黄金还能继续牛吗？

2020 年 07 月 29 日

事件

- **三季度黄金价格的上行趋势将有所持续：近日贵金属价格的波动反映出，市场对美国经济和美元后续的走势判断存在冲突和不确定性。**近几天美元的大幅下跌，主要原因是美国加州等地区新冠确诊数量激增，以及白宫和国会在批准最新刺激方案方面陷入僵局。但是由于投资者倾向于等待星期三美联储 7 月会议的政策决定，因此抛售美元的行为在星期二有所缓解。**我们认为后续美元将会延续走弱的趋势。在包括美元贬值在内的多重催化因素下，三季度黄金价格的上行趋势将有所持续。**

观点

- **美元贬值压力加剧，带来黄金价格上行：我们认为，三季度美联储资产负债表仍将回升。**流动性工具方面，虽然美联储退出回购，但是由于 HEROES Act 即将出台，同时共和党将在下星期公布约 1 万亿美元的最新纾困计划，预计 Payroll Protection Program 等流动性工具仍将进一步扩张。本次美联储的扩表幅度和垃圾资产购买规模即使是 2008 年金融危机后也从未出现过，预计将对美元信用造成一定负面影响。**此外，随着美联储快速降息、全球流动性紧缩缓解，美联储货币互换规模也跟随下降，从而减少 5 月前支持美元上行的动力。**

- **美国经济信心低迷，带来黄金价格上行：美元指数与消费者信心的走势关系紧密。**由于 7 月美国疫情反复，密歇根消费者信心指数在 6 月短暂回升至 72 后再度下滑至 66 的历史低位。**这也预示着美国的经济前景可能存在较高的下行风险，进一步加剧美元贬值压力。**

- **债券吸引力下行，带来黄金价格上行：**从长远来看，**贵金属有望被视为比债券更好的对抗通胀的方式。**美联储明确表示，2022 年前都将会把联邦基金目标利率保持在 0% - 0.25%的范围，预计在未来 2.5 年内，美债收益率仍将处于历史低位，这使得黄金成为追逐稳定收益投资者比债券更优的选择。**因此，黄金价格与十年期美债真实收益率几乎呈现出完美的负向关系。**美联储 7 月会议将于 29 日举行，尽管市场预计联邦基金目标利率不会有任何变化，但美联储是否会启用更多政策工具，例如收益率曲线控制，将会是市场重要的关注点，可能将进一步推高金价。

- **流动性行情带来黄金价格上行：美联储通过 QE 积极向金融体系注入大量流动性，在初期往往会为大宗商品带来流动性行情。**金融危机后，从 2009 年年中到 2011 年年中，黄金和白银价格在大约两年的时间里快速上升。黄金价格从 2009 年 7 月中旬的每盎司 900 美元涨逾一倍，至每盎司约 1900 美元的高点。**整体来看，在美国经济回归正常轨道，美联储宣布流动性宽松结束后，金价才会失去上涨动力。**

- **疫情冲击贵金属供应，带来黄金价格上行：供求关系的紧张预计也将推动贵金属价格上涨。**新冠疫情已经导致全球各地的多个矿场被迫关闭。拉美地区受到的影响最大——秘鲁、智利和墨西哥是全球矿业收入风险最高的三个国家。截至 6 月末，全球受影响的采掘项目总收入超过 88.3 亿美元，受冲击最大的矿业商品是金、银和铜。若全球更多矿场因疫情关闭，将使贵金属供给明显下滑，为商品价格上涨提供动力。

- **黄金投资：**投资黄金的方式较多，主要包括现货黄金、黄金股、纸黄金、黄金 ETF 等。上海金 ETF（如上海金 ETF 基金 518680）具有交易便捷、手续费低、有实物黄金支持等优点，是黄金投资较好选择。

- **风险提示：**美联储扩表幅度不及预期，美元后续走强。新兴市场疫情好转，黄金供给快速恢复。经济环境的严重恶化，无论是大宗商品整体，还是避险资产黄金，都无法逃脱受经济影响而下跌的风险。

证券分析师　陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn
研究助理　冯涵若
021-60199780
fenghr@dwzq.com.cn

相关研究

1、《二季度基金持仓行为分析：二季度基金持仓行为分析》2020-07-26
2、《海外市场 7 月展望：下半年港股迎接新活力》2020-07-20
3、《策略专题 20200715：大水漫灌后的美国为什么等不来通胀》2020-07-16
4、《东吴证券宏观策略中期资本市场展望：市场的下行风险在哪里？》2020-07-10
5、《策略点评 20200710：中美第一阶段贸易协定中期成果不及目标，但两国短期不会出现贸易冲突》2020-07-10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

