

报告日期：2020年02月24日

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

分析师：徐颖 S1070519120001

☎ 021-31829701

✉ yingxu@cgws.com

相关报告

<<新冠疫情对宏观经济的影响分析>>

2020-02-10

<<进出口均超预期回暖>> 2020-01-14

<<绿池朱华>> 2019-12-18

疫情之下再论黄金看多逻辑

——近期金价走势分析

结论

近期国际市场黄金价格快速上涨，已经站上 1650 美元/盎司。今年以来金价的走向大体符合我们在去年 12 月中旬发表的《2020 年黄金价格展望》报告中的推演。我们当时估计 2020 年全年金价的涨幅约为 20%-30% 左右，有可能突破上一轮金价约 1870 美元/盎司左右的高点，创历史新高，并且 2019 年 12 月中旬确实是一个较好的做多黄金窗口。我们认为当时的分析逻辑仍然适用，但疫情很可能加速金价的上涨。目前海外新冠病毒确诊病例不断增多，加剧了市场对于全球经济下滑的担忧。美国实际利率下行，劳动生产率短期难以大幅改进，以贸易摩擦为代表的逆全球化过程中潜在的全球风险事件因素，都将利多黄金价格。短期金价的走势，将受到海外新冠病毒扩散进程的影响。

要点

- 近期国际市场黄金价格快速上涨，主要是由于市场对于新冠病毒在全球传播风险上升的担忧。
- 海外新冠病毒确诊病例不断增多，加剧了市场对于全球经济下滑的担忧。美国实际利率下行，劳动生产率短期难以大幅改进，以贸易摩擦为代表的逆全球化过程中潜在的全球风险因素长期存在，都将利多黄金。
- 我们去年 12 月中旬发表的《2020 年黄金价格展望》报告中估计 2020 年全年金价的涨幅约为 20%-30% 左右，有可能突破上一轮金价约 1870 美元/盎司左右的高点，创历史新高，并且 2019 年 12 月中旬确实是一个较好的做多黄金窗口。我们认为当时的分析逻辑仍然适用，但疫情很可能加速金价的上涨。
- 以中国的防疫模式作为时间维度的分析参考，如果日韩等国家按照中国模式防疫的假设下，金价可能在一个月内冲高后短期横盘震荡。但是如果这期间海外其他国家也爆发了疫情并迅速传播，尤其是在美国和欧洲的重要经济体，造成全球性的病毒大爆发，那么短期内金价就可能连续快速上行。
- 目前新加坡的疫情数据似乎说明气温上升能较大程度抑制病毒传播。但如果日韩的气温要达到新加坡那样平均气温 26-33 摄氏度，时间要等到 5、6 月份。这之前，如果防疫措施不力，病毒存在全球大范围传播的风险。从黄金的角度而言，在这种情境下，5 月份之前金价就很可能创历史新高。
- 风险提示：海外疫情进展超预期，相关药物与治疗方法研发超预期，美联储货币政策超预期

目录

1. 近期金价快速上涨.....	4
2. 新冠病毒在全球传播风险加大.....	5
2.1 海外新冠病毒确诊病例不断增多.....	5
2.2 美国实际利率下行.....	6
3. 黄金看多逻辑依然适用.....	8
3.1 黄金价格研究框架.....	8
3.2 黄金看多逻辑仍然适用.....	9
4. 短期金价走势取决于海外疫情进展.....	11
4.1 假如以中国的防疫模式作为时间维度的参考.....	11
4.2 关注以新加坡为代表的高气温地区的疫情数据.....	13

图表目录

图 1: COMEX 黄金与伦敦现货金.....	4
图 2: 韩国、日本、新加坡、美国、意大利的累计确诊病例数.....	5
图 3: 十年期美债收益率、美国实际利率、COMEX 黄金.....	7
图 4: Markit 制造业 PMI, 服务业 PMI, 私人非农员工工资指数同比.....	8
图 5: 黄金价格研究框架.....	9
图 6: 美国国会预算办公室预测劳动生产率增速将会在 2020 年后小幅下降.....	10
图 7: 欧洲主要国家与日本的负利率.....	10
图 8: 全国累计确诊、当日新增确诊、当日新增治愈病例数.....	12
图 9: 全国累计确诊病例数, COMEX 金价.....	12
图 10: CFTC 持仓数据.....	13
图 10: 新加坡累计确诊、当日新增确诊病例数.....	14

