

全球局势雾里看花 金价有望再创新高

金信期货 研究院

2020年6月30日



金信期货
GOLDTRUST FUTURES

诚挚如金
专业而信

- 一 行情回顾：受疫情影响，全球经济加速衰退
- 二 美国经济缓慢复苏，金价上涨趋势难改
- 三 地缘政治风险加剧，金价波动剧烈
- 四 黄金投资需求大增，对冲商品需求下行
- 五 投资建议：黄金仍为优质多头

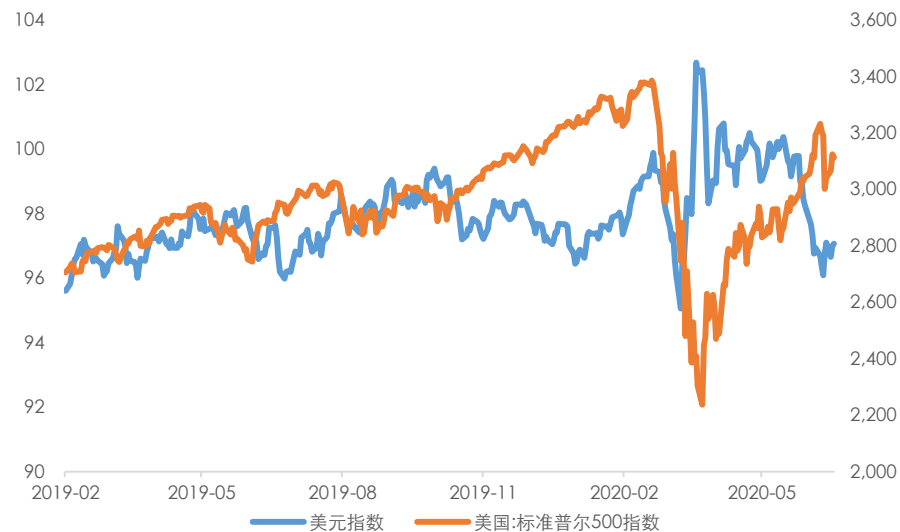
行情回顾：受疫情影响，全球经济加速衰退



美债收益率下行，金价上涨（右轴：金价：美元/盎司）



美股暴跌后反弹（右轴：标普500）



- 2020年上半年，金价经历了暴涨暴跌，3月前，金价延续去年的强势上涨行情，逼近1700美元/盎司。3月中旬，随着海外疫情大爆发，金价一度跌破1475美元/盎司，10年期美债收益率强势上涨，美股暴跌，美元指数飙升至102.87。
- 3月15日，美联储开启第四轮量化宽松，先是购买了2000亿美元的抵押贷款支持证券以及5000亿美元的国债；然而市场恐慌情绪未减，美股、贵金属仍大幅下跌，3月23日，美联储宣布无限QE。其后，美股及金价强势反弹，进入5月，随着美国复工复产稳步进行，金价震荡整理。

一

行情回顾：受疫情影响，全球经济加速衰退

二

美国经济缓慢复苏，金价上涨趋势难改

- 美国经济恢复大概率为弱复苏
- “大水漫灌”未必带来高通胀，下半年美国维持低通胀概率大
- 缓慢复苏+低通胀，基准利率将继续维持低水平
- 美国债务日益庞大，美元信用承压

三

地缘政治风险加剧，金价波动剧烈

四

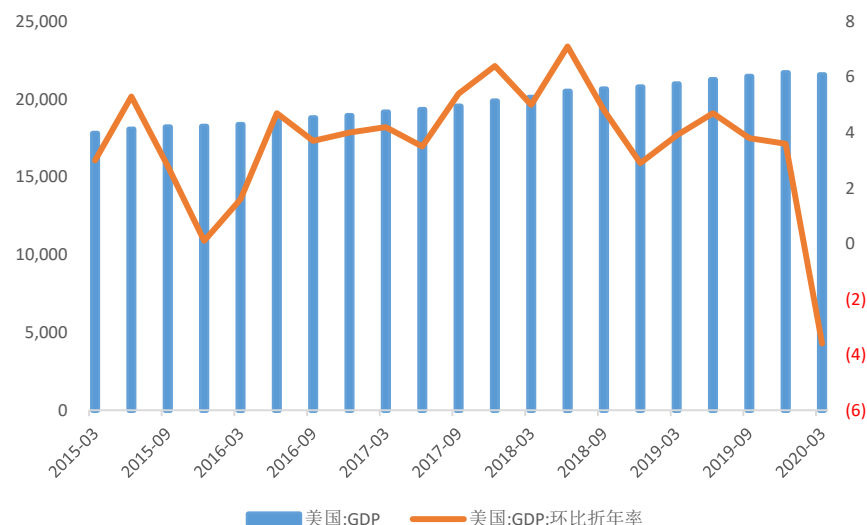
黄金投资需求大增，对冲商品需求下行

五

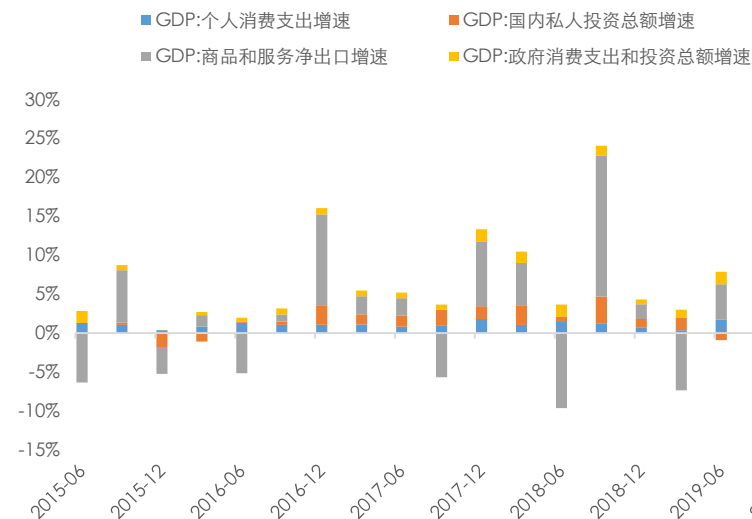
投资建议：黄金仍为优质多头

美国经济恢复大概率为弱复苏

美国GDP在3月环比大幅下滑（左轴：美国GDP：十亿美元）



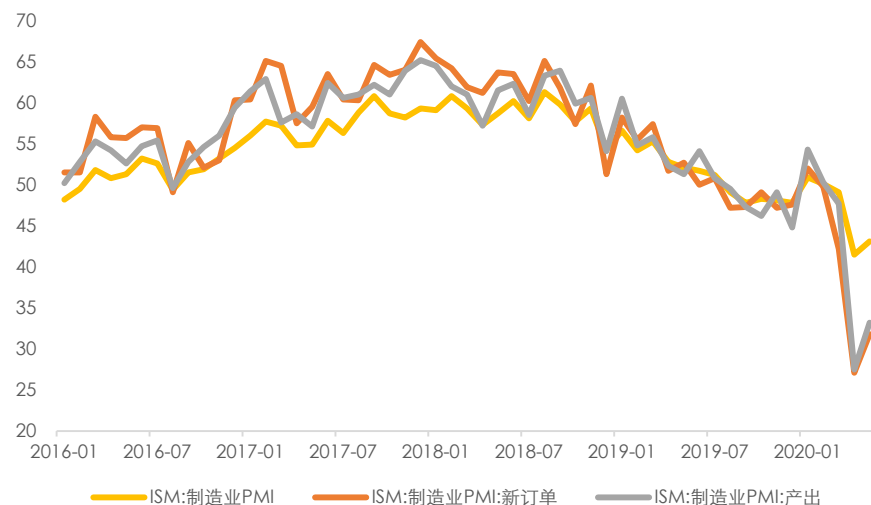
分项增速除政府支出均下滑



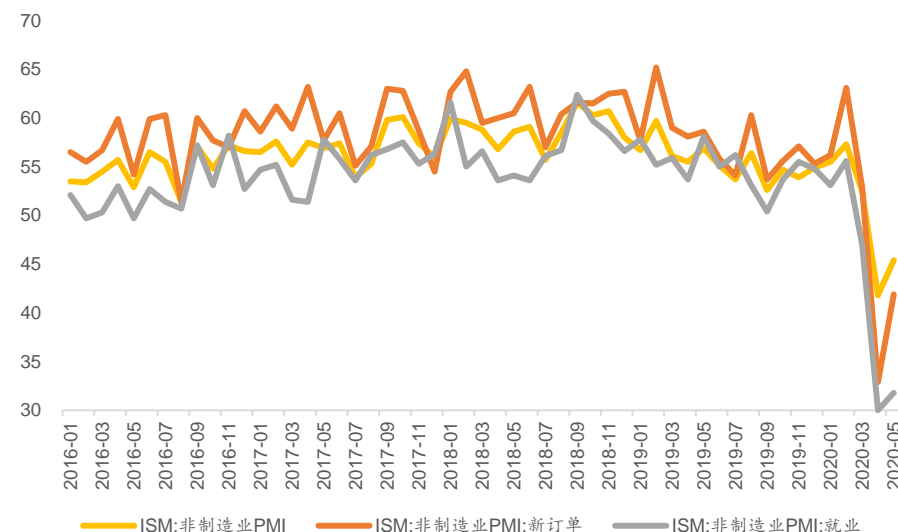
- 美国经济恢复大概率为弱复苏，三四季度经济逐步复苏，但在疫情没有彻底结束前，经济迅速恢复可能性较低，将长期处于缓慢恢复的状态。
- 从分项增速看，个人消费及投资的增速大幅度下滑，叠加贸易流受疫情影响有所停滞，预计二季度增速进一步下滑，三四季度逐渐恢复，但增速有限。经济低增长，推动黄金不断上行。

