

宝剑出已试锋芒，正酣战未可归鞘

——贵金属 2020 年年度投资策略

东海期货 2020 年年度策略 | 金属篇

投资要点

研究所 金属策略组

贾利军

从业资格证号：F0256916

投资分析证号：Z0000671

联系电话：021-68757181

邮箱：jialj@qh168.com.cn

联系人：刘晨业

从业资格证号：F3064051

联系电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

- 从金融角度来看：2019 年贵金属价格主要受中美贸易摩擦升级、美联储开启降息、英国脱欧延期、土耳其与叙利亚冲突、特朗普弹劾风波等事件支撑走高。上涨核心逻辑为美国经济增速放缓以及对美国经济增长预期降低导致长期美债收益率走低，同为避险资产的贵金属受到关注。
- 从金融角度对贵金属市场 2020 年作展望：美国经济韧性较强，且在美联储大概率暂缓降息进程保持观望的状态下，十年期美债收益率下行的空间或有限，但美国经济仍有下行压力，十年期美债收益率较低的格局或持续。关注美国大选的进展、中美贸易摩擦缓和、英国协议脱欧能否如预期般进行、美国与其他地区摩擦是否会加剧。
- 从商品角度来看白银：其他矿伴生银大概率保持稳定增长，而银矿白银产量大幅减产、且新增项目有限，白银供应端压力较大，或保持收缩；而电子电气方面以及光伏方面对白银需求的增长潜力与银饰银器方面对白银需求的回暖或带领白银总需求走高。
- 综合来看，贵金属价格仍然受美国经济增长压力支撑，但美国经济韧性较强，贵金属价格上行的空间或有限。白银方面，供需缺口有望扩大，或长期支撑银价上涨。操作建议上，黄金与白银的前期多单可继续持有，整体应维持中性偏多的思路，可逢低做多。在避险情绪大幅好转之际注意止损。金银比若继续走高落入极端值可谨慎做空金银比。
- 风险因素：美国与其他国家摩擦趋缓，美国经济增长超预期。

一、策略概述

贵金属市场宝剑出小试锋芒，中美贸易摩擦成为避险情绪的主导，同时美国设置的关税壁垒影响开始发酵，美国经济增速放缓，市场对美国经济增长的预期降低，十年期美债收益率一路下行，支撑贵金属价格走高。展望 2020 年，我们认为即使中美间已经达成阶段性协议，但美国设置的关税壁垒仍在，美国经济增长压力仍然较大，这对贵金属价格有较强支撑。但美国的经济韧性较好，经济及十年期美债继续下行的幅度或有限，即贵金属价格上涨的幅度或较为有限。需关注美国大选的进展、中美贸易摩擦缓和、英国协议脱欧能否如预期般进行、美国与其他地区摩擦是否会加剧。单边我们仍然建议逢低做多的思路。白银方面，供给或因银矿大幅减产而持续收缩，需求或因工业需求及消费需求转好而保持良好增长，供需缺口扩大或支撑银价长期上涨。金银间我们建议谨慎做空金银比。

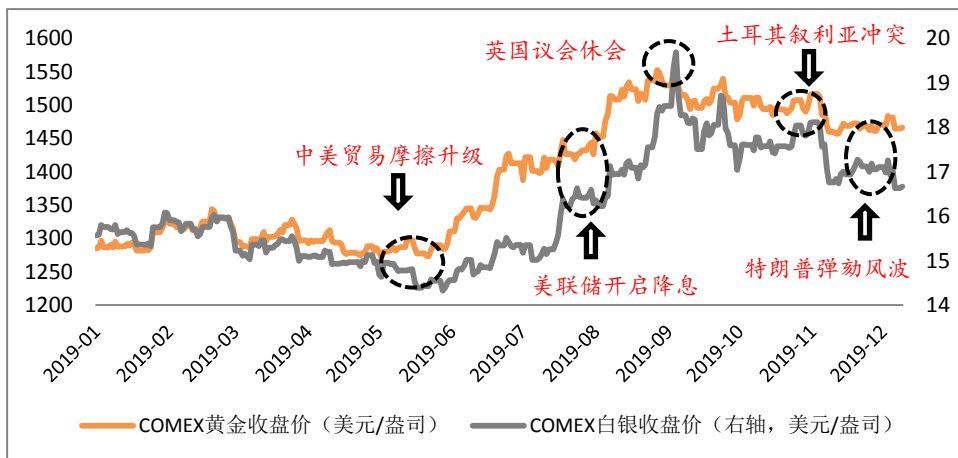
二、策略主要逻辑

（一）金融角度看金银：

1. 2019 年重要事件回顾：中美贸易摩擦主导避险情绪

2019 年贵金属市场展露锋芒，COMEX 期金年初开盘价 1285.0 美元/盎司，年内最高点 1566.2 美元/盎司，涨幅 21.9%，目前在 1400 美元/盎司上方牢牢站稳脚跟；COMEX 期银年初开盘价 15.55 美元/盎司，年内最高点 19.75 美元/盎司，涨幅 27.0%，目前在 16.90 美元/盎司附近。惊喜之余也让我们对 2020 年贵金属市场充满遐想，温故知新，我们先来回顾 2019 年宏观层面影响贵金属价格的主要事件。

图 1：2019 年贵金属价格走势



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

中美贸易摩擦升级——2019 年 5 月，中美贸易摩擦升级，美方将价值 2500 亿美元的中国输美商品的关税从 10%上调至 25%，中方发起反制措施，双方你来我往不断扬言提高关税壁垒直至 10 月，终于在 10 月初双方表示有意达成第一阶段协议。正是在这个期间，金价完成从 1300 美元/盎司至 1500 美元/盎司的飞跃。一方面，中美贸易摩擦加剧主导市场的避险情绪，另一方面，关税壁垒影响制造业，造成经济增速放缓。可以说中美贸易摩擦加剧是贵金属价格上涨的主要推动事件。

美联储开启降息——2019 年以来，多国央行开启降息潮，以抵抗全球经济下行的压力。自中美贸易摩擦升级后，市场对美联储即将转入降息周期的预期加深，对十年期美债押注加大导致十年期美债收益率过低，同为避险资产的贵金属已蛰伏多年价格低上涨潜力大，受到市场青睐。最终美联储在 7 月、9 月、10 月连续 3 次预防式降息共 75 个 BP，但期间美联储谈及货币政策时鸽派力度不足，市场对本轮降息的预期逐步转为中期调整，贵金属市场降温，美联储也在 12 月停止降息。可以说，降息预期领先贵金属的涨跌，而降息决定则滞后。

英国议会休会——2019年7月，特蕾莎·梅未能带领英国在原有的时间内完成脱欧，英国脱欧获欧盟批准延期，鲍里斯·约翰逊当选新一任英国首相，8月底试图让英国议会休会以在脱欧期限前排除阻碍，市场一度有英国硬脱欧的担忧，但最终苏格兰最高法院判休会违法，约翰逊后虽与欧盟达成“新脱欧法案”却未在限定时间内完成相关程序，英国脱欧期限再推迟至2020年1月底。脱欧一波三折严重影响欧元区经济增长，在中美贸易摩擦升级之际，给市场避险情绪加温。

土耳其叙利亚冲突——2019年10月，土耳其对叙利亚展开名为“和平之泉”代号的军事打击，后因美国扬言将对土耳其进行制裁稍稍收敛，后美军重返叙利亚，俄罗斯开始介入，多国的军事力量交织在叙利亚领土，即便在土俄签署谅解备忘录后，事件仍然没有得到有效的控制，至今战火不断，2019年四季度贵金属价格因贸易局势的阶段性好开始回落，错综复杂的地缘政治给贵金属提供了一定支撑。

特朗普弹劾风波——2019年11月，此前美国众议院对美国总统唐纳德·特朗普提出指控，指其存在以军事援助为利要求乌克兰对其竞选对手拜登及拜登之子进行调查的滥用职权行为，后正式举行对特朗普弹劾调查的公开听证会。在2020年美国大选来临之际，美国国内政局斗争加剧为大选“预热”，2019年四季度贵金属价格因贸易局势的阶段性好开始回落，政局风波突发也成为了贵金属回调时买入的重要原因。

2. 贵金属价格上涨核心：经济增长预期降低，长期美债收益率低

透过事件，从其背后的核心逻辑来看，支撑2019年贵金属大涨的核心因素是对经济增长的预期变差，尤其是对领头羊美国的经济增长爆发了担忧，比较明显的是美国制造业PMI一路下行跌破荣枯线，十年期美债收益率一路下行跌至1.5%左右。美国经济增速放缓，长期美债收益率下降，贵金属市场获得高度关注。

