

证券研究报告 / 宏观专题报告

黄金牛市未完待续

报告摘要:

黄金同时具有商品属性和货币属性。金价主要影响因素有三个：实际利率、美元信用和避险需求。我们结合这几个因素以及黄金供给和消费性需求方面来分析未来金价的走势。

从供需的角度来看，新冠疫情对一季度黄金的供给和消费性需求均有冲击，未来将逐步恢复。但由于消费性需求在疫情中受到的冲击远远大于供给，所以需求可以恢复的空间将大于供给可以提升的空间，这将对金价提供支持。

我们认为未来实际利率有望继续下行且长期保持低位。名义利率方面，我们认为美国疫情后经济难有 V 字形反转；同时政府债务的空前扩张也导致美联储难以加息；目前美欧日三大央行的表态也均十分鸽派。几个因素共同表明主要货币、尤其是美元的名义利率将长期保持低位。通胀方面，目前油价已经显示出触底回升的迹象，经验表明货币大放水之后通胀中枢都会有所抬升。综合名义利率和通胀率的判断，我们认为实际利率水平将会继续下行，支撑金价长期上涨。

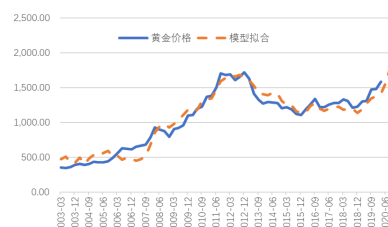
美元信用的强弱与黄金价格呈现反向关系。自 90 年代以来，黄金价格的走势与美国赤字规模高度吻合，背后的原理就是美国财政赤字影响政府信用。根据 CRFB 预测，今年美国赤字规模可能达到 3.8 万亿，是此前历年规模的 4 倍。赤字率的飙升为黄金价格提供了很强的支撑。在 2008 年之后，随着美联储资产负债表迅速扩张，美元的储备货币地位越来越受到怀疑。目前美联储资产负债表已经突破 7 万亿美元，且并无缩表计划，我们认为未来各国央行的黄金储备需求将进一步增强，支撑金价上行。

疫情爆发之后，以美国为代表的部分国家为了转移国内矛盾而攻击中国，未来政治风险仍然较大。同时一些国家和地区在重启经济之后疫情出现了反弹迹象，疫情二次爆发的风险依然存在。在两大风险因素下，黄金的避险属性也将凸显。

我们根据以上众多因素构建模型，结果显示黄金价格今年将会突破 2011 年高点，逼近 2000 美元/盎司，黄金牛市仍将持续。

风险提示：美联储提前收紧货币；疫情控制好于预期或疫苗提前上市；油价再度大跌

相关数据



相关报告

《警惕海外复工带来的疫情风险——海外宏观周度观察（2020 年第 22 周）》

20200531

《各国复工计划进展如何——海外宏观周度观察（2020 年第 21 周）》

20200524

《特朗普仍将大概率连任——海外宏观周度观察（2020 年第 20 周）》

20200517

《中国对美进口承诺完成了多少？——海外宏观周度观察（2020 年第 19 周）》

20200510

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022

13817489814 youcy@nesc.cn

目 录

1.	哪些因素会影响黄金价格.....	5
1.1.	黄金的供给和需求.....	5
1.1.1.	黄金供给	5
1.1.2.	黄金需求	6
1.2.	影响金价的外部条件有哪些.....	7
1.2.1.	金价与实际利率反向关系	7
1.2.2.	金价与美元信用此消彼长.....	8
1.2.3.	黄金是传统的避险资产.....	9
2.	历史金价的复盘.....	9
2.1.	金本位时期及布雷顿森林体系	9
2.2.	70-80 年代的黄金大牛市	11
2.3.	80 年代之后长达 20 年的黄金熊市	13
2.4.	21 世纪以来黄金的第二轮大牛市.....	15
2.4.1.	金融危机前的黄金牛市.....	15
2.4.2.	金融危机后的黄金牛市.....	16
2.5.	2011 年至今的金价走势	17
3.	黄金消费性需求的复苏将大于供给提升的空间.....	18
3.1.	疫情导致黄金供给量小幅下降.....	18
3.2.	消费性需求的下降由投资性需求弥补.....	18
4.	实际利率有望继续下行且长期保持低位	20
4.1.	各国名义利率将长期维持低位.....	20
4.1.1.	疫情后经济难有 V 型反转	20
4.1.2.	政府的高杠杆率决定利率难以提升	24
4.1.3.	各国央行明确表态将长期维持低利率	24
4.2.	通缩压力最大的时点已经过去	25
4.2.1.	油价正在逐步回升	25
4.2.2.	大放水之后通胀中枢会有抬升	26
5.	美元信用削弱，黄金储备价值凸显.....	27
5.1.	美国财政赤字飙升将削弱美元信用.....	27
5.2.	各国黄金储备随着美联储资产负债表的扩张而上升.....	28
6.	黄金的避险需求仍然较强.....	29
6.1.	中美摩擦及产业链受阻的风险.....	29
6.2.	疫情二次爆发的风险仍存.....	30
7.	金价年内有望逼近 2000 美元/盎司.....	31
8.	金价下跌的风险因素	32

图表目录

图 1: 黄金的供给和需求.....	5
图 2: 黄金供给来源.....	6
图 3: 各国金矿供应占比.....	6
图 4: 黄金三大需求来源.....	6
图 5: 黄金各类需求占比.....	6
图 6: 黄金储备较多的国家.....	7
图 7: 金价与实际利率呈反向关系.....	8
图 8: 金价与美元指数反向关系.....	8
图 9: 金价与美国财政赤字规模走势一致.....	8
图 10: 战争导致的金价大涨.....	9
图 11: 经贸摩擦引起的金价上涨.....	9
图 12: 金本位时期的黄金价格.....	10
图 13: 20 世纪 70-80 年代黄金十年大牛市.....	11
图 14: 黄金与油价相关性很高.....	12
图 15: 70-80 年代美国发生严重滞胀.....	12
图 16: 美元指数一路下行.....	12
图 17: 1975-1976 年政策压制导致金价下行.....	13
图 18: 80 年代至 20 世纪末的黄金熊市.....	13
图 19: 沃尔克强力加息打压通胀.....	14
图 20: 美元指数迅速走强.....	14
图 21: 美国经济进入相对繁荣期.....	14
图 22: 各国央行大量抛售黄金.....	14
图 23: 黄金供给在 20 世纪 80 年代开始大幅增加.....	15
图 24: 21 世纪初的黄金牛市.....	15
图 25: 互联网泡沫破裂后利率大幅下行.....	16
图 26: 油价上行带动金价.....	16
图 27: 流动性危机中黄金失去避险功能.....	17
图 28: 实际利率下降推动金价不断上涨.....	17
图 29: 2011 年至今的金价走势.....	17
图 30: 金矿产量同比下降.....	18
图 31: 再生金产量同比下降.....	18
图 32: 今年一季度黄金出现供给缺口.....	20
图 33: 主要国家一季度经济大多同比负增.....	21
图 34: 全球制造业与服务业均下滑至历史低点.....	21
图 35: 初请失业金人数高点领先失业率约一个季度.....	21
图 36: IMF 预测今年世界经济将萎缩 3%.....	22
图 37: 中国经验显示“报复性消费”并不会来.....	23
图 38: 危机后居民消费意愿修复需要很多年.....	23
图 39: 政府债务率高的时期利率水平都比较低.....	24
图 40: 疫情后美国通胀大幅下行.....	25
图 41: 疫情后欧元区通胀大幅下行.....	25

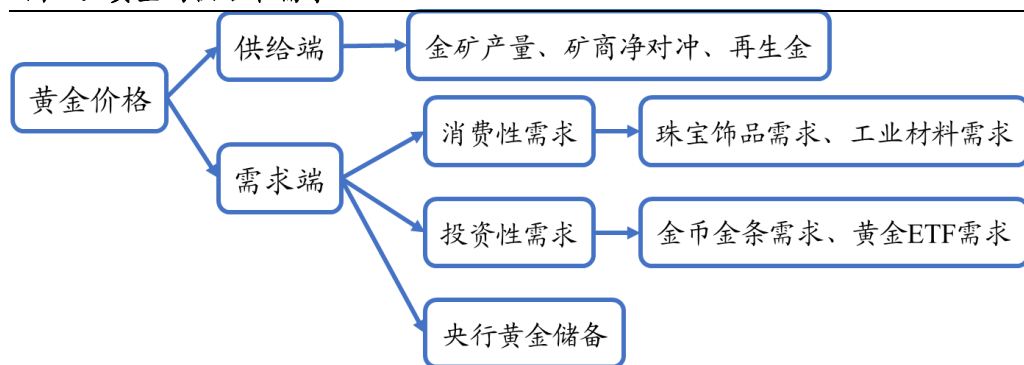
图 42: 油价暴跌后回升.....	26
图 43: 美国 CPI 和油价同比走势基本一致.....	26
图 44: 欧元区 CPI 和油价同比走势基本一致	26
图 45: 美国 M2 领先通胀率半年到一年	27
图 46: 美国国债总额增速领先通胀率 2~3 年	27
图 47: 美国目前仍为国际支付主导货币	28
图 48: 美国财政赤字将出现大幅飙升.....	28
图 49: 各国黄金储备随着美联储资产负债表的扩张而上升.....	29
图 50: 黄金价格模型拟合及预测.....	32
表 1: 各国黄金消费性需求大幅降低	19
表 2: 中国对美进口情况.....	30

1. 哪些因素会影响黄金价格

黄金同时具有商品属性和货币属性。作为商品，黄金主要有两方面用途：一是作为珠宝首饰。从古至今黄金都是饰品中的重要组成部分。二是工业材料。黄金是少有的化学、物理、电子性能优异的金属，工业应用领域非常广泛，主要集中在电子工业需求和牙医需求等方面。作为货币，黄金在历史上曾直接被用作一般等价物流通。即使在金本位时代结束、经历了非货币化进程之后，黄金的货币属性依然没有消失。在 1999 年 9 月 26 日欧洲 15 国央行的声明中，再次确认黄金仍是公认的金融资产。货币属性决定了黄金在金融投资、央行储备中都有重要的地位。

黄金的商品和货币的双重属性决定了影响黄金价格有众多因素。我们在此主要研究以美元计价的黄金价格。供给端来看，黄金供给主要来自于金矿供应和循环再生金。需求端来看，黄金可以分为消费性需求、投资性需求和央行黄金储备需求。

