

## 零利率下通胀展望成为贵金属价格决定性因素

### 贵金属主线逻辑

1. 利率端总体而言，当下全球主要经济体中，除去中国外，几乎所有国家当下的货币政策均是采取了零利率以及几乎空前的量化宽松的刺激政策，而在这样的格局对于贵金属的走强依然相对有利。
2. 美债收益率曲线方面，随着美国两党新一轮财政刺激政策于近期完成部分协商的概率增大，同时美国方面就业以及消费市场等方面在疫苗研制取得进展的情况下也有望持续恢复，而短期内美联储货币政策又不会立刻出现导向性的改变，故此收益率曲线持续趋向更为陡峭的情况或将延续。
3. 基于对于美债收益率曲线变化的预期，在美联储配合美国财政部缴回资金后，或将会进一步利用对于购债框架的调整向市场更具针对性地注入所需流动性以确保经济继续健康恢复。
4. 通胀方面，在美联储持续购债的背景不变并且新的财政刺激政策落地的概率也在不断增加，故此通胀持续得到提振在2021年上半年将是较大概率事件。
5. 就汇率端而言，虽然美国方面经济状况展望或逐渐趋于乐观，但由于其宽松货币政策导向至少在2021年上半年出现改变的概率相对较低，加之美联储持续的扩表动作或也使得市场对于美元信用度产生一定担忧，故此美元短时期内出现强劲反弹的可能性同样较低。
6. 在金银比价方面，由于白银相较于黄金而言工业属性相对更强，而随着全球经济状况逐渐恢复的情况下，工业品下游需求展望也将有较大概率进一步向好，而这便有可能使得白银受到其工业属性的提振而呈现出强于黄金的走势，故此金银比价或仍有一定下行空间。

### 操作建议：

黄金：谨慎看多

白银：谨慎看多

金银比：上半年逢高做空

期权策略：牛市看涨

### 风险点：

全球范围内央行货币政策调整 美国方面财政刺激政策落空

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 有色金属组

研究员

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号：F3046665

投资咨询号：Z0014806

### 相关研究：

宽松货币政策不改 资产配置中黄金仍需一席之地

2020-05-27

近期贵金属大幅波动后关注要点及策略分析

2020-03-05

美元黄金携手同涨背后逻辑探讨及展望

2020-02-25

宽松货币政策预期不改 贵金属中长期或仍保持强势

2019-11-25

## 宏观面概述

### 全球央行动态摘要

#### · 美联储

美联储公布最新的 11 月利率决议，美联储维持利率 0-0.25% 不变，符合预期。从本次美联储决议声明上看，美联储措辞相对中性，重申使用所有工具支撑经济。

而在 11 月 19 日，美国财政部长努钦致函美联储主席鲍威尔，要求将 CPFF、MMLF、PDCF 以及 PPPLF 融通措施期限延长 90 天。同时还要求将 PMCCF、SMCCF、MLF、TALF 以及主街贷款计划在 2020 年 12 月 31 日到期后，将剩余未使用的 4,550 亿美元返还财政部，帮助财政政策推出的预算使用。而此后，美联储主席鲍威尔也在随后的 11 月 20 日发表声明，确认同意返还余额。此外鲍威尔还强调若有需要，美联储仍能够随时使用财政部在外汇稳定基金中的资金，维持金融市场的稳定。

而根据美联储 11 月初发布的融通余额报告来看，此次被点名要求退还的 5 大融通措施合计使用量仅为 226.5 亿元，且均属于期限超过 1 年的中长期措施，显示出目前资金流动上相对平稳，而当下美联储于财政部协商同意将余额归还，也或许是为了延长短端资金，避免资金出现紧张的情况，同时将长短剩余资金用作财政政策的准备，这样对于资源的配置显得更为有效，同时目前新当选的美国总统拜登已经提名耶伦出任下一任美国财长，而在此前耶伦担任美联储主席之时便被誉为“鸽派女王”，因此若其就任美国财长，并且可用资源又相对充裕的情况下，后续会推出更多的财政刺激政策的概率将会较大。