服务业恢复速度较制造业快

美国GDP在3月环比大幅下滑（左轴：美国GDP：十亿美元）



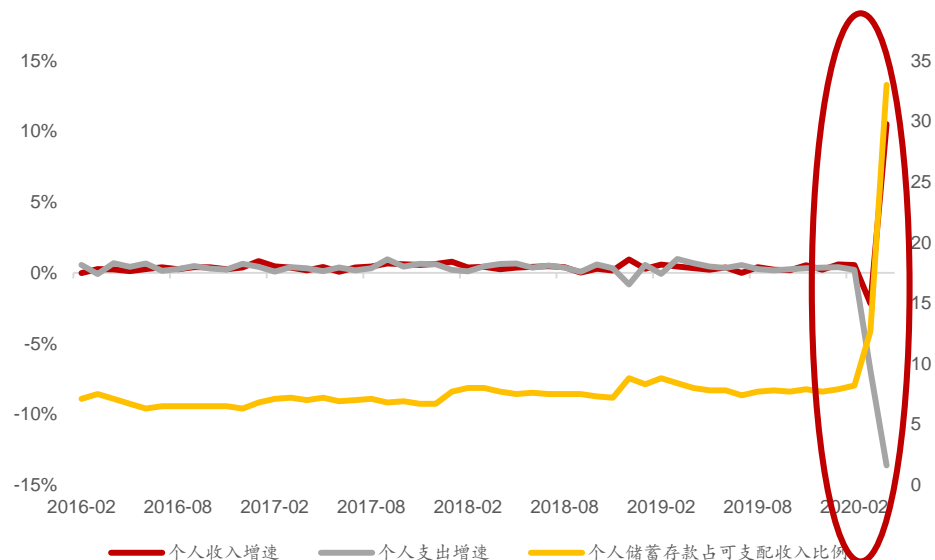
分项增速除政府支出均下滑



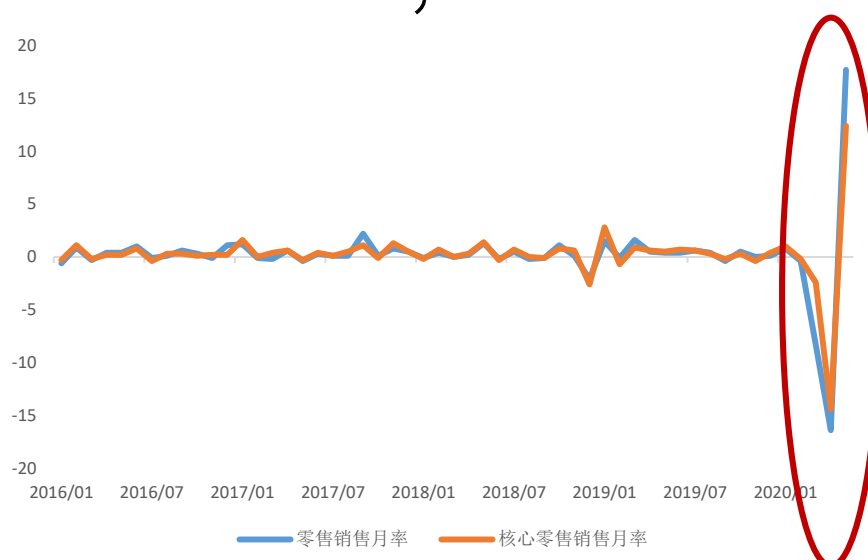
- 从PMI分项上可以发现，制造业新订单及产出下滑明显，5月制造业产出PMI回升速度较快，而新订单则略显逊色，主因下游需求不足，导致新订单较少。
- 服务业方面，5月PMI反弹较制造业乐观，尤其是新订单PMI，可见服务行业复苏较快。但服务行业的就业情况不容乐观，5月仅小幅好转，为31.8，前值30。
- 整体看，制造行业受疫情行业影响大，服务行业恢复速度快。

零售销售大幅反弹可持续性低

美国储蓄存款占比大幅上升，消费大幅下滑（%）



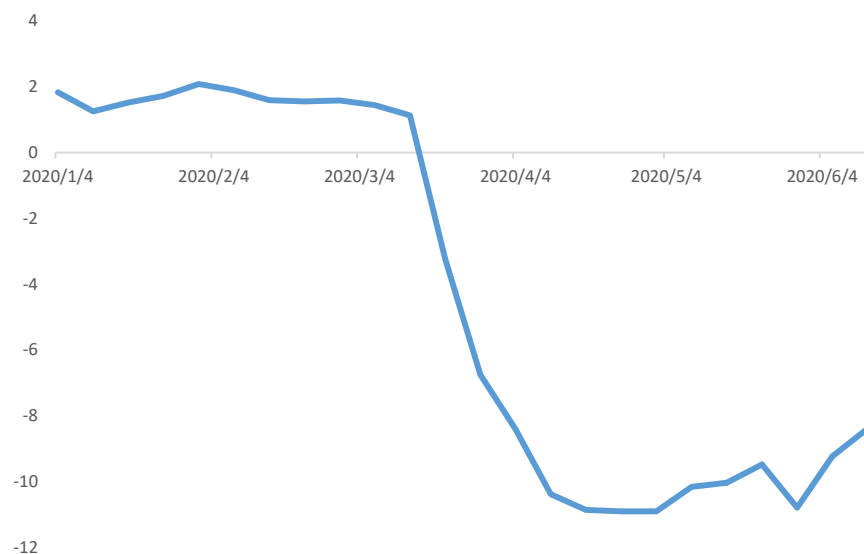
零售销售增速四月触底后大幅反弹 (%)



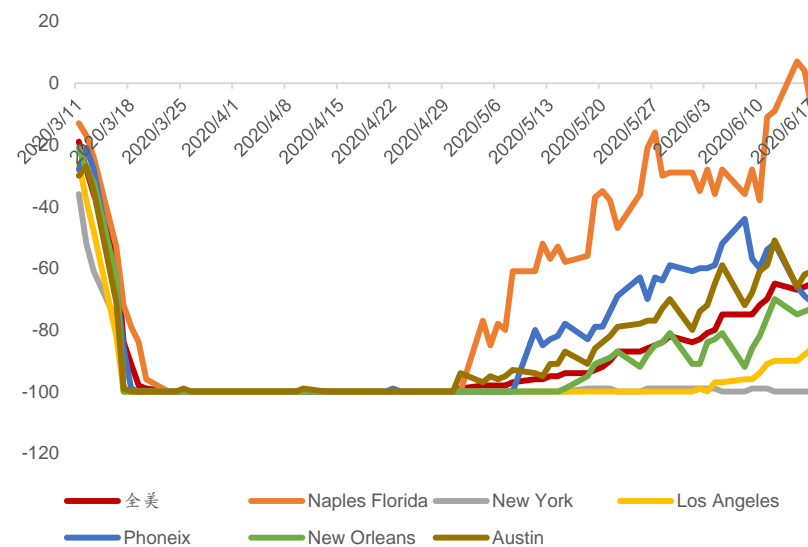
- 从居民消费端分析，3月由于失业人数增加，居民收入出现下滑，进入4月，美国向失业人员发放救济金后，收入大幅增加，但同时，消费增速大幅回落，4月为-13.6%。而个人储蓄存款的占比大幅回升，此前美国储蓄占比维持再6%-9%之间，4月则高达33%。
- 尽管从零售销售数据看，5月消费大幅度好转，但4月处于历史低位，我们认为5月数据反应的只是相较于4月的好转，但持续性较差，后续消费复苏仍处于缓慢进程。

美国经济活动指数增速趋缓

纽联储经济活动指数回升 (%)



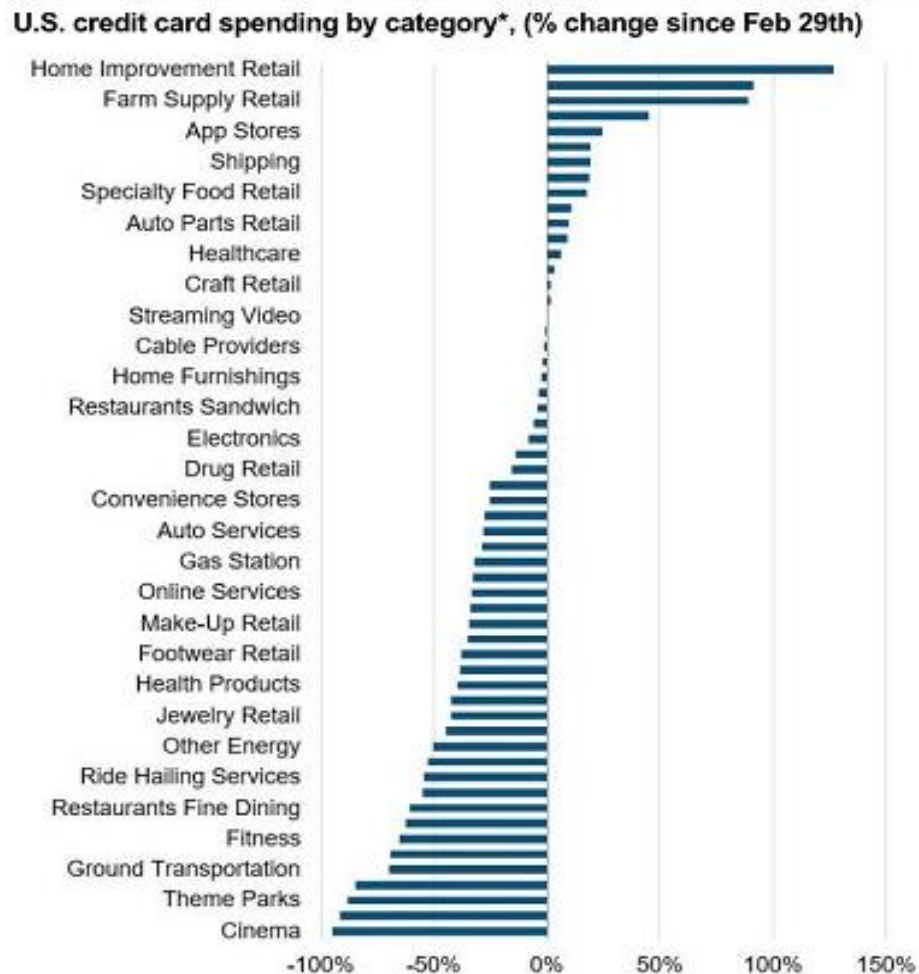
美国Opentable餐厅线下预定指数



- 从纽约联储统计的经济活动指数看，美国目前的经济活动已从低谷逐步复苏，但恢复速度有所放缓。全美的Opentable预定指数进入6月后基本持平，部分地区的餐厅预定情况甚至出现下滑，而纽约的餐厅消费情况始终没有改善。经济活动恢复的速度趋于缓慢。