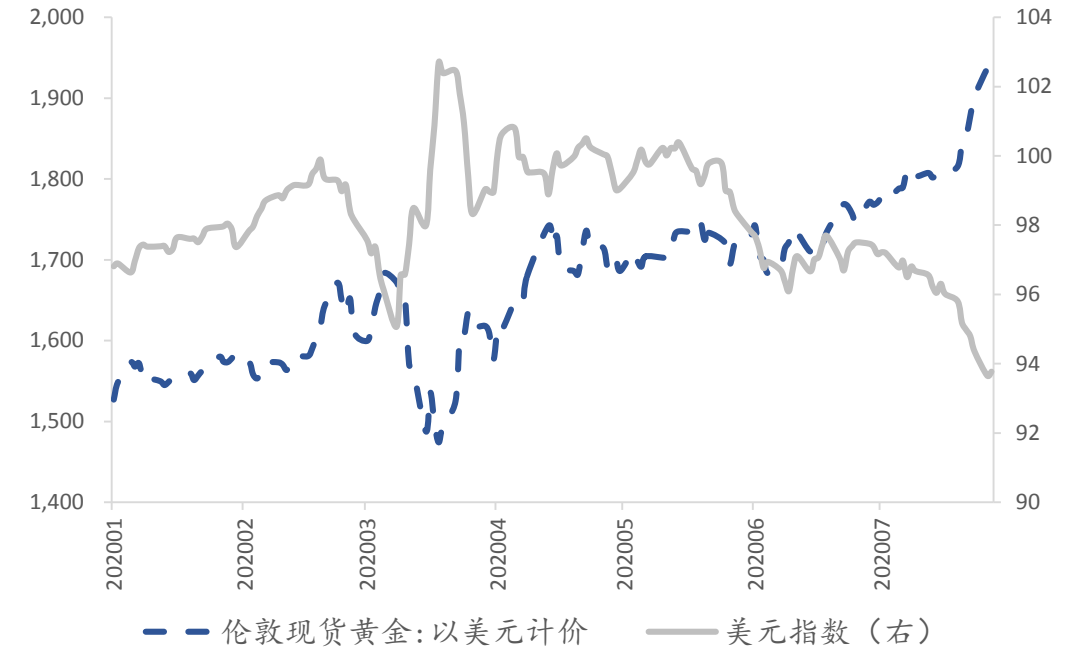
1. 美元贬值压力加剧，带来黄金价格上行 3
2. 美国经济信心低迷，带来黄金价格上行 7
3. 债券吸引力下行，带来黄金价格上行 8
4. 流动性行情带来黄金价格上行 9
5. 疫情冲击贵金属供应，带来黄金价格上行 9
6. 黄金投资 11
7. 风险提示 11

图表目录

图 1: 后续美元将会延续走弱的趋势 3
图 2: 美联储回购与货币互换持续下行（万亿美元） 4
图 3: 美联储 QE 仍在扩张（万亿美元） 4
图 4: 预计美联储 PPPL、PMCCF&SMCCF 规模仍将继续扩张 5
图 5: 高收益债券的信用利差走势显示市场仍然预期美联储会进一步购买高收益债 5
图 6: 5 月中旬之前美元保持了强势的走势，而 1-4 月美联储扩表幅度达到了 60% 6
图 7: 随着全球流动性紧缩缓解，美元于 5 月中旬开始走弱 6
图 8: 历次货币互换规模上升都伴随着美元走强 6
图 9: 美元指数与消费者信心的走势关系紧密 7
图 10: 美元兑港币的汇率持续处在强兑换平价附近波动 7
图 11: 香港房价呈现上涨趋势，资金充裕 7
图 12: 全球负利率债券规模 8
图 13: 黄金价格与十年期美债真实收益率的负值处理走势一致 9
图 14: 受冲击的金、银和铜矿产规模持续上升 10
图 15: 墨西哥和秘鲁日新增确诊仍在上升 10
图 16: 墨西哥和秘鲁日累计死亡数量快速上升 10
图 17: 黄金主题商品基金在截至 7 月 22 日的一周内获得了大规模资金流入 11

7 月 28 日，亚洲时段现货黄金价格一度上涨 2%，盘中达到每盎司 1980.57 美元的历史高点，距离首次触及 2000 美元/盎司仅咫尺之遥，但由于美元出现走强，金价涨势随后减弱。银价也一度上涨 6.4%，至每盎司 26 美元，随后跌至每盎司 24 美元。**近日贵金属价格的波动反映出，市场对美国经济和美元后续的走势判断存在冲突和不确定性。近几天美元的大幅下跌，主要原因是美国加州等地区新冠确诊数量激增，以及白宫和国会在批准最新刺激方案方面陷入僵局。但是由于投资者倾向于等待星期三美联储 7 月会议的政策决定，因此抛售美元的行为在星期二有所缓解。我们认为后续美元将会延续走弱的趋势。**

图 1：后续美元将会延续走弱的趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们认为在包括美元贬值在内的多重催化因素下，三季度黄金价格的上行趋势将有所持续。推动金价上涨的催化剂包括:

1. 美元贬值压力加剧，带来黄金价格上行

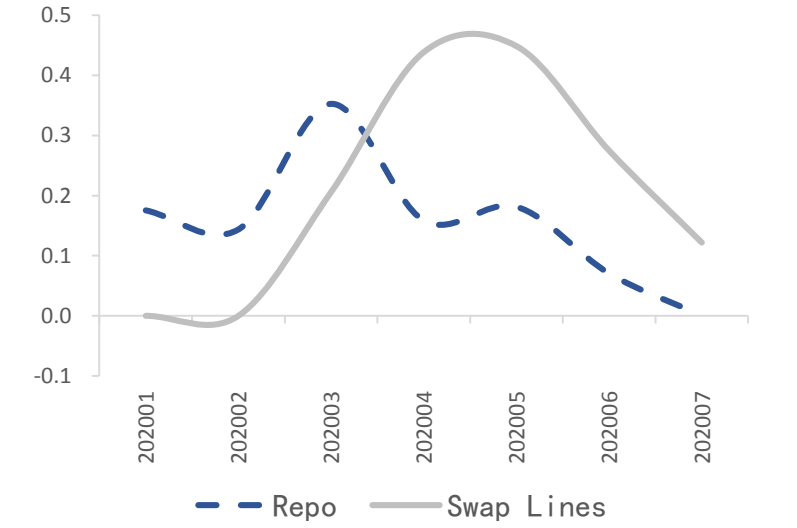
疫情后的 3 个月中，美联储将资产负债表从 4 万亿美元扩张到了 7 万亿美元以上，最高触及 7.2 万亿美元，是前所未有的快速扩表。然而从 6 月 17 日开始，美联储公布的资产负债表明细显示资产负债表规模开始回落，于 7 初降至 7 万亿美元以下，最近两个星期以来略有回升。**构成美联储资产负债表的主要项目包括流动性工具（liquidity**

facilities，包括回购、MMLF 等）、QE（包括 treasury securities、MBS 等），以及与其他国家的货币互换（swap lines）。

