

21 年伊始黄金或迎来季节性开门红

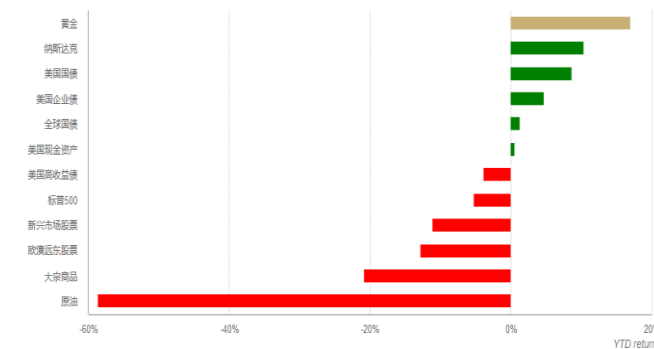
--美财政刺激落地后的黄金投资机会

摘要:

- 去年 8 月以来黄金价格震荡下跌的核心在于市场对于美财政刺激计划推延的失望
- 零利率维持下，市场对流动性继续大幅 QE 前景的怀疑
- 国会财政新刺激计划悬而未决，疫苗有效性恐削弱财政力度
- 依据历往辞旧迎新年，贵金属呈现一定季节性上涨行情（全球大类资产调整因素）
- 整体上，基于对美国实际利率已进入零轴下方的判断，黄金牛市中长期依然存在，短期除非政策再度宽松加码，美黄金近期横向调整尚未结束

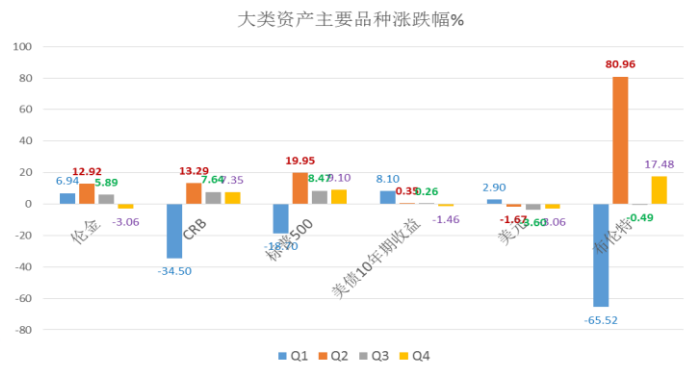
全球大类资产轮动，贵金属配置性四季度下降

图 1：2020 年上半年，全球主要资产表现



来源：彭博社、洲际交易所、世界黄金协会、版权和其他权利

图 2：2020 年全球主要资产表现，截止 12 月



数据来源：Bloomberg、东吴期货

黄金，作为大类资产配置资产之一，今年呈现一、二季度上升，三、四季度回调的表现。上半年，美联储领衔全球央行再度掀起降息潮，全球央行发挥逆周期调节的作用，这反而对于下半年及明年贵金属价格形成重要的支持。