下半年美国居民消费难言大幅好转

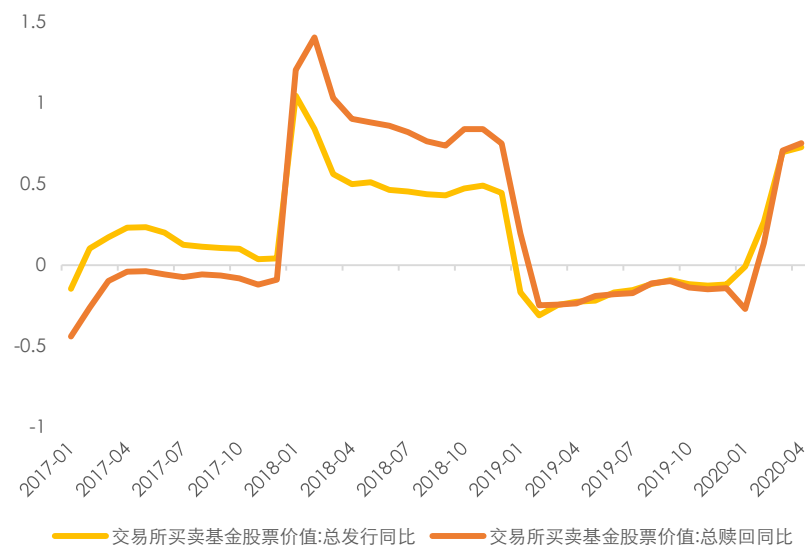
美国居民消费转向家庭活动及装修



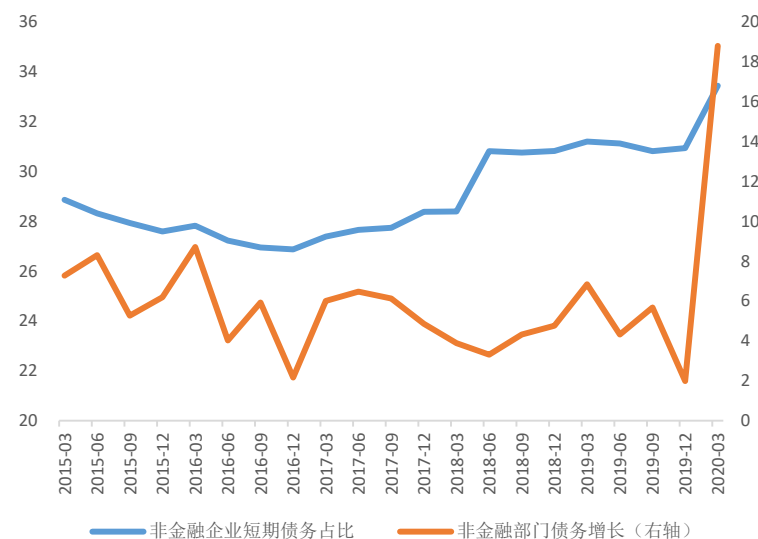
- 根据美国居民信用卡消费分类情况看，自2月底以来，信用卡消费分化严重。娱乐类消费环比大幅下滑，例如电影院、主题公园、健身等；环比大幅增加的是家庭装修、农场零售、手机app等。疫情爆发之后，美国居民的消费从娱乐活动转向家庭活动，但此类消费的持续时间较短，大部分为耐用品，对后续的消费提振较为有限
- 美国居民消费增速趋缓，且大部分消费集中在家庭生活、装修以及生活必需品方面，若正常生活不能恢复，则对后续的消费推动极为有限。我们预计下半年的个人消费处于缓慢恢复。

美国投资活动或保持活跃

美国基金股票赎回增速大幅上升 (%)



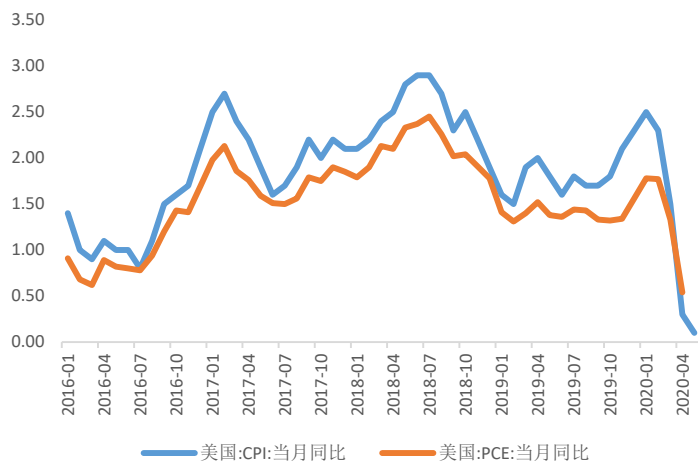
非金融企业债务大增 (%)



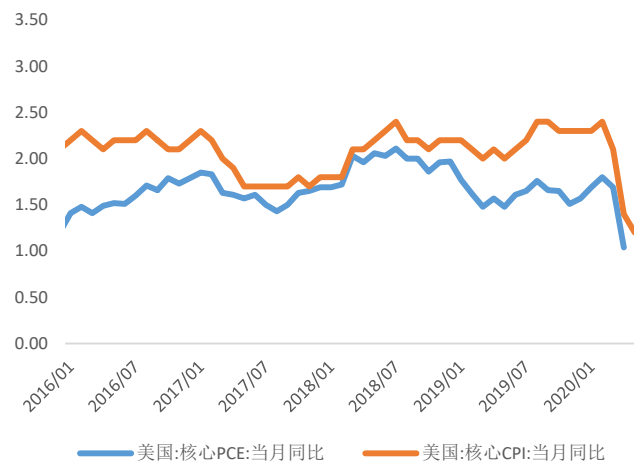
- 年初至今，交易所买卖股票的赎回同比逐步超过总发行同比，而总发行与总赎回同比均大增，预计下半年，个人收入除了流向储蓄外，会逐步作为投资支出。非金融企业的债务增速也大幅增加，3月高达18.8%，短期债务占比超33.45%，处于历史高位，预计4月非金融企业的债务水平将进一步提升。整体看，下半年企业融资及个人投资活动将保持活跃。

“大水漫灌”未必带来高通胀

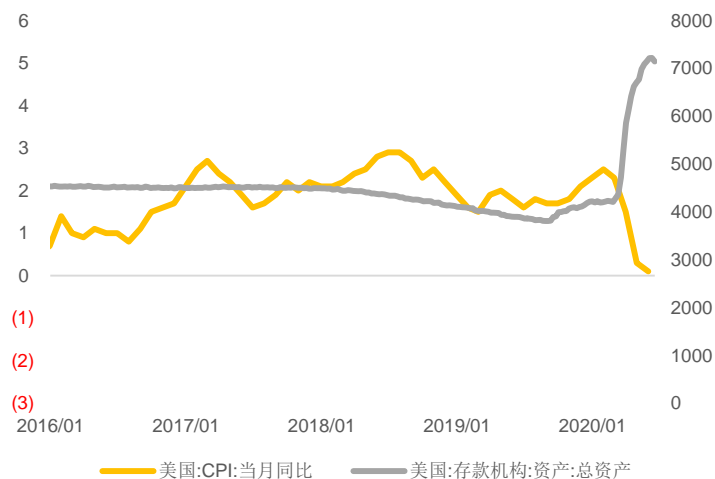
美国通胀大幅下行 (%)



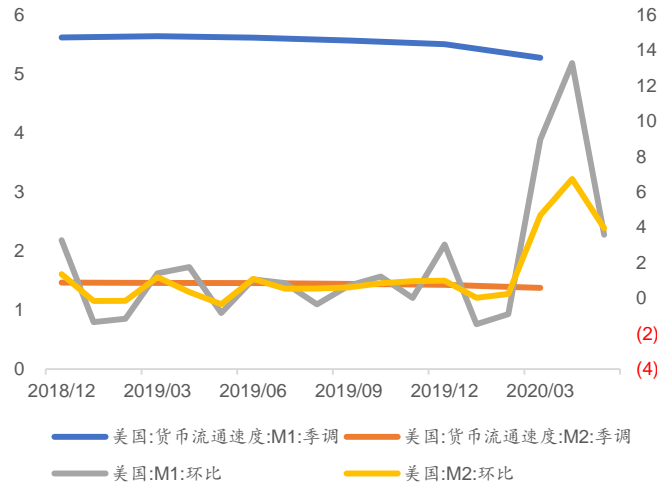
核心CPI及PCE同样大幅下滑 (%)



美联储扩表并未引起CPI大涨 (%)



货币流通速度下行 (%)

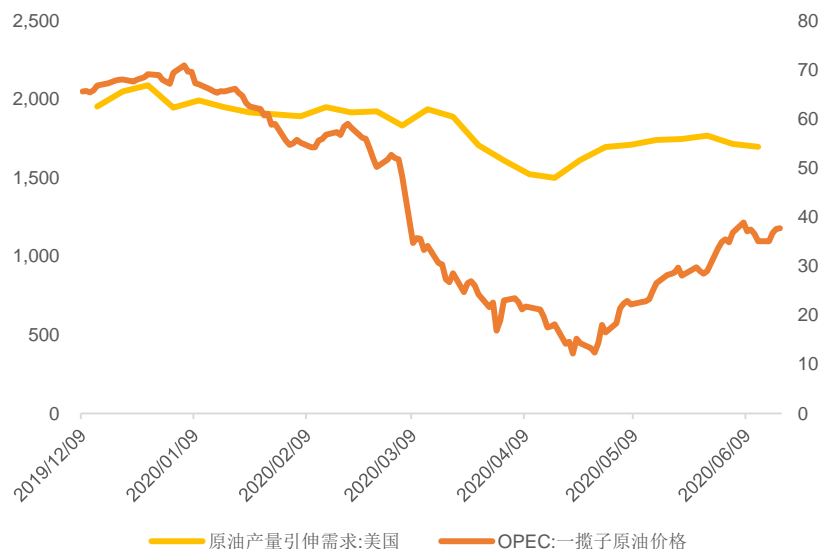


- 美联储3月开启无限量QE，但“大水漫灌”并未引起实际的通胀上行，相反，一季度CPI大幅度走低，5月CPI仅0.1%。
- 究其原因，此次无限量化宽松并未引起货币流通速度加快，由于消费低迷，油价上行空间有限，致使货币流通速度放慢，导致通胀仍然走低。

