

## 国信期货贵金属半年报

## 金银

## 宽松放水静待通胀抬头 黄金配置价值凸显

2020年6月28日

## ● 主要结论

2020年上半年，在新冠疫情“黑天鹅”的冲击下，金银经历3月恐慌性抛售下跌后纷纷V字反弹，震荡上涨。美联储宣布将长期维持低政策利率压低实际利率利好黄金，中美关系、美国当地示威游行、疫情二次反弹和美国大选激发避险情绪进一步提振黄金价格，沪金价格年内一度刷新上市以来历史新高。

新冠疫情给实体经济带来的冲击犹存，各国央行难以在经济遭受重挫的短短一年内收紧货币宽松和财政刺激政策，宽松放水环境继续延续。大概率下美联储将继续维持接近0的政策利率，甚至实施收益率曲线控制进一步压低长端美债名义利率。实体经济将在下半年进入复苏阶段，若全球疫情逐渐得控，欧美经济修复情况良好，消费者乐观情绪恢复，叠加原油价格回升带动工业品走强，流动性宽松和通胀预期抬头将利好黄金。若欧美疫情在复工复产过程中出现二次传播、特效药或疫苗未能在明年春季大规模推广，南北半球疫情共振使得经济复苏忧虑加重，或将引起通缩和经济萧条，黄金价格或在系统性风险下承压，但相对价格会比其他风险资产凸显抗跌性。此外美国在应对疫情期间积累的巨额债务和大额财政赤字将在一定程度上削弱美元货币信用，黄金对冲货币信用风险的功能将吸引更多机构及各国央行资金。美国大选、新冠疫情反弹反复和地缘政治风险等多个风险事件也将成为投资者购买金银避险的重要驱动力。

展望未来，2020年下半年，预计金银价格将以震荡上涨为主，尤其看好黄金在利率低迷、全球央行宽松放水、避险情绪高涨的市场环境中的资产配置价值，而白银价格走向将取决于全球疫情得控形势和后续经济重启进程开展情况。若经济如期复苏，迎来通胀预期抬头，金银将整体得到提振，黄金价格有望突破历史新高。

操作上建议：黄金白银逢回调短多，注意控制风险，波段操作思路为主。

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 一、 期货市场行情回顾

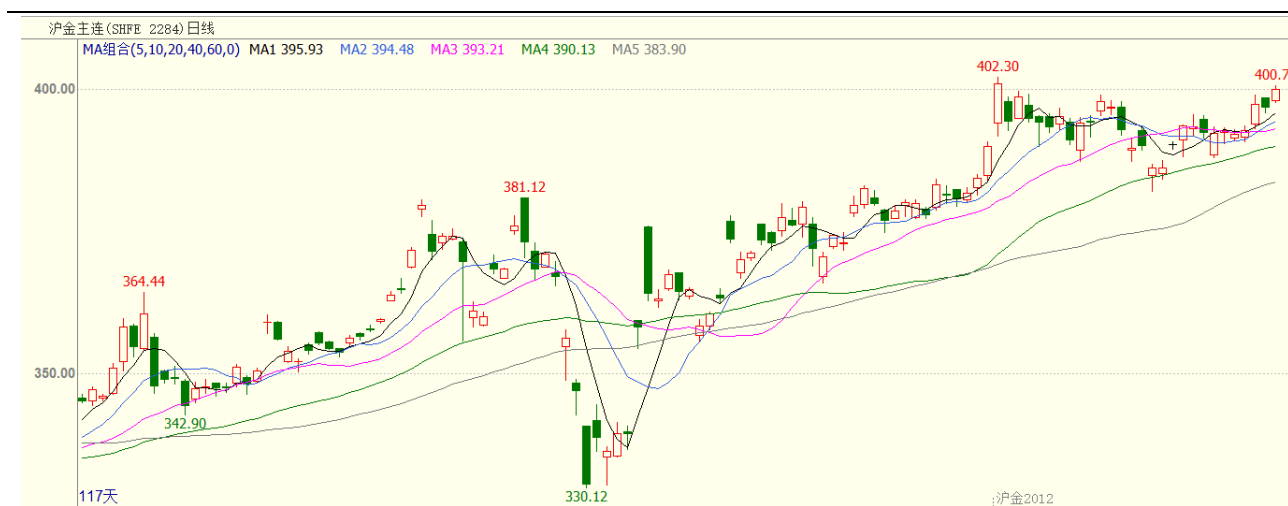
2020年1-2月，在中东局势和美伊关系紧张的地缘政治因素和市场对全球债务危机的忧虑驱动下，金银延续2019年的上涨趋势。3月新冠疫情扩散，市场流动性恐慌抛售换取现金，美元指数大幅飙升，美股在10天内历史性地四次熔断，金银也未得幸免大幅暴跌。随后美联储出手救市紧急降息至0附近，出台大规模量化宽松政策为市场注入流动性，贵金属和美股市场相继在3月下旬实现V形反弹。二季度，全球实体经济陷入严重萎缩，在美国4轮总规模近3万亿美元的财政刺激计划和美联储多重货币工具的支持下，美联储资产负债表大幅扩张，欧洲各国也纷纷加强宽松刺激力度“放水”救市。而地缘政治方面，中美关系紧张加剧，全球多地地缘局势不确定性加强，兼具抗通胀和避险属性的黄金在剧烈动荡中震荡上涨，内盘黄金一度创下历史新高。在疫情形势逐渐缓解，欧美重启经济复工复产后，白银工业属性得到提振，基本收回前期暴跌跌幅。

### 1. 黄金期货市场

2020年上半年，金银在经历2个月的震荡上涨后，受到新冠疫情冲击下流动性危机的影响，3月初大幅下挫，3月下旬V字反弹震荡上涨，内盘黄金期货价格于5月中旬创下上市以来的价格新高。截止6月26日，纽约金主力合约价格的半年度最低点为1450.9美元/盎司，最高点冲破1796.1美元/盎司，半年涨幅约为17.2%。截止6月24日，沪金主连的半年度最低点为330.12元/克，最高探至402.30元/克上方，半年涨幅接近15.4%。