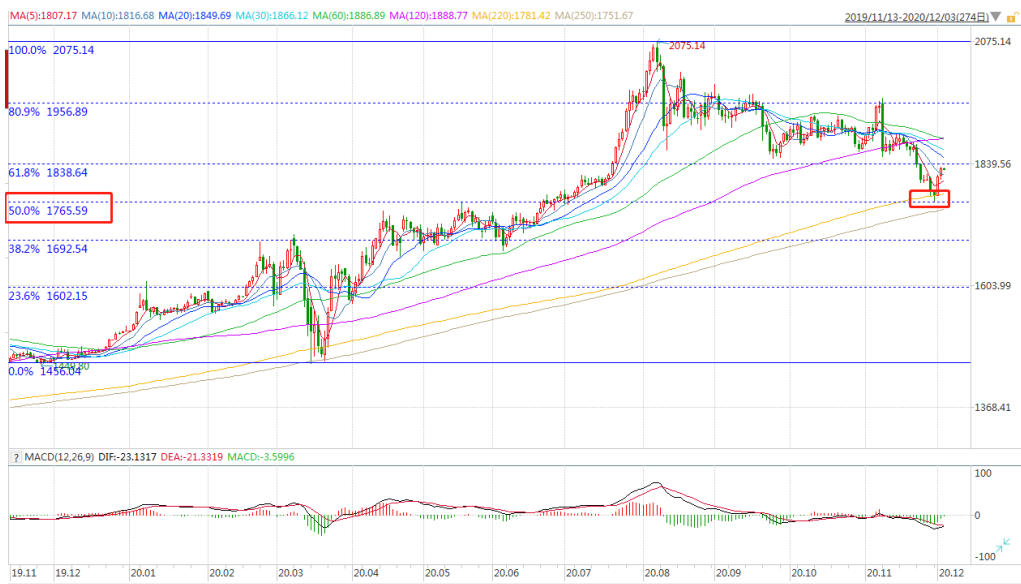
图 3：国际金价月线走势



数据来源：wind、东吴期货

8 月以来，打压贵金属价格的核心在于美财政刺激新方案的推迟，加上总统大选靴子落地，以及新冠疫苗研发的利好消息，市场对流动性继续大宽松前景的怀疑，造成 9 月和 11 月黄金破位下行的驱动因素

图 4：国际金价周线走势



数据来源：wind、东吴期货

美财政刺激计划‘一波三折’，拖累贵金属价格走势

9月中旬以来，国内外贵金属开启了单边下挫走势，国际金价跌破1900美元、国际银价跌破26美元重要整数关口后，开启了连续三日的放量下跌走势，内外盘白银的下跌幅度和深度更具。与此相伴的是美元指数止跌反弹，最高冲至94.5附近。金银的这轮下跌幅度仅此于3月疫情爆发后的走势，美国财政刺激新计划迟迟不推出，美联储独木难支，令金银投资者失望。当前市场对美国后疫情复苏和财政刺激的担忧情绪正在升温，在过去的一个月和一周内，围绕选举的风险观念发生了相当大的变化。

特朗普年底前签订纾困法案，国会争执半年避免政府“停摆”

如何避免政府关闭。这是自大选以来美国两党的首次重大考验。

在美国两党议员的压力之下，特朗普已于12月末周前签署了规模9000亿美元的新冠纾困法案，但预计他会继续推动大幅增加联邦政府给美国人的现金发放额度至2000美元。国会计划将抗疫纾困法案与1.4万亿美元的2021财年政府支出法案合并。美联储在应对未来的经济灾难时将拥有更大的灵活性。

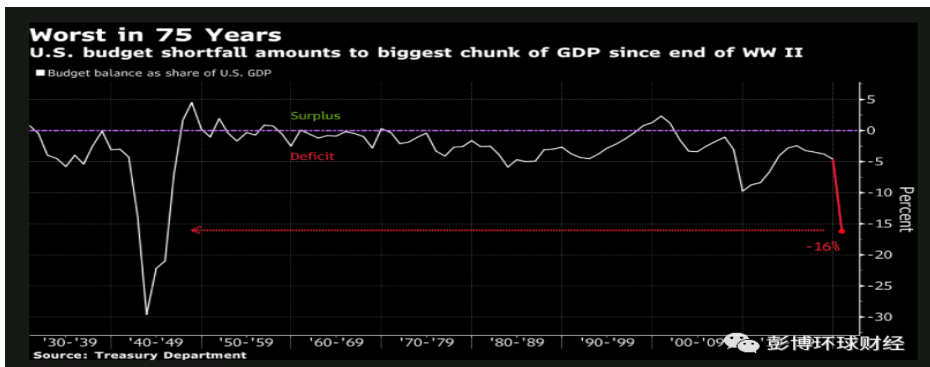
僵持了近四个月的财政刺激法案基本“确定”，特朗普表示，他将在月末最后期限之前签署经济刺激法案，使之成为法律，并避免政府关门。

不过即便拜登明年上任，在民主党继续控制众议院，但却无法获得参议院控制权的情况下，这种跛脚政府会让民主党此前提议的大规模财政刺激很难顺利通过，即便通过带来的等待时间和实效性也会打折扣，这会迫使美国进入财政收缩，会不利于经济增长。

