



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

薛娜
投资咨询证号：
Z0011417

经济复苏 白银或更强

摘要

2020 年初的疫情引发流动性危机，导致金银大跌。美联储快速降息至 0 附近并推出无限量 QE 提振市场，伴随着美国疫情持续恶化，金银震荡大涨。但随着疫苗出现好消息，市场避险情绪下降，金银震荡下跌。近期受美联储维持无限量购债直到就业和通胀取得“实质性”进展、美国国会两党接近达成新一轮救助计划影响，金银大涨。

展望 2021 年，拜登可能会在上任后推出新一轮救助计划，金银一季度或仍有上涨机会。但美国经济可能复苏较为强劲，随着美联储可能停止购债、疫情好转避险需求下降等，黄金后续上涨动力不强。同时明年工业品普遍偏强，通胀或上升，对金银有一定的利多，但预计利多影响有限。当前国内白银现货库存快速下降，工业需求增加对白银有一定的提振作用，预计明年白银表现或强于黄金。

风险提示：

- 1、美国国会可能分别由两党把控，拜登就职后新一轮救助计划可能难以通过，这对金银将是利空；
- 2、美联储若购债时间超预期延长，则短期对金银有较大的利多；
- 3、疫情若有反复，或疫苗效果不及预期，对金银是利多。

目录

第 1 章	黄金 ETF 持续减持 国内白银库存有所下降	4
1.1.	三季度黄金 ETF 需求下降金条需求大涨	4
1.2.	四季度黄金 ETF 持续减持 白银表现更强	4
1.3.	四季度国内白银库存下降对价格有一定的提振作用	6
第 2 章	关注美救助政策 金银或冲高回落	7
2.1.	美国疫情不断恶化 但经济在持续复苏	7
2.2.	美联储维持宽松 短期利多金银长期利空	9
2.3.	大规模救助计划较难通过 金银利多或不足	10
第 3 章	中国白银需求有望增长 但利多或有限	12
3.1.	三季度国内黄金产销均有所回暖	12
3.2.	白银需求有望增长 人民币或先升后贬	14
第 4 章	欧元区政策刺激经济或回暖 对金银小幅利空	16
第 5 章	金银上涨需政策刺激 白银或更强	17
免责声明		19

图表目录

表 1：全球黄金供需平衡表（吨）	4
表 2：黄金白银 ETF 四季度持仓及国际现货价格（截至 12 月 15 日）	5
图 3：COMEX 黄金与国际现货黄金价差基本回归正常 套利机会减少	5
图 4：四季度 SPDR 黄金 ETF 持续减持	6
图 5：COMEX 白银库存四季度继续增加 金交所现货白银库存在下降	6
图 6：美国疫情仍在爆发 欧洲疫情好转后进入平台期	7
表 7：四季度美国金融市场表现（资产以美元计价）（截至 12 月 15 日）	8
图 8：PMI 四季度多数表现较好 美国经济在持续复苏	8
图 9：美国房地产活跃度表现良好	9
图 10：房地产市场指标普遍较好	9
图 11：美欧央行利率维持在 0 附近的低位	10
图 12：美联储 QE 仍在不断放水令资产负债表继续膨胀	10
图 13：前三季度国内黄金产量同比下降 4.44%	12
图 14：前三季度我国黄金消费量同比下 28.66%	12
图 15：国内外现货黄金价差先收窄，近期有所扩大	13
图 16：疫情导致今年下半年国内白银价格大幅低于外盘	13
表 17：四季度中国市场监管（截至 12 月 15 日）	14
图 18：国内 PMI 四季度继续回暖	14
图 19、三季度消费明显回暖	15
图 20、基建、房地产投资增速明年或放缓	15
图 21、近期出口表现较好	15
图 22、其中出口美国大涨	15
图 23：四季度欧洲市场监管（资产以欧元计价）（截至 12 月 15 日）	17

第1章 黄金 ETF 持续减持 国内白银库存有所下降

经历过了三季度的暴涨暴跌之后，四季度黄金 ETF 在市场避险情绪下降的情况下持续减持，带动黄金震荡下跌。

四季度国内金交所白银库存下降较多，表明随着经济复苏工业需求较好，四季度工业品多数表现强势价格大幅上涨，带动白银表现比黄金更强，四季度白银小幅上涨。

1.1. 三季度黄金 ETF 需求下降金条需求大涨

今年三季度黄金暴涨暴跌，价格处于高位，令回收金供应有所增加，生产商净套保减持量增大，矿产金产量环比增加同比有所下滑，总供给小幅下滑。

需求方面，金饰需求较二季度回暖但同比大幅下降，科技用金小幅下降，金币金条需求同比环比均大幅上涨，金条需求一般对价格影响不大。ETF 及类似产品需求环比大幅下降同比小幅增长，央行由净购入变成净卖出，黄金季度供应过剩量显著增加。

表 1：全球黄金供需平衡表（吨）

	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	年同比变化%
金矿产量	915.3	922.7	818.1	775.5	883.8	-3
生产商净套保	-4.2	-36.5	41.6	-33.1	-36.2	-
回收金	354.5	335.2	282.3	286.1	376.1	6
总供应量	1,265.6	1,221.4	1,142.0	1,028.4	1,223.6	-3
金饰	479.9	563.8	332.6	198.1	312.0	-35
科技	82.0	83.3	72.9	67.7	76.7	-6
加工量小计	561.9	647.2	405.5	265.7	388.7	-31
金条和金币需求量	149.4	245.5	250.5	154.3	222.1	49
黄金 ETFs 及类似产品	258.7	23.2	299.6	431.2	272.5	5
各国央行和其他机构	141.9	140.7	120.6	112.0	-12.1	-
黄金需求（制造基础）	1,111.9	1,056.6	1,076.2	963.2	871.3	-22
顺差/逆差	153.7	164.9	65.8	65.2	352.4	129
总需求	1,265.6	1,221.4	1,142.0	1,028.4	1,223.6	-3
LBMA 黄金价格 （美元/盎司）	1,472.5	1,481.0	1,582.8	1,711.1	1,908.6	30