表 1: 2020 年 2 月 23 日 WHO 统计全球除中国以外其他国家与地区新冠病毒确诊情况..	6
---	---

1. 近期金价快速上涨

图 1: COMEX 黄金与伦敦现货金



资料来源: Wind, 长城证券研究所

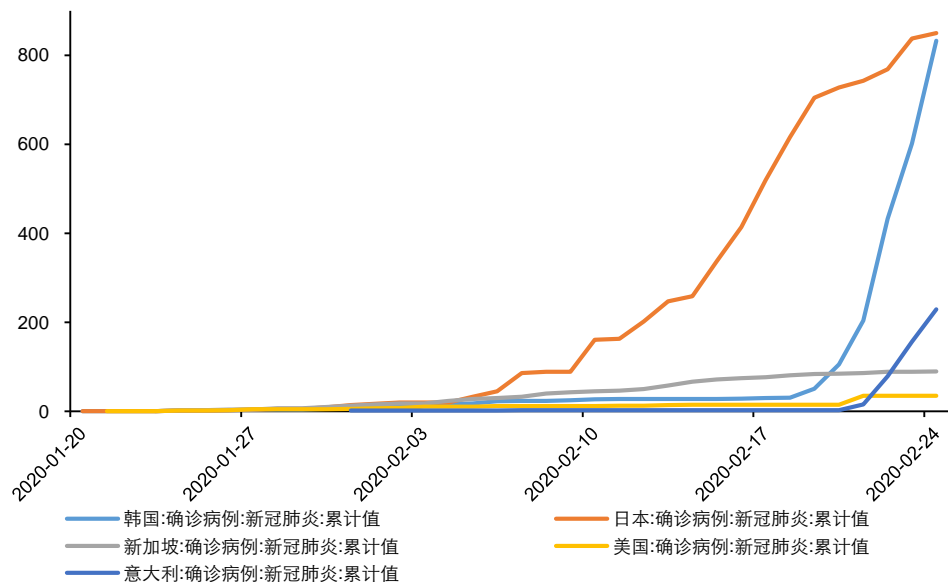
近期国际市场黄金价格快速上涨,已经站上 1650 美元/盎司。今年以来金价的走向大体符合我们在去年 12 月中旬发表的《2020 年黄金价格展望》报告中的推演。我们当时估计 2020 年全年金价的涨幅约为 20%-30%左右,有可能突破上一轮金价约 1870 美元/盎司左右的高点,创历史新高,并且 2019 年 12 月中旬确实是一个较好的做多黄金窗口。我们认为当时的逻辑推演和结论仍然适用。目前海外新冠病毒确诊病例不断增多,加剧了市场对于全球经济下滑的担忧,避险情绪利多黄金。

2. 新冠病毒在全球传播风险加大

2.1 海外新冠病毒确诊病例不断增多

根据 WHO 数据显示，新冠病毒在全球其他国家的确诊病例不断增多。截至 2 月 23 日，全球除中国以外其他国家与地区已经报道确诊病例数 1769 人，其中韩国 602 人，日本 132 人（钻石公主号 634 人），新加坡 89 人，意大利 76 人，美国 35 人。不仅如此，报道显示，在部分国家与地区，新冠病毒已经存在社区传播的现象，韩国、日本、意大利等国家的感染人数开始表现出快速上升的势头。2 月 23 日，韩国政府宣布，将新冠肺炎疫情警戒升至“最严重级别”，意大利政府已经对北部 11 个行政区实行封锁管理。新冠病毒疫情存在全球传播风险加大。

图 2: 韩国、日本、新加坡、美国、意大利的累计确诊病例数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

