

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

作者：有色贵金属组 黄岩

执业编号：F3049127（从业） Z015615（投资咨询）

联系方式：huangyan4@foundersc.com

成文时间：2021年4月5日星期一

摘要：

一季度现货黄金整体呈现震荡走低的行情，资金热度持续下滑，从年初高点持续下滑在3月初才呈现弱反弹的格局，白银在一季度表现强于黄金，但2月初达到高点以后白银的资金热度流出速度更快，目前已回归到2020年9月水平。

美债仍然是市场的交易核心，不过在收益率急涨之后已经透支了继续向上的空间，后续大概率是反复摸顶的过程，我们认为后续对金银的冲击将逐步减弱。

基本面数据上看，一季度欧美黄金ETF持续流出，其中美盘的流出幅度相对最大，而亚盘呈现持续净流入的趋势，反应的是投资和需求结构的转折关系，但也证明了实际下方的空间并不大。白银2020年数据表现整体平庸，我们认为2021年白银虽然需求端因为光伏和银币银条等热门品种有所增长但供给端因为铅锌的副产供应恢复增长的更快。

从相关板块来看，一季度风险偏好整体冲高回落，人民币贬值的逻辑相对确定，港币的强方兑换打开值得注意，也是后续中美谈判或外部压力的重要风向标，二季度可能存在保汇率需求，有色金属最顺畅的上涨行情基本已过去，后续将进入情绪和逻辑的双重修复期。

推荐策略：等待美债企稳以1650-1675为界逢低买入黄金，考虑到汇率的贬值趋势我们认为1700美元/盎司以下不要做空黄金，预计2季度现货黄金波动区间1650-1850美元/盎司，沪金波动区间355-385元/克，白银因为风险偏好的下沉大概率呈现震荡走低的行情，4800元/千克以下的白银具有中长线投资性价比，预计2季度现货白银波动区间21.5-25美元/盎司，沪银波动区间4650-5600元/千克。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

第一部分 一季度金银价格行情回顾 4

第二部分 黄金基本面解读 5

 一、 全球供需 5

 二、 战术性与战略性需求 6

 三、 黄金 ETF 与黄金投资 8

 四、 黄金与通胀预期 10

第三部分 白银基本面解读 10

 一、 全球供给 10

 二、 全球消费 12

 三、 消费热点 13

 四、 中国白银市场 15

第四部分 美债对金银的传导 16

第五部分 盘面指标解读 19

 一、 金银比 19

 二、 人民币汇率 20

 三、 美元港币 21

 四、 有色金属 22

第六部分 技术分析和季节性分析 23

 一、 技术分析 23

 二、 季节性分析 25

 三、 CFTC 持仓分析 26

第六部分 总结全文和二季度操作建议 27

一、后续黄金白银展望	27
二、黄金期权的投资机会	28
三、对金银产业链企业建议	29

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

第一部分 一季度金银价格行情回顾



图 1-1 现货黄金价格走势

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

一季度现货整体呈现震荡走低的行情黄金从月初的 1950 美元/盎司的高点持续下滑，在 3 月 8 日前后到达最低点 1676 美元/盎司，最终季度报收 1707 美元/盎司，季度跌幅 10.01%，季度振幅 14.93%。

黄金一季度走势偏弱的最主要理由是美债收益率的持续走高，从 1 月份开始美债收益率出现了爆发式的向上行情，从 0.9% 线上涨到最高的 1.765%，绝对值增长 828bp，环比增长 90.39%。美债收益率的上涨有两个驱动因素，第一个是美国财政部超额的债券投放，导致除了美联储自身的超额购买外，其余大型机构的买兴在不断减少，因而曾经数次出现债券拍卖流拍无人问津的局面，从而导致了债券收益率的持续走高。第二是包括房地产、比特币、美股在一季度都爆发了较高的超额回报，大宗商品中能化、有色也都出现了快速的涨幅，市场整体的经济复苏进程在加速，在这种情况下债券收益率的走高代表了市场经济的持续回暖，在这种情况下黄金开启了持续的下跌。

整体上看黄金在一月二月阴跌后在三月逐步企稳，随着美债收益率的上行趋势受阻，黄金最顺畅的下跌浪已经过去，预计现货黄金在二季度更多是磨底的行情，但要注意的是，由于人民币汇率的问题内盘黄金很可能要比外盘黄金强很多。



图 1-2 现货白银价格走势

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

白银在一季度表现强于现货黄金，因为市场风险偏好原因，在 2 月份金银一度呈现大幅劈叉的走势，现货白银最终报收 24.39 美元/盎司，季度跌幅 7.5%，月内振幅达 24.08%。风险偏好是导致两者不同步的主要原因，黄金这一年从过度高估到了过度低估的位置，而白银持续的高波动率对行情的消耗较大，2021 年市场会从流动性的全面释放带来的牛市中逐步回归正常，并且因为疫情带来的地缘政治的矛盾会加深，金银比更容易走高，。

展望上看，白银在高位盘整的时间较长，而且受益于其余高风险资产的涨幅预计将逐步获利回吐，相对黄金而言白银更应防范补跌风险，我们预计二季度白银整体方向将是向下，较大概率是阴跌后强势反弹，重点关注 5-6 月份的行情转势情况。

第二部分 黄金基本面解读

一、全球供需

表 2-1：全球黄金供需平衡表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	年同比变化%
供应量												
金矿产量	2,750.2	2,862.3	2,939.6	3,127.9	3,242.2	3,336.3	3,459.1	3,491.8	3,554.2	3,531.8	3,400.8	▼ -4
生产商净套保	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-12.5	6.2	-65.1	▲ -
回收金	1,674.5	1,638.2	1,648.0	1,214.5	1,149.1	1,086.1	1,249.1	1,128.1	1,147.1	1,281.9	1,297.4	▲ 1
总供应量	4,315.9	4,523.0	4,542.2	4,314.4	4,496.2	4,435.3	4,745.8	4,594.3	4,688.8	4,819.9	4,633.1	▼ -4
需求量												
加工品												
金饰 ¹	2,044.9	2,096.4	2,141.2	2,736.0	2,544.4	2,479.2	2,018.8	2,257.5	2,284.6	2,136.7	1,327.3	▼ -38
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	301.9	▼ -7
加工量小计	2,505.6	2,525.5	2,523.5	3,091.8	2,892.8	2,810.9	2,341.8	2,590.1	2,619.4	2,462.6	1,629.2	▼ -34
金条和金币总需求量	1,204.3	1,502.3	1,321.9	1,730.6	1,066.5	1,091.4	1,073.1	1,043.9	1,090.3	870.9	896.1	▲ 3
黄金ETFs及类似产品 ²	388.9	261.1	250.9	-887.1	-149.3	-129.3	541.1	271.6	70.1	398.3	877.1	▲ 120
各国央行和其他机构 ³	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.6	668.5	272.9	▼ -59
黄金需求 (制造基础)	4,177.9	4,769.7	4,665.4	4,564.7	4,411.0	4,352.6	4,350.8	4,284.0	4,436.4	4,400.3	3,675.4	▼ -16
顺差/逆差	138.1	-246.6	-123.2	-250.3	85.1	82.7	395.0	310.3	252.4	419.6	957.8	▲ 128
总需求	4,315.9	4,523.0	4,542.2	4,314.4	4,496.2	4,435.3	4,745.8	4,594.3	4,688.8	4,819.9	4,633.1	▼ -4
LBMA黄金价格 (美元/盎司)	1224.52	1571.52	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6	1769.59	▲ 27