(1) 贸易摩擦发酵美国经济增速放缓，长期美债收益率下行

美国三个季度实际GDP环比折年率分别为3.1%、2.0%、2.1%。相比较于去年的增长态势，2019年美国经济增长明显放缓。分项来看，对实际GDP环比拉动率上，个人消费支出拉动GDP增长分别为0.78、3.03、1.97个百分点；私人投资拉动增长分别为1.09、-1.16、-0.01个百分点；商品和服务净出口拉动增长分别为0.73、-0.68、-0.11个百分点；政府消费支出和投资拉动增长分别为0.5、0.82、0.28个百分点。

个人消费支出与政府消费支出和投资支撑美国经济增长，而私人投资和商品服务净出口则拖累美国经济增长。从这几个分项来看，私人投资往往领先美国经济增长，个人消费支出基本与美国经济增长同步，政府消费支出是滞后反向指标，故在消费支出对GDP拉动放缓，私人投资走弱，政府消费支出较高时，美国经济面临较大下行压力。其中私人投资与商品和服务净出口自2018年中美贸易摩擦以来增速不断放缓，至2019年中美贸易摩擦升级后出现负增长，我们认为本次美国经济增长放缓的主要原因是贸易摩擦发酵引发的私人投资与对外贸易活动减弱。

图2：实际GDP增长分项环比折年率（%）

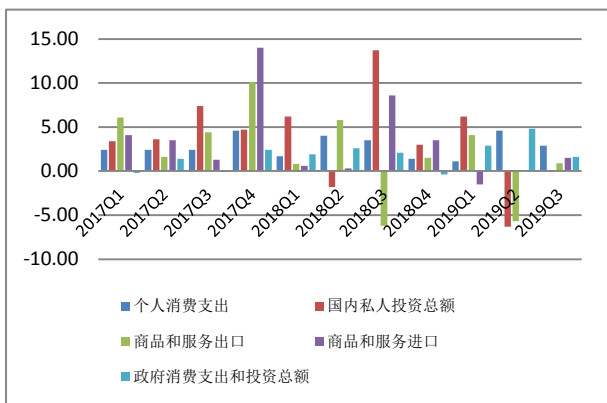
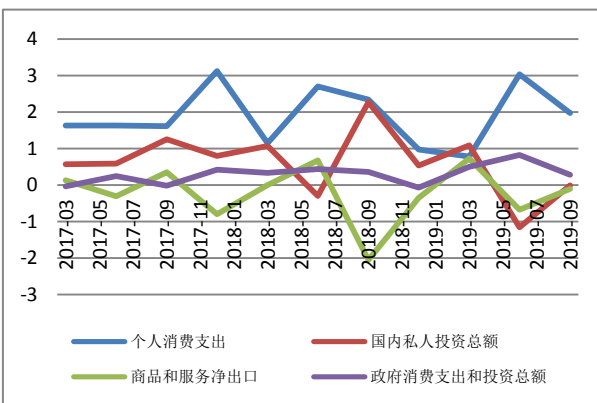


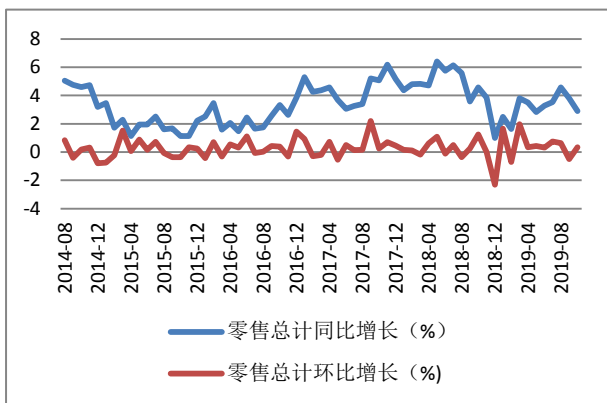
图3：分项对实际GDP环比拉动率（百分点）



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

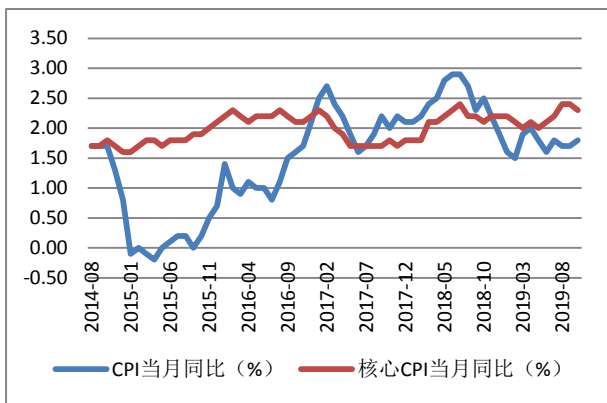
美国个人消费展现出良好的韧性,美国零售销售止住了2018年下半年以来下降的颓势,开始小幅反弹。失业率一路下降至近50年低位,至11月仅有3.5%。而2019年美国CPI同比增长在1.7%左右浮动,核心CPI同比增长在2.1%左右浮动;PCE同比增长在1.4%左右浮动,核心PCE同比增长在1.6%左右浮动,通胀未面临较大压力,利于消费增长。密歇根大学消费者信心指数录得数据非常强劲,自8月止住下滑后,四季度急转至上,12月录得99.2的高水平。总的来说,劳动力市场较为健康、通胀平稳、消费端韧性较强,减缓了美国经济步入衰退的压力,使美国经济得以温和增长。

图4: 零售销售显韧性



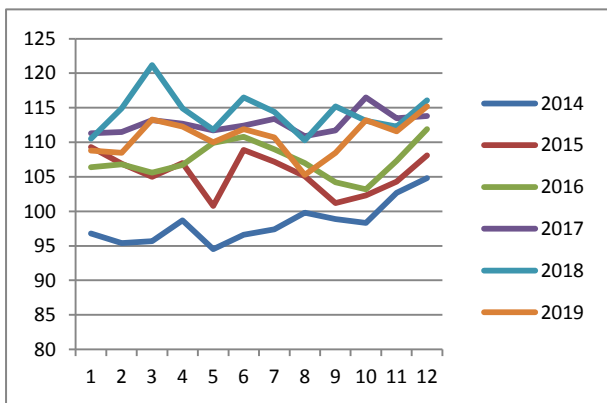
数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图6: CPI同比增长平稳



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

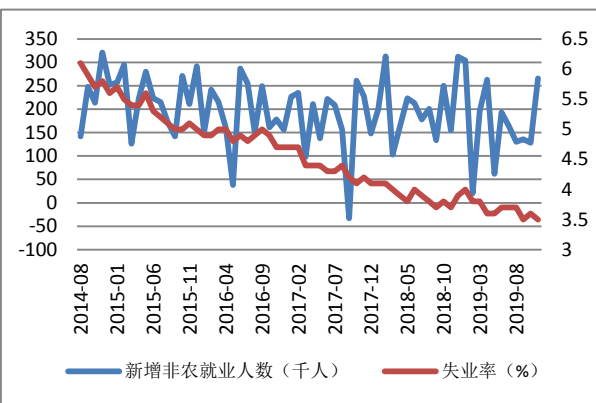
图8: 密歇根大学消费者现状指数



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

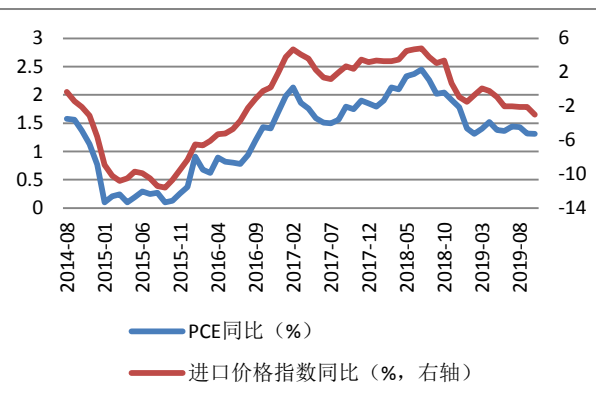
数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图5: 失业率创新低



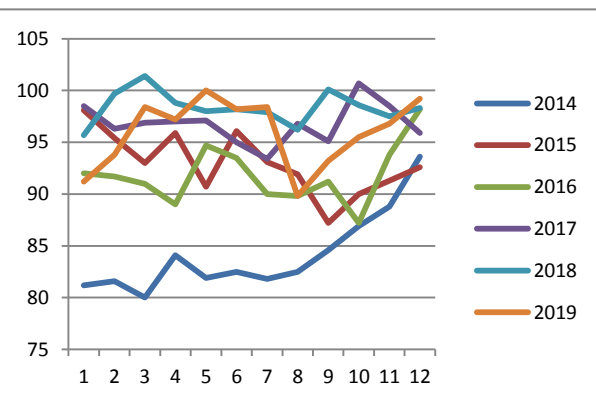
数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图7: PCE同比增长平稳