表 1：2020 年 11 月美联储会议纪要内容概括

出处	有关事宜	主要内容概括
美联储利率声明	利率方面	美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变 重申承诺使用所有工具支撑美国经济
美联储利率声明	购债方面	美联储 FOMC 声明中的购债步伐没有做出改变
美联储利率声明	经济表现	当前需求疲软，当前整体金融状况仍宽松。经济活动和就业继续恢复
美联储利率声明	疫情方面	美联储重申新冠病毒使得经济活动承压

资料来源：FOMC 华泰期货研究院

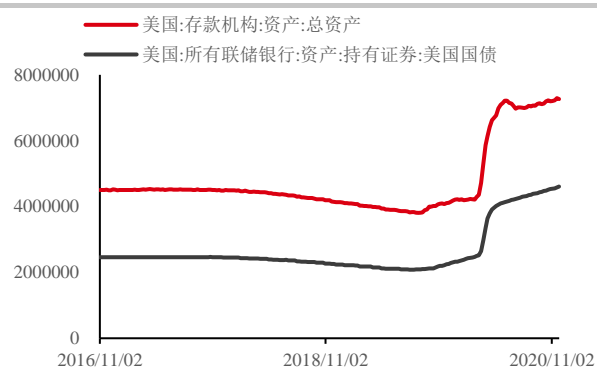
表 2：美联储同意于年底取消 5 大融通措施余额汇总

单位：亿美元

2020 年 12 月 31 日将被取消的措施		延长至 2021 年 3 月 31 日的措施	
PMCCF&SMCCF	133/750	PDCF	2.4
MLF	16.5/500	MMLF	0
TALF	37.5/250	CPFF	5.6
Main street	39.5/750	PPPLF	627.9

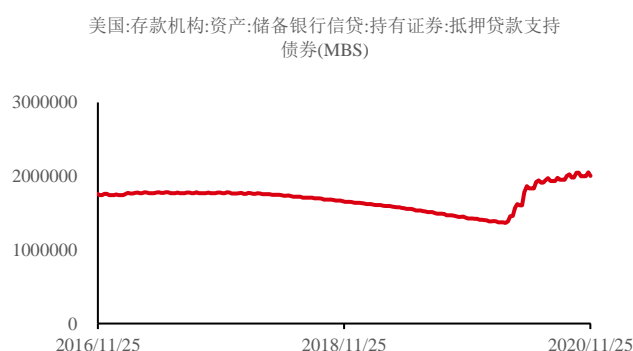
资料来源：MacroMicro 华泰期货研究院

图 1：美联储持有美国国债 单位：百万美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：美联储持有 MBS 债券 单位：百万美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### · 欧元区央行

2020 年 10 月 29 日，欧元区央行公布利率决议结果（最近一次），如期维稳利率，但为年底前可能采取新的行动开辟了道路。欧洲央行声明称，将继续实施紧急抗疫购债计划

（PEPP）政策，到期证券本金再投资将至少持续至 2022 年底。资产购买计划（APP）下的净购买将继续以每月 200 亿欧元的速度进行，以及额外的 1200 亿欧元的临时购买，直到 2020 年年底。管委会预计欧洲央行主要利率将继续维持在当前或更低水平，直至通胀前景稳固地转向充分接近但低于 2% 的水平。

表 3: 10 月欧元区央行议息会议纪要概述

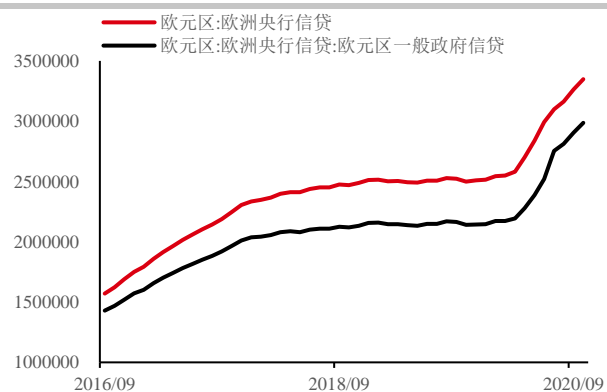
发言者	有关事宜	主要内容概括
欧洲央行利率声明	利率水平	维持-0.5%存款机制利率、0%主要再融资利率和 0.25%边际借贷利率不变
欧洲央行利率声明	PEPP	资产购买计划(APP)下的净购买将继续以每月 200 亿欧元的速度进行
欧洲央行利率声明	经济状况	经济风险明显偏向下行

