

秋收冬至 再迎一春

摘要:

- 疫苗推广仍需时日,经济恢复任重而道远,预计在 2021 年中期后,疫情对经济的压制作用逐渐减弱。
- 在经济未能恢复常态的情况下,宽松的货币政策与扩张性的财政政策短期难以退出,而经济周期与政策周期的错配或带来通胀的上行。
- 美国经济当前更多靠大量刺激政策的支撑,相较而言欧盟各国疫情控制更好,且刺激政策后遗症较小,叠加英欧协议的达成,美元或将保持弱势运行的状态。
- 拜登上任美国总统后,政策连贯性有望得到加强,全球地缘政治格局趋于稳定,避险需求或回归常态。
- 总体而言,我们预计 2021 年贵金属整体将延续牛市,呈现震荡上行的状态。黄金将主要运行在 1750-2200 美元/盎司、360-470 元/克区间,白银将主要运行在 22-33 美元/盎司、5000-7300 元/千克区间。

风险点: 疫情再次出现变化、拜登上台后政策变动、中美关系、中东地缘政治、通胀上行不及预期

贵金属研究

作者姓名: 王彦青

邮箱: wangyanqing@csc.com.cn

电话: 023-81157292

投资咨询资格号: Z0014569

发布日期: 2020 年 12 月 31 日

目 录

一、行情回顾.....	3
二、价格影响因素分析.....	4
1、疫情黑天鹅尚未完结，全球经济艰难复苏.....	4
2、宽松政策难以退出，美元继续弱势运行.....	6
3、避险需求回归常态，通胀有望走高.....	8
4、长期资金仍未撤离，金银比价有望进一步下行.....	9
三、行情展望与投资策略.....	11

图目录

图 1: 沪金与 COMEX 金走势 (元/克, 美元/盎司)	3
图 2: 沪银与 COMEX 银走势 (元/克, 美元/盎司)	3
图 3: 美元与 LME 黄金	4
图 4: 全球新冠肺炎确诊病例	5
图 5: 全球 GDP 实际增速及预测 (%)	5
图 6: 全球采购经理人指数	5
图 7: 经合组织综合领先指标	6
图 8: 经合组织商业及消费者信心指数	6
图 9: 美国 CPI (%)	6
图 10: 美国 ISM 制造业 PMI	6
图 11: 美国政府债务 (百万美元)	7
图 12: 美联储资产负债表(百万美元).....	7
图 13: 美国失业率(%) 和新增非农就业 (千人)	7
图 14: 美国消费者信心指数	7
图 15: 欧元区失业率与 CPI(%)	8
图 16: 欧元区制造业 PMI	8
图 17: TED 利差(%).....	9
图 18: VIX 与标普 500 指数	9
图 19: 美国 5 年期国债、TIPS 收益率及通胀预期 (%)	9
图 20: 美国国债收益率与 CPI(%)	9
图 21: 贵金属基金持仓 (吨)	10
图 22: 金银比价	10

一、行情回顾

2020 贵金属行情波动较为剧烈，整体呈震荡上行的趋势，COMEX 黄金主力合约主要运行在 1450-2090 美元/盎司区间内，COMEX 白银主力合约主要运行在 12-30 美元/盎司区间内。

图 1：沪金与 COMEX 金走势（元/克，美元/盎司）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 2：沪银与 COMEX 银走势（元/克，美元/盎司）



数据来源：Wind，中信建投期货

2020 年初，贵金属因美联储偏鸽的态度已表现出强势。自 2 月下旬起，市场的焦点逐渐转向新冠肺炎疫情，在疫情初期市场恐慌情绪逐渐上升，使得贵金属的避险属性有所体现，金银皆有不同程度的上涨。不过从 3 月

