国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2019.12.30

贵金属年报-黄金、白银

国元期货研究咨询/贵金属年报

贵金属策略研究

经济增长压力背景下,贵金属维持谨慎乐观

国元期货研究咨询部

电话：010-84555195

摘要

宏观经济：美国经济有望继续呈现较强的增长韧性，易冲突或其他新型冲突将继续深化，大的不确定性将来自于美国就业数据；欧元区经济刺激政策力度预计将会有限，英国脱欧的影响持续；国内经济仍将表现出较强的增长韧性，且刺激政策仍有空间

基本面：贵金属基本面预期相对平稳，供应端以及需求端结构预计也不会有明显改变，贵金属仍将继续弱化商品基本属性对其的影响，而主要体现避险属性

结论：对于 2020 年贵金属价格做出谨慎乐观判断

相关报告

早盘直通车：8 点 30 之前

每日点睛：16 点之前

周报：周一 16 点之前

目录

一、行情回顾 1

二、全球宏观经济局势未见明显变局 2

2.1 全球央行货币政策空间已经不大 3

2.2 美国刺激政策或将暂停，大选无碍贸易战战略 3

2.3 政策空间有限，欧元区经济压力仍将持续 5

2.4 国内投资率下降仍有空间，稳增长仍为关键 5

三、基本面预期平稳 金融属性仍将凸显 5

3.1 贵金属供应格局相对平稳 5

3.2 经济周期性影响持续，贵金属需求预计平稳 7

四、后市展望 8

图表 1 COMEX 金走势 1
图表 2 COMEX 银走势 1
图表 3 全球经济状况 2
图表 4 美联储货币政策 4
图表 5 各主产国矿产金产量 5
图表 6 各主产国矿产银产量 6
图表 7 黄金的珠宝首饰消费 7
图表 8 白银需求结构 8

一、行情回顾

黄金在 2019 年的表现绝对当得起“亮眼”二字，经过上半年的震荡酝酿后，6-8 三个月便快速上涨了 19.6%以上，后自 9 月起，开启了高位震荡格局。白银波动幅度较黄金偏大，但涨幅弱于黄金。年初至 5 月份，白银持续回调，回调幅度在 7.6%以上，后自 6 月起，追随黄金强势上涨的步伐，三个月累计涨幅高达 25.5%，后身陷震荡格局，直至年末。

图表 1 COMEX 金走势



数据来源：文华财经，国元期货

图表 2 COMEX 银走势

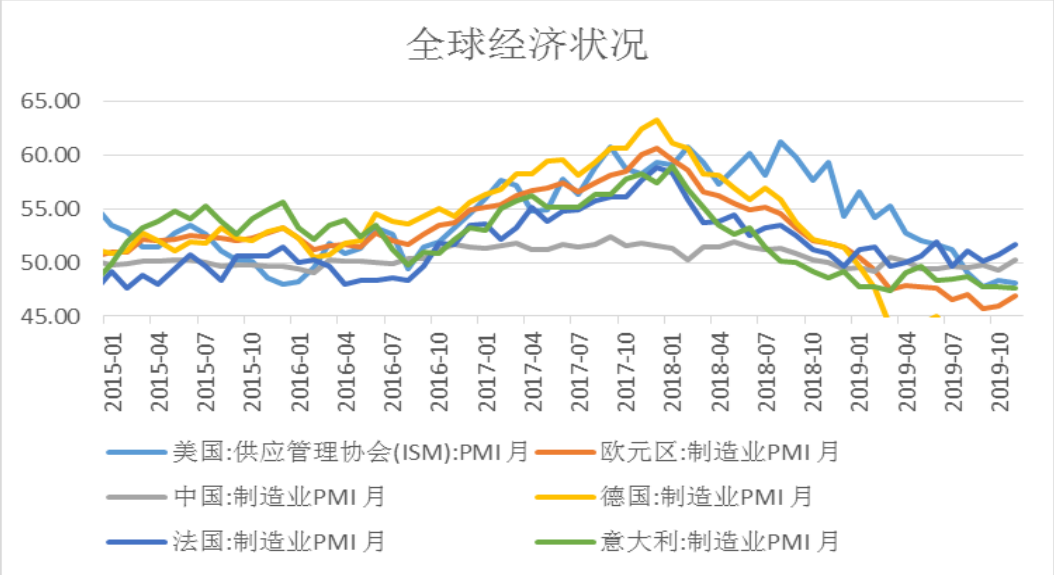


数据来源：文华财经，国元期货

二、全球宏观经济局势未见明显变局

今年 OECD 在全球经济展望中多次下调全球经济增长预期，在其 11 月 21 日发布的最新经济展望中，预期全球经济 2020 年仅能实现 2.9%的增长， 2021 年也不会超过 3%，全球经济增速将进入 2008 年国际金融危机以来最慢时期。IMF 也四次下调 2019 年经济增长预期，并将 2020 年的全球经济增速预期下调至 3.4%，全球经济增长压力凸显。