资料来源: FX678 华泰期货研究院

从欧元区央行资产负债表上看可以发现, 自 2020 年 3 月起, 随着新冠疫情在欧美等地区的加速蔓延, 欧元区便也开始采取了更为激进的宽松刺激政策, 资产负债表扩张速度也急剧飙升, 当下长期再融资规模已然超过 17 兆欧元。并且目前欧元区央行也一再表示, 将会随时准备酌情调整其所有工具, 以确保通货膨胀按照其对对称的承诺, 以持续的方式朝着其目标前进。

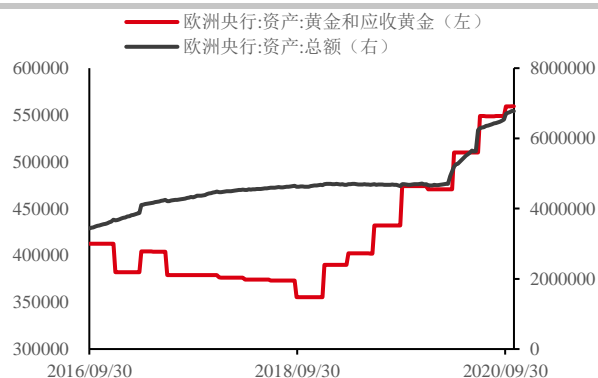
而从欧元区央行资产项下与公开市场业务相关的科目来看, 尚有一些可没未被动用的项目, 这为其兑现此前的目标也将会是较为有利的条件。

图 3: 欧洲央行信贷 单位: 百万欧元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 欧元区央行资产负债表 单位: 百万欧元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 4: 欧元区央行资产负债表下与公开市场业务相关之项目现状

相关科目	简介	截止当下余额
主要再融资业务	欧央行常规每周提供流动性的公开市场操作 通常久期为一周	10.36 亿欧元 (+70.57%较年初)
长期再融资业务	提供长期流动性的公开市场操作, 每月进行一次久期通常为 3 个月	17.53 兆欧元 (较年初上涨 2.85 倍)
微调反向操作	临时性的流动性投放 旨在降低利率市场波动	0
结构反向操作	为了调整欧元流动性结构所做的公开市场操作	0
边际贷款便利	常设工具 金融机构可以按提前确定的利率凭合格资产获得隔夜贷款	2,000 万欧元

资料来源: ECB Wind 华泰期货研究院

#### · 日本央行

2020 年 10 月 29 日, 日本央行公布利率决议 (最近一次), 维持利率不变, 符合市场普遍预期。此外, 日本央行还下调了对截至 2021 年 3 月的当前财年的经济和物价预期, 这增强了外界对其暂时维持大规模刺激措施以减轻新冠疫情冲击的影响。但同时, 日本央行还是在利率声明中强调, 必要时将毫不犹豫的采取额外宽松举措, 以应对疫情对经济的冲击。

在资产负债表方面, 当前日本央行资产负债表中总资产较年初之时已经上涨了约 21.80%, 另外可以注意到的是, 日本央行在今年 3 月下旬后也同样加大了对公司债的购买力度, 以求更好地向实体企业注入流动性。当下日本央行持有公司债规模较 3 月底时已经上涨大幅上涨 79.92%。

