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

南华期货 NANHUA FUTURES

2020 年商品季度报告 黄金白银

多事之秋

摘 要

三季度黄金白银在乐观情绪以及通胀预期升温的情况下短期暴涨，但涨幅过大不可持续，随后出现暴跌以及震荡。随着通胀预期下滑、美欧疫情再次爆发等，黄金白银向下突破三角形震荡区间大跌。

四季度美国新一轮救助计划规模以及何时能够通过、美国 11 月总统大选和国会大选、以及随后的对华政策、美国欧洲疫情以及疫苗研发进展存在较大不确定性。

近期美国和欧洲疫情再次爆发的担忧或已基本释放，SPDR 黄金 ETF 持续增持，预计四季度疫苗大概率将传出好消息，美国房地产市场在低利率刺激下表现不错，美国经济四季度大概率继续复苏，通胀预期可能回暖，黄金白银或仍有上涨空间。但当前黄金白银估值不便宜，想要大涨需要时间以及较强的刺激因素，比如新一轮救助计划通过、特朗普连任、中美贸易摩擦升级、美联储加码宽松等。

风险提示：

1、 若新一轮救助计划未能推出，或美经济下滑超预期，则金银可能下跌
2、 若美联储收紧货币政策，则金银可能下跌
3、 若中国进一步收紧政策导致需求放缓，令多数工业品价格下跌，则白银可能下跌，表现将比黄金更弱

目录

第 1 章 三季度金银暴涨暴跌 4
1.1. 二季度黄金产量需求均下滑 ETF 需求增长 4
1.2. 三季度黄金 ETF 增持白银库存激增 5
第 2 章 四季度重点关注美国刺激政策和大选 7
2.1. 美国疫情再次爆发 近期经济放缓股市回调 7
2.2. 美联储或将维持宽松政策 对金银影响不大 9
2.3. 特朗普或连任 预计利多美股和金银 9
第 3 章 中国汇率或继续升值 小幅利空国内金银 11
3.1. 国内产量回升需求也回暖 内外盘价差收窄 11
3.2. 人民币或继续升值 小幅利空国内金银 12
第 4 章 欧元较难持续升值 小幅利空金银 13
第 5 章 四季度黄金支撑强 金银或仍有上涨空间 14
免责申明 15

图表目录

表 1：全球黄金供需平衡表（吨） 4
表 2：黄金白银 ETF 上季度持仓增减幅度及国际现货价格涨跌幅%（截至 9 月 25 日） 5
图 3：COMEX 黄金与国际现货黄金价差回归但仍较以往波动更大 5
图 4：三季度 SPDR 黄金 ETF 继续增持 6
图 5：白银库存三季度激增 6
图 6：美国面临三次爆发欧洲面临二次爆发 7
表 7：三季度美国金融市场表现(资产以美元计价)（截至 9 月 25 日） 7
图 8：美国经济在大幅回暖后近期有所放缓 8
图 9：美国房地产活跃度超疫情前 8
图 10：房地产市场指标普遍较好 8
表 11：美联储 9 月 FOMC 会议预测 9
图 12：特朗普支持率上升并处于较高水平 10
图 13：上半年国内黄金产量下降 6% 11
图 14：二季度国内黄金消费下降 29%，印度黄金消费大幅下滑 70% 11
图 15：国内外现货黄金价差先扩大后收窄 12
表 16：三季度中国市场监测（截至 9 月 25 日） 12
图 17：国内 PMI 三季度显著恢复 13
图 18：三季度欧洲市场监测(资产以欧元计价) （截至 9 月 25 日） 13

第1章　三季度金银暴涨暴跌

7 月份以及 8 月初黄金、白银在全市场比较乐观、通胀预期升温的情况下短期暴涨，其中白银涨幅更大。但这种情况不可持续，之后出现了短期快速下跌，随后金银在三角形区间内震荡了很久。

随着中国货币政策边际收紧、原油需求不及预期、以及疫情在欧美再次爆发引发担忧等因素影响下，多数工业品出现了见顶回落或者高位震荡，通胀预期下降，金银 9 月下旬在三角形区间尾部向下突破大跌，其中白银跌幅更大。

1.1. 二季度黄金产量需求均下滑 ETF 需求增长

今年二季度黄金供应同比和环比均大幅减少，其中矿产金产量下滑明显，回收金量同比也有所下滑。

需求端也显著下滑，其中金饰需求同比大幅减少 64%，科技用金下滑 18%，金币金条需求也下降 32%，但 ETF 及类似产品需求大幅增加 300%以上，央行购金同比也大幅下降 50%。

