

贵金属年报-黄金、白银

贵金属策略研究

国元期货研究咨询/贵金属年报

疫情防控弱化避险情绪，贵金属 迎来震荡格局

摘要

宏观经济：疫苗防控效果可期，新冠肺炎疫情将体现经济恢复进程

基本面：贵金属供应端预期相对平稳，需求端将在全球摆脱疫情困扰后出现明显发力

结论：对于 2021 年贵金属价格做出震荡判断

国元期货研究咨询部

电话：010-84555196

电话：010-84555195

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、送走疫情，拥抱增长	2
2.1 疫苗有望全面推广，新冠肺炎疫情即将逐渐淡去	3
2.2 疫情终将过去，需求回暖可期	4
三、经济前景预期向好 贵金属避险需求减弱	5
3.1 贵金属供应格局有所收紧	5
3.2 疫情影响减弱，贵金属需求将稳中有增	6
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 全球重点国家新增新冠肺炎确诊趋势图（数据截止 2020 年 12 月 9 日 9:56）	3
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.....	6
图表 8 白银需求结构.....	7

一、行情回顾

2020 年的贵金属在上半年走出了一轮波澜壮阔的大牛市，年初一场席卷全球的新冠肺炎疫情令全球市场恐慌情绪急剧上升，后全球祭出超大规模的刺激政策，全球流动性充裕再度引发市场抗通胀情绪，贵金属继续受到追捧。8 月初，COMEX 黄金最高触及 2089.2 美元，较 2019 年末上涨 35% 以上，后新冠肺炎疫苗研发开始传达积极进展，市场对于新冠肺炎后市更加聚焦于疫苗免疫乐观预期以及全球经济的逐步恢复，黄金价格无力维持高位，开始震荡回落，并抹去了上半年接近一半的涨幅。

白银走势与黄金较为相似，8 月前白银短暂震荡后走出一轮较为流畅的上涨行情，涨幅较前一年末达到 59% 以上。8 月起白银同步与黄金回调，但较黄金表现出了较好的下跌阻力。