上旬开始，海外疫情的扩散令金融市场流动性骤然紧缩，全球进入抛售模式，各类资产价格大幅下滑，金银也惨遭抛售出现大幅下跌，并在 3 月中旬创出年内低点。随后，各国开启救市行动，特别是在美联储连续降息至零利率并供应大量流动性以及美国快速通过 2.2 万亿美元刺激计划之后，市场流动性得到补充，贵金属迅速开启反弹模式。4-6 月，随着疫情防控措施的生效及气温的逐渐转暖，欧美国家的新冠肺炎新增确诊人数逐渐减缓，不过全球经济仍遭到重创，而贵金属由于前期的宽松政策支持，呈缓慢上升之势。7 月下旬，欧盟通过经济刺激法案，包括 7500 亿欧元“恢复基金”以及 1.074 万亿欧元长期预算，欧盟向财政一体化迈出一大步，这也使得贵金属迎来一轮速度较快、幅度较大的上涨，金银均在 8 月上旬触及年内高点。随着利多的逐渐消化，贵金属的进一步上行缺乏新的推动力，自 8 月中旬开始贵金属便进入震荡下行的状态，期间，美国在 3 月份通过的财政刺激措施部分到期，而新的财政刺激政策因两党分歧迟迟不能推出，对贵金属构成利空。从 8 月下旬至 11 月底，贵金属均呈现震荡下行的态势。12 月，美财政刺激法案的谈判持续取得进展，国会在圣诞节前通过法案并获得特朗普签署，贵金属再度迎来一轮涨势。

图 3：美元与 LME 黄金



数据来源：Wind，中信建投期货

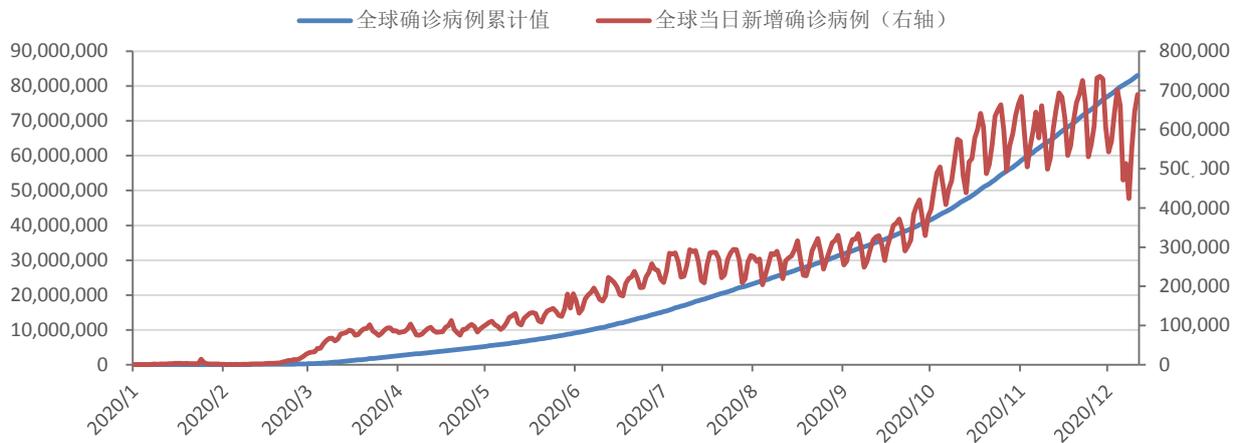
二、价格影响因素分析

1、疫情黑天鹅尚未完结，全球经济艰难复苏

新冠肺炎疫情这一事件，是此前任何人都未曾预料到的，这一事件主导了全年的经济走势以及经济政策，全球经济陷入大萧条以来最大幅度的衰退。并且，时至今日，新冠肺炎疫苗虽已开始接种，但言谈疫情结束仍然尚早，英国已发现新冠肺炎病毒变异毒株，感染力大增，并已在全球多个国家传播，多个国家收紧疫情防控措施，疫情对经济的影响仍将持续。