但二季度黄金价格是上涨的，可见 ETF 及类似产品的需求对价格的影响是非常大的。

表 1：全球黄金供需平衡表（吨）

	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	年同比变化%
金矿产量	863.2	916.4	922.1	826.9	776.8	-10
生产商净套保	47.0	-4.2	-36.5	46.4	-28.0	-
回收金	310.6	358.5	339.0	284.6	285.7	-8
总供应量	**1,220.8**	**1,270.8**	**1,224.6**	**1,157.8**	**1,034.4**	-15
金饰	554.9	480.1	564.1	332.8	197.8	-64
科技	80.7	82.0	83.3	73.3	66.6	-18
加工量小计	635.6	562.1	647.4	406.2	264.4	-58
金条和金币需求量	218.9	148.5	245.3	247.9	148.8	-32
黄金 ETFs 及类似产品	76.1	259.2	25.4	299.8	434.1	>300
各国央行和其他机构	231.7	141.6	140.5	118.7	114.7	-50
黄金需求（制造基础）	1,162.3	1,111.4	1,058.6	1,072.6	962.0	-17
顺差/逆差	58.5	159.3	166.0	85.2	72.4	24
总需求	**1,220.8**	**1,270.8**	**1,224.6**	**1,157.8**	**1,034.4**	-15
LBMA 黄金价格（美元/盎司）	1,309.4	1,472.5	1,481.0	1,582.8	1,711.1	31

资料来源：WGC 南华研究

1.2. 三季度黄金 ETF 增持白银库存激增

金银价格在三季度经历了暴涨暴跌，现货黄金累计上涨 4.53%，最高上涨接近 16%；现货白银累计上涨超 25%，最高上涨接近 60%，波动非常大。

COMEX 黄金库存在套利交易盛行的情况下继续大量增加。黄金白银 ETF 均继续增持，是价格上涨的动力之一。

表 2：黄金白银 ETF 上季度持仓增减幅度及国际现货价格涨跌幅%（截至 9 月 25 日）

	最新值	三季度变动（%）	年初至今变动(%)
SPDR 黄金持仓	1266.83	7.46	41.82
COMEX 黄金库存（盎司）	37083969.42	15.41	326.30
伦敦黄金现货价格（美元/盎司）	1861.58	4.53	22.69
COMEX 黄金价格（美元/盎司）	1864.30	3.68	22.65
白银 ETF 持仓合计	26845.72	10.35	42.23
COMEX 白银库存（盎司）	372664705.89	16.03	17.50
伦敦白银现货价格（美元/盎司）	22.89	25.71	28.21
COMEX 白银价格（美元/盎司）	22.99	23.77	28.41

资料来源：Bloomberg 南华研究

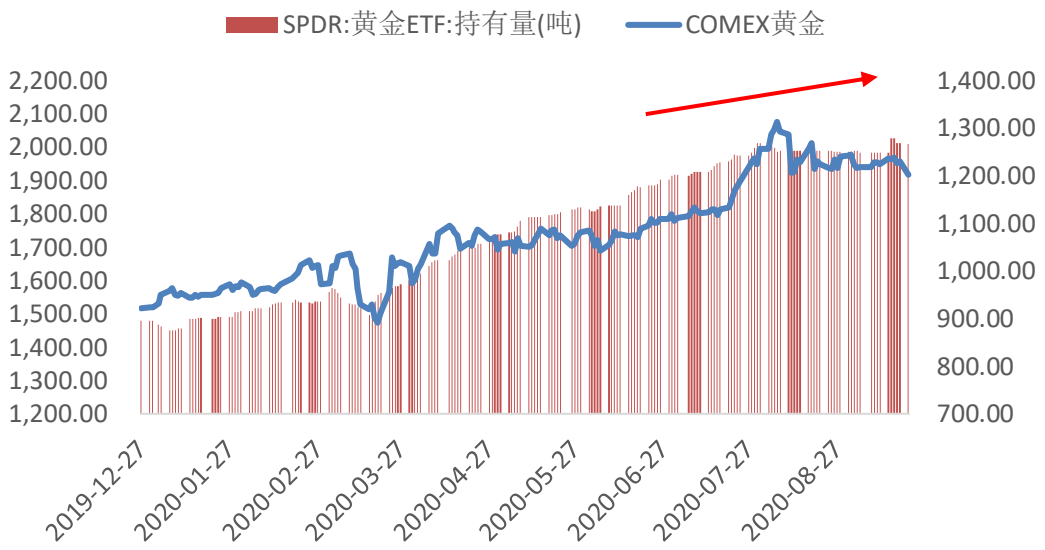
三季度 COMEX 黄金与国际黄金现货价差基本回归正常，但与以往相比波动仍偏大，令套利交易仍盛行，并导致 COMEX 黄金库存继续增加。