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

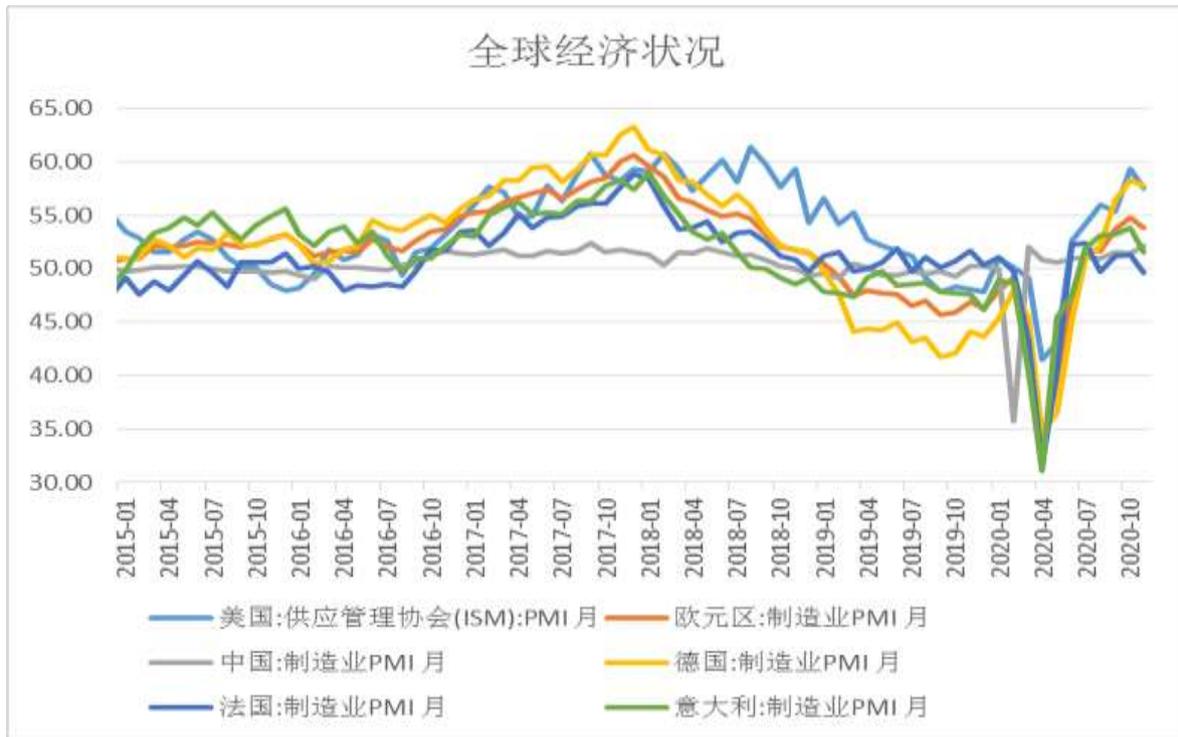


数据来源：文华财经，国元期货

二、送走疫情，拥抱增长

2020年的宏观经济，因为一场席卷全球的新冠肺炎疫情而共同经历了浩劫，疫情爆发之初，全球宏观经济陡然下挫，后国内众志成城率先取得疫情防控的全面胜利，伴随复工复产逐步推进，国内经济快速摆脱疫情带来的阴霾，并展现出明确的先发优势。其他多个主要经济体也在祭出大规模经济刺激计划后逐渐见到复苏效果，但由于新冠肺炎疫情防控不利，新增感染人数始终未能有效控制，对本国经济回暖进程产生了一定拖累。

图表 3 全球经济状况



数据来源: Wind, 国元期货

2.1 疫苗有望全面推广，新冠肺炎疫情即将逐渐淡去

回顾 2020 年，市场最大的黑天鹅无疑是新冠肺炎疫情在全球的大面积爆发。全球资本市场对于疫情在全球的扩散剧烈反应，全球股市受到重创，美股自历史高位快速回落，仅两周就四次触及熔断，实为历史罕见，欧洲股市也出现断崖式下跌，更为糟糕的是，美股剧烈下跌还一度令美元流动性问题暴露，VIX 指数在 3 月 18 日当天甚至最高一度触及 80.85 的历史高位，整个资本市场犹如惊弓之鸟。后美联储提前宣布将利率降至零水准，并推出巨额量化宽松计划，全球多家央行均抛出大规模货币政策，市场这才逐渐平稳下来。在经历了二季度全球新冠肺炎感染人数有效控制之后，三季度疫情集中爆发于南美，同期多个国家的经济刺激举措在宏观经济数据中明显见效，且俄罗斯率先传出新冠疫苗研发利好，疫情对宏观市场的影响相对减弱。进入四季度后，以美国、英国、法国、意大利等国家为代表的欧美国家疫情二次爆发，欧洲前两大经济体德国和法国先后宣布全国封锁，英国、奥地利等多个欧洲国家也加大封锁防控措施，全球股市再度明显承压，不过不同于一季度的是，全球多家公司先后传出新冠肺炎疫苗研发取得明显进展的消息，英国更是采购及分发新冠疫苗，疫苗的积极情绪已经占据市场主导。

图表 4 全球重点国家新增新冠肺炎确诊趋势图（数据截止 2020 年 12 月 9 日 9:56）

重点国家新增确诊趋势图



数据来源：丁香医生

截至2020年12月，辉瑞和BioNTech两家公司联合研发的mRNA新冠疫苗已经获得了英国政府的临时性紧急使用授权；中国两大疫苗制造商国药集团和科兴生物正在对三种候选疫苗进行III期临床试验，国药集团中国生物所属的北京生物制品研究所和武汉生物制品研究所两款灭活疫苗正在多个国家开展III期临床试验。新冠肺炎疫苗在2021年大规模接种并最终实现群体免疫值得期待，并有望因此为全球经济注入强心剂。