在3月疫情的影响下，黄金外盘期现价差一度飙升至近60，创近八年来的新高。而5月底随着COMEX6月合约即将进入交割月，大量黄金头寸面临移仓，外盘基差从原来的极端负值一路修复，又达到近+10的极端正基差。期现价差的频繁异常波动大大损害银行贵金属业务利润，部分银行选择削减黄金期货头寸，COMEX黄金市场流动性受挫，持仓量成交量较前期有所下降。

图：沪金主连日K线



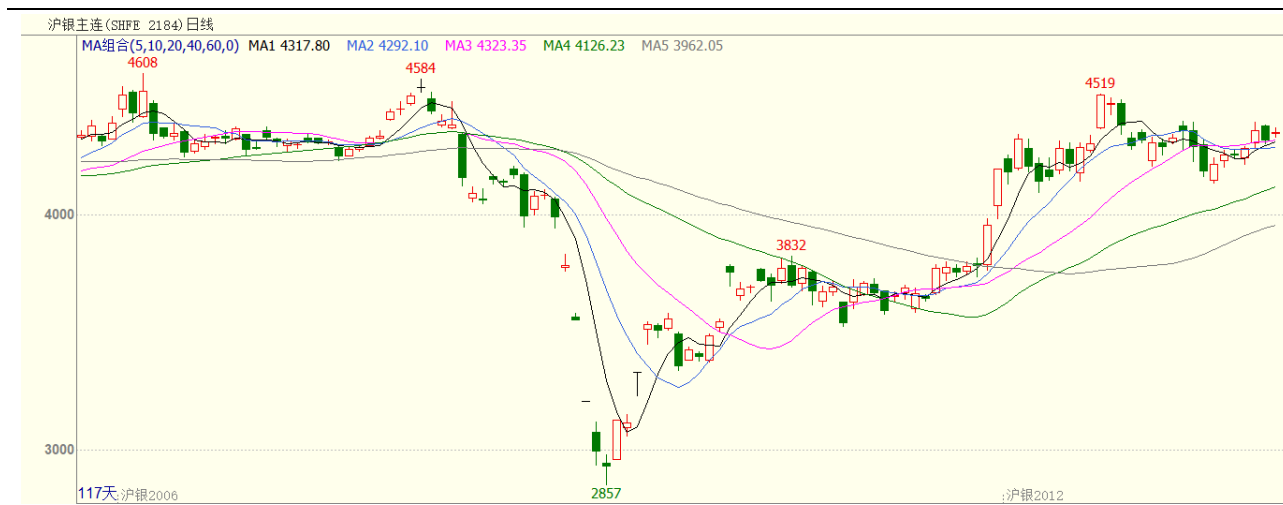
数据来源：文华财经 国信期货

### 2. 白银期货市场

2020年上半年，沪银1-2月震荡上涨，3月暴跌后V字反弹，之后均维持震荡上涨。截止6月26日，

纽约银主连的半年度最低点为 11.640 美元/盎司，最高点为 17.950 美元/盎司，半年上涨 0.16%。截止 6 月 24 日，沪银主连的半年度最低点在 2857 元/千克，最高点为 4519 元/千克，半年跌幅为 1.71%。

图：沪银主连日 K 线



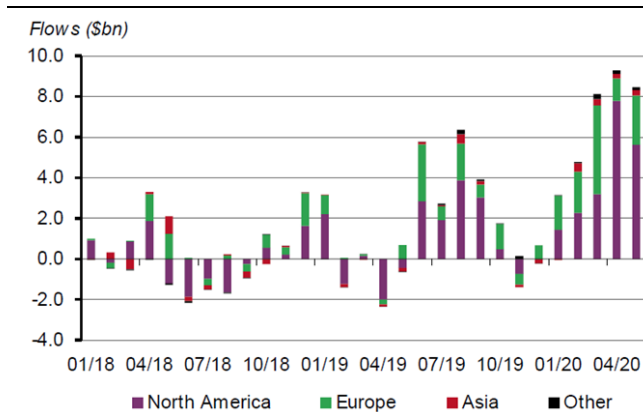
数据来源：文华财经 国信期货

## 二、 持仓与库存分析

### (一) ETF 持仓

全球黄金 ETF 在今年前五个月的流入超过了此前任何一年的纪录，总计净流入 337 亿美元，超过了 2016 年创下的 240 亿美元的最高年度净流入水平。2020 年 5 月，全球黄金 ETF 继续实现净流入，总持仓在 5 月增加了 154 吨，总持仓规模再次刷新历史新高达到 3510 吨的新高，净流入 85 亿美元，总资产管理规模 (AUM) 在 5 月增长了 4.3%，创下 1950 亿美元的历史新高。全球所有地区的黄金 ETF 都出现了强劲的流入，北美地区净流入继续引领全球，规模增长 5.6% (持仓上升 102 吨，约合 56 亿美元)，欧洲地区黄金 ETF 规模增长 2.9% (持仓上升 45 吨，约合 24 亿美元)，亚洲地区黄金 ETF 持仓规模增长 4.7% (持仓上升 4.4 吨，约合 2.62 亿美元)。

图：全球黄金 ETF 5 月流入或流出情况 (单位：吨)



数据来源：WGC 国信期货

图：5月全球黄金ETF最高流入情况

流入前十	国别	变动 (吨数)	流量 (百万美元)	流量 (% AUM)
SPDR Gold Shares	US	66.6	3,688.5	6.4%
iShares Physical Gold ETC	GB	23.3	1,307.9	11.8%
iShares Gold Trust	US	19.5	1,084.7	4.7%
Invesco Physical Gold ETC	GB	6.9	384.4	3.5%
Xtrackers Physical Gold ETC EUR	DE	5.0	275.9	7.8%
Sprott Physical Gold Trust	US	5.3	257.1	7.3%
Aberdeen Standard Physical Gold Shares	US	4.1	225.3	12.5%
Xetra-Gold	DE	3.1	172.6	1.5%
Graniteshares Gold Trust	US	1.6	85.5	9.9%
SPDR Gold MiniShares Trust	US	1.5	84.7	4.1%