图表 3 全球经济状况



数据来源：Wind，国元期货

2.1 全球央行货币政策空间已经不大

2019 年全球央行的工作均聚焦于解决经济增长压力，特别是美联储 7 月宣布降息以后，全区央行对于货币政策的观点分歧明显减弱，各主要国家央行纷纷开启了“降息潮”。到 2019 年末，在经济增长放缓、通胀放缓以及贸易战带来的经济前景不确定背景下，全球已经有数十家央行降息。全球流动性宽松对于贵金属价格起到了强劲的推动作用，自市场对于美联储降息预期趋于一致起，贵金属价格便开启了较为流畅的上涨格局。

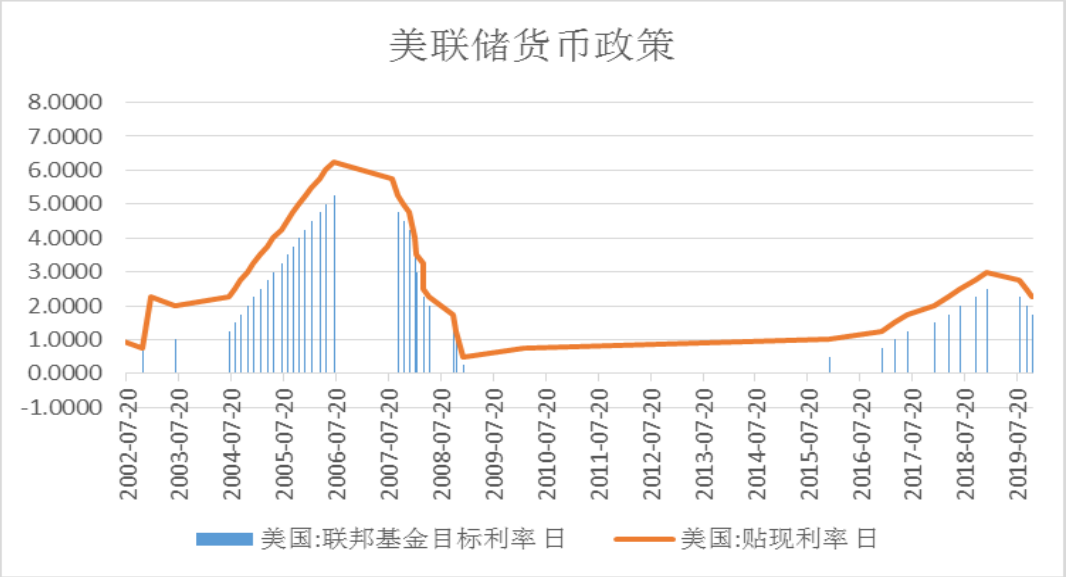
对于 2020 年全球主要国家货币政策，市场普遍预计将较 2019 年明显平静。美联储在 2019 年后半年三次“预防性”降息以后，资本市场表现靓丽，就业数据持续强劲，美联储开始释放维持当前基准利率不变的政策风向。国内央行目前货币政策尚有空间，货币政策工具仍然偏多，不过物价水平的走高令货币政策力度受到一定限制。欧洲央行和日本央行均面临负利率的窘境，银行利润率下降以及金融市场的稳定问题使其进一步放宽货币政策的最大掣肘。此外，据彭博社评估来看，英国、加拿大等央行也将维持目前的利率水平。

2.2 美国刺激政策或将暂停，大选无碍贸易战战略

伴随上半年中美贸易局势从密集谈判到冲突加剧，美联储货币政策导向也发生了明显转变。从年初美联储释放“暂停加息最强信号”，到 3 月 21 日的 FOMC 会议超预期地明确 9 月末停止缩表，5 月 21 日的美联储会议纪要传达出鉴于全球经济和金融形势的不确定性，在判断未来联邦基金利率目标区间上“上保持耐心”，并下调超额存款准备金利率 5 个基点至 2.35%，美联储对于降息的态度逐渐明朗。6 月议息会议

