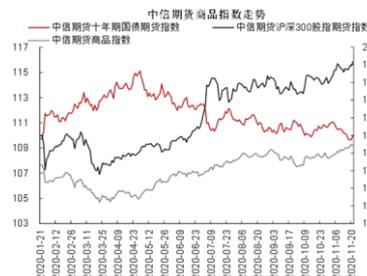


# 黄金见底了吗？——基于央行持有和美国货币政策预测视角的分析

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

## 报告要点

黄金在短期内已经确立顶部，短期有回调风险。但从美国经济现状判断，即使经济复苏，美国未来一年也不会改变低利率的货币政策，因此黄金不会出现趋势性下跌。长期看，黄金将随其他商品上涨。策略上，不建议短期空单，建议等待低点做多。



## 摘要：

黄金价格的阶段性顶部和底部可通过银行间交易和黄金 ETF 确定。从央行购买看，直到 2020 年三季度，央行持有黄金量仍在上升，并未停止。但代表央行黄金持有成本的黄金租赁利率却由负值逐渐趋于 0，这说明前期央行和投行对通胀的预期已然兑现，黄金阶段性顶部出现。同时，黄金 ETF 对应的现货黄金总价值出现下降，购买速度也趋缓，表明投资性需求也到了阶段性顶部，但尚未出现明确拐点。

对于美国未来货币政策，我们认为零利率在未来一年内将持续，这将带来黄金的支撑价位。我们主要基于：（1）单一的货币扩张无法解决美联储的货币政策目标，因为宽松货币将大多流向金融行业，而非解决就业的实体经济和服务业；（2）短时间退出零利率政策将导致美国企业的债务压力上升；（3）根据历史判断，消费完全复苏需要 2 年；（4）积极财政政策和疫苗落地需要时间（疫苗最快也要 2021 年 1 月完成生产部署，大规模接种至少到 2021 年 6 月，财政政策落地时滞 6 个月）；（5）中美间的博弈将继续。

策略建议：短期内等待回调结束，建立多单。由于前期上涨，使黄金投资市场存在大量投机性头寸，因此经济复苏预期下，金价短期出现回调，但表现为宽幅震荡，而非趋势性下跌。长期看，建议投资者利用市场情绪波动带来的震荡择机做多，Comex 黄金期货价格跌至 1700 美元附近是相对安全的做多点位，可开始试仓。但未来半年目标不超过前期 2088 的高点。短期金价整个震荡过程不建议建立空单，因为疫情解决和经济复苏仍面临极大不确定性，任何意外风险都将导致黄金在回调过程中反噬。

风险提示：1. 疫苗推出快于预期，市场情绪高涨；2. 前期黄金投资资金获利了结。

## 资产配置研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号 F3004355

投资咨询号 Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号 F3018552

投资咨询号 Z0013315

联系人：

熊鹰

xiongying@citicsf.com

从业资格号 F3075662

张文

zhangwen@citicsf.com

从业资格号 F3077272

## 目 录

摘要: .....	1
一、黄金近期走势：央行购买见顶和 ETF 增速下降 .....	3
(一) 银行视角：持有成本从负到 0，金价出现阶段性顶部 .....	3
(二) 黄金 ETF 持仓增速放缓，但尚未反转 .....	7
二、长期黄金价格判断：美国货币政策稳定，黄金价格将随经济复苏缓幅上涨 .....	8
(一) 单一的货币扩张政策无法解决美国就业问题，实现通胀目标 .....	8
(二) 短期摆脱低利率会导致美国企业债务压力 .....	10
(三) 消费复苏需要时间 .....	10
(四) 美国积极的财政政策落地仍需考验，疫苗落地需要时间 .....	11
(五) 短期内货币进一步扩张的可能性不大 .....	11
(六) 未来关注——中美间的博弈将继续 .....	12
三、策略建议：短期等待情绪低点建多单，长期持有可作为资产组合配置 .....	13
(一) 短期策略：经济复苏或有反复，可利用市场情绪建仓 .....	13
(二) 长期策略：黄金可作为经济复苏过程中的长期风险对冲工具 .....	13
四、风险提示 .....	13
免责声明 .....	14