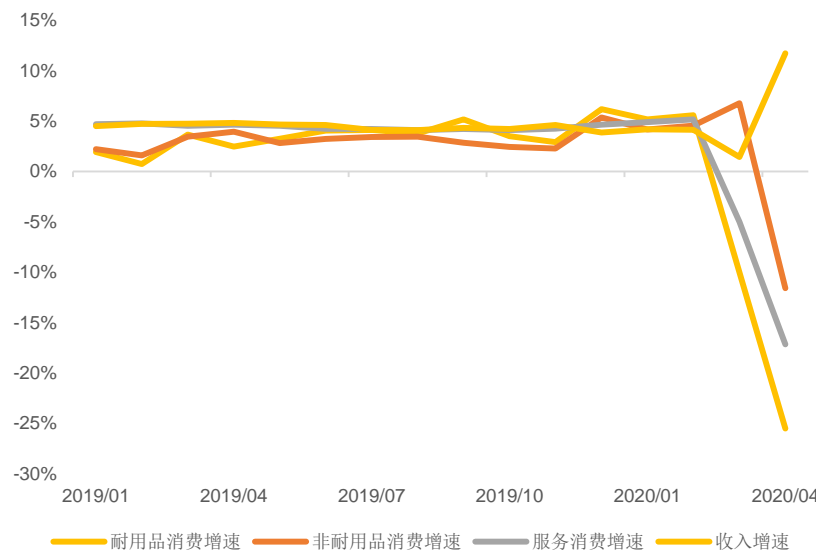
资料来源：Wind，金信期货研究院

下半年美国维持低通胀概率大

原油价格受供给博弈，上行空间有限



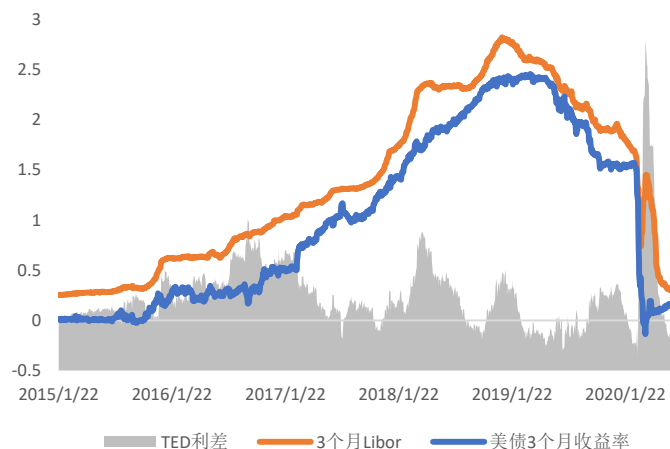
消费增速大幅下滑 (%)



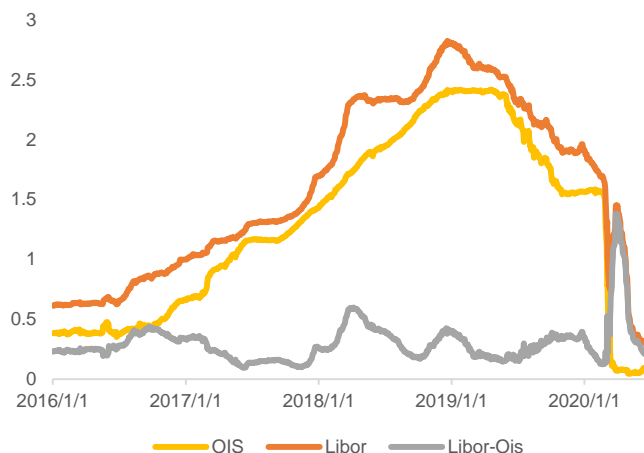
- 美联储此次无限量QE属于短暂性政策，若疫情结束，则后续的援助计划也将结束，届时M1与M2的同比增速将大幅度下滑。如果“大放水”不能进入实体经济，刺激需求上行，高通胀的可能性低。
- 从CPI分项中，占比较高的服务型以及能源来看，服务型需求增速大幅度下滑，若后续疫情仍然没有结束，则该项CPI大幅度回升的可能性低；其次，能源方面，由于原油目前供给端博弈情况严峻，需求复苏脆弱，风险点多，因此上行的空间较为有限，对于推动CPI上涨的力度较有限。
- 总体看，我们认为下半年美国CPI逐步恢复，但大涨的可能性低，仅维持低通胀，大水漫灌未必会出现高通胀的情况。

长期名义利率的压制，叠加小幅通胀预期，支撑金价继续走高

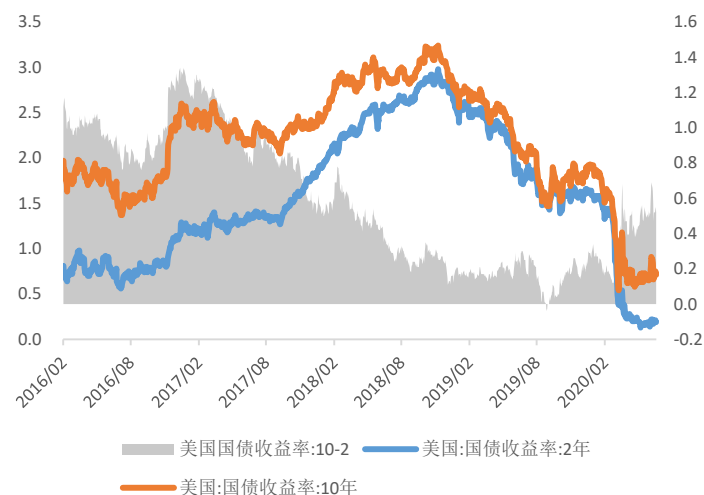
流动性大幅好转



银行拆借意愿上升



收益率曲线有所扁平 (%)



TIPS利率维持负值 (%)

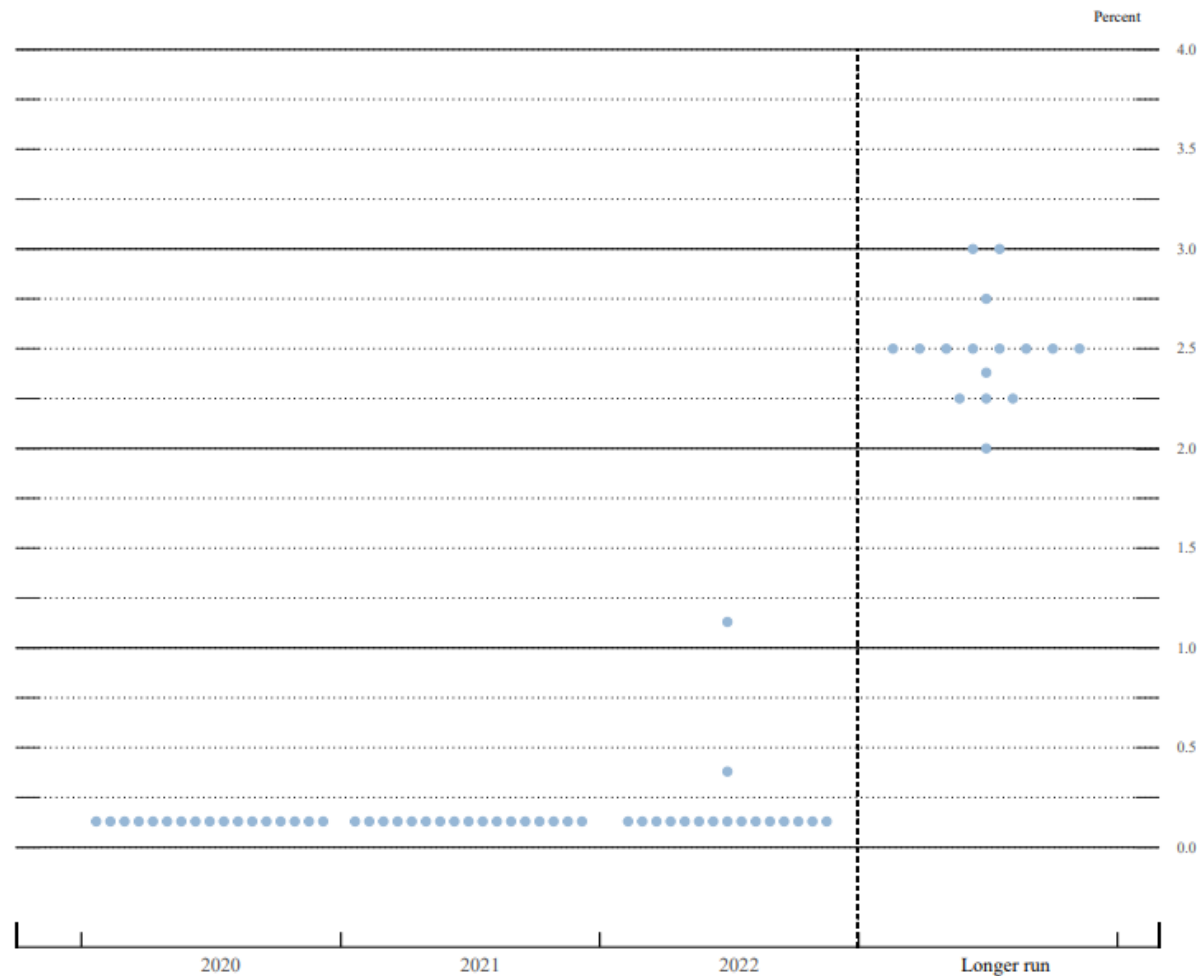


- 从TED利差可以看到，离岸美元的流动性在3月-4月大幅度下滑，导致大部分资产暴跌，进入5月后，流动性有所缓解，但仍然不及年初。Libor-OIS从3月的高位加速下滑，银行拆借意愿回升，信贷压力有所缓解。流动性问题有所缓解，短期利率大幅上升的可能性小。
- 10年期及2年期美债收益率仍然较低，长期收益率在上冲后下滑，收益率曲线再次扁平化，名义利率增速预计将处于低位。盈亏平衡利率小幅走高，但处于低位，通胀预期小幅抬升。大部分时间，金价与TIPS收益率呈反比，包含通胀预期以及利率预期增速的差值，也就是实际利率。TIPS增速有所抬升，长期名义利率的压制，叠加小幅通胀预期，支撑金价继续走高，然通胀预期较低，局限了上行的空间。