美联储票委观点明显转鸽，市场对于降息预期不断被推高。3 季度起，全球对宏观经济聚焦于各国央行的货币政策，市场对于美联储在三季度将会降息抱有近乎一致的预期，美联储先后在 7 月末和 9 月中下旬宣布降息，10 月末再度降息一次，年内三次“预防性”降息将联邦基金利率目标区间从 2.25%-2.5%下调至 1.5%-1.75%。

图表 4 美联储货币政策



数据来源：美联储，国元期货

美联储在过去 10 个大选年都采取了政策调整，除了 2016 年是在 11 月大选过后才实施了加息，即使 2012 年美联储没有调整已经为零的基准利率，但也在 9 月宣布了第三轮大规模资产购买计划。2020 年将迎来美国第 59 届总统选举，根据彭博社在 12 月 2-4 日对 29 位经济学家进行的调查中，受访者放弃了他们之前的关于 2020 年降息的预期。预测中值表明，预计到 2021 年底，联邦基金利率的目标区间将保持在 1.5%-1.75%的水平。美联储在大选之年按兵不动的情况在美国历史上并不多见。有分析认为大选不确定性的传递、美联储独立性问题、美国的经济预期、金融泡沫加剧、全球经贸局势矛盾以及美国低通胀高就业格局等因素令美联储货币政策较难预测。

而对于贸易战，目前市场已经基本达成一致预期，美国发动贸易战并非战术，而为战略，不论美国大选结果如何，未来全球冲突不断加剧的局面仍将继续。即使中国对于贸易站应对得当，成功化解贸易战产生的负面经济影响，令美国的战略难以达成预期目的，美国仍可能会推升其他形式的冲突。

2.3 政策空间有限，欧元区经济压力仍将持续

相对于美国经济增长的高韧性，欧元区经济情况显得相对暗淡。自 2008 年次贷危机以来，2012 年的欧债危机以及 2018 年开始的全球贸易环境恶化把欧元区货币政策空间几乎消耗殆尽。有分析认为，由于欧洲央行降息举措滞后于经济下行时间，造成经济增速与利率水平在时间上存在错位，欧洲央行由于行动滞后造成的利率总在经济恢复之时仍在低位，而为了维持经济持续恢复，加息更加谨慎，循环往复，致使每次面对经济压力，欧元区货币政策空间日趋减小。目前欧元区已经进入“负利率”时代，而经济却并未见到明显恢复，对于明年欧元区经济刺激举措，可预期的政策力度将会更加有限。

英国“脱欧”一直未能有效解决也令欧元区和英国经济大受打击。目前欧盟 27 国成员同意英国推迟“脱欧”到 2020 年 1 月 31 日的申请，但不论最后英国能否顺利“脱欧”，这场旷日持久的僵局已经对欧盟经济造成损伤，英国的经济局势也大受影响，且短期内较难恢复。

2.4 国内投资率下降仍有空间，稳增长仍为关键

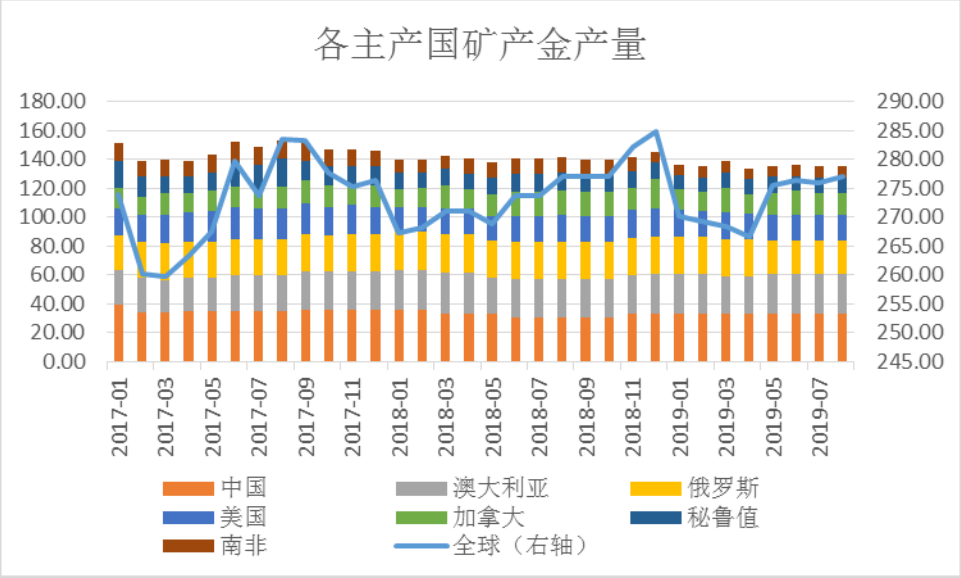
目前市场对于中国明年的经济增长仍将处于增速放缓的趋势之中几乎预期一致。有分析认为，由于前期使用地产、基建等手段刺激经济，目前中国投资率较高并带动杠杆率增大，而所有制歧视使大量信贷资源流入国有企业，民企融资愈加困难，致使国企和政府负债量大，且投资效率不高。中国步入转型后投资率下降空间仍然较大，经济增速也将可能继续受到一些影响。此外，中国的人口老龄化问题不断凸显，并且老龄化进程将继续显著加剧，也令国内经济面临的压力增加。