表 5: 10 月日本央行议息会议纪要概述

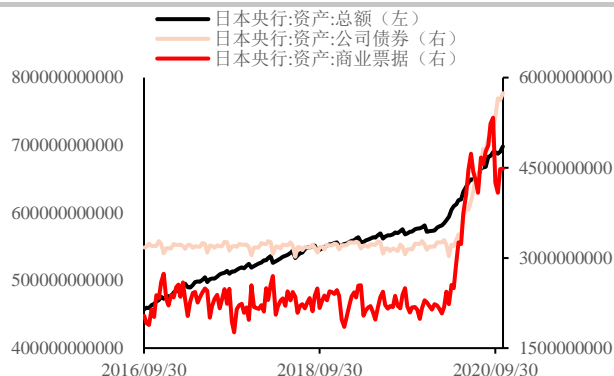
出处	有关事宜	主要内容概括
日本央行利率声明	利率水平	维持 10 年期国债收益率目标在零水平左右, 维持政策利率在-0.1%不变
日本央行利率声明	GDP 增速预期	下调 2020 年增速预期至-5.5% 上调 2021 年 2022 年 GDP 增速预期至 3.6%与 1.6%
日本央行利率声明	CPI 增速预期	小幅上调 2021 年和 2022 年核心通胀预期

日本央行利率声明 未来政策预期

必要时将毫不犹豫的采取额外宽松举措，以应对疫情对经济的冲击

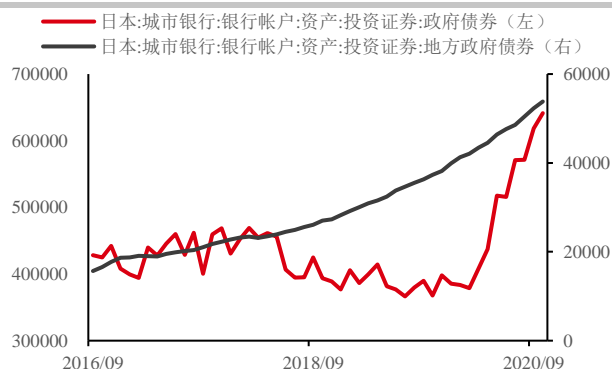
资料来源：FX678 华泰期货研究院

图 5：日本央行资产 单位：千日元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：日本央行持有国债以及地方债 单位：千日元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## · 英国央行

2020 年 11 月 05 日，英国央行宣布维持基准利率维持在 0.1%，并超预期扩大购债规模 1300 亿英镑至 8750 亿英镑，预计新的量化宽松计划将于 2021 年 1 月开始，至 2021 年底结束。除非取得重大进展，否则不会收紧政策。此外，自 2021 年 1 月 1 日起，英国将与欧盟签署自由贸易协定，而前景则取决于疫情流行和英国脱欧过渡，新冠病毒感染率迅速上升，而类似这样的事宜无疑也会增加未来的不确定性，同时也使得英国央行不能轻易地改变当下宽松的货币政策导向。

表 6: 11 月英国央行议息会议纪要概述

出处	有关事宜	主要内容概括
英国央行利率声明	利率水平	基准利率维持在 0.1%
英国央行利率声明	购债规模	扩大购债规模 1300 亿英镑至 8750 亿英镑
英国央行利率声明	GDP 增长预期	GDP 有望在 2021 年第一季度回升
英国央行利率声明	CPI 增长预期	预计 2021 年第四季度 CPI 将升至 2%



英国央行利率声明

失业率

预计失业率将在 2021 年第二季度达到约 7.75% 的峰值

资料来源：FX678 华泰期货研

### 各国央行货币政策总结

总体而言，2021 年间，全球主要经济体中，除去中国外，几乎所有国家当下零利率以及几乎空前的量化宽松的刺激政策至少在上半年继续延续的概率相对较大，而在这样的格局对于贵金属的走强依然相对有利。而进入到 2021 年下半年后，倘若全球央行货币政策导向出现改变，那么届时贵金属或面临较大的威胁。