据 IMF 在 2020 年 10 月发布的《世界经济展望》的数据预计，发达经济体 2020 年 GDP 将下滑 5.8%，在 2021 年将迎来 3.9% 的强劲反弹，而新兴市场和发展中经济体今明两年经济增速分别为 -3.3% 和 6.0%。值得一提的是，IMF 预计中国将成为 2020 年唯一正增长的主要经济体，这得益于中国疫情的良好控制。

图 4：全球新冠肺炎确诊病例



数据来源：Wind，中信建投期货

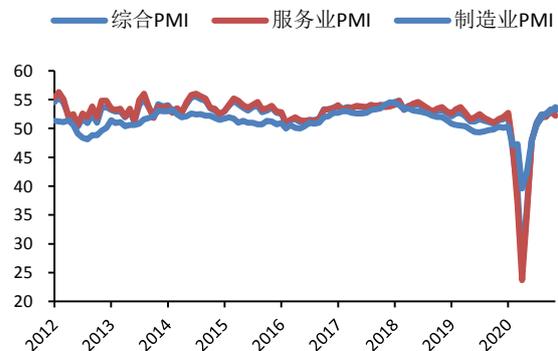
从中国经济快速恢复的经验可知，未来各国要想使得经济得到较好恢复，疫情的控制是必要条件。而在当前海外现有确认人数 2200 万的背景下，一般的社交隔离已难以达到有效控制疫情的状态，未来疫情的控制情况将取决于疫苗的推广速度。虽然当前多个国家已开启新冠疫苗的紧急接种工作，但据世卫组织此前估计，新冠疫苗的大规模接种可能在 2021 年中才能开始。

图 5：全球 GDP 实际增速及预测 (%)



数据来源：Wind，IMF，中信建投期货

图 6：全球采购经理人指数



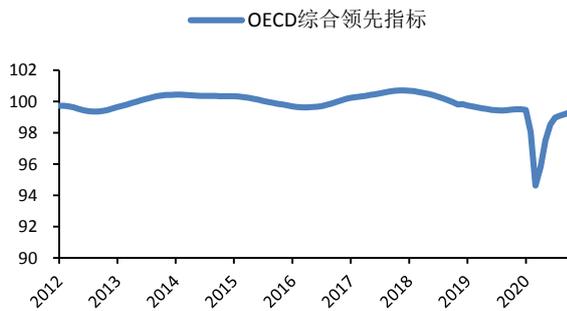
数据来源：Wind，中信建投期货

全球经济活动今年整体呈现“V 形”走势，大部分国家的经济在上半年跌至谷底后，随后均有不同程度的恢复。摩根大通全球 PMI 指数显示，2020 年以来，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数在 4 月创历年新低，随后在各国出台的刺激政策的支撑下，逐渐回升。值得一提的是，在经济恢复的过程中，制造业恢复力度明显强于服务业，这是由于疫情对于更需要人与人接触的服务业影响更为显著。下半年全球制造业 PMI 升至枯荣线上方，显现出经济恢复的潜在动力。

政策方面，为了使得在疫情下倍受打击的经济正常运转，全球各国政策均迈向双宽松组合，即宽松的货币政策加扩张性的财政政策。货币政策方面，美国将利率降至零，欧盟继续保持负利率，并采取大量购债扩表的措施，以维持市场流动性，其他国家亦跟随降息。财政政策方面，美国在 3 月便推出 2.2 万亿的财政刺激计划，

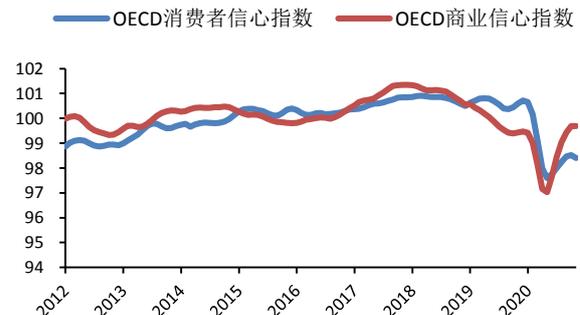
并在 12 月再次通过 9000 亿美元的纾困法案，欧盟则通过了一份 1.8 万亿欧元的刺激计划，其中包含 7500 亿欧元复苏基金。这一系列货币及财政刺激，是经济恢复正常运转的推动力，企业活动快速回暖，消费者信心亦不断恢复。不过与此同时，全球公共债务在 2020 年很可能创下历史新高，这对未来经济的复苏埋下一些隐患。