数据来源：世界黄金协会 方正中期研究院整理

据世界黄金协会，在强劲的投资需求支撑下，美元黄金 2020 年涨幅达 25%。在以大多数货币计价的黄金价格于 8 月创下历史新高后，伦敦金 (LBMA) 午盘价在 11 月底跌至 1762.55 美元/盎司，但随后又以 1887.6 美元/盎司的水平平稳收官 2020 年。2020 年，全球黄金 ETF 持仓连续十个月实现增长，其主要驱动在于全球高不确定性和宽松货币政策。但受到投资者风险偏好抬升以及金价下跌的影响，第四季度的黄金 ETF 出现了 130 吨的净流出。2020 年下半年中国和印度市场的金条、金币销售显著复苏，且西方市场的需求也持续走强，全年的金条金币需求量升至 896.1 吨，增幅为 3%。2020 年全球金饰需求创下历史新低。尽管金饰消费在第四季度出现回升，但其仍难以抵消疫情造成的负面影响。2020 年各国央行的购金步伐大幅放缓，央行净购金量为 273 吨，同比下降近 60%。央行在第四季度恢复净购金，令全球官方黄金储备总量增长 44.8 吨，扭转了第三季度净售金 6.5 吨的局势。

二、战术性与战略性需求

黄金的表现会受到四种驱动因素的影响：

- **经济扩张**：经济增长长期非常有利于金饰消费、科技用金需求和长期储蓄需求
- **风险和不确定性**：市场低迷往往会提振作为安全避风港的黄金的投资需求
- **机会成本**：竞争品，尤其是债券(通过利率)和货币，还有其他资产的价格会影响投资者对黄金的态度
- **势能**：资本流动、仓位和价格趋势可以提振或抑制黄金的表现

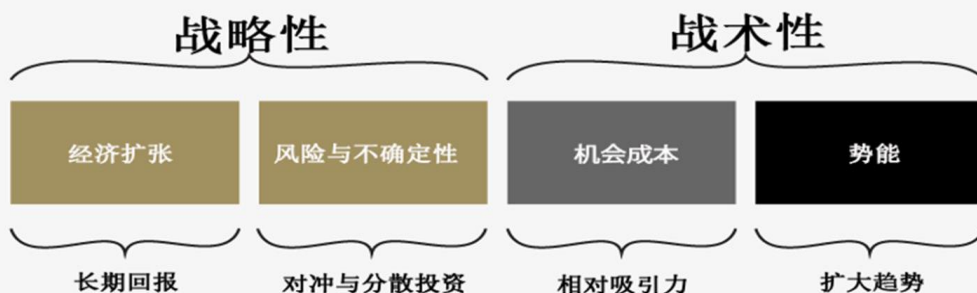


图 2-1：黄金驱动四要素

数据来源：世界黄金协会 方正中期研究院整理



图 2-2：机会成本增加势能减弱

数据来源：世界黄金协会 方正中期研究院整理

据世界黄金协会，黄金表现整体由战略性和战术性两个大模块，或者经济扩张、风险与不确定性、机会成本和势能几个子模块组成，通过对过去一段时间的黄金价格驱动测算我们可以看到，黄金的战略配置价值依然存在，但战术配置价值在 2020 年 11 月底已经开始转势，造成转势的核心原因在疫苗带来的市场的风险偏好的转变使得黄金的相对吸引力变弱，在 2021 年 1 月美债收益率的大幅上行后，实际黄金面临的势能转弱也随之而来，相对而言进入三月份市场的多空势能整体均衡，对后续的金价稳定产生较好的驱动作用。

三、黄金 ETF 与黄金投资

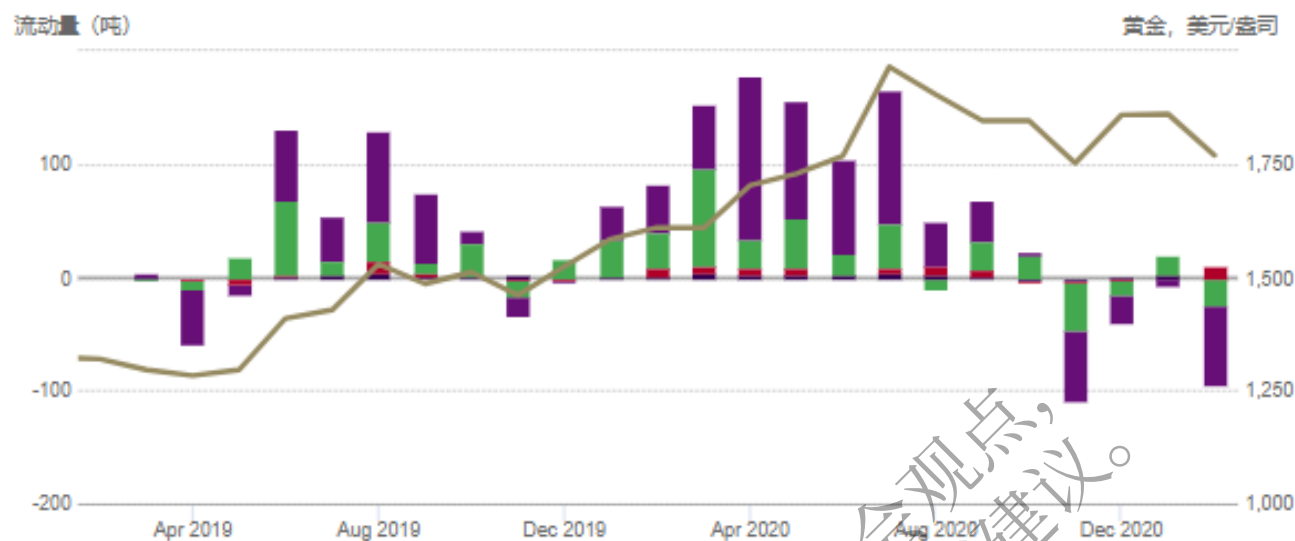


图 4-1: 黄金 ETF 持仓量

数据来源：世界黄金协会 方正中期研究院整理

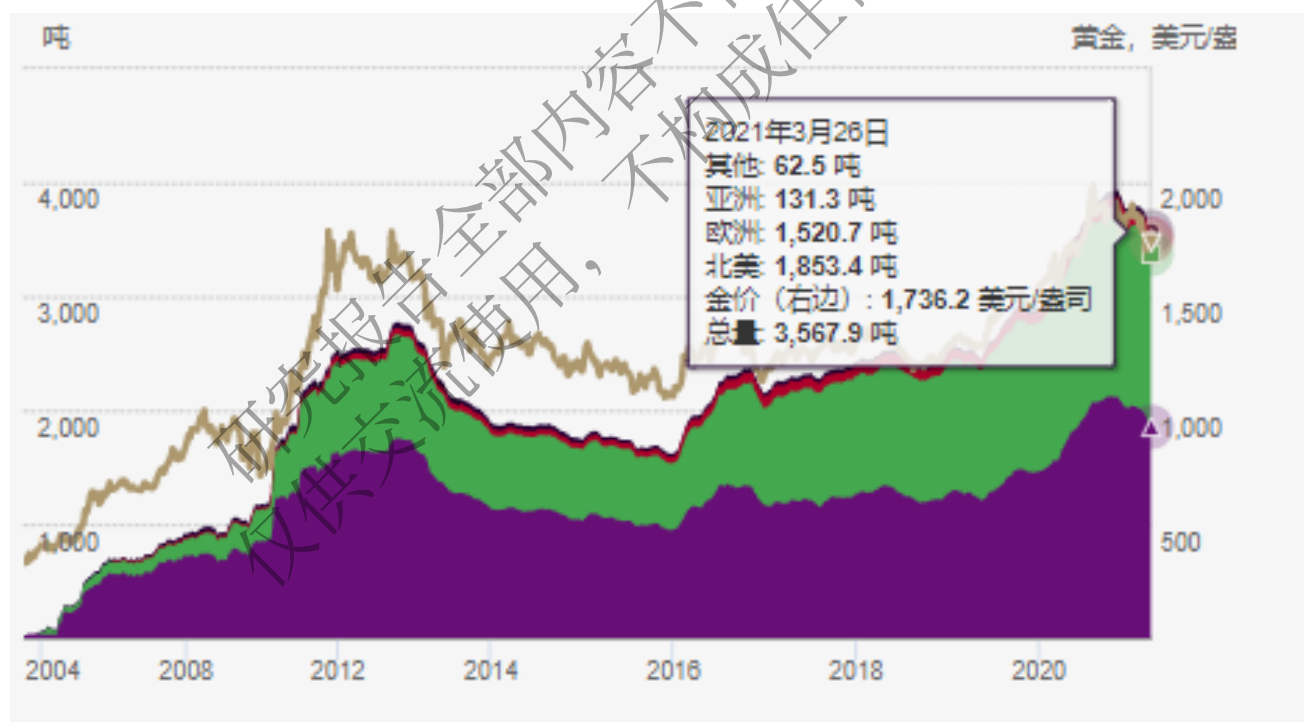


图 4-2: 各区黄金持仓量(红 亚洲 绿 欧洲 紫 北美)