资料来源: Wind, 金信期货研究院

美联储点阵图未见负利率

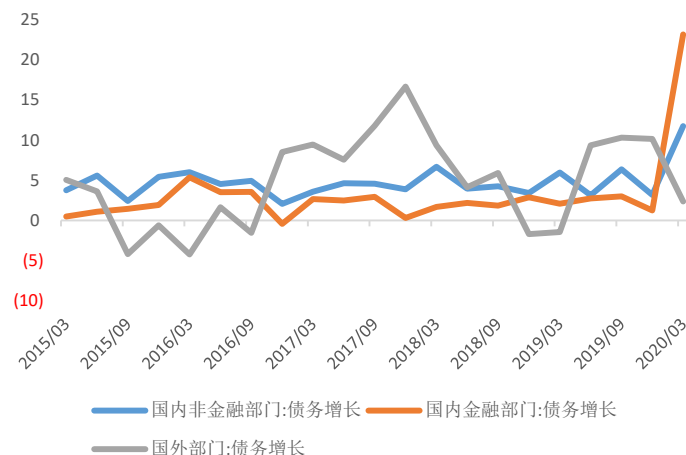
美联储点阵图未见负利率



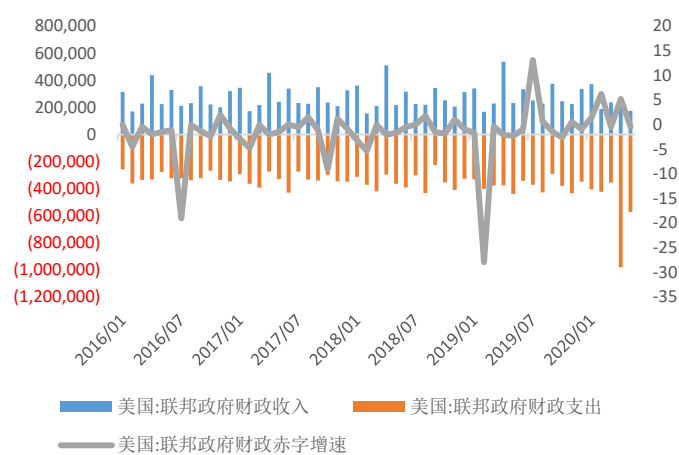
- 6月的FOMC会议上，公布了未来三年的利率点阵图，美联储点阵图显示，美联储预计将维持利率在当前水平直至2022年年底。两位美联储政策制定者预计联邦基金利率将在2022年从零水平上调。此前市场上热议的负利率没有出现在点阵图上，我们认为，除非二次疫情爆发，美国经济再次大幅度下行，出现负利率的概率较低。因此，下半年的金价持续走高，但上行空间有限。

长期名义利率的压制，叠加小幅通胀预期，支撑金价继续走高

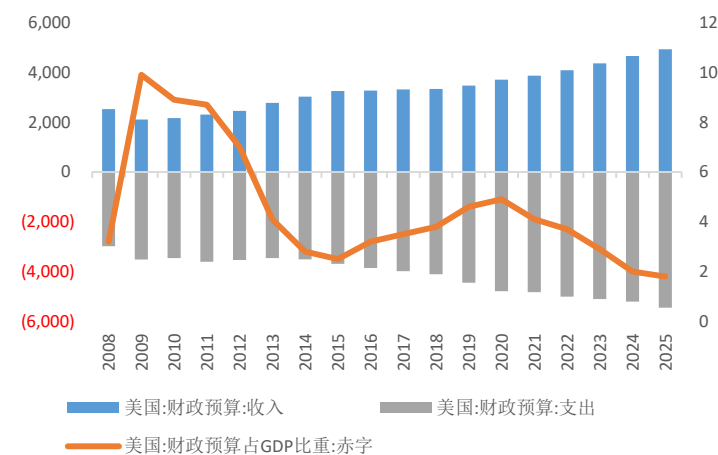
美国国内部门债务增速大幅上升 (%)



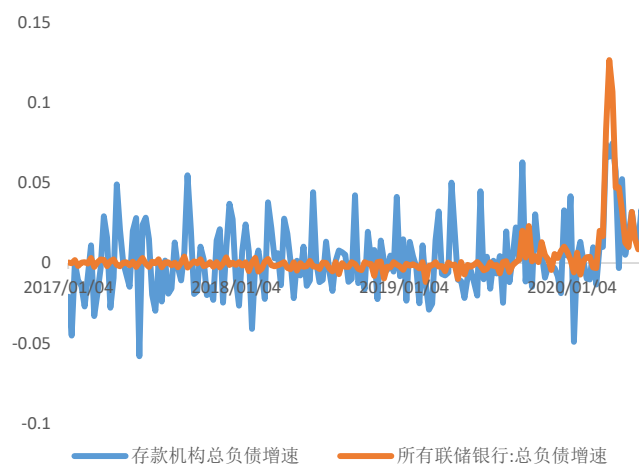
联邦政府支出大幅增加



美国财政预算赤字占比GDP大增 (%)



存款机构总负债增速处于高位

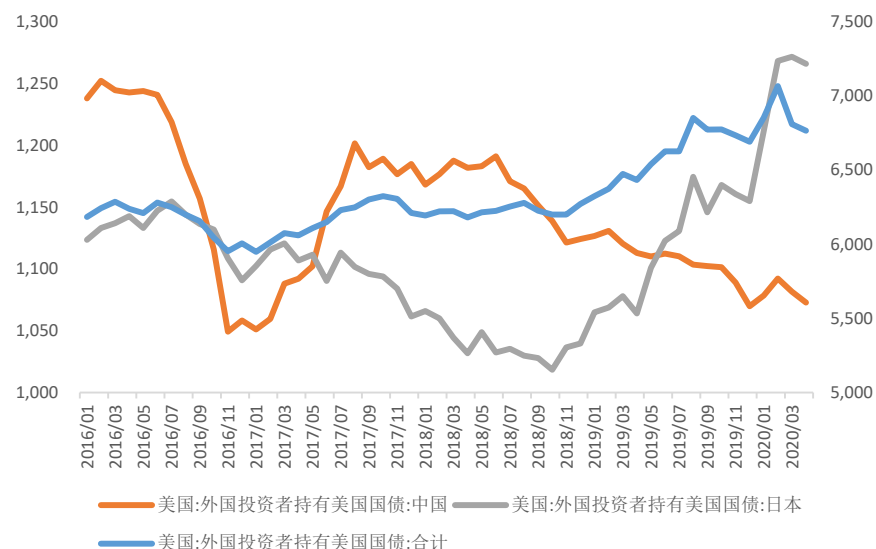


- 美联储大幅扩表，第一次提出7000亿美元的扩表规模，3月23日美联储将次规模提至无限量，近三个月已从3万亿增至7.2万亿。此外，美联储将扩大信贷主体的资质，购买单个公司债。庞大的货币政策投入无疑会大增美国的债务规模。财政政策方面，特朗普有意推行1万亿美元的基建项目，投入建造公路、桥梁以及5G等基础设施。财政及货币政策双管齐下，对经济推动有一定作用，但同时会让美国的债务规模越滚越大，对美元信用造成压力。

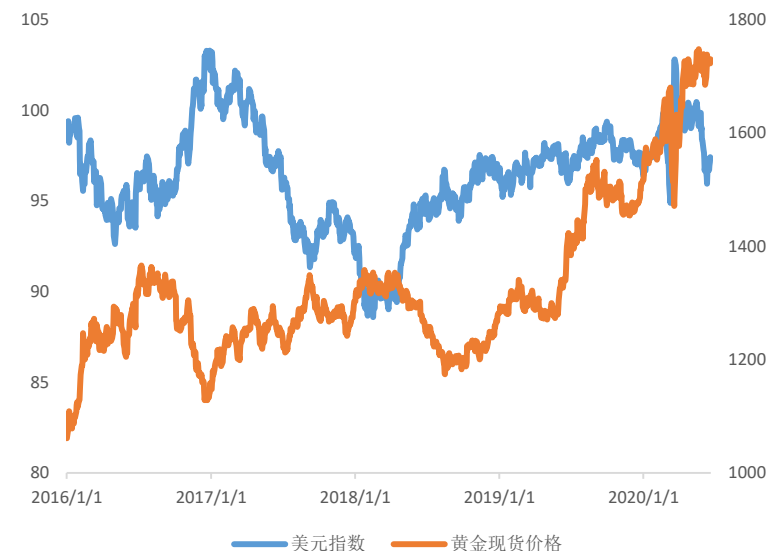
资料来源：Wind，金信期货研究院

美元信用走弱，金价相对美金升值

中国持有美债大幅下滑（十亿美元）



美元信用走弱，金价相较美元升值



- 美债持有人中，日本的持有数量不断上升，而中国则不断下降，整体来说，2020年持有美债的外国投资者总计出现下滑。美债规模的不断扩大，叠加国外投资者的持有数量下滑，为美债买单的重任不得不再次落在美联储的身上。美国政府债务的不断扩大，导致美元信用下降，美元指数相较于黄金价格贬值。债务规模的庞大，以及未来出现的赤字货币化，导致美元信用承压，推动黄金不断上涨。