图 7：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind，中信建投期货

图 8：经合组织商业及消费者信心指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2、宽松政策难以退出，美元继续弱势运行

2020 年美国创出大萧条以来最大幅度的衰退，其中二季度美国国内生产总值（GDP）环比折年率下降 32.9%，创下自 1947 年美国开始跟踪该数据以来的最大跌幅，与去年同期相比，剔除物价变动因素后，同比实际下降 9.6%。不过，美国在 5 月后开始重启经济，使得三季度 GDP 出现明显的回升，三季度美国 GDP 环比年化增长 33.4%，同比增长 2.6%。

图 9：美国 CPI (%)



数据来源：Wind，中信建投期货

图 10：美国 ISM 制造业 PMI



数据来源：Wind，中信建投期货

由于美国经济主要靠消费驱动，而当前美国的就业情况仍不容乐观，使得居民收入不能得到保障，消费的驱动力仍然较弱。虽然官方公布的失业率已从 4 月的 14.7% 降至 11 月的 6.7%，但统计方面的问题令其数据有一定的失真。据美联储官员估计，美国失业率仍在 10% 左右。

当前美国经济的回暖仍主要依赖于刺激政策。一方面，美国政府持续向受到疫情影响的企业及居民发放补贴，另一方面，美联储持续进行货币宽松给市场主体更好的融资环境。2020 年 3 月，美国国会曾通过总额约 2.2

万亿美元纾困法案。2020 年 12 月，美国国会再次通过新一轮的刺激法案，规模超过 9000 亿美元，其中包含对个人发放的 600 美金的现金。美联储在 2020 年 3 月连续两次便将利率降至零利率的水平，并出台了一系列的措施向企业发放贷款，此外，美联储持续购债，美联储资产负债表从 4 万亿美元的规模快速扩张至超过 7 万亿美元。

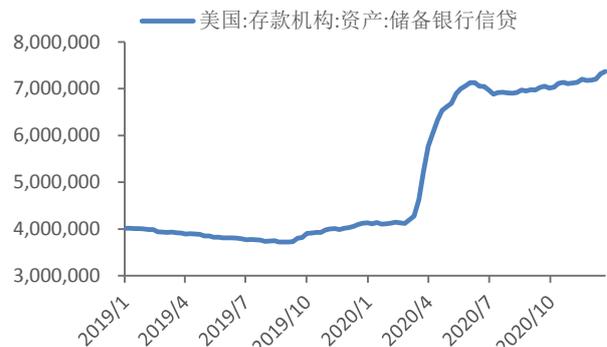
从当前看 2021 年，美国的宽松的货币政策及扩张性的财政政策这一政策组合难以退出，即使是在 2021 年中期疫苗开始大规模接种以后，经济的修复仍将是一个缓慢的过程，难以一蹴而就。美联储在 12 月的会议声明中就表示，经济的发展道路将在很大程度上取决于疫情的发展进程。这场仍在肆虐的公共卫生危机将在短期内继续影响经济活动、就业和通胀，并对中期经济前景构成相当大的风险。美联储将利用其各种工具来支持美国经济，从而促进实现其充分就业和物价稳定的目标。此外，美联储将继续以每月至少 800 亿美元和 400 亿美元的幅度增持美国国债和抵押贷款支持证券。美联储点阵图显示，委员们预期直到 2023 年末利率都将维持在零利率的水平。