数据来源：世界黄金协会 方正中期研究院整理

据世界黄金协会，继 2020 年 11 月和 12 月连续两个月的黄金 ETF 净流出（流出量总计 148.8 吨）之后，2021 年 1 月全球黄金 ETF 实现净流入 13.8 吨（约合 10 亿美元，资产管理规模增加

0.4%)，2月全球黄金ETF流出84.7吨（约合46亿美元，资产管理规模减少2.0%），截至二月底，全球黄金ETF资产管理规模(AUM)为3,681吨（约合2,070亿美元），与2020年6月水平相当，当时的黄金价格接近今年2月收盘时的1,743美元/盎司。

从区域层面来看，北美基金持仓减少71.0吨（-41亿美元，-3.4%），占全球黄金ETF流出的主要份额，且减持主要出现在最大型的基金当中；而相比之下，低成本黄金ETF则实现了净流入，这或许表明在顺趋势抛售的情况下，战略买盘有所增加。欧洲黄金ETF基金流出23.8吨（-11亿美元，-1.1%），主要为英国基金。其他地区的黄金ETF基金持仓微跌0.3吨（-2,700万美元，-0.7%）。亚洲则是全球的唯一亮点，该地区黄金ETF总持仓增长10.6吨（+5.96亿美元，+8.4%），资金主要流向了中国和印度的基金。金价的调整以及自9月以来沪深300指数的首次月线收跌令中国投资者增加了黄金ETF持仓。此外，今年头两个月中国境内外黄金价差由负转正，更凸显了中国黄金需求的上升。

表 2-2：各区黄金持仓量(红 亚洲 绿 欧洲 紫 北美)

		FY 2020	YTD 2021	Q4 2020	季初至今	Jan 2021	Feb 2021	月初至今
▶ 场外交易	前LBMA-i (中)							
	LBMA-i 11	63.07	*61.97	59.49	*61.97	64.55	63.99	*57.33
	非LBMA-i (中)	47.30	*46.48	44.39	*46.48	48.42	47.99	*43.00
	总计 (中)	110.38	*108.44	103.88	*108.44	112.97	111.99	*100.33
交易所	纽约商品交易所	54.40	50.33	43.55	50.33	60.85	41.91	47.44
	上海期货交易所	6.19	6.02	6.29	6.02	5.96	6.02	5.88
	Shanghai Gold Exchange S	6.00	2.99	3.22	2.99	4.52	4.15	*4.47
	伦敦金属交易所	0.16	*0.16	*0.14		*0.01	*0.01	*0.01
	所有其他交易所	2.34	1.99	2.03	1.99	2.08	1.95	1.88
	总交易量	69.08	*61.49	*55.24	61.33	*73.42	*54.03	*59.68
黄金ETF	北美	2.61	2.23	2.07	2.23	2.54	1.99	2.03
	欧洲	0.14	0.11	0.13	0.11	0.10	0.11	0.11
	亚洲	0.51	0.43	0.49	0.43	0.42	0.39	0.47
	其他	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01
	黄金ETF总量	3.29	2.79	2.71	2.79	3.08	2.51	2.62
总量	全球黄金市场流动性	182.75	*172.71	*161.53	*172.55	*189.47	*168.52	*162.63

数据来源：世界黄金协会 方正中期研究院整理

四、黄金与通胀预期

虽然上升的名义利率施压金价，但同样快速升温的通胀预期则有望部分抵消利率带来的负面影响。在新冠疫苗不断推出，货币和财政政策刺激持续的当下，我们认为，投资者对于央行和政府会为全球经济提供支撑的预期是风险资产持续上行的原因之一。风险资产持续攀升的同时，投资者很有可能会将资金从债券和黄金等避险资产中撤离，转移至近几个月市场中贝塔值较高的资产类别。

然而，通胀预期似乎正在走高，大宗商品主导的“再通胀”似乎已经开始。大宗商品已表现出强势，这一情形通常在市场进入通胀期时出现。未来数月CPI等通胀指标或有显著攀升，部分原因是由于油价较去年水平差距较大，同时其他指标也预示着通胀的出现。最近，衡量债券与通胀挂钩债券之间差异的指标，即国债/美国十年期通胀保值债券(TIPS)盈亏平衡水平达到了2.4%，上次同样水平出现是在十年前。

黄金当前的走势落后于大宗商品，但这种情况并不罕见。黄金历来在大宗商品主导再通胀时期的前六个月表现不佳，但在随后的六个月至三年中，黄金表现往往优于大宗商品。这是因为大宗商品与消费者的联系更为紧密，大宗商品的上涨会反哺通胀走高，而一旦通胀预期增加，投资者通常会寻求避险工具来防范潜在高通胀风险，根据以往情况来看这对黄金是有利的。

第三部分 白银基本面解读

一、全球供给

根据世界白银协会最新公布数据并经过安泰科修正，2020年全球白银供应量同比去年下降6%至29934.49吨，其中矿产银供应量除矿山品位下降导致的产量下滑以外，受全球新冠肺炎疫情影响，部分矿山暂时关闭，导致矿产银产量大幅下降，但受价格上涨影响，再生银产量显著增长；另外值得注意的是由于价格波动之大，官方净销售量也有所明显增长，全年净销售37吨，同比增长21%。

表 3-1：各国白银产量

国家	2020 年产量	同比	国家	2020 年产量	同比
墨西哥	5527.17	-5.36%	印度	633	8.70%
中国	3442.85	0.00%	阿根廷	571.22	-42.88%
秘鲁	2990.59	-22.53%	印度尼西亚	511.8	5.55%
玻利维亚	1588.52	37.82%	瑞典	445.73	6.15%
智利	1473.88	12.57%	加拿大	292.34	-28.70%
波兰	1436.8	-2.19%	乌兹别克斯坦	260.2	0.08%
澳大利亚	1375.1	3.78%	土耳其	242	0.00%
俄罗斯	1320	0.09%	摩洛哥	191.85	1.68%
美国	1099	13.18%			
哈萨克斯坦	1011.13	-1.08%	世界总计	25168.75	-3.79%

数据来源：安泰科，方正中期研究院整理

供给方面，预计 2020 年银矿产量将下降 6.3%，至 24264 吨。产量大幅下降很大程度上是由于疫情导致的矿山停产造成的，上半年疫情原因几个主要白银生产商实施了封锁措施，矿山被暂时停产。这导致墨西哥和秘鲁等的产量下降。然而，病毒局部爆发的风险持续存在，这可能影响未来疫情地区的产能。但在冠状病毒感染之前，全球来自矿山的白银产量已经呈现下滑趋势。2019 年，全球矿山白银产量下滑了 1.3%。原生银的生产结构多样化，以 2019 年统计来看，独立银矿的产量仅占总产量的 29%，其他产量来自铜、铅锌、金矿的副产。因此，原生银的产量情况，需要对其副产的主营金属进行分析。

表 3-2：全球各大洲白银产量

	2019 年	2020 年	同比
美洲总计	14775.39	13735.55	-7.04%
亚洲总计	6292.74	6300.88	0.13%
欧洲总计	3613.84	3604.7	-0.25%
大洋洲总计	1477.55	1527.62	3.39%
非洲总计	336.96	329.52	-2.21%
世界总计	26159.53	25168.75	-3.79%

数据来源：安泰科，方正中期研究院整理

受疫情影响，白银主产区均受到不同程度关停影响。Fresnillo PLC 公司将其 erradura 金矿区的生产暂停了六周，与此同时泛美银、First Majestic、Endeavour Silver、Fortuna Silver 和其他几家公司在墨西哥的运营至少暂停了两个月。