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图9: 密歇根大学消费者信心指数强劲



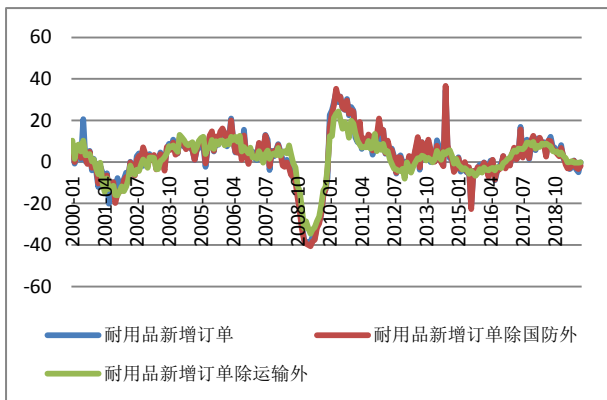
数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

与个人消费稳定的表现相反,私人投资表现疲软,耐用品新增订单已经从去年的增速放缓至今年

出现负增长。截至2019年10月，耐用品新增订单累计同比减少0.8%，剔除国防外耐用品新增订单累计同比减少0.9%，剔除运输外耐用品新增订单累计同比增加0.7%。住房方面，低利率对住房销售或有一定程度的刺激，新屋销售良好，成屋销售小幅收缩。截至2019年10月，成屋销售折年数累计5322万套，新屋销售折年数累计6826千套，同比分别下降1%，上升10%。总的来说，耐用品新增订单与私人住房投资的下降印证了美国私人投资走弱的事实。

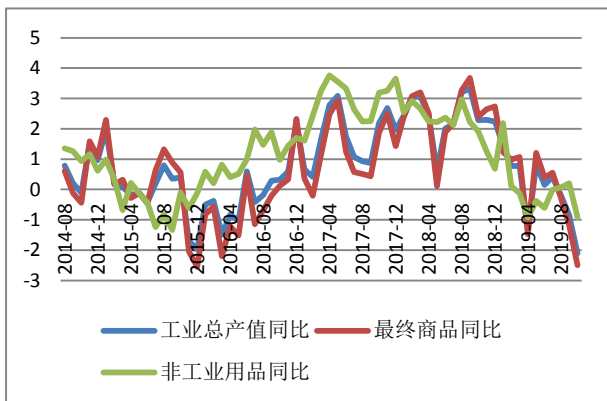
私人投资的减弱导致了制造业糟糕的表现，2019年美国工业总产值同比增速大幅下降，制造业PMI也已降至近年来的低点。2019年制造业PMI在8月以来跌至荣枯线以下，11月制造业PMI录得48.1。私人投资与制造业的疲软主要因为中美间贸易摩擦发酵对美国经济增长的负面影响逐渐显现，企业对设备投资减弱，产出减弱。另一方面，美国进出口金额同比增速下行的态势非常明显，时间上基本与制造业下行同步，反映出了贸易活动整体收缩。进口走弱主要受美国设置的各种关税壁垒影响，出口走弱则还与全球经济下行各国内需转弱有关。

图 10: 耐用品新增订单负增长 (单位: %)



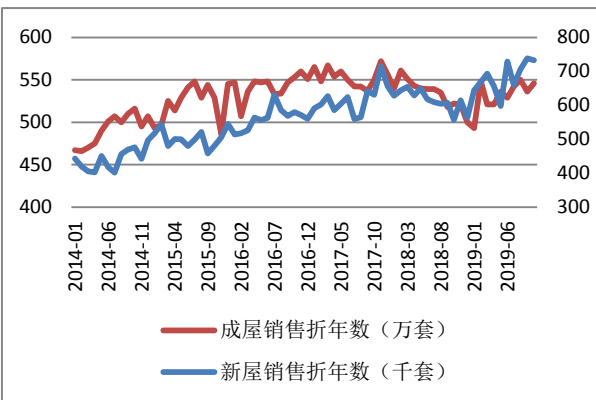
数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 12: 工业总产值增速大幅下降 (单位: %)



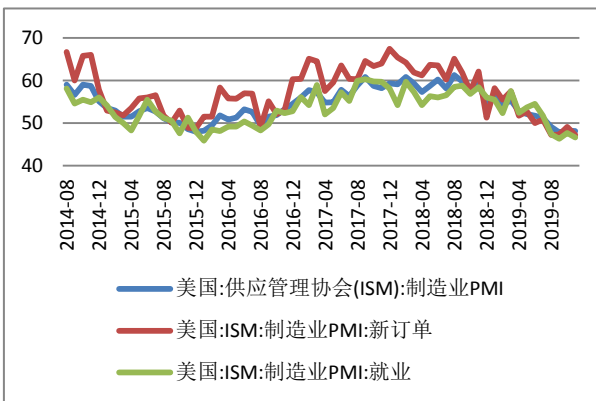
数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 11: 住房销售稍降



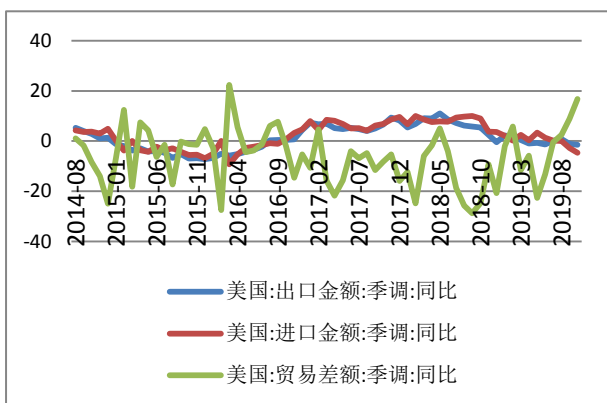
数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 13: 制造业 PMI 一路下行



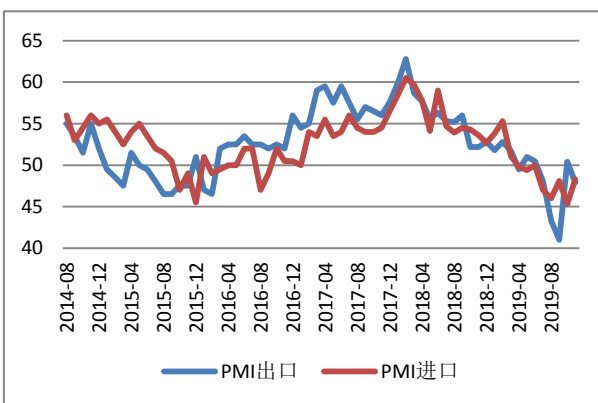
数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 14: 贸易活动整体减弱



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

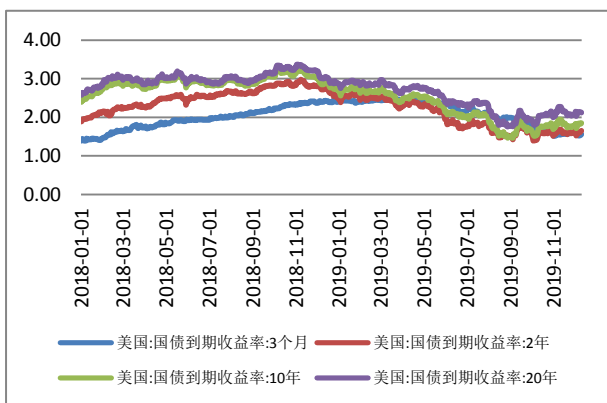
图 15: 制造业进出口 PMI 下行



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

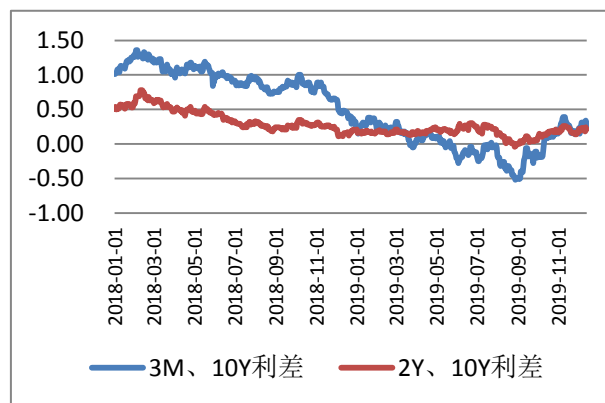
综上所述,中美贸易摩擦发酵是美国经济增速放缓,对美国经济增长预期降低的主要原因,自 2018 年 11 月起,美国长期国债的收益率见顶开始下跌,随着长期美债与短期美债收益率发生倒挂现象,市场对美国经济即将发生衰退的预期大幅走高,长期美债收益率在中美摩擦升级后加速下行,实际收益率一度出现负值,同样具备避险属性的贵金属当时价格较低更加具有吸引力,避险资金涌入推升贵金属价格。