图 3：COMEX 黄金与国际现货黄金价差回归但仍较以往波动更大

资料来源：Wind 南华研究

三季度 SPDR 黄金 ETF 继续增持，表明机构投资者对于黄金后市还是比较乐观的，即使是在近期黄金跌破三角形震荡区间向下走的过程中，黄金 ETF 仍然增持。这表明黄金投资需求还是比较旺盛的，对价格形成支撑。

图 4：三季度 SPDR 黄金 ETF 继续增持

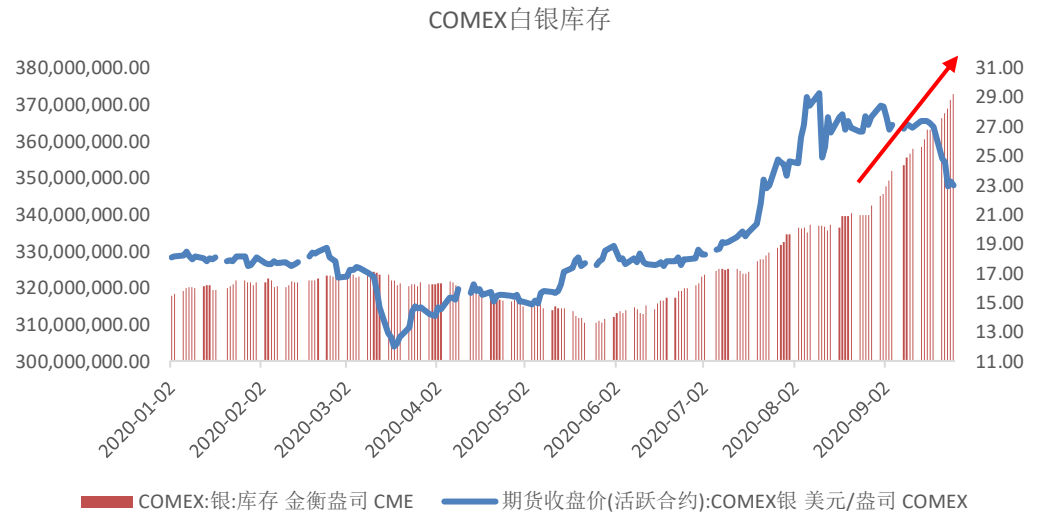


资料来源：Wind 南华研究

COMEX 白银库存经历了二季度的短暂下降后，当时主要是受矿产银产量因疫情封锁停产而下降的影响，三季度库存持续上涨，并且在 8 月末加速上涨。库存加速上涨主要是受需求恢复不及生产恢复的影响。库存的激增是白银近期价格暴跌的主要原因之一。

近期市场投资情绪较强烈，上涨时白银涨幅更大，下跌时白银跌幅更大，未出现黄金上涨白银涨不动的情况。预计四季度该情况或持续，但仍需关注库存的变化和市场投资情绪,谨防库存对价格形成压力。(库存的压力是白银 17/18 年表现较弱的主要原因)。

图 5：白银库存三季度激增



资料来源：Wind 南华研究

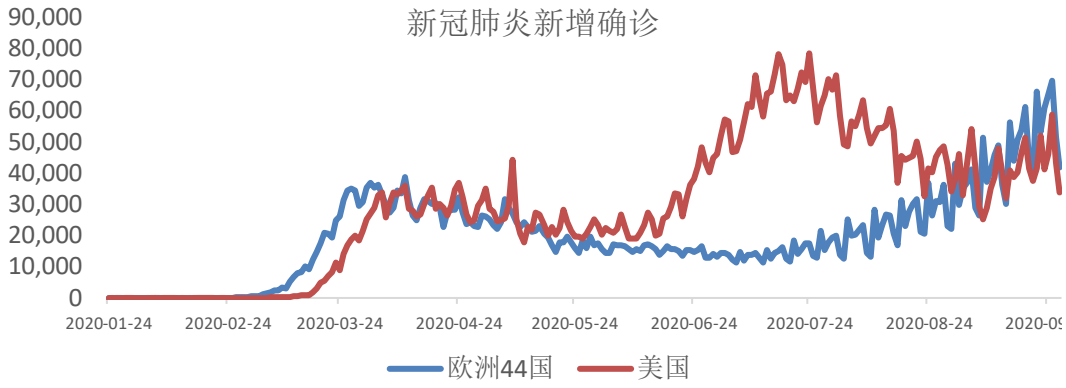
第2章　四季度重点关注美国刺激政策和大选

美国和欧洲疫情再次爆发的担忧或已基本释放，当前房地产市场表现较好，未来随着经济复苏金银或仍有上涨空间，但金银当前估值并不便宜，金银若想再次大涨，可能需要时间以及刺激性事件的影响。若美国通过新一轮救助计划、中国经济复苏超预期等，或特朗普成功连任并升级中美贸易摩擦等则可能会大幅利多金银。