二、全球消费

需求方面，2020 年全球白银总需求量 28927 吨，同比下降 6%；年内需求量的下降主要受到银器及饰制品的需求大幅下降的拖累影响。另外全球工业消费也在一定程度上受到全球经济影响，消费量下滑。但同时，受价格大幅波动的影响，一季度银价大幅下跌带动了实物白银投资的需求，同时载年内避险投资需求的升温帮助下全年白银实物投资需求增长 27%。

世界白银消费主要来自工业制造领域、摄影业、珠宝首饰、银器和铸币印章（此处统计不含金融投资衍生白银需求）。根据世界白银协会最新数据统计，世界白银消费主要集中在工业用银（其中包括电子电气、摄影业、钎焊合金和焊料等）、首饰、银币章和银条等领域。2020 年全球白银实物消费需求同比下降 6%。其中工业方面全年白银消费量约 14510 吨，同比下降 9%；摄影业用银消费量 877 吨，同比下降 14%；银饰及银器消费量下降更大，分别为 23%和 34%；但值得注意的 2020 年全球实物投资银币银条的销量大幅增长 27%至 7365 吨。

据世界白银协会统计，2020 年全球工业用银 14510 吨，同比下降 9%。工业制造消费需求中电气和电子工业占比最大，其次是钎焊合金与钎料，2020 年两者占比分别达 58.3%和 9.8%。美国、中国 内地、日本、印度、德国分别是排名前五位的工业制造业白银消费大国，2020 年需求量占全球工业制造总需求比例分别为 23.6%、23.7%、19.4%、7.4%、6.1%。受经济影响，美国作为第一大白银工业消费国 2020 年消费下降 3%；印度下降 6%。美国地区受中美贸易战的影响，减少部分进口到中国银粉银浆，导致美国工业用银消费量下降；而美国国内，受到年内疫情影响经济疲软，购房指数下滑，导致行业内用银量整体下滑；欧洲市场汽车订单产量减少也导致电子、焊料等银用量的下降。另一大经济体印度 2020 年白银消费量下降更大，2020 年印度光伏新增装机量或低于 3GW，是近五年最低水平。因受到疫情和经济下滑影响，前三季度印度光伏新增装机规模约为 2.32GW，大大低于 当地研究机构预期。在过去几年，印度政府一直大力支持光伏发展，新增装机量也不断攀升，一度排名全球第三，是很多光伏企业都重视的市场。让人意外的是，在达到巅峰之后，印度光伏市场并未继续保持增长，反而出现了一定程度的下降。这种情况跟印度经济密切相关，一方面是因为当地 政府希望能当地企业能够在光伏领域形成自己的优势，因而对进口光伏组件征收高额关税，但当地 企业却并没有因此而迅速成长。另一方面，成本的上升导致印度光伏电价并没有足够竞争力，找不到买家让印度光伏进退维谷，导致很多之前中标项目被取消，对光伏企业造成了不小的打击，很难得到发展。同时印度经济的下滑也导致印度收拾消费量的下降，经济合作与发展组织（OECD）发

布 的最新一期世界经济展望报告预测，印度 2020 年经济增速将萎缩 9.9%。经合组织在报告中表示，印度农业受惠于丰沛的降雨，但制造业和服务业在疫情解除前还将承受一定的压力。尽管印度经济增速已经有所恢复，不过回到疫情前的增长水平仍需时间。经合组织称，为了对冲疫情影响，印度政府已出台了三轮财政刺激措施，但还需要采取额外的财政措施，并制定可靠的中期经济成长计划。

三、消费热点

半导体行业逆势增长。根据 SIA（全球半导体工业协会）公布的最新数据显示，前十月全球半导体消费额 3555.4 亿美元，同比增长 3.6%；其中美洲地区销售额增长最为迅速，累计同比增长 16%，中国地区销售额增长 4%，其他亚太地区增长 0.7%；欧洲地区销售额下降 8.8%，日本销售额下降 2.2%，拖累了全球销售的增速。从分月度来看，10 月全球各地区半导体销售额环比仍旧持续增长，其中欧洲地区销售额环比增长 6%，至 32.14 亿美元；美洲地区销售额环比增长 3.2%至 83.47 亿美元；中国、日本及亚太其他地区也有不同程度涨幅。

半导体行业是全球经济的关键增长的重要驱动力。根据 ICinsights 的报道，就销售额而言，2020 年排名前五名的 IC 产品类别均与计算或通信应用有关。其中 DRAM 的估计销售额为 652 亿美元，在 2020 年的销售收入中名列前茅，预计 DRAM 还将在 2021 年保持最大的 IC 市场地位。2020 年，计算机 CPU 的收入将排名第三。这得益于消费者和企业向家庭式在线活动过渡，Covid-19 大流行导致计算系统升级。此外，处理和存储所有这些信息的数据中心服务器的出货量增加也有助于该部门的销售。报道表示，在 2020 年下半年，高价 5G 处理器的销售是今年手机应用 MPU 销量增长的关键。推动新智能手机发展的 5G 处理器的出现，预计今年将使手机应用 MPU 的销售额增长 24%。这个遭受新冠病毒困扰的年份中，IC 业一直是最具韧性的市场之一。尽管在 2020 年造成了严重的全球衰退，但 Covid-19 大流行刺激了全球数字化转型的加速，导致 33 种 IC 产品类别中的 21 种得以幸存（甚至兴旺发展），并实现了正增长。WSTS 在 2020 年秋季半导体市场上预测，预计该行业的全球销售额到 2020 年将达到 4331 亿美元，比 2019 年的 4123 亿美元增长 5.1%。WSTS 预计到 2020 年，美洲（18.7%）和亚太地区（3.8%）将逐年增加，而日本（-0.6%）和欧洲（-8.4%）预计将下降。

光伏领域成为市场热点。自 20 世纪 70 年代全球爆发石油危机以来，太阳能光伏发电技术在西方发达国家引起了高度重视，各国政府从环境保护和能源可持续发展战略的角度出发，纷

纷制定政策鼓励和支持太阳能光伏发电技术，光伏行业在全球迅速发展，除晶硅太阳能电池、非晶硅太阳能电池外，还出现了各种化合物半导体太阳能电池，以及由两种太阳能电池构成的层积型太阳能电池等新型太阳能电池。太阳能因其具有清洁性和可再生性，成为了替代传统能源的最佳方案之一。随着多年来的研究和技术开发，太阳能光伏组件价格已大幅下降，且太阳能转化效率也得以提高使得太阳能光伏发电的商业化开发与应用成为可能。根据国际能源署 IEA 在报告中指出，至 2020 年年底，全球太阳能光伏新增容量将达到 107GW，相比之下，全球范围内，在新冠疫情应对措施带来的“供应链中断和物流挑战”的冲击下，风电新增容量为 65GW。这使太阳能光伏发电容量有望成为仅次于水电的可再生能源领域第二大类项目。报告表示，中国和美国等较成熟市场中的分布式太阳能项目开发仍然“低迷”。然而，研究人员认为，根据 IEA 的说法，明年，太阳能光伏新增容量将再次反弹，至 2021 年底达到 117GW。由于中国的加速增长，这一数值还有可能达到 149GW。展望 2021 年，预计大部分太阳能光伏的净增量将出现在中国，中国约占全球总量的三分之一(38GW)。美国将占新增量的 15%，欧洲国家新增量会达到 21GW，也将发挥关键作用。印度和日本的新增太阳能光伏装机容量预计分别为 11GW 和 7GW，也有望在明年为市场的回暖做出贡献。然而，根据 IEA 的最新报告，在太阳能光伏容量加速增长的同时，风电将超过太阳能，成为增长最快的领域。

摄影用银延续下降。在过去的十五年，摄影业用银量大幅下降。1999 年摄影业用银量超过 7000 吨，但到 2020 年已经下降至 877 吨。数码相机的发展已经基本取代了老式胶片相机，而胶卷的用银量快速减少。如今摄影业用银量主要来自于医用 X 光片，但是其需求量并不会太大变化。总体而言，未来摄影业用银量仍将继续下降。