## 图目录

图表 1：世界 130 个国家央行黄金储备总量（2010 年-2020 年 3 季度） .....	3
图表 2：世界 130 个国家央行黄金购买量（2010 年-2020 年 3 季度） .....	3
图表 3：Comex 黄金期货价格和 2 个月黄金租赁利率（2010 年 12 月-2020 年 11 月） .....	5
图表 4：银行间场外市场美元和黄金互换交易量和交易金额（2010 年-2020 年 6 月） .....	5
图表 5：美国和欧元区政府债务占本国 GDP 百分比（%） .....	7
图表 6：全球黄金 ETF 持有黄金总价值和总重量（2003 年 10 月-2020 年 10 月） .....	7
图表 7：两次货币宽松下美国经济三大部门对本国 GDP 增长贡献（2005 年 1 季度-2020 年 3 季度） .....	9
图表 8：美国经济三大部门对本国就业贡献（1950 年-2019 年） .....	9
图表 9：美国非金融企业负债总额（2002 年 2 季度-2020 年 2 季度） .....	10
图表 10：密歇根大学美国消费者信心指数（1978 年 1 月-2020 年 9 月） .....	11

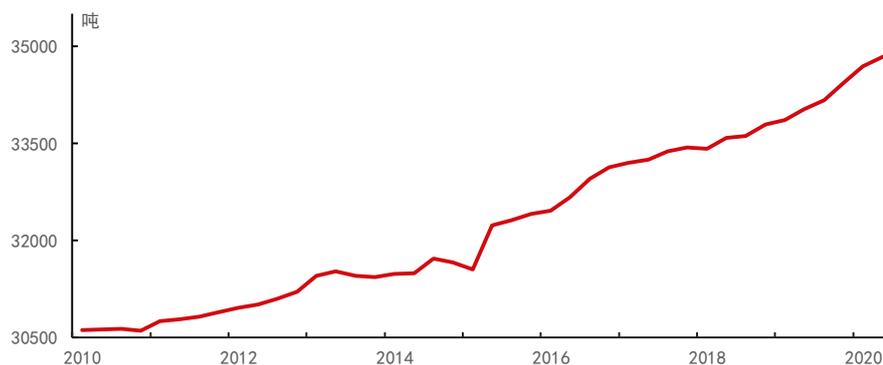
近期黄金价格呈现**震荡格局**，美国总统改选，疫苗研制阶段性成功，以及美国未来可能的积极财政政策，使未来经济出现**改善预期**，黄金价格因而出现回调并震荡。对此，我们对黄金近期走势展开分析，并对未来长期价格进行预判。

## 一、黄金近期走势：央行购买见顶和 ETF 增速下降

### （一）银行视角：持有成本从负到 0，金价出现阶段性顶部

从图表 1 可以发现，尽管从今年 4 月开始，以俄罗斯为代表的各国央行就声明不再收购黄金，但从实际数据来看，截至 2020 年 3 季度，世界各国央行持有**黄金量仍在上升**。尽管在布雷顿森林体系解体后，黄金已经逐渐丧失了货币的功能，但在实际交易中，黄金仍然作为**重要的外汇储备和最后结算方式**存在于央行和银行间交易中（主要在银行间场外市场）。**银行是世界最大的黄金持有者和买卖者**，其场外黄金持仓量超过了世界最大的黄金期货交易市场 Comex（图表 2）。因此，**银行购买对确定黄金价格的底部和顶部有重要作用**，需要我们分析。

图表 1：世界 130 个国家央行黄金储备总量（2010 年-2020 年 3 季度）



资料来源：世界黄金银行 中信期货研究部整理得到

图表 2：场外黄金名义持仓金额和 Comex 黄金期货持仓价值（2010 年-2020 年 3 季度）



资料来源：国际清算银行 (BIS) Wind 中信期货研究部整理得到

要分析央行持有黄金需要考虑两点：（1）持有黄金的成本；（2）持有黄金的收益；我们从这两个角度展开讨论。

### 1. 银行持有黄金的成本：从负值到接近于零，出现短期顶部

黄金相对其他大宗商品存储成本较低，其持有成本主要反映为机会成本，即购买黄金将牺牲购买其他无风险资产的损失。所以黄金的持有成本可表示为美元的实际利率<sup>1</sup>：