一 行情回顾：受疫情影响，全球经济加速衰退

二 美国经济缓慢复苏，金价上涨趋势难改

三 地缘政治风险加剧，金价波动剧烈

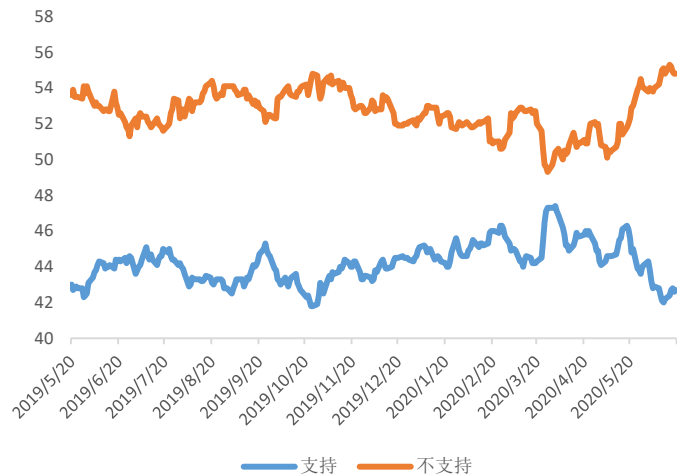
- 美国大选在即，金价或有异动
- 中美贸易摩擦无可避免
- 全球爆发二次疫情仍有可能，金价偏强震荡

四 黄金投资需求大增，对冲商品需求下行

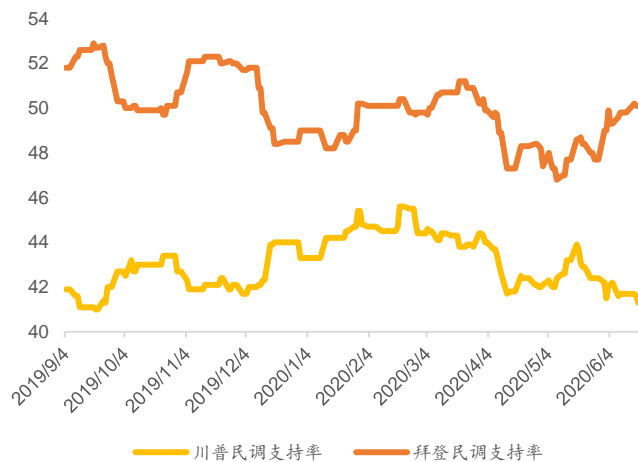
五 投资建议：黄金仍为优质多头

美国大选在即,特朗普暂时落后

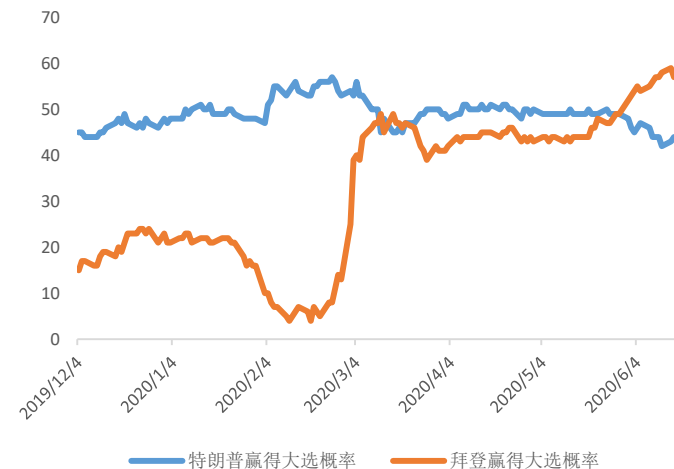
特朗普支持率走低(%)



特朗普与拜登民调支持率差距拉大(%)

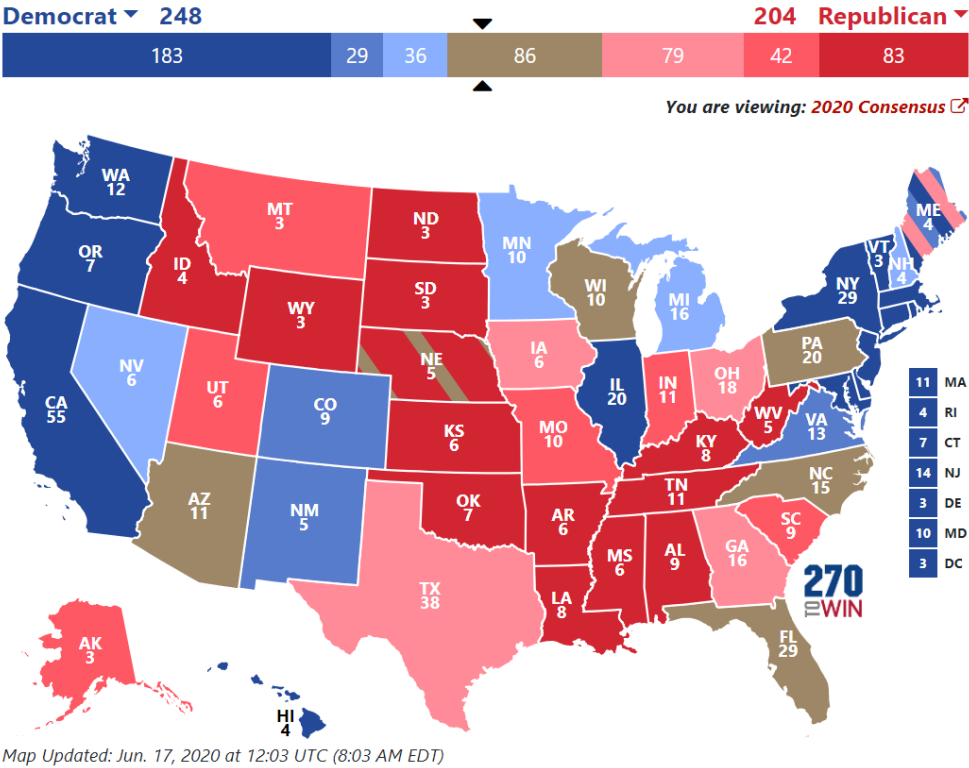


拜登赢得大选概率大幅走高(%)



- 从美国疫情爆发之后,特朗普的支持率大幅度走低,不支持率大幅走高,特朗普在抗疫事件上表现不如人意,美国疫情感染人数位列世界第一。在疫情事件之后,拜登的民意调查同样出现下滑,可见,美国民众对于此次两党领导人抗疫举措均表示不满。而五月底种族冲突和抗议示威爆发后,由于特朗普应对暴力示威活动过于强硬,美国民众对其总统工作的支持率已降至42.5%,接近其任期内的均值。
- 总统竞选方面,民主党的拜登支持率明显上升,而特朗普显著下滑,目前特朗普以41.3%落后于拜登(50.1%)。而政治博彩PredictIt的定价也发生转变,拜登以58%的隐含获胜概率反超特朗普的43%,而在5月底特朗普仍然以49%的概率和拜登持平,在此前特朗普的胜率大幅度领先拜登。若此次BLM抗议示威活动不能很好的平息和解决,特朗普的当选概率将大幅下滑;若特朗普能很好的应对这次游行,无疑会让他的政绩添上完美的一笔。

2020年美国总统大选票数预测



摇摆州的拜登支持率大幅上升

Battle for the White House RCP Poll Averages			
Election 2020	Biden	Trump	Spread
RCP National Average	50.1	41.3	Biden +8.8
Betting Odds	52.2	41.0	
Electoral College	197	125	
Battlegrounds	Biden	Trump	Spread
Florida	50.5	44.3	Biden +6.2
Pennsylvania	49.3	43.7	Biden +5.6
Wisconsin	47.7	42.3	Biden +5.4
North Carolina	45.2	45.8	Trump +0.6 ▲
Arizona	47.0	43.0	Biden +4.0
Congress	Dems	GOP	Spread
Battle for Senate	46	48	
U.S. House	214	190	
Generic Ballot	49.0	40.5	Dem +8.5

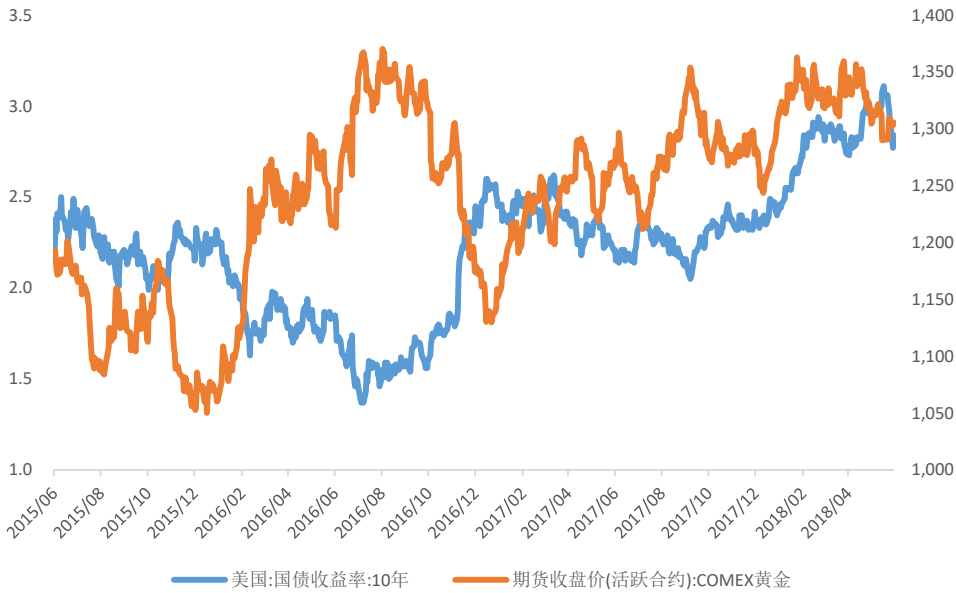
- 竞选总统花落谁家，重点在于摇摆州最后的选择。2020年大选重点摇摆州包括佛罗里达、宾夕法尼亚、密歇根、北卡罗来纳、亚利桑那、威斯康星、明尼苏达等七州。270towin汇总了8家机构的选情预测，目前统计结果显示民主党和共和党分别有望获得248张和204张选举人票，而获胜的条件是至少获得270票。因此，摇摆州选票将会决定大选的最终总统人选。2016年的总统选举，特朗普虽然一直落后于希拉里，但最后获胜是由于其获得了更多的摇摆州票选，成功拿下总统一职。从目前RCP的摇摆州民调情况看，拜登大幅度领先特朗普。但民调结果或与实际情况截然相反，最后竞选结果仍需要关注两位竞选人的演讲情况。

