民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

黄金为什么这么牛？

事件点评 2020 年 07 月 28 日

报告摘要：

今年疫情爆发至今，黄金开启了一轮波澜壮阔的上升行情，5 月底以来的这波加速上升尤其引人注目，直接推动黄金价格冲破 1900 美元/盎司，创下历史新高。5 月底以来这波行情的核心逻辑是——美元贬值驱动金价上涨，黄金发挥了对冲美元贬值的重要作用。美元贬值的基础从 3 月底美联储大放水时已经具备：第一，美欧基准利率差缩小，美联储的 QE 最为激进，海量的美元供给将推动美元走弱；第二，避险属性消退，3 月流动性危机已经解除，各项经济数据已有所反弹；第三，美国巨大的财政赤字和贸易赤字可能会增加持有美元风险，导致美元吸引力下降。以下因素出现后，触发了美元贬值。

- **一是美国经济重启以来，通胀预期不断上升。**

自 4 月下旬美国强行开启经济重启以来，美国通胀预期呈逐步走高态势。分析通胀指数国债（TIPS）可知，4 月下旬 TIPS 隐含的通胀预期不到 1%，到 7 月下旬已上升到 1.5%左右。这背后的逻辑在于，美国经济复苏的特征是生产弱于需求，这跟中国的生产强于需求恰好相反。例如，6 月美国零售同比增速已经转正（2.3%），而同期美国消费品产出同比增速仍为负增长（-6.9%）。消费品短缺本身就会造成通胀上升压力。再考虑到美国的消费品缺口一般需要通过进口来解决，这又会形成输入性通胀压力。

- **二是美国疫情二次爆发，经济复苏欧强美弱的局面基本已经确定。**

今年在疫情的控制上，欧洲做得远远比美国要好，欧洲实现了有序复工而没有出现疫情大面积反弹。反观美国，自 6 月中旬起疫情出现二次反弹，6 月 19 日新增确诊病例重上 3 万例。本轮美元快速贬值和美国新增确诊快速爬升恰好形成一枚硬币的两面。根据谷歌公司的经济活动指数，欧洲经济复苏情况明显好于美国。长期以来美国经济表现略好于欧洲，过去 24 年里有 17 年美国 GDP 增速高于欧元区 GDP 增速，但未来一到两年，欧元区经济增长将超过美国，IMF 预测 2021 年欧元区 GDP 增长 6%，高于美国 1.5 个百分点。

- **三是美联储释放基准利率长期不变信号，美国实际利率确定性下降。**

在美国疫情二次爆发、美国经济复苏缓慢的背景下，6 月中旬以来美国 10 年期国债收益率重新进入下行通道，截至 7 月 24 日已降至 0.59%，处于年内低位。剔除通胀影响后的实际收益率，更是进一步下降，截至 7 月 24 日为-0.92%。美联储 6 月议息会议上，预计失业率下行是一个缓慢的过程，2020 年底失业率为 9.3%。基于失业率难以在 2023 年前达到自然失业率，美联储预计 2023 年前不会加息。这意味着短期内看不到实际利率反转的信号。

只要这些因素继续存在，就持续对黄金构成利好，我们预计黄金价格短期内将继续上涨。后续需要关注的变数在于，美国生产弱于需求何时缓解、疫情何时触顶、美联储最新表态等。

- **风险提示：美国疫情超预期，美联储政策不及预期，地缘政治风险。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001
电话： 010-85127730
邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008
电话： 010-85127730
邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。