



贵金属：海外经济加快复苏，贵金属配置需求降低

2020年12月29日

摘要：

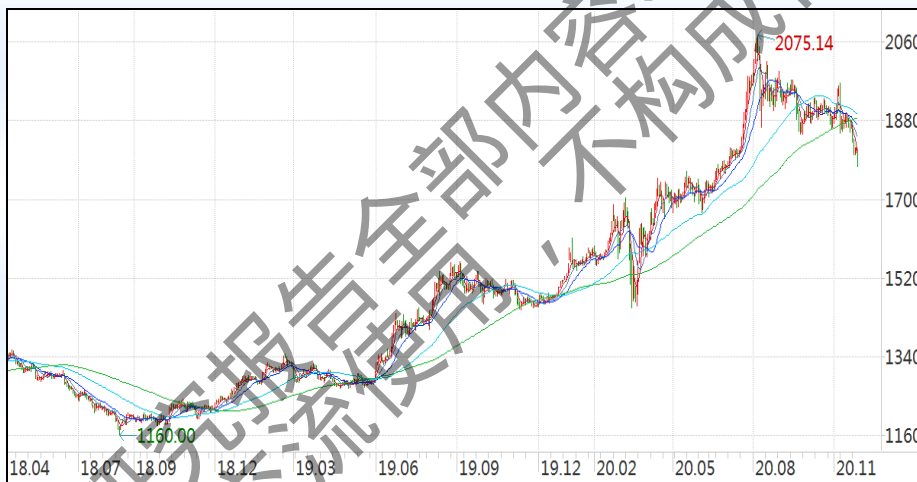
- ◆ **贵金属：**2021年贵金属的驱动因素由偏多转为中性。疫苗及财政刺激计划的落地将带动海外经济复苏加快，而美债实际利率未来有较大的上行空间，贵金属价格将有所承压。整体来看，我们预计明年贵金属价格将先扬后抑，建议低配，预计国际金价全年运行区间在[1600, 2000]美元/盎司，COMEX期银在[21, 30]美元/盎司；
注意风险点：1) 海外财政及货币政策变化；2) 疫苗接种进度及美元走势。

上海中期期货研究所
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1462号

李白瑜
投资咨询号
Z0014049
021-60209141
libaiyu@shcifco.com

一、2020年贵金属行情回顾

图 1. 2020 年伦敦现货黄金价格走势（美元/盎司）



资料来源：Wind, 上海中期期货研究所

2020年新冠疫情的意外爆发令全球经济遭受了沉重打击，贵金属的避险功能被发挥到极致。黄金在今年大部分时间延续了自2019年5月底以来的上涨趋势，在3月的流动性危机中大幅回撤200美金/盎司，随后于7月底突破2011年9月的记录高点1921美元/盎司，于8月初创下2075.14美元/盎司历史新高，近期在疫苗乐观消息的施压下回落至1800美元/盎司附近。

2020年贵金属市场的强势表现与新冠疫情发展、货币财政环境及避险需求有很大的关系。3月以来，为了缓冲疫情对经济的冲击，海外主要经济体实施了数轮财政刺激计划，目前总计刺激规模接近5万亿美元，各国央行也采取了