$$\text{黄金持有成本} = \text{美元实际利率} \approx \text{美元名义利率} - \text{通货膨胀率}$$

通常，可以用美国 Tips 国债利率表示实际利率，但如果从银行视角分析，则可以使用黄金租赁利率（gold lease rate）作为银行持有成本的代理变量，更有准确性（Abhyankar & Ghosh, 1994; Levin & Wright, 2006）。银行持有黄金的成本可以表示为：

$$\text{黄金租赁利率} \approx \text{美元 Libor 利率} - \text{黄金美元互换利率}$$

上式中，美元 Libor 利率表示银行间同业拆借利率，黄金美元互换利率可以理解为黄金兑美元的远期汇率合约，表示银行约定在未来可以用多少美元换回黄金，通常以利率形式报价。该互换利率因为包含央行、大型银行和投行、以及大型金商的通胀预期，因而更具预测性。该式的含义是，如果央行不持有黄金，则可以通过互换交易，将自己拥有的黄金互换为美元，为此需支付互换利率，之后可以用美元在银行间同业拆借，获得银行间拆借利率（Libor）的无风险收益。这这个过程表明银行持有黄金的机会成本。由于黄金美元互换利率和 Libor 同业拆借只在央行、国际清算银行、大型银行和投行、以及实体金商间交易，所以更能反映重要机构交易者对未来黄金的预期。<sup>2</sup>

如图表 3 所示，自 2019 年美联储重启降息周期后，黄金租赁利率就逐渐转为负值。这表明，银行持有黄金的成本逐渐转为负值，换句话说，银行将不能通过把黄金换为美元进而获得正值的无风险收益。此时对于银行来说，最优的决策就是增加黄金的持有量并不再通过互换交易向市场释放黄金。因为当不能获得任何新增无风险收益的情况下，增加持有黄金以规避通胀风险和美元信用风险将是最优决策。所以我们可以看到，自 2019 年中，黄金突破了前几年的价格箱体，同时，由于银行更少的参与美元与黄金互换市场，导致互换利率（央行和投行抵押黄金的成本）不断下降，以吸引交易者将黄金换为美元。这个过程中，黄金价格开始上涨，体现市场逐渐走向央行和大型投行对于黄金价格的预期。在预期兑

<sup>1</sup> 黄金本身并不产生现金流，通胀下不损失其价值，且用美元标价，所以其持有成本为美元的实际利率。

<sup>2</sup> 尽管国际黄金协会自 2015 年 1 月起不再对外公布黄金美元互换利率（GOFO），但 KITCO 搜集银行间交易数据估算出了黄金租赁利率，沿用至今。

现的过程中，黄金租赁利率开始随黄金价格上升而上升，逐渐向 0 趋近，这表明黄金目标价位逐渐兑现，上涨动力逐渐衰竭，出现了阶段性顶部。

图表 3：Comex 黄金期货价格和 2 个月黄金租赁利率（2010 年 12 月-2020 年 11 月）



资料来源：KITCO Wind 中信期货研究部

图表 4 佐证了这个过程，当黄金租赁利率为负值时，美元与黄金互换数量下降，互换金额增速放缓（交易量下降，交易金额上升是因为金价上涨），银行和大型投行对黄金价格看涨。而当黄金价格上涨，黄金美元互换利率随着预期实现逐渐下降，互换交易开始回升，租赁率逐渐上升趋于 0，表明黄金价格将接近阶段性高点。

图表 4：银行间场外市场美元和黄金互换交易量和交易金额（2010 年-2020 年 6 月）



资料来源：国际清算银行（BIS）伦敦金银市场协会（LMBA）中信期货研究部整理得到

这个过程说明了银行交易视角下黄金价格的短期顶部，表明短期内央行对未来黄金价格的预期已经达到，很难进一步突破。但值得我们注意的是，当市场名义利率维持在 0 左右时，金价也很难出现趋势性下跌。

这是因为，如果市场黄金价格因为投资者情绪等原因出现下跌，由于美联储提出名义利率长期为 0，则此时黄金租赁利率将重新回到负值，银行会因此继续降低黄金美元的互换并增加黄金的持有量，这将构成黄金价格的底部。所以我们可以观察到黄金价格近来的震荡格局。即使有疫苗研制成功和美国大选的经济利好预期，黄金也很难通过情绪形成短期跌势。