国会迟迟未达成协议的原因—财政赤字率及债务上限

美国财政部周五公布的数据显示，受此前大规模的财政刺激措施影响，截至9月底的财政年度，美国国会预算赤字激增逾两倍，总额超过3.1万亿美元，债务规模超过了GDP。

图5：美国2020预算赤字将达3.1万亿

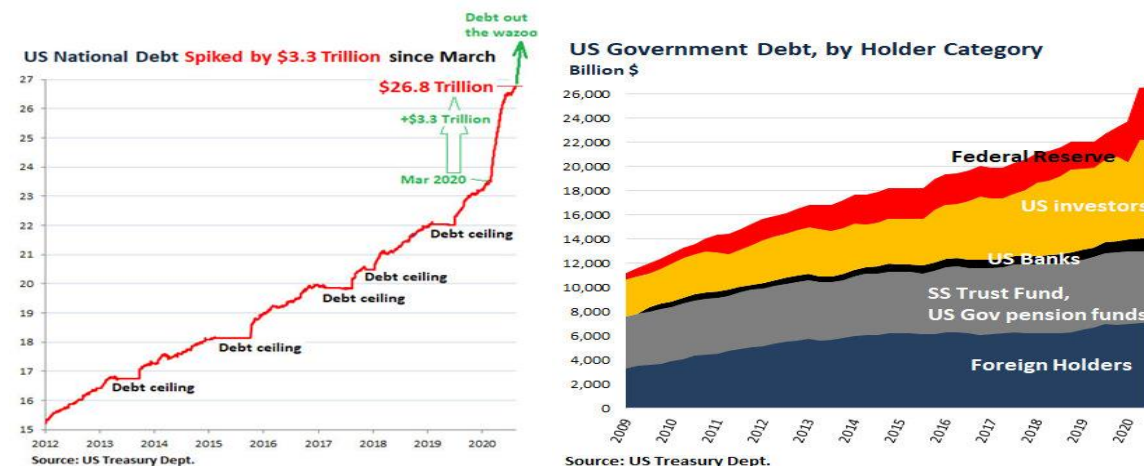


数据来源：Bloomberg、东吴期货

根据第二季度GDP，美国赤字占经济之比跃升至16%，为1945年以来的最高水平。在2009年金融危机结束时，该比

例接近 10%，直到 2015 年底才逐渐降低。

图 6：美国债务上限及美财政债务分布



数据来源：Bloomberg、东吴期货

财政部 9.16 日公布的数据显示，截止 7 月 31 日，美联储资产负债表上的资产总额上升至 26.8 万亿美元。从数据来看，自 3 月以来，激增了 3.3 万亿美元的美国国债。

截至今年 7 月的过去 12 个月中，美联储增持的 2.18 万亿美元的国债里，大部分是自 3 月以来增持的，使美联储持有美债量翻了一番。

美联储 11 月会议：低利率不变，倾向 YCC

利率方面，美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变，符合市场预期。美联储将超额准备金率（IOER）维持在 0.1% 不变。将贴现利率维持在 0.25% 不变。重申承诺使用所有工具支撑美国经济。

购债方面，美联储 FOMC 声明中的购债步伐没有做出改变 “至少以当前的步伐” 购买国债和住房抵押贷款支持债券。如果出现可能阻碍实现美联储目标的风险，美联储将准备适当调整货币政策立场。

近两次决议不同点

① 经济和就业

11 月 5 日：经济活动和就业继续复苏

9 月 16 日：经济活动和就业在最近几个月有所回升

② 金融状况

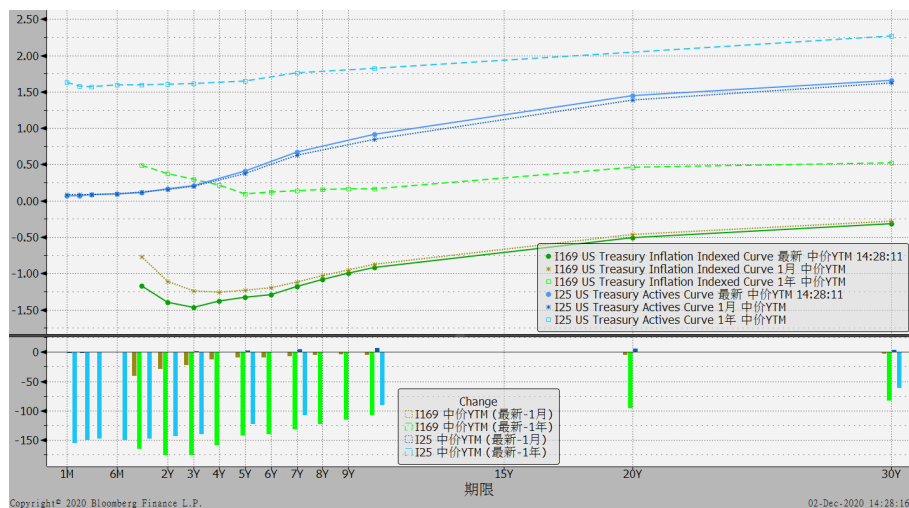
11 月 5 日：整体金融状况依然宽松

9 月 16 日：整体金融状况近几个月出现改善

鲍威尔：美联储在考虑调整债券购买的组合方式、久期即购买的规模；实施 “收益率曲线管理（YCC）”