三、基本面预期平稳 金融属性仍将凸显

3.1 贵金属供应格局相对平稳

从黄金供应结构来看，2019 年全球矿产金产量延续 2018 年格局，产出波动性减弱，产量增速收窄，甚至部分时候出现负增长。中国和南非矿产金产量收窄是主要拖累因素，此外，俄罗斯、美国、加拿大和秘鲁等国家矿产金产量也有一定程度走弱，澳大利亚矿产金产量相对平稳。黄金储备方面，自 2008 年起，全球黄金储备量明显处于增加趋势当中，美国黄金储备自 2006 年以来持续平稳，意大利、法国等国家黄金储备也相对平稳，德国仍在持续抛售黄金，中国和俄罗斯黄金储备逐年提升。全球再生金供应量在 2019 年表现较好。整体来讲，黄金的供应格局在 2019 年是有所收紧的。

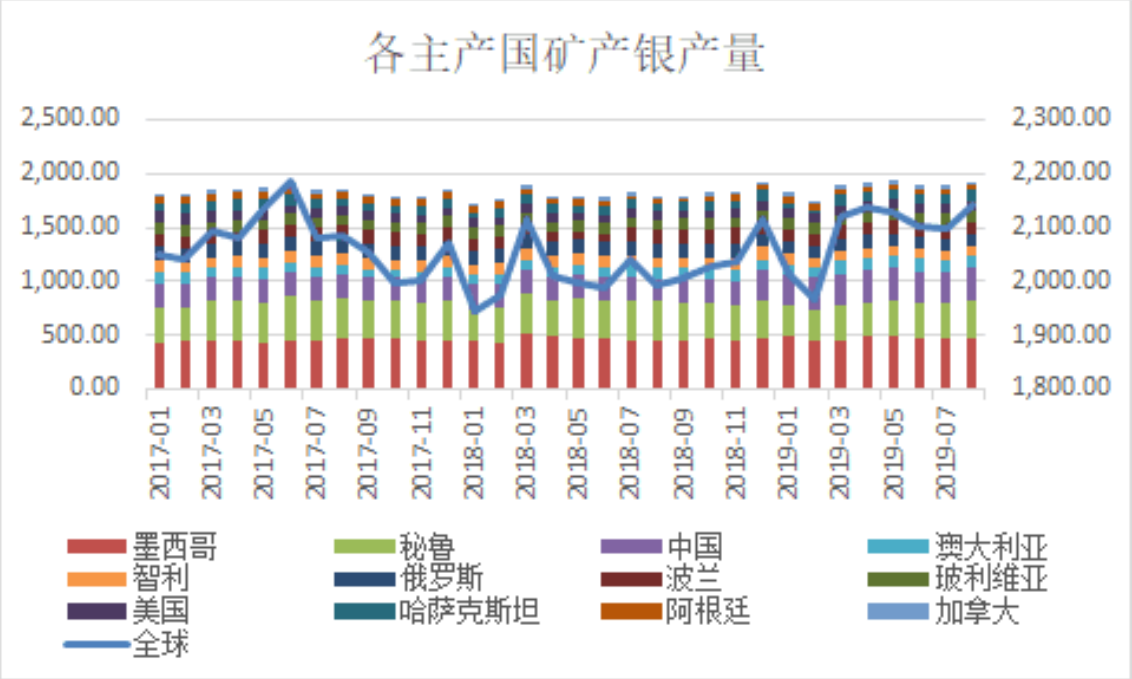
图表 5 各主产国矿产金产量



数据来源：Wind,国元期货

全球矿产银数量虽然仍相对偏低，但自 2019 年二季度起明显较前一年出现好转，且处于上升势头。墨西哥、澳大利亚、波兰矿产银产量维持相对高位，秘鲁、智利、俄罗斯产量明显收缩，中国、玻利维亚产量平稳。而全球再生银供应量自 2011 年达到峰值后，持续回落 4 年，后维持在较低水平。