资料来源：公开资料，金信期货研究院

两位候选人的各项主张

	特朗普	拜登
党派	共和党	民主党
经济政策	1.减税2.0计划，考虑将中产阶级税率降至15%； 2.未来1万亿美元的基建计划	1.提高个人所得税率至39.6% 2.提供企业所得税率至28% 3.提高资本利得税 4.提高最低工资 5.未来10年内1.3万亿美元的基建投资
教育	削减教育领域的政府支出	1.增加联邦政府对低收入地区学校的资质 2.根据收入水平削减学生贷款还款
医疗	任期内基本废除了奥巴马的医改政策	支持奥巴马医改的公私合营的平价医疗体系
与中国的贸易政策	发动中美贸易战，考虑在大选后进行第二阶段谈判	认为美国应与盟友共同制定应对中国的策略

大选时期的美债收益率及金价表现

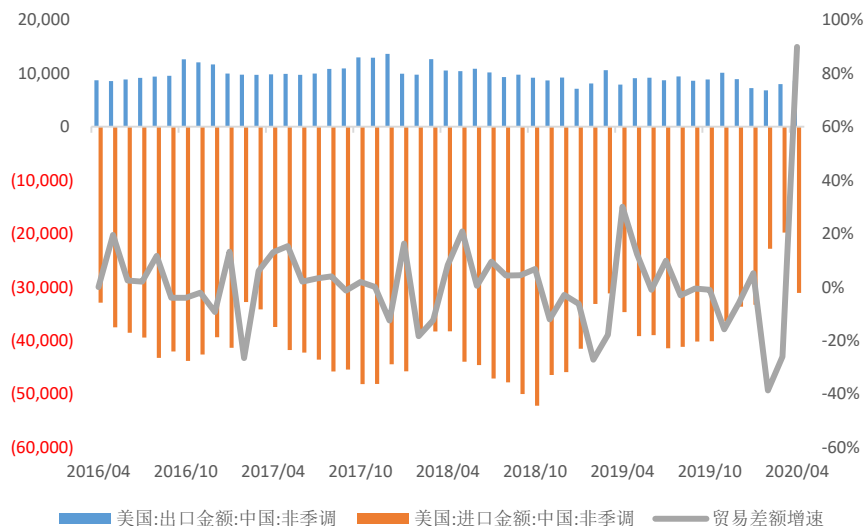


• 无论哪一个领导人当选，中美关系紧张无疑是板上钉钉，在未来很长一段时间，美国均对中国采取遏制的战略。而从战略主张看，特朗普上任对中国的损害相对更小。若拜登上台，则将联合盟友，共同对付中国，并挑起地缘政治问题，给中国制造更多问题。而特朗普连任，则将延续贸易战的形式，继续对中国加征关税以及科技制裁压制中国的崛起。

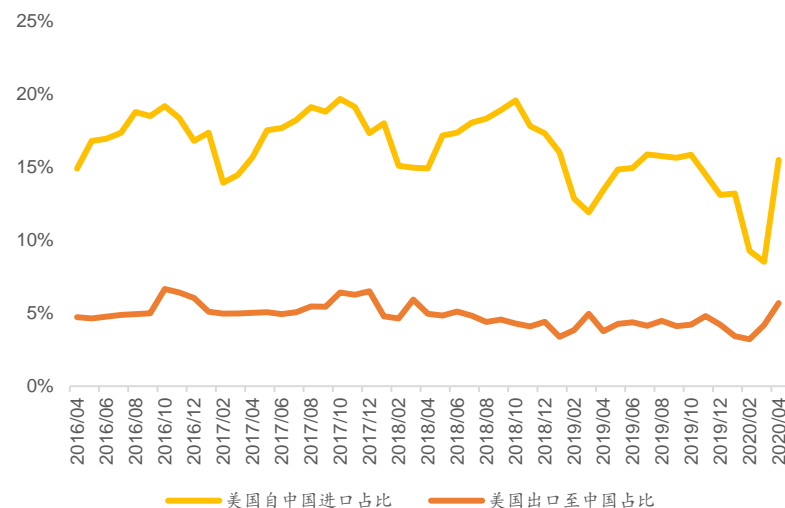
资料来源：公开资料，金信期货研究院

中美贸易摩擦无可避免

中美贸易差额增速扩大(%)



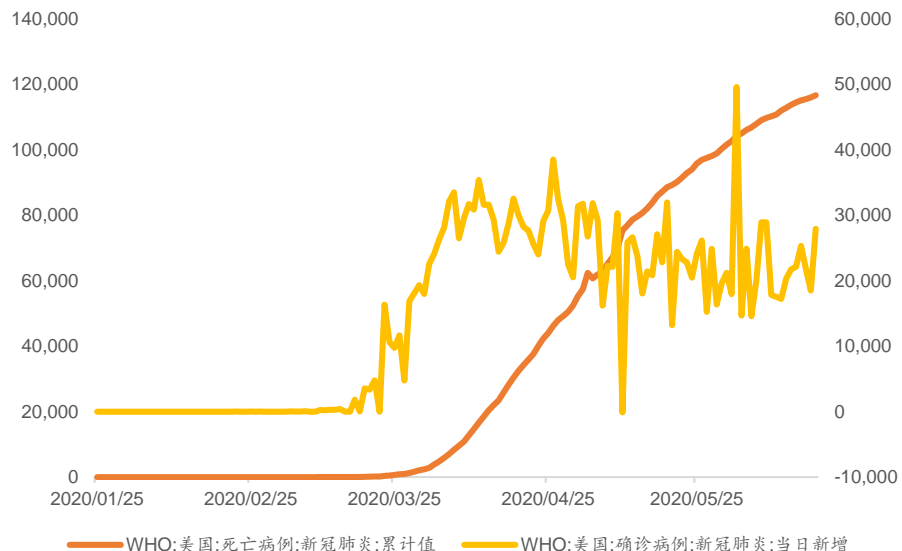
中美贸易有好转迹象



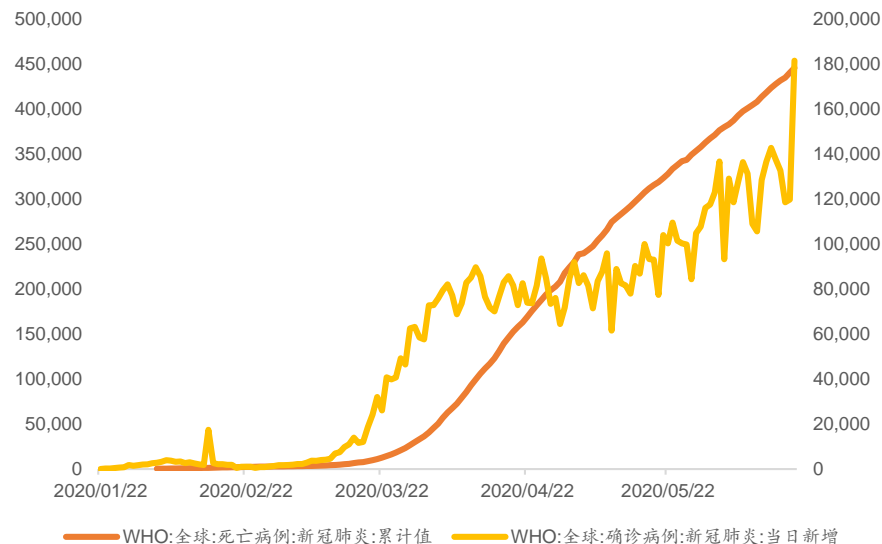
- 中美贸易在2019年大幅走弱，尤其是美国从中国进口金额在2019年大幅度走弱，受到中美贸易摩擦影响，2019年中美贸易差额环比增速走弱。2020年，受到疫情影响，美国自中国进口总金额大幅好转，从之前的负增长迅速转为正增长。美国从中国进口的总金额占全美总进口额比例也大幅走强。如若此次大选特朗普连任，则会继续进行中美贸易磋商，我们认为由于今年的特殊性，两国的贸易摩擦或出现缓和迹象。但为了保护美国内部企业的利益，美国取消对中国加征关税的可能性非常低，中美贸易摩擦无可避免。

全球爆发二次疫情仍有可能，金价偏强震荡

美国疫情趋于平缓



全球疫情仍未进入拐点



- 目前来看，发达经济体国家疫情进入平缓期，逐步好转，复工复产有序进行。然而，新兴经济体国家疫情出现二次爆发，例如巴西、印度等，叠加中国出现二次疫情迹象，全球疫情难言告一段落。在疫苗没有正式投入使用前，全球疫情仍然存在二次爆发的可能性，金价仍然有承压的风险。若今年冬季二次疫情反复，则金价有再次大幅下挫的可能性。

一 行情回顾：受疫情影响，全球经济加速衰退

二 美国经济缓慢复苏，金价上涨趋势难改

三 地缘政治风险加剧，金价波动剧烈

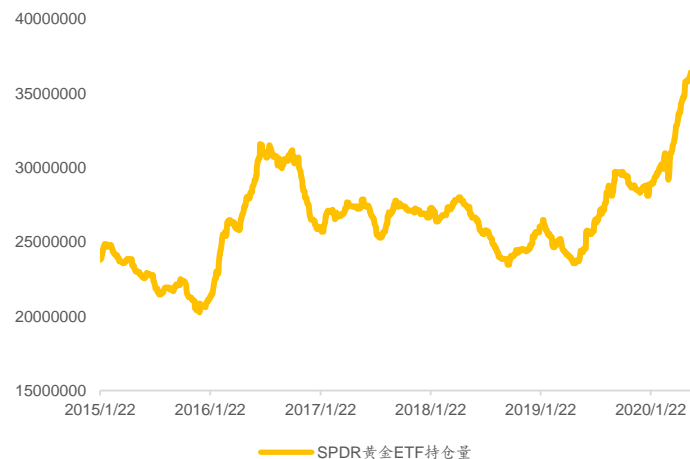
四 黄金投资需求大增，对冲商品需求下行

- 全球黄金投资需求大增，推动金价上涨
- 全球黄金实体消费量减弱

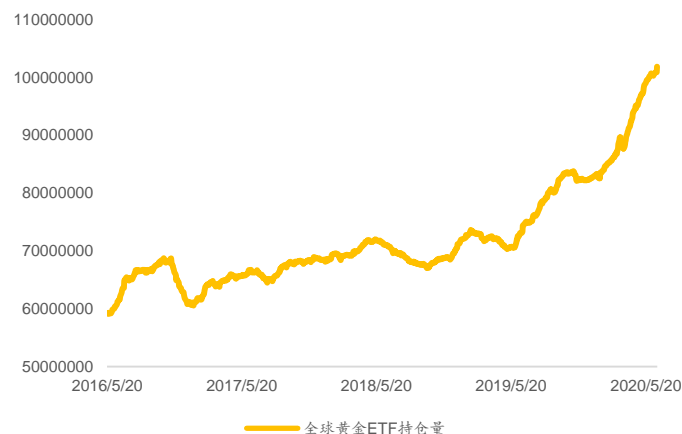
五 投资建议：黄金仍为优质多头

全球黄金投资需求大增，推动金价上涨

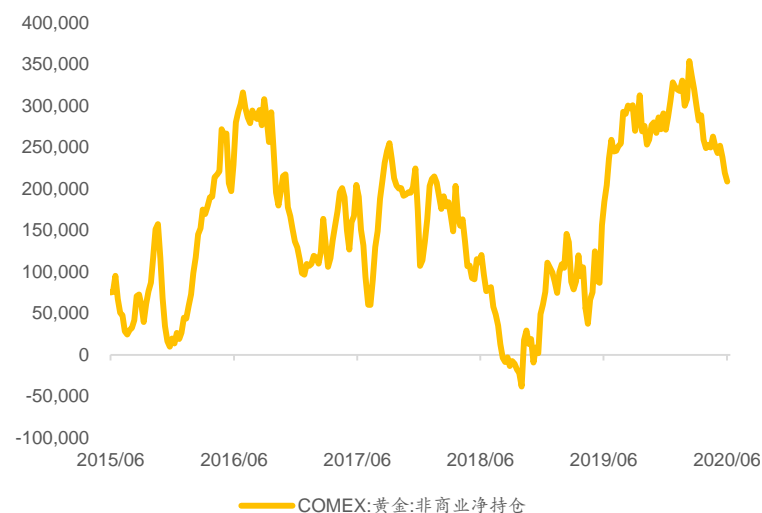
SPDR黄金ETF持仓量大增（盎司）



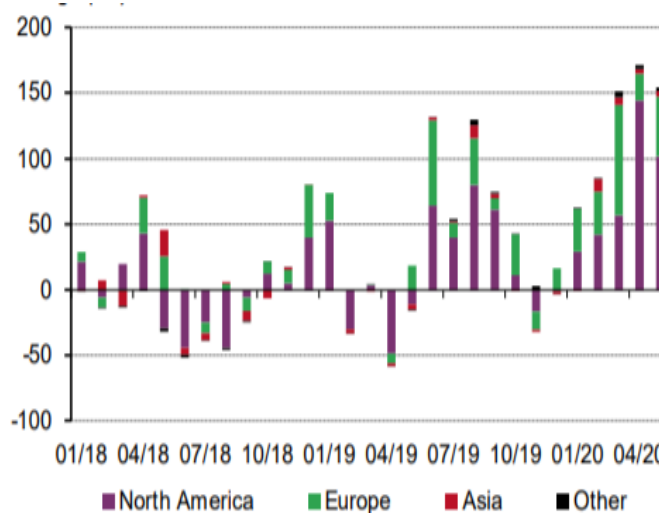
全球黄金ETF持仓量持续增加（盎司）



Comex金投机净持仓下滑（张）



各地区黄金ETF持仓量变动（吨）

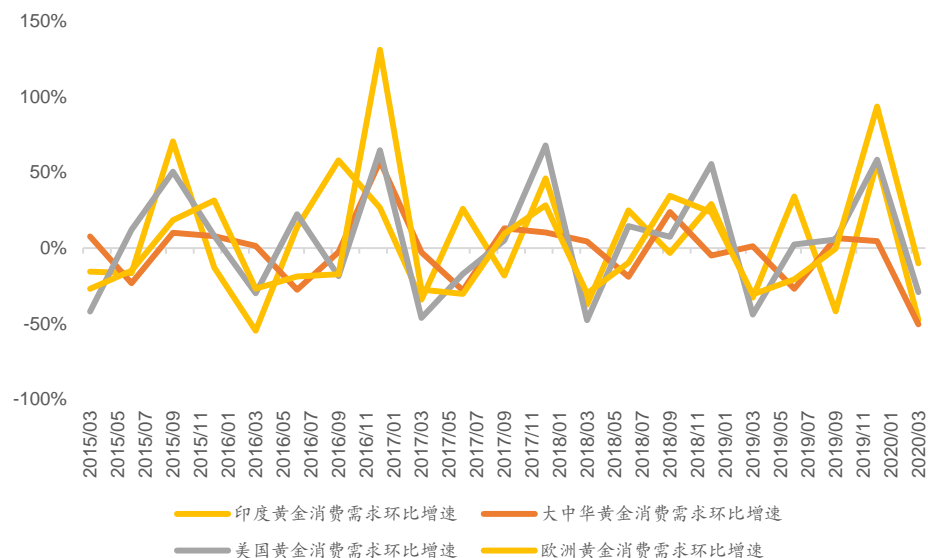


- 全球黄金ETF持仓量大幅增加，目前持仓量较年初已增加25%，SPDR持仓量较年初增加28%。从各地区持仓变动看，5月欧洲地区的持仓量大增，北美地区则小幅下滑。Comex黄金的非商业头寸净持仓近期有所下滑。目前黄金的投资属性大增，推动金价大幅度上行，而投机属性有所减弱。我们认为，下半年，金价的投资需求仍然高涨，有助于推动金价上涨，然投机情绪或有所缓和，金价上涨空间有限。

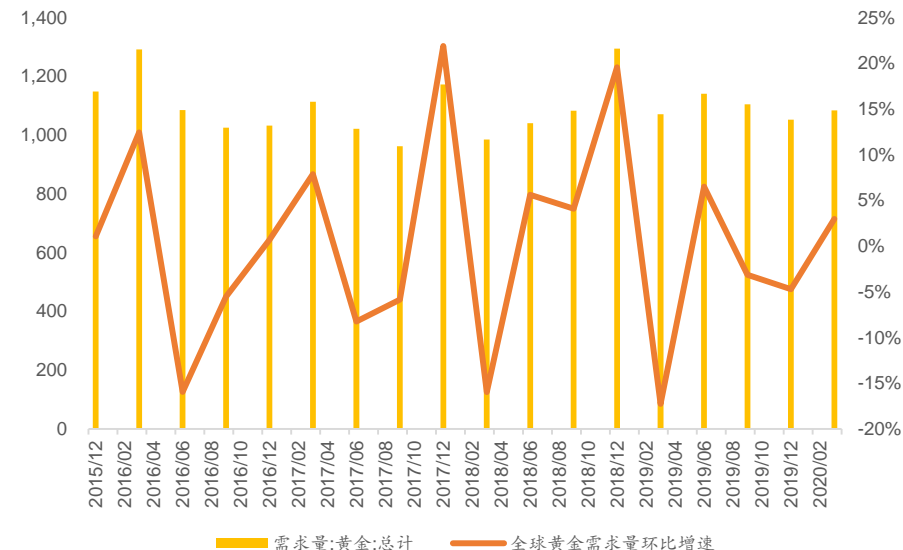
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

全球黄金实体消费量减弱

各地区黄金实体消费需求大幅走低



全球黄金需求量增速放缓



- 受疫情影响，全球对于黄金的实体需求环比大幅下滑，尤其是印度和中国两大黄金实体消费大国。2020年一季度，印度和中国对于实体黄金的消费量环比下滑分别达48%、50%，而美国的需求量同样下滑29%。尽管实物需求量大幅下滑，但金价仍然走高，可见目前黄金的投资需求大增，支撑金价走高。

- 一 行情回顾：受疫情影响，全球经济加速衰退
- 二 美国经济缓慢复苏，金价上涨趋势难改
- 三 地缘政治风险加剧，金价波动剧烈
- 四 黄金投资需求大增，对冲商品需求下行
- 五 投资建议：黄金仍为优质多头

- 投资建议
- 而2020年下半年，美国经济复苏缓慢，失业率或仍维持两位数，个人及企业需求恢复较缓，推动金价上涨。从实际利率端看，名义利率在较长的时间内仍然维持低位，高通胀的可能性较低，下半年通胀预计仍然达不到2%的目标，相较于名义利率预期增速，我们认为通胀预期增速较快，推动实际利率下行，从而助推金价上涨。另一方面，美国债务规模的日益庞大，对美元信用施压，黄金相较于美金将进一步升值。
- 地缘政治方面，美国大选在即，中美贸易摩擦不可避免。此外，目前中印局势紧张，朝韩风波再起，全球政治风险升高，黄金的避险情绪在下半年有望再次上升，金价进一步上涨。黄金的实体需求虽然大幅度下滑，但投资需求高涨，ETF持仓量大幅度增加，下半年投资需求上涨趋势难改，对金价有所支撑。
- 我们认为，下半年金价上涨趋势不变，随着美元信用的走低，以美金计价的黄金价格有望达到历史高位。Comex黄金价格有望达1900美元/盎司，但突破历史高位仍有待时日。由于人民币的双向波动问题，内盘金价仍有助于对冲汇率风险，内盘金价有望突破410元/克，高点或达420元/克。若二次疫情再度全球爆发，黄金或出现大幅度下跌。
- 风险提示：美国经济恢复超预期、美国取消对中国征收关税，全球爆发二次疫情，流动性问题再现。



谢谢大家！

金信期货研究院

使用本研究报告的风险提示及法律声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。