投资用银币银条触底反弹。经历了 2015 年火爆的零售投资需求之后，几年内全球银币银条需求急转直下，与前几年银币银条市场的冷清不同，今年实物白银出现明显增长。根据美国铸币厂最新公布数据显示，2020 年美国银币销量总计 3031.45 万枚，其中 1 盎司鹰银币销售 3008.95 万枚，5 盎司其他货币销售 22.5 万枚；总计白银销售量 3121.45 万盎司（约合 970.9 吨），同比上涨 91.17%。分月度来看，1 月、3 月、8-11 月销售量均超过 90 吨，其中 1 月份向来都是银币销售旺季，今年随着国外疫情发酵，大宗商品包括贵金属在内价格都出现大幅下跌，银价创下 2009 年以来的最低价，刺激投资者逢低购买实物银币，美国银币销量出现跃升；8 月之后全球新冠疫情不断恶化，美国大选的不确定性等原因刺激避险投资情绪升温，再次刺激投机者购买实物银币。

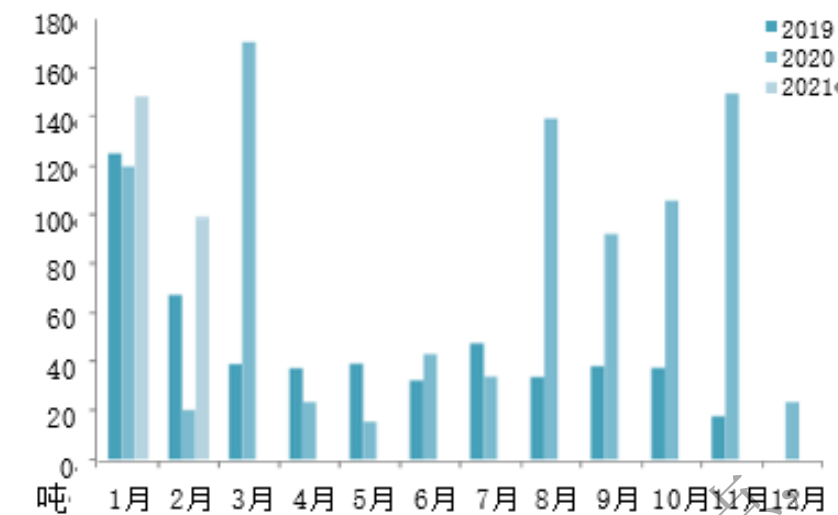


图 3-1: 2019-2021 年美国铸币厂鹰银币销量（单位：吨）

数据来源：安泰科，方正中期研究院整理

四、中国白银市场

中国和全球市场存在统计口径的差异，主要源自于国内厂商的大量重复计算。因为白银作为矿产副产在实际统计中有先归集后集中使用的情况，而且中间品也往往经过多个周转，在年末企业统计产量的时候会在不同的企业报表里把同一部分原料和中间品作为产量的一部分，进而形成重复计算。国外市场往往因各级企业财务和生产数据报备周期更重复统计次数少，而国内市场白银市场这一现象比较严重。因而在数据上，推荐非中国市场自身横向比对，国内市场单独用自己的数据进行横向比对。

中国白银主要来自铜铅锌的副产，因此，铜铅锌的生产大省也就是白银的主要生产省份。根据有色金属工业协会统计，2020 年国内白银累计产量 20337.78 吨，同比上涨 7.42%。年初新冠病毒疫情影响下导致开工率下降，随着国内疫情的逐步好转，目前对企业影响甚微，企业基本恢复正常生产，国内白银产量情况基本稳定，由于国内白银产量主要来自铜铅锌冶炼企业副产，因此白银产量变化主要关注一下国内矿产冶炼精铜、精铅、精锌的生产情况。2020 年前 11 个月国内矿产冶炼精铜产量 725.38 万吨，同比增长 7.32%；矿产冶炼精铅产量 325.52 万吨，同比增长 4.98%；矿产冶炼精锌产量 527.71 万吨，同比增长 2.54%。

表 3-3: 中国白银出口量

2020 年	进口量	进口额	累计量同比%	出口量	出口额	累计量同比%
银矿砂及其精矿	861267.04	152678.68	49.71			

银粉	3351.68	122933.70	16.97	10.03	768.95	-17.79
未锻造银	287.66	7330.76	-16.13	3572.38	245933.69	37.92
半制成银	500.63	6397.90	-3.55	5.19	238.12	-27.31
银制首饰及零件	75.65	26141.55	-2.51	657.36	70720.13	48.82
银制器皿及其零件	1.66	384.19	-56.43	82.01	6281.10	272.77

数据来源：安泰科，方正中期研究院整理

2020 年我国白银进出口贸易依旧活跃，全年银精矿进口贸易同比增长近五成，银粉进口、银锭及饰制品出口同比均有不同程度增长。具体数据如下：2020 年我国银精累计进口 861267.04 吨，同比增长 49.71%，净进口额 152678.68 万美元；银粉累计进口 3351.68 吨，同比增长 16.97%，出口累计 10.03 吨，同比下降 17.19%，净进口额 122164.75 万美元；未锻造银累计进口 287.66 吨，同比下降 16.13%，出口累计 3572.38 吨，同比增长 37.92%，净出口额 238602.93 万美元；半制品银累计进口 500.63 吨，同比下降 3.55%，出口累计 5.19 吨，同比下降 27.31%，净进口额 6159.78 万美元；银首饰累计进口 75.65 吨，同比下降 2.51%，累计出口 657.36 吨，同比增长 48.82%，净出口额 44578.58 万美元；银器累计进口 1.66 吨，同比下降 56.43%，累计出口 82.01 吨，同比增长 272.77%，净出口额 5896.91 万美元。

第四部分 美债对金银的传导

美债实际是绝大多数固定收益的基础，也是目前货币市场稳定的基石，代表着市场无风险收益率，进一步影响当下的金融和非金融资产的合理定价，市场上的金融资产的价格等于无风险收益率+风险系数*该资产的风险因子。由于每个国家的国家信用不同，以及考量汇率波动对收益带来的损益，以及不同期限产生的时间成本，而产生了各国各异的国债收益率。持有国债等于持有长期的无风险票据，这也是包括险资在内的很多金融机构的收益主要来源。

2020 年随着全球经济的共振性下行，欧洲市场的诸多国家的国债收益率已经降低到了 0 以下甚至更低，部分国家甚至给购房者提供了负收益率的购房贷款，在这种情况下，以固收为锚的欧洲市场机构在考虑短线做本土国债的骑乘之外，不得不寻求更好的长线的投资标的。这时候有两种选择，一种是继续跨境投海外的国债，这时要面临的主要是汇率波动带来的风险，另一方面是投资标的的内部信用风险。在这种情况下，优先的两个国家一个是美国，一个是美国，前者基本没有突发性汇率波动带来的风险，但美元资产价格高企，美元随着美联储货币政策的转势也可能适时转弱；另一个是中国，或者较类似的发展中国家的国债及核心资产，主要风险是特朗普或英美国家带来的不确定性。因而在这种情况下，资金的选择往往是先买美债、

美元资产，再买人民币债，人民币核心资产，最后再到其余新兴市场主体，可以看到过去几个月就是这样的投资顺序。这也就是我们之前谈过的，由欧洲利率到零带来的被动双极化趋势。当然随着资金的流入，相应资产的价格水涨船高，考虑风险因素下组合收益可能并不尽如人意，这时候才是 3-8 月资金真正分流入黄金市场的动因。