6月下旬的资产负债表规模回落的主要贡献来自于流动性工具和货币互换规模的快速下降。从去年 9 月美国回购利率异常飙升开始，美联储大规模介入了回购市场，未偿回购的规模从 2019 年 9 月的 750 亿美元扩张到了 2020 年 3 月的 4420 亿美元。然而从 6 月 17 日开始，未偿回购规模骤降，**7 月 9 日数据显示，美联储退出了回购市场**，未偿的回购金额变成了 0。**MMLF、CPFF 等疫情后紧急设立的流动性工具规模也开始缩小。**同时，由于此前流动性危机造成了离岸市场美元短缺，美联储的货币互换也在 3 月开始大幅上升。**5 月后，由于流动性问题缓解，疫情边际影响缩小，全球对美元的紧急需求减弱，货币互换规模开始回落。**

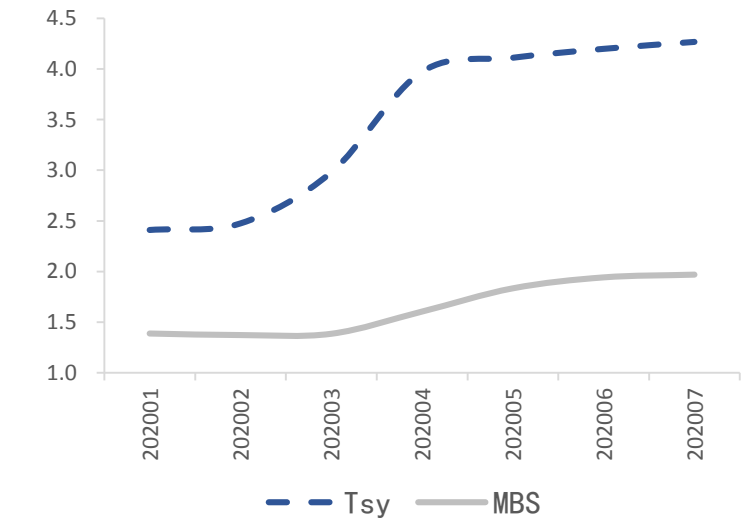
而目前来看，美联储 QE 的规模还在上升。截至 7 月 22 日，Treasury securities 和 MBS 的持有量分别保持在 4.3 万亿和和 2 万亿美元，占资产负债表整体规模的 90%。

图 2：美联储回购与货币互换持续下行（万亿美元）



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

图 3：美联储 QE 仍在扩张（万亿美元）



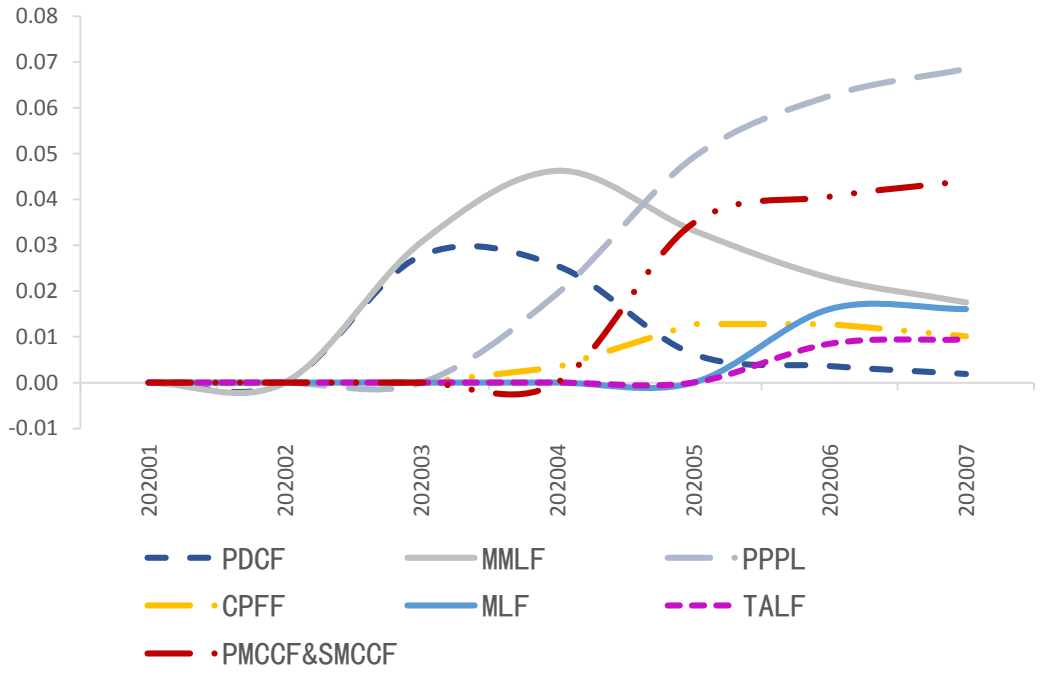
数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

我们认为，三季度美联储资产负债表仍将回升。流动性工具方面，虽然美联储退出回购，但是由于 HEROES Act 即将出台，同时共和党将在下星期公布约 1 万亿美元的最新纾困计划，预计 Payroll Protection Program 等流动性工具仍将进一步扩张。**美国高收益债券的信用利差走势也显示，市场仍然预期美联储会进一步购买高收益债和垃圾债券，**3 月 23 日美联储宣布创建购买公司垃圾债券和垃圾债券 ETF 后，BBB 评级企业债信用利差从 5%的高位持续下行，截至 7 月 22 日，降至 1.8%。**QE 方面，预计购债措施短期内并不会退出，近期美国失业率趋势不容乐观，截至 7 月 23 日，连续 18 周失业人数超过 100 万，同时 3 月以来每周首次申请失业救济金的人数首次出现了增长，引发美国市**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