### 国债收益率以及利差监测

在债券收益率方面，截止 2020 年 11 月底，10 年期美债收益率较年初之时下降 104BP 至 0.84%，而 1 年期美债收益率则是受到美联储调降联邦基金利率至 0 附近的因素更为显著，大幅走低 145BP 至 0.11%。由于相较于短期限的美债收益率而言，长期美债收益率受到当下货币政策的影响长度相对略轻，而受到市场对于后市经济状况展望的预期影响相对较大，因此长短美债利差持续扩大的情况，在一定程度上或许也反映出了市场当下对于未来经济展望在疫苗研制不断有新进展以及全球范围内宽松的财政以及货币的持续刺激下终将向好的预期开始增强。此外，在美联储配合美国财政部缴回资金后，这显然也是旨在进一步利用对于购债框架的调整以便向市场更有针对性地注入所需流动性以确保经济继续健康恢复。总体而言，2021 年美联储持续投放流动性的动作并不会轻易停止。

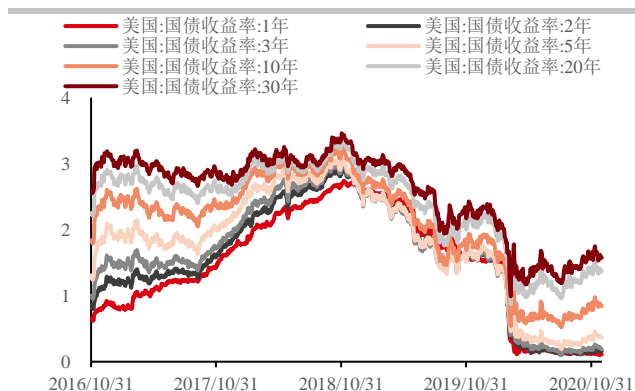
欧元区方面，所有期限的公债收益率均呈现出负值的情况，而这也使得全球范围内负利率债券规模达到 17 万亿美元。

在欧美利差方面，截止 11 月底，欧美利差（美-欧）较年初之时下降 66BP 至 1.3897。1 年期欧美公债收益率差为 0.8337%，较年初时下降 136BP，而欧美利差的持续走低主要还是反映出了美联储在 2020 年内连续降息的情况。

在美国通胀保值债券方面，目前所有期限 TIPS 债券收益率均下跌至负值，10 年期美债与 TIPS 收益率之差（Breakeven inflation rate）则是较 2020 年 3 月后，美联储完成将基准利率降至 0 附近水平，并且祭出所谓“无限制”QE 之后便是呈现出了持续的走高，较 3 月时上涨约 43.5%，在当下名义利率被调降至 0 附近的情况下，通胀预期的持续向好对于贵金属价格而言，也仍将是十分有利的因素。

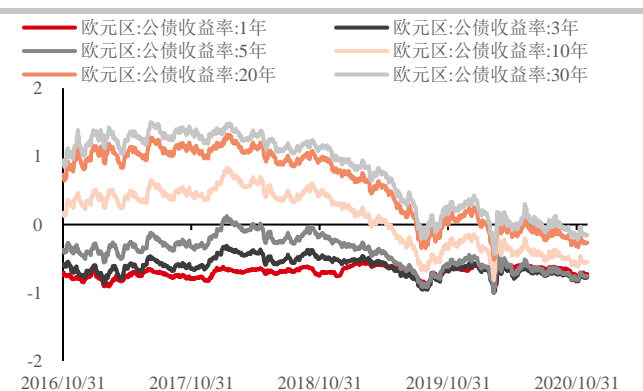
对于市场信用风险衡量方面，当下 TED Spread 以及企业债利差在经历了新冠疫情冲击后急速飙升的阶段后，当下基本回到了疫情之前的水平。但这在很大程度上还是得益于美联储当下空前的量化宽松政策的推出。不过在当前的背景下，这样的情况有助于未来经济活动的复苏，进而再度提振市场对于通胀的预期乃至实际通胀的走高。