图 1：黄金的供给和需求



数据来源：东北证券，Wind

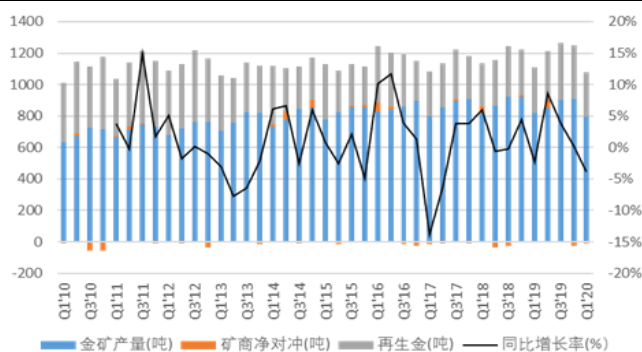
1.1. 黄金的供给和需求

1.1.1. 黄金供给

黄金的供给主要来源于两个方面：金矿供应以及循环再生金。以 2019 年计算，金矿供应量占总供给比重为 72%，循环再生金占比约为 27%。另外一小部分供给源于生产商对冲净额。根据黄金网的解释，生产商对冲净额指的是矿商的黄金抵押贷款、远期、期权头寸等对实物黄金市场的影响，可以理解为因生产商为调整黄金风险敞口对实物金市场造成的影响。生产商的对冲操作并不会影响黄金供应量，但会将黄金供应的实际时间提前。实际分析中这部分可以忽略不计。

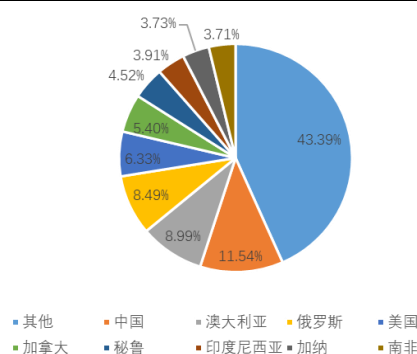
金矿供应量是黄金供给的主要来源，中国、澳大利亚、俄罗斯、美国和加拿大占据金矿产量的前五位。再生金即黄金的还原重用，主要来自于旧首饰及工业材料回收等。

图 2: 黄金供给来源



数据来源：东北证券，Goldhub

图 3: 各国金矿供应占比

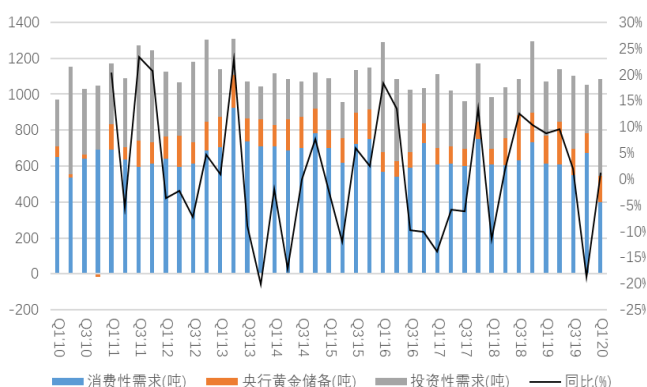


数据来源：东北证券，Goldhub

1.1.2. 黄金需求

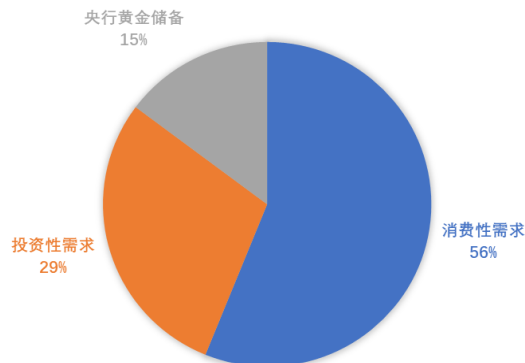
黄金的需求主要分为三方面：消费性需求（包含珠宝首饰需求和工业材料需求），投资性需求（包含金条、金币及黄金 ETF 的需求）和央行储备需求。一些分类方法中将央行储备黄金归纳为供给端，我们按照世界黄金协会的分类方法将其归纳在需求一类。因为央行储备本质上不能增加黄金总量，而且储备可增可减，与投资性需求较为相似。

图 4: 黄金三大需求来源



数据来源：东北证券，Goldhub

图 5: 黄金各类需求占比



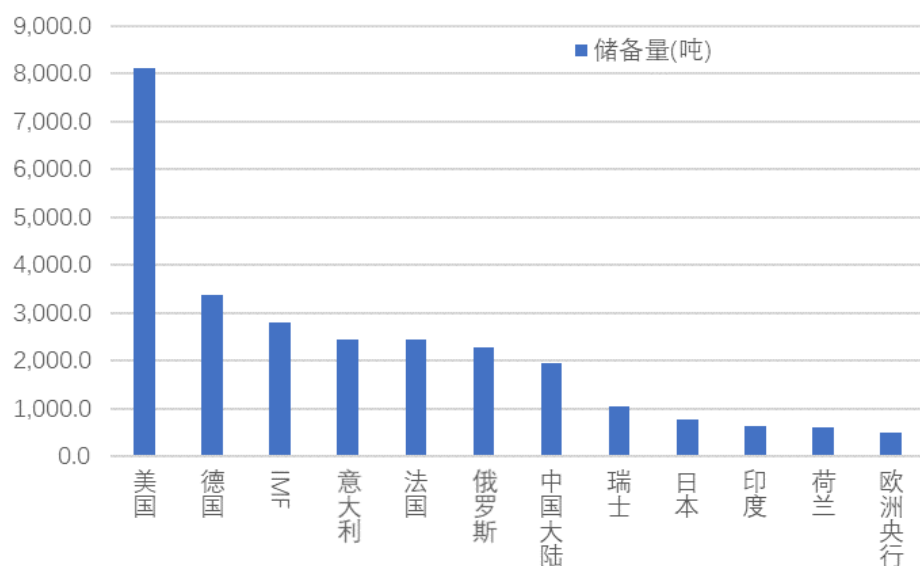
数据来源：东北证券，Goldhub

消费性需求在需求端占比最大，按照 2019 年数据约占 56%。分类来看，珠宝首饰需求在总消费性需求中占比高达 87%，工业材料需求占比约 13%。首饰需求中，中国、印度、美国、俄罗斯、阿联酋、沙特、土耳其等国需求量较大。

黄金投资性需求主要来源于金条、金币需求以及黄金 ETFs，其中 2019 年金条、金币需求在总投资性需求中占比约 68%，黄金 ETFs 占比约 32%。虽然黄金投资性需求占比不如消费性需求高，但波动很大，对金价影响较大。

央行储备黄金是各国央行或国际机构用于外汇储备而拥有的黄金。截至 2020 年第一季度，全球官方黄金储备约 3.5 万吨。其中，美国、德国、IMF、意大利、法国、俄罗斯和中国大陆储备的黄金较多。

图 6: 黄金储备较多的国家



数据来源：东北证券，Wind

1.2. 影响金价的外部条件有哪些

上文中对黄金供需做了分类，能够影响供给或需求的因素都会对黄金价格造成一定影响，但从历史复盘来看，造成金价（美元计价）大幅波动的主要是投资性需求及央行储备的变化。而影响投资性需求和央行储备变化的主要因素有以下几个：实际利率，美元信用，避险需求。

1.2.1. 金价与实际利率反向关系

实际利率等于名义利率减去通货膨胀率。作为一种无息资产，信用货币的利率越高，则持有黄金的机会成本越高，所以黄金价格与名义利率为反向关系。作为一种商品，黄金的价格会随着通胀率的上行而上涨。所以金价与通胀率为正向关系。两个因素共同考虑，金价与实际利率呈反向关系。

图 7: 金价与实际利率呈反向关系



数据来源: 东北证券, Wind

1.2.2. 金价与美元信用此消彼长

作为世界储备货币和主要支付货币,美元与黄金具有“跷跷板”的效应。一方面,我们研究的是以美元计价的黄金,美元相对于其它货币升值或贬值时,黄金并不会相对于这些货币同步升值或贬值,这使得以美元计价的黄金与美元指数呈现反向关系。另一方面,对于世界上大多数国家来说,美元和黄金均为外汇储备的重要组成部分,当美元作为储备货币的地位被削弱时,各国央行就会转而拥抱黄金,因此黄金与美元的需求也有相互替代的效应。

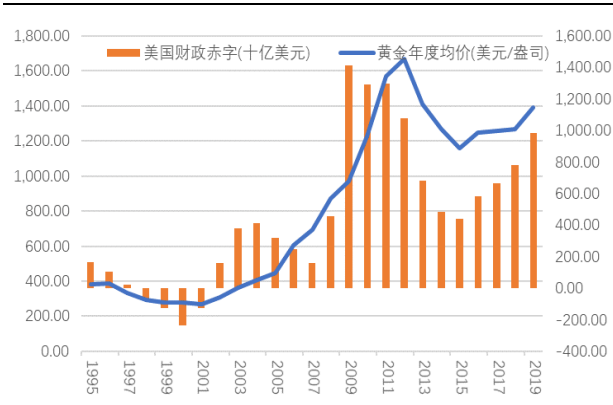
美元作为支付手段和储备货币的价值基础在于美元的信用。美元信用的削弱往往会伴随着黄金价格的大涨。20 世纪 70 年代布雷顿森林体系解体后黄金价格的暴涨就是如此。美元过量发行及债务过高都会导致美元信用受损,进而推升金价。

图 8: 金价与美元指数反向关系



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 金价与美国财政赤字规模走势一致



数据来源: 东北证券, Wind

1.2.3. 黄金是传统的避险资产

作为最传统的避险资产，在国际上发生黑天鹅事件时，黄金价格都会出现较大幅度的上涨。比如 1979 年 12 月苏联入侵阿富汗之后，一个月内黄金价格几乎翻倍。2001 年“911”事件发生后，黄金在几天之内涨幅接近 10%。2018 年中美经贸摩擦开始后，黄金也进入了长期的牛市。黄金能够作为避险资产的根本原因，一是出现“黑天鹅”之后，信用货币秩序可能会被动摇，而黄金的“硬通货”属性则具有保值功能；二是“黑天鹅”发生后，经济可能会受到较大影响，信用货币的利率也可能会大幅降低，与实际利率负相关的黄金也会因此受到追捧。

图 10: 战争导致的金价大涨



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 经贸摩擦引起的金价上涨



数据来源：东北证券，Wind

2. 历史金价的复盘

2.1. 金本位时期及布雷顿森林体系

在 1971 年布雷顿森林体系瓦解之前，全球信用货币都是直接或间接的以黄金为基础。黄金兑美元价格基本稳定，只有国家层面的调整才会带来大的浮动。

19 世纪中期，金本位制开始盛行，后期随着制度的广泛使用，黄金作为货币的不便性使得黄金逐步成为幕后的资产，交易需求大大降低，价格维持在 18.9 美元/盎司左右。

1919 年第一次世界大战爆发，各国停止银行券兑换黄金并禁止黄金自由输出，同时出现严重的通货膨胀，英国停止实行金本位制，黄金价格略有上升突破 20 美元；1924-1928 年资本主义世界曾出现一个相对稳定的时期，主要资本主义国家的生产都先后恢复到大战前水平并有所发展，金价也基本稳定在 20.6 美元/盎司，但由于金铸币流通的基础已经遭到削弱，不可能恢复典型的金本位制。当时除美国以外，其他大多数国家只能实行没有金币流通的金本位制，即金块本位制和金汇兑本位制。