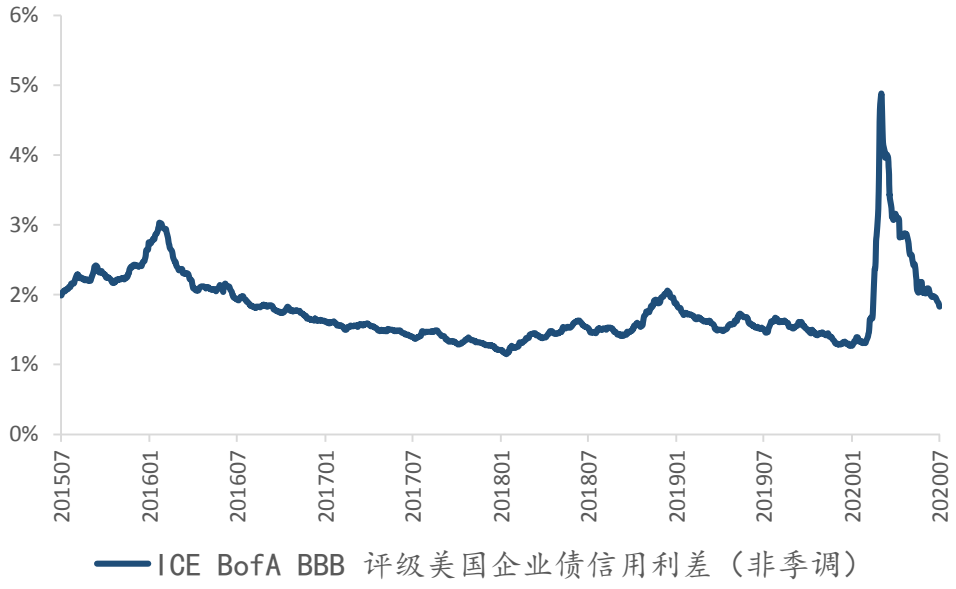
场出现调整。即使是鹰派美联储官员，也认为逐步退出 QE 应是在就业情况出现持续好转后。同时，在美联储逐步缩减流动性工具规模时，仍需要扩张 QE 为经济和市场提供支持。**目前来看，QE 将是美联储资产负债表重新回升的主要驱动力。**

图 4：预计美联储 PPPL、PMCCF&SMCCF 规模仍将继续扩张



数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

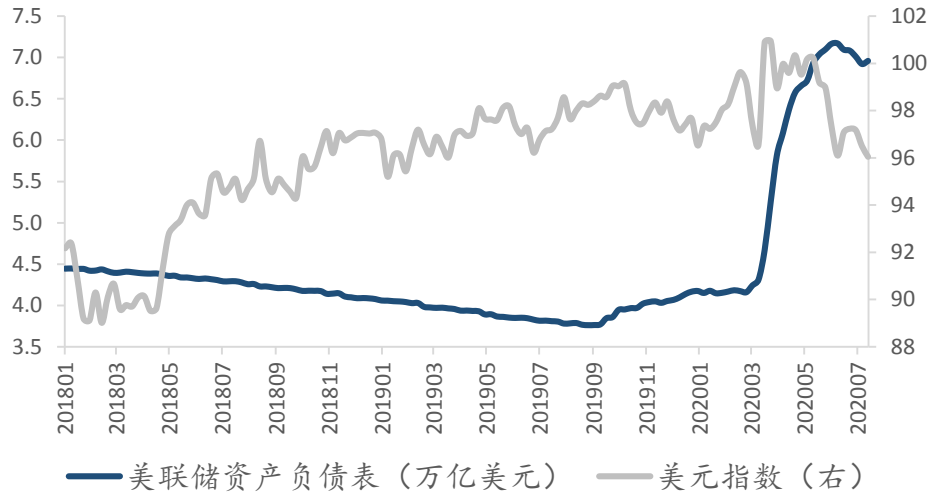
图 5：高收益债券的信用利差走势显示市场仍然预期美联储会进一步购买高收益债



数据来源：FRED，东吴证券研究所

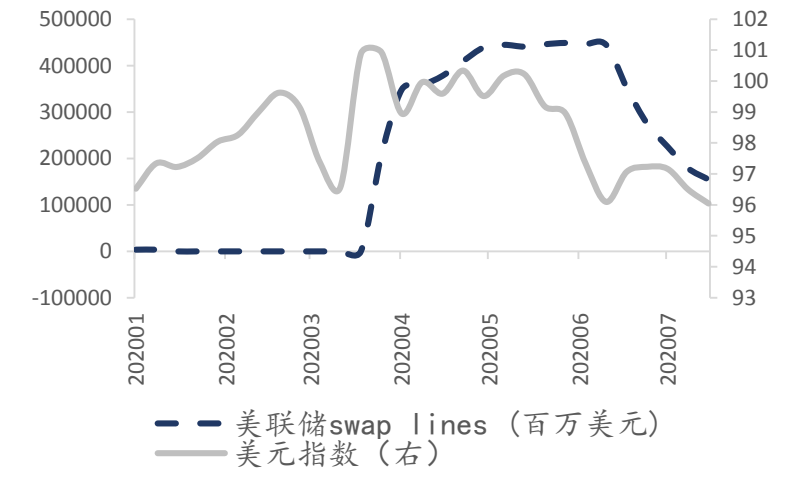
本次美联储的扩表幅度和垃圾资产购买规模即使是 2008 年金融危机后也从未出现过，预计将对美元信用造成一定负面影响。美元指数可能大幅调整，已经逐渐成为了全球投资者的一种主流策略。**尽管 5 月中旬之前，美元保持了强势的走势，而 1-4 月美联储扩表幅度已经达到了 60%，但这并不表示美元后期不存在明显的贬值压力。美元在扩表初期走强，主要是由于全球美元出现流动性危机，对美元的紧急需求提升，从而使得美元走强。**美联储与其他央行的货币互换走势清晰地反映了这一趋势。当货币互换规模在 3 月快速上升、并保持在 4 千亿美元以上时，美元指数也表现出强劲的走势，**而随着美联储快速降息、全球流动性紧缩缓解，美元于 5 月中旬开始走弱，进入下行轨道，货币互换规模也跟随下降。**

