

## 疫情及全球货币宽松下 贵金属或存长期支撑

### ——招金期货 2020 年贵金属半年报

#### 阅读目录

2020 上半年贵金属市场综述	第 1-2 页
全球货币宽松政策持续	第 2-4 页
疫情反复对贵金属的影响	第 4-5 页
疫情对供需的影响	第 5-7 页
其他相关金融市场综述	第 7-9 页
下半年贵金属价格展望	第 10-11 页
附 表	第 12-13 页

#### 一、2020 上半年贵金属市场综述

因疫情及各主要央行的货币宽松政策，上半年黄金承强势上行走势。去年 12 月 31 日，武汉市卫生健康委在官网发布《关于当前我市肺炎疫情的情况通报》。中方在第一时间向世卫组织作了通报。从二月份开始，新冠在全球爆发。三月份美联储紧急降息两次，其中 3 月 3 日紧急降息 50 个基点，3 月 15 日紧急降息 100 个基点，并且在 3 月 23 日开启无底线 QE，进而拉动避险黄金从底部反转。4 月疫情仍在全球持续蔓延，大部门国家实行封锁措施，虽然 4 月 9 日美联储提供 2.3 万亿美元额外贷款计划，但因封锁措施导致全球经济快速下滑。五月份，各国陆续复工复产，经济数据较 4 月有明显反弹。但因为疫情，截止 6 月末经济仍承 W 形态缓慢复苏。

图 1：2020 年上半年金价走势图



图表来源：招金期货贵金属研究院

表 1：2020 年上半年黄金行情回顾（截至到 2020 年 6 月 30 日）

投资方式	期初	最高	最低	期末	均价	涨幅	振幅
【沪金】	346.00	402.30	330.12	400.72	372.83	15.82%	21.86%
【伦敦金】	1517.18	1785.88	1451.10	1780.72	1646.79	17.37%	23.07%
【伦敦银】	17.830	18.944	11.615	18.194	16.658	2.04%	63.10%