资料来源：WGC 南华研究

1.2. 四季度黄金 ETF 持续减持 白银表现更强

黄金价格在三季度经历了暴涨暴跌之后，四季度震荡下跌了 1.7%。SPDR 黄金 ETF 持仓减少了 7.78%，是价格下跌的主要推动力。

白银价格三季度同样暴涨暴跌，但四季度上涨超 5%，主要因经济复苏需求良好，同时四季度工业品大多表现强势，白银的工业需求占比超 50%，经济复苏对白银有一定的拉动作用。四季度白银 ETF 继续小幅增加，但 COMEX 白银库存继续较大幅度增加。

表 2：黄金白银 ETF 四季度持仓及国际现货价格（截至 12 月 15 日）

	最新值	四季度变动 (%)	年初至今变动 (%)
SPDR 黄金持仓	1170.14	-7.78	31.00
COMEX 黄金库存（盎司）	37598703.09	1.89	332.22
伦敦黄金现货价格（美元/盎司）	1853.64	-1.71	22.17
COMEX 黄金价格（美元/盎司）	1857.50	-1.77	22.20
白银 ETF 持仓合计	27281.55	0.82	44.54
COMEX 白银库存（盎司）	393429842.26	4.86	24.05
伦敦白银现货价格（美元/盎司）	24.49	5.42	37.21
COMEX 白银价格（美元/盎司）	24.63	5.53	37.60

资料来源：Bloomberg 南华研究

COMEX 黄金库存继续小幅增加了 1.89%，COMEX 黄金期货与国际黄金现货价差基本回归正常，期现套利机会大幅减少，是库存没有继续大幅增加的主要原因。

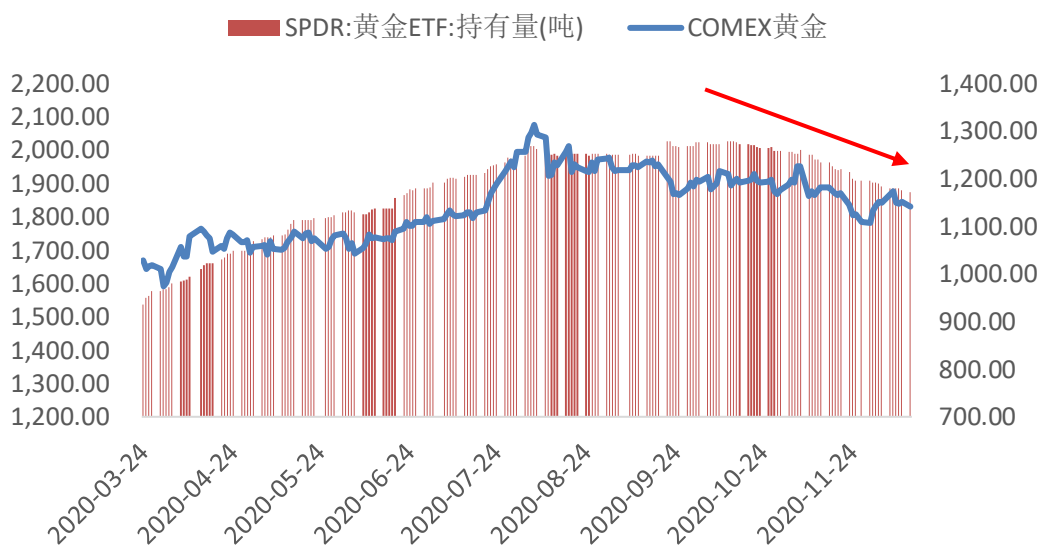
图 3：COMEX 黄金与国际现货黄金价差基本回归正常 套利机会减少



资料来源：Wind 南华研究

2021 年需继续关注黄金 ETF 的持仓情况。四季度 SPDR 黄金 ETF 持续减持，主要因疫苗不断出现好消息，美国总统大选拜登获胜，市场认为其政策不确定性显著减少，因此市场避险情绪持续下滑，同时美国经济复苏良好，市场担忧美联储可能会缩短低利率维持时间。这些导致黄金 ETF 不断被抛售。若 2021 年黄金 ETF 仍不断被抛售，则黄金价格面临的压力较大，同时也将对白银价格形成一定的压力。

图 4：四季度 SPDR 黄金 ETF 持续减持

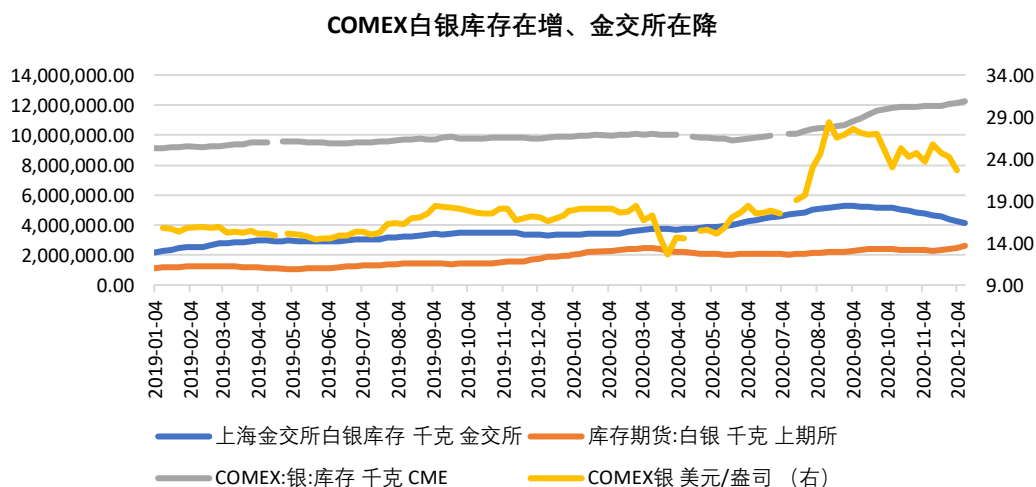


资料来源：Wind 南华研究

1.3. 四季度国内白银库存下降对价格有一定的提振作用

四季度 COMEX 白银库存继续大幅增加，主要因海外白银需求下滑，供给较多。而国内金交所的白银现货库存存在四季度显著下降，主要因国内白银工业需求较好，其中可能有部分是替代了海外的白银需求。其中今年国内光伏行业发展较迅速，对于白银的需求还是会有一定的提振作用。