图 11： 美国政府债务（百万美元）



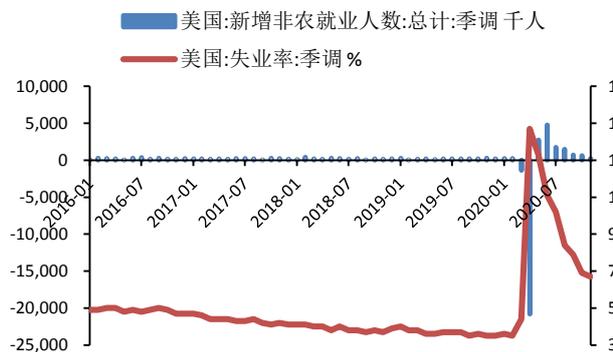
数据来源：Wind，中信建投期货

图 12： 美联储资产负债表(百万美元)



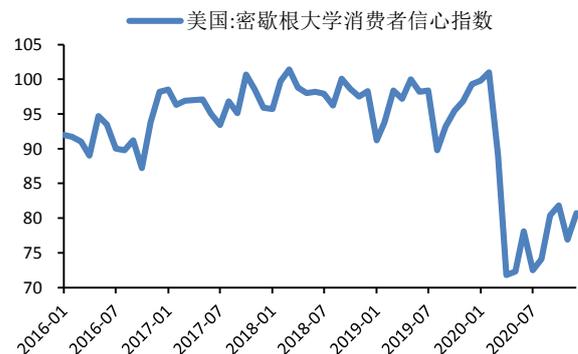
数据来源：Wind，中信建投期货

图 13： 美国失业率(%) 和新增非农就业（千人）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 14： 美国消费者信心指数



数据来源：Wind，中信建投期货

欧盟方面，由于其内部组成国家较多，欧盟亦有财政纪律要求，欧洲国家推出财政刺激政策普遍受限。直到 2020 年 7 月份才首次就“复苏基金”达成共识，且规模仅 7500 亿欧元，远不及美国方面单次刺激计划的规模。此外，欧盟的“复苏基金”被普遍认为是为欧盟迈向财政一体化扫除了障碍，这将有助于欧盟一体化进程，

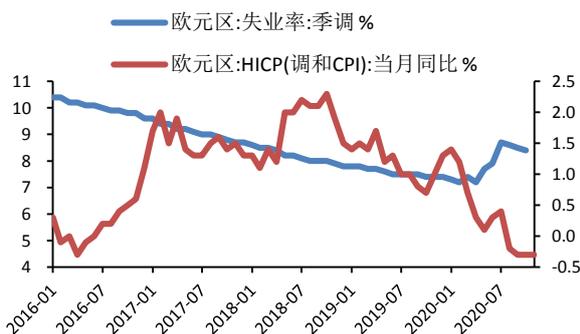
并有利于其未来经济的发展。货币政策方面，由于欧央行早已开始实施负利率，疫情爆发后，欧央行已无降息空间，只能不断扩大购债规模以支持市场流动性。

相较与美国，欧洲各国的疫情控制更为有效，新冠肺炎确诊人数更少。从经济数据看，欧元区失业率仅小幅上升至 8% 以上，制造业 PMI 自 7 月起便升至枯荣线上方，并呈持续走高之势。而欧盟的经济刺激政策也更为温和，也使得货币贬值的担忧相对较轻。可以观察到，自 2020 年 5 月，欧元对美元持续升值，这也是美元指数持续走低的最重要的原因。

虽然 2021 年经济缓慢复苏已基本成为共识，但各国复苏的节奏或仍有较大差异。从今年的情况看，欧盟各国疫情控制相对较好，经济恢复的基础更为牢固，叠加英国与欧盟达成英国脱欧后的贸易协议，此前许多顾虑不复存在。英国顺利脱欧后，两个经济体都将从脱欧过渡期的不确定性中走出，吸引更多投资者投资，投资确定性增强，经济复苏亦有更强的动力。2021 年美元或将继续被欧元和英镑压制。