图 5-1：10 年期美债收益率

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

做黄金投资的时候要做定性，即市场投资者为什么买黄金，谁在买？绝大多数投资者做黄金是赚低买高卖的资本利得的收益，但绝大多数的资金是做相对收益的配置用途，这个相对收益更多就是相对于美国债券的收益率。如果我们看黄金和美债收益率的图形会发现，每次当美债出现重大转折的时候，恰恰是黄金阶段性高低点形成的时候，根据世界黄金协会数据显示，地表黄金总体量大概在 19 万吨左右，如果按照 3.8 亿人民币/吨或者按照 0.6 亿美元/吨来估算，市场黄金的总价在 12 万亿美元附近，但是分布的特别散乱。而全球的美债的总体量大概在 30-40 万亿之间，美债的持有者往往是大型金融机构、央行，资本密集度较黄金高得多，而且单笔资金的杠杆率可以打到非常高的位置，因而实际上在资金运用方面，美债的总体量可能比黄金要高得多，这就决定了至少在当下的时点债券的优先级更高，对黄金更多是单向传导。

2021 年国际黄金出现了开门红，并一举上破 1900 美元/盎司最高至 1960 美元/盎司，但好景不长而后跟随者巨幅的下跌打乱了包括我们在内很多投资者的结构，究其根本，美债收益率的突发性上行是最根本的原因。

自 2021 年 3 月以来市场出现了较多反转信号：第一，10 年期美债收益率持续飙涨，有两种理解思路，一种可能是市场风险偏好走高白银应当急涨，另一种可能是美联储对恶性通胀控制乏力可能会带来货币政策拐点提前到来，考虑到股市、商品等风险资产前期的急涨，市场交易后者在情理之中，这对白银形成利空。第二，黄金受到 10 年期美债的冲击严重，目前美债收益率上方仍可能有空间，目标位在 1.8%-2.0% 附近，黄金对白银的拉动力量有限。第三，有色金属上扬，铜、铝、锌虽然在 3 月份都有冲高但上涨延续性不强，整体呈现是暴涨暴跌，有色带来的惯性走弱，白银作为副产品利润较高在回调过程中更容易受抛售。

根据 3 月 24 日的消息来看，据 CME “美联储观察”：美联储 3 月维持利率在 0%-0.25% 区间的概率为 100%，加息 25 个基点至 0.25%-0.50% 区间的概率为 0%；4 月维持利率在 0%-0.25% 区间的概率为 97.8%，加息 25 个基点的概率为 2.2%。

我们注意 CME 观察的同时，美联储一再安抚称 2022 年底甚至 2023 年才会考虑加息，但是 CME 从利率市场观察中发现市场中已经有边际的利率对赌出现，说明在当下市场风险资产加速上涨和美联储超额印钞的情况下，市场对于贵金属的交易锚点或将转移到以美债为主要指标以其余利率为辅助指标的交易加息预期的市场中，这对黄金产生利空，进而带动白银的走弱——即使这种预期按照官方的措辞应该是不可能存在的。



图 3-2：美债 10 年期-2 年期收益率在显著走阔

数据来源：方正中期研究院整理

加息预期压制的并不仅仅是贵金属，是包括美股、商品在内的大多数风险资产。我们要注意当下的市场组合：美元在超额印发后还在升值、美债收益率逐步走高、美股震荡上行、美国进行新一轮基建刺激并预期刺激还要加码、美国对外姿态重新强硬、非美经济体汇率出现动荡，这都和 2018 年很像，对美国单边主义的担忧也是我们看空白银的另一个原因。

传统市场中认为美债收益率象征市场的无风险收益率，但那更多在美债供应稳定的情况下，而目前美联储损害自身信用式地抛售可能也传达了另一个观点——即美元信用不稳，美债可能不再代表市场无风险收益率，而是由更多国家的债券的信用市场组成，在这种情况下，黄金反倒是利多，因为不确定黄金的确定性才更有价值。

现在市场的显著悖论是，通胀预期在持续攀升，但是金价在持续下降。目前的解释是，第一当下美债自身的逻辑混乱，超额印发下长端美债是否仍代表无风险收益率。第二是，市场的价格飞涨表现的更多是近年的通胀修复，而市场相信美联储有足够的调节远月通胀，因而通胀虽然来临但是短线的市场现象，黄金更多交易的是长周期的市场拐点。

第五部分 盘面指标解读

一、金银比



图 5-1：离岸人民币

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

2020年3月以来，黄金和白银走势呈现较大背离，风险偏好是导致两者不同步的主要原因，不过整体上看金银比在这一年时间里持续修复，从极值点130以上修复到2021年3月的65附近。我们认为，黄金这一年从过度高估到了过度低估的位置，而白银持续的高波动率对行情的消耗较大，2021年市场会从流动性的全面释放带来的牛市中逐步回归正常，并且因为疫情带来的地缘政治的矛盾会加深，金银比更容易走高，预期2021年金银比波动区间60-85。

二、人民币汇率



图 5-2：离岸人民币

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

从汇率逻辑上，第一，随着海外市场的修复，资金有更好的投资标的，比如前期被严重打压的旅游、酒店、航空等，资金从中国市场撤出的概率增大。第二，美国执政党更擅长进行意识形态方面的手段，中美商贸又将进入新常态，在和风细雨一年多后国内的避险情绪重新抬头，也将促使资金外流，这将利多黄金，但也有可能将白银带起来，也是我们判断白银跌幅不会太深的原因。第三，下半年牵扯到重要的时间节点和历史进程安排，对金银的价格也产生重要的影响。

人民币汇率的贬值相对确认，这将使内盘贵金属涨的更多跌的更少，对黄金白银的交易影响是做多的行情可以相对激进，做空的行情建议相对谨慎。

三、美元港币



图 5-3：离岸人民币

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

美元港币是最有效的监测中美贸易环境的指标之一。注意港币强方兑换已经打开，但目前还没有明显的偏移到弱方兑换，结合人民币汇率和外部商贸环境，后续要注意资金外流问题对市场带来的冲击，如果外流加速则内盘黄金保汇率需求将产生，也是我们始终推荐逢低做多黄金的原因。

四、有色金属



图 5-4：有色金属锌价格走势

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

白银的生产中，源自铅锌副产占比 60%+，铜副产 30%，金副产 7%，实际上和铅锌的挂钩最为紧密，实际上 2020 年 10 月以来有色的上涨目前看已经接近尾声——第一，有色的上涨往往和主要需求国中国的经济和情绪呈现正相关，往往人民币汇率升值也是有色上涨的开端；第二，铜铝龙头涨幅巨大下近期的宽震幅度过高，而锌对比来看虽然涨幅有限，但要注意锌的基本面远差于铜铝，锌的供应过剩预计在 2021 年应成为必然，而且锌当下的市场结构问题很大，矿端利润巨大，冶炼厂亏损，下游亏损，市场再平衡过程中锌的跌幅可能更深，三四月份就是多翻空的时点。

铅的问题则更加突出，重金属性+毒性的影响下，铅面临持续的资金的打压，目前通过原生铅-再生铅保持近似的平衡态，理论上除非出现特别严格的环保检查否则铅价应该持续阴跌，并将长期处于阴跌趋势来实现出清，在这种情况下对于金银的挺价十分有限。

因而整体有色对白银的带动尤其是铅锌的带动作用将显著减弱，尤其是锌价面临深跌风险的情况下银价的压力更重一些。

第六部分 技术分析和季节性分析

一、技术分析



图 6-1：伦敦现货黄金价格走势（单位 美元/盎司）

数据来源：金十数据、方正中期研究院整理

影响黄金走势的主要包括 伦敦现货金（伦敦金现）、上海金（Au9999）和纽约金（Comex 金），国内期货一般对标的是上海金+升贴水，我们分析的主要是伦敦金（现货金）

一季度因为美债的冲击，黄金出现了快速的冲高回落，整体在比较宽泛的位置震荡整理，目前看 1875 美元/盎司就是比较显著的压力位，下方则关注 1650-1675 的牛熊转势区，这是这一轮黄金行情的最大分界点，考虑到汇率变动，下方支撑大致对应内盘 350-360 元/克一线附近。



图 6-2：伦敦现货白银价格走势图（单位 美元/盎司）

数据来源：方正中期研究院整理

影响白银走势的主要包括伦敦现货银（伦敦银现）、上海银（Ag9999）和纽约银（Comex 银），国内期货一般对标的是上海银+升贴水，我们分析的主要是伦敦银。对于白银我们要把它当做介于有色金属（铅锌铜）和介于完全贵金属（黄金）的中间品，意味着其具有极高的波动性。实际上白银更多是投机品，而且今年表现出极高的风险偏好性，短线的资金冲击及极高的历史高值，使得金银比有可能出现大级别的背离，这也是我们需要充分注意的。