## 2. 银行持有黄金收益：规避美元信用风险，银行短期不会大量出售黄金

央行持有黄金的理由主要有两点：(1) 保护本国资产的安全性和流动性；(2) 获取收益，平衡财政收支。<sup>3</sup>其中保护本国资产安全性和流动性是首要目标。

黄金之所以能保护本国资产的流动性和安全性，是因为黄金主要以美元计价。无论是商品还是金融资产，美元是国际支付中的主要结算货币，也是各国央行的主要储备货币。根据 Swift 的数据，美元在国际支付中的市场份额为 43.37%，欧元为 31.46%。这意味着，一旦美元出现信用风险，各国央行和银行都将面对危机。

二十年来，美国经济与国际地位相对下降。债务增长，制造业外流，经常性账户失衡使美元的货币信用逐渐下降。2011 年标普下调美国国债评级至“AA+”级，就反映出了美元的信用风险。

黄金，作为非纸币的“准货币”，天生就具有规避纸币信用风险的功能。因此可以做出判断：当美国货币信用风险上升时，黄金就能为央行带来隐藏的收益：实现规避美元信用风险的功能。

我们可以用政府债务占 GDP 的比重衡量美元的信用风险（图表 5），因为当政府资不抵债时，一般都会通过货币放水平衡债务，这将导致货币信用下降。

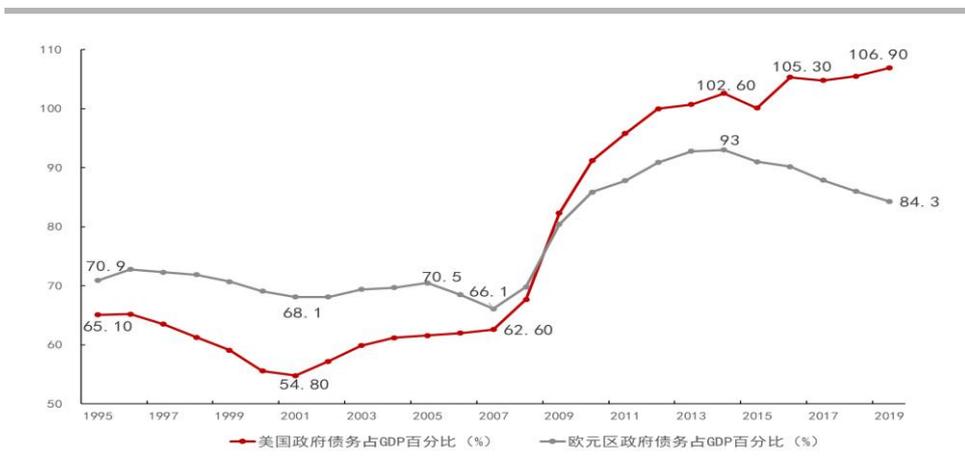
从图表 5 可以看出，美国和欧元区自 2008 年次贷危机后，政府债务就直线上升，目前已经到了非常危险的程度。《马斯特里赫特条约》认为，一国当年政府债务与 GDP 之比，不应超过 45%，但美国在 2019 年已经到达 106.9%。相对于本国 GDP（偿债能力），美国巨额的政府债务使市场参与者很难不怀疑美国未来会通过放水偿还本国债务，这就是美元的信用风险，也是各国银行增持黄金的根本原因。作为另一主要国际结算货币的欧元，尽管政府债务与 GDP 之比近年有所缓解，但同样处于高点，这难免导致全球整体货币宽松的预期。

作为央行，在全球主要货币都具有信用风险的前提下，积极购买黄金，会对本国资产的安全性和流动性带来保护，这就是央行购买黄金的收益。从前文可知，

<sup>3</sup> A Central Bankers Guide to Gold as a Reserve Asset, World Gold Council, 2019.