图表 6 各主产国矿产银产量



数据来源：Wind,国元期货

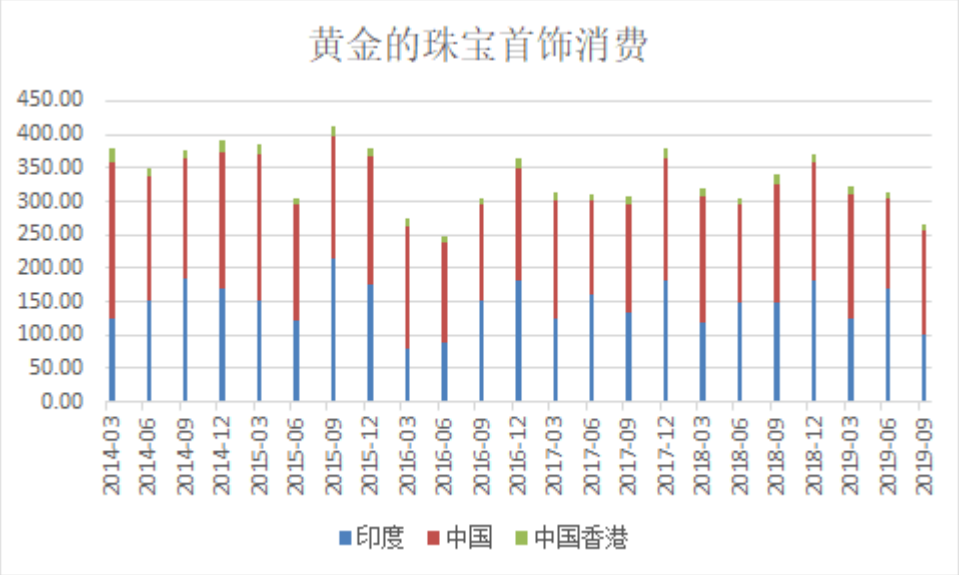
从矿产银主要生产企业生产情况来看，2020 年 Fresnillo 公司将有多个项目将在 2020 年投放，2019

年包括 Cie,Fresnillo,Juanicipio 等在内的新产能建设完成，并逐渐正常生产，会对 2020 年的矿产银供应带来一定帮助。波兰 KGHM 公司 2020 年的矿产银产量预计将有 2.15%的增长,但增长幅度较 2019 年 7.88%的增速明显放缓。嘉能可旗下白银主产矿区产量预计在 2020 年也将有所恢复。Goldcorp 给出的产量预期来看，2020 年矿产银产量将会同比大幅减少 19.97%，较 2019 年的矿产银产量翻倍明显改变。此外，Polymetal 以及 Pan American、Hindustan 等公司矿产银产量预计在 2020 年均将会平稳增长。

3.2 经济周期性影响持续，贵金属需求预计平稳

终端需求方面，2019 年黄金需求整体表现出先扬后抑态势，需求增幅有限。从主导因素来看，珠宝首饰需求下半年大幅跳水拖累了黄金的需求力度，此外，黄金的工业需求今年也持续偏弱，牙科需求维持近几年逐年减少的格局，且降幅有所扩大。而黄金的投资需求今年表现却截然相反，由于全球央行货币政策宽松潮，自三季度起投资需求伴随黄金价格的快速上涨一路水涨船高。