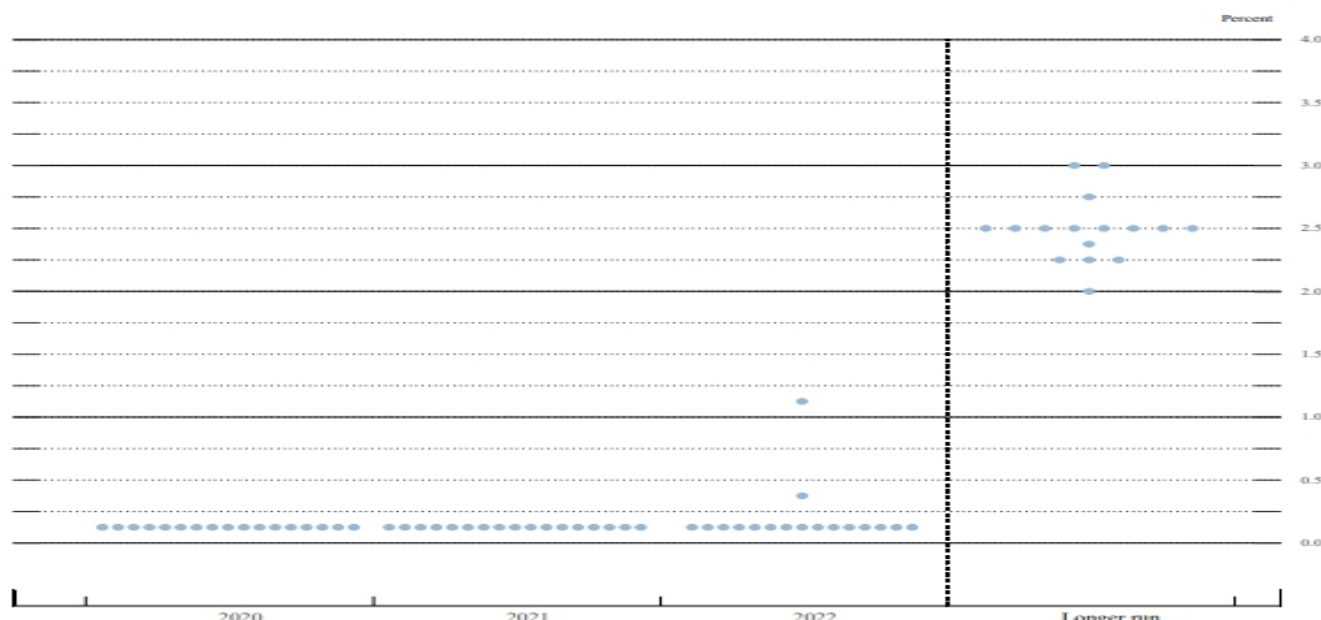
数据来源：招金期货贵金属研究院

## 二、全球货币宽松政策持续

因上半年疫情依然严峻，美联储 6 月议息会议表态继续偏鸽，联储 6 月议息会议将基准利率维持在 0%-0.25% 不变，符合市场预期。其中，美联储 FOMC 声明称，将超额准备金率（IOER）维持在 0.1% 不变。“至少以当前的步伐”购买国债和住房抵押贷款支持证券，继续进行大规模隔夜和定期回购操作。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。表明美联储会维持长周期的货币宽松政策，或长期支撑贵金属走势。

图 2：美联储点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据图表来源：招金期货贵金属研究院

通过总结美联储会议纪要及官员的讲话，我们有如下推论，今年美联储或维持现有接近零的利率不变。但是若疫情缓解，或新冠疫苗研发成功，经济有复苏迹象，美联储的一系列购买计划或会减少，可是由于经济复苏周期漫长，年内升息概率依然不大。若疫情持续蔓延，得不到有效控制，即使目前美联储利率接近零，美联储将利率降至负值的可能性也很小。主要因为负利率对美国经济的提振作用并不会比目前效果强，且负利率带来的副作用也很多，如会加重美国高企的债务危机等。此外，鲍威尔在讲话中也多次提及负利率不适合美国，也降低了美联储利率降至负的预期。

北京时间 7 月 16 日，欧洲央行如期维持 0% 利率不变。欧洲央行还表示，资产购买计划下的净购买额将为每月 200 亿欧元，且在年底前进行规模 1200 亿欧元的临时购买；将紧急抗疫购债计划购债维持在 1.35 万亿欧元，紧急抗疫购债计划 PEPP 将至少运行到 2021 年 6 月底，至少在 2022 年底前再投资到期的紧急抗疫购债计划 PEPP 债券。我们预计下半年欧洲央行货币宽松政策仍会持续。

北京时间 7 月 15 日，日本央行政策委员会以 8 比 1 的票数，支持维持 -0.1% 的政策利率，并维持 10 年期日债收益率在 0% 左右，符合市场预期。同时维持其前瞻性指引不变，表示其预期短期、

长期政策利率继续维持于当前或较低水平。委员会指出，如有必要，将毫不犹豫的加码宽松。此表态预示日本下半年货币政策会维持现状或更宽松。

北京时间 6 月 18 日，英国央行公布货币新政，维持利率不变，并如期扩大购债规模。具体数据显示，英国央行以 0-9-0(加息-维稳-降息)的比例维持 0.10%基准利率不变。并以 8-1(赞同-反对)的比例决定扩大资产购买规模 1000 亿英镑至 7450 亿英镑，符合市场预期。英国央行表态亦偏鸽，下半年货币宽松大概率会持续。