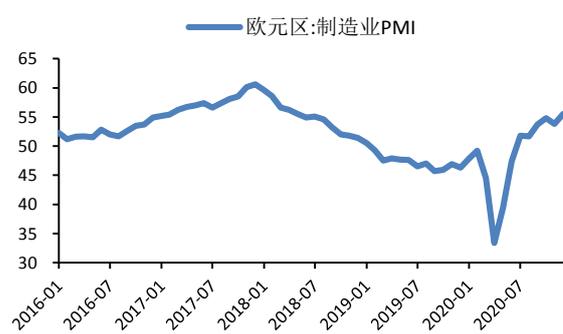
综合来说，明年在疫苗逐渐推广的背景下，全球经济有望迎来复苏，不过经济复苏初期刺激政策亦难以退出，由于美国政策力度较大，使得美元的贬值预期强与其他货币，拖累美元弱势运行，而这将持续对贵金属形成支撑。

图 15: 欧元区失业率与 CPI(%)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 16: 欧元区制造业 PMI



数据来源: Wind, 中信建投期货

3、避险需求回归常态，通胀有望走高

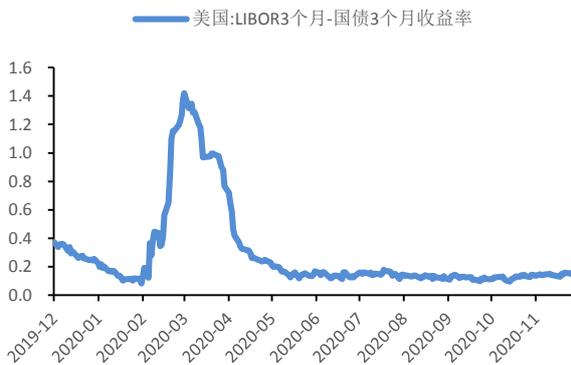
2020 年可谓是黑天鹅事件不断，市场的避险需求一度大幅上升，特别是在 3 月份海外疫情爆发初期，市场流动性大幅收紧，就连贵金属也一度遭到大幅抛售。此外，地缘政治方面亦出现诸多不稳定因素。伊朗将军苏莱曼尼在伊拉克首都巴格达国际机场附近遭美军三枚导弹袭击丧生，美伊一度处于战争边缘。中印军队一度在边境爆发冲突，中国南海局势亦一度紧张。

2021 年，市场的不确定性或大幅减弱。首先是拜登即将上任美国总统，作为传统的建制派政客，拜登的施政方针将更加有迹可循，而非特朗普的不按常理出牌。中美关系虽然或难回蜜月期，但进一步扩大直接冲突的可能性很小。此外，美伊关系有望迎来缓和，中东地区形势或有所好转。美国退出伊核协议是美伊冲突扩大的开始，而伊核协议于 2015 年奥巴马任总统时达成，彼时拜登任美国副总统职位。当拜登上台后，有重回伊核协议并缓和与伊朗关系的可能性。

金融市场方面，自 2020 年 3 月市场恐慌情绪大幅上升后，由于政策的支持，市场流动性得到较好补充，金

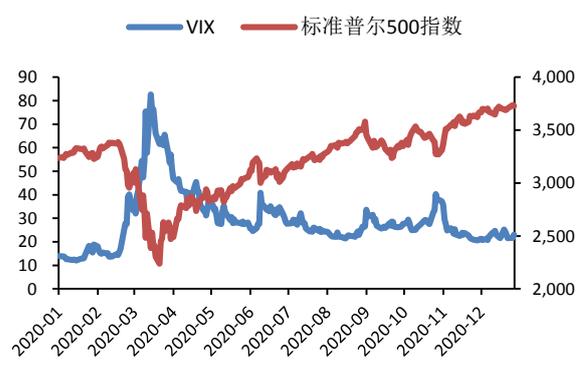
融市场避险的情绪逐渐回落至常态水平。与此同时，美股在多次熔断后，走出了一轮牛市行情，并创历史新高，但这也给未来埋下隐患。目前金融资产的价格更多是由于刺激政策支撑，而企业盈利并未得到修复。若疫情逐渐受控刺激政策退出，而企业盈利未见明显增长，美股则存在较大的下行风险。