从短期看，央行购买黄金量已到了一个阶段性的高点。但是，这并不意味着央行在短期内会因黄金价格的震荡和经济复苏的预期而大量出售黄金。因此，我们判断，尽管黄金短期存在高点，但也存在阶段性底部。

图表 5：美国和欧元区政府债务占本国 GDP 百分比（%）



资料来源：Wind 中信期货研究部

## （二）黄金 ETF 持仓增速放缓，但尚未反转

黄金 ETF 的购买量主要反映的是黄金的投资需求。因为黄金 ETF 主要与黄金现货市场交易挂钩，所以每增加一笔头寸，都意味着现货市场中将增加对黄金的购买持仓。截至 2020 年 10 月，黄金 ETF 已经实现连续 11 个月资金净流入。这个速度与上一次黄金牛市，2006 年 4 月创下的资金月度流入记录数相当。黄金 ETF 持有量增加了 20.3 吨，增加了 14 亿美元（图表 6）。

图表 6：全球黄金 ETF 持有黄金总价值和总重量（2003 年 10 月-2020 年 10 月）



资料来源：国际黄金协会 中信期货研究部

但从图表 6 可以看出，2020 年 10 月，黄金 ETF 持有黄金量的总价值相比上月有所下降，同时 ETF 对应的黄金的持有数量增速也下降了。这表明短时间内黄金上涨的动力在下降。这表明黄金短期内已经很难出现大幅上涨，但也不意味着黄金 ETF 购买趋势已经出现拐点，价格出现发展。因为如果从 ETF 持有黄金的数量来看，全球黄金 ETF 总持仓量已创出了 3,878.39 吨的历史新高，黄金投资需求尚未出现下降信号。尽管 2020 年下半年黄金投资需求产生的购买量相比上半年有所下降，但仍然在上升。

## 二、长期黄金价格判断：美国货币政策稳定，黄金价格将随经济复苏缓幅上涨

黄金价格的逻辑核心在于实际利率，近期黄金上涨的根本建立在美国货币的宽松前提之下。对长期黄金价格的预测，需要我们对美国未来货币政策做出判断。我们的结论是，美国近几年将长期维持低利率的货币环境，但未来一年内，货币进一步放水的可能性不大。黄金会围绕通胀改善出现小幅上涨，但主要仍以震荡为主。

这一判断的主要理由如下：

### （一）单一的货币扩张政策无法解决美国就业问题，实现通胀目标

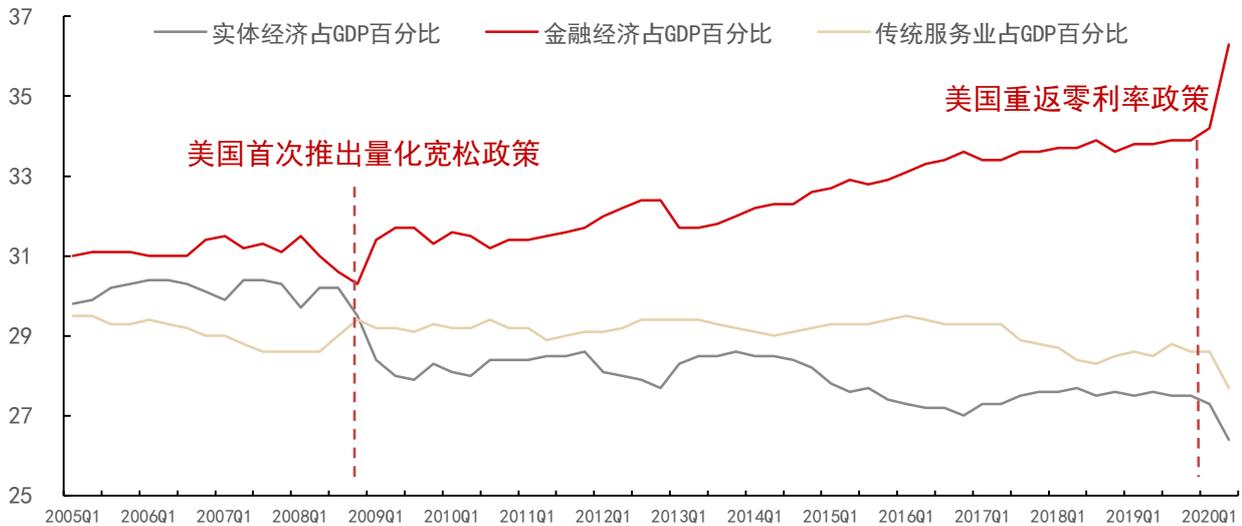
分析美国低利率政策的持续性，其实就是要分析美联储的决策。美联储常规框架说明，其降息的目的有两个：一个是实现经济复苏（实现 GDP 增长），另一个是保障通胀率（实现就业）。