图 6：5 月中旬之前美元保持了强势的走势，而 1-4 月美联储扩表幅度达到了 60%



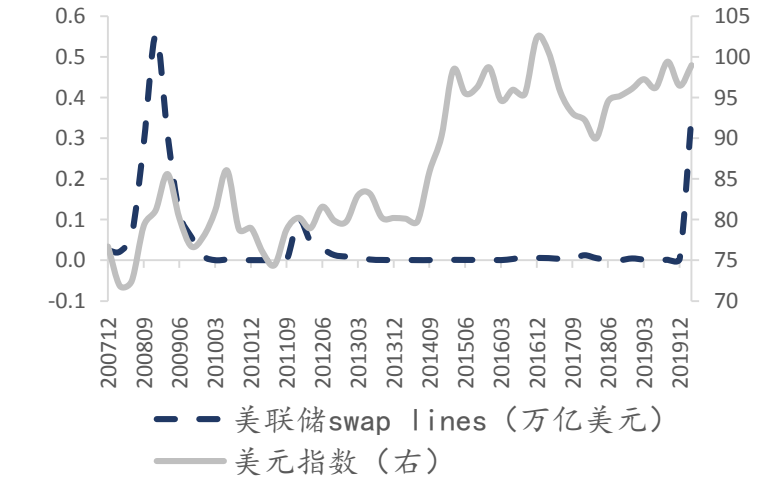
数据来源：FRED，Wind，东吴证券研究所

图 7：随着全球流动性紧缩缓解，美元于 5 月中旬开始走弱



数据来源：Federal Reserve，Wind，东吴证券研究所

图 8：历次货币互换规模上升都伴随着美元走强

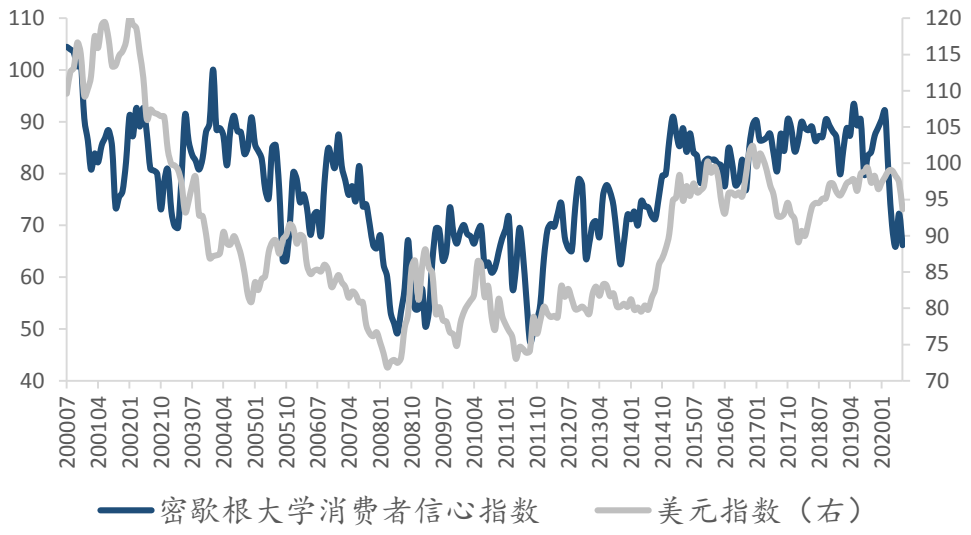


数据来源：Federal Reserve，Wind，东吴证券研究所

2. 美国经济信心低迷，带来黄金价格上行

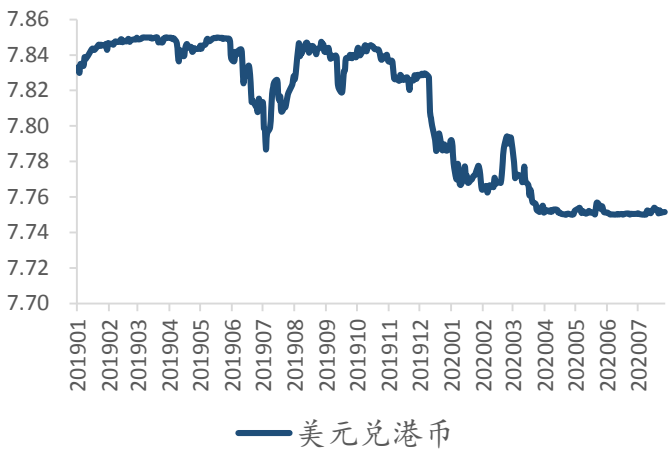
同时，美元指数与消费者信心的走势关系紧密。从密歇根消费者信心指数来看，由于 7 月美国疫情反复，消费者信心在 6 月短暂回升至 72 后再度下滑至 66 的历史低位。这也预示着美国的经济前景可能存在较高的下行风险，进一步加剧美元贬值压力。由于美元进入下行轨道，我们认为人民币资产后续吸引力存在上行动力。**而由于中国香港是可以直接使用美元购买人民币资产的市场，近期资金流入香港市场的趋势较为明显，导致美元兑港币的汇率持续处在强兑换平价附近波动。**