数据来源：WGC 国信期货

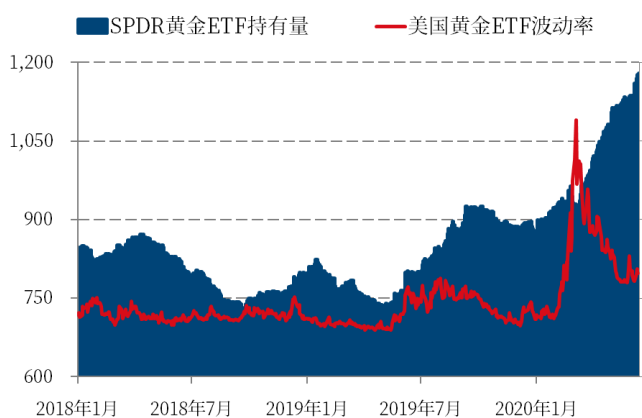
图：5月全球黄金ETF最高流出情况

流出前十	国别	变动 (吨数)	流量 (百万美元)	流量 (% AUM)
WisdomTree Physical Gold	GB	-1.2	-64.8	-0.8%
WisdomTree Physical Gold EUR Daily Hedged	IT	-1.0	-54.2	-5.9%
ZKB Gold ETF AA Hedged CHF	CH	-0.4	-26.2	-2.0%
IDBI Gold ETF	IN	0.0	-10.6	-101.1%
Xtrackers Physical Gold Euro Hedged ETC	DE	0.7	-9.9	-0.3%
PiCTET CH Physical Gold-IDYIPY	CH	-0.1	-6.6	-4.4%
Swisscanto ETF Precious Metal Physical Gold GBP A	CH	-0.1	-5.5	-12.2%
Swisscanto ETF Precious Metal Physical Gold CHF AX	CH	-0.1	-3.1	-5.8%
Swisscanto ETF Precious Metal Physical Gold USD AX	CH	-0.1	-2.9	-1.3%
Thanachart Gold ETF	TH	0.0	-1.6	-27.4%

数据来源：WGC 国信期货

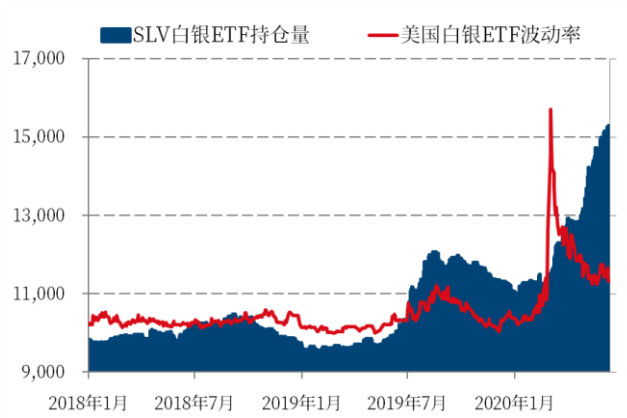
根据WIND统计的数据,截止6月26日,全球最大黄金ETF SPDR Gold Shares 的黄金持仓量为1178.90吨,较2019年12月末增加了285.65吨,增长幅度达到近32%,刷新历史持有量新高。全球最大白银ETF iShares Silver Trust 的白银持有量为15,284.03吨,较2019年12月末增加了4,005.39吨,增长幅度达35.5%,持仓量在6月25日达到历史新高15,298.52吨。金、银ETF的流动通常代表投资者对未来市场的观点,以及其持有金、银的意愿,是衡量投资者情绪的重要指标之一,黄金白银市场看多情绪高涨。

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况 (单位：吨)



数据来源：WIND 国信期货

图：iShares Silver Trust 白银持仓情况 (单位：吨)

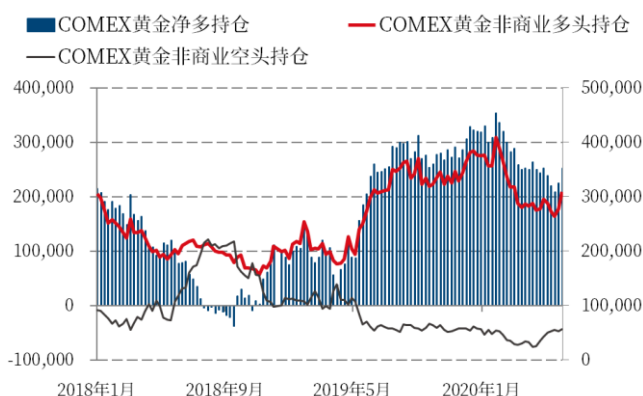


数据来源：WIND 国信期货

## (二) CFTC 持仓

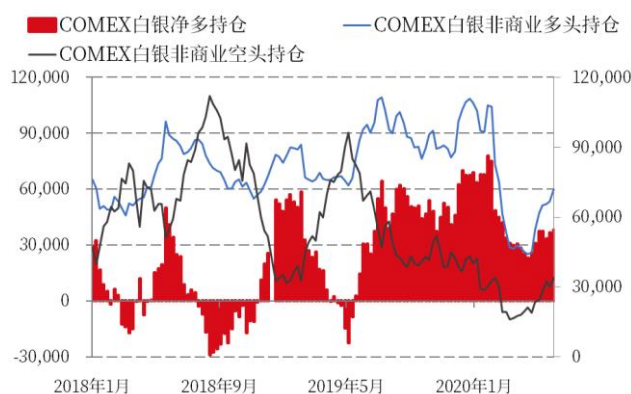
美国商品期货交易委员会公布的周度报告显示:截止2020年6月23日,CFTC的期货黄金非商业性净多持仓为251,957张,较2019年12月末减少75,968张,受到COMEX黄金市场成交体量有所回落影响,净多持仓下降;CFTC的期货白银非商业性净多持仓为37,923张,较2019年12月末减少了31,805张。