图 17: TED 利差(%)



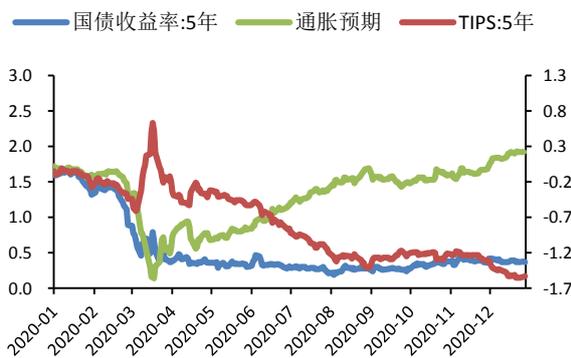
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 18: VIX 与标普 500 指数



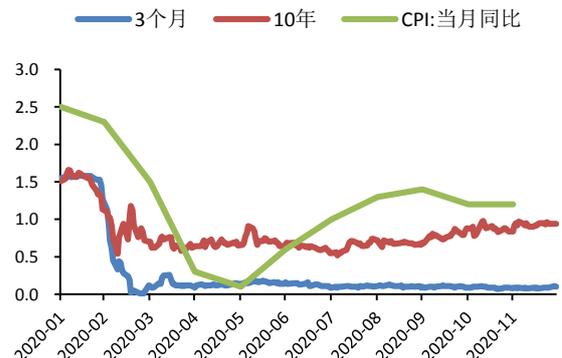
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 19: 美国 5 年期国债、TIPS 收益率及通胀预期 (%)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 20: 美国国债收益率与 CPI (%)



数据来源: Wind, 中信建投期货

随着经济的逐渐转暖，下游消费需求有望迎来大幅度的上升，而前期的刺激政策在不能及时退出的情况下，通胀则存在上行的风险。目前，美债市场已显示出市场对于通胀预期正在上升，而美联储此前修改前瞻性指引，对通胀有了更高的容忍度，叠加美联储当前预计直到 2023 年以后才会考虑加息，交易通胀或成为 2021 年市场的一个重要策略，而贵金属也将受益于此。

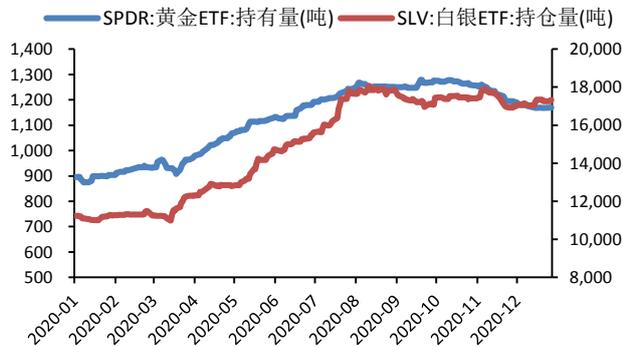
总而言之，2020 年黑天鹅频发令贵金属的避险属性时常显现，2021 年避险需求或回归常态，而在刺激政策持续发力的背景下，经济有望迎来复苏，需求亦将持续回暖，通胀或逐渐走高，而贵金属有望获得通胀的加持进一步上行。

4、长期资金仍未撤离，金银比价有望进一步下行

从全球最大的贵金属基金持仓看，截止 2020 年 12 月 29 日，SPDR 黄金 ETF 持有量为 1169.86 吨，较去年同期增加 276.61 吨，SLV 白银 ETF 持有量为 17327.42 吨，较上月增加 6011.02 吨，全年总体呈持续上行的