图表 7 黄金的珠宝首饰消费



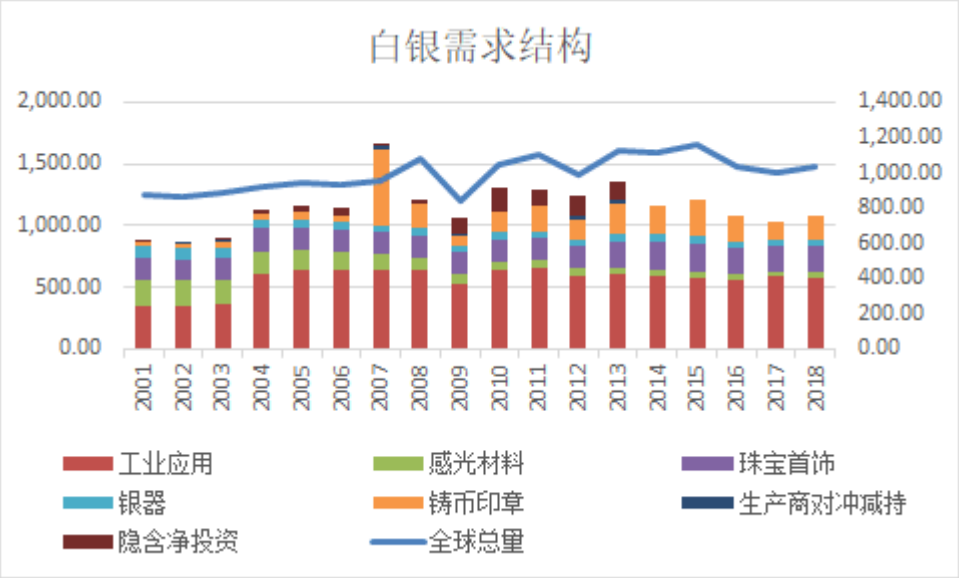
数据来源：Wind,国元期货

黄金的终端需求主要来自于首饰需求，受经济景气度影响，黄金的珠宝首饰需求收到了较大影响，分国别来看，传统珠宝首饰需求大国印度和中国的黄金珠宝首饰需求均表现疲弱。考虑到珠宝首饰需求对经济状况敏感性高且弹性较大，明年经济增长仍然面临一定压力背景下需求预计平稳为主。

白银的需求量自 2017 年起有一定回升，但距离 2015 年时的高峰水平仍有 10%以上的缩减。分行业来看，白银在工业中的应用数量一直相对稳定，感光材料仍处于缩减趋势当中，不过降幅已经趋于平缓，珠宝首饰需求近两年有一定程度回升，但较 2014 年的峰值尚有 6%以上的差距，银器需求自 2012 年以来有一

定恢复，铸币印章需求近十年也相对平稳。

图表 8 白银需求结构



数据来源：Wind,国元期货

由于最近一年市场对于经济前景的忧虑加剧，贵金属的商品属性已经表现的较为微弱，原本工业属性相对偏强的白银也基本维持追随黄金价格的格局。考虑到明年全球经济前景预期仍然不明朗，因此终端需求对于贵金属的影响作用是比较微弱的。

具体分析来看，白银在光伏市场的应用情况可期，目前，全球光伏装机增长空间巨大，新兴市场的光伏装机成本降低令其光伏需求得以提升，预计 2020 年间全球光伏行业发展仍将稳步提升。电子行业对于白银的需求潜力将主要来自于 5G 基站的建设，但考虑到 5G 基站用银量可能会减少，因此电子行业在 2020 年对于白银的消耗预计增长将较为平稳。焊接技术用银需求主要来自于国内铁路建设，在市场对于国内经济抱有基建发力提振经济预期背景下，焊接用银技术预计稳中有升。投资需求方面，得益于经济增长前景仍然预期承压，贵金属的投资需求仍有进一步扩大可能。

四、后市展望

2020 年宏观经济环境预计较 2019 年并无太大变化：借助 2019 年的宽松货币政策，美国经济有望继续呈现较强的增长韧性，贸易冲突或其他新型冲突将继续深化，最大的不确定性将来自于美国就业数据对市场经济增长预期的指引。欧元区经济刺激政策力度预计将会有限，英国脱欧的影响持续。国内经济仍将表现出较强的增长韧性，且刺激政策仍有空间

贵金属基本面预期相对平稳，供应端以及需求端结构预计也不会有明显改变，贵金属仍将继续弱化商

品基本属性对其的影响，而主要体现避险属性。

综上，对于 2020 年贵金属价格做出谨慎乐观判断。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000　传真：010-84555009

合肥分公司
地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）
电话：0551-62895501

福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

通辽营业部
地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）
电话：0475-6380818　传真：0475-6380827

大连分公司
地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840　传真：0411-84807340-803

青岛营业部
地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532--66728681,传真 0532-66728658

郑州营业部
地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室
电话 ：0371-53386809/53386892

上海分公司
地址：上海浦东新区松林路 300 号期货大厦 2002 室
电话：021-68401608　传真：021-68400856

合肥营业部
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115888　传真：0551-68115897

宝鸡营业部
地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920-921 室

西安分公司
地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

厦门营业部
地址：厦门市思明区莲岳路 1 号 1604 室 08 室
电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部
地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼
电话：0755-36934588

唐山营业部
地址：河北省唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115

杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号双城国际大厦 4 号楼 22 层
电话：0571-87686300