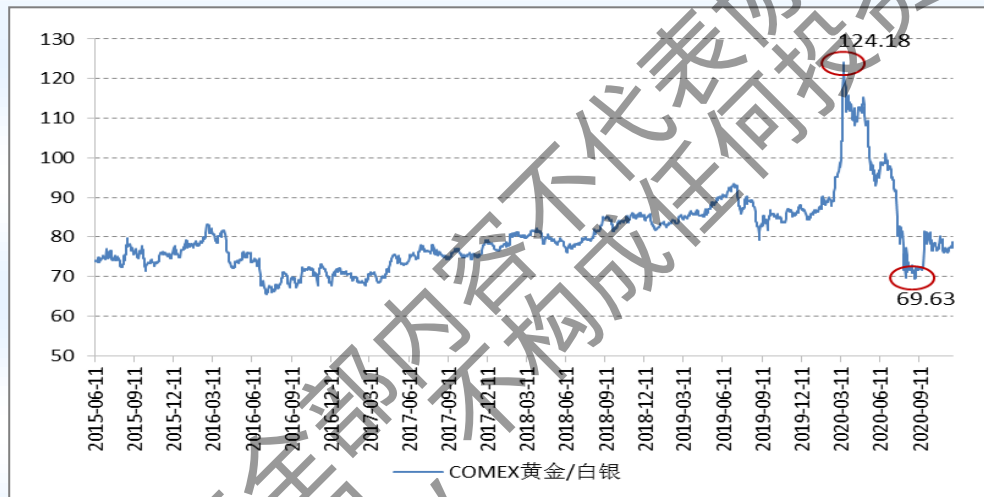
极宽松的货币政策。流动性相对过剩推动了通胀预期修复，并压低了实际利率，是驱动贵金属上涨的首要原因，美元走弱则是另一条主线。6月开始，由于欧洲疫情得到控制，而美国每日新增感染人数仍在急剧增加，市场预期欧洲经济复苏有望领先于美国，且美国大选前夕政治不确定性上升，进一步削弱了美元的走势。

而临近年底，贵金属的牛市逻辑似乎正在发生反转。美国大选已经尘埃落定，新冠疫苗接近大规模接种，将加快全球经济复苏节奏，宏观避险需求降温。从资金流向来看，SPDR 黄金 ETF 在今年前九个月持续净流入，其中4-7月月均高达70吨，接近2009年和2016年的情形，但10月开始已转为流出。

截至12/9，伦敦金收涨21.0%至1835美元/盎司；伦敦银收涨33.8%至23.85美元/盎司；同期美元指数下跌5.54%至91.10，美国十年期国债收益率下跌96BP至0.92%。

由于中国经济率先走出疫情影响，人民币升值幅度达到6%，内盘贵金属涨幅不及外盘，沪金主力合约收涨10.6%，沪银主力合约收涨12.34%。

图 2. 金银比价大幅波动



资料来源：Wind, 上海中期期货研究所

今年金银比价波动剧烈，3月恐慌情绪达到极点，比价触及124.18，为有记录以来最高，此后比价快速下修复至69.63，因经济活动恢复后白银的工业属性得以发挥，以及新冠疫情爆发后白银的供给端出现较大收缩。目前金银比价大约在78附近，整体较2019年回落。从过去经验来看，金银比价的修复期往往出现在黄金牛市中，这也在本轮金银比价的修复中得以体现。展望2021年，我们认为市场避险情绪趋于缓和（拜登上台后中美关系将出现阶段性改善、疫苗接种将有效减弱新冠疫情传播），全球经济将进入共振复苏期，金银比价有继续下探的空间。

二、贵金属供求基本面分析

1. 黄金：2020 年仅投资需求维持正增长

免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

2020 年前三季度，因新冠疫情影响矿山的正常运营，全球黄金供应量同比下滑 5.4%，需求同比下滑 12.96%，供应过剩程度为 2009 年以来最高。黄金的需求主要来自金饰、科技、投资和央行储备。具体来看，今年投资方面连续第二年出现较快增长，反映出投资者为应对全球宽松货币政策及新冠疫情而产生的强烈避险需求。截至前三季度，全球黄金 ETF 净流入达到创纪录的 1003 吨，同比增速 167.5%。全球各国央行在前三季度 220.6 吨黄金，增速下滑 58.2%，其中第三季度小幅净卖出 12 吨，为 2009 年以来首次。高企的金价已经令包括中国在内的央行暂停或者减少购金数量。此外，金价突破历史新高叠加新冠疫情的冲击同样抑制的还有黄金饰品、科技等领域的实物消费。数据显示，2020 年前三季度金饰的消费较 2019 年同比下滑 46.4%，科技领域下滑了 10.4%。