1929 年爆发了史无前例的经济大萧条，各国也兴起了贸易保护主义，货币争相贬值。避险情绪叠加保值需求引发各国政府和民众争相购买黄金，黄金价格开始飙升。黄

金从每盎司 20.67 美元/盎司升至 35 美元/盎司。1933 年罗斯福上台，宣布人民持有金币不再合法，用行政命令将金价确定为 35 美元/盎司。

二战结束后，1944 年以美元为中心“双挂钩”的布雷顿森林体系随之建立，黄金价格一直稳定在 35 美元/盎司。在战后的近 30 年里，这种可调节的固定汇率制度在很大程度上支持了全球经济的复苏和繁荣。

布雷顿森林体系确定了美元的世界储备货币的地位。然而，各国为了发展国际贸易，必须用美元作为结算与储备货币，这样就会导致流出美国的货币在海外不断沉淀，对美国国际收支来说就会发生长期逆差；而美元作为国际货币核心的前提是必须保持美元币值稳定，这又要求美国必须是一个国际贸易收支长期顺差国。这就是“特里芬难题”。

60 年代越南战争导致美国政府财政赤字巨大，国际收支情况恶化，美元信用也因此削弱。1968 年黄金市场开始施行双轨制，即可以在市场上自由交易黄金，各国政府与民众纷纷抛售美元，抢购黄金，美国黄金储备快速下降，金价上行压力不断增加。这一阶段的核心矛盾在于美元信用受到冲击。由于美国贸易逐渐由顺差转向逆差，美元发行越来越多而美国储备的黄金有限，各国政府不再相信美国能保持布雷顿森林体系的承诺，从而抛售美元换取黄金。最终美国不得不放弃每盎司 35 美元的市场供应，从此金价正式进入自由浮动。随后在 1971 年 8 月美国宣布停止以美元兑换黄金，布雷顿森林体系解体。

回顾金本位时期的黄金价格，可以看出主权货币信用是决定金价的核心因素。无论是罗斯福政府调整金价，还是布雷顿森林体系的最终崩溃，背后的深层原因都在于美元信用出现危机。

图 12: 金本位时期的黄金价格



数据来源：东北证券，Bloomberg

2.2. 70-80 年代的黄金大牛市

布雷顿森林体系崩溃之后,黄金价格在 20 世纪 70-80 年代之间经历了长期的大牛市,期间金价从体系崩溃前的 35 美元/盎司最高触及 850 美元/盎司。

图 13: 20 世纪 70-80 年代黄金十年大牛市

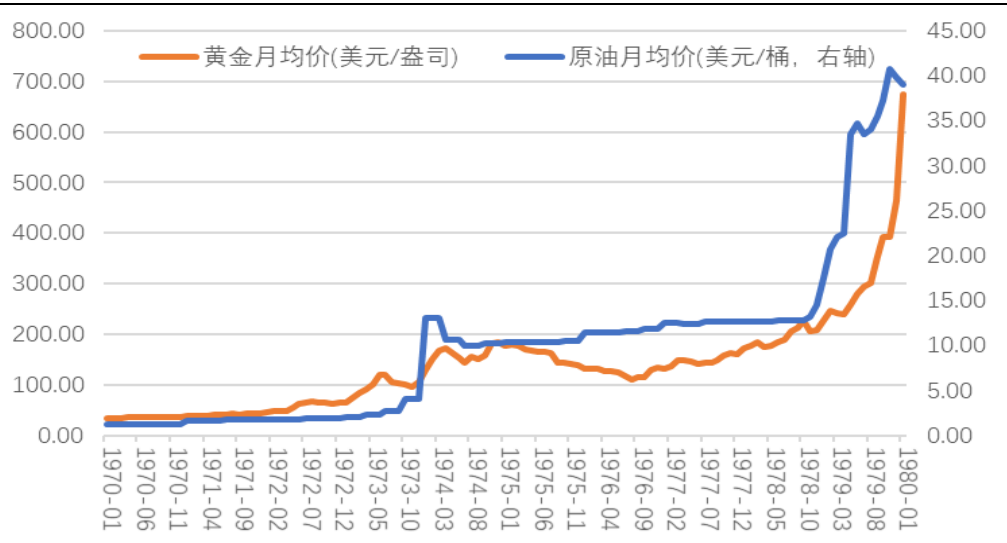


数据来源: 东北证券, Wind

这一时期导致金价飙升的主要原因有以下几点:

第一, 石油危机导致 70 年代油价高企, 美国发生了严重的“滞胀”。黄金的抗通胀商品属性得以体现, 金价与油价表现出高度相关性。为了降低失业率, 卡特政府在 1977 年执政后开始实行刺激经济增长的财政政策和货币政策, 这导致 1979 年第四季度通货膨胀率上升至 12.7%。通货膨胀重新成为世界各国的焦点, 黄金价格出现大幅反弹并且不断刷新之前的高价记录。1979 年伊朗爆发的伊斯兰革命和 1980 年的两伊战争使得石油日产量锐减, 直接导致国际石油市场价格骤升, 引发第二次石油危机, 黄金和石油又同时呈现上涨态势。

图 14: 黄金与油价相关性很高



数据来源：东北证券，Wind

第二，“滞胀”削弱了美元信用，黄金凸显相对价值。20 世纪 70-80 年代美国“滞胀”导致经济不景气、失业率飙升。因此美元指数在此期间也出现较大幅度的下行。美元走弱提升黄金的保值需求，同时计价因素也有利于美元黄金价格上行。

图 15: 70-80 年代美国发生严重滞胀



数据来源：东北证券，Wind

图 16: 美元指数一路下行



数据来源：东北证券，Wind

第三，避险需求助推金价最后的冲刺。1979 年下半年，美国在伊朗的人质危机叠加前苏联入侵阿富汗事件，引发全球性的政局动荡，导致国际市场对黄金的巨大避险需求，金价一路飙升，最高达到 850 美元/盎司左右。

1975-1976 年间金价曾出现小幅度的下跌。这是由于美国财政部和 IMF 为了平抑市场对黄金的投机需求，宣布拍卖部分黄金储备，并且要求成员国使用“特别提款权”作为记账单位，取代原先使用的黄金。当美国 and IMF 的黄金进入市场销售时，黄金市场价格迅速走低。

图 17: 1975-1976 年政策压制导致金价下行



数据来源: 东北证券, Wind

2.3. 80 年代之后长达 20 年的黄金熊市

在 70-80 年代的黄金大牛市结束之后, 黄金陷入了长达 20 年的熊市。金价从最高的 850 美元/盎司一直下跌至 20 世纪末的 250 美元/盎司左右。

图 18: 80 年代至 20 世纪末的黄金熊市



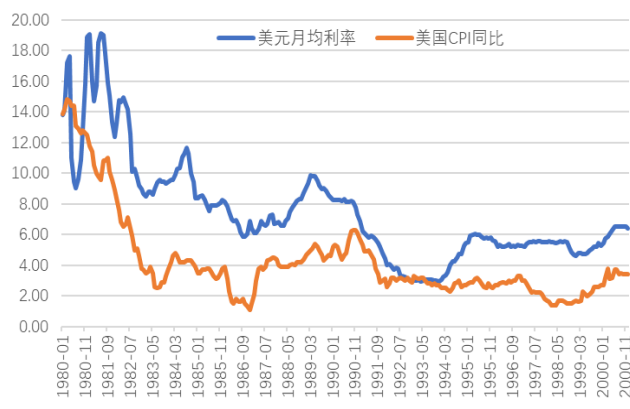
数据来源: 东北证券, Wind

80 年代之后黄金陷入长达 20 年的熊市, 其原因主要有以下几点:

第一, 美联储加息强力打压通胀是金价下跌的导火索。在保罗·沃尔克担任美联储主席后, 采取紧缩性货币政策铁腕打压通胀。美元名义利率一度达到 20%。而在如此高的利率水平下, 通胀水平迅速降低, 名义利率与通胀的差值也扩大。黄金的抗通

胀需求大幅减弱，金价迅速下行。同时，美元的高利率也导致美元指数迅速走强，从低点到高点几乎翻倍，导致以美元计价的黄金价格迅速下跌。

图 19: 沃尔克强力加息打压通胀



数据来源：东北证券，Wind

图 20: 美元指数迅速走强



数据来源：东北证券，Wind

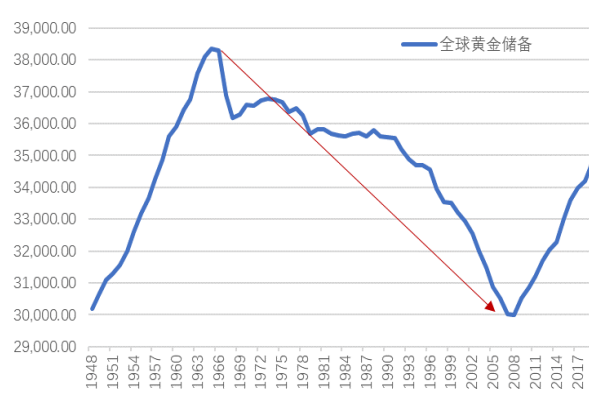
第二，美国经济进入相对平稳期。里根政府积极的财政政策有效促进了美国经济发展，美元信用也因此持续修复，黄金的储备需求大幅下降。各国央行开始抛售黄金。

图 21: 美国经济进入相对繁荣期



数据来源：东北证券，Wind

图 22: 各国央行大量抛售黄金



数据来源：东北证券，Wind

第三，世界金矿产量从 1980 年开始猛增。1990 年的金矿产量几乎是 1980 年的两倍，黄金供给量的大幅增加推动了黄金价格的下降。

图 23: 黄金供给在 20 世纪 80 年代开始大幅增加



数据来源: 东北证券, Wind

不过在这 20 年的低迷期间, 黄金价格并非一直处于价格下跌态势。受如 1986 年里根总统遇刺、1987 年 10 月华尔街股市灾难、1995 年日本大阪-神户大地震等国际黑天鹅事件影响, 黄金价格曾出现短暂上升。黄金的避险属性仍然存在。

2.4. 21 世纪以来黄金的第二轮大牛市

2.4.1. 金融危机前的黄金牛市

21 世纪开始, 黄金开启上世纪 70-80 年代之后的第二轮大牛市。至金融危机前, 黄金价格由最初的不足 300 美元/盎司上涨至 800 美元/盎司以上。

图 24: 21 世纪初的黄金牛市



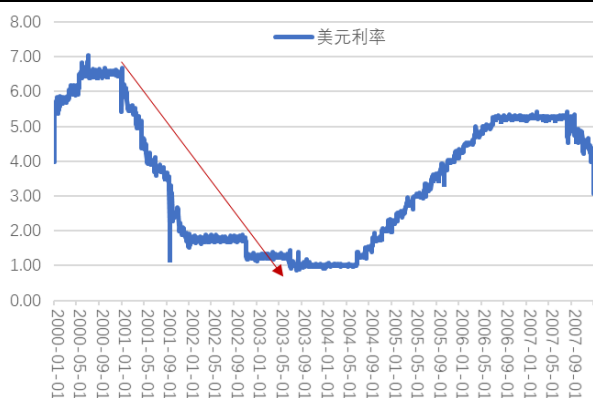
数据来源: 东北证券, Wind

此阶段推动黄金价格上涨的主要有以下几个原因：

第一，互联网泡沫破裂之后的低利率环境及避险需求刺激金价上涨。互联网泡沫破裂之后，美联储大幅度调低联邦基金利率至历史低位以刺激经济复苏。2001 年美国“9·11”事件引发金融市场动荡；2003 年美国发动伊拉克战争，避险需求刺激下黄金价格在当年突破 400 美元/盎司。