2.1. 美国疫情再次爆发 近期经济放缓股市回调

近期美国疫情有三次爆发的迹象，而欧洲疫情二次爆发并且总体新增确诊病例数超过前一次。市场对疫情再次爆发的担忧是近期金银大跌的主要原因之一。未来继续关注疫情在美国和欧洲的进展。

图 6：美国面临三次爆发欧洲面临二次爆发



资料来源：Wind 南华研究

三季度美元指数下跌 2.88%，主要因美国疫情恶化，欧洲等国家相对较好。同时美联储持续 QE，但新一轮救助计划迟迟未能推出，美经济增长动能减弱。国债收益率三季度波动不大。CRB 指数上涨 7.53%，主要因中国以及全球经济逐步恢复，商品的需求恢复较好。

美股指数三季度上涨，主要因前期美国经济逐步重启，并且在第一轮救助计划和美联储的宽松政策下，经济增长动能较强。后期救助到期新一轮救助计划未推出，疫情有再次爆发迹象，经济动能减弱，如下图所示，PMI 有所下滑，股指有所回调。

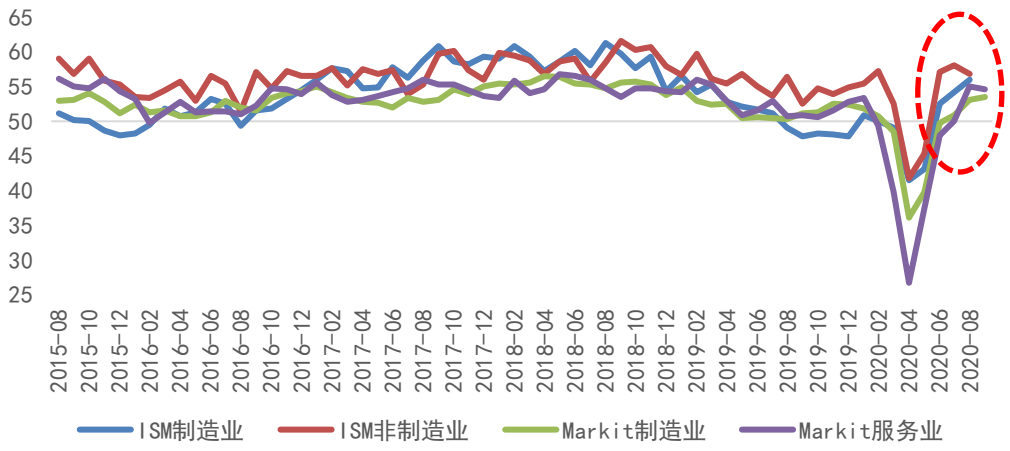
表 7：三季度美国金融市场表现(资产以美元计价)（截至 9 月 25 日）

	最新价	三季度涨跌幅(%)	年至今涨跌幅(%)
美元指数	94.577	-2.88	-2.02
2 年期国债收益率	0.131	-2	-144
10 年期国债收益率	0.6544	0	-126

标准普尔指数	3298.46	6.39	2.09
道琼斯指数	27173.96	5.27	-4.78
纳斯达克综合指数	10913.56	8.50	21.63
标普 500 金融行业指数	391.1	1.46	-23.52
SP500 波动率指数	26.38	-13.31	91.44
CRB 指数	148.3621	7.53	-20.14