我们预计 2021 年黄金供应过剩情况将延续，由于全球矿脉老化而资本支出不足，金矿产量可能已经见顶，但再生金等弹性供给在金价上涨时会弥补一部分产量缺口，因而整体供应变化不大。需求方面，由于黄金牛市根基动摇，今年第三季度黄金 ETF 流入规模已出现放缓，明年投资需求恐有明显降温，虽然黄金对传统的消费大国如中国和印度具有吸引力，央行外汇储备多元化趋势也仍将持续，但这两块对价格的敏感性较大，高企的金价不利于这部分需求的释放。

图 3. 黄金各项需求变化 (吨)

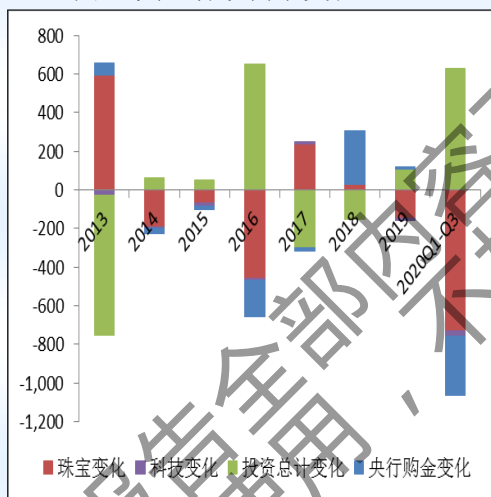
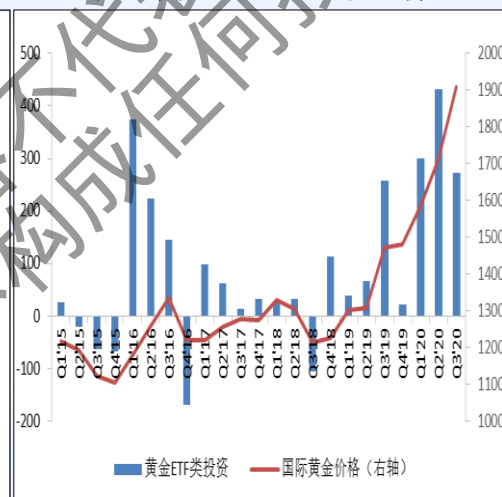


图 4. 黄金 ETF (吨) 及金价



资料来源: Wind, 上海中期期货研究所

2. 白银: 2020 年供应收缩, 工业及投资需求回暖

2020 年全球白银市场供给收缩, 预计降幅在 5-10%, 主因过去几年白银价格低迷及新冠疫情影响了矿山运营。从白银下游需求的组成来看, 工业领域占比高达六成, 其余依次为银币银条和珠宝消费。今年全球电子及光伏行业逆势增长, 尤其是光伏行业景气度极高, 白银的工业消费逐步回升。数据显示, 截至 10 月, 我国集成电路产量同比增长 15.5%, 出口集成电路同比增长 19.6%, 增速整体高于去年; 截至 10 月, 我国光伏电池产量累计同比增加 25.10%, 连续两年保持较高增速。根据东吴证券测算, 今年全球光伏装机在 120-130GW 左右, 同比增长 10%, 明年大概率增加至 170-180GW, 增速在 35% 左右。长期来看清洁能源在全球范围内的普及仍是长久趋势。今年白银投资需求在银价上涨时大幅攀升, 但近期市

免责声明:

报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供投资者参考, 并不构成投资建议。投资者据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

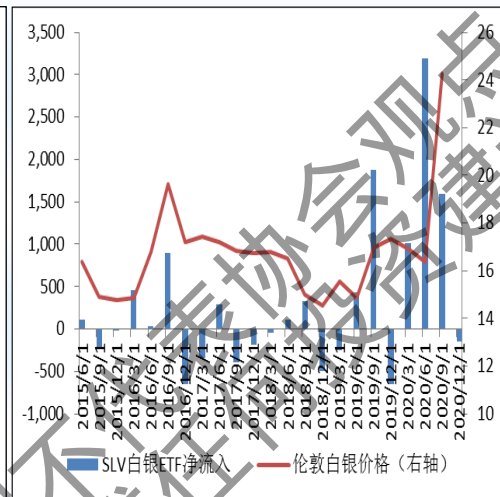
场热情有所降温。数据显示，前三季度，SLV 白银 ETF 净流入 5800 吨，第四季度小幅净流出，目前白银 ETF 的持仓量在 17000 吨附近，为 2006 年有记录以来最高。