图 9：美元指数与消费者信心的走势关系紧密



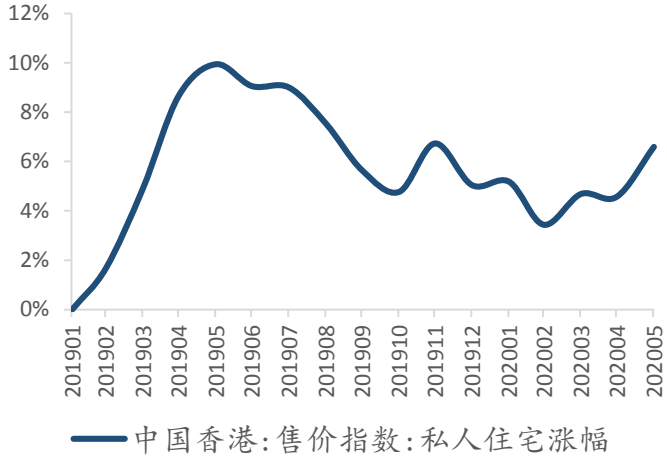
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：美元兑港币的汇率持续处在强兑换平价附近波动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：香港房价呈现上涨趋势，资金充裕

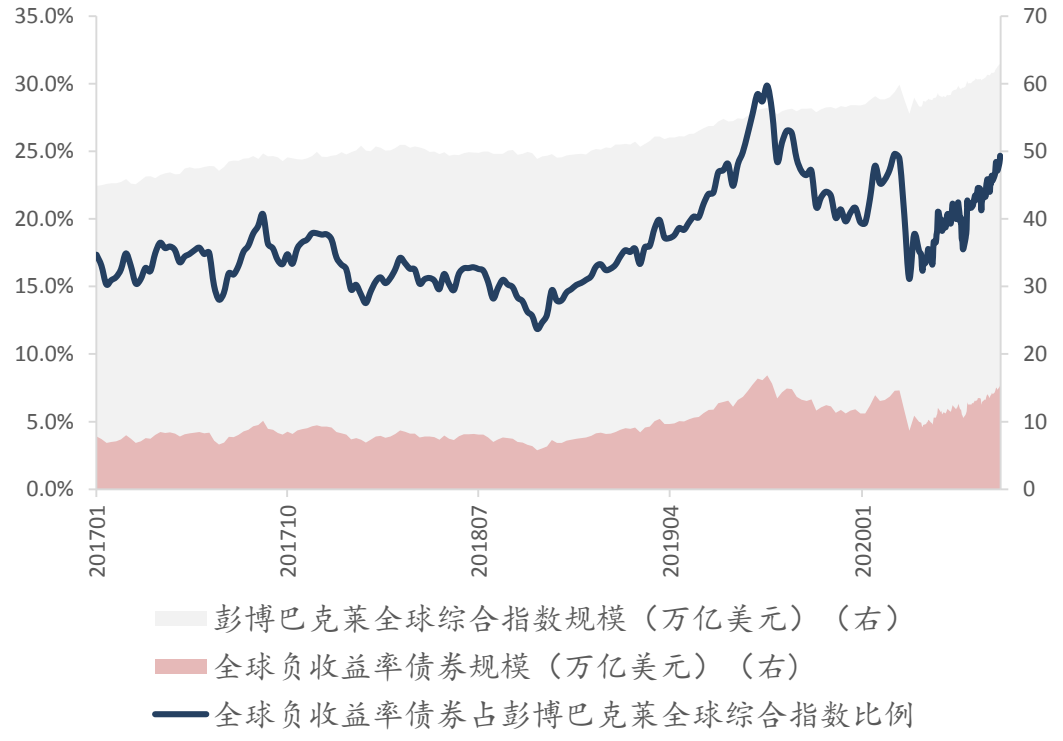


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 债券吸引力下行，带来黄金价格上行

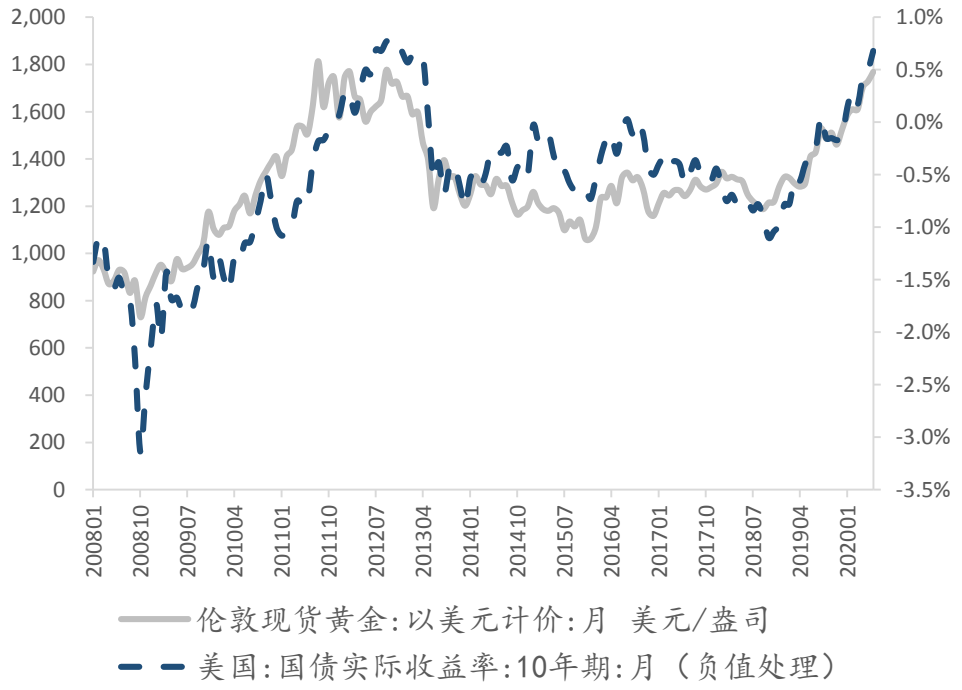
2019 年 8 月，全球负利率债券触及了 17 万亿美元的规模峰值。目前这一数字有所下降，但债券收益率仍然低迷，且负利率债券占全部债券规模再次快速上升。**曾经通过购买债券获取稳定收益的投资者越来越倾向于将金银作为保值资产。**从长远来看，贵金属有望被视为比债券更好的对抗通胀的方式。美联储明确表示，2022 年前都将会把联邦基金目标利率保持在 0% - 0.25%的范围，预计在未来 2.5 年内，美债收益率仍将处于历史低位，这使得黄金成为追逐稳定收益投资者比债券更优的选择。因此，黄金价格与十年期美债真实收益率几乎呈现出完美的负向关系。**美联储 7 月会议将于 29 日举行，尽管市场预计联邦基金目标利率不会有任何变化，但美联储是否会启用更多政策工具，例如收益率曲线控制，将会是市场重要的关注点，可能将进一步推高金价。**