趋势。虽自 8 月以来两者持仓规模略有下滑，但整体仍在高位，资金并未撤离贵金属版块，贵金属保值增值的属性仍受投资者青睐。

图 21：贵金属基金持仓（吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 22：金银比价



数据来源：Wind，中信建投期货

从金银的相对强弱看，2020 年外盘金银比价曾一度突破历史高点达到 124 的水平，这一高点出现在海外金融市场处于流动性极度萎缩的 3 月中旬，彼时各类资产均遭抛售，而商品属性更强的白银抛售力度明显强于黄金。不过，流动性缓解后，白银亦得益于其商品属性，金银比价快速得到修复。

当前，金银比价已回归至历史均值 70 附近，在 2021 年经济复苏的预期下，白银的商品属性将进一步的得到显现，金银比价或还有进一步下行空间。

三、行情展望与投资策略

疫苗推广仍需时日，经济恢复任重而道远，预计在 2021 年中期后，疫情对经济的压制作用逐渐减弱。在经济未能恢复常态的情况下，宽松的货币政策与扩张性的财政政策短期难以退出，而经济周期与政策周期的错配或带来通胀的上行。美国经济当前更多靠大量刺激政策的支撑，相较而言欧盟各国疫情控制更好，且刺激政策后遗症较小，叠加英欧协议的达成，美元或将保持弱势运行的状态。拜登上任美国总统后，政策连贯性有望得到加强，全球地缘政治格局或趋于稳定，避险需求或回归常态。总体而言，我们预计 2021 年贵金属整体将延续牛市，呈现震荡上行的状态。黄金将主要运行在 1750-2200 美元/盎司、360-470 元/克区间，白银将主要运行在 22-33 美元/盎司、5000-7300 元/千克区间。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼

电话: 023-86769605

上海分公司

地址: 上海市自贸试验区浦电路 490 号, 世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话: 021-68765927

湖南分公司

地址: 长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903 号

电话: 0731-82681681

南昌营业部

地址: 南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室

电话: 0791-82082701

河北分公司

地址: 廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层

电话: 0316-2326908

漳州营业部

地址: 漳州市龙文区万达写字楼 B 座 1203

电话: 0596-6161566

合肥营业部

地址: 安徽省合肥市马鞍山路 130 号万达广场 6 号楼 1903-1905 室

电话: 0551-62876855

西安营业部

地址: 陕西省西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层 6G

电话: 029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址: 北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话: 010-85282866

宁波分公司

地址: 浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融服务中心 1809-1810 电

话: 0574-89071687

北京北三环西路营业部

地址: 北京市海淀区中关村南大街 6 号中电信息大厦 9 层 912

电话: 010-82129971

太原营业部

地址: 山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话: 0351-8366898

北京国贸营业部

地址: 北京市朝阳区光华路 8 号和乔大厦 A 座向东 20 米

济南分公司

地址: 济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座六层 611、613 室

电话: 0531-85180636

大连分公司

地址: 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话: 0411-84806305

河南分公司

地址: 郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 室

电话: 0371-65612356

广州东风中路营业部

地址: 广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话: 020-28325302

重庆龙山一路营业部

地址: 重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话: 023-88502030

成都营业部

地址: 成都武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1802, 1803

电话: 028-62818708

深圳分公司

地址: 深圳福田区车公庙 NEO 大厦 A 栋 11 楼 I 单元

电话: 0755-33378736

杭州分公司

地址: 杭州市江干区国际时代广场 3 号楼 702 室

电话: 0571-28056982

上海徐汇营业部

地址: 上海市徐汇区斜土路 2899 号 1 幢 1601 室

电话: 021-33973869

武汉营业部

地址: 武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号

电话: 027-59909521

南京营业部

地址: 南京市玄武区黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1 座、D2 座

电话: 025-86951881

广州黄埔大道营业部

地址: 广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰广场 B 座 1406

电话: 020-22922100

上海浦东营业部

地址: 上海浦东新区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话: 021-68597013

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com