整体来看，2021 年白银供应缺口将有所收窄。供应端，白银价格上涨及疫情后矿山生产恢复将激励白银供应增加，需求端，白银的工业消费占比 60%左右，明年全球经济大概率共振复苏，白银的工业需求有望温和增长，但预计投资需求很难进一步上升。

图 5. 光伏经理人指数



图 6. 白银 ETF(吨)及银价



资料来源：Wind, 上海中期期货研究所

三、宏观因素分析

1. 2021 年海外经济加快复苏，实际利率存在上行风险

图 7. 全球制造业 PMI

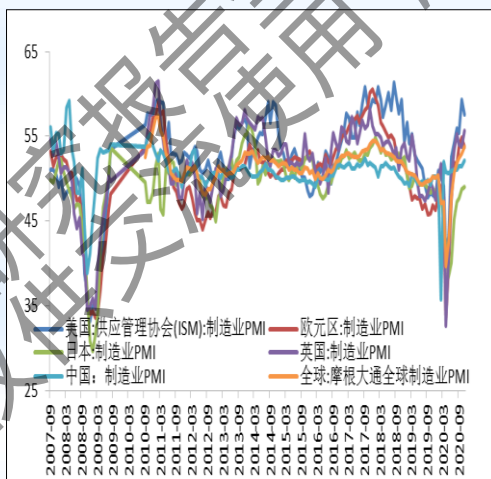
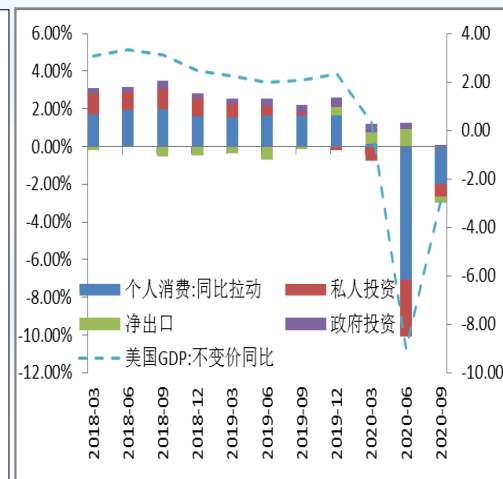


图 8. 美国 GDP 及其分项



资料来源：Wind, 上海中期期货研究所

免责声明：

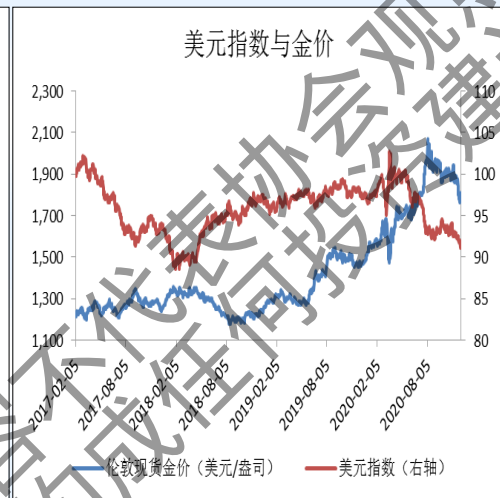
报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

2020 年的新冠疫情令全球经济陷入短暂衰退，但各国数轮财政及货币刺激政策令重启后的经济扩张进入较高景气区间。从经济活动指标的回升时点来看，中国自 3 月率先复工复产，欧美 5 月重启经济，日本经济复苏更晚(6 月)，且除了中国疫情得到较好控制以外，欧美纷纷经历了第二波、甚至第三波疫情的侵扰，这种差异导致了全球经济修复的不平衡，表现为海外的生产端明显弱于消费端，产成品库存持续去库并已经进入到底部区间。考虑到明年海外有包括辉瑞、Moderna 和阿斯利康等医药公司研制的疫苗接近大规模接种，同时，美欧有望出台财政刺激政策进一步帮助经济恢复到疫情前的水平，预计明年海外经济将在生产端修复的带动下加快复苏进程，并与需求端形成共振。