图 16: 2019 年长期国债收益率加速下行



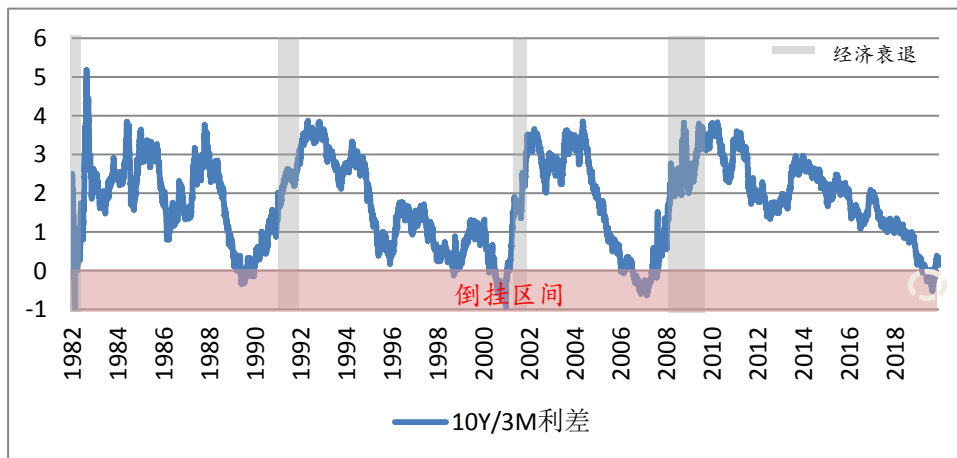
数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 17: 长短期收益率出现倒挂



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 18: 10Y/3M 收益率倒挂是美国经济衰退的有效领先指标

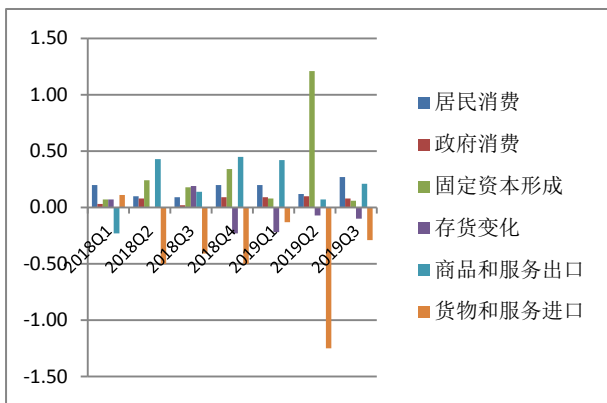


数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

(2) 日欧及海外新兴经济体经济增长乏力

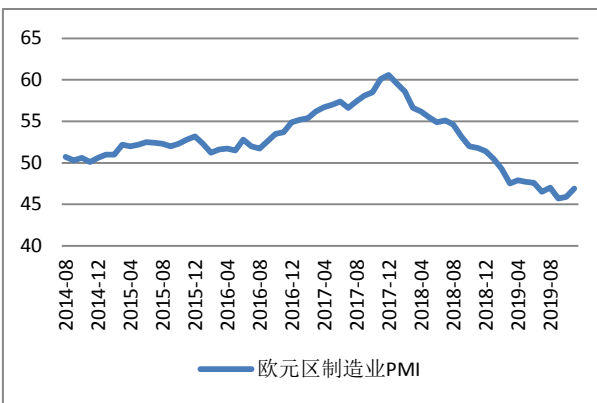
其他海外经济体如欧元区，2019 GDP 不变价环比折年率分别为 1.8%，0.7%，0.9%，分项来看也存在存货变化及商品和服务净出口拖累经济增长的问题，欧洲因英国迟迟未能协议脱欧，不确定性较大，导致企业投资意愿减弱，同时欧洲主要国家以出口拉动经济增长为主，但因全球经济下行各国内需减弱导致出口拉动经济增长能力变弱，制造业不景气，欧洲制造业 PMI 自 2019 年 1 月后一直被压制在荣枯线下方。

图 19：欧元区：分项对 GDP 环比增长拉动（百分点）



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

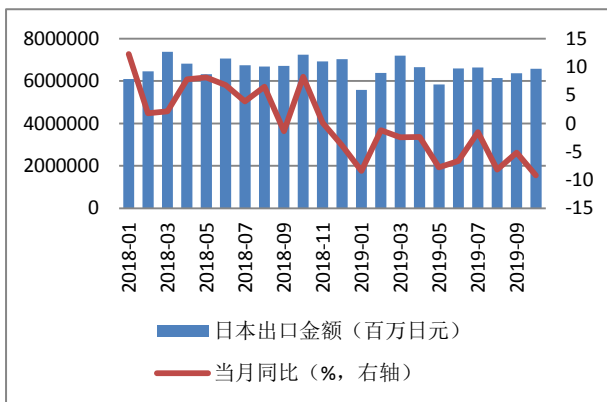
图 20：欧元区制造业 PMI 压制在荣枯线以下



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

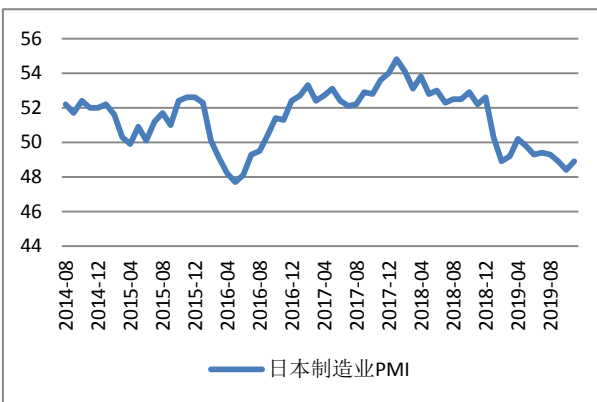
日本实际 GDP2011 价环比折年率分别为 2.6%，2.0%，1.8%，受全球贸易活动减弱影响，日本出口金额在 2019 年明显下降，截至 2019 年 10 月 1 日，日本出口金额累计同比下降 5.3%，受此影响，日本制造业 PMI 自 2019 年 1 月后多数时间处在荣枯线下方。

图 21：日本出口大幅受限



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

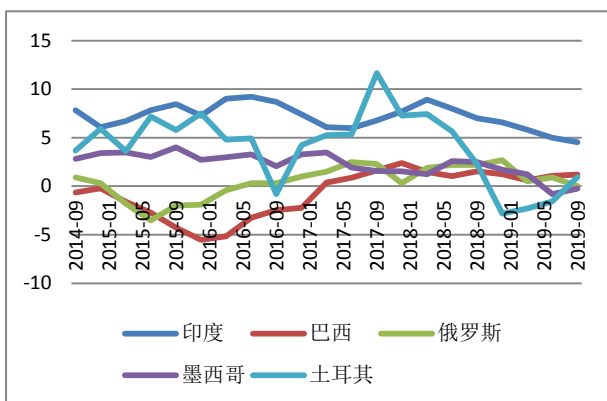
图 22：日本制造业 PMI 同样下行



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

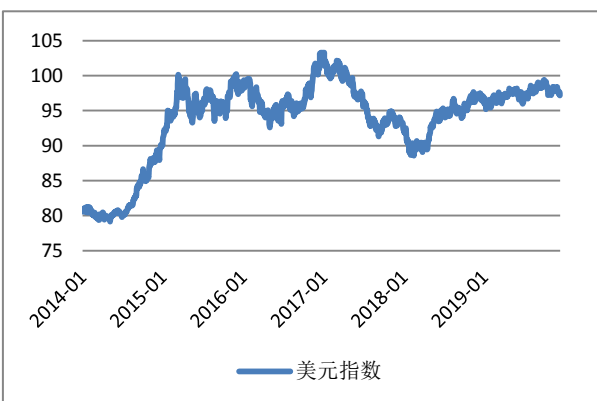
2019 年海外新兴经济体经济整体呈低速增长态势，海外新兴经济体受异常因素影响较大，如土耳其受美国制裁，墨西哥受政府换届不确定性影响，印度经济增长泡沫破灭，巴西矿难对采矿业的影响等。美国 2015 年开启加息周期后美元表现强势，很多新兴经济体不得不跟随加息避免货币贬值，有的地区因此引发衰退开始降息；在 2019 年全球经济放缓同时美国依然保持了较为稳和的经济增长，使得美元指数被抬高，造成新兴市场的资本大量外流；同时全球经济走弱也不利于新兴经济体中出口导向型的国家；部分新兴国家的经济遭遇异常风险引发的衰退，也加剧了全球经济下行的压力。

图 23: 海外新兴经济体实际 GDP 增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 24: 美元指数强势



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

3. 金融角度对 2020 年贵金属市场展望:

展望 2020 年, 在事件上我们主要关注: 美国大选的进展、中美贸易摩擦缓和、英国协议脱欧能否如期预期般进行、美国与其他地区摩擦是否会加剧以及美联储的货币政策导向。在核心因素上: 美国经济增长的前景决定了贵金属 2020 年的走势。