资料来源：Bloomberg 南华研究

图 8：美国经济在大幅回暖后近期有所放缓



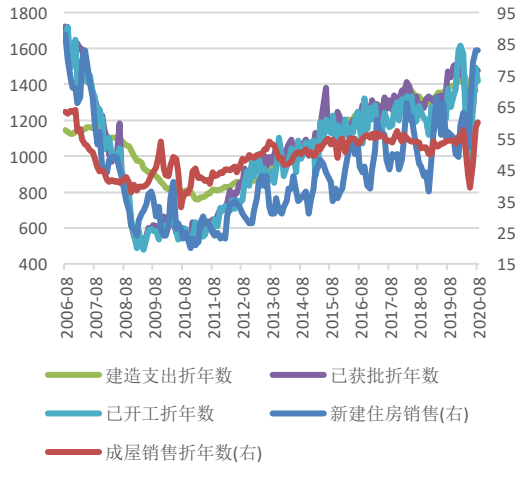
资料来源：Wind 南华研究

当前美国房地产市场在低利率以及 QE 的刺激下表现较好，市场活跃度已经超疫情前，并且很多指标也好于疫情前，因此预计四季度美国经济将继续复苏。

图 9：美国房地产活跃度超疫情前

资料来源：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

2.2. 美联储或将维持宽松政策 对金银影响不大

近期美国通胀率有所回升，失业率也有所下降。9 月的 FOMC 会议中，美联储上调了今年的经济增长和通胀率，并且下调了失业率预测，显示此前经济复苏强于预期，令美联储改变了特别悲观的观点。强于预期的经济表现，也是 9 月之前美股大涨的主要原因。

但美联储预计低利率将维持到 2023 年，表明货币政策将一直维持宽松的立场。美联储近期公布的新的货币政策框架采用平均通胀目标制，提高了对通胀率的容忍度，并且更关注就业。这也支持美联储采用宽松的货币政策立场，将对美股和美国经济形成支撑。

预计四季度美联储大概率不会改变政策立场，若有需要美联储可能加码宽松。但近期新一轮救助计划对市场的影响更大，美股并未暴跌，美联储加码宽松的可能性较低。关注大选，若大选打击股市美联储可能加码宽松救市。美联储若加码宽松，则利多金银。

表 11：美联储 9 月 FOMC 会议预测

变量	中位数				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	更长时间
实际 GDP	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9
6 月预测	-6.5	5.0	3.5		1.8
失业率	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1
6 月预测	9.3	6.5	5.5		4.1
PCE 通胀	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0
6 月预测	0.8	1.6	1.7		2.0
核心 PEC 通胀	1.5	1.7	1.8	2.0	
6 月预测	1.0	1.5	1.7		
备注：预计的适当策略路径					
联邦基金利率	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5
6 月预测	0.1	0.1	0.1		2.5

资料来源:FED 南华研究

2.3. 特朗普或连任 预计利多美股和金银

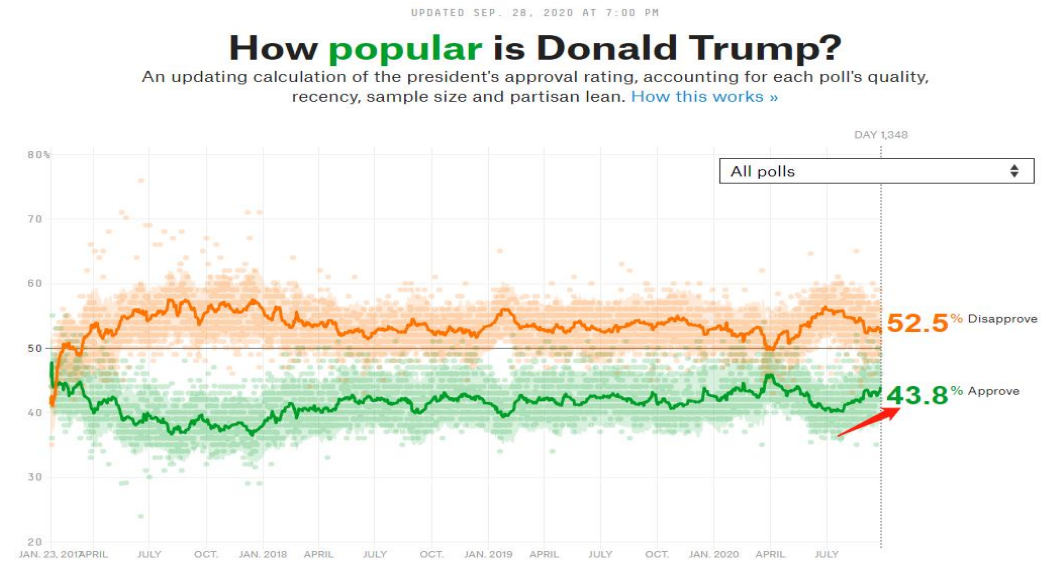
因候选人政策差异较大，11 月 3 日的美国总统大选结果预计将对市场产生较大影响。预计在大选前中美关系将维持现状。目前特朗普支持率有所上升，并且处于较高水平，预计连任概率较大。