图：COMEX 黄金非商业净多持仓（单位：张）



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓（单位：张）

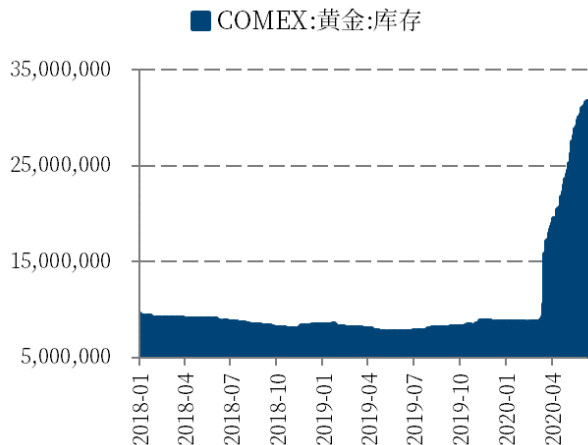


数据来源：WIND 国信期货

### （三） 库存分析

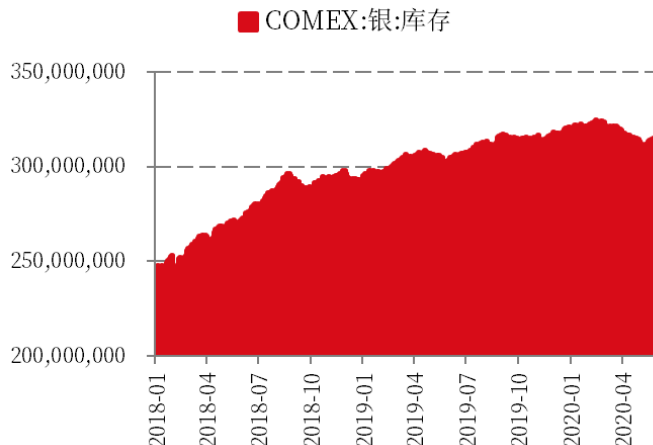
截止 2020 年 6 月 26 日,COMEX 黄金库存为 31,714,120.32 盎司,较 2019 年 12 月末增加 23,015,100.77 盎司,在 3 月末疫情阻碍黄金运输造成 COMEX 黄金市场出现交割困难后,芝商所扩大可交割黄金的范围并运输黄金进入美国,黄金库存迅速增加,增幅达 260%。COMEX 白银库存为 319,958,793.53 盎司,较 2019 年 12 月末基本持平增加 2,793,243.49 盎司,增幅为 0.88%。

图：COMEX 黄金库存（单位：盎司）



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银库存（单位：盎司）



数据来源：WIND 国信期货

## 三、 基本面分析

### （一） 宽松放水延续，名义利率将长期处于低位

今年疫情冲击全球实体经济以来,美联储一系列的货币宽松政策与美国 4 轮大规模的财政刺激计划使得美联储资产负债表规模持续扩大,截止 6 月 17 日当周,规模已超 7.09 万亿美元,美联储所持美国国债达到近 4.2 万亿美元,均在年内创下历史新高。虽然近期美联储资产负债表自最高点出现小幅回落,但究其原因主要是央行流动性互换和回购两项短期流动性工具到期所致,而不是对于宽松力度的主动收紧。再

考虑到美联储宣布未来扩大二级市场企业信贷便利（SMCCF）范围至广泛的企业债券组合，并扩大主街贷款计划为非盈利机构提供信贷渠道，在资产负债表中尚未得到体现，因此总的来说美联储资产负债表继续扩大趋势不减，仅仅是较前期宽松力度有所放缓。根据摩根士丹利研报预测，到明年年底，美联储的资产负债表规模将超过 10 万亿美元。

在 6 月利率决议上，美联储宣布维持基准利率在 0-0.25% 不变，直到确信美国有望实现充分就业和物价稳定的目标，利率点阵图显示零利率将至少持续至 2022 年。美联储称将继续购买国债、MBS 等资产，资产购买速度至少与当前持平，并继续提供大规模的隔夜和定期回购操作。美联储主席鲍威尔表示，将致力于使用所有工具，直到美国完成通胀和就业目标，并表示美联储完全没有考虑过加息。另外他表示目前已经听取但暂未采取收益率曲线控制，目前还未就此作出任何决策。

目前市场普遍预期收益率曲线控制将成为下半年美联储付诸实践的政策。为应对疫情对实体经济的冲击，美国的财政赤字与国债偿债压力陡增，但由于目前美国政策利率水平接近零下降空间极其有限，若将联邦基准利率进一步降至负利率将削弱商业银行信贷投放能力，并可能导致当地国债和货币市场基金资本外流，系统性风险加剧和美元货币信用受损等一系列问题，所以美联储对负利率一直持审慎否定的态度。相比量化宽松政策中购买定量资产，美联储可能通过实施收益率曲线控制，承诺以目标价格购买市场上任何数量的债券，能更高效的将长期美债收益率锁定在较低水平上。收益率曲线控制政策下，名义利率将长期处于低位，这将大大限制未来实际利率进一步上行，使黄金价格下跌幅度极为有限，低利率的宽松环境在下半年将继续为金价提供支撑。

图：美国实际利率与金价



数据来源：WIND 国信期货

图：美联储资产负债表规模

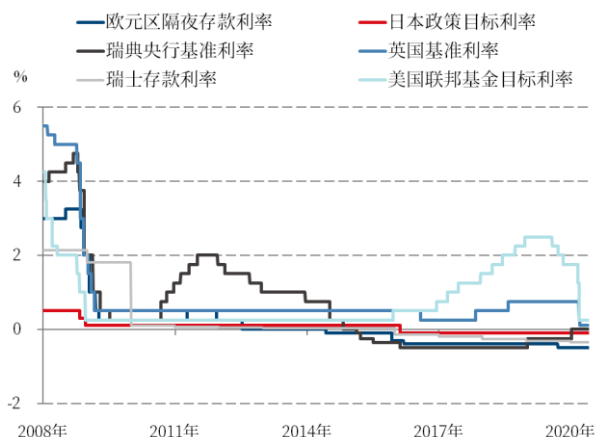


数据来源：WIND 国信期货

另外从全球视角来看，实体经济遭遇重创，新冠疫情进入下半场，欧美各国开始复工复产重启经济的情况下，各国央行与政府步入政策观察期，宽松力度呈现出边际递减的趋势，但整体来看，宽松放水力度仍然较大。欧洲央行 6 月再次扩大资产购买计划，扩大量化宽松政策，日本也在 4 月底加大了货币政策宽松力度。且考虑到实体经济完全恢复所需时间还非常漫长，各国央行投放的流动性难以在短短的接下来半年内收回，全球将继续处在低利率环境中。