(1) 驱动事件展望: 关注美国大选、美国与其他地区摩擦

美国大选——2020 年 1 月至 7 月各党派选出唯一总统候选人后, 在 8 至 10 月进行一系列拉票、辩论等活动, 最终在 11 月投票选出新总统。2020 年的众多事件中, 美国总统大选的进展尤为重要, 美国大选与中美贸易摩擦相互影响。由于各党派具有传统票仓, 总统竞选的关键票将由摇摆州选票决定。而美国的摇摆州主要由传统制造业州和农业州等组成, 故特朗普若期望连任, 则必须在中美第一阶段贸易协定及此后的协议中加入对摇摆州有利的内容, 以确保摇摆州的选票, 为了确保选票, 特朗普有理由尽快与中国达成贸易协定。但特朗普近期面临着弹劾风波, 可能会一定程度上影响选票走向, 美国大选仍充满变数, 或对市场的避险情绪造成影响。

中美贸易摩擦——中美间接接近达成阶段性的贸易协定, 一旦协议落地短期一定会大幅提振市场信心消散避险情绪, 而中美关系或要作为一个长期难题进行考量, 美国或将长期遏制中国经济增长作为切入点处理中美间关系, 但也存在当前这样迫于经济下行风险出现的阶段性合作机会。在经济下行风险加大的情况下, 我们预期中美间存在互利共赢机会, 然而一旦美国经济出现好转, 或给美国挑起事端创造空间, 中美关系容易落入“修昔底德陷阱”, 在中美关系能得出一个明确结论前可能会催生各种风险事件, 长期来看这或是促成贵金属牛市的关键因素。

美国与其他地区摩擦——2019 年 10 月, 根据世贸组织 WTO 对空客公司补贴案的裁决结果和正式授权, 美国 18 日正式对价值 75 亿美元欧盟输美商品加征 25% 关税, 对欧洲空客飞机加征 10% 关税。12 月, 美国贸易代表莱特希泽宣布, 法国数字服务税“歧视”美国互联网企业, 提议美国政府向价值 24 亿美元的法国输美商品加征最高达 100% 的关税, 美国与欧盟间摩擦擦掌, 2020 年双方也许会爆发更为激烈的矛盾。同月, 美国众议院批准了 2020 财政年度国防授权法案, 内容包括对俄罗斯通向德国的天然气管道“北溪-2”、“土耳其流”天然气管道进行制裁, 俄罗斯和土耳其是 2019 年增加黄金储备的重要大国, 矛盾深化可能促使土俄继续坚持“去美元化”。美方又对伊朗发起新的制裁, 这些制裁针对几家运输企业。总的来说, 尽管中美摩擦阶段性放缓, 但美国与其他地区的摩擦有愈演愈烈的阵势。

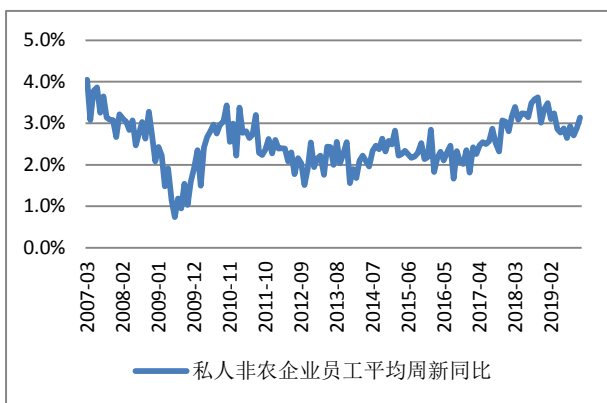
英国协议脱欧——欧盟同意将英国脱欧期限推迟至 2020 年 1 月底, 如果脱欧协议获得英国议院批准, 英国可在 2020 年 1 月 31 日之前离开欧盟。双方暂时表示, 在 2020 年 1 月 31 日之后进一步推迟脱欧是不可能的。当前约翰逊似在大选中赢得大胜, 保守党有望获得 368 个议席, 工党获得 191 个议席。若如愿替换了党内留欧派议员后, 约翰逊的新脱欧法案预计将能在预定时间内通过, 如无意外发生, 持续了 3 年的“脱欧大戏”有望落下帷幕。

美联储货币政策——2019年年末的美联储FOMC议息会议上，美联储委员一致投票决定维持联邦基准利率在1.5%-1.75%区间，认为当前的货币政策立场适合支持经济活动持续扩张。美联储对2020年货币政策展望上，点阵图显示13名美联储委员认为利率将维持在1.75%不变，仅4名美联储委员认为应加息至1.75%-2.00%之间；在2021年货币政策展望上，点阵图显示12名美联储委员认为需要在当前水平上加息，仅有5名美联储委员认为将维持当前利率不变。美联储鲍威尔强调通胀的变化将影响美联储的货币政策导向，在2019年年内已经降息75BP的情况下，2020年美联储大概率选择观望经济数据变化，故在2020年上半年，美联储很有可能继续保持按兵不动，延缓降息进程。

(2) 核心因素展望：长期美债低收益率或持续，支撑贵金属价格

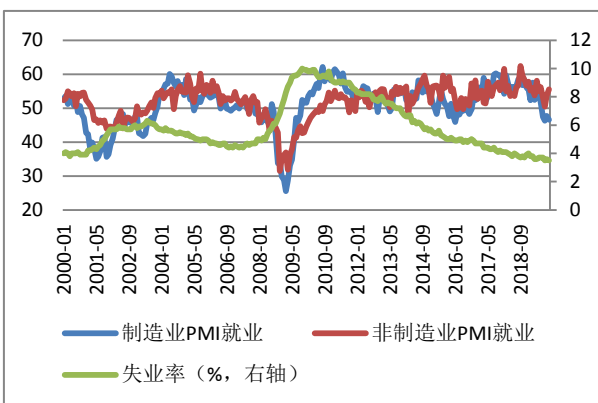
除去上文提及的私人投资与对外贸易活动未出现大幅好转的迹象，我们认为美国劳动力市场也存在一定隐患，一是新增非农就业人数增长放缓，新增人数较少的月份为2月2万人及5月6.2万人，2019年截至11月共增186.2万人，同比减少13%。二是私人非农企业员工平均周薪同比也出现了下降，或对个人消费的支撑作用继续减弱。且若制造业下行态势延续，失业率存在反弹的可能，从而影响劳动力市场健康，美国经济下行面临更大压力。

图 25：平均周薪同比下降



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

图 26：制造业下行引发失业率反弹



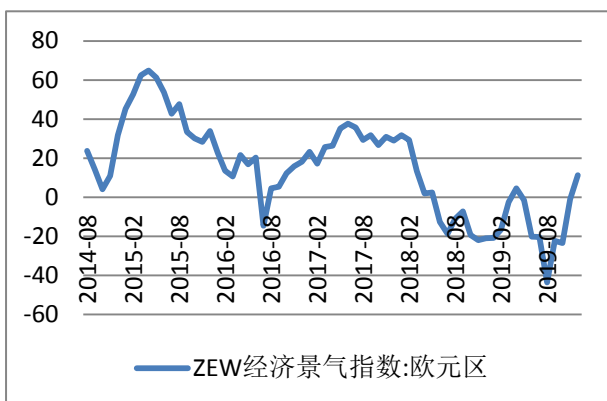
数据来源：Wind，东海期货研究所整理

制造业活动不佳的情况有望在中美达成阶段性协议后得到缓解，且在美联储已经大幅降息的基础上，对私人投资可能会有一定的拉动作用，同时消费者信心强劲，个人消费支出有望延续强势，总体经济有望继续保持温和增长，发生实质的经济衰退似乎言之过早。但我们仍要注意，中美间的第一阶段协议并没有取消2500亿美元输美商品加征的关税，只是取消了对后续3000亿美元输美商品中部分商品原定于12月15日加征的关税以及部分商品加征的关税减半，中美第一阶段协议保证了贸易局势不会进一步恶化，但关税壁垒仍在国际贸易形式仍不容乐观，这或使得美国经济继续承压。

另一方面，新兴经济体在摆脱异常影响后经济增长有望改善，而一旦英国协议脱欧事件敲定，欧洲央行及各国采取的政策有望获得成效，如欧洲央行在9月重启QE提供流动性支持，德国、法国和意大利都进行了减税与扩大财政支出，欧元区经济或在底部开始慢慢回升。若美国经济增速放缓，其他地区经济回暖，或给强势美元造成打击，压制贵金属的这一指标若下降或给贵金属市场注入一剂强心剂。