若特朗普连任，将利多美股。需密切关注连任后特朗普的对华政策，若主动撕毁第

一阶段协议，或开启第二阶段协议谈判但加码施压的话，则可能对美股和 A 股尤其是 A 股产生一定的压力，比较利多黄金白银。

若拜登胜选，需关注权力能否顺利交接，预计对金银的影响相对较小。

图 12：特朗普支持率上升并处于较高水平



资料来源：https://projects.fivethirtyeight.com/trump-approval-ratings/ 南华研究

近期还需关注美国新一轮救助计划的谈判进展。此外还需关注国会选举结果，若特朗普连任、共和党能够控制参议院和众议院的多数席位，则推出新一轮救助计划的概率大幅增加，利多美股和商品，对金银有一定的利多影响，预计这种情况出现的概率最大。

若参议院和众议院依然由两党把持，与当前无异，对市场的影响需要看两党的谈判。若拜登胜选并且民主党控制参众两院，则也将利多美股和商品。

总结

美国经济在疫情后因经济封锁大幅下滑，但随着逐步解封、美国救助计划推出、美联储降息并 QE 救市，经济逐步回暖。美国房地产市场在低利率刺激下显著回暖。三季度经济回暖超预期，但近期经济增长动能减弱，因救助计划到期且未能推出新一轮救助计划，并且疫情有再次爆发的迹象。

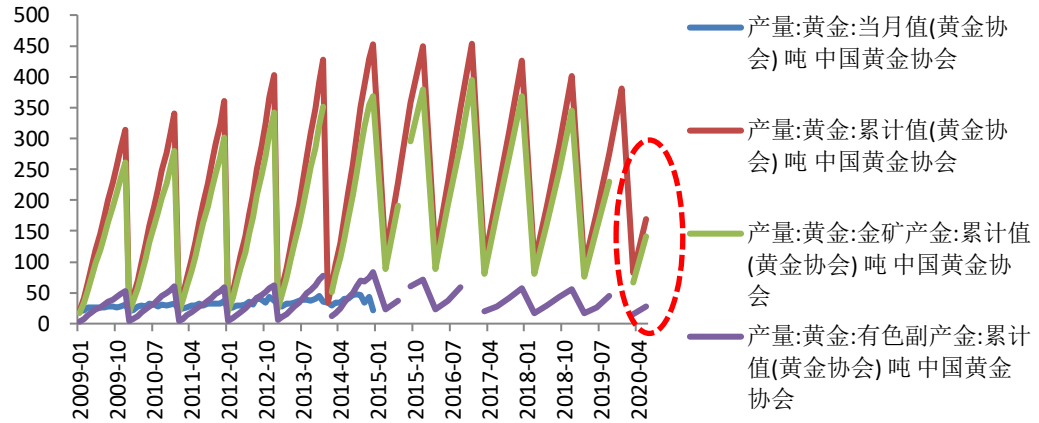
预计美国和欧洲疫情再次爆发、美国经济动能减弱的担忧当前或已基本释放，市场预期已经降低，美股和金银有短期见底迹象。当前美国房地产市场表现较好，预计四季度经济将继续复苏。四季度若救助计划通过、疫苗研发继续向好、或者特朗普连任等利好经济的消息出现，则美国经济大概率回暖，美股大概率将继续上涨，市场的乐观情绪对金银也是利多。