2.2 疫情终将过去，需求回暖可期

不止全球公共卫生领域在积极并持续“战疫”，今年全球经济的主旋律也始终围绕“摆脱疫情经济症状”展开。为应对全球爆发的新冠肺炎疫情对经济的重创，美联储降息至零且开启了无限量量化宽松政策，并配合2万亿美元经济刺激法案，以及数以万计的美元信贷计划；欧洲央行扩大量化宽松计划，并推行负利率；国内也在2020年多次降准，释放万亿级别流动性，并时隔12年下调超额存款准备金率。日本、英国、澳大利亚、加拿大等全球多个国家和地区央行宣布加大货币宽松力度。

从全球经济领先指标PMI来看，中国经济在2月短暂受到居家隔离影响后，自3月起迅速回暖，PMI始终位于荣枯线以上并高于疫情之前水平，且年末制造业再次出现加速迹象，展现出了超强的经济韧性和增长动能。欧美经济受疫情冲击主要体现在4月，后随着巨量刺激政策的推出，疫情影响逐步减弱，6、7月间，欧美国家基本恢复至疫情爆发前经济水平。

展望2021年的全球经济，仍将在相当程度上受疫情防控进展影响。目前多个研发机构已经公开疫苗研发的积极进展，并有部分国家已经开启疫苗采购，在疫苗获批全面生产到全球实现群体免疫间，欧美新一轮经济刺激法案能否落地将对2021年初的宏观经济较为关键。如果全球疫情防控进展顺利，经济的全

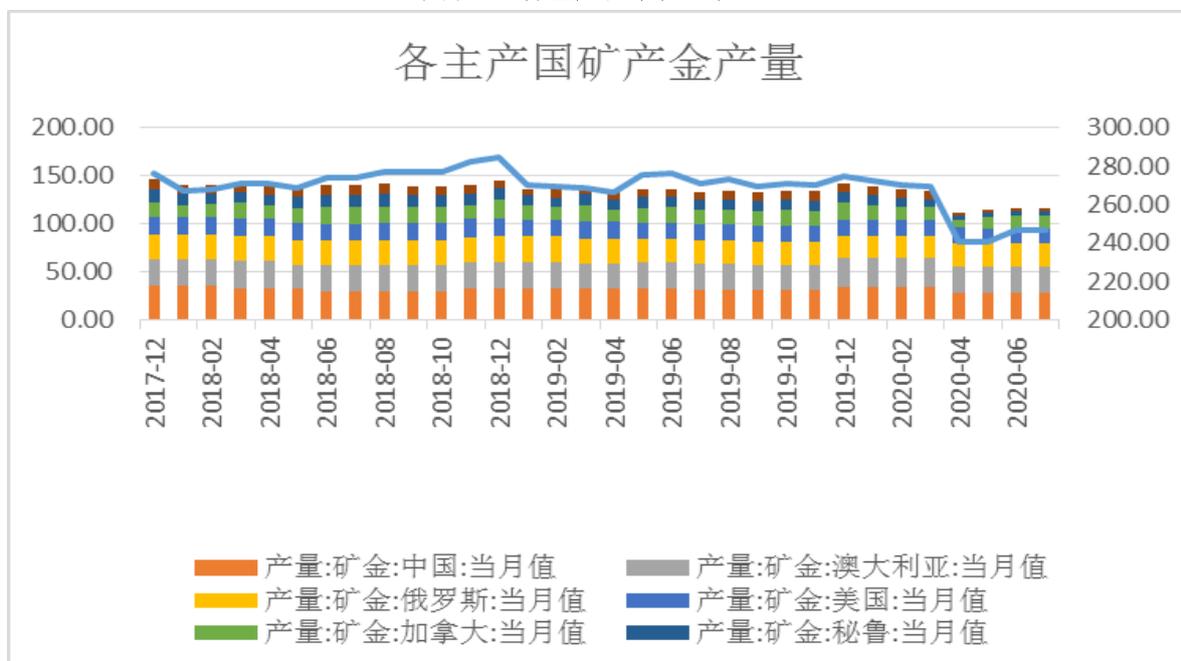
面恢复将有望在明年开启，海外制造业及需求在疫情打击后全面恢复，国内经济将更多地展现出内外需双向发力的积极势头。