本次疫情的特殊性在于，疫情导致的危机既不是一次由于生产过剩或有效需求不足引发的经济危机（1929 年美国大萧条），也不是一场由债务引发的金融危机（2008 次贷危机）。它对于经济的破坏性在供给侧，更具体在于对人活动的破坏。

新冠疫情的破坏性体现在，它使人流、物流、资金流不能有序转动；产业链、供应链不能畅通运转；生产活动和经济社会循环停顿。行业中受影响冲击最大的，将是住宿餐饮、文体娱乐等服务业，中小企业，以及零工散工等弹性就业群体。

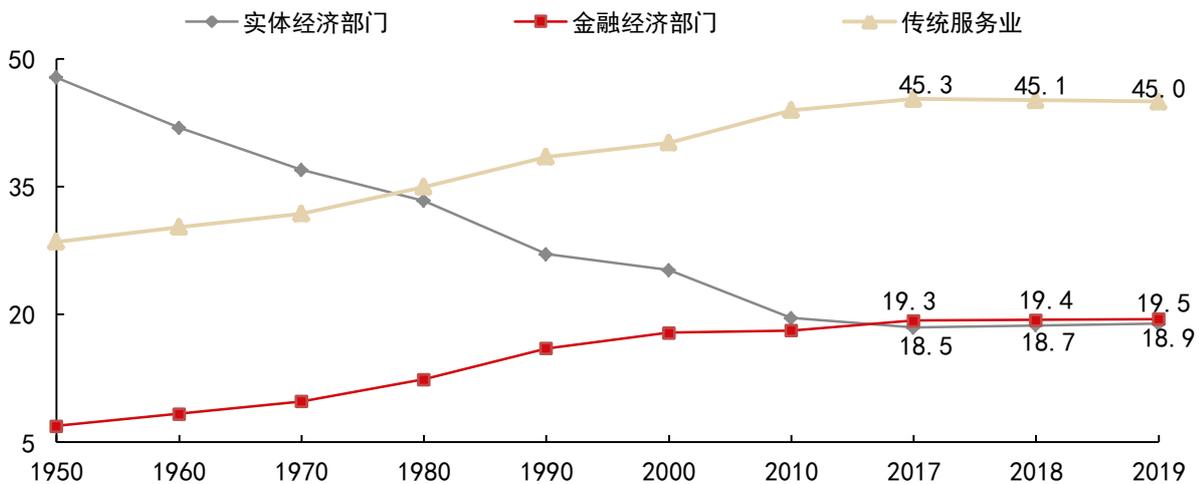
回到美国货币政策的目标，2020 年 8 月，美国修改货币框架规则为，为实现降低失业率的目标，将容忍通胀率在一段时间内超过 2%，以实现平均通胀率 2% 的长期目标，具体表现为将在一段时间内维持接近 0 利率的政策。

图表 7：两次货币宽松下美国经济三大部门对本国 GDP 增长贡献（2005 年 1 季度-2020 年 3 季度）



资料来源：美国经济研究局（BEA） 中信期货研究部整理

图表 8：美国经济三大部门对本国就业贡献（1950 年-2019 年）



资料来源：美国经济研究局（BEA） 中信期货研究部整理

图表 7 和图表 8 展示了历史两次货币零利率政策下美国三大部门(实体经济、金融经济、传统服务业)对美国 GDP 和就业的贡献。从图表 7 可以发现，两次货币大放水，对 GDP 提升最明显的，是金融经济，而**实体企业和传统服务业对货币放水的反应并不明显，2008 年的 QE 政策甚至使美国实体经济占比逐年下降，经济脱实向虚更加严重。**