表 1: 2020 年 2 月 23 日 WHO 统计全球除中国以外其他国家与地区新冠病毒确诊情况

Country/Territory/Area	Confirmed* cases (new)	Likely place of exposure†			Total cases with site of transmission under investigation (new)	Total deaths (new)
		China (new)	Outside reporting country and outside China (new)	In reporting country (new)		
Western Pacific Region						
Republic of Korea	602 (256)	13 (0)	4 (0)	353 (65)	232 (191)	5 (3)
Japan	132 (27)	28 (0)	5 (0)	92 (24)	7 (3)	1 (0)
Singapore	89 (3)	24 (1)	0 (0)	58 (2)	7 (0)	0 (0)
Australia	22 (1)	12 (0)	7 (1)	3 (0)	0 (0)	0 (0)
Malaysia	22 (0)	17 (0)	1 (0)	2 (0)	2 (0)	0 (0)
Viet Nam	16 (0)	8 (0)	0 (0)	8 (0)	0 (0)	0 (0)
Philippines	3 (0)	3 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (0)
Cambodia	1 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
South-East Asia Region						
Thailand	35 (0)	23 (0)	0 (0)	5 (0)	7 (0)	0 (0)
India	3 (0)	3 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Nepal	1 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Sri Lanka	1 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Region of the Americas						
United States of America	35 (0)	14 (0)	18 (0)	2 (0)	1 (0)	0 (0)
Canada	9 (1)	7 (0)	1 (1)	0 (0)	1 (0)	0 (0)
European Region						
Italy	76 (67)	3 (0)	0 (0)	9 (3)	64 (64)	2 (2)
Germany	16 (0)	2 (0)	0 (0)	14 (0)	0 (0)	0 (0)
France	12 (0)	5 (0)	0 (0)	7 (0)	0 (0)	1 (0)
The United Kingdom	9 (0)	2 (0)	6 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)
Russian Federation	2 (0)	2 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Spain	2 (0)	0 (0)	2 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Belgium	1 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Finland	1 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Israel	1 (0)	0 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Sweden	1 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Eastern Mediterranean Region						
Iran (Islamic Republic of)	28 (10)	0 (0)	0 (0)	18 (0)	10 (10)	5 (1)
United Arab Emirates	13 (2)	6 (0)	2 (2)	5 (0)	0 (0)	0 (0)
Egypt	1 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)
Lebanon	1 (0)	0 (0)	1 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Subtotal for all regions	1135 (367)	178 (1)	48 (4)	578 (94)	331 (268)	15 (6)
International conveyance† (Diamond Princess)	634 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	634 (0)	2 (0)
Grand total	1769 (367)	178 (1)	48 (4)	578 (94)	965 (268)	17 (6)

资料来源: WHO, 长城证券研究所

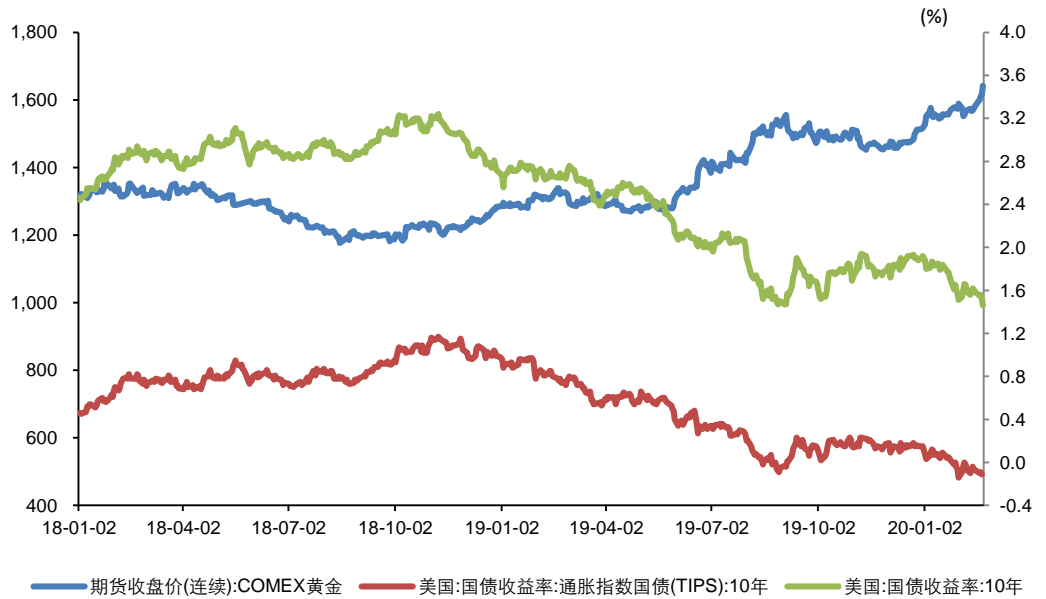
2.2 美国实际利率下行

新冠病毒在海外扩散的风险, 引发了市场对于全球经济下行的担忧。同时, 近期美国公布的 2 月 Markit 服务业 PMI 大幅不及预期, 加剧了市场的担忧情绪, 美债名义利率带动美国实际利率快速下行。