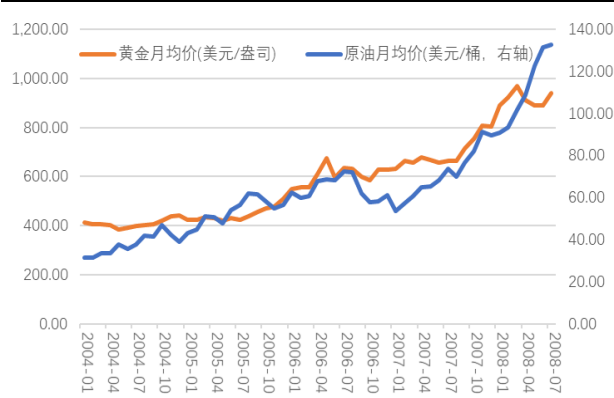
第二，伊拉克战争之后原油价格飙升引起黄金价格同步上行，推动金价在美联储加息之后仍保持涨势。黄金与原油的联动性再次显现。

图 25：互联网泡沫破裂后利率大幅下行



数据来源：东北证券，Wind

图 26：油价上行带动金价



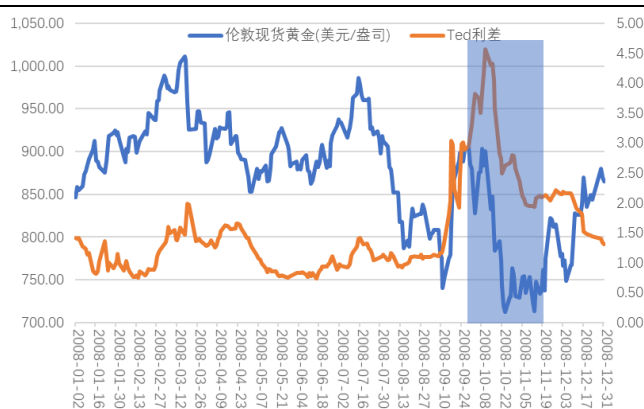
数据来源：东北证券，Wind

2.4.2. 金融危机后的黄金牛市

2008 年金融危机爆发后，几天之间，作为避险资产的黄金反而下跌了近 30%，出现了非常罕见的“避险资产不避险”的情况。这是由于雷曼兄弟公司倒闭后全球出现了美元流动性危机，Ted 利差飙升，对于现金的需求导致传统风险资产和避险资产遭到了无差别抛售。可以看出，在美元流动性出现危机时，黄金的避险功能会被大大削弱。

在美联储迅速实行零利率及 QE 政策之后，美元流动性危机缓解，黄金再度走上牛市。黄金价格从最低点 680 美元/盎司最高达到 1921 美元/盎司。此间推动金价持续上涨的主要原因是世界各国货币政策大放水导致实际利率大幅下行。金融危机期间美联储采取了多轮 QE，随后欧洲也爆发了主权债务危机导致欧元利率也迅速下调。2011 年 2 月利比亚战争爆发，同年 8 月 5 日，标普宣布将美国主权信用评级从 AAA 下调至 AA+，评级展望为负面，随后黄金价格因避险需求飙升至历史峰值 1921 美元/盎司。

图 27: 流动性危机中黄金失去避险功能



数据来源：东北证券，Wind

图 28: 实际利率下降推动金价不断上涨



数据来源：东北证券，Wind

2.5. 2011 年至今的金价走势

2011 年美国 QE2 结束标志着 2000-2011 年黄金牛市的终点。QE2 结束后美联储并未急于开始 QE3。虽然通胀上行推动的实际利率下行使得金价在 2011-2012 年保持高位震荡，但随后美国经济逐步复苏降低了黄金的避险需求。金价进入下行周期，最低点接近 1000 美元/盎司。

2016 年油价的触底反弹再次引起了金价的联动，美国实际利率水平也有所下降，包括全球外汇市场动荡和脱欧公投在内的不确定性事件又刺激了黄金的避险属性。黄金在 2015 年末及 2016 年上半年出现了一波反弹。

2018 年之后，随着中美经贸摩擦的开始及全球经济增速放缓，黄金开启了上行趋势。2020 年新冠疫情导致全球经济出现了大萧条以来最严重的衰退，各国央行也实施了前所未有的宽松货币政策，推动金价加速上涨。值得注意的是，在海外疫情爆发初期，美元流动性及黄金价格一度出现了 2008 年 10 月相似的情形，避险资产与风险资产均大幅下跌。但随着美联储“无限兜底”的政策推出，黄金价格迅速止跌回升，不断突破前高。

图 29: 2011 年至今的金价走势



数据来源：东北证券，Wind

通过对金价百年的历史复盘，我们可以看出，美元信用和实际利率是决定黄金牛市长度的最根本因素，避险情绪是黄金价格上行的催化剂。今年疫情爆发以来，美元信用和实际利率的基本面都发生了较大变化，避险需求旺盛，而且黄金的供给和消费性需求也受到了冲击。当前金价的上涨趋势能否延续？下面我们将从黄金供需、实际利率、美元信用和避险需求几个方面来详细分析。

3. 黄金消费性需求的复苏将大于供给提升的空间

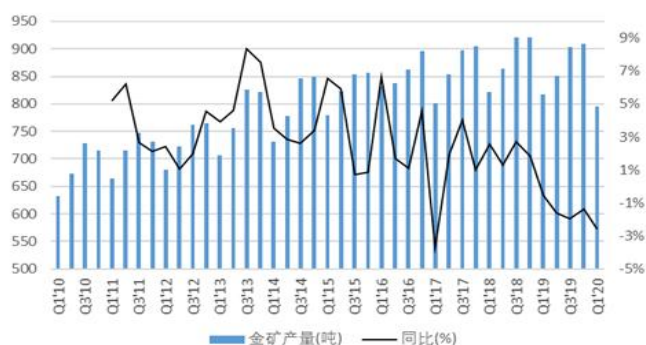
新冠疫情的爆发对于黄金供给和需求都有一定冲击。供给方面，由于部分金矿停产，黄金的产出量出现下降。需求方面，疫情造成全球大封锁进而对黄金的消费性需求冲击巨大。数据显示疫情对于黄金消费性需求的冲击大于对供给端的冲击，即未来需求回升的空间大于供给能够提升的空间，有望支持金价进一步上行。

3.1. 疫情导致黄金供给量小幅下降

受新冠疫情影响，据 Goldhub 统计，2020 第一季度黄金总供应量为 1066 吨，较上年同期下降约 42 吨，同比下降 3.8%。金矿产量来看，由于疫情导致多个重要矿山被封锁，2020 年第一季度金矿产量降至五年来最低水平 795.8 吨，同比下降 3%。再生金的回升也受到了影响。为了阻止病毒传播，消费者被限制在家中，黄金的回收利用几乎停滞不前，2020 年第一季度再生金 280.16 吨，同比下降 4.37%。

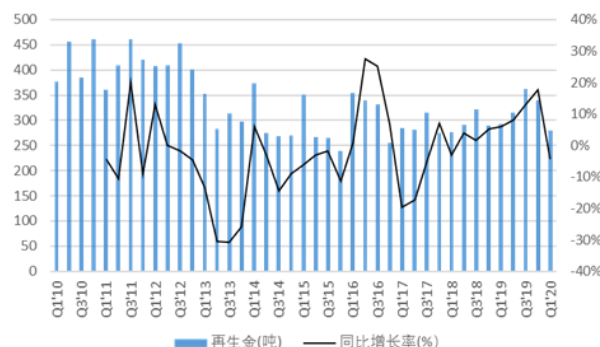
供给端总体来看，目前国内疫情已经得到有效控制，未来国内黄金供应会有序回升；而国外正处于疫情爆发期，复工复产进度受阻，俄罗斯和南非部分复工的矿山又出现了大规模感染，预计整体第二季度也很难恢复产量。另外，一些国家航班封锁，黄金全球运输链被切断，恢复生产的金矿很难供应到全球，预计全球范围内黄金供给将依旧紧张。

图 30: 金矿产量同比下降



数据来源：东北证券，Goldhub

图 31: 再生金产量同比下降



数据来源：东北证券，Goldhub

3.2. 消费性需求的下降由投资性需求弥补

第一季度黄金总需求小幅增长至 1083.8 吨，同比增加 1.21%。其中消费性需求大幅下降，较去年同期下降 214.1 吨，同比下降 34.9%；但投资性需求大幅上升 239.1 吨，同比增加 79.6%；央行黄金储备也持续增加。

疫情爆发对黄金作为珠宝首饰品的需求影响尤其严重。疫情爆发后，由于各国政府采取封锁措施，极大程度削减了珠宝首饰需求，第一季度需求仅为 325.8 吨，下降至有史以来的最低水平，同比降幅高达 39%。其中排名前两位的珠宝消费大国中国和印度需求分别下降 64.7%和 41.1%。

表 1: 各国黄金消费性需求大幅降低

	2019Q1(吨)	2020Q1(吨)	同比(%)
印度	125.42	73.85	-41.1%
中国	197.87	69.85	-64.7%
美国	34.39	32.53	-5.39%
俄罗斯	10.51	9.57	-8.89%
阿拉伯联合酋长国	10.68	9.51	-10.90%
沙特阿拉伯	9.43	9.24	-2.05%
土耳其	9.57	8.57	-10.45%

数据来源：东北证券，Goldhub

在疫情影响下，黄金作为工业材料的需求也降至新低。第一季度需求为 73.35 吨，同比下降 8.2%，为近三年来最大降幅。

投资性需求方面，金条、金币需求量自 2019 年起陷入低迷，2020 年第一季度降至 241.6 吨（同比-6.2%）。其中由于金币溢价更高、收藏投资价值更高且投机性强，西方散户投资者为避险大量购买金币，导致金币需求增至 76.9 吨（同比+36%）；而金条的价值与金条所含的黄金量大致相当，投机性大大弱于金币，受金价快速上涨的影响，金条需求降至 150.4 吨（同比-19%），抵消了对金币需求的猛增。

ETFs 投资需求的增长是黄金投资性需求增长的主要原因。在全球不确定性和金融市场动荡的情况下，黄金 ETF 的季度资金流入为四年来最高，2020 年第一季度增加 298 吨，这使得黄金 ETFs 全球持仓量达到了 3355 吨的新高。黄金 ETF 四月份在全球范围内均出现净流入，其中北美增加 144 吨，欧洲增加 20 吨，亚洲（主要在中国）增加 2.9 吨。