回顾过去，自 2016 年日本和欧元区进入负利率时代后，全球负利率债券规模与黄金价格呈现出整体正相关关系。目前全球负利率债券规模已扩大至近 12 万亿美元，占总债券规模的比例超过 20%。若负利率政策的范围扩大，相比债券和其他另类资产，黄金持有的机会成本将更低，投资吸引力也将进一步上升，从长期来看将有力提振金价。

图：6 个主要国家政策利率



数据来源：WIND 国信期货

图：全球负利率债券规模与金价

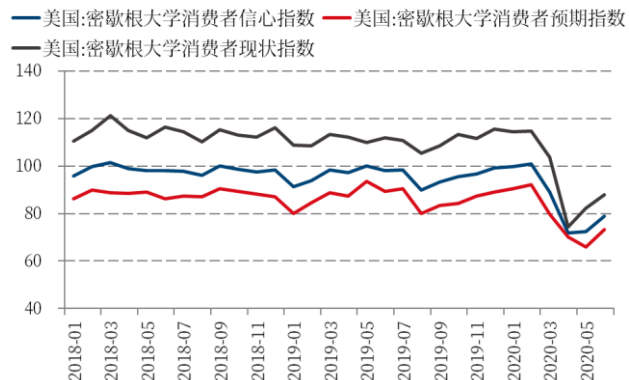


数据来源：BLOOMBERG 国信期货

## （二）疫情后半场实体经济将修复，通胀预期有望迎来抬头

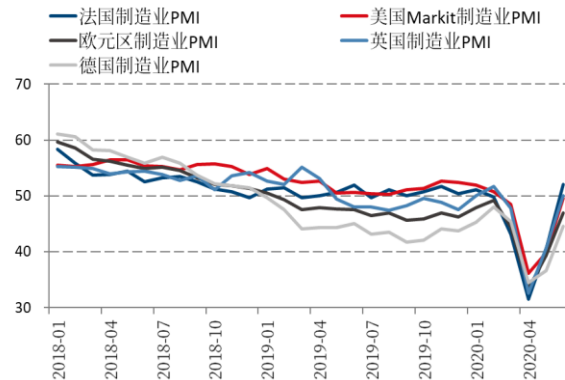
进入疫情后半场，欧美制造业 PMI 数据和美国消费者信心指数均已较 4 月时的历史低点企稳反弹，传递出经济活动最糟糕的时候或已过去，正在逐步修复的信号。若疫情情况在下半年得到控制和缓解，预计全球实体经济将继续回暖。

图：密歇根大学消费者信心指数



数据来源：WIND 国信期货

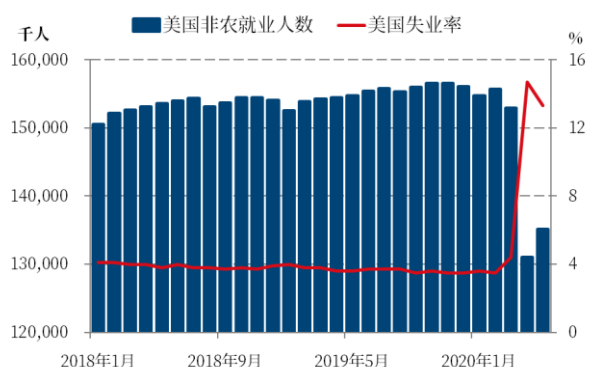
图：美国和欧洲制造业 PMI



数据来源：WIND 国信期货

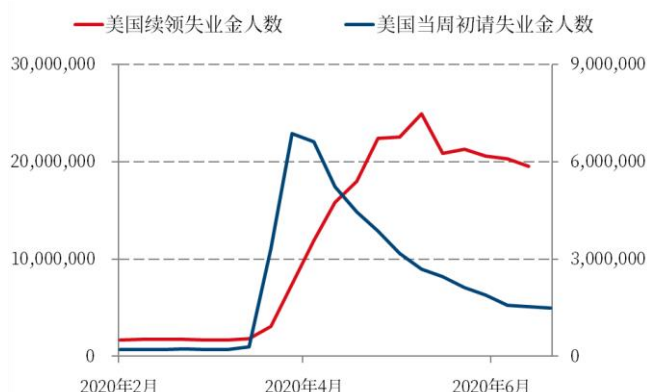
美国劳动力市场在受到疫情冲击近 3 个月以来，失业总人数仍然高企在近 2000 万，但失业人数增长速度已大大放缓至每周 200 万人以下。另外 5 月非农报告显示失业率从 4 月的 14.7% 回落至 13.3%。虽然受到统计上“错误分类误差”影响非农就业数据存在部分失真现象，鲍威尔认为这可能无法反映劳动力市场的长远趋势，生产力和就业将受到永久性的损害，解决高失业率的问题需要一些时间。但是美国劳动力市场确实出现了一定幅度的改善，随着下半年复工复产经济逐步复苏，美国就业情况继续修复为大概率事件。

图：美国非农部门就业人数



数据来源：WIND 国信期货

图：美国当周初次申请失业金人数



数据来源：WIND 国信期货

从美联储观点来看，美联储对未来经济前景态度仍然较为悲观，在疫情以来的首份经济预测中，预计到今年底失业率将有所下降，但仍在 9.3% 高位，实际 GDP 预计将下滑 6.5%，鲍威尔表示，今年下半年经济会复苏但仍存在巨大的不确定性，将取决于疫情的得控情况。通胀方面美联储预计核心 PCE 物价指数通胀率在接下来三年将均不达 2% 目标，预计今年通胀率为 1%，由于失业问题严峻，达成通胀目标过程将会非常漫长。