图 9. 美债实际利率与金价



图 10. 美元指数与金价



资料来源：Wind, 上海中期期货研究所

具体来看，2020 年美国经济增长呈现负增长，主因疫情的影响下美国二季度 GDP 下滑 32.9%，经济受损程度远高于 2008 年四季度金融危机时期（-8.4%）。三季度以来，美国经济基本面有所改善，其中消费及私人投资的升幅较多，得益于美国政府 3 月底开始定期向美国公民派发现金，以及超低利率环境下美国地产周期回暖。考虑到 2021 年美国经济增长趋势仍将延续，而美债实际利率仍在底部区间震荡，未来该指标有较大的上行空间，意味着贵金属的机会成本将被抬高。

横向比较来看，美元指数权重最大的货币是欧元和日元。2020 年欧日经济表现弱于美国，但疫情控制相对较好，因而欧元及日元相对美元有所升值。展望 2021 年，我们预计美元指数弱势震荡的概率较大。疫苗的大范围接种有望令海外市场逐步摆脱疫情的困扰，明年全球经济将进入共振复苏期，市场风险偏好将显著提高。同时，英国退欧局势也将变的明朗，投资信心回升有望带动欧洲经济企稳。整体来看，2021 年美国经济增长的相对优势将较今年有所下滑，但目前美元指数或许已经对此定价，对贵金属价格的影响将较为有限。

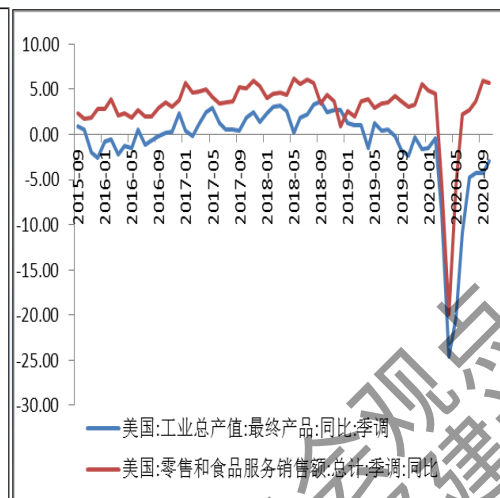
免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 11. 各国 CPI 走势分化



图 12. 美国生产与消费



资料来源: Wind, 上海中期期货研究所

从通胀率来看,在疫情影响下,2020 年年初海外主要经济体陷入短暂通缩,随后美国 CPI 中枢逐步抬升,而欧日的通胀前景依然堪忧。原油方面,OPEC+减产协议有望延长至 2021 年一季度,同时,疫苗的广泛接种将使得交通运输及服务业加快复苏,原油需求将较今年有所回升,支撑原油价格至少能够维持在 40-50 美元/桶,不至于对通胀率形成拖累。就业方面,美国失业率自 4 月的 14.7%回落至 6.9%,仍较疫情前高出近 3 个百分点,欧元区失业率仅小幅下降,日本失业率仍在上升,失业率短期较疫情前仍有较大修复空间。此外,海外供需缺口也将在明年逐步收敛,推升通胀整体缓慢回升。从节奏上来看,预计 2021 年美国通胀中枢将在 Q2-Q3 到达短期高点,而欧日将全年呈现逐步上行态势。对贵金属而言,由于美联储提高了短期对通胀的容忍度,通胀水平的抬升将令贵金属从中受益。

表 1. 各国 GDP 与 CPI 预测

预测	GDP			CPI		
	美国	欧元区	日本	美国	欧元区	日本
2019	2.35	1.16	0.89	1.82	1.23	0.99
2020	-4.27	-8.26	-5.27	1.52	0.38	-0.06
2021	3.08	5.15	2.32	2.77	0.93	0.30
2022	2.94	3.10	1.66	2.10	1.23	0.67