虽然一季度黄金消费性需求大幅减少，但投资性需求的增加不仅补上了缺口，且使总需求同比正增长。一季度出现了供小于求的“供给缺口”。供给缺口主要来源于以下三方面：1）统计残差；2）场外交易市场的需求；3）商品交易所库存和制造品（将金块打造为半成品或成品的第一步）库存的变化。

2020 年第一季度黄金供需缺口为 -11.58 吨，供给略小于需求。目前来看，黄金的消费性需求受疫情冲击最大，同比下降 34.9%，远远大于供给端 3.8%的降幅。在疫情得到有效控制，各国经济重启后，黄金供给和消费性需求均会逐渐恢复，虽然疫情对经济总需求的打压会长期存在，但消费性需求修复的空间仍然显著大于供给可以增加的空间。所以从供需情况来看，未来黄金供给缺口可能进一步扩大，有助于推动金价继续上行。

图 32: 今年一季度黄金出现供给缺口



数据来源: 东北证券, Wind

4. 实际利率有望继续下行且长期保持低位

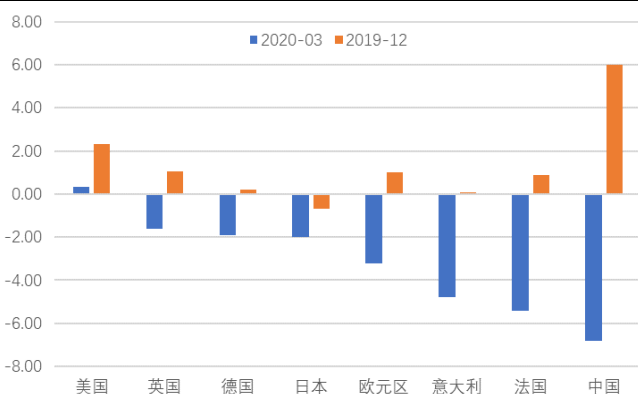
4.1. 各国名义利率将长期维持低位

4.1.1. 疫情后经济难有 V 型反转

新冠疫情对全球经济造成了巨大的冲击。与历史上历次经济大衰退不同的是, 以往的危机大都是局部的危机, 比如 2008 年金融危机主要集中在发达国家, 新兴经济体尤其是中国经济增长强劲, 托底全球增长。而本次疫情几乎席卷了世界上所有国家, 发达国家与新兴经济体无一幸免, 这决定了今年衰退的深度和广度是二战以来未有的。

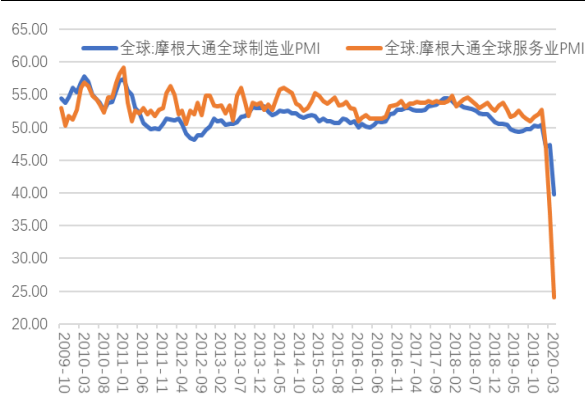
主要国家一季度经济大多负增长。美国一季度 GDP 同比增长 0.32%, 环比折年率下降 4.8%; 中国一季度 GDP 同比下降 6.8%; 英国、德国、日本、意大利、法国等国 GDP 均同比负增长。摩根大通全球制造业与服务业 PMI 均下滑至有数据记录以来的最低点。由于疫情爆发的时点不同, 主要经济体中除中国在二季度可能有明显回暖外, 其它国家二季度经济都将继续大幅下滑。

图 33: 主要国家一季度经济大多同比负增



数据来源: 东北证券, Wind

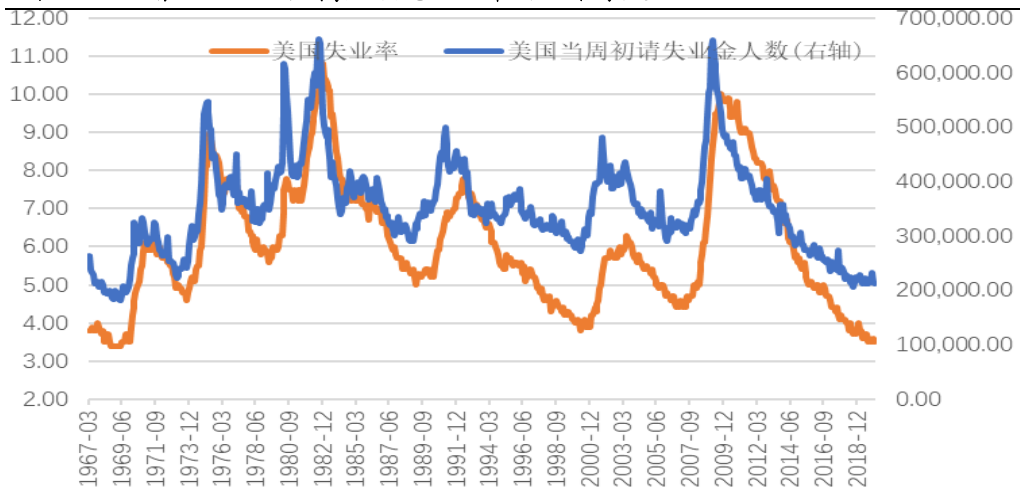
图 34: 全球制造业与服务业均下滑至历史低点



数据来源: 东北证券, Wind

美国 4 月失业率上升至 14.7%，为二战以来最高点。当周初请失业金人数与续请失业金人数都远远超过历史最高值，疫情对于美国就业市场的冲击迅速且猛烈。虽然初请失业金人数已经连续多周下滑，但历史经验表明其高点通常领先失业率高点约一个季度。4、5 月份是初请失业金人数的高点，所以我们认为 4 月失业率尚未达到最高水平，预计 5 月失业率将上升至 20% 以上，并且之后不会很快降低。

图 35: 初请失业金人数高点领先失业率约一个季度



数据来源: 东北证券, Wind

IMF 在 4 月 6 日发布的《世界经济展望》中预测，2020 年全球经济将较去年萎缩 3%。其中，发达国家将萎缩 6.1%，发展中国家萎缩 1%。而我们认为这一预测可能仍偏乐观。发展中国家来看，印度大概率无法达到所预期的 1.9% 的增速。印度至今仍在实施极其严格的封锁政策，对经济的打击远超预期。印度央行已经预计本财年经济负增长。而巴西等南美国家目前已经成为疫情新的“震中”，经济衰退程度也将超过 4 月初的预测。

图 36: IMF 预测今年世界经济将萎缩 3%

The COVID-19 pandemic will severely impact growth across all regions.

(real GDP, annual percent change)	PROJECTIONS		
	2019	2020	2021
World Output	2.9	-3.0	5.8
Advanced Economies	1.7	-6.1	4.5
United States	2.3	-5.9	4.7
Euro Area	1.2	-7.5	4.7
Germany	0.6	-7.0	5.2
France	1.3	-7.2	4.5
Italy	0.3	-9.1	4.8
Spain	2.0	-8.0	4.3
Japan	0.7	-5.2	3.0
United Kingdom	1.4	-6.5	4.0
Canada	1.6	-6.2	4.2
Other Advanced Economies	1.7	-4.6	4.5
Emerging Markets and Developing Economies	3.7	-1.0	6.6
Emerging and Developing Asia	5.5	1.0	8.5
China	6.1	1.2	9.2
India	4.2	1.9	7.4
ASEAN-5	4.8	-0.6	7.8
Emerging and Developing Europe	2.1	-5.2	4.2
Russia	1.3	-5.5	3.5
Latin America and the Caribbean	0.1	-5.2	3.4
Brazil	1.1	-5.3	2.9
Mexico	-0.1	-6.6	3.0
Middle East and Central Asia	1.2	-2.8	4.0
Saudi Arabia	0.3	-2.3	2.9
Sub-Saharan Africa	3.1	-1.6	4.1
Nigeria	2.2	-3.4	2.4
South Africa	0.2	-5.8	4.0
Low-Income Developing Countries	5.1	0.4	5.6

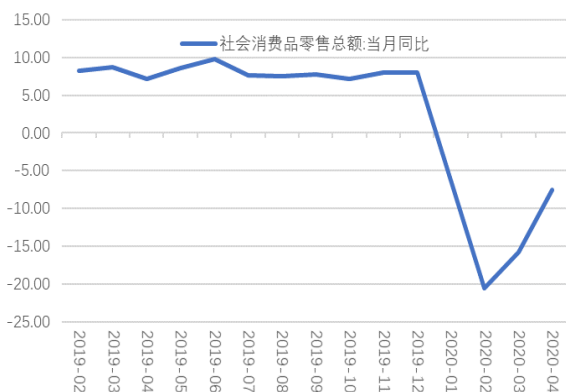
数据来源：东北证券，IMF

疫情不会持续存在，各国也随着疫情逐步得到控制而重启经济，那么未来经济是否会很快复苏，出现 V 型反转？我们认为经济难以很快复苏，疫情的冲击虽然短暂，但其影响将会持续很长时间。

第一，居民消费方面，“报复性反弹”不可期待，而疫情期间居民收入的缩水和消费意愿的降低则会产生更长期的影响。首先，虽然疫情造成的全球大封锁对消费的压制迅猛而短暂，但如同中国的经验一样，此前很多人期待的消费“报复性反弹”并没有随着经济活动的重启而到来。中国疫情在 2 月份达到顶峰，3 月份之后经济逐步重启，但消费恢复仍旧是相对缓慢的，4 月份社零同比下降 7.5%，近期高频数

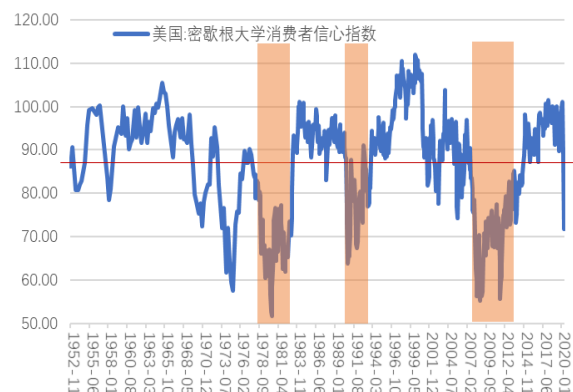
据来看，消费恢复到正常水平尚需时日，“报复性消费”并不存在。其次，疫情对居民就业和收入冲击巨大，如上文预测，美国失业率可能上升至 20%，这将造成社会整体收入严重缩水。海外各国就业问题较中国严重更多，未来消费所受到的冲击也会更大。再次，疫情尚未结束，未来经济前景和居民收入均存在较大不确定性，在此背景下居民消费意愿会进一步降低。此外，历史经验表明在经历了大型危机之后，居民的消费观念会发生一定转变，更倾向于增加储蓄、减少消费以应对可能到来的“黑天鹅”事件。密歇根大学消费者信心指数显示，在历次危机发生之后，消费者信心通常需要很多年才能恢复到正常水平。2008 年金融危机、90 年代银行业危机及七八十年代石油危机之后均是如此。