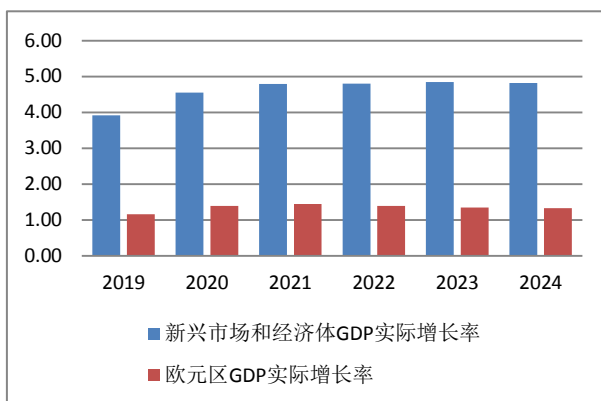
总的来说，在美联储大概率暂缓降息选择观望，美国经济展现出较好韧性的情况下，长期美债收益率继续下行的空间有限。但关税壁垒仍高美国经济仍然承压，且2020年美国大选不确定犹存、美国与其他国家的摩擦或加剧的情况下，避险情绪仍高。长期美债收益率偏低的格局或保持，从而对贵金属价格形成支撑。故我们认为2020年贵金属市场支撑仍然较强、也存在上行机会，但上行幅度可能较为有限。

图 27: 欧元区经济有望迎来复苏



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

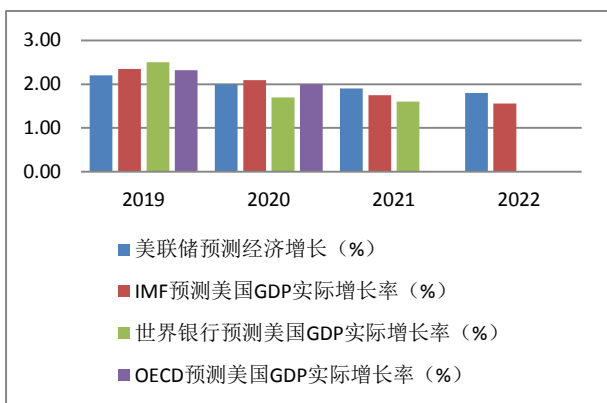
图 28: IMF 预测新兴市场及欧元区经济回暖 (单位: %)



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

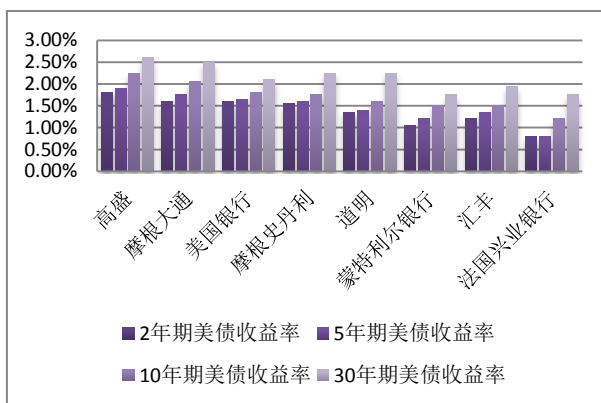
根据美联储最新对经济增长的预测,在未来 4 年内,美国经济保持温和增长,但增速或逐步放缓。根据 IMF 国际货币基金组织 10 月的预测,美国在未来 4 年内经济增速逐步放缓且下降幅度更为悲观。根据世界银行在年初的预测,美国在 2020 年增速将大幅放缓。OECD 经合组织的预测于 11 月更新,从时效性来看其预测或更为合理,预计 2020 年美国 GDP 实际增速将从 2.32% 下降至 2.00%。随着中美推进阶段性协议达成,实际增长或好于预期。在 8 家重要机构对 2020 年年底十年期美收益率的预测中,长期美债收益率预测值落在 1.2%-2.25% 区间,多数预计长期美债收益率低于 1.80% 的水平,或许暗示美国经济增速进一步放缓,长期美债收益率存在继续走低的机会,从而激发贵金属价格上涨。

图 29: 各机构预测美国实际 GDP 增速



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 30: 各机构预测 2020 年底美债收益率



数据来源: 和讯网, 东海期货研究所整理

(二) 商品角度看白银:

黄金价格以金融属性为主导,而白银在工业中还有着广泛的应用,我们研究白银价格时还需关注其供给及需求的情况。2019 年,银矿减产的现象较为普遍,而工业需求及消费需求有所好转,若此势头延续,或能长期支撑白银价格。

1. 白银供给现状及展望: 银矿减产或使白银供应量持续收缩

2019 年,白银产量或延续去年下降的趋势,根据我们的统计,截至 2019 年三季度,主要白银矿商产量继续下滑,主要产银矿商累计产银减少 4.32%,而这些矿商的白银产量在 2018 年占白银总产量的 50%。其中,银矿减产的情况严重,矿山老化,矿石品位降低的问题较为普遍,根据我们的统计,截至 2019 年三季度,主要银矿白银产量累计减少 10.5%,这些银矿产量在 2018 年占银矿总产量的 70%。

表 1: 2019 年三季度矿商产银 (百万盎司)

18年产量排名	公司名称	2018Q3累计	2019Q3累计	累计增减	累计同比
1	Fresnillo plc.	43.43	38.63	-4.80	-11.05%
2	Glencore plc.	26.34	23.73	-2.61	-9.89%
3	KGHM Polska Miedz S.A. Group	33.70	40.26	6.56	19.46%
4	Cia. De Minas Buenaventura S.A.A.	20.89	14.74	-6.14	-29.41%
5	Polymetal International plc.	19.40	16.40	-3.00	-15.46%
6	Pan American Silver Corp.	18.65	19.26	0.61	3.30%
7	Goldcorp Inc.	-	-	-	-
8	Hochschild Mining plc.	16.93	15.52	-1.41	-8.32%
9	Hindustan Zinc Ltd*	16.40	15.50	-0.90	-5.48%
10	Southern Copper Corp	13.01	14.61	1.60	12.31%
11	Corp. Nacional del Cobre de Chile	-	-	-	-
12	Volcan Cia. Minera S.A.A.	-	-	-	-
13	Indsutrias Penoles S.A.B De C.V.	13.84	12.63	-1.21	-8.74%
14	South 32 Ltd*	9.98	9.10	-0.87	-8.74%
15	Boliden A.B.	11.28	9.73	-1.55	-13.75%
16	Coeur Mining, Inc.	9.27	8.57	-0.70	-7.55%
17	Sumitomo Corp.*	9.00	8.40	-0.60	-6.67%
18	First Majestic	8.43	9.89	1.46	17.37%
19	Teck	-	-	-	-
20	Hecla Mining Company	7.65	9.19	1.54	20.11%
	*为根据Q2数据推测	278.2	266.2	-12.0	-4.32%