第3章　中国汇率或继续升值 小幅利空国内金银

3.1. 国内产量回升需求也回暖 内外盘价差收窄

国内黄金上半年产量累计较去年同期减少 6%,一季度减少 11%,降幅已经有所收窄。

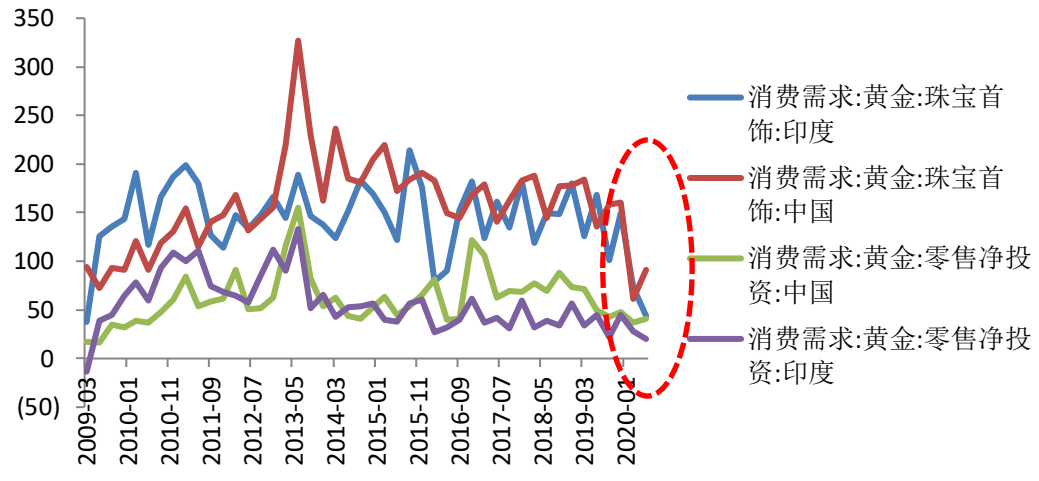
图 13：上半年国内黄金产量下降 6%



资料来源：Wind 南华研究

国内黄金二季度消费较去年同期下降 29%，一季度下降 61%，可见二季度黄金消费也显著回暖，但较去年仍有较大差距。其中珠宝首饰需求二季度同比下降 33%，零售净投资需求下降 18%，投资和珠宝首饰需求都回暖是国内消费好转主因。

图 14：二季度国内黄金消费下降 29%，印度黄金消费大幅下滑 70%



资料来源：Wind 南华研究

受新冠影响，印度黄金消费二季度大幅下滑 70%，其中珠宝首饰需求下滑 74%，零售净投资需求 56%。印度二季度比中国黄金消费下滑严重的多，主要因为印度疫情持续

爆发。

国内黄金价格与外盘的价差波动也非常大，与黄金的单边价格走势相关。6 月 8 日开始随着国际金价的上涨，国内涨幅相对较小，价差绝对值扩大，后随着外盘黄金陷入震荡，价差逐步回归，但当前价差仍较大。国内黄金需求回暖也是令国内黄金价格较外盘的价差有所收窄的原因之一。

四季度随着国内需求进一步回暖，内外盘价差或将继续回归。

图 15：国内外现货黄金价差先扩大后收窄

资料来源：Wind 南华研究

3.2. 人民币或继续升值 小幅利空国内金银

国内三季度股市普涨，主要因国内疫情控制较好，同时在政策刺激下国内经济逐步复苏。国内 10 年期国债收益率上涨 29 个基点，主要因随着国内经济复苏，货币政策边际收紧，债券收益率普遍上涨价格下跌。

表 16：三季度中国市场监测（截至 9 月 25 日）

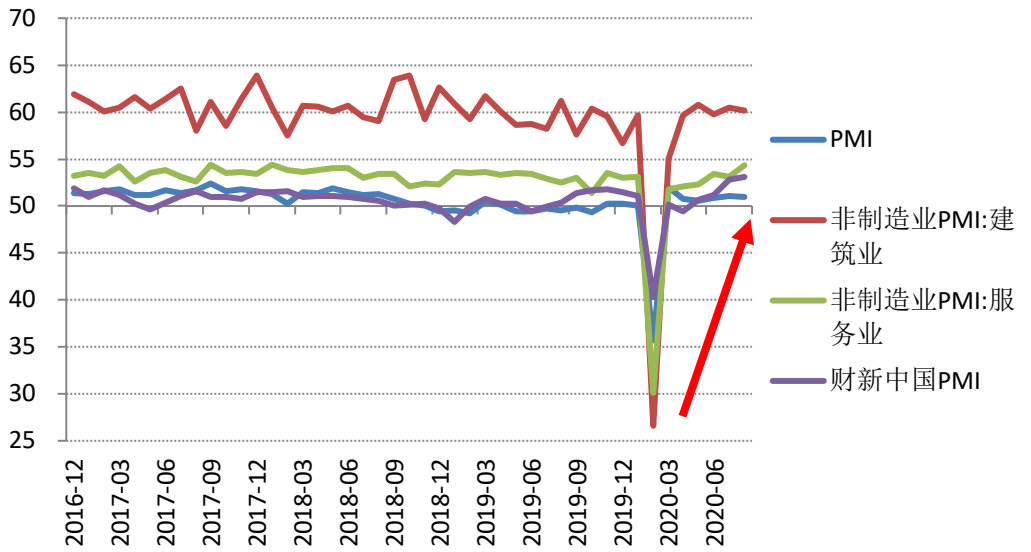
	最新价	三季度涨跌幅(%)	年至今(%)
沪金活跃合约	401.06	0.08	15.42
沪银活跃合约	4987	14.75	12.17
美元兑人民币	6.8238	-3.42	-2.00
沪深 300 指数	4570.02	9.75	11.56
上证 50 指数	3229.777	9.78	5.44
中证 500 指数	6236.891	6.35	18.40
10 年期国债收益率	3.125	29	-1