白银实际上技术面的判断效果更加明显，3 月上旬白银跌穿了从 2020 年 3 月以来的大的技术趋势线，但是随着有色的反弹尤其是中国市场的买盘力量偏强，白银的反复性很强，整体来看是在趋势线下沿，技术上看这样的图形 26.2-26.5 左右的趋势线上沿可能是高点，下方看 21-22 美元/盎司应当是下方目标位。

二、季节性分析

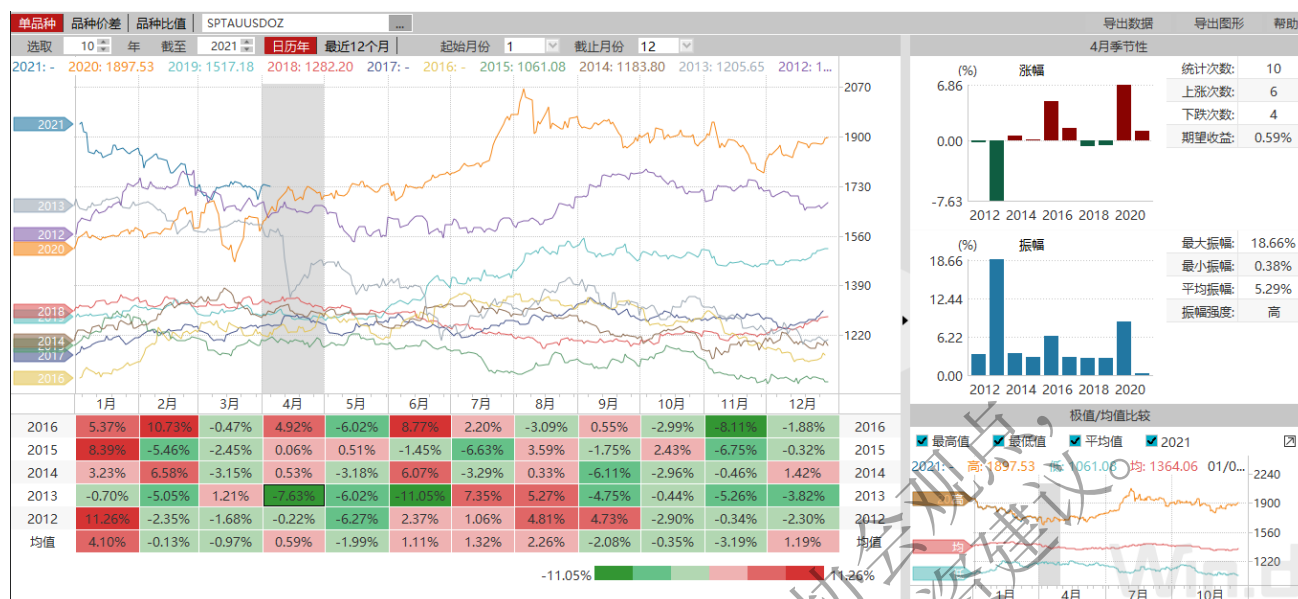


图 6-3: 现货黄金季节性分析 (单位: 美元/盎司)

数据来源: 方正中期研究院整理

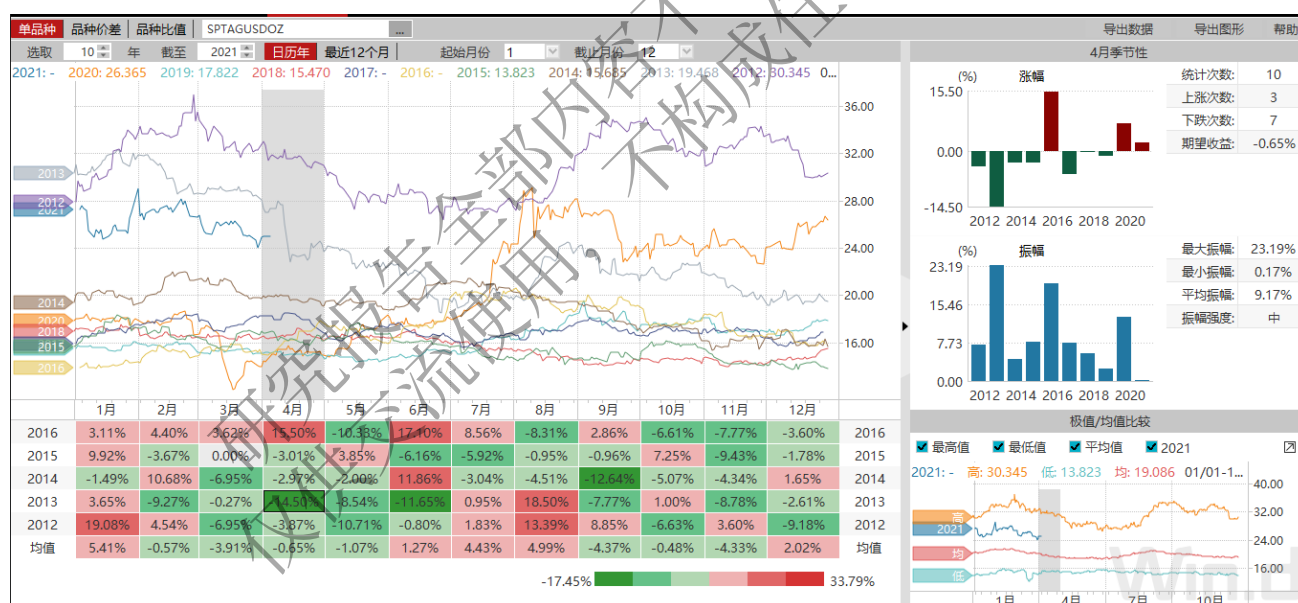


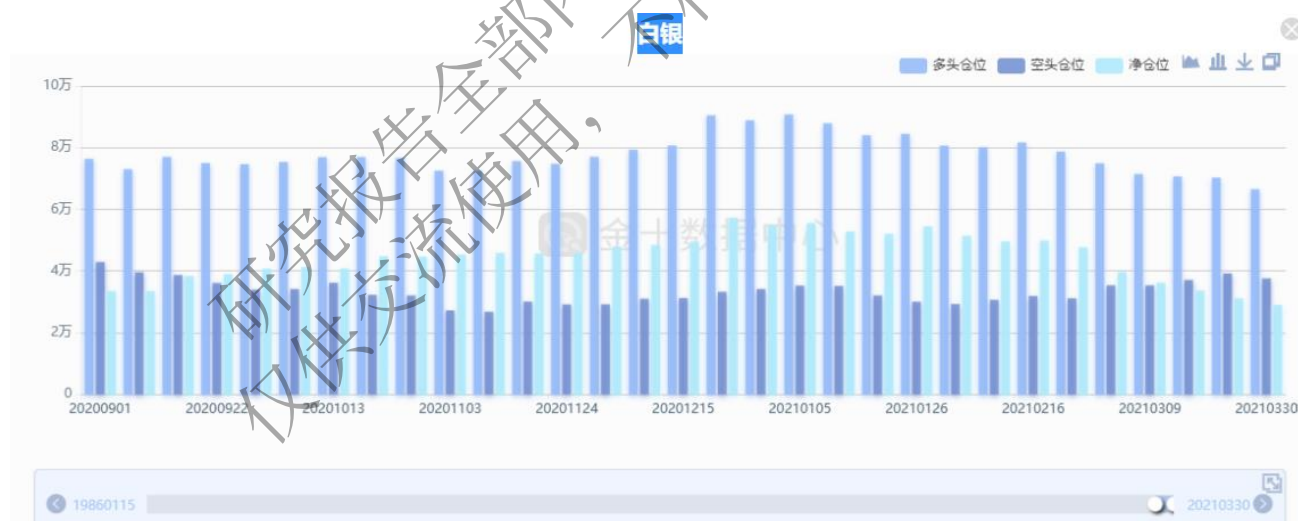
图 6-4: 现货白银季节性分析 (单位: 美元/盎司)