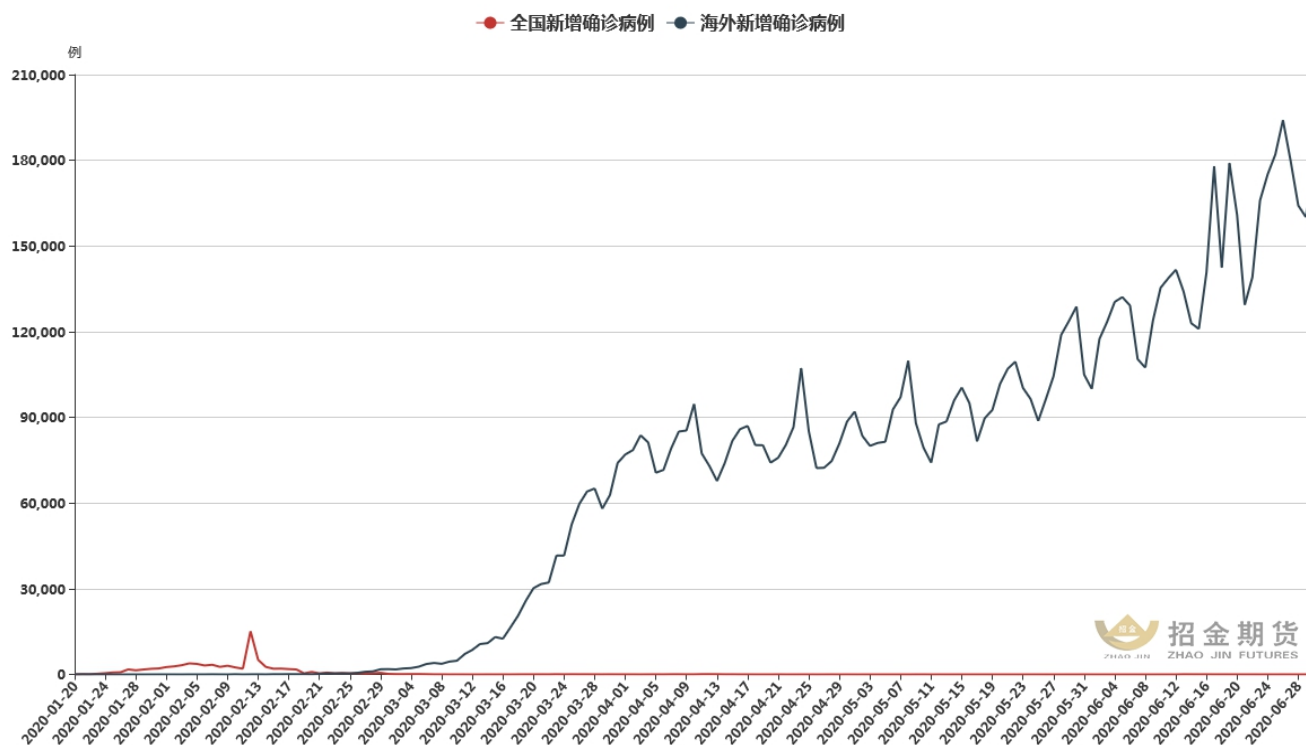
图 3：美国十年国债收益率与伦敦金价



数据图表来源：招金期货数据库 招金期货贵金属研究院

### 三、疫情反复对贵金属的影响

图 4：新冠疫情确诊人数



数据图表来源：招金期货数据库 招金期货贵金属研究院

1月30日，世卫组织宣布新冠疫情构成了“PHEIC”（“国际关注的突发公共卫生事件”），这是世卫组织传染病应急机制中的最高等级。3月11日晚间，世卫组织总干事谭德塞在日内瓦召开的新闻发布会上宣布，新冠肺炎（Covid-19）疫情已经构成全球性大流行（pandemic）。截至当时发布会召开，按照世卫组织收到的各国通报，全球已确诊11.8万例新冠肺炎，波及110多个国家，导致近4300人失去生命。在1月-3月黄金表现先扬后抑，但随着新冠肺炎被世卫组织宣布为大流行以来，黄金强势反转，上半年黄金呈震荡上行趋势。总之，在疫情仍在全球蔓延的大环境下，下半年由疫情引发的风险或会继续支撑避险资产。

#### 四、疫情对供需的影响

从供应看，5月份，俄罗斯最大黄金生产商极地黄金公司位于西伯利亚地区的一处矿区上千人新冠病毒检测呈阳性。俄罗斯总统弗拉基米尔·普京要求军方协助应对矿区疫情。俄国防部下令搭建移动野战医院并派遣200名军人，包括77名医生和医疗专家。俄罗斯军方说，已设立营地用于人员隔离，以阻断病毒传播。