三、经济前景预期向好 贵金属避险需求减弱

3.1 贵金属供应格局有所收紧

2020年的全球矿产金产出明显受到了疫情影响，表现出了不同于往年的生产节奏。一季度全球矿产金产量相对往年仅有不及1%的微弱增长，二季度起，矿山产量明显受到疫情影响，不仅在4月直接跳转为负增长，而且同比增速更是在5、6月间达到了-10%以上，如此大幅度的降速在矿产金产出环节实属罕见。分国别来看，加拿大、秘鲁、南非以及中国矿产金产量分别在4-6月产生了同比的明显降速。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。不过经历了2019年持续了一整年的黄金储备增长后，2020年官方黄金储备相对稳定。全球再生金供应量在2020年有一定程度收窄。整体来讲，黄金的供应格局在2020年是有所收紧的。

图表 5 各主产国矿产金产量

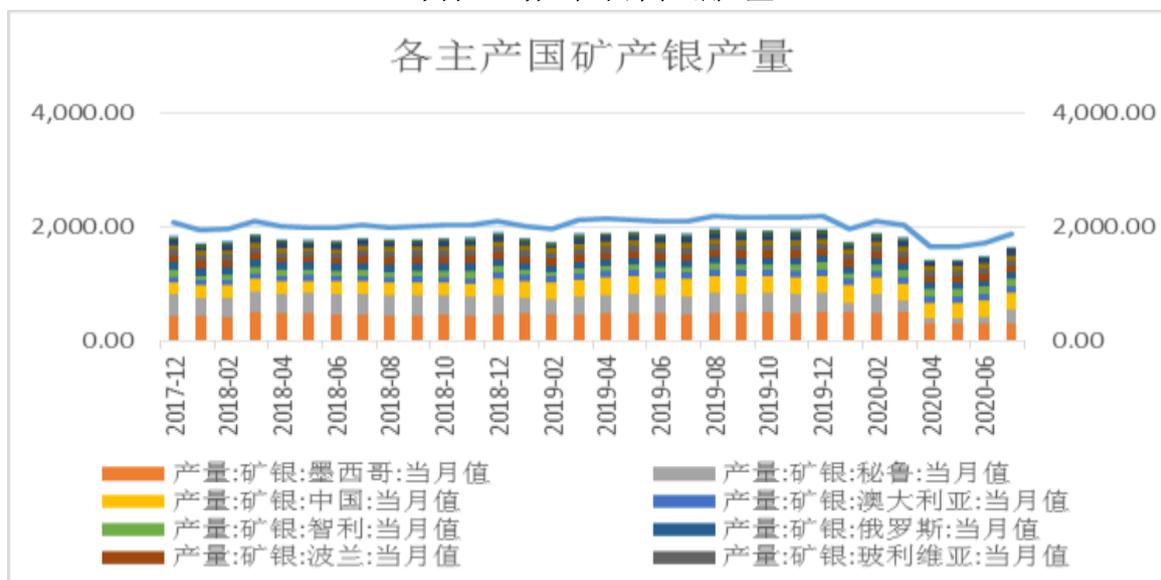


数据来源: Wind, 国元期货

全球矿产银数量与矿产金生产格局类似，同样在今年二季度出现较大幅度的同比降幅。二季度矿产银产量下降主要是受到秘鲁、墨西哥、阿根廷、加拿大等国家矿银产量大幅失速拖累，中国、澳大利亚、智

利等国家产量相对稳定。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

3.2 疫情影响减弱，贵金属需求将稳中有增

终端需求方面，2020 年黄金需求有明显减弱迹象。从主导因素来看，珠宝首饰需求持续大幅跳水拖累了黄金的需求力度。自 2019 年三季度起，印度、中国、中国香港等国家和地区珠宝首饰需求均有明显降温，着眼 2020 年，国内一季度受到疫情防控居家隔离影响，珠宝首饰消费明显受抑，后自二季度起小幅回暖，但由于印度珠宝首饰需求疲态加深，终难脱下降格局。而黄金的投资需求今年表现却截然相反，年初新冠肺炎疫情使全市场避险情绪飙升，且由于全球央行货币政策宽松，黄金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