我们认为, 从经济周期的角度, 美国已经处于 08 年以来本轮经济复苏的末端。去年长时间存在的美债收益率曲线倒挂已经预示美国经济周期下行的信号。同时, 2019 年以来居

民工资收入增速持续下滑，抑制了未来消费需求，拖累美国经济增长。从内生性增长动能趋弱以及薪资增速持续下滑等因素评估，美国经济存在进入放缓的风险。美国对华实施贸易保护也将损害美国的经济增长。近期公布的2月Markit服务业PMI为49.4，四年来首次跌入萎缩区间，美国经济步入下行趋势的担忧进一步被证实。目前看来，在全球经济低迷的背景之下，美国经济也无法独善其身，新冠病毒疫情的出现，将加速美国经济进入下行的进程，美国实际利率可能被进一步拉低。

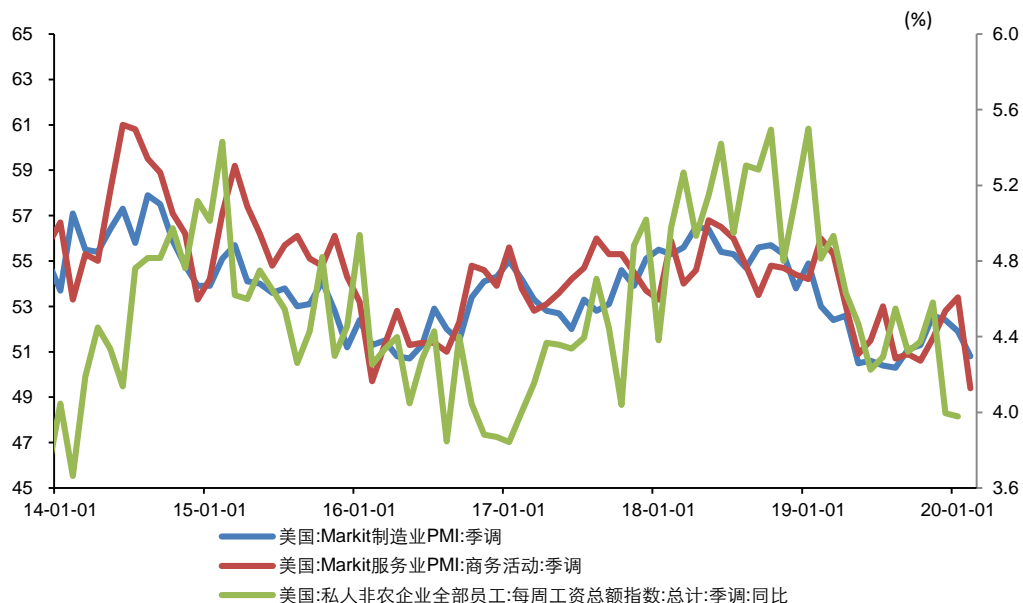
图 3: 十年期美债收益率、美国实际利率、COMEX 黄金



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2月21日，美国2月Markit综合PMI（采购经理人指数）发布，初值为49.6，弱于1月前值53.3，跌入萎缩区间并创2013年10月以来最低。其中，美国2月Markit服务业PMI初值为49.4，弱于预期和前值的53.4，是四年来首次跌入萎缩区间，与综合指数同创76个月最低。