资料来源: Wind, 上海中期期货研究所

综合来看,疫苗及财政刺激计划的落地将带动 2021 年海外经济复苏加快,而美债实际利率仍在底部区间震荡,未来该指标有较大的上行空间,意味着贵金属的机会成本将被抬高,贵金属价格将有所承压。不过随着明年原油需求及就业情况的进一步修复,以及海外供需缺口的收敛,通胀中枢的回升将令贵金属从中受益。整体来看,2021 年的宏观环境对贵金属价格的驱动偏中性。

免责声明:

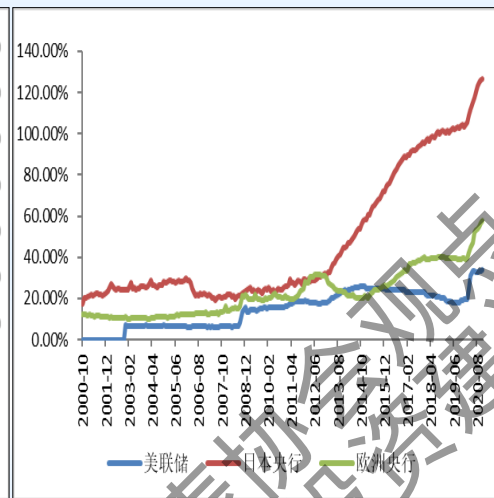
报告观点仅代表作者个人观点,不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息,仅供投资者参考,并不构成投资建议。投资者据此操作,风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性,但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告,版权均属于上海中期期货有限公司,未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

2. 2021 年央行资产负债表扩张增速大概率放缓

图 13. 联邦基金利率与金价



图 14. 各国央行资产负债表/GDP



资料来源：Wind, 上海中期期货研究所

2019 年年底时，市场普遍认为美联储三次“预防式”降息已经令经济边际改善，今年的降息空间较为有限。但新冠疫情令全球经济陷入“大萧条”以来最严重衰退，各国央行不得不以史无前例的货币宽松政策缓解疫情对经济带来的冲击。从资产负债表扩张规模来看，美联储资产负债表由 4.2 万亿美元升至 7.2 万亿美元（+71.4%），欧央行由 4.7 万亿欧元升至 6.8 万亿欧元（44.7%），日本央行由 573 万亿日元升至 699 万亿日元（22.0%），增幅依次是美国>欧央行>日本。巨量流动性的注入抬高了通胀预期，使得国际金价刷新历史新高，白银也突破了长达六年的下降通道，年度涨幅超过 30%。

我们分析认为，当前各国央行的资产购买计划将大概率至少持续至明年年中，美国国会的分裂、以及欧元区各成员国意见分歧，令财政计划的落地时间具有不确定性，且疫苗接种的全面铺开也需要一定时间。进入秋冬以来，欧美等海外主要经济体疫情感染人数高增，经济复苏节奏呈现放缓迹象，各国央行有必要维持现有宽松的货币政策应对经济下行风险。同时，如果明年新一轮大规模财政刺激落地，也需要央行延续宽松的货币政策以配合更多的国债发行需求。但从增速角度来看，今年资产负债表的扩张速度为金融危机以来最高，在全球经济企稳、通胀逐步回升的背景下，明年继续延续高增速的必要性在下降。整体来看，流动性宽松对贵金属价格的支撑力度或将有所弱化。

3. 2021 年新冠疫苗将大规模接种，宏观避险情绪趋于降温

近期市场风险偏好发生明显切换，以全球股市、金属及能源等大宗商品为代表的风险资产走强，而具有避险属性的贵金属遭到抛售。一方面，美国总统大选结果揭晓，拜登以较大优势胜选，市场担忧的选举纷争并未出现；另一方面，11 月以来，相继有辉瑞、Moderna 以及阿斯利康等医药公司研制的疫苗接近大范围接种，疫情对经济的冲击有望逐步减弱。我们预计这一趋势有望延续，贵金属的避险需求将呈现回落态势。