数据来源: Silver Institute, 各矿商官网, 东海期货研究所整理

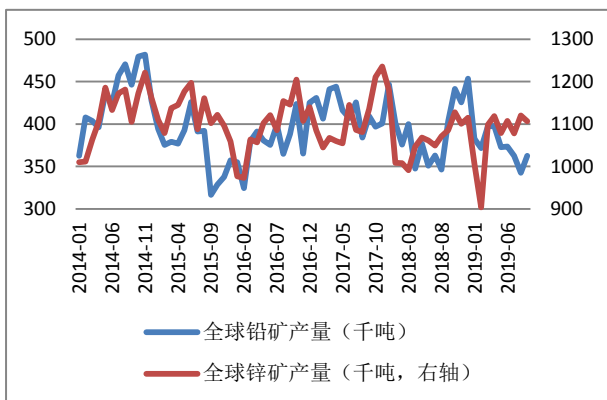
表 2: 2019 年三季度大型银矿产量

矿石加工 (千吨)	3Q 19	2Q 19	环比%	3Q 18	同比%	19年累计	18年同期累计	同比%
Saucito	703	662	6.2	713	-1.5	2031	2098	-3.2
Fresnillo Mine	649	620	4.6	614	5.7	1843	1872	-1.6
San Julian Veins	322	339	-5.0	333	-3.3	983	933	5.4
San Julian DOB	560	563	-0.5	562	-0.4	1668	1634	2.1
Dukat Omsukchan Concentrator	506	516	-1.9	500	1.0	1535	1496	3.0
Dukat Lunnoye plant	116	117	0.0	120	-3.0	348	347	0.0
Cannington	656	704	-6.8	638	2.8	1907	1825	4.5
Greens Creek	214	210	2.0	213	0.2	630	633	-0.5
Palmarejo	442	448	-1.2	300	47.4	-	-	-
Rochester	2516	2786	-9.7	4061	-38.0	-	-	-
银产量 (百万盎司)	3Q 19	2Q 19	环比%	3Q 18	同比%	19年累计	18年同期累计	同比%
Saucito	4.0	4.5	-10.4	4.9	-17.5	12.9	14.9	-13.5
Fresnillo Mine	3.4	3.5	-1.3	3.7	-9.0	9.8	11.9	-17.3
San Julian Veins	1.0	1.2	-16.9	1.8	-23.2	4.9	5.7	-17.0
San Julian DOB	2.0	2.3	-12.7	2.3	-10.3	6.3	6.7	-6.2
San Julian (Total)	3.1	3.6	-14.2	3.6	-15.0	9.6	10.7	-10.3
Dukat Omsukchan Concentrator	3.9	4.3	-9.3	4.0	-4.0	12.1	12.4	-2.0
Dukat Lunnoye plant	0.9	0.9	0.0	1.1	-20.0	2.7	3.3	-19.0
Dukat (Total)	4.7	5.3	-11.3	5.1	-8.0	14.8	15.7	-6.0
Uchucchacua	2.7	3.1	-12.9	3.7	-28.3	7.8	12.2	-36.1
Cannington	3.0	3.3	-9.0	3.2	-7.0	9.1	10.5	-13.3
Greens Creek	2.5	2.4	7.2	1.9	35.6	7.1	5.8	23.5
La Colorada	2.1	2.0	2.2	2.0	3.5	6.1	5.5	10.5
Palmarejo	1.7	1.7	-0.9	1.5	11.4	-	-	-
Rochester	1.0	1.0	1.1	1.3	-23.9	-	-	-
Total	36.0	38.1	-8.5	40.1	-10.7	103.2	115.3	-10.5
矿石品位: 白银 (克/吨)	3Q 19	2Q 19	环比%	3Q 18	同比%	19年累计	18年同期累计	同比%
Saucito	207.0	242.0	-14.7	250.0	-17.2	230.0	257.0	-10.3
Fresnillo Mine	183.0	192.0	-4.8	211.0	-13.2	186.0	218.0	-14.9
San Julian (Veins)	108.1	124.4	-13.1	137.2	-21.2	115.9	146.5	-20.9
San Julian (DOB)	130.1	149.2	-12.8	155.5	-16.3	134.7	153.0	-12.0
Dukat Omsukchan Concentrator	282.0	306.0	-7.8	296.0	-5.0	291.0	300.0	-3.0
Dukat Lunnoye plant	240.0	264.0	-9.1	310.0	-22.0	258.0	330.0	-22.0
Dukat (Total)	168.0	172.0	-2.3	184.0	-8.7	-	-	-
Greens Creek	425.5	407.1	4.5	330.3	28.8	404.8	338.5	19.6
La Colorada	370.0	357.0	3.6	360.0	2.8	363.0	352.0	3.1
Palmarejo	138.3	134.4	2.9	177.5	-22.1	-	-	-
Rochester	12.2	12.8	-4.7	14.7	-17.0	-	-	-

数据来源: 各矿商官网, 东海期货研究所整理

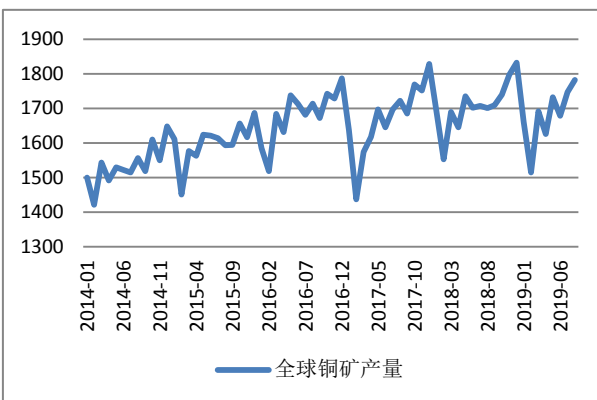
另一方面，伴生银供给情况预计较为平稳。根据 ILZSG 国际铅锌研究组织，截至 2019 年三季度，全球铅矿累计产量同比减少 0.06%，全球锌矿累计产量同比增加 2.4%。根据 ICSG 国际铜业研究组织，截至 2019 年 8 月，全球铜矿累计产量同比增加 0.04%。根据两个机构提供的数据来看，2018 年全年铅产量同比减少 6.4%，锌产量同比减少 4.9%，铜产量同比增加 2.2%。与 Silver Institute 世界白银协会统计的 2018 年铅锌矿中伴生银产量减少 2%，铜矿中伴生银产量增加 1% 的方向符合一致。在我们未能对伴生银产量做出更细节的统计上，我们用 2.5% 作为铅锌矿中伴生银的增量，0% 作为铜矿中伴生银增量，10% 作为银矿中白银减量进行测算。在 2018 年的基础上，我们测得铅锌矿伴生银产量增加 6.5 百万盎司，而银矿白银产量则减少 22.4 百万盎司。虽然预估的数字将与实际有所差别，但可以预计在伴生银供给较为平稳的基础上，银矿产量的大幅下滑将使白银供给端的压力加大。

图 31：铅锌矿产量较为平稳



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

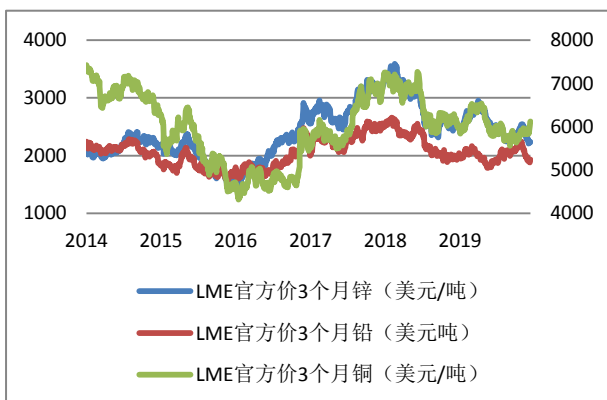
图 32：铜矿产量较平稳



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

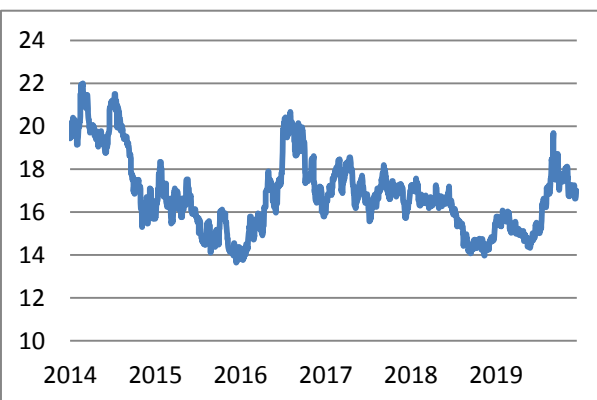
从价格来看，有色金属在过去的一年中处在一个探底的过程，这或限制了各矿商的资本支出情况，导致产量没有明显的增长。而白银也受宏观因素影响价格较低，且根据我们对银矿商新增项目的统计，新增项目数量有限且带来的产能增加未能明确，近期白银价格随避险情绪上涨，可能会使各银矿商加快新增项目的建设进程，但实际情况仍有待考证，银矿减产压力仍然较大，白银供应端或保持收缩。

图 33：有色金属价格仍在探底



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

图 34：COMEX 白银走势（单位：美元/盎司）



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

表 3: 银矿新增项目较少

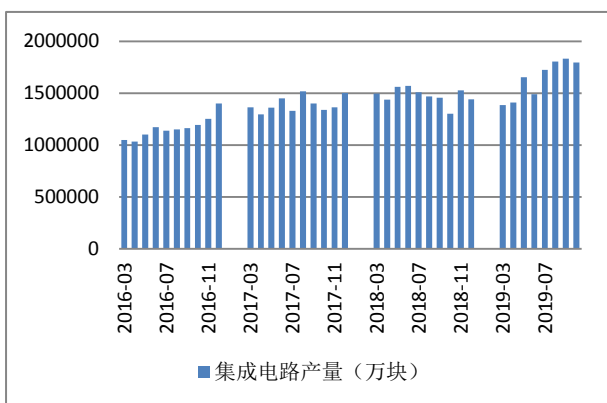
矿产商	矿山 (2018产量排名)	预计剩余寿命	新增项目/其他活动	预计投产时间	预期年增产
Fresnillo	Saucito (1)	5.3年	Pyrites Plant 尾矿治理	阶段1已于2018投产, 阶段2于2H20投产	约2百万盎司
	Fresnillo Mine (4)	8.6年			
	Juanicipio*	12.0年	新勘探矿区	2H20	11.7百万盎司
	San Julian (5)	6.3年	暂无	-	-
Polymetal	Dukat (2)	7.0年	继续该矿区下勘探	-	-
Buenaventura	Uchucchacua (3)	已投产40余年	继续该矿区下勘探	-	-
	Julcani	已投产60余年	暂无	-	-
	Yumpaq*	-	新勘探矿区	尚未明确	尚未明确
South 32	Cannington (6)	已投产20余年	暂无	-	-
	Sierra Mojada*	-	新勘探矿区	尚未明确	尚未明确
Fortuna Silver	San Jose (7)	已投产8年	升级钻井通道、平台	-	-
Hecla Mining	Greens Creek (8)	10.0年	延长矿山寿命	-	-
Managem	Imiter (9)	-	暂无	-	-
Pan America Silver	La Colorada (10)	2017年扩张	继续该矿区下勘探	-	-
Coeur Mining	Palmarejo (11)	-	新浓缩机投产	3Q19	-
	Rochester (15)	-	新粉碎机投产	4Q19	-
	La Preciosa*	-	新勘探矿区	尚未明确	尚未明确
Hochschild Mining	Pallancata (12)	已投产10余年	继续该矿区下勘探	-	-
	San Jose (13)	-	扩大钻井活动	-	-
SilverCorp Metals	Ying (14)	-	-	-	-