图 12：全球负利率债券规模



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 13：黄金价格与十年期美债真实收益率的负值处理走势一致



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 流动性行情带来黄金价格上行

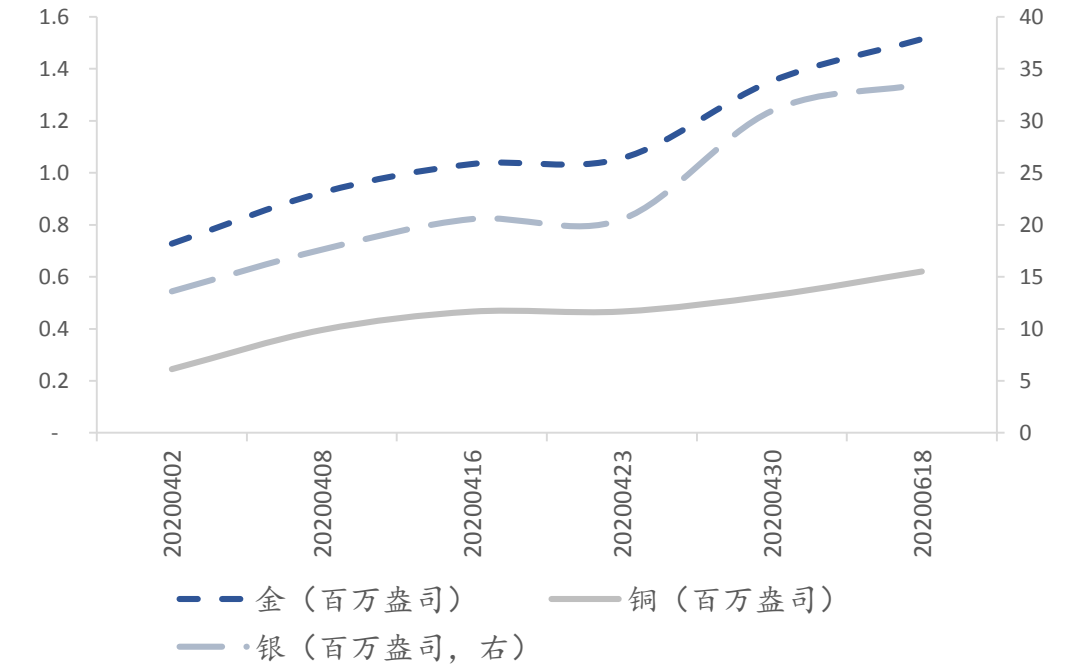
与此同时，美联储通过 QE 积极向金融体系注入大量流动性，在初期往往会为大宗商品带来流动性行情。金融危机后，从 2009 年年中到 2011 年年中，黄金和白银价格在大约两年的时间里快速上升。黄金价格从 2009 年 7 月中旬的每盎司 900 美元涨逾一倍，至每盎司约 1900 美元的高点。直到 2012 年 2 月开始，因为美联储称不会进行第三轮 QE，金价才开始出现下跌趋势；2013 年 6 月，市场开始讨论美联储减少购债规模，美联储 12 月会议正式开始缩减 QE，金价跌破 1200 美元/盎司的水平。2014 年 3 月，美联储宣布放弃在失业率降至 6.5%之下后很长一段时间内保持利率不变的承诺；8 月-9 月，美国经济持续复苏，对黄金价格形成负面影响。**整体来看，在美国经济回归正常轨道，美联储宣布流动性宽松结束后，金价才会失去上涨动力。**

5. 疫情冲击贵金属供应，带来黄金价格上行

供求关系的紧张预计也将推动贵金属价格上涨。**新冠疫情已经导致全球各地的多个矿场被迫关闭。**拉丁美洲地区受到的影响最大——秘鲁、智利和墨西哥是全球矿业收入风险最高的三个国家。截至 6 月末，全球受影响的采掘项目总收入超过 88.3 亿美元，受