而从图表 8 可以看出，在对就业率的贡献上，传统服务业和实体产业才是主力。2019 年传统服务业和实体企业对美国就业的贡献，分别为 45%和 18.9%，而

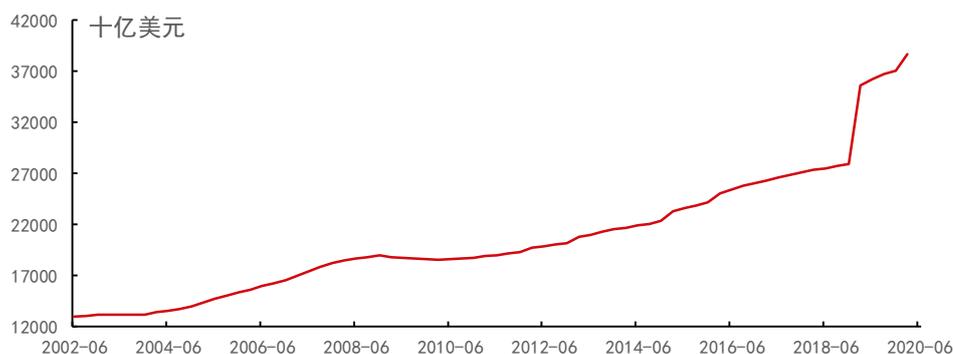
金融经济仅占 19.5%。该现象很好理解，社会不可能全是华尔街精英，能够吸纳就业的，更多的是工厂工人、饭店和商店的服务员、售货员以及家庭保姆。

因此，结合图表 7 和 8 可以证明，单纯的货币扩张最多只能通过金融领域恢复美国的 GDP，但很难扭转美国失业率的上升。单一的货币扩张，美联储的货币政策目标将无法实现。

### （二）短期摆脱低利率会导致美国企业债务压力

前文已述，本次疫情，对于实体企业破坏严重，最集中于中小企业。因此，美国实现本国 GDP 和就业的复苏，其重点之一就是实现本国实体企业的复苏。但复苏的前提至少是需要维持保证中小需要政府保护本国实体企业资金链不断裂。

图表 9：美国非金融企业负债总额（2002 年 2 季度-2020 年 2 季度）



资料来源：美联储（FRB） 中信期货研究部整理

图表 9 展示了美国非金融企业的负债总额数据。从中可以发现，从 2018 年起，美国非金融企业负债直线上升，而新冠疫情使其负债进一步上升，已经处于近二十年的绝对高点。这意味着，如果美联储不维系零利率政策，当实体经济不能实现足量复苏的情况下，利率上升将使美国企业出现灭顶之灾。所以，美联储不会因为短时间的利好，如疫苗研制成功，或是一些短期经济数据的向好就贸然停滞零利率政策。低利率政策将具有持久性。

### （三）消费复苏需要时间

图表 10 展示了美国密歇根大学的消费者信心指数，该指标是美国消费情况的领先指标。从该图可以发现，每一次消费极度下降，其复苏都至少要持续近两年的时间，这是消费习惯的体现。当国家因疫情导致经济下降，消费下降，该国居民将长久处于风险规避的状态，需要时间才能重新恢复消费。美国经济主要靠本国消费拉动，所以美国很难短期通过消费复苏实现经济复苏，美国需要长久维

持低利率政策。

图表 10：密歇根大学美国消费者信心指数（1978 年 1 月-2020 年 9 月）



资料来源：同花顺 中信期货研究部整理

#### （四）美国积极的财政政策落地仍需考验，疫苗落地需要时间

尽管美国已经对积极财政政策的推出已经板上钉钉，但是具体落实还需要看疫情的恢复情况。因为尽管凯恩斯的积极财政政策能够应对经济体的有效需求不足问题，但是本次经济衰退其实是疫情导致的供需两端两端下滑。**如果美国不在短期内通过疫苗或其他方式控制疫情的进一步泛滥，那么积极的财政政策只会对美国国内经济造成进一步伤害。**

消息表明，辉瑞/bioNTech 疫苗已在 6 个国家经过了 43500 例实验，证明无安全问题，**但其运输需在零下 70 度冷链运输**；而仅需冰箱级保温的 Moderna 疫苗在 11 月 6 日刚刚公布，效果良好。但如果疫苗想批量生产，至少要到 2021 年 1 月，赶不上美国流感季节的来临，大规模接种预计需要 2021 年六月才能完成。

这个过程，很难保证疫情不会发生突然的反复。

#### （五）短期内货币进一步扩张的可能性不大

从（一）至（四）中可知，美国次贷危机后的量化宽松政策，导致美国经济脱实向虚严重。扩张性货币政策产生的流动性大多其实进入了金融市场，维护股

市会维护美国的资产负债表和 GDP，使经济不发生系统性风险，却不会创造就业，进而达成美联储的通胀目标。因此，**美国更多的会使用控制疫情，以及积极财政政策的方式实现经济复苏目标，货币政策更多的仅是一种辅助。**