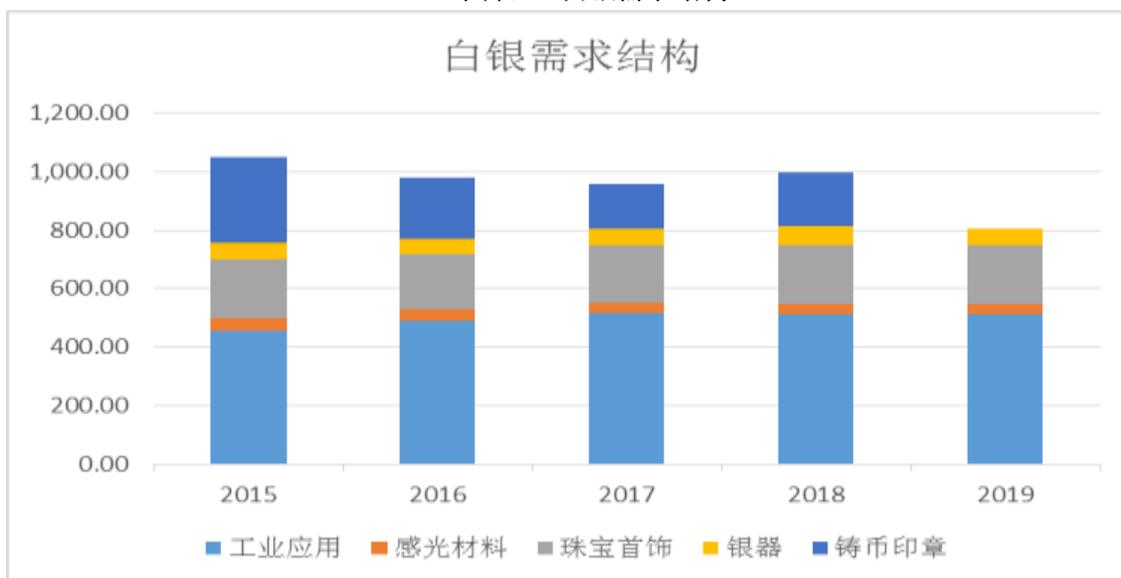


数据来源: Wind, 国元期货

黄金的终端需求主要来自于首饰需求, 受新冠肺炎疫情影响, 黄金的珠宝首饰需求受到了较大影响, 市场对于新冠肺炎疫苗带来的防疫前景预期较为乐观, 明年疫情影响将有望减弱, 全球经济将有望逐步回暖, 珠宝首饰需求作为对经济景气度较为敏感的消费类别预计也将有望恢复。

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近 10% 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, 感光材料虽然处于缩减趋势当中, 不过降幅已连续三年逐年缩窄, 珠宝首饰需求近几年有一定程度反复, 不过目前较 2018 年的需求峰值变动不大, 今年疫情对珠宝首饰需求带来的影响, 银器需求自 2013 年以来有一定恢复, 铸币印章需求近年来有衰减态势。

图表 8 白银需求结构



数据来源：Wind, 国元期货

由于今年全球市场均在不同程度上受到新冠肺炎疫情冲击，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将有望从疫情影响中进一步回暖，需求有大幅回升潜力，因此终端需求对于贵金属的影响作用再 2021 年将会比较提升。

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 2021 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 2021 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，经济回暖对于贵金属的投资需求会有部分缓释作用。

四、后市展望

2021 年虽然仍有新冠肺炎疫情尚待全面解决，但疫情带来的经济冲击以及市场恐慌情绪已经在相当程度上得到消化。自 2020 年末起，市场对于疫情防控以及疫苗效果持续抱有乐观预期，市场氛围积极正向。此外，欧元区已经开启新一轮刺激政策，美国等国家新冠疫苗注射已经开始，疫情过后的经济恢复将为市场注入更多乐观情绪。

贵金属供应端预期相对平稳，需求端将在全球摆脱疫情困扰后出现明显发力，工业属性将对白银的价格提供一定支持作用。

综上，对于 2021 年贵金属价格做出震荡判断。

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

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

大连分公司

地址：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

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

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号 3 层 C 区

电话：021-50872756

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

电话：0475-6380818

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386892/53386809

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

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）

电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300