图 37: 中国经验显示“报复性消费”并不会来



数据来源：东北证券，Wind

图 38: 危机后居民消费意愿修复需要很多年



数据来源：东北证券，Wind

第二，企业投资和产能也难以很快修复。一方面，各国经济前景仍存在巨大的不确定性，企业投资意愿在较长时间内都难以恢复。另一方面，疫情导致全社会研发投入大幅降低，将在未来一段时间内影响社会生产力的提升。疫情爆发后，美国大学、政府实验室及商业机构中与疫情无关的科研项目被大量关停。相关研究表明，科研投资比实物投资对风险更加敏感，其它一些无形资产投资比如工人培训等也在疫情中停止，这些无形资产的投资减少，将对未来全社会生产力的提升产生较为长期的影响。

疫情对就业的冲击也将会在很长时间内存在。美国近期对疫情的相关学术研究中，Barrero et al. (2020) 指出，疫情会造成就业岗位的再分配。疫情使得居民生活和工作习惯发生变化。比如人们在学会如何不出门而在网上买所有需要的商品，即使疫情过后，很多人可能也会继续这一习惯。商务人员学会如何以更少的旅行来完成工作需要。国家之间的旅行限制达到空前的程度，而在未来即使逐步解封，在相当长的时间内也难以恢复疫情前的状态。这会导致社会经济结构发生一定变化因而造成结构性失业，而在就业再分配过程中，新工作岗位的再创造要滞后旧工作岗位的消失 1-2 年。根据 Barrero 等人的测算，在疫情中失业的群体，其中 42% 并不会在疫情之后恢复原职。Gregory et al. (2020) 的劳动力市场模型得到了相似的结果：疫情中 35% 的劳务关系中断将为永久性的，衰退将是“L”型而非“V”型。

经济较长期承压决定了全球各经济体名义利率在相当长的时间内都难以提升。零利率或负利率将为未来一段时间内的常态。

4.1.2. 政府的高杠杆率决定利率难以提升

为了对抗疫情的冲击，各国纷纷出台大量的财政刺激政策。主要国家政府杠杆率今年将出现史无前例的飙升。美国国会 3 月 27 日通过 CARES 法案，包含共计 2.2 万亿美元的财政刺激政策，占 GDP 比重达 10%；后来又进一步追加了 5000 亿美元的救援资金。日本首相 5 月 27 日表示两轮追加预算财政支出累计达 120 万亿日元，刺激计划规模总计达 230 万亿日元（约合 2.1 万亿美元）。欧洲各国也纷纷推出大规模财政政策。5 月 27 日欧盟委员会主席冯德莱恩正式向欧洲议会提交了一项总值达 7500 亿欧元的复苏计划。

各国超强力度的财政政策将大幅推升主权债务水平，目前普遍预计美国未偿还国债总额今年将达到 28 万亿美元，较去年增加 23%，这是二战以来的最大增幅，美国赤字率也将达到二战以来最高水平。这对政府偿债能力是巨大的考验。为了减轻还债压力，美国的利率水平将长期维持低位，这也是特朗普此前不断施压美联储降息、近期又呼吁负利率的根本原因之一。历史经验表明，在美国政府债务率较高的时期，利率水平都相对较低。政府杠杆易升难降，今年美国政府债务率再次飙升，预计在相当长的时间内都难有明显下降。其它国家的情况与美国类似，政府债务压力决定了主要经济体的利率水平都将长期维持低位。

图 39: 政府债务率高的时期利率水平都比较低



数据来源：东北证券，Wind

4.1.3. 各国央行明确表态将长期维持低利率

美联储主席鲍威尔在近期多个讲话中表示，美国经济面临着全新的高度不确定性，不仅难以预测卫生事件将如何发展，目前还不清楚美国工人和消费者在隔离措施解除后的反应。美国目前的经济状况很可能无法在新冠疫苗研制成功之前完全恢复。甚至有可能要一直持续到 2021 年底才能基本平复。美联储将继续“充分”使用各种工具，直到危机过去，经济复苏顺利进行。虽然鲍威尔明确表示不支持负利率，但其态度至少表明零利率将会维持相当长的时间，而且我们认为如果未来疫情二次

爆发、经济再度陷入衰退，则美联储实施负利率并非没有可能。

欧洲央行行长拉加德近期表示，欧元区经济今年可能会萎缩 8-12%，经济正在艰难地克服新冠病毒疫情的影响。欧央行 4 月 30 日货币政策会议纪要也显示，在将于 6 月 4 日举行的货币政策会议上，欧洲央行理事会将评估包括最新一期宏观经济预测等在内的信息，来判断刺激规模是否足够，若不及所需，则欧央行准备调整紧急购债计划及其他政策工具。欧央行态度也表明货币宽松的趋势不会改变，只会加码。

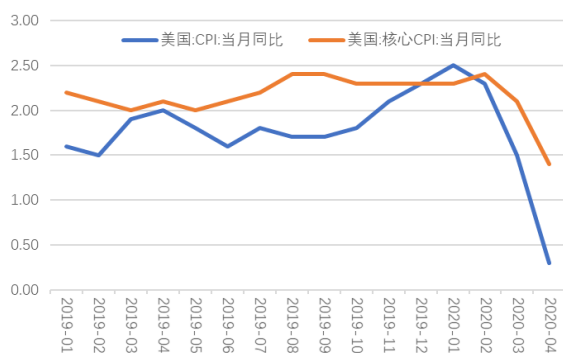
日本央行行长黑田东彦在 5 月 26 日表示，日本央行可能进一步采取措施来缓解新冠疫情对经济造成的冲击，即便东京已解除紧急状态，但他对经济前景的看法依然悲观。黑田东彦称，“日本央行可以进一步扩大放贷计划，下调利率，并加大对上市交易基金(ETF)的购买力度。如果有必要，甚至可以拿出一些新措施。”明确指出日本还有进一步降息可能。

美欧日三大央行均表示出对未来经济前景的悲观，也表明将了会长期维持低利率、宽货币政策的态度。

4.2. 通缩压力最大的时点已经过去

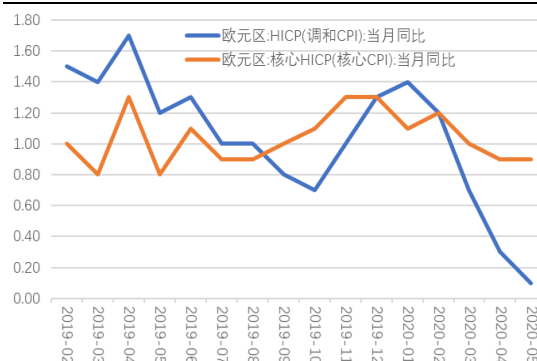
影响实际利率的另一大因素是通货膨胀率。疫情爆发以来，需求缩减叠加沙特与俄罗斯的石油价格战导致国际油价暴跌，进而引发各国通胀率大幅下行。通缩的压力也对黄金价格产生了压制。我们认为随着油价触底回升及货币政策史无前例的大放水，通缩压力将逐步缓解，尤其是 2021 年之后通胀问题将逐步显现，而黄金的抗通胀属性则会进一步凸显价值。

图 40: 疫情后美国通胀大幅下行



数据来源：东北证券，Wind

图 41: 疫情后欧元区通胀大幅下行

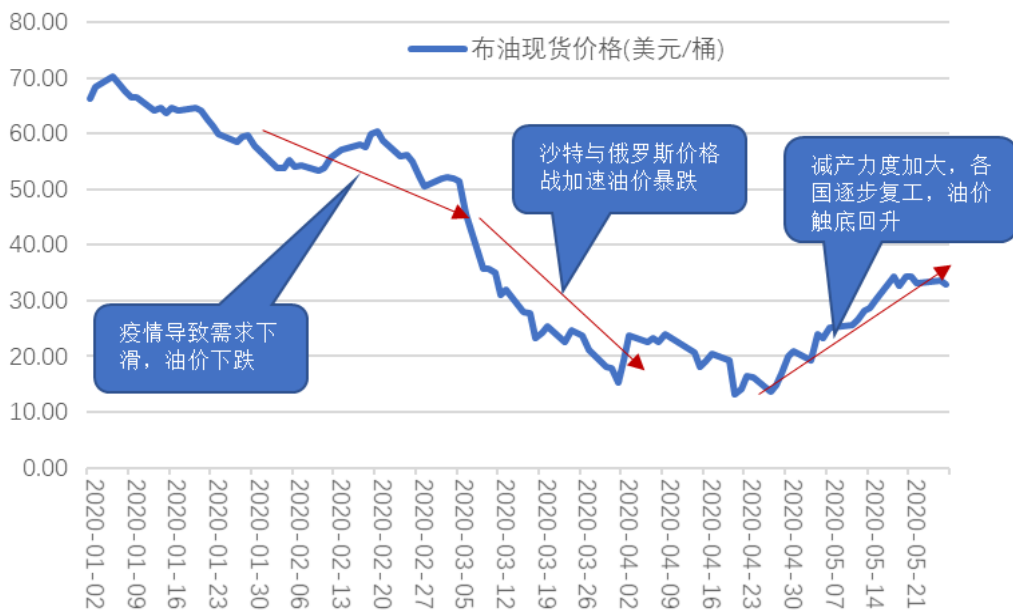


数据来源：东北证券，Wind

4.2.1. 油价正在逐步回升

年初以来，由于新冠疫情重创全球经济，导致原油需求大幅降低，油价一路下跌。3 月 6 日 OPEC+减产会议未能达成协议，随后沙特与俄罗斯展开石油价格战，油价断崖式暴跌。随后在 4 月份 OPEC+及美国经过多次谈判，不断加大减产力度，油价开始企稳回升。同时由于各国复工复产逐步推进，原油需求未来继续下降的概率不大。总体上我们认为油价再度出现像 3 月份一样暴跌的可能性很小，未来大概率为震荡上行。