对于美国货币政策未来的选择，尽管近期出现的现代货币数量论（MMT）认为，当把美联储和政府财政视作整体时，就可以不必在乎货币的发行数量。但是其假设前提是以美联储对商品银行的超额准备金支付利息为前提的。而这一举措，其实是 08 年次贷危机导致货币超发后导致的结果。MMT 的理论假设基于货币超发的结果，其有效性很难证明。因此，美联储在近期的报告中陈述，会将零利率政策维持到 2023 年，并不会轻易动用非常规的货币工具以刺激通胀。**零利率政策将是近期美国货币政策的底线。**所以黄金未来大概率将不会出现因货币极度扩张带来的上涨动力。

#### （六）未来关注——中美间的博弈将继续

**中美关系也是未来美国货币政策和财政政策的一个影响因素。**尽管拜登当选总统几乎板上钉钉，有人认为中美关系将实现改善，进而使全球经济风险下降。但我们认为，**中美之间的博弈将是一个长期的过程。**

如果从经济学角度分析，美国著名经济学家萨缪尔森（2004）曾对中美关系的未来盖棺定论：

“如果中国也去生产飞机，且技术跃升使生产率大幅提高，以致于‘两国从事与不从事贸易的境况相同，彼此再也没有任何从事进出口的优势’，**中美两国将退回不贸易状态（既生产飞机也生产衬衣）。**其结果则是美国的人均实际收入将下降，‘利益被永久地损害’，而中国由于已经大幅提高了飞机生产率，人均实际收入将上升。”

从近期的新闻可以发现这一点，中国政府牵头的区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）已于 2020 年 11 月 15 日签订，其中并未包括美国、印度等国家。美国从奥巴马时代就提出“让制造业回归美国”的口号，并提出了 TPP 协议以限制中国出口。特朗普提出了“让美国再次伟大”，采用的则是与各国分别谈判的策略，与中国实行“贸易战”。拜登的当选只会采用新的方式与中国竞争，中美关系不会因总统的换届回到过去。因此，中美关系的不确定性是黄金未来价格需要重点关注的领域。

### 三、策略建议：短期等待情绪低点建多单，长期持有可作为资产组合配置

通过以上分析可知，我们的结论是，短期内黄金已经见顶，但不会形成大幅下跌趋势。美国将长期维持零利率政策，信用风险和全球政治风险依然存在，黄金将因此具有坚强底部，这一底部不会因经济短时向好而改变。而黄金未来的上涨，将主要依靠经济复苏带来的通胀改善带来。为此，我们的策略建议如下：

#### （一）短期策略：经济复苏或有反复，可利用市场情绪建仓

目前黄金期货市场和ETF存在大量的投机性头寸，同时黄金却面临阶段性顶部。这就导致黄金价格可能因为市场预期的变化产生宽幅震荡，震荡将由以美国为代表的经济复苏状况左右。

因此我们认为，短期内黄金将有回调风险，但表现为宽幅震荡，而非趋势性下跌。从长期来看，黄金仍有支撑，并将缓步上扬至前期高点。对于投资者来讲，建议投资者利用市场情绪波动带来的震荡择机做多，Comex黄金期货价格跌至1700美元附近是相对安全的做多点位，可开始建仓。预测未来半年内最高点位不超过前期高点2088，低点位在1700。

同时，短期金价整个调整过程不建议建立空单，因为疫情解决和经济复苏仍面临极大不确定性，任何意外风险都将导致黄金在回调过程中反噬。

#### （二）长期策略：黄金可作为经济复苏过程中的长期风险对冲工具

长期看，在美国维持低利率且短期不会继续扩张货币供应的背景下，黄金更多充当的应该是资产组合的风险对冲工具而非收益的主要来源。从长期看，全球经济将在疫情逐渐得到控制的过程中实现复苏，这个过程将使得黄金与其他资产一起实现上涨，此时黄金更多体现为商品属性。这个过程中将因中美间的博弈，以及复苏过程中的各种意外状况出现波动。此时，黄金将具有很好的短期风险对冲功能。

### 四、风险提示

1. 疫苗推出快于预期，市场情绪高涨，导致金价跌幅随情绪扩大。
2. 前期黄金投资资金获利了结，资金向债券和股票市场转移。

## 免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>