图：美联储 6 月经济预测

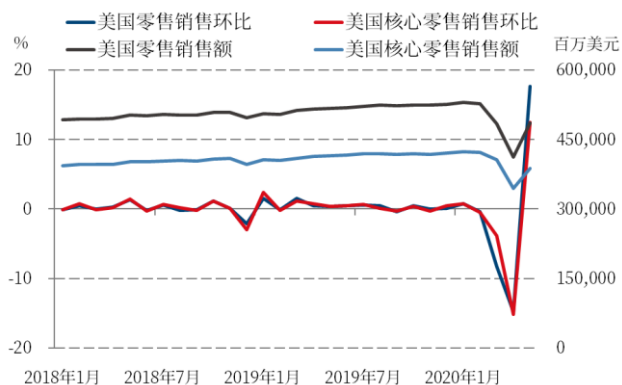
Percent												
Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	-6.5	5.0	3.5	1.8	-7.6--5.5	4.5-6.0	3.0-4.5	1.7-2.0	-10.0--4.2	-1.0-7.0	2.0-6.0	1.6-2.2
December projection	2.0	1.9	1.8	1.9	2.0-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.3	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
Unemployment rate	9.3	6.5	5.5	4.1	9.0-10.0	5.9-7.5	4.8-6.1	4.0-4.3	7.0-14.0	4.5-12.0	4.0-8.0	3.5-4.7
December projection	3.5	3.6	3.7	4.1	3.5-3.7	3.5-3.9	3.5-4.0	3.9-4.3	3.3-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.5-4.5
PCE inflation	0.8	1.6	1.7	2.0	0.6-1.0	1.4-1.7	1.6-1.8	2.0	0.5-1.2	1.1-2.0	1.4-2.2	2.0
December projection	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.2	2.0	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	1.0	1.5	1.7		0.9-1.1	1.4-1.7	1.6-1.8		0.7-1.3	1.2-2.0	1.2-2.2	
December projection	1.9	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.2		1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-1.1	2.0-3.0
December projection	1.6	1.9	2.1	2.5	1.6-1.9	1.6-2.1	1.9-2.6	2.4-2.8	1.6-1.9	1.6-2.4	1.6-2.9	2.0-3.3

数据来源：美联储 国信期货

从经济数据上来看，在 4 月美国核心消费者价格指数 (CPI) 和零售销售数据均创下历史最大跌幅后，5 月均表现出企稳反弹迹象，其中 5 月零售销售额环比升 17.7% 创历史最大升幅，美国 5 月季调 CPI 同比升 0.1% 好于预期，下降幅度有所收敛。美国 PCE 物价指数和核心 PCE 物价指数 5 月同比分别增长 0.55% 和 1.02%，该指标显示美国通胀率依然低迷。

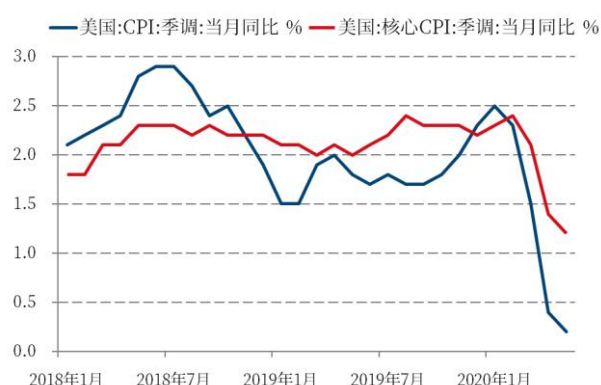
虽然目前美国疫情形势依然严峻，单日新增确诊病例甚至出现了第二波高峰，但展望接下来半年，随着新冠疫苗和药物研发进展的推进，疫情逐渐得控实体经济缓慢复苏得到修复的概率更大。在劳动力市场趋势性回暖引导市场消费需求恢复，及原油价格战告一段落带动原油价格回升等因素的多重驱动下，预计通缩情况将得到缓解。但受到仍然高企的失业率和疫情冲击下大量中小企业受损对需求端的限制，美国或难以达成 2% 的目标通胀率，在下半年保持低通胀率。

图：美国零售销售数据



数据来源：WIND 国信期货

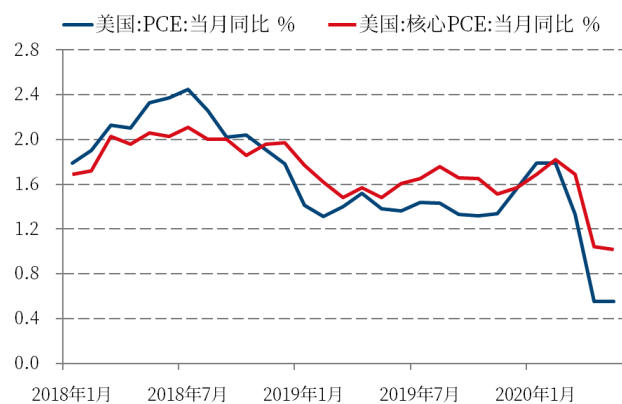
图：美国消费者价格指数数据（CPI）



数据来源：WIND 国信期货

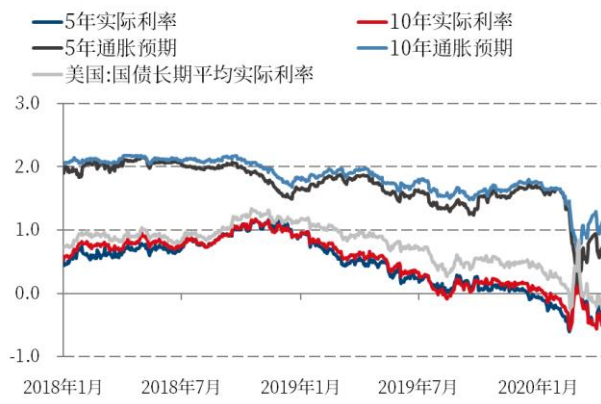
进一步推演欧美防疫与经济复苏情况，预计在乐观情形假设下，若全球疫情逐渐得控，欧美经济复苏情况良好，消费者乐观情绪恢复，消费回升储蓄暂缓，叠加原油价格回升带动工业品走强，流动性宽松和通胀预期抬头将利好黄金，类似2008年金融危机后黄金持续上涨。在悲观情形假设下，如果欧美疫情在复工复产过程中出现二次传播、特效药或疫苗未能在明年春季大规模推广，南北半球疫情共振使得经济复苏忧虑加重，促使消费者储蓄意愿加强，市场消费总需求减少，或将引起通缩和经济萧条，黄金价格或在系统性风险下承压，但相对价格会比其他风险资产凸显抗跌性。