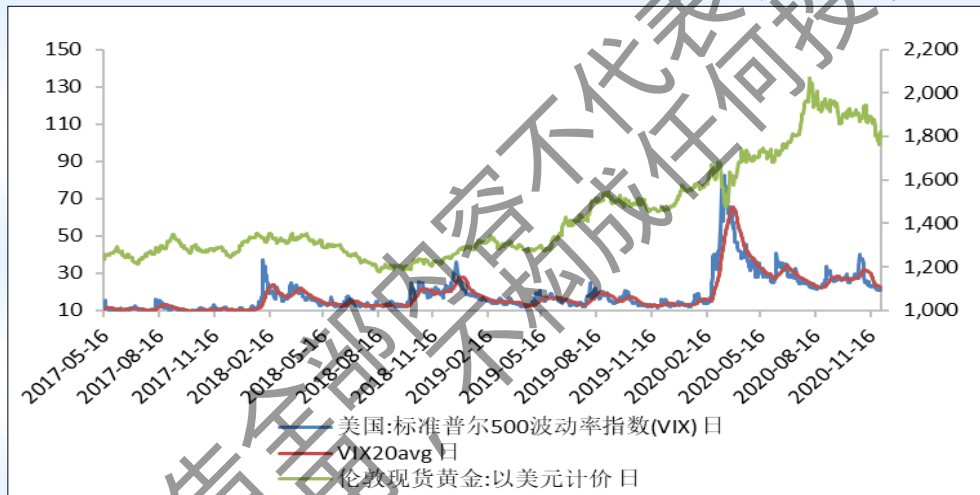
免责声明：

报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供投资者参考，并不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

按照拜登此前宣布的政策路线,其上任之后的首要任务将是加强疫情防控和出台短期的财政刺激措施。由于民主党同时控制两院的概率较小,预计财政刺激的规模将在共和党的 5000 亿以及民主党的 2.4 万亿之间折中。另外,拜登支持的四年 2 万亿基建刺激计划也会相应推进。在外交方面,拜登作为老派政客,其政治主张的可预测性更高,合作与竞争并举的外交风格可能缓解市场对贸易摩擦再度升温的担忧。

疫苗方面,目前各国订购的疫苗主要由俄罗斯、中国、美国、英国研发。其中,俄罗斯卫星-V、美国辉瑞、Moderna 的有效率在 90%以上,英国阿斯利康有效率为 70%。从各家疫苗的产量预估来看,2021 年中国新冠疫苗产量将达到 10 亿剂,美国制药巨头辉瑞和 BioNTech 两家公司联合研发的疫苗到 2021 年底疫苗产量将达到 13 亿剂。Moderna 2021 年全球年产量可达 5 亿-10 亿剂。目前,俄罗斯全球首款新冠病毒疫苗“卫星-V”已经开始接种,英国于 12 月 7 日成为首个大规模接种新冠疫苗的欧美发达国家,美国可能在圣诞节前后向公众提供辉瑞和 Moderna 所研制的新冠疫苗。从产量上看,明年发达国家至少有一半公民能够接种疫苗,疫情对经济的影响程度将逐步减弱。

图 15. 美股、VIX 与金价走势图



资料来源: Wind, 上海中期期货研究所

四、总结

2021 年贵金属的驱动因素由偏多转为中性。疫苗及财政刺激计划的落地将带动海外经济复苏加快,而美债实际利率仍在底部区间震荡,未来该指标有较大的上行空间,贵金属价格将有所承压。不过随着明年原油需求及就业情况的进一步修复,通胀中枢的回升将令贵金属从中受益。鉴于全球经济企稳、通胀逐步回升,我们预计明年央行扩表速率将有所回落,市场交易风格将偏向股市、金属及能源等风险类资产。整体来看,我们预计明年贵金属价格将先扬后抑,建议低配,预计国际金价全年运行区间在 [1600, 2000] 美元/盎司, COMEX 期银在 [21, 30] 美元/盎司;得益于白银的工业属性,明年金银比价有进一步下探空间。

风险注意事项: 海外财政及货币政策变化、疫苗接种进度以及美元走势

免责声明:

报告观点仅代表作者个人观点,不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息,仅供投资者参考,并不构成投资建议。投资者据此操作,风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性,但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告,版权均属于上海中期期货有限公司,未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。