资料来源：Wind Bloomberg 南华研究

人民币兑美元三季度升值 3.42%，主要因国内疫情控制较好，同时美元指数不断下跌，令人民币有较大的升值压力。人民币的升值令三季度国内金银涨幅不及外盘。

四季度疫苗可能有进展，预计国内和国际经济将继续复苏，股指预计仍有上涨空间。人民币兑美元除了与国内经济复苏相关外，预计与美国大选以及美国对华政策有关，预计四季度人民币兑美元仍可能小幅升值，这将小幅利空国内金银。

图 17：国内 PMI 三季度显著恢复



资料来源：Wind 南华研究

第4章　欧元较难持续升值 小幅利空金银

欧洲疫情在三季度二次爆发，打击了市场情绪，欧股指普跌，但其中德国疫情控制较好股指小幅上涨。多数国家 10 年期国债收益率下降，市场有一定的避险情绪。

欧元兑美元升值 3.53%，主要因美国疫情较严重，美国第一轮救济计划到期而新一轮救济计划迟迟未能推出，同时美联储也在持续 QE 放水；同期欧洲疫情控制相对较好，并推出了大规模的复苏基金。但近期欧洲疫情二次爆发，欧元有所贬值，美元指数上涨，是利空金银的重要因素之一。

四季度仍需关注欧洲疫情进展，预计欧元走势对美元指数以及金银有一定的影响。四季度欧洲疫情可能继续扩散，美国若能尽快通过新一轮救助计划，则美国经济增长将加快，欧元较难持续升值，欧元若贬值则美元指数可能较强，预计将对金银有一定的利空影响。

图 18：三季度欧洲市场监测（资产以欧元计价）（截至 9 月 25 日）

	最新价	三季度涨跌幅%	年度至今%
欧洲股市			
欧盟斯托克 50 价格指数	3137.06	-3.00	-16.24
德国 DAX30 指数	12469.2	1.29	-5.89
法国 CAC40 指数	4729.66	-4.18	-20.88
意大利富时 MIB 指数	6628.3	-8.34	-30.59
西班牙 IBEX35 指数	18698.36	-3.49	-20.45
英国富时 100 指数（GBP）	5842.67	-5.30	-22.54

10 年期国债收益率（基点）			
德国	-0.529	-8	-34
法国	-0.257	-15	-38
意大利	0.886	-37	-53
西班牙	0.248	-22	-22
希腊	1.025	-19	-44
英国	0.1872	2	-63
汇率			
欧元兑美元	1.1631	3.53	3.69

资料来源：Bloomberg 南华研究

第5章 四季度黄金支撑强 金银或仍有上涨空间

7 月份以及 8 月初黄金、白银在全市场比较乐观、通胀预期升温的情况下短期暴涨，其中白银涨幅更大。但这种情况不可持续，之后出现了短期快速下跌，随后金银在三角形区间内震荡了很久。

随着中国货币政策边际收紧、原油需求不及预期、以及疫情在欧美再次爆发引发担忧等多因素影响下，多数工业品出现了见顶回落或者高位震荡，通胀预期下降，金银 9 月下旬在三角形区间尾部向下突破大跌，其中白银跌幅更大。

四季度美国新一轮救助计划规模以及何时能够通过、美国 11 月总统大选和国会大选、以及随后的对华政策、美国欧洲疫情以及疫苗研发进展等存在较大不确定性。

当前美国和欧洲疫情再次爆发、美国经济动能减弱的担忧或已基本释放，市场预期已经降低。四季度疫苗大概率将传出好消息，美联储预计将维持宽松政策立场，美国房地产市场在低利率和 QE 的刺激下大概率继续表现良好。因此美国经济四季度大概率继续复苏。

近期美股和金银有短期见底迹象，四季度黄金白银或仍有上涨空间，但当前估值不便宜，上涨可能较震荡、缓慢。SPDR 黄金 ETF 近期持续增持，黄金支撑较强。

四季度若救助计划通过、疫苗研发继续向好、经济增长超预期、或者特朗普连任等较大利好经济的消息出现，则美国经济大概率超预期回暖，美股大概率将继续上涨，对金银也是比较大的利多，其中白银波动性更大，在有较大利多因素情况下白银可能涨幅更大。

风险提示：

1、 若新一轮救助计划未能推出，或美经济下滑超预期，则金银可能下跌
2、 若美联储收紧货币政策，则金银可能下跌
3、 若中国进一步收紧政策导致需求放缓，令多数工业品价格下跌，则白银可能下跌，表现将比黄金更弱

免责申明

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。

南华期货 NANHUA FUTURES

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