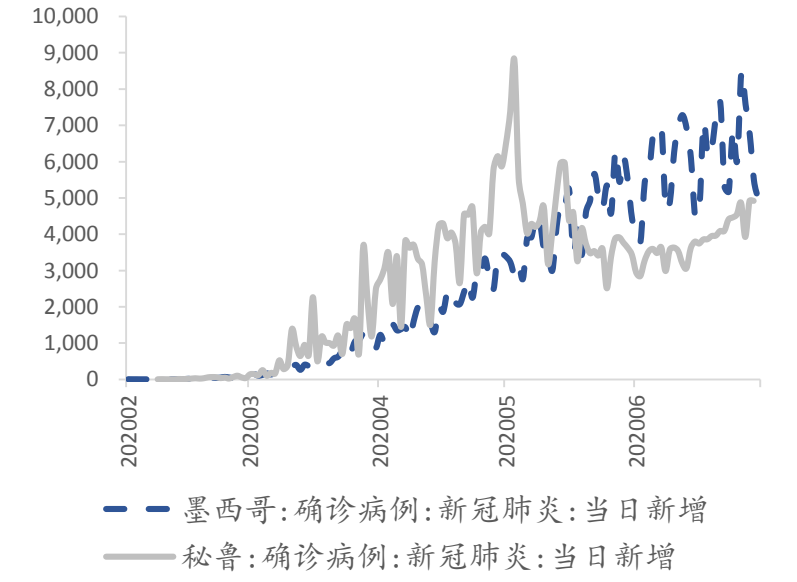
冲击最大的矿业商品是金、银和铜。若全球更多矿场因疫情关闭，将使贵金属供给明显下滑，为商品价格上涨提供动力。

图 14：受冲击的金、银和铜矿产规模持续上升



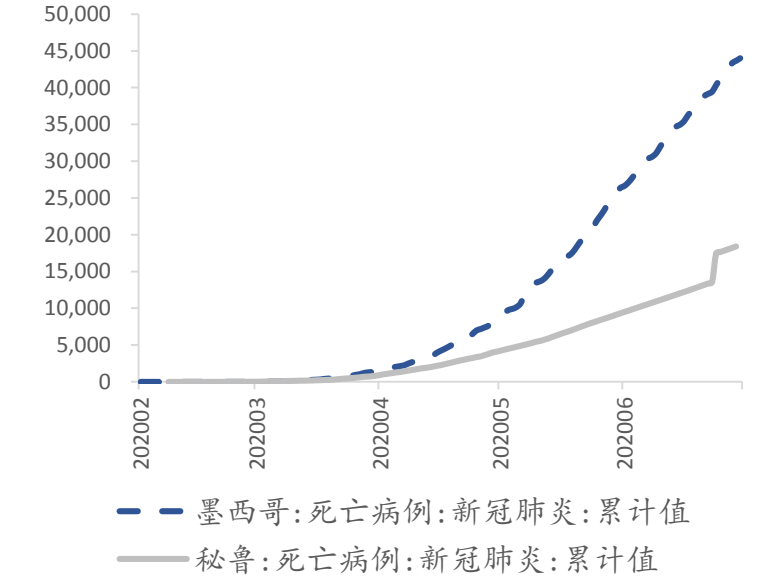
数据来源：S&P Global，东吴证券研究所

图 15：墨西哥和秘鲁日新增确诊仍在上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：墨西哥和秘鲁日累计死亡数量快速上升

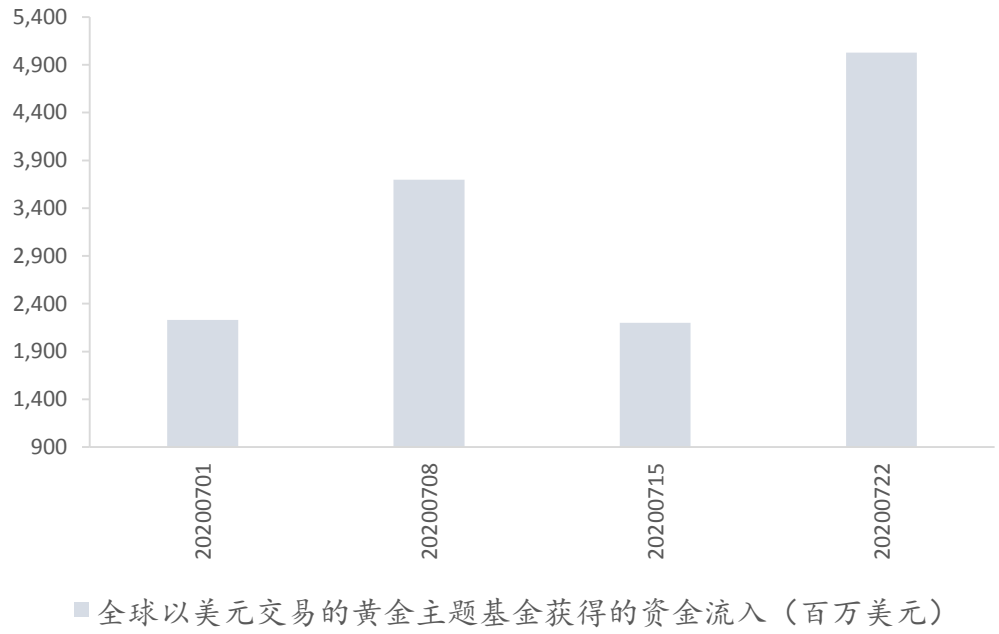


数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 黄金投资

投资黄金的方式较多，主要包括现货黄金、黄金股、纸黄金、黄金 ETF 等。上海金 ETF（如上海金 ETF 基金 518680）具有交易便捷、手续费低、有实物黄金支持等优点，是黄金投资较好选择。从 EPFR 跟踪数据来看，全球以美元交易的黄金主题商品基金在截至 7 月 22 日的一周内获得了大规模资金流入。

图 17：黄金主题商品基金在截至 7 月 22 日的一周内获得了大规模资金流入



数据来源：EPFR，东吴证券研究所

7. 风险提示

美联储扩表幅度不及预期，美元后续走强。

新兴市场疫情好转，黄金供给快速恢复。

经济环境的严重恶化，无论是大宗商品整体，还是避险资产黄金，都无法逃脱受经济影响而下跌的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