除了俄罗斯，南非一大金矿也出现大规模感染。5月24日，南非省卫生部门表示，南非盎格

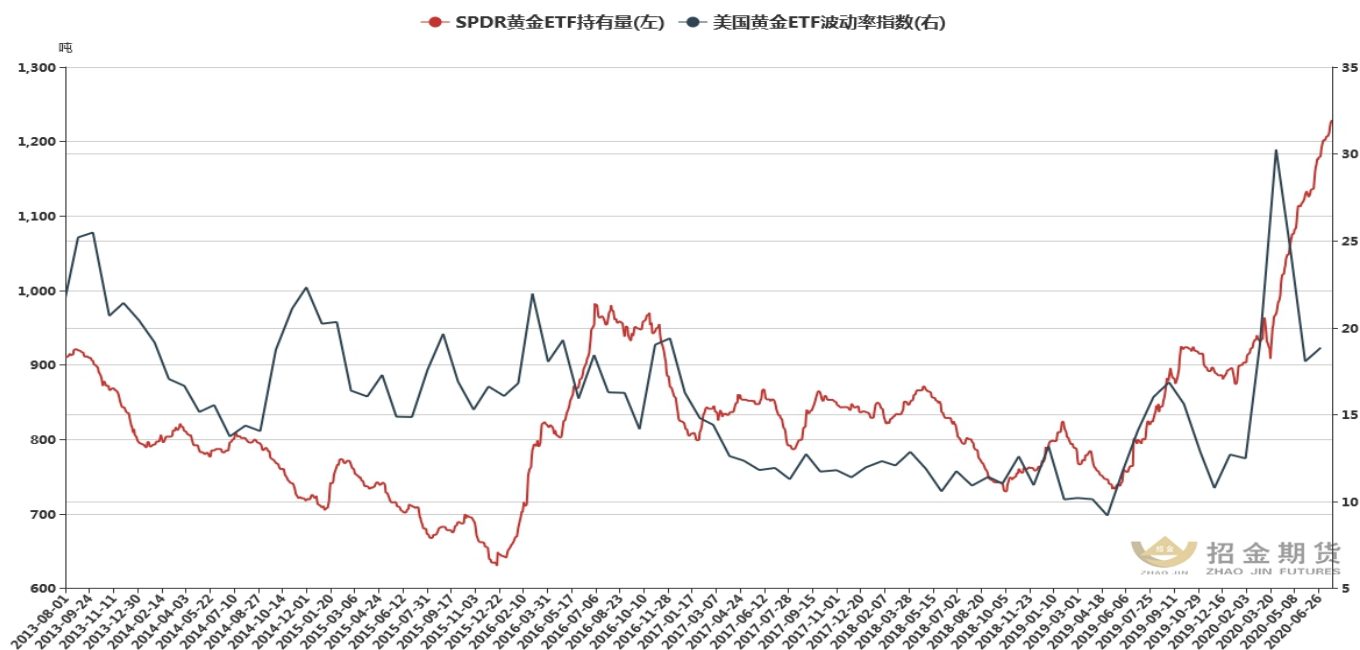


鲁黄金公司 MPONENG 矿区有 53 名矿工新冠肺炎检测呈阳性，该矿区已经关闭，等待下一步通知。金矿不断爆发疫情，导致黄金供应减少。

从需求方面看，因应对疫情，所采取的隔离封锁等措施，导致市场对实物金的需求减少。其中，印度作为全球最大的黄金需求国，因受疫情影响，导致今年以来印度国内黄金需求大幅下降。数据显示，5 月印度黄金进口量同比大降 99%，是连续第二个月出现黄金进口大降的情形。5 月印度仅仅进口了 1.3 吨黄金，去年同期其进口量为 105.8 吨。不过相比之下，这比 4 月的进口量已经有了改善，4 月印度进口的黄金量只有 60 公斤，是近 10 年以来最低单月进口量。由于疫情影响下的印度多地封城，该国民众无法出门去金店购买黄金，使得黄金需求大降。所以，今年前 5 个月印度进口的黄金总量同比下降超 80% 至 75.46 吨。

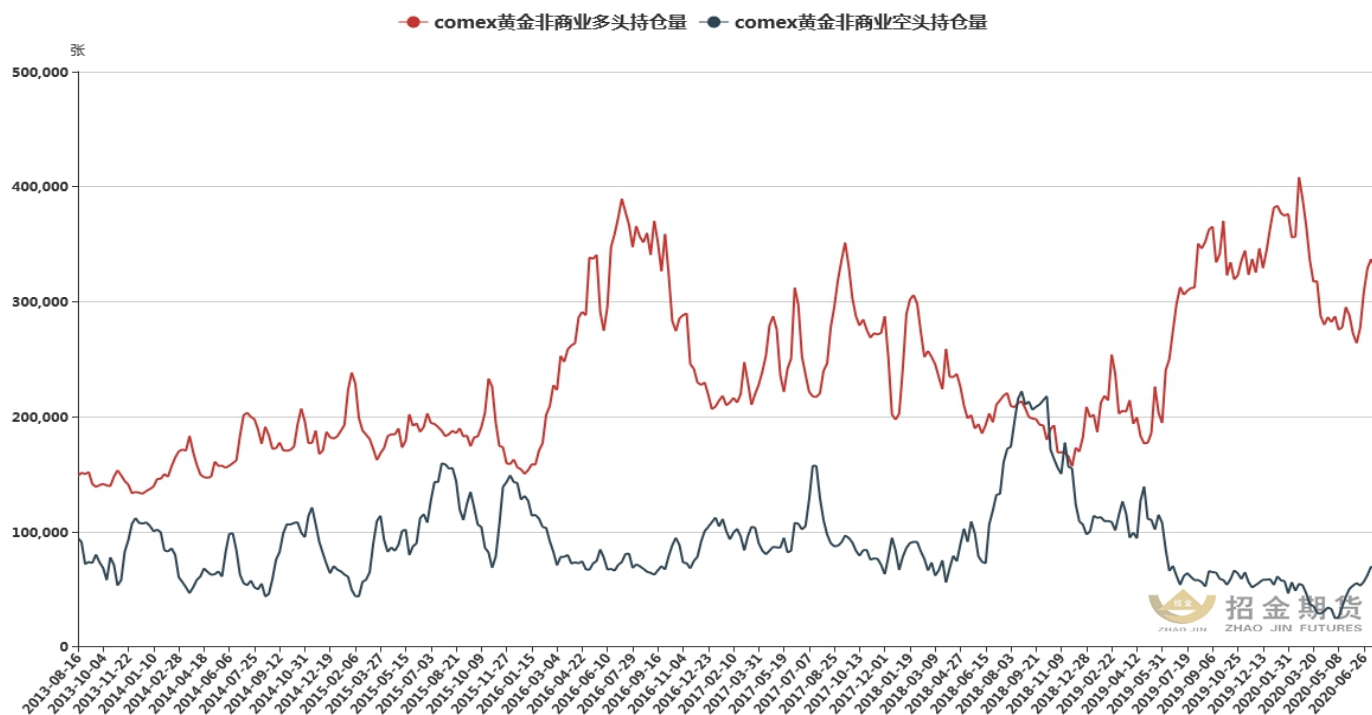
虽然疫情导致实物金需求减少，但投资需求却在今年上半年创了历史新高。世界黄金协会数据显示，2020 年 1 月，全球黄金 ETF 及类似产品总持仓量达到 2947 吨，创历史新高。并且今年前 5 个月的全球黄金 ETF 总资产增长已超过此前最高年度增幅，全球黄金 ETF 的资产管理规模和持仓量再创历史新高。此外，1 月份的 COMEX 黄金期货价格也再次突破 1600 美元/盎司关口，创近 7 年新高，这只是一个开始，金价在上半年里金价屡创新高，投资黄金的热情在上半年得到了淋漓尽致的体现。

图 5：黄金 ETF 持仓



数据图表来源：招金期货数据库 招金期货贵金属研究院

图 6：黄金 COMEX 持仓



数据图表来源：招金期货数据库 招金期货贵金属研究院

综合来看，因疫情，黄金矿产供应减少，虽然实物需求减少，但投资需求屡创新高，不仅弥补了实物需求减少的量，且一定程度带动了上半年黄金的整体需求。虽然世界黄金业协会数据显示，2020 上半年全球黄金需求 2076 吨，同比下滑 6%，但若无投资需求支撑，可能会更糟。

## 五、其他相关金融市场综述

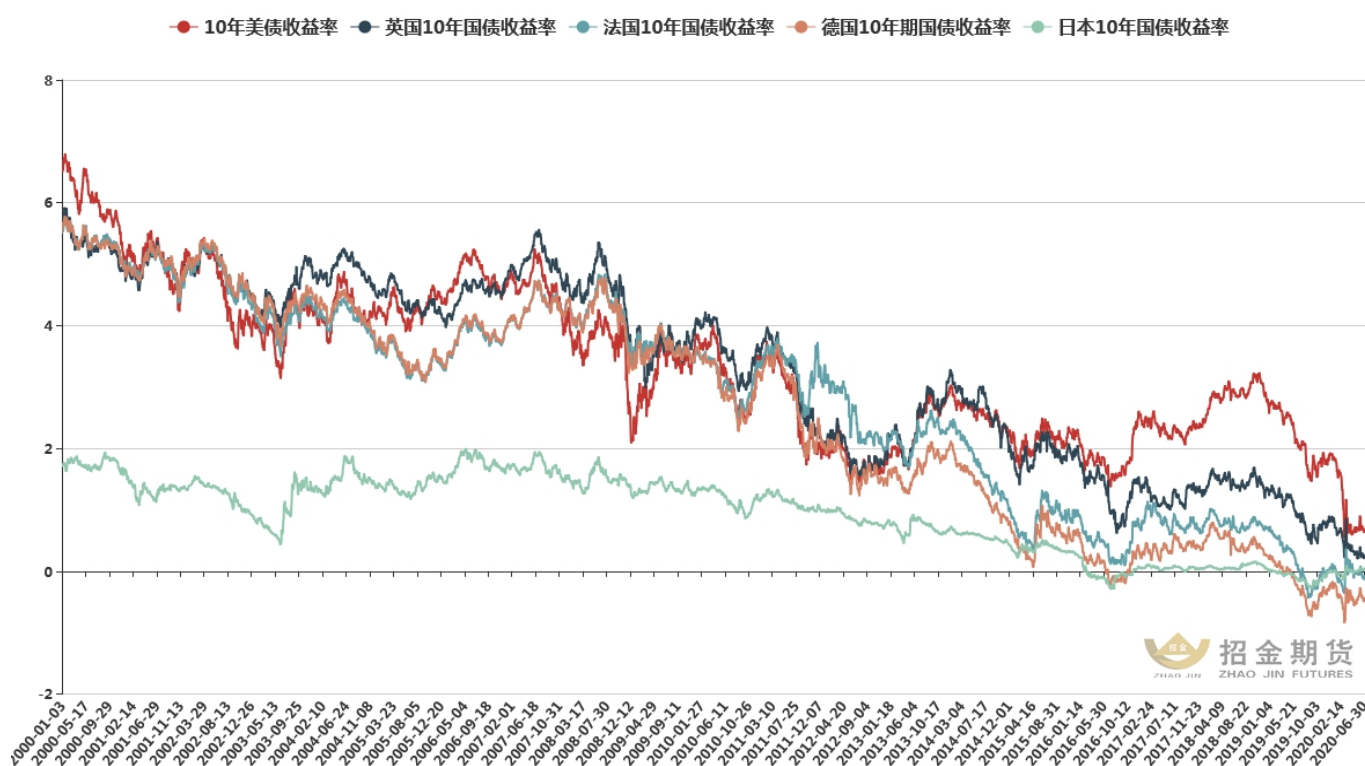
### （一）美国股市：上半年强势走高

上半年美国股市受美联储货币宽松及刺激政策的提振，持续走高。但由于疫情尚未结束，美国的经济甚至全球经济并不乐观。上半年美股呈上行走势，主要因美联储的货币宽松政策使市场上资金充裕，及美政府不断推出应对疫情的刺激措施，推动了企业的盈利预期。此外，近期一项应对新冠的刺激政策正在酝酿，若此刺激政策获通过，则或会继续支撑股市。但股市上行一定程度会分流投资避险资产的资金。

## （二）美债收益率下半年或持续低位运行

上半年，美债收益率从2月份急速下跌后，持续低位运行。上半年新冠爆发，全球主要经济体经过4月份的集中封锁后，从5月开始复工复产，但随着复工，全球新冠肺炎感染病例二次爆发引发了人们对世界经济前景的担忧情绪。因投资者继续寻求避险，导致美国国债价格上涨，而收益率持续走低。那么，在未来疫情形势尚未明朗之前，市场避险需求或将持续居高不下，加之全球货币宽松政策影响，下半年美债收益率或将继续处于低位区间震荡。

图6：主要经济体10年期国债收益



数据图表来源：招金期货数据库 招金期货贵金属研究院

## （三）全球债务水平居高不下

今年以来，由于受到疫情的冲击，各国央行都开展了大规模的刺激计划，这些刺激计划的资金主要是通过发行债券筹集的。近期，国际货币基金组织（IMF）首席经济学家戈皮纳思和财政事务局局长贾斯帕发文指出，各国应对新冠疫情的财政支出，已使全球公共债务达到历史最高水平，占GDP的比例逾100%。所谓公共债务，主要是国债。如果是算总债务水平，去年就已经突破了250%，



今年预计已经突破了 260% 以上了；这其中，美国是典型，美国国债已经达到了 26.2 万亿美元，而 GDP 只有 21 万亿美元，占比超过了 120%。日本的国债更是占 GDP 达到了 300%。虽然 100% 的债务水平我们已经司空见惯，但是不可否认的是，超过 100% 的债务，已经像是一个庞氏骗局了，就像人们通常说的已经资不抵债了。同时，美国知名财经媒体彭博社认为，美国的债务就是庞氏骗局，通过发行新的债务来偿还旧的债务。当然不可否认的是，美国和日本分别是世界第一和第三经济体，像这样的游戏或还可以持续，但他们的国际信誉不是其他国家能比的，若经济韧性不足，或很难持续下去。其实根据一般的水平，大部分发展中国家，当公共债务超过 50% 以上的时候，违约的风险就会很高。那么随着疫情促使各国推出一系列刺激计划，或使全球债务持续高位，下半年的债务风险或对避险形成支撑。

图 7：黄金与美元指数



数据图表来源：招金期货数据库 招金期货贵金属研究院

## 六、2020 年下半年贵金属价格展望

从上半年主导黄金价格的主要因素来看，未来贵金属市场的走势仍将围绕着各国央行货币宽松

政策及疫情带来的各种不确定性因素展开。

首先，下半年以美联储为代表的全球主要经济体的央行维持现有低利率不变的概率仍较高。我们预计美联储或在下半年维持现有低利率不变，且降至负利率的可能性很低。主要由于疫情影响，上半年美国经济数据虽较4月份有一定回升，但整体依然很难回到疫情前水平。美联储6月FOMC会议决议全票通过维持联邦基金利率区间在0%-0.25%水平不变，维持超额存款准备金利率(IOER)在0.1%不变，符合市场的预期。美联储声明强调会使用所有工具来支持美国经济，将至少以目前的速度继续购买国债、MBS以及CMBS，以及继续大规模的隔夜和定期回购操作，与4月声明并无太大变化。同时，美联储6月点阵图显示，所有联储委员均预计2020年2021年将维持零利率水平不变，2022年则有2位委员预计会加息，但大多委员仍预计维持零利率水平，可见至少到2022年底，美联储都将维持在零利率水平。同时，鲍威尔也在随后的新闻发布会中强调，截止目前，甚至都没有考虑过加息。美联储长期的货币宽松预期或长期支撑贵金属走势。