图 5：COMEX 白银库存四季度继续增加 金交所现货白银库存存在下降



资料来源：Wind 南华研究

总体上，国内白银库存在降，表明经济复苏、工业需求较好对于白银的需求还是有提振的。而且国内白银期货的成交量比 COMEX 白银成交量还要大，对价格的影响还是比较大的，这点跟黄金不同。四季度工业品多数表现强势价格大幅上涨，这对于白银也有一定的利多影响。以上是白银四季度表现比黄金更好的主要原因，这种情况明年或延续。

第2章 关注美救助政策 金银或冲高回落

近期美国疫情不断恶化，但经济受影响不是很大。12 月 FOMC 会议，美联储维持每月 1200 亿美元的资产购买规模，以提供对经济的支持。美国国会两党关于救助计划的协议一直在谈判，若达成协议，则将对美国经济产生较大的刺激。

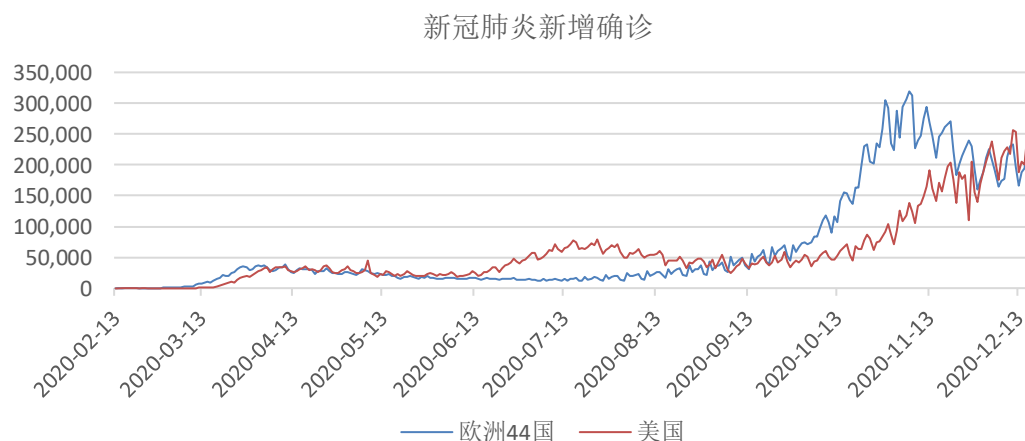
美联储维持宽松以及救助计划可能达成的预期刺激金银近期大涨。2021 年继续关注美国货币和财政政策以及美国经济复苏的情况。

2.1. 美国疫情不断恶化 但经济在持续复苏

截止到 12 月 18 日，美国累计确诊新冠肺炎病例 1788.8 万，累计死亡超 32 万。进入秋冬季节美国疫情再次恶化，近期日新增确诊数普遍超 20 万，并且屡创新高，日新增死亡增至两三千。主要因封锁措施较少、气温下降等。近期随着疫情的恶化，已经有部分地区重启封锁措施。

美国卫生部助理部长表示，美国可能在 12 月接种 2000 万人，明年 1 月接种 3000 万人，明年 2 月再接种 5000 万人，到明年 5、6 月，任何想接种疫苗的公民都可以接受注射。

图 6：美国疫情仍在爆发 欧洲疫情好转后进入平台期



资料来源：Wind 南华研究

四季度美元指数受到美国疫情恶化影响下跌 3.55%，未对黄金白银起到提振作用。10 年期国债收益率上升 22 个基点，表明避险情绪显著下降，与金银下跌的逻辑比较类似。四季度美股指普涨，波动率下降，CRB 指数上涨 9.77%，主要得益于美国经济的持续复苏、疫苗的好消息以及美国可能推出新一轮救助政策等。

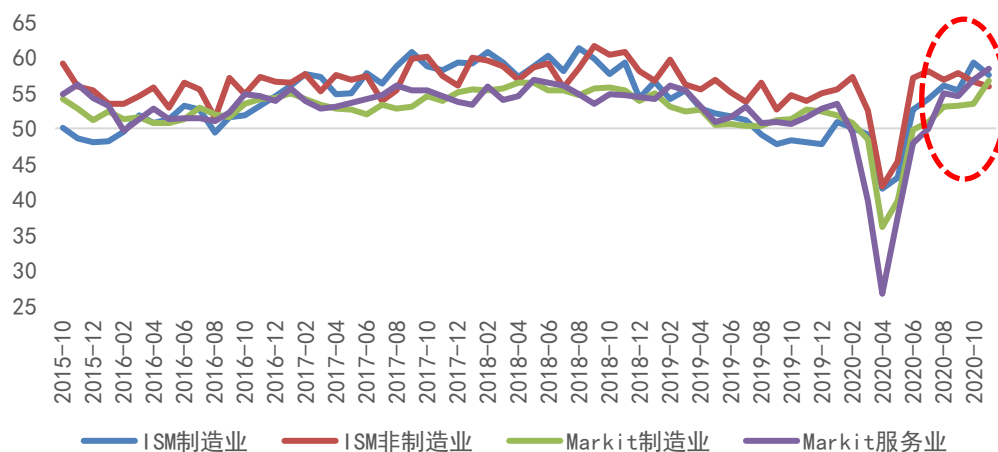
表 7：四季度美国金融市场表现（资产以美元计价）（截至 12 月 15 日）

	最新价	四季度涨跌幅(%)	年至今涨跌幅(%)
美元指数	90.476	-3.55	-6.27
2 年期国债收益率	0.116	-1	-146
10 年期国债收益率	0.908	22	-101
标准普尔指数	3694.62	9.86	14.36
道琼斯指数	30199.31	8.70	5.82
纳斯达克综合指数	12595.06	12.78	40.37
标普 500 金融行业指数	473.62	18.32	-7.39
SP500 波动率指数	22.89	-13.20	66.11
CRB 指数	163.0198	9.77	-12.25