图 4: Markit 制造业 PMI, 服务业 PMI, 私人非农员工工资指数同比



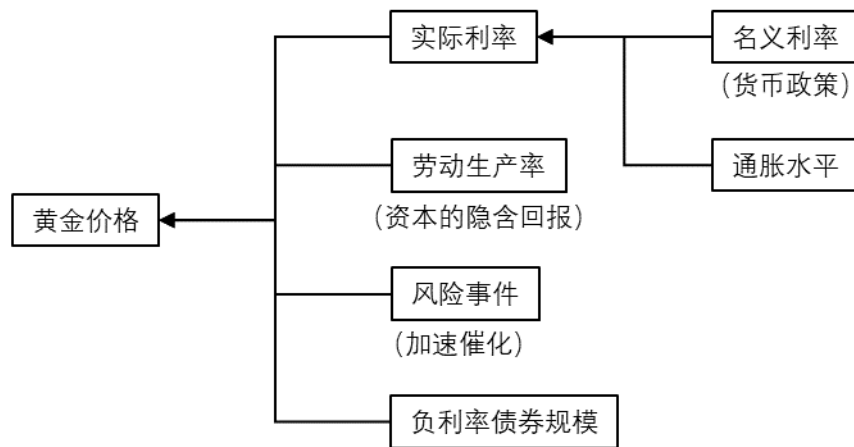
资料来源: Wind, 长城证券研究所

3. 黄金看多逻辑依然适用

3.1 黄金价格研究框架

我们通过历史复盘总结出, 影响金价的主要因素, 主要包括: 美国实际利率, 劳动生产率, 全球负利率债券的规模, 全球风险性事件等。其中, 美国实际利率与劳动生产率变化与黄金价格成负相关关系, 尤其是美国实际利率与金价的相关系数高达-0.8 以上。劳动生产率变化代表的科技进步, 将提升投资收益率, 在历史上与黄金价格成反向相关关系, 但劳动生产率的变化较为缓慢, 受到研发投入、技术储备、政策支持等因素影响。2015 年以来, 全球负利率债券的规模与黄金价格形成了惊人的同步。全球风险性事件因素将激发黄金的避险需求, 风险性事件因素在金价的趋势性行情中起到了加速催化的作用。具体的分析与历史复盘请看我们之前的报告:《黄金研究框架与历史复盘——黄金研究系列 1》。

图 5: 黄金价格研究框架



资料来源: Wind, 长城证券研究所

3.2 黄金看多逻辑仍然适用

我们认为，我们在去年 12 月中旬发表的《2020 年黄金价格展望》报告中的看多逻辑仍然适用。我们当时估计 2020 年全年金价的涨幅约为 20%-30% 左右，有可能突破上一轮金价约 1870 美元/盎司左右的高点，创历史新高，并且 2019 年 12 月中旬确实是一个较好的做多黄金窗口。目前新冠疫情的出现，很可能加速金价的上涨趋势，甚至加快实现金价历史新高。

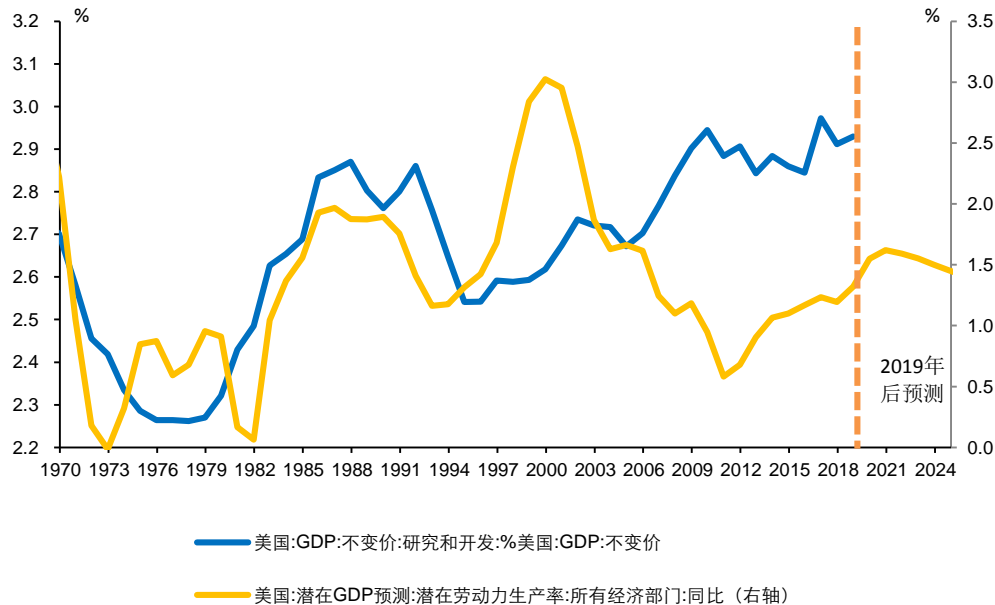
一方面，当前新冠病毒在海外的传播，加剧了全球经济下行的风险。从中国的防疫经验来看，封锁部分地区切断病毒传播途径、严格排查与隔离、部分停工停课等手段虽然能有效阻止病毒传播，但是对于经济增长将造成较大损失。保守估计，仅 2020 年春节期间，受疫情冲击最大的三个行业，电影票房 70 亿(市场预测)+餐饮零售 5000 亿(假设腰斩)+旅游市场 5000 亿(完全冻结)，就将直接经济损失就超过 1 万亿，占 2019 年一季度 GDP 21.8 万亿的 4.6%。

另一方面，我们在上文中已经讨论，美国已经处于 2008 年以来本轮经济复苏的末端，经济数据显现出下行态势，新冠病毒疫情的出现，将加速美国经济进入下行的进程，美国实际利率可能被进一步拉低。

从美国劳动生产率的角度，随着税改效应逐渐消退，企业通常在大选年选择谨慎投资以应对短期经济政策的预期不稳。我们预计在中美贸易争端与美国经济增速放缓的背景下，劳动生产率会受到负面影响，短期难以大幅改进，将利好金价上行。

根据美国国会预算办公室对于潜在劳动生产率的预测，2017 年美国税改的红利将在 2020 年耗尽，贸易额的下降将会引发产业链的萎缩与转移，对美国本土就业产生负面影响，未来 5 年内劳动生产率增速将会在 2020 年迎来拐点并随后小幅下降。

图 6: 美国国会预算办公室预测劳动生产率增速将会在 2020 年后小幅下降



资料来源: Wind, 长城证券研究所

从负利率债券规模的角度, 我们认为全球经济增速放缓将导致欧洲和日本可能长期保持负利率政策。在这样的背景下, 我们预计全球的下行经济预期叠加负利率政策的持续将全面拉低全球债券收益率, 扩大负利率债券的规模, 利好黄金价格。

图 7: 欧洲主要国家与日本的负利率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

从风险因素的角度,中美贸易摩擦作为此前影响金价的重要风险因素仍未消除。并且我们认为以中美贸易摩擦为代表的逆全球化各国存量博弈背景下潜在的全球风险事件仍可能在不远的未来发生,这些因素仍将利好金价上行。

中美贸易虽然已经达成第一阶段协议,但是加征的关税并未完全取消,并且从目前双方对于核心科技领域的争夺态度来看,贸易摩擦仍将是一个长期博弈的过程。过去十几年全球经济一体化、各国在全球贸易产业链中分工协作、共同发展的局面,已经被打破,全球各国将不得不面临经济增长放缓、利益分配冲突等难题。类似中美贸易摩擦这样的风险性因素,预计不会减少,甚至可能增加。目前一些地区正在发生的民粹主义冲突与风险已经在演进中。南美等部分地区的抗议活动、中东局势,也是影响重大的风险因素。这一系列的风险因素,从另一个侧面而言,反而有望对于金价形成持续利好。

关于金价涨幅的预判,我们通过仔细对比 2008-2011 年上一轮金价上涨周期中,上述各维度的因素,认为,2020 年全年金价的涨幅约为 20%-30%左右,有可能突破上一轮金价约 1870 美元/盎司左右的高点,创历史新高,并且事实证明,2019 年 12 月中旬的 1450 美元/盎司左右确实是一个较好的做多黄金窗口。(具体对比和复盘过程,请参见我们去年 12 月中旬发布的《2020 年黄金价格展望》报告)

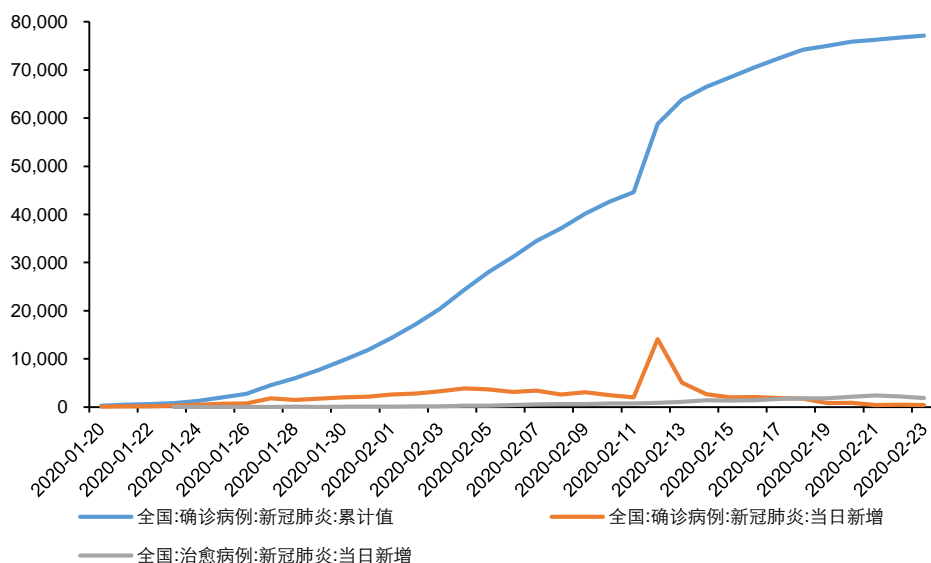
4. 短期金价走势取决于海外疫情进展

我们认为,短期金价走势很大程度上取决于新冠病毒在海外的扩散进程,同时也取决于相关抗病毒药物与治疗方法的研发进展。

4.1 假如以中国的防疫模式作为时间维度的参考

假定抗病毒药物与治疗方法难以在短期内完成并大规模使用,那么中国防疫的经验数据就有着巨大的参考价值。中国采用这种封锁部分地区、严格排查隔离、暂停大多数商业活动的做法,全国累计确诊病例由武汉封城前一天 1 月 22 日的 571 例,发展到 2 月 18 日新增治愈病例多于新增确诊病例,共花费了 27 天时间,也就是一个月左右,能有效控制住病毒的传播速度。当然,中国有着高人口密度、春运时期人口大量流动等特点,但是也应该考虑到中国医护救援的高效率与中央政府的组织能力。

图 8: 全国累计确诊、当日新增确诊、当日新增治愈病例数

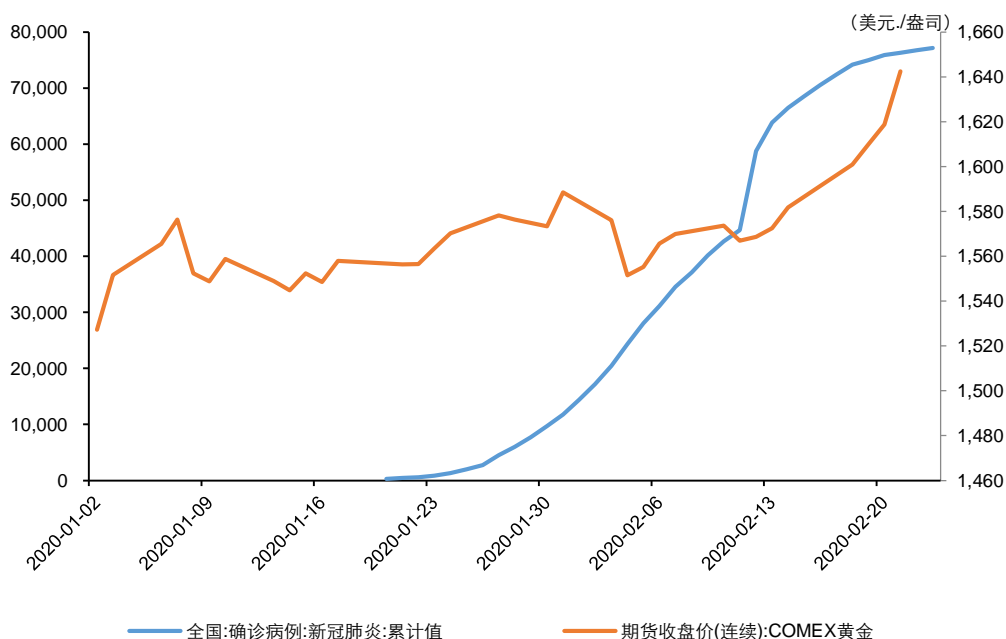


资料来源: Wind, 长城证券研究所

目前海外确诊病例数较高的韩国与日本, 已经存在病毒通过社区传播的报道, 在防疫措施的实施力度上, 还远弱于中国, 医疗资源的可调度空间也小于中国。即使完全采用中国式的最严厉的防疫手段, 很大概率下, 韩国