同时，上半年一些主要经济体的央行均陆续降息，且近期央行会议均维持现有低利率不变。在疫情的影响下，全球贸易下滑，经济萎缩，各央行已经将利率降至较低的位置，且即使大范围下调至负利率对经济的提振作用也有限。下半年各国央行大概率会采取货币政策+财政政策的措施来提振经济。故在刺激政策和低利率的环境下，避险需求或继续获得支撑。

全球贸易问题仍会影响黄金走势。首先，英国近半年来和欧盟的贸易谈判仍未有结果，美国同欧盟的贸易局势近期再次恶化，中美贸易也不太理想，贸易保护及单边主义有所抬头，同时疫情也限制了各国的贸易往来，进而影响经济复苏。

地缘政治风险下半年依然需关注。6月15日晚，在中印边境加勒万河谷地区，印军违背承诺，再次越过实控线非法活动，蓄意发动挑衅攻击，引发双方激烈肢体冲突，造成人员伤亡。据《印度斯坦时报》等多家印媒6月20日报道，在6月19日印度召开的全国党派视频会议上，印度总理莫迪明确指出：（中方）没有人进入印度领土，也没有印度的哨所设施被拆除。截至发稿，中印边境磋商仍在持续。此外，还有中美问题近期也有凸显迹象，故地缘政治风险或继续支撑避险需求。

图 8：金价月线图



数据图表来源：文华财经 招金期货贵金属研究院

夏季是黄金传统需求淡季，但是今夏不同于往年。疫情仍未被有效控制，贸易持续下滑，地缘政治不断发酵，或提振下半年黄金避险需求。

白银方面，由于白银单位价值相对较小，所以其波动率相比较黄金而言更大。白银 ETF 持仓较年初增加近 4211.13 吨，较往年有较大增持。由于欧盟经济刺激计划预期的推动，白银工业需求受到提振，金银比值从年初高位一路回落，目前金银比接近 80，白银的估值或很快回归正常值。

附表 1:

2020年美联储议息会议 (FOMC)		2020年欧洲央行会议 (ECB)	
1月28-29日	美联储FOMC举行为期两天的议息会议	1月23日	欧行货币政策会议、新闻发布会
3月17-18日	美联储FOMC举行为期两天的议息会议	3月12日	欧行货币政策会议、新闻发布会
3月18日	美联储FOMC宣布利率决定及新闻发布会	4月30日	欧行货币政策会议、新闻发布会
4月28-29日	美联储FOMC举行为期两天的议息会议	6月4日	欧行货币政策会议、新闻发布会
6月09-10日	美联储FOMC举行为期两天的议息会议	7月16日	欧行货币政策会议、新闻发布会
6月10日	美联储FOMC宣布利率决定及新闻发布会	9月10日	欧行货币政策会议、新闻发布会
7月28-29日	美联储FOMC举行为期两天的议息会议	10月29日	欧行货币政策会议、新闻发布会
9月15-16日	美联储FOMC举行为期两天的议息会议	制表：招金贵金属研究院	
9月16日	美联储FOMC宣布利率决定及新闻发布会		
11月4-5日	美联储FOMC举行为期两天的议息会议		
12月15-16日	美联储FOMC举行为期两天的议息会议		
12月16日	美联储FOMC宣布利率决定及新闻发布会		

附表 2:

COMEX 黄金 2020 假期市场安排		
假期	CME 闭市时间 (东部时间)	开市时间 (东部时间)
独立日 7 月 4 日 (周四)	休市一天	正常开市
劳动节 9 月 7 日 (周一)	休市一天	正常开市
感恩节 11 月 26 日 (周四)	休市一天	正常开市
圣诞节 12 月 25 日 (周五)	休市一天	正常开市
2021 年元旦 1 月 1 日 (周五)	休市一天	正常开市

注：美国东部时间(夏令时)比北京时间晚 12 个小时：2020 年夏令时将于本周日 3 月 8 日凌晨 2 点开始，到 2020 年 11 月 1 日凌晨 2 点夏令时结束。，届时美国的交易时间将提前 1 个小时。

(数据来源：CME 招金贵金属研究院整理)

贵金属研究院

2020 年 08 月 14 日

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经招金期货研究院授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，招金期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。