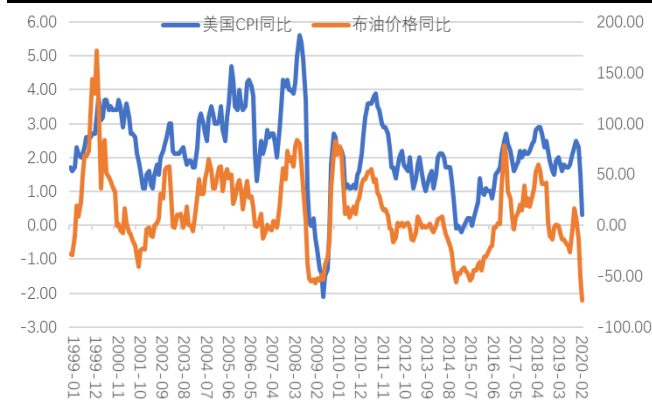
图 42: 油价暴跌后回升



数据来源：东北证券，Wind

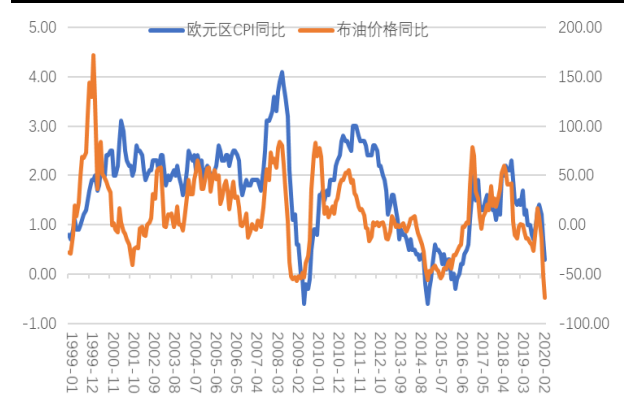
油价是决定通胀水平的关键。由于石油是众多工业品和消费品的核心原料，油价的涨跌会影响众多商品的价格，与整体通货膨胀的相关性非常高。尤其是对于美欧等发达国家，汽车普及率很高，油价更是决定通货膨胀的核心因素。历史经验来看，美国和欧洲 CPI 水平与油价的走势基本一致。4 月份美欧通胀大幅下行，主要原因就是油价的下跌，而未来随着油价企稳回升，通缩的压力也会逐步缓解。

图 43: 美国 CPI 和油价同比走势基本一致



数据来源：东北证券，Wind

图 44: 欧元区 CPI 和油价同比走势基本一致



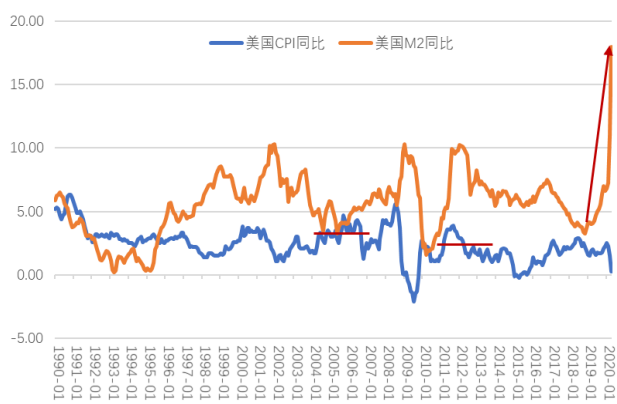
数据来源：东北证券，Wind

4.2.2. 大放水之后通胀中枢会有抬升

疫情以来，美联储实施了史无前例的宽松政策，货币发行量直线上升。3 月和 4 月 M2 同比增速分别同比上升 10.97% 和 17.99%。历史经验来看，M2 同比领先于通货膨胀率半年到一年。从美国国债存量来看，国债总额增速领先于 CPI 增速 2~3 年。上文已经提到，预计今年美国国债存量将出现二战以来最大幅度的上升，未来美国也将面临较大的通胀压力。在互联网泡沫破裂和 2008 年金融危机之后的货币政策

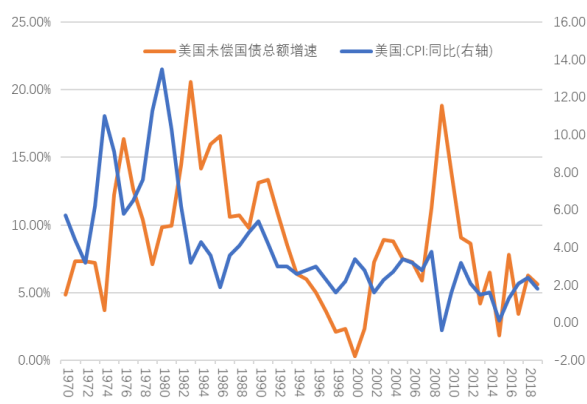
大放水之后 1-2 年，美国通胀水平中枢都有所抬升。我们认为今年年内由于油价暴跌导致的通缩压力会逐步缓解，而 2021 年及 2022 年的通胀压力则会凸显。

图 45: 美国 M2 领先通胀率半年到一年



数据来源：东北证券，Wind

图 46: 美国国债总额增速领先通胀率 2~3 年



数据来源：东北证券，Wind

综上所述，主要经济体、尤其是美国的名义利率预计将长期处于低位，而通胀率则有回升趋势，明年和后年通胀压力将较大。美国实际利率将继续下行并将长期处于低位，这是支撑黄金价格的最根本因素。

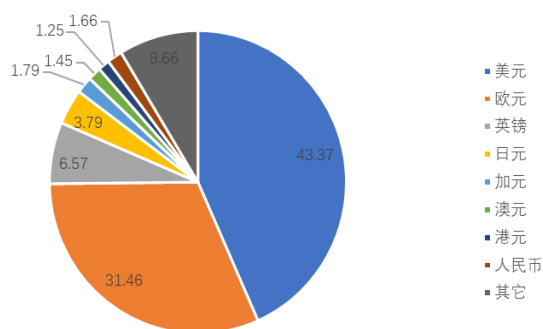
5. 美元信用削弱，黄金储备价值凸显

5.1. 美国财政赤字飙升将削弱美元信用

美元信用的强弱与黄金价格呈现反向关系。美元是世界上核心储备货币，达利欧指出美元占国际交易的 55%，欧元占国际交易的 25%。根据 Swift 的最新数据，美元在国际支付中的市场份额为 43.37%，欧元为 31.46%。储备货币的地位给美国带来了巨大的优势，可以认为美国没有主权债务违约的风险。但是美国的债务增长、货币超发及经常账户的失衡仍然会削弱美元储备货币的地位。2011 年标普下调美国国债评级至“AA+”级，就反映出金融危机之后美联储大水漫灌对美元信用的损害。

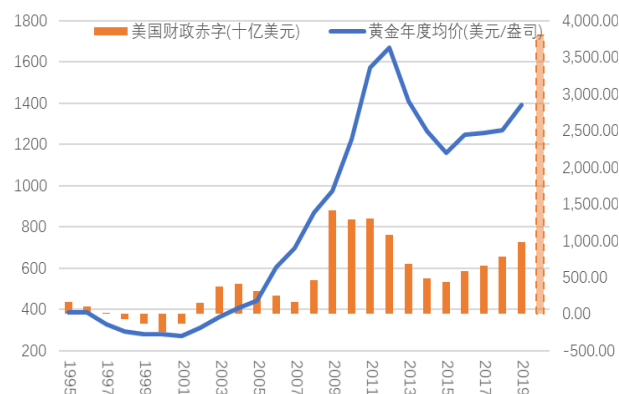
自 90 年代以来，黄金价格的走势与美国赤字规模高度吻合，背后的原理就是美国财政赤字影响政府信用。赤字规模越大，美国实行财政货币化、进一步放水的概率就越大，而黄金作为对抗通胀及货币贬值的资产优势凸显。美国跨党派的公共政策机构 CRFB 预计，今年美国赤字规模可能达到 3.8 万亿，是此前历年规模的 4 倍左右，赤字率的飙升为黄金价格提供了很强的支撑。

图 47: 美国目前仍为国际支付主导货币



数据来源: 东北证券, Wind

图 48: 美国财政赤字将出现大幅飙升



数据来源: 东北证券, Wind, CRFB

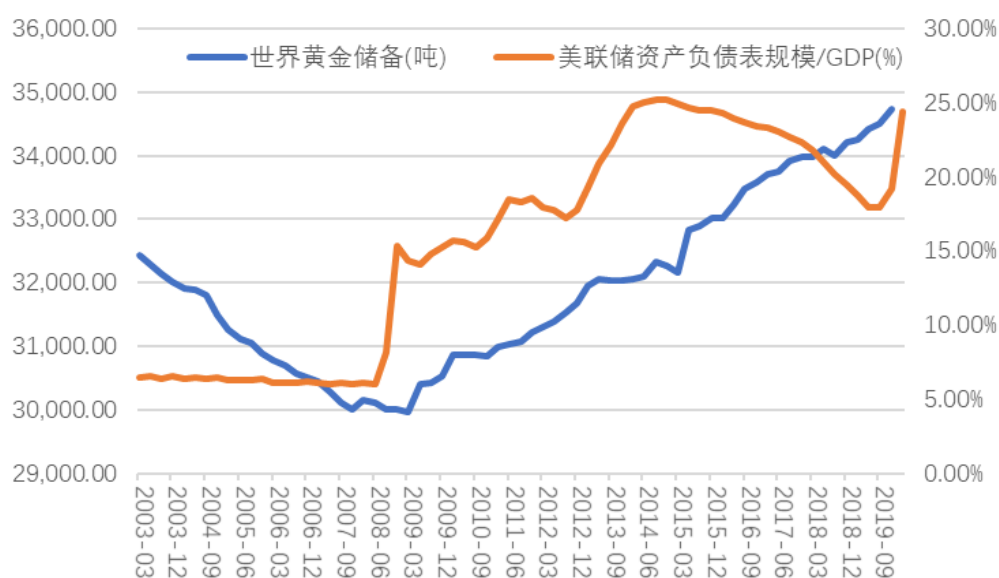
5.2. 各国黄金储备随着美联储资产负债表的扩张而上升

美元与黄金为各国外汇储备的两个最重要组成部分。当美元信用受损时，很多央行会转而购买黄金。在布雷顿森林体系崩溃之后，黄金储备货币的地位相应削弱，全球央行开始了近 40 年的黄金抛售，世界黄金储备量持续下降。而在 2008 年之后，随着美联储资产负债表迅速扩张，美元的储备货币地位越来越受到怀疑，全球央行黄金储备也出现了根本性拐点，从 2008 年开始黄金储备量一路上行，“金本位”崩溃多年后黄金再次受到各国央行的青睐。此外，人民币、中国数字货币或其它数字货币也可起到一定储备货币的作用。

3 月 30 日，全球黄金最大买家俄罗斯央行宣布将停止购买黄金，但我们认为这并非代表主要央行对黄金的态度发生扭转。俄罗斯此前一直在实施“去美元化”的行动，时至今日俄罗斯拥有的美元储备已经很少，基本完成了多种外储资产的分散配置。油价大跌之后俄罗斯财政收入和整体收入都受到较大影响，此时暂停购买黄金是合理的选择，并不是因为黄金的基本面发生了变化。

目前美联储资产负债表已经突破 7 万亿美元，较年初扩张了 70%。美联储无限量 QE 尚无退出计划，根据其最新表态，未来还将有进一步的货币政策工具以支持实体经济，美联储资产负债表将继续高速扩张。我们认为未来各国央行的黄金储备需求将进一步增强，支撑金价上行。

图 49: 各国黄金储备随着美联储资产负债表的扩张而上升



数据来源: 东北证券, Wind

6. 黄金的避险需求仍然较强

6.1. 中美摩擦及产业链受阻的风险

疫情的爆发没有给全球各国带来同仇敌忾、共同抗疫的团结一致,反而在民粹主义盛行的大背景下,以美国为代表的一些国家因为疫情起源问题而攻击中国。同时疫情爆发后一些国家尤其是中国的进出口受阻导致全球产业链受到了很大影响,这引起了一些国家的警惕,产业链“去中国化”的思潮兴起。美国和日本官员都表示支持在中国的制造业回流到本国,并声称将支付“搬家费”。去全球化的趋势在疫情爆发后延续,甚至较此前中美经贸摩擦阶段更加明显。