资料来源：Bloomberg 南华研究

疫情数据较为严峻，但经济受影响并没有很严重。美国 PMI 数据显示美国经济四季度持续复苏，仅 ISM 非制造业持续下滑，但目前仍位于 50 以上，显示美国经济当前处于景气度较高的水平。

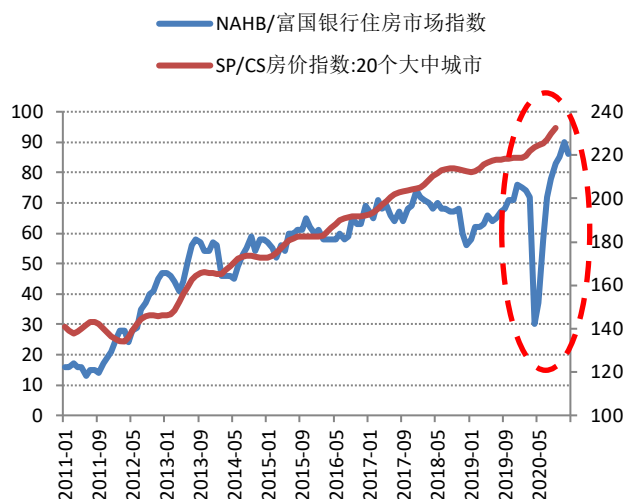
图 8：PMI 四季度多数表现较好 美国经济的持续复苏



资料来源：Wind 南华研究

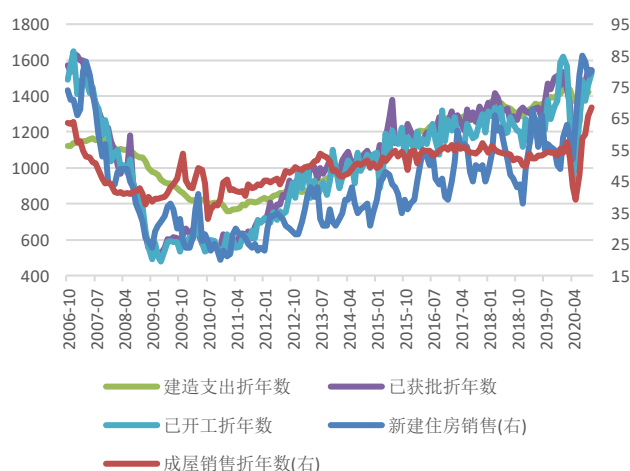
当前美国房地产市场表现强劲，房价指数持续上涨，活跃度指数也在不断上涨，不过 12 月略微受到疫情的影响，其他房地产指标也普遍表现较好。主要因降息至 0 附近刺激贷款，疫情导致独立居住的需求增长等。

图 9：美国房地产活跃度表现良好



料来源：Wind 南华研究

图 10：房地产市场指标普遍较好



资料来源：Wind 南华研究

总体而言，美国疫情阶段性爆发，一次比一次严重，主要因仅第一次封锁较严格，此后为保经济封锁措施较少。同时受益于美联储降息至 0 附近、无限量 QE 和美国第一轮总额 2.3 万亿美元的救助计划，美国经济在 4 月份因封锁见底之后不断复苏，在第一轮救助计划结束后，叠加疫情的恶化，美国部分经济领域受影响放缓，但房地产市场表现强劲，总体经济仍然是在复苏的，并且近期疫苗好消息不断，美股表现强势。

2.2. 美联储维持宽松 短期利多金银长期利空

刚刚结束的 12 月 FOMC 会议维持利率不变，并表示将维持债券购买不变直到就业和通胀方面取得“实质性”进展。鲍威尔还表示在美国通胀重返正轨之前，不会提前加息。对于购债，他表示，美联储在 12 月针对债券购买提供了额外的指引，目标是向美国经济提供强大的支持。他重申美联储可以扩大债券购买力度，调整所购买债券的久期，并指出，在缩减债券购买之前，美联储将发布警告。鲍威尔还表示从金融稳定的角度来看，房价不是问题，不太关心股票市场的估值。

12 月会议声明和主席发布会表明，当前美联储关心的是全力支持美国经济发展，并且有加大支持力度的能力，并不关心由此造成的资产价格泡沫。这表明美联储当前是十分宽松的态度，也表明美联储支持经济增长的决心和能力，利好美国经济和美股。对于金银短期利多，中长期若美国经济恢复较好，则美联储存在逐步退出支持政策的风险，市场对避险资产的需求也会下降，对金银是利空的。重点还是关注美国经济复苏，尤其是疫情的控制情况。

图 11：美欧央行利率维持在 0 附近的低位

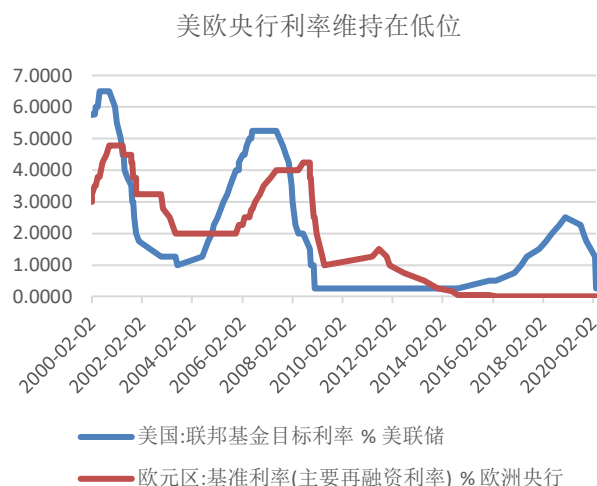
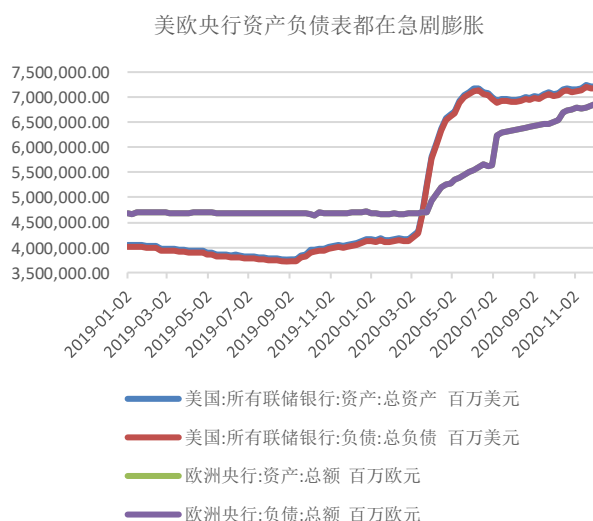


图 12：美联储 QE 仍在不断放水令资产负债表继续膨胀



料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

2.3. 大规模救助计划较难通过 金银利多或不足

美国大选目前已经尘埃落定，拜登当选美国下一任总统。与特朗普相比，拜登的政策相对比较传统、可预测，中美关系未来不太可能出现表面上的极限施压，因此前段时间市场的避险情绪显著下降，对于黄金白银有一定的利空影响，黄金 ETF 的持续减持就是这一结果的体现。但拜登表示不会立即取消加征的关税，最终可能只取消部分商品的关税。实体清单也未必会取消。中美之间竞争与合作的关系或将长期存在。

拜登所在的民主党支持推出较大规模的救助计划，而共和党支持推出较小规模的救助计划。近期两党关于规模 9000 亿美元的救助计划谈判的主要分歧点在于明年美联储紧急贷款计划的资金和分配权。由于可能无法获得参议院控制权，民主党希望保留美联储作为财政刺激的“第二水龙头”，绕开国会完成原本无法完成的“财政刺激”。因此该协议能否达成非常重要。

此外 1 月 5 日佐治亚州 2 个参议员议席的决选，将决定参议院的控制权，目前市场预期民主党一统国会的概率较低，拜登就职之后推出新一轮救助计划的难度也较大。

拜登任命前美联储主席耶伦担任财政部长，预计整体政策倾向偏宽松，但巧妇难为无米之炊，最终还是需要看国会控制权以及救助协议的谈判。不过若救助计划无法推出，则美联储预计将维持当前的购债规模，以提供对经济的支持，对金银还是有一定的利多的。

总结

今年年初的疫情以及美国随后采取的封锁措施令美国股市大跌、经济大幅下滑，后在美联储降息至 0 附近并推出无限量 QE、美国第一轮总额 2.3 万亿美元的救助计划的刺激下，美国经济持续复苏。

7 月底刺激计划到期、后续叠加秋冬季疫情加剧以及重启部分封锁措施等，导致美国部分经济领域增长放缓，比如就业。但受益于低利率政策房地产市场表现强劲，制造业、非制造业 PMI 也较好，美股也持续上涨。

八九月份之后经济回暖、疫苗好消息不断、拜登当选政策不确定性下降等导致市场避险情绪大幅下降，黄金 ETF 不断被抛售，黄金震荡下跌。

2021 年需关注美国参议院控制权的归属，拜登的具体政策，比如救助计划的规模、加税政策、中美关系等。还需关注美联储的政策，美国疫情的进展等。

未来随着气温的回升、疫苗的推广，疫情在春季之后可能逐步好转，对于经济有利多影响。因此金银的机会主要在一季度。

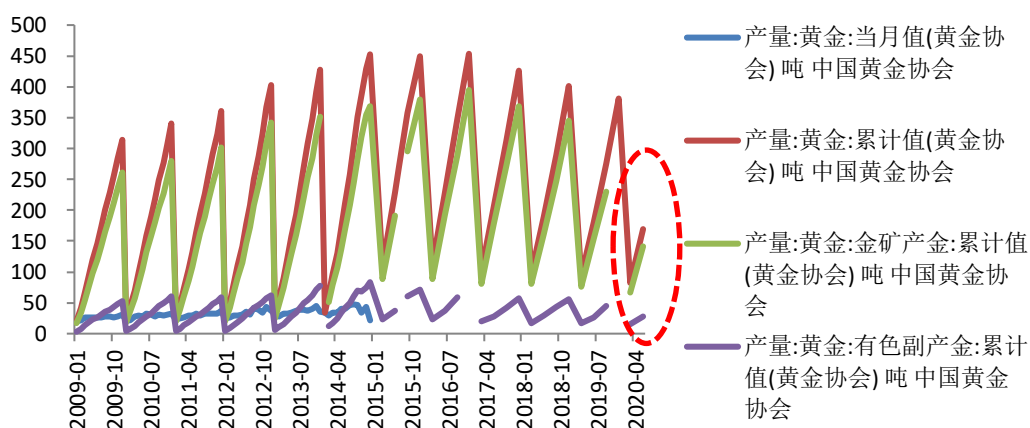
近期关注救助计划的谈判和 1 月 5 日参议院的决选。若民主党掌控参议院，则市场将预期美国推出新一轮大规模的救助计划，则将利多金银。若共和党掌控参议院，则利空金银。1 月 20 日拜登宣誓就职后，若推动新一轮救助计划则将利多金银。推出的救助计划规模越大，短期利多越大，但后续对经济的刺激力度也越大，经济可能强劲复苏，美股预计将大涨，通胀预计温和上涨，较难推动金银大涨。经济的强劲复苏将导致市场预期美联储缩减甚至停止购债等，对金银有较大的利空。美国经济若复苏强劲，则美元指数并没有大跌的基础，可能出现上涨趋势，对金银也有一定的利空。

第3章 中国白银需求有望增长 但利多或有限

3.1. 三季度国内黄金产销均有所回暖

前三季度国内黄金产量 337.51 吨，同比下降 4.44%，降幅较前三季度下降 7.3% 有所收窄，表明三季度生产在恢复。

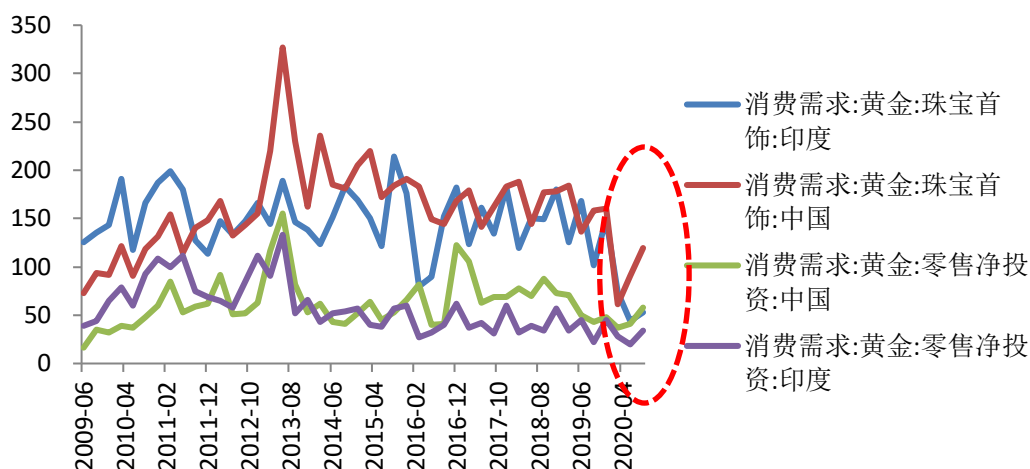
图 13：前三季度国内黄金产量同比下降 4.44%



资料来源：Wind 南华研究

前三季度我国黄金消费量 548.09 吨，同比下降 28.66%，较上半年下降 38.25% 也有所收窄，其中第三季度消费下降 12%，相比上半年明显回暖。

图 14：前三季度我国黄金消费量同比下降 28.66%



资料来源：Wind 南华研究

8 月中旬之后随着国际黄金价格的下跌以及国内黄金消费的回暖，国内外现货黄金

的价差一度回归到正常水平。但近期国际金价再度上涨，国内跟涨乏力，价差有所扩大。

未来主要关注金价的方向和国内消费情况，若国际金价震荡或下跌，预计价差将逐步回归至略高于 0 的水平。

图 15：国内外现货黄金价差先收窄，近期有所扩大



资料来源：Wind 南华研究

下半年国际白银价格飙升，主要是美联储、美国救助计划放水导致的投资需求推动，国内白银工业需求占比较高，跟涨热情不高，导致内外盘价差由正转负。四季度白银价格先是震荡下跌导致价差一度有所收窄，近期上涨导致价差又有所扩大。

2021 年国内白银工业需求预计仍然旺盛，但国际白银若大涨的话，国内跟涨热情预计仍然不高。若国际白银下跌，则价差可能收窄至 0 附近。

图 16：疫情导致今年下半年国内白银价格大幅低于外盘



资料来源：Wind 南华研究

3.2. 白银需求有望增长 人民币或先升后贬

国内四季度黄金下跌，白银震荡，表现比外盘更弱。主要是因为人民币兑美元大幅升值了 3.7%。而人民币升值主要因国内经济表现较好，货币未继续放水，同时生产恢复较好出口增加。另外金银四季度内外盘价差波动都很大，与价格负相关，主要因国内实物金银消费不强，跟涨热情不高。

A 股股指四季度普涨，其中沪深 300 和上证 50 表现更好，中证 500 表现较差。10 年期国债收益率上升 16 个基点，主要因经济复苏良好，货币政策有边际收紧的预期。

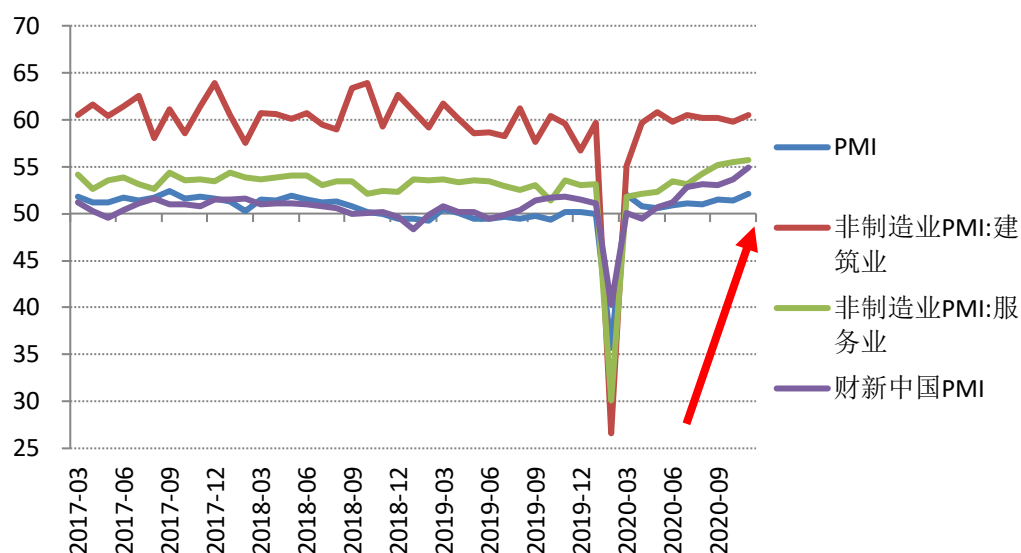
表 17：四季度中国市场监管（截至 12 月 15 日）

	最新价	四季度涨跌幅(%)	年至今(%)
沪金活跃合约	385.66	-5.03	10.99
沪银活跃合约	5093	0.33	14.55
美元兑人民币	6.5394	-3.70	-6.09
沪深 300 指数	4945.1	7.80	20.71
上证 50 指数	3468.829	7.31	13.24
中证 500 指数	6265.582	1.18	18.94
10 年期国债收益率	3.29	16	15

资料来源：Wind Bloomberg 南华研究

国内 PMI 在持续回暖，表明经济在持续复苏。

图 18：国内 PMI 四季度继续回暖



资料来源：Wind 南华研究

三季度 GDP 中消费对经济的拉动作用明显增加，消费中主要是政策刺激汽车消费较好。三季度投资的拉动作用在下降，从固定资产投资完成额来看，基建投资增速已经放缓，房地产也有所放缓，但制造业投资增速在快速上升。近期出口数据表现较好，其中对美国出口大幅增长，主要因美国需求较好，同时因疫情部分需求转移到国内生产。

图 19、三季度消费明显回暖

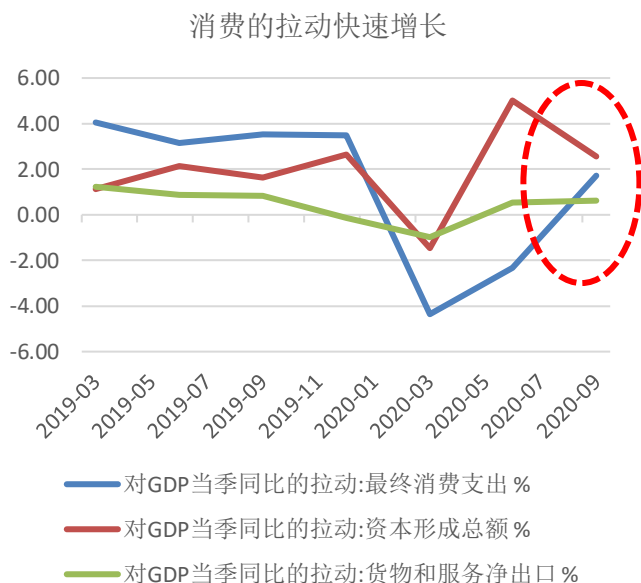
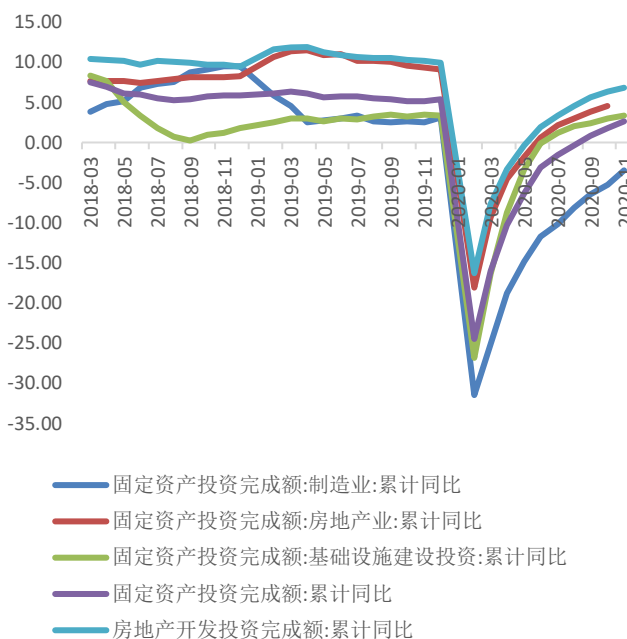


图 20、基建、房地产投资增速明年或放缓



料来源: Bloomberg 南华研究

料来源: Bloomberg 南华研究

图 21、近期出口表现较好

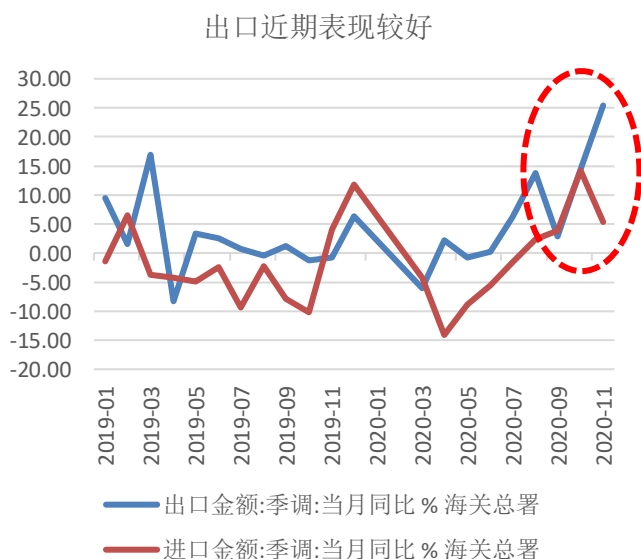
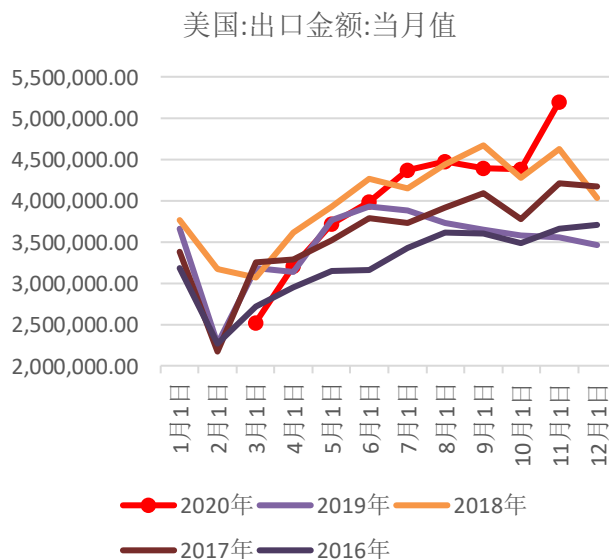


图 22、其中出口美国大涨



料来源: Bloomberg 南华研究

料来源: Bloomberg 南华研究

12 月 11 日政治局会议首次提出“需求侧改革”，核心是扩大内需；12 月 18 日的中央经济工作会议提出坚持扩大内需这个战略基点。今年下半年我国消费已经在持续复苏，因此预计明年消费将显著增长，或将带动很多大宗商品价格中枢上移。

近期日本、欧洲已经推出了新一轮救助计划，美国预计也将于近期或明年年初推出，将刺激海外需求复苏。发达国家疫苗预计将在明年年中大规模推广，发展中国家预计疫苗接种会显著落后，因此至少上半年生产转移至中国的情况或将持续，我国出口上半年或将继续强劲。