图：美国PCE物价指数年率



数据来源：WIND 国信期货

图：美国实际利率与通胀预期



数据来源：WIND 国信期货

### （三）美国大选与疫情二次反弹风险背景下，避险情绪持续支撑金价

今年11月的美国大选成为下半年地缘政治因素和中美关系前景最重要的不确定性来源。在疫情冲击美国经济的同时，过去潜在的社会问题也逐渐浮现，民粹主义抬头和社会贫富分化日益凸显。受到美国大选影响，中美摩擦或将进一步加剧，在贸易协定、疫情源头争议、地缘政治、技术研发等多个方面矛盾升级。

在疫情管控封锁措施切断了世界各国贸易往来、人口流动后，医疗器材等物资短期内的短缺引发各国对各产业自给自足必要性的思考，若愈演愈烈或将掀起逆全球化浪潮，使国际贸易体系严重受损，加之近期欧美关税争端、中美贸易协议前景等具有高度不确定性，未来将因此滋生更多避险情绪。

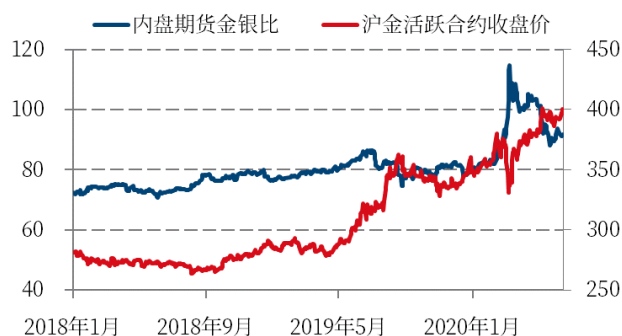
新冠疫情二次反弹风险仍然存在，近期美国近 29 个州出现确诊人数的反弹，全国新增确诊人数走高出现二轮高峰，过快地解除隔离、重启经济和前期大量示威游行活动加剧了疫情传播，接下来频繁的竞选集会活动或将进一步扩散新冠病毒。而巴西、印度等新兴市场国家确诊人数仍在不断攀升，若情况不断恶化疫情形成南北共振反复，将再次重挫全球实体经济。

此外，世界多地地缘政治局势仍不稳定，韩朝、中东、中印近期均出现紧张局势加剧现象，在新冠疫情和美国大选的大背景下，未来地缘政治动荡或将进一步加剧，激发市场更多避险情绪，若叠加通胀预期的抬头，将为金价提供更多上涨突破动力，COMEX 黄金或将在未来创出价格新高。

#### （四）金银比有望震荡回落，更看好黄金“去美元化”资产配置价值

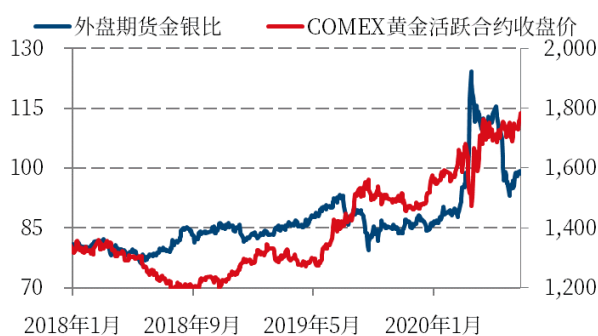
随着各国疫情较前期有所好转，下半年全球有望迎来实体经济集中修复期，白银工业需求恢复，预期白银实物需求将稳步回升。5 月白银期货价格跟随以原油为代表的工业品反弹已迎来进一步的补涨，内外盘金银比分别自 124 和 115 的历史极值修复至 100 以下，但较前期仍处在历史高位，预计随着经济重启推进，金银比将进一步回落。然而考虑到历史上金银比中枢逐步抬升的趋势，或将难以下降至原来内盘 80 附近的水平，且疫情尾部风险仍然存在，若发生二次反弹将对金银比的下降造成扰动，预计下半年以震荡回落为主。相对于弹性更大不确定性更强的白银，更看好黄金的资产配置价值。

图：内盘期货金银比



数据来源：WIND 国信期货

图：外盘期货金银比

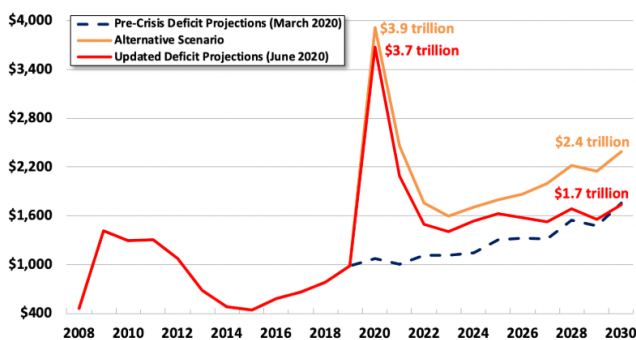


数据来源：WIND 国信期货

在美国债务压力加大和财政赤字飙升的背景下，美元货币信用在一定程度上被削弱，而配置黄金资产能有效对冲美元信用风险。根据美国公共政策机构 CRFB (Committee for a Responsible Federal Budget) 6 月 24 日发布的预测，财政赤字和债务水平将续创新高。预计美国年财政赤字将从 2019 年的 0.98 万亿美元 (4.6%GDP) 上升至 2020 年的 3.7 万亿美元 (17.9%GDP) 和 2021 年的 2.1 万亿美元 (9.9%GDP)，并于 2030 年达到 1.7 万亿美元 (5.5%GDP)。CRFB 还将 10 年后财政赤字率从疫情发生前的 4.8% 上调至 7.4%。数目庞大并不断上升的赤字总额将推高美国国债总额。在 CRFB 经济实现复苏的偏乐观假设下，2020 年末美国国债总额占 GDP 的比例将达到 GDP 的 95%，在 2021 年末和 2030 年占 GDP 比例将分别上升至 108% 和 118%。

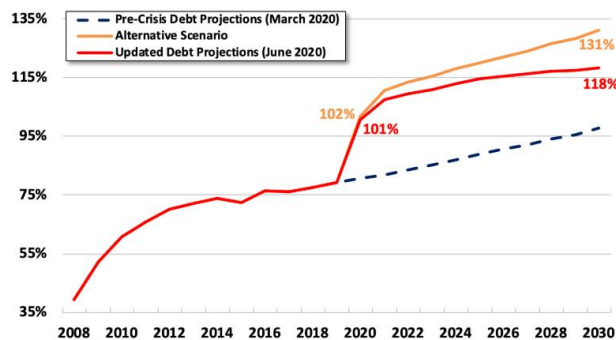
参考 2008 年金融危机的情形，在各国央行放水救市重振经济后，由于欧洲部分国家大量负债超出自身清偿能力，以希腊为首的欧洲国家爆发主权债务危机。而新兴市场大量资本外逃，货币大幅贬值，股市下行经济表现疲软，而黄金迎来了近 3 年的大牛市，上涨幅度超过 100%。目前美国赤字与债务高企，配置非美货币以规避美元货币信用风险重要性凸显。各国央行与机构投资者增配黄金作为去美元化配置的首选，以实现避险和资产保值。

图：疫情前后财政赤字预算预测（单位：十亿美元）



数据来源：美国国会预算办公室 CRFB 国信期货

图：疫情前后美国国家债务预测（占 GDP 比例）

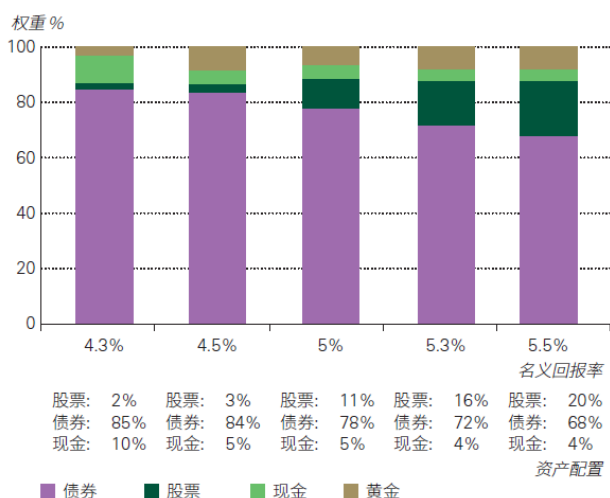


数据来源：美国国会预算办公室 CRFB 国信期货

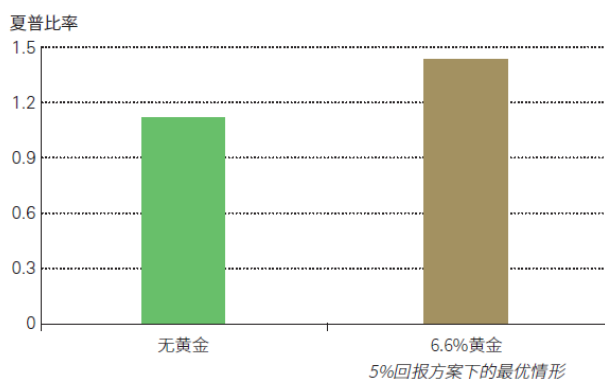
当前市场环境下，各项资产价格大起大落，市场不确定性高企，黄金极具资产配置价值。黄金兼具抗通胀和避险属性，能有效应对各国央行放水后随之而来的货币贬值和通货膨胀问题。黄金市场流动性强、规模大，与其他资产的相关性较低，在资产配置中发挥着避风港的作用。在当今国际地缘政治局势面临较高不确定性，民粹主义与贫富差距等问题凸显的情形下，配置黄金期货等资产能在对冲系统性风险的同时带来可观的长期回报，有助于优化投资组合整体表现。

图：黄金可以显著提升各种风险水平下的假定投资组合的风险调整后的回报率

(a) 基于不同收益率情景的长期最优配置\*



(b) 在5%目标回报率下，有无黄金配置的最优投资组合的表现\*



\* 以2004年12月至2019年12月中证货币市场基金指数、中债新综合财富指数、上证综合指数、上海黄金交易所Au9999价格的月度总回报为基础。每种假定投资组合构成都反映了股票、现金等价物、债券和黄金的百分比。资产权重调整受中国银行保险监督管理委员会保险资金投资的限制。分析基于New Frontier Advisors的再抽样有效法。更多信息见《有效的资产管理：股票投资组合优化和资产配置实用指南》，牛津大学出版社，2008年1月。

数据来源：彭博社 上海黄金交易所 中国银行保险监督管理委员会 世界黄金协会 国信期货

## 四、 后市展望及操作建议

新冠疫情给实体经济带来的冲击犹存，各国央行难以在经济遭受重挫的短短一年内收紧货币宽松和财政刺激政策，宽松放水环境继续延续。大概率下美联储将继续维持接近0的政策利率，甚至实施收益率曲线控制进一步压低长端美债名义利率。实体经济将在下半年进入复苏阶段，若全球疫情逐渐得控，欧美经

济修复情况良好，消费者乐观情绪恢复，叠加原油价格回升带动工业品走强，流动性宽松和通胀预期抬头将利好黄金。若欧美疫情在复工复产过程中出现二次传播、特效药或疫苗未能在明年春季大规模推广，南北半球疫情共振使得经济复苏忧虑加重，或将引起通缩和经济萧条，黄金价格或在系统性风险下承压，但相对价格会比其他风险资产凸显抗跌性。此外美国在应对疫情期间积累的巨额债务和大额财政赤字将在一定程度上削弱美元货币信用，黄金对冲货币信用风险的功能将吸引更多机构及各国央行资金。美国大选、新冠疫情反弹反复和地缘政治风险等多个风险事件也将成为投资者购买金银避险的重要驱动力。

展望未来，2020年下半年，预计金银价格将以震荡上涨为主，尤其看好黄金在利率低迷、全球央行宽松放水、避险情绪高涨的市场环境中的资产配置价值，而白银价格走向将取决于全球疫情得控形势和后续经济重启进程开展情况。若经济如期复苏，迎来通胀预期抬头，金银将整体得到提振，黄金价格有望突破历史新高。

操作上建议：黄金白银逢回调短多，注意控制风险，波段操作思路为主。

**重要免责声明**

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。