下图的美债收益率曲线显示，和去年同期相比，名义和实际利率曲线，整体位移在下滑，中长期 下降幅度明显和过去一月相比，名义和实际利率曲线，变动幅度不大，中短端期限实际利率下滑较为明显，十年期及以上基本保持不变。直观上，美债收益率短端利率下行是快于远期，美联储过去一年压低短端利率，而长端利率（5 年以上）近几个月上行的幅度是高于短端，疫苗研发成果对于长端的影响和抬升也更为显著，未来远期利率的变动是影响黄金价格变动的关键因素。

图 7：美国国债收益率曲线期限走势 蓝：名义收益率；绿：通胀保值债券收益率



数据来源：FED、东吴期货

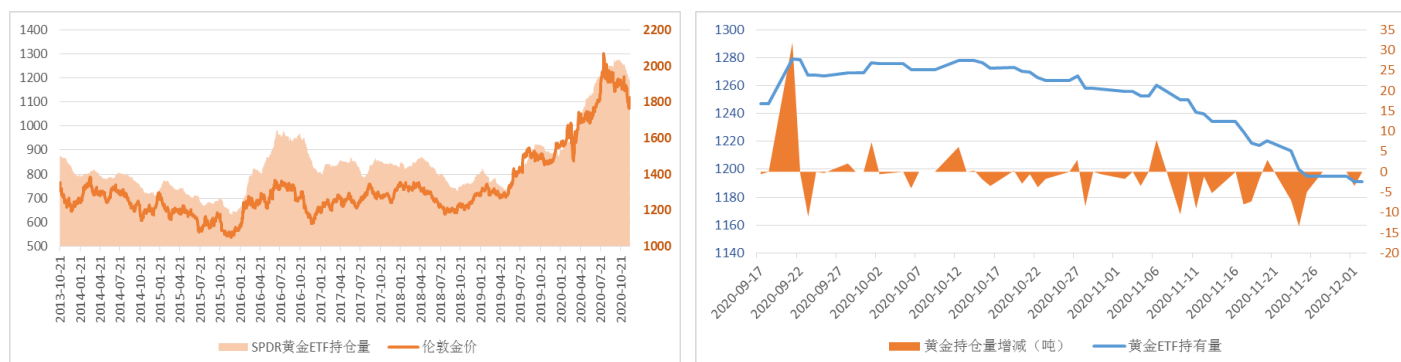
美联储最近的几次央行会议上虽然否认实行“负利率”，但是考虑调整债券购买的组合方式、久期即购买的规模。预计 12 月利率决议上，美联储，很可能对美国国债，实施收益率曲线管理。

从 ETF 持仓量变化看黄金市场投资者情绪

三季度以来，机构 ETF 持仓量出现了冲高回落的走势，配置性需求开始回调，资金转向权益类和其他债市。SPDR 黄金 ETF 的持仓量已回落到 1200 吨下方，但仍处于历史相对高位。

近周金银虽然出现急速的走跌，金银 ETF 的持仓量均有所回调，但降幅并未明显。显示了市场金银投资者短期和中长期投资理念出现较大的分歧。

图 8：黄金持仓量及伦敦金价走势



数据来源：Bloomberg、东吴期货

季节性因素规律，黄金年末年初行情可期

2020 年西方圣诞节及新年元旦临近，考虑到海外交易员部分休假的需求前期权益市场上涨带来的丰厚收益，投资机构节前考虑“落袋为安”，避险情绪倾向升温，过去数年 12 月下旬以来，金银及避险货币都受到资金的追捧。

图 9：纽约金价过去五年年初的走势变化



数据来源：wind、东吴期货

因此，根据贵金属的季度性历史表现来看，金银 1、2 月中是全年走势较为靓丽的月份，一方面来自中国农历新年消费季节性因素，另一方面，权益市场投资年底进入了收官战，部分获益资金需寻找安全池，贵金属或其他避险货币则成为大型对冲机构的防御配置需求。

贵金属展望：

2020 年，黄金突破历史高点后，中短期回调整理需要时间，但价格重心长期趋势向上。多头持有者仍需承受短期波动的困扰（央行政策预期管理及经济复苏程度的不确定性）。

从历往十多年的月度季节性规律来看，每年的 12 月下旬至开年的 2 月，金银 1、2 月中是全年走势较为靓丽的月份，一方面来自中国农历新年消费季节性因素，另一方面，权益市场投资年底进入了收官战，部分获益资金需寻找安全池，贵金属或其他避险货币则成为大型对冲机构的防御配置需求。

逻辑判断：依据通胀预期 vs 经济增长预期 速度差值变化