图 7：美国国债利率 单位：%



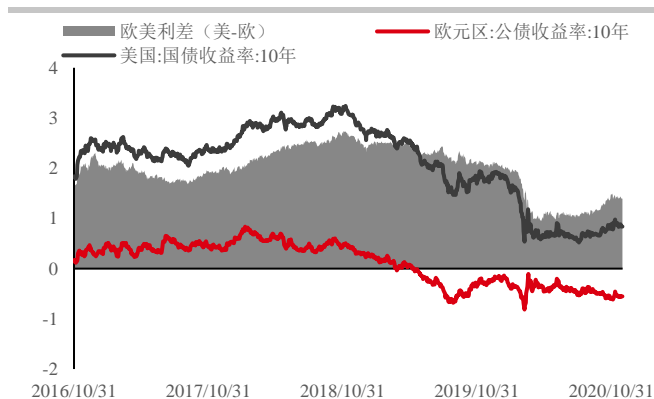
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：欧洲公债利率 单位：%



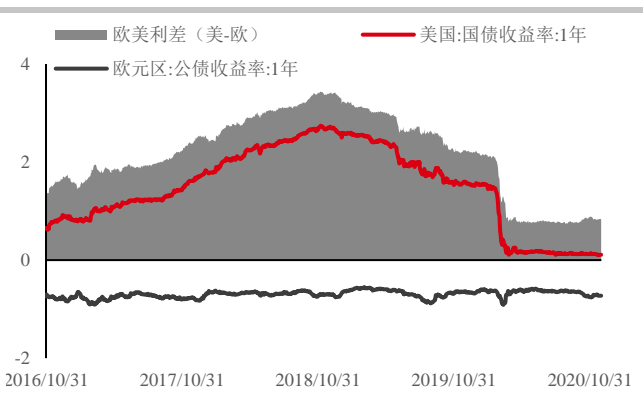
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：欧美 10 年期国债利差 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

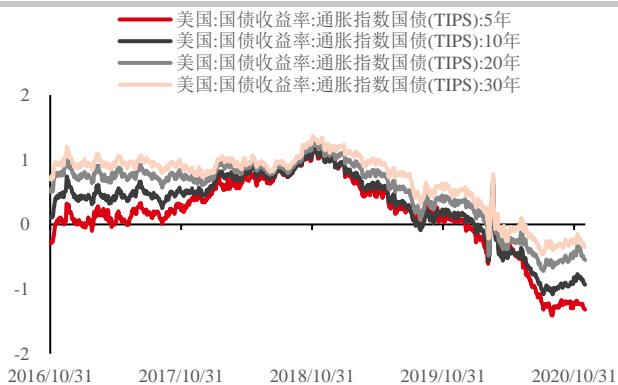
图 10：欧美 1 年期国债利差 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

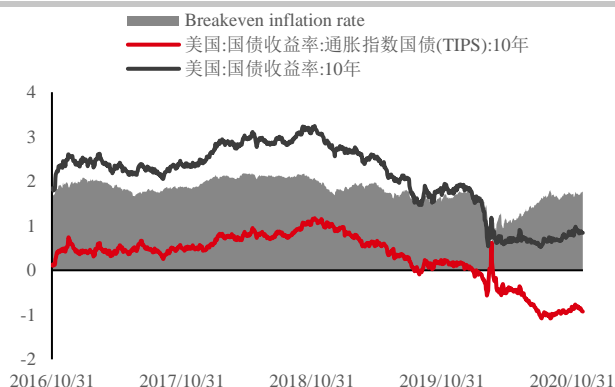


图 11: TIPS 收益率 单位: %



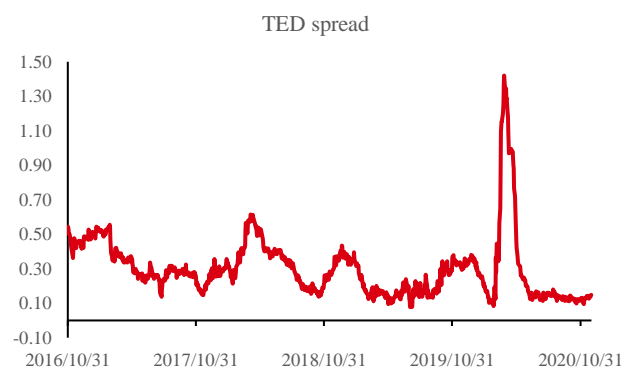
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: TIPS 与国债利差 单位: %



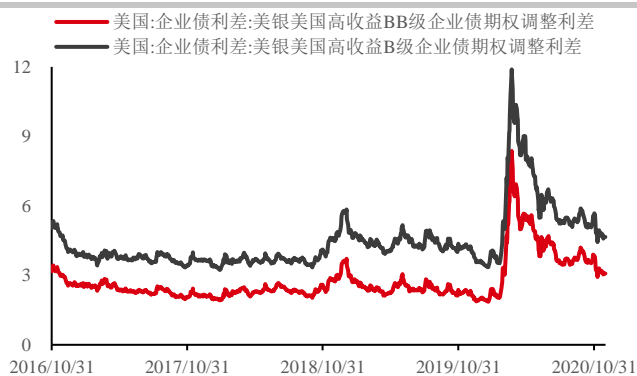
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: TED spread 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 美国企业债利差 单位: %

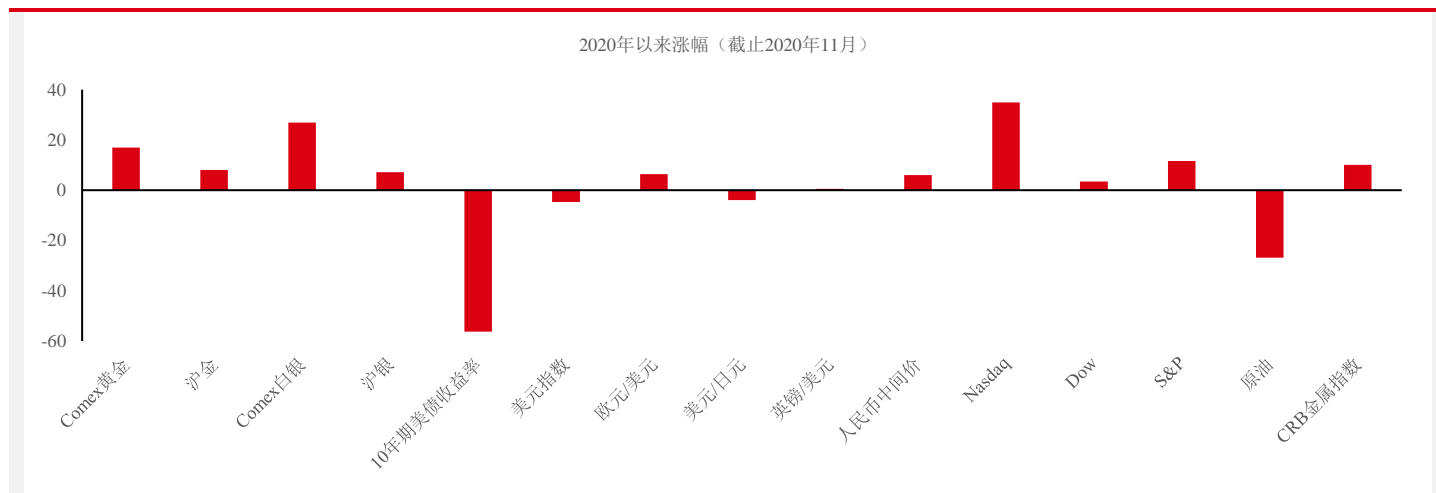


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 2020 年主要货币兑及相关品种涨跌情况（截止 11 月底）

图 15： 相关品种涨跌幅

单位：%



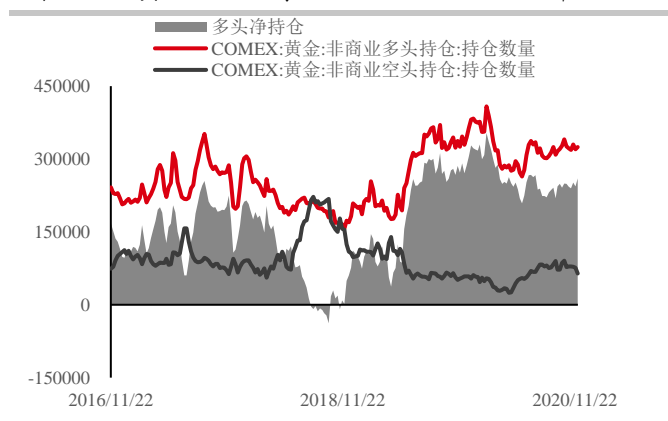
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

## 贵金属 CFTC 持仓变化情

截止 2020 年 11 月底数据，黄金 CFTC 多头净持仓为 260,314 张，较年初之时下降 19.23%，不过这倒是在一定程度上缓解了市场此前对于多头净持仓相对偏高而可能带来的多头大幅获利了结的担忧。而在白银 CFTC 持仓方面，多头净持仓却是出现了 28.79% 的下降至 47,892 张。

图 16： 黄金 CFTC 持仓

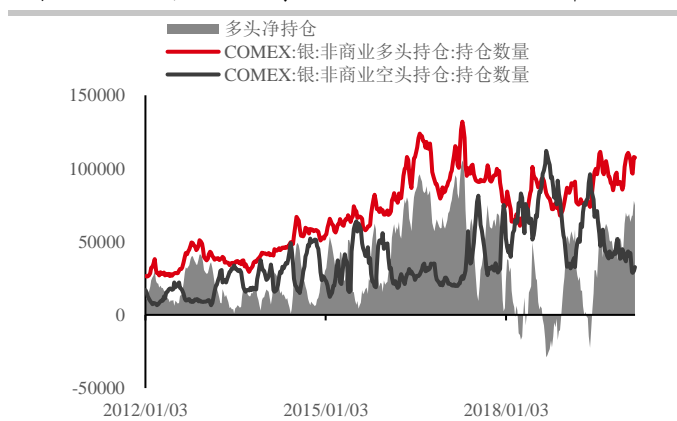
单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 白银 CFTC 持仓

单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 贵金属基本面简述

### 贵金属 ETF 持仓跟踪

在黄金 ETF 方面，截止 11 月 30 日当周，黄金 ETF 持仓量为 1182.70 吨，较年初之时上涨 287.4 吨。不过可以明显发现，自 2020 年 8 月中上旬起，此前持续呈现出增持的黄金 ETF 开始呈现出停滞不前甚至缓慢减持的状况，而此后黄金价格也呈现出了阶段性的高点，而回顾历史，黄金 ETF 持仓的拐点也时常出现领先于黄金的情况，因此后市也同样建议投资者持续关注黄金 ETF 持仓变化情况，可以发现，近一周以来，黄金 ETF 的流出速度呈现出了较为明显的放缓。

白银 ETF 则是较年初之时上涨 5,774.12 吨至 17,052.76 吨。由于白银的合约价值相对较小，散户参与度相对较高，故此白银 ETF 持仓量的变化或许更能有效地反应市场短期内情绪的变化。

此外值得注意的是，除去对于贵金属 ETF 的关注之外，各国央行对于黄金的购/售情况也同样值得留意，近期世界黄金协会称，各国央行在 2020 年 10 月份开始恢复黄金净购入的情况（净储备增加 22.8 吨）。

图 18： 黄金 ETF 持仓量 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 19： 白银 ETF 持仓 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### · 金银比价

观察金银比价的变化规律可以明显反向，金银比价与 CRB 金属指数乃至原油呈现出明显的负相关性，这可以说明，与黄金相比，白银的工业属性明显偏强，而原油以及有色金属等工业品的整体环境对于白银的影响相对较大，如有色金属表现相对抢眼的环境下（如当下），那么白银则会暂时表现出强于黄金的格局，金银比价出现走低。而展望 2021 年，至少在上半年中，随着全球经济状况逐渐恢复的情况下，工业品下游需求展望也将有较大概

率进一步向好，而这便有可能会使得白银受到其工业属性的提振而呈现出强于黄金的走势，故此金银比价或仍有一定下行空间。

图 20: CRB 金属指数与金银比价 单位: 点 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 原油与金银比价 单位: 美元/桶 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com