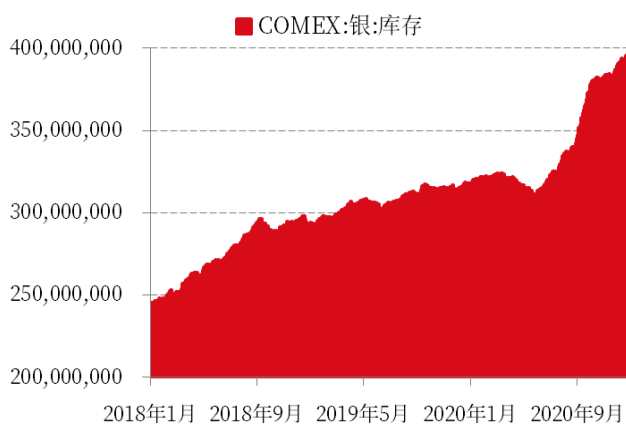
78,772,862.56 盎司，白银库存增长 25%。

图：COMEX 黄金库存（单位：盎司）



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银库存（单位：盎司）



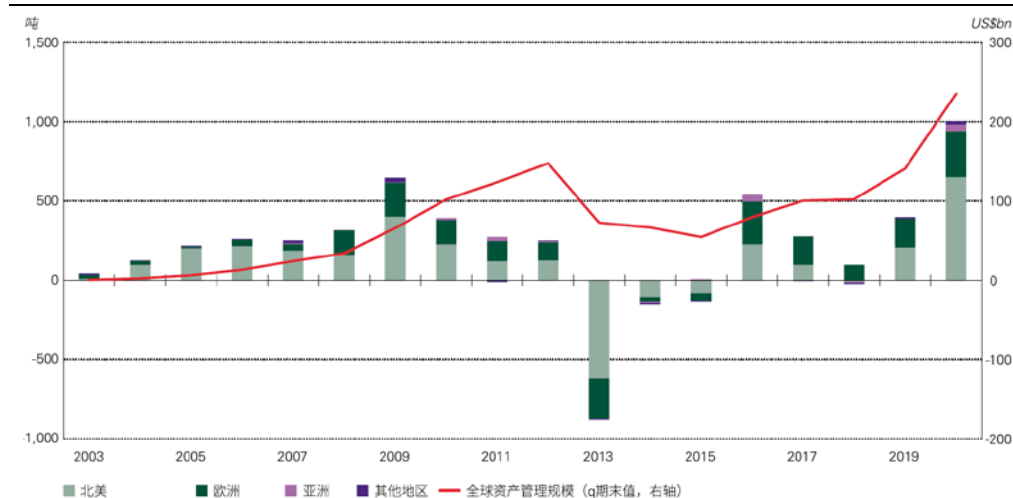
数据来源：WIND 国信期货

（二）黄金 ETF 规模创新高，投资需求强劲但年末有所削弱

世界黄金协会数据显示，2020 年，在新冠疫情的冲击下，前三季度全球黄金总需求为 2972.1 吨，同比下滑 10%，主要为疫情打击实物黄金需求、金价在下半年出现冲高回落，一定程度上削弱了投资需求所致。第三季度全球黄金需求下降至 892.3 吨，为 2009 年第三季度以来最低的季度总需求。

过去一年黄金投资需求增长强劲，成为 2020 年黄金总需求的重要支柱，前三季度投资需求同比上升 63%。截至 2020 年第三季度末，全球黄金 ETF 的持仓量达 3880 吨创出历史新高，今年前九个月规模增加 1003 吨。以价值计算，全球黄金 ETF 的资产管理规模（AUM）攀升至 2,354 亿美元，较 2019 年底的 1,411 亿美元大幅增加。金价今年的上涨表现，及其避险和对冲风险的属性吸引了大量投资者涌入。第三季度，黄金 ETF 净流入增速较前期有所放缓，11 月全球黄金 ETF 出现净流出，为过去一年以来的首次下降，这也是历史上第二高的月度净流出，年末黄金强劲的投资需求有所削弱。

图：全球黄金 ETF 2020 年流入情况（单位：吨）



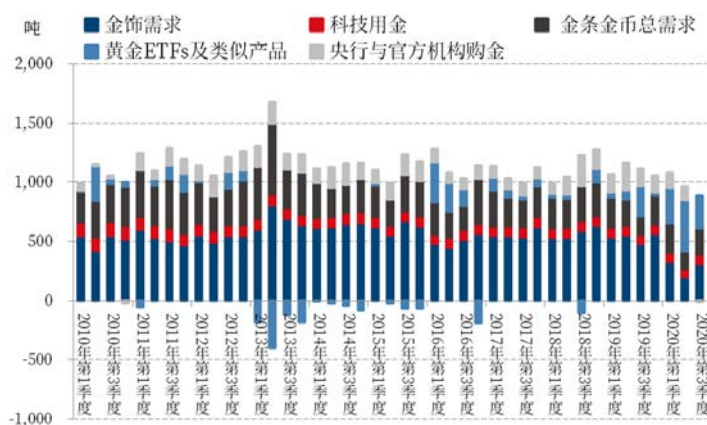
数据来源：WGC 国信期货

金条和金币在前三季度的累积需求与 2019 年同期持平。金条和金币需求在第三季度逐渐摆脱疫情封锁的影响出现改善，同比增长 49% 至 222.1 吨。其中土耳其金条金币需求同比增长七倍多达 48.5 吨，受到当地避险情绪、通货膨胀和里拉走弱的带动。印度也在市场逐渐放开过程中实现了金条金币销量近 51% 的同比增长。欧洲和美国在三季度分别购买了 52.1 吨和 19.2 吨的金条金币，分别实现 400% 和 65% 的增长。

央行购金方面，截止第三季度末，2020 年全球央行仍为黄金净买家合计购入 220.6 吨，但增速较前期放缓。然而第三季度全球央行总售金 78.9 吨，主要是由于土耳其国内黄金需求上升导致商业银行和央行间黄金交易活动增加，带来黄金储备减少，以及乌兹别克斯坦希望通过出售黄金应对新冠疫情。

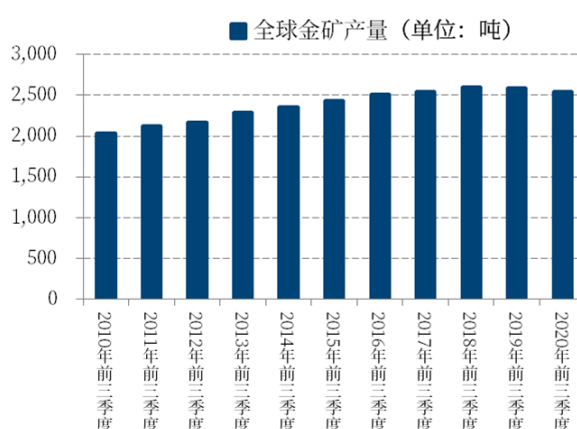
实物需求方面，全球金饰需求跳水，截止第三季度末全球金饰需求 904 吨，同比下降 46%，为统计以来最低值。这一方面是受到金价创出历史新高的影响，一方面是由于新冠疫情削弱了消费者购买金饰的意愿。今年前三季度，全球科技用金同比下降 10% 至 217.3 吨，主要受到全球疫情对科技行业的影响。

图：全球黄金需求（单位：吨）



数据来源：WGC 国信期货

图：全球金矿产量（单位：吨）



数据来源：WGC 国信期货

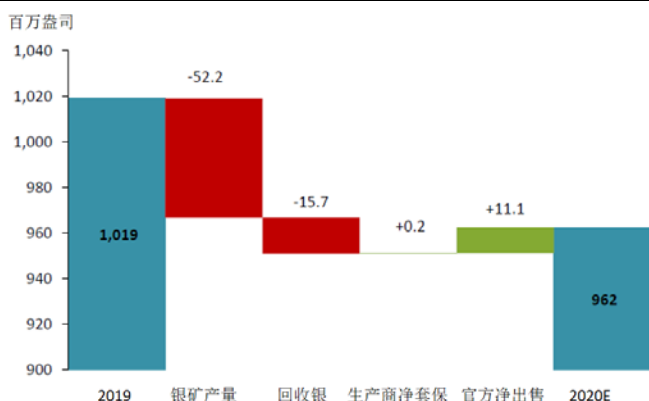
供应方面，截止第三季度末，今年全球黄金总供应量下降 5.4%，其中金矿产量下降 5.0%，回收金基本持平。目前许多经济体已逐渐摆脱全面停产的困扰，但新冠疫情带来的各种限制措施对采矿活动的影响仍在持续中。就第三季度来看，全球黄金总供应量同比下降 3% 至 1223.6 吨，全球金矿产量同比下降 3% 至 884 吨，与第二季度同比下降 10% 的水平相比已大幅回升，这背后是受到疫情影响较大的美国、西非等矿区在第三季度已出现复苏并恢复正常生产水平。黄金回收量上涨 6% 至 376.1 吨达到 2012 年第四季度以来的最高季度水平，主要受到金价创出新高、社交隔离限制逐渐解除和经济环境疲软三重因素的影响。

（三） 新能源有望提升白银估值 白银表现或将更佳

2020 年白银包括工业、银饰、银器需求在内的实物需求受损，银矿产量同步下降，世界白银协会预计白银实物市场将再次出现过剩，并达三年来的最高水平。然而白银投资需求大涨，世界白银协会预计白银实物投资需求将上涨 27%，达 236.8 百万盎司，创 5 年来新高。

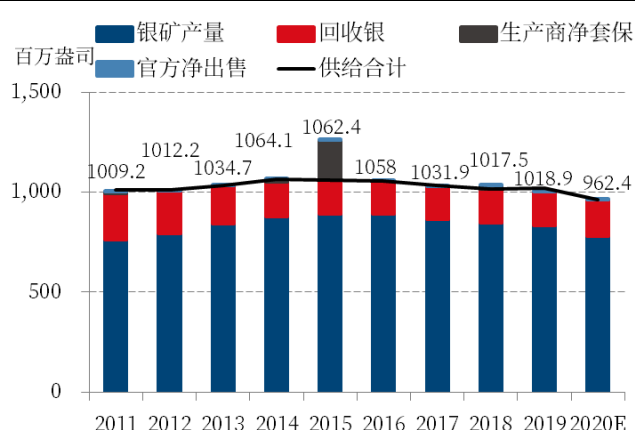
供给上，世界白银协会预计 2020 年银矿产量将下降 6.3% 至 780 百万盎司，主要由于今年上半年疫情封锁导致秘鲁、中国和墨西哥矿山受影响停产。

图：2020 年白银供给变化（单位：百万盎司）



数据来源：世界白银协会 Metal Focus 国信期货

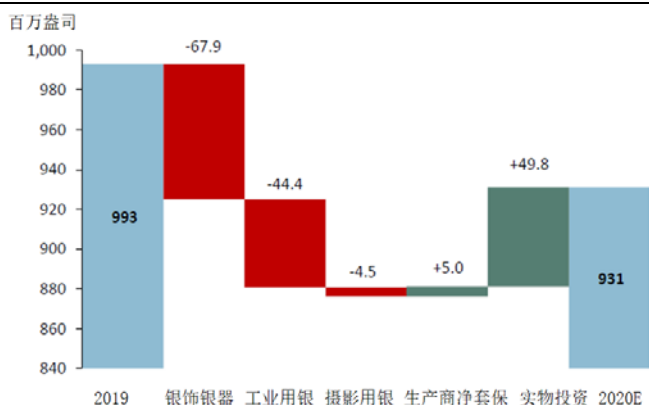
图：白银供给（单位：百万盎司）



数据来源：世界白银协会 国信期货

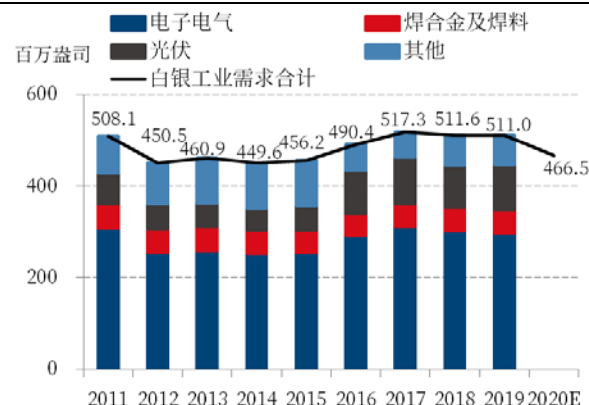
需求上，世界白银协会预计 2020 年白银的工业需求将下降 9%至 467 百万盎司，降至 5 年来的最低水平。Metal Focus 预计 2020 年白银光伏需求将下降 11%至 88 百万盎司，主要由于疫情下的封锁限制使得白银供应链严重中断，终端用户对补库的态度趋于谨慎，工厂劳动力供应也存在一定的问题。

图：2020 年白银需求变化（单位：百万盎司）



数据来源：世界白银协会 Metal Focus 国信期货

图：白银工业需求（单位：百万盎司）



数据来源：世界白银协会 国信期货

但展望未来，白银工业需求增长有望改善长期过剩的格局，拜登在美国大选中胜出利好金银比的下行，白银大概率将相对黄金有更好的表现。拜登团队此前曾发布《清洁能源革命和环境计划》，重视清洁能源经济发展，计划在 2050 年前实现 100%清洁能源和零排放，大力支持电动汽车及光伏等清洁能源基础设施。

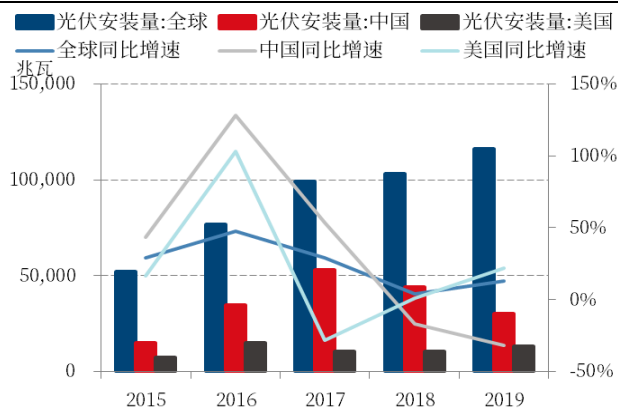
美国光伏安装量近年来呈现稳步增长态势。国内光伏行业受到政策补贴提振迎来平价上网时代，光伏有望实现新一轮扩张周期的需求强劲增长。在光伏领域，银浆是光伏电池的重要组成成分，常被应用于正背面电极中。世界白银协会数据显示，2019 年光伏材料需求占据白银工业需求的近 20%，占据白银总需求比例约 10%，白银在光伏领域的需求在未来或将迎来明显增量。白银在新能源汽车中常被用于制造传感器等重要车载电子元件，在电动车中白银使用量是普通燃油车 2 倍。世界银行近期的预测也指出，2050 年白银在能源技术方面的消费需求或将大幅增长，达到相当于目前白银总需求量 50%以上的水平。

图：光伏用银量（单位：百万盎司）



数据来源：世界白银协会 国信期货

图：中美及全球光伏安装量有望进一步增长



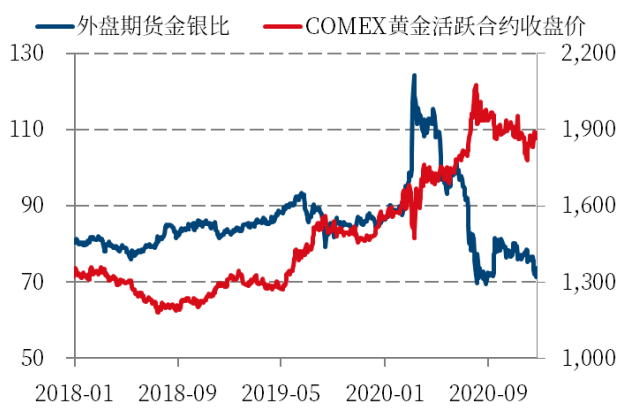
数据来源：WIND 国信期货

图：内盘金银比



数据来源：WIND 国信期货

图：外盘金银比



数据来源：WIND 国信期货

四、后市展望及操作建议

展望 2021 年，欧美央行的鸽派宽松立场，全球低利率高债务问题，和低实际利率将继续为金银价格提供支撑。实体经济复苏不可一蹴而就，美联储宽松立场短时间内难以逆转，财政刺激仍将为经济复苏提供支持。前期美国政府发放个人补贴推高居民储蓄，为未来需求端消费改善奠定基础，叠加原油等工业品价格上涨支持通胀改善，实际利率仍处下行趋势中，在宽松的流动性环境中，贵金属仍有上行空间。但美债大概率将在年内经济复苏主旋律下面临上行压力，实际利率的下行更多的由通胀预期回升超出名义利率的差值贡献，贵金属整体涨势或将有所放缓。

现阶段，1 月佐治亚州投票结果能否带来民主党横扫，疫苗能否顺利铺开，经济复苏的速度和程度如何等多重不确定性将成为影响贵金属价格的重要因素。若实现民主党横扫意味着更顺畅的财政刺激决策流程利好金银，若疫苗接种进展顺利进一步助推通胀预期回升，贵金属整体将呈现震荡偏强走势。

从金银相对表现来看，新能源概念有望促进白银工业需求增长，改善白银长期供应过剩的格局。白银

大概率将相对黄金有更好的表现，金银比中长期仍有回落空间。

明年年内需警惕经济内生修复力增强后，财政刺激退潮和美联储释放货币政策宽松程度边际减弱信号为贵金属价格带来的下行风险。若经济复苏过快过热，引发未来美联储开始考虑收紧 QE，将使得对货币政策极为敏感的贵金属承压。

操作上建议：偏多思路为主，中长线关注美国经济复苏情况及财政货币政策动向，轻仓波段操作，注意控制风险。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。