明年基建投资、房地产投资或将放缓，新开工可能略微受影响，但房地产竣工或加速。另外制造业投资明年可能表现较好。

中央经济工作会议指出，明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。中央经济工作会议还指出将碳达峰、碳中和工作作为重点任务。当前光伏行业随着技术进步已经实现了平价上网，即发电成本达到煤电水平。拜登也支持新能源发展。因此在中美两国大力发展新能源的情况下，光伏有望迎来大发展，对白银的需求或将增加。5G 建设对白银也有很大的需求量，但预计对成本较为敏感，一直在发展白银的替代技术。

综合来看，明年我国消费、出口或将保持强劲，国内经济复苏预计良好，宏观政策仍有支持，A 股预计将维持慢牛节奏。人民币短期或将维持升值趋势，但近期的升值已经放缓，美国若推出大规模救助计划，经济复苏强劲的话，则美元指数或将上涨，人民币或将出现贬值，小幅利多国内金银。

同时经济复苏、新能源发展、5G 的发展都将提振白银的工业需求，对白银有一定的利多影响，因此预计明年白银表现将好于黄金。但白银的工业需求对价格普遍较为敏感，需求存在一定的弹性，白银若想趋势性大涨，仍需投资需求的刺激。而投资需要一般需要美联储或者美国财政政策的刺激。

第4章 欧元区政策刺激经济或回暖 对金银小幅利空

欧洲疫情在秋冬季节急剧恶化，程度远超春季，导致多国采取封锁措施，当前疫情已经有所缓解，但随着圣诞元旦节假日的到来，新增确诊数未继续下降，同时经济数据有所下滑。

如图 18 所示，四季度在疫苗好消息、刺激政策推动下，欧股普遍大涨，10 年期国债收益率普跌，市场仍有避险需求，但对金银的利多有限。欧元兑美元四季度大幅升值 3.69%，主要因欧洲疫情控制较好。

12 月 10 日，欧洲央行公布的利率决议中，维持三大关键利率水平不变，但将目前规模已达 1.35 万亿欧元的欧洲紧急抗疫购债计划（PEPP）再增加 5000 亿欧元，让这一刺激计划的总规模达到 1.85 万亿欧元，约合 2.24 万亿美元。同时 PEPP 将至少持续至 2022 年 3 月底，较此前的 2021 年 6 月底至少延长了 9 个月。并将重新投资到期的 PEPP 债券，至少持续至 2023 年底，此前为持续至 2022 年 12 月底。除了 PEPP 规模扩大与期限延长之外，欧洲央行还将第三轮定向长期再融资操作（TLTRO）优惠利率的持续时间延长，从此前的 2021 年 6 月调整为延续至 2022 年 6 月。

就在同一天，欧盟峰会批准了由共同债务支持的 1.85 万亿欧元（2.2 万亿美元）刺

激计划。这为欧盟 2021-2027 年的 1.1 万亿欧元（约合 1.3 万亿美元）七年预算案的实施铺平了道路，也代表价值 7500 亿欧元（约合 9080 亿美元）的抗疫援助基金可以通过共同债务获得资金来源。

在欧洲央行和财政刺激政策的共同作用下，预计欧洲经济在明年将逐步复苏，对中国的出口也有一定的提振作用。明年欧股或震荡上涨，市场避险需求的下降对金银或有一定的利空影响。

图 23：四季度欧洲市场监测（资产以欧元计价）（截至 12 月 15 日）

	最新价	四季度涨跌幅%	年度至今%
欧洲股市			
欧盟斯托克 50 价格指数	3521.5	10.27	-5.97
德国 DAX30 指数	13362.87	4.72	0.86
法国 CAC40 指数	5530.31	15.13	-7.49
意大利富时 MIB 指数	8152.4	21.38	-14.63
西班牙 IBEX35 指数	21935.05	15.35	-6.68
英国富时 100 指数（GBP）	6513.32	11.03	-13.64
10 年期国债收益率（基点）			
德国	-0.611	-9	-43
法国	-0.371	-13	-49
意大利	0.519	-35	-89
西班牙	-0.017	-27	-49
希腊	0.56	-47	-91
英国	0.2582	3	-56
汇率			
欧元兑美元	1.2154	3.69	8.35

资料来源：Bloomberg 南华研究

第5章 金银上涨需政策刺激 白银或更强

2020 年初的疫情引发流动性危机，导致金银大跌。美联储快速降息至 0 附近并推出无限量 QE 提振市场，伴随着美国疫情持续恶化，金银震荡大涨。但随着疫苗出现好消息，市场避险情绪下降，金银震荡下跌。近期受美联储维持无限量购债直到就业和通胀取得“实质性”进展、美国国会两党接近达成新一轮救助计划影响，金银大涨。

展望 2021 年，重点关注美国救助计划的谈判和 1 月 5 日参议院的决选。若民主党掌控参议院，则市场将预期美国推出新一轮大规模的救助计划，则将利多金银。若共和党掌控参议院，则利空金银。

1 月 20 日拜登宣誓就职后，若推动新一轮救助计划则将利多金银，推出的救助计划规模越大，短期利多越大。除了美国的救助计划，还需关注美联储，一季度疫情若持续较严峻或美国国会分裂救助计划未推出，美联储有望加码或继续当前的宽松政策支持经济，对金银也有一定的利多。

后续疫苗逐步推广同时气温季节性逐步回升，美国疫情或将逐步好转，同时在美国联储不断购债以及美国救助计划的支持下，美国经济复苏或较强劲，通胀或回升。届时市场可能预期美联储缩减购债规模或者低利率持续时间缩短，同时疫情好转避险需求将下降，黄金后续上涨动力不强。

明年全球经济预计普遍复苏，工业品或普遍价格偏强，PPI 或上升，对黄金有一定的利多，但预计利多影响有限。当前国内白银现货库存快速下降，明年国内白银工业需求有望增长。若工业品普涨，对白银的提振作用预计更强，预计明年白银表现或强于黄金。

风险提示：

- 1、美国国会可能分别由两党把控，拜登就职后新一轮救助计划可能难以通过，这对金银将是利空；
- 2、美联储若购债时间超预期，则对金银有较大的利多；
- 3、疫情若有反复，或疫苗效果不及预期，对金银是利多。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点