数据来源: 方正中期研究院整理

三、CFTC 持仓分析



黄金的价格和 COMEX 持仓有一定的正向关联，主要源自去年的急涨行情更多由美盘的超买带动，随着美债收益率飙涨后进入平台期，黄金的净流出行情开始走稳，多头持仓自 3 月 9 日以来连续第四周出现增长，但净持仓变动相对有限，因而我们从持仓角度也可看出来 3-5 月是反复磨底期。



相对而言，白银的价格和 COMEX 持仓关联有限，白银和 9 月初的持仓基本持平，但自 2 月初峰值以来总持仓不断下滑净多持仓显著回落，也说明了市场的热度在持续下滑。

第七部分 总结全文和二季度操作建议

一、后续黄金白银展望

一季度现货黄金整体呈现震荡走低的行情，从月初的 1950 美元/盎司的高点持续下滑，在 3 月 8 日前后到达最低点 1676 美元/盎司，最终季度报收 1707 美元/盎司，季度跌幅 10.01%，季度振幅 14.93%。白银在一季度表现强于现货黄金，因为市场风险偏好原因，在 2 月份金银一度呈现较大背离的走势，现货白银最终报收 24.39 美元/盎司，季度跌幅 7.5%，月内振幅达 24.08%。

美债仍然是市场的交易核心，一方面黄金作为无息票据，在长端美债收益率持续走高的情况下黄金的相对收益预期在持续下滑，另一方面美债的长端利差表明大量的资金认为市场只是炒作短线通胀而对于美联储启动工具调节长端市场有预期，市场转而开始担忧美国货币政策转向将开始提前，虽然美联储主席鲍威尔和现任财长耶伦一再重申价格持续维持偏宽松的环境保证经济复苏，但对于基准利率的维系时间出现了较为明显的分歧。不过在长短收益率急涨之后已经透支了继续向上的空间，因而我们认为后续对金银的冲击逐步减弱。

基本面数据上看，一季度欧美黄金 ETF 持续流出，其中美盘的流出幅度相对最大，而亚盘呈现持续净流入的趋势，印度黄金在 3 月份创下了创纪录的黄金进口量，反应的是投资和需求结构的转折关系，但也证明了实际下方的空间并不大。白银 2020 年数据表现整体平庸，结合有色金属的基本面反馈来看，我们认为 2021 年白银虽然需求端因为光伏和银币等热门品种有所增长但供给端因为铅锌的副产供应恢复增长的更快，会延续出现供过于求的行情。

从相关板块来看，一季度风险偏好整体冲高回落，人民币贬值的逻辑相对确定，港币的强方兑换打开值得注意，也是后续中美谈判或外部压力的重要风向标，二季度可能存在保汇率修去，有色金属最顺畅的上涨行情基本已过去，后续将进入情绪和逻辑的双重修复期，对于金银来说金银比将随着风险偏好的下沉而呈现震荡向上的行情，预计金银比二季度波动区间 65-80。

推荐策略：等待美债企稳以 1650-1675 为界逢低买入黄金，现货黄金一旦跌穿 1650 则可能意味着这轮牛市彻底终结，考虑到汇率的贬值趋势我们认为 1700 美元/盎司以下不要做空黄金，预计 2 季度现货黄金波动区间 1650-1850 美元/盎司，沪金波动区间 355-385 元/克，白银因为风险偏好的下沉大概率呈现震荡走低的行情，同样受制于汇率的原因做空的难度较大，推

荐真的出现大幅下跌的情况下可以逢低买入,4800 元/千克以下的白银具有中长线投资性价比,预计 2 季度现货白银波动区间 21.5-25 美元/盎司,沪银波动区间 4650-5600 元/千克。

二、黄金期权的投资机会

目前现有的黄金期权市场的成交量比较小,从我们观测来看单笔进入 1-10 公斤为宜,总的量不超过 20 手,所以相比于大客户,目前场内期权更多是投机户或者极小的产业客户在做。由于做市商的存在,黄金期权市场的买卖价差极为规律,做市商赚取的是买卖价差钱。根据这一年时间和各类客户在黄金期权的实盘经验来看,我们总结出如下几点特性:

1、适用体量: 1-20 公斤 或 1-20 手,小体量客户或者投机客户。

2、适宜月份: 06 合约和 12 合约

3、核心思路: 做极端行情的风控管理,在我们判断 2021 年二季度深跌概率不大的情况下,最佳策略考虑逢低卖看跌期权进一步摊薄成本。

4、对于买权: 买权策略偏短线,从绝对值上看,因为标的的高波动性,黄金期权每日损失的时间价值比较多,在离到期日 10 日前在标的波动有限的情况下黄金期权平均每日掉 200 元/手的时间价值,注定了只能做短线,仅推荐技术面出现重大向上突破的行情用期权进行保值。

5、对于卖权: 技术面的重要压力位/支撑位可能都是卖权点位,卖权一般以持有到期为主。卖权有两种思路,第一种,对于强压力位的卖权,更多赚的是期权费,尤其是急涨/急跌的强压力强支撑的瞬间卖权会带来很丰厚的利润。第二种,用作库存/建仓管理,2 季度的行情可能比较适合这种风格。我们更多推荐在黄金超跌的情况下黄金消费企业进行卖出黄金看跌期权来进行采购策略——有两种情况,第一种是黄金进一步深跌在期权到期日时低于行权价,相当于变相的采购策略,比如在沪金 2106 350 元/克的时候卖 340 元/克的看跌期权 8 元,那么相当于实际的采购成本为 332 元/克。第二种时黄金在到期日高于行权价,则相当于净赚了期权费。

三、对金银产业链企业建议

从估值的角度，黄金经过一季度的杀跌和汇率的反转之后，1650 美元/盎司或 350 元/克的底部基本夯实，当下价位做空基本没有性价比，但鉴于美债收益率的反复黄金很难出现非常顺畅的反弹行情；白银则因风险偏好和黄金波动的双重影响下呈现反复巨震，对于白银而言最佳策略是做好极端价格的管控工作。整体上看我们策略都是深跌敢买，认为在 355 元/克以下的黄金和 4800 元/千克以下的白银具有中长线投资性价比。

对于金银供给企业，卖出保值难度相对较大，我们推荐二季度保值相对保守一些，黄金 360 元/克白银 4800 元/千克以下仅推荐按需保值，推荐在黄金 380 元/克白银 5500 元/千克以上才考虑超额卖保，保值面临的多空压力都比较大，在汇率冲击下保值单可能面临比较极端的拉涨行情。

对于金银消费企业，买入保值难度相对较低，不过二季度因为行情的反复性较大也不推荐较为激进，推荐将采购成本控制在黄金 360 元/克白银 4800 元/千克以下即可，小头寸的买保可以考虑用黄金期权来代替进行，譬如当黄金出现超跌的情况下，通过卖出看跌期权能够有效将成本进一步摊薄，极端情形下可以使综合采购成本降低到 340 元/克以下。

相关股票

股票代码	股票简称	最新收盘	年内涨幅
000426	兴业矿业	6.69	-14.67%
000603	盛达资源	13.46	-15.45%
000975	银泰黄金	9.12	5.92%
002155	湖南黄金	8.05	-5.41%
002867	周大生	37.03	38.95%
600489	中金黄金	8.5	-3.52%
600531	豫光金铅	5.75	-2.71%
600547	山东黄金	21.43	-9.27%
600612	老凤祥	57.68	27.24%
600988	赤峰黄金	15.51	-13.40%
608199	紫金矿业	10.13	9.04%

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、2619、 2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、 2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大连友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056

常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	苏州市姑苏区东吴北路 299 号 (吴中大厦 9 层 902B、903 室)	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场 32/1124、1125 (1 栋 1110、1111)	0731-28102713
郴州营业部	郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 (19 层 1902 号)	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场 (北区) 2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有 限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。