数据来源: 各矿商官网, 东海期货研究所整理

2. 白银需求现状及展望: 工业需求及消费需求有望持续转好

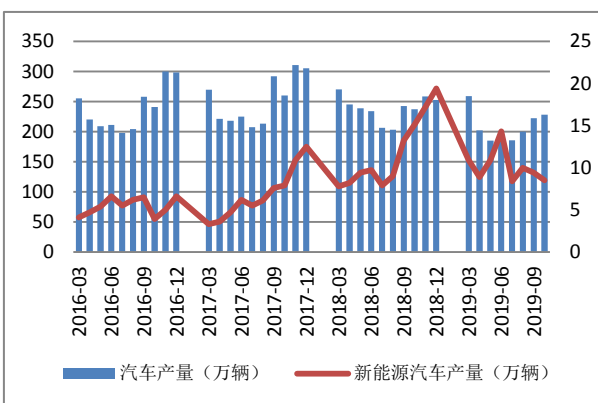
电子电气方面——截至 2019 年 10 月, 集成电路产量累计同比增长 11%, 近年来整体增长态势明显, 随着 5G 技术的应用普及, 3C 领域内或对现有产品全面升级, 刺激这部分对白银的需求。同时汽车产量累计同比下降 11%, 但新能源汽车的产量整体小幅增长, 产量累计同比上涨 1.2%, 随着新能源汽车的普及, 传统汽车产量下降造成的白银需求下降或能有所减缓。总的来说, 我们认为主要在 3C 领域对白银需求或继续增强, 新能源汽车产量缓慢上升或能减缓总体汽车产量下降导致白银需求下降的压力。

图 35: 集成电路产量明显增长



数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

图 36: 新能源汽车产量缓慢上升

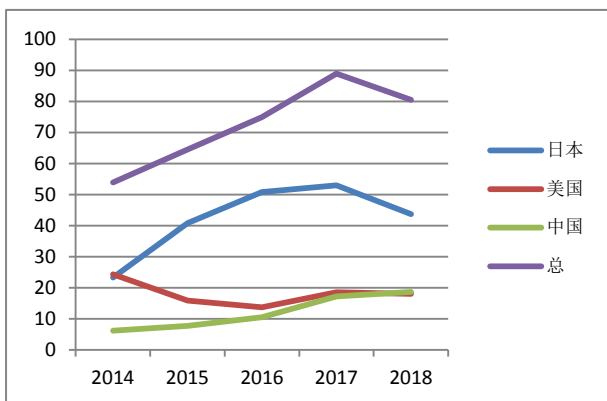


数据来源: Wind, 东海期货研究所整理

光伏方面——近几年来光伏（太阳能）电池产量保持良好的增长势头, 从地区上来看, 光伏电池需求主要集中在日本、美国、中国。2019 年 1 月 9 日, 发改委和能源局联合下发《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》, 且在《巴黎协定》里中国同意减少碳排放强度至 2005 年水平的 6 成, 综合来看对光伏需求形成支持。2019 年以来我国光伏电池产量继续走高, 截至 2019 年 10 月, 光伏电池产量累计同比上升 28%。我们认为光伏发电具备良好的前景, 这方面支撑的增强有望

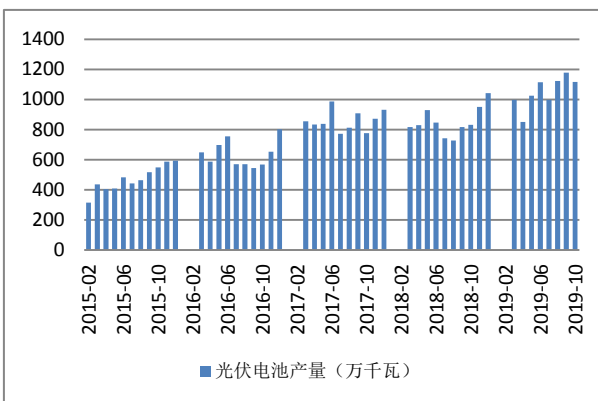
带领白银需求迎来转机。

图 37：中国光伏需求极具潜力



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

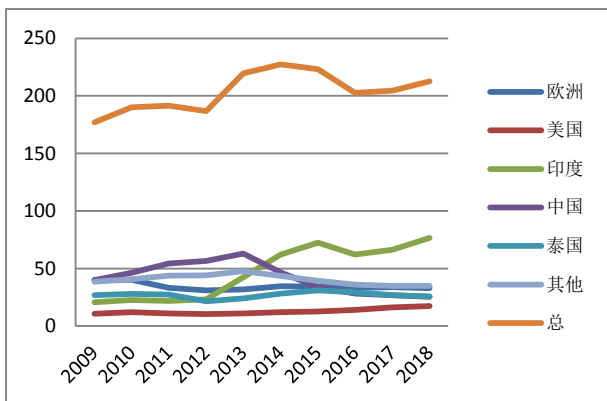
图 38：光伏电池产量继续走高



数据来源：Wind，东海期货研究所整理

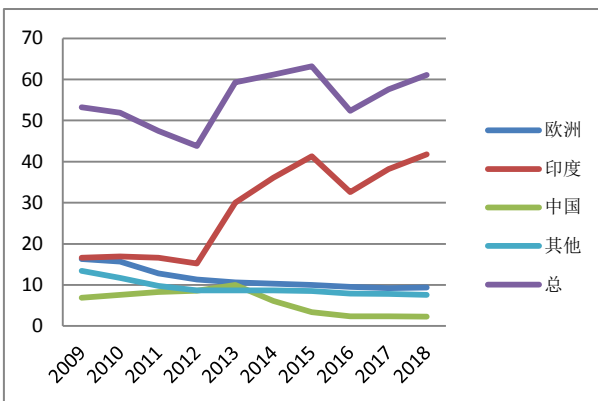
珠宝首饰与银器方面——印度在这两个方面的需求都是全球第一，且近年来保持较好的增势，而其他地区需求则较为稳定。印度的黄金白银消费具有传统性，日常穿戴的首饰与使用的器皿均离不开白银，2016 年莫迪政府强制推行废钞政策导致居民购买力下降，随着对新政策逐渐适应，印度对黄金白银的需求逐渐回升，随着 2019 年避险资金的不断涌入，黄金价格每盎司增值近 200 美元，银价虽增值幅度更大但每盎司增值也仅增 3 美元，黄金价格的走高或使印度将部分对黄金的消费需求转至白银市场，白银的消费需求有望继续上升。

图 39：印度珠宝首饰需求增速良好



数据来源：Silver Institute，东海期货研究所整理

图 40：印度银器需求增速良好



数据来源：Silver Institute，东海期货研究所整理

总的来说，我们认为在白银供需端，银矿白银产量因矿山老化、矿石品位降低等因素大幅下滑，后续新增计划有限且正式投产时间难以确定，或带动白银产量持续收紧。白银在电子电气、光伏、珠宝首饰与银器方面的需求有望上涨。供给侧或趋紧，工业需求与消费需求或有所提升，长期来看，或将支撑白银价格上行。

三、结论及操作建议

综合来看，2020 年贵金属市场仍存在亮剑后持续酣战的机会，一方面，造成美国经济增长放缓的制造业与外贸活动疲软并没有明显转好的迹象：中美间达成第一阶段贸易协定但关税并未全部取消，对经济的实质影响有待观测，美欧间贸易摩擦或又愈演愈烈，加大经济增长压力。尽管美国消费韧性较强，但劳动力市场存在隐患，消费支撑经济不能过于乐观。尽管短期避险情绪有所降温，但长期来看不确定性犹存，且美国大选也能给避险情绪增温。另一方面，欧元区及新兴经济体有望迎来缓慢复苏，若美国经济增长持续放缓，或使得强势的美元指数转弱，美元若发生实质性贬值，对贵金属市场属重大利好。而从商品的角度看白银，供需缺口有望扩大，或能长期支撑银价上涨。在操作建议上，

我们认为整体应保持中性偏多的思路，前期多单可继续持有，中短期内或因避险情绪暂缓与美国经济韧性较好走势偏弱，但下方支撑强劲，应选择逢低做多，同时在避险情绪大幅好转时注意止损。金银比若继续走高落入更极端值可考虑谨慎做空金银比。

风险因素：美国与其他国家摩擦趋缓，美国经济增长超预期。

免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：www.qh168.com.cn