疫情爆发之后,各国进出口贸易都受到了非常大的影响,中国也不例外。因此中美第一阶段协议中的中国进口承诺也推进缓慢,特朗普对此表达了不满。我们按照美国海关的统计口径,统计了中国对美国进口承诺中商品贸易所有分项的数据。按照中美第一阶段协议,在商品贸易中,2020年中国需在制成品、农产品和能源产品三个领域,较2017年进口金额分别增加329亿美元、125亿美元和185亿美元。相当于分别增加77.37%、43.33%和244.24%。而截至今年一季度,三个领域中国进口增幅分别为-8.01%、-58.17%和-74.21%,与目标相差巨大。

表 2: 中国对美进口情况

	分项目录	2020 年前三个月进口金额 (单位: 十亿美元)	前三个月与 2017 年同期相比增幅	今年需要达到的增幅
一、制成品		9.21	-8.01%	77.37%
1	工业机械	2.50	-4.77%	
2	电气设备和机械	1.08	4.14%	
3	药品	0.66	59.22%	
4	飞机 (订单及交付)	0.00	0%	
5	汽车	1.05	-55.59%	
	光学设备和医疗设备	0.81	13.72%	
6	备			
7	钢材	0.09	-70.39%	
8	其他制成品	3.02	18.11%	
二、农产品		3.06	-58.17%	43.33%
9	油料种子	1.03	-68.78%	
10	肉类	0.73	424.95%	
11	谷物	0.12	-67.42%	
12	棉花	0.29	-31.06%	
13	其他农产品	0.77	-32.84%	
14	水海产品	0.13	-41.68%	
三、能源产品		0.43	-74.21%	244.24%
15	液化天然气	0.06	-17.82%	
16	原油	0.18	-77.18%	
17	石化产品	0.14	-80.08%	
18	煤炭	0.05	-46.48%	

数据来源: 东北证券, USITC

虽然疫情背景下中国完成承诺存在客观的不可抗力,但是对于特朗普而言这确实一个攻击中国进而转移国内矛盾的借口。民调机构 Morning Consult 提出了一个关于中国是否应该对美国新冠疫情现状负责的问题,调查结果显示 73% 的美国成年人认为,中国政府至少在当前的死亡承担一些责任。其它多项民调也显示美国国内从上层到平民,都对中持非常敌视的态度 (详见《特朗普仍将大概率连任——海外宏观周度观察 (2020 年第 20 周)》)。所以特朗普攻击中国能够赢得民众支持同时转移国内对其抗疫不力的关注。因此,近期美国频繁就疫情、香港问题、台湾问题等方面挑起争端,中美关系再度恶化。

我们认为美日等国“产业链回流”的计划未必能够实现,但去全球化的趋势将会延续。同时中美关系未来存在继续恶化的可能性,这都将造成世界经济和政治的不稳定。作为避险资产的黄金具有配置价值。

6.2. 疫情二次爆发的风险仍存

今年新冠疫情在全球大流行,但各地区之间存在明显的先后顺序。疫情的第一阶段爆发在中国,第二阶段转移至欧洲,第三阶段中美国成为“震中”,目前处于疫情传播的第四阶段,病毒在以巴西为代表的新兴经济体迅速传播。

疫情带来了全球各国大封锁，但由此造成的经济代价是各国均难以承受的，所以各国政府在疫情初步得到控制之后纷纷重启经济。值得注意的是，除了中国重启经济时新增病例已经降到很低水平以外，其它大多数国家推进复工复产时新增病例依然较多。例如美国目前新增病例仍在每日 2 万人以上，但各州大多已经重新开放经济，这将给未来疫情防控带来较大的不确定。

亚洲方面，5 月 28 日，韩国在 24 小时内报告了 79 例新增病例，这是近两个月以来记录的最高数字。这些感染病例都靠近人口稠密的地区。学生刚返回学校上课，但这次发现新增后，韩国 200 多家学校又重回在线教学。5 月 25 日，日本全境解除紧急状态。日本自解除紧急状态后，南部地区的感染人数略有上升。

欧洲方面，德国在解封后疫情反弹，多地暴发集体感染，据德国媒体 28 日报道，法兰克福市一所教堂 5 月 10 日的一场礼拜活动已导致约 200 人集体感染。

在美洲，据路透社报道，美国有 20 个州新增新冠肺炎确诊病例数和前几周相比都出现了反弹。在 20 个州中，南卡罗来纳州上周新增确诊病例大幅增长 42%，创下该州疫情暴发以来单周数据新高。亚拉巴马州、密苏里州、北卡罗来纳州上周新增确诊病例数也分别上升 28%、27%、26%。

疫情新的“震中”巴西未能采取很有效的防疫措施。巴西是联邦制国家，州政府在经济政策和外交事务上均有较强的独立性和自主权，因此各州市有权自行决定防疫措施。疫情爆发后，总统博索纳罗与巴西各州政府不同的政治诉求导致了双方在防疫政策上产生冲突，从而使疫情未能得到有效控制。巴西总统博索纳罗为了争取连任，次鼓励民众违反州政府隔离政策，积极复工复产，以促进经济恢复，从而挽救他下行的支持率。而州政府需顺应民意，提升民生，与总统博索纳罗存在利益分歧。巴西总统的政治诉求与当前美国特朗普很相似，而巴西病毒检测能力远远不及美国，贸然复工的后果可能导致巴西的病毒传播更为严重。

当前各国疫情尚未得到完全控制，而复工复产之后部分国家和地区已经出现了疫情的反复。我们认为未来尤其是秋季之后，疫情再度爆发的可能性仍然存在。如果疫情再度爆发，将对全球经济造成巨大的打击甚至引发经济较长期的萧条。而黄金的避险价值则能够凸显。

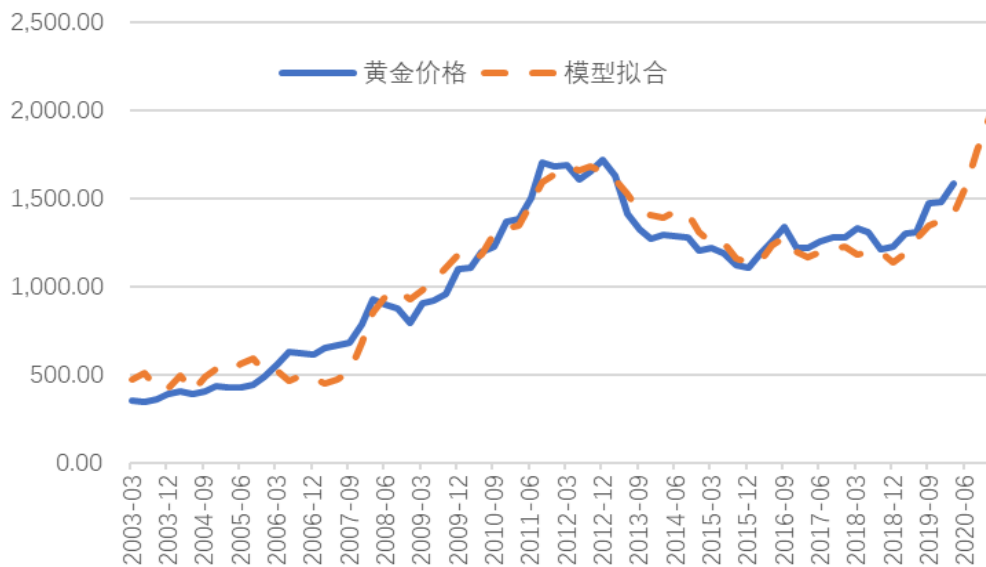
7. 金价年内有望逼近 2000 美元/盎司

综合以上判断，我们选取美国 10 年期国债收益率、油价、联邦政府赤字、美联储资产负债表/GDP、政策不确定指数几个指标来构建模型，分别来衡量名义利率、通胀率、美元信用和避险需求。选取 2003 年至今的数据来拟合参数。模型的结果回溯来看，在 2009 年之前与真实数据偶尔偏差较大，在 2009 年之后最大误差为 10% 左右。拟合优度为 0.94。

我们假设到年底美联储资产负债表规模比现在再增加一万亿；美国经济二季度环比折年率下降接近 30% 而后明显反弹；鉴于联邦利率期货显示明年年中美元利率可能

继续降低，我们假设 10 年期国债收益率年内维持当前水平（0.7%左右），明年再有小幅度下降，二季度最低降至 0.5%；假设油价至明年一季度能逐步回升至 45 美元/桶；假设财政赤字符合 CRFB 预期；政策不确定性指数在二、三季度达到高点而后下降。以这些假设为前提，则黄金价格今年将会突破 2011 年高点，逼近 2000 美元/盎司，黄金牛市未完待续。

图 50：黄金价格模型拟合及预测



数据来源：东北证券测算

8. 金价下跌的风险因素

根据我们的分析和模型结果，黄金价格有望在今年下半年和明年保持继续上涨的趋势。但是以下几个风险因素将导致我们的模型失效，金价出现下跌风险：

第一，美联储的态度发生转变。历史经验来看，此前两轮黄金牛市的终点触发因素都是美联储态度发生转变，货币政策取向出现转折。目前来看美联储仍在继续放水支持实体经济，但若一旦经济形势出现好转，美联储提前收紧货币，则黄金牛市将提前结束。

第二，疫情控制情况好于预期或疫苗提前上市。目前黄金的一大避险需求取决于疫情的发展情况。如果疫情控制情况较好或疫苗提前大规模上市消除病毒再次传播的风险，则黄金的避险需求会大大降低，利空金价。

第三，通胀水平不及预期。如果未来油价再度出现黑天鹅而大跌或修复速度大幅低于预期，则可能影响全球通胀进而拖累黄金价格。

风险提示：美联储提前收紧货币；疫情控制好于预期或疫苗提前上市；油价再度大跌。

分析师简介:

沈新风: 东北证券首席宏观分析师, 上海财经大学经济学博士。出版两部学术译著《内部流动性与外部流动性》(诺贝尔经济学奖得主梯若尔、霍姆斯特罗姆合著)和《行为经济学教程》。独立论文《内生家庭谈判力与婚姻匹配》发表于《经济学(季刊)》, 曾担任该刊匿名审稿人。多次在《中国证券报》、《经济参考报》、《金融市场研究》等主流金融媒体发表评论文章, 观点常被国内外主流媒体引用。华尔街见闻、陆想汇、今日头条等媒体专栏作者。

尤春野: 美国约翰霍普金斯大学金融学硕士, 北京大学理学学士, 经济学双学士, 现任东北证券宏观组研究助理。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

曹哲亮: 北京大学金融学硕士, 武汉大学数理金融本科, 现任东北证券宏观组研究人员。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

刘星辰: 上海财经大学数量金融硕士, 上海财经大学数学本科, 现任东北证券宏观组研究人员。曾任职于首席经济学家论坛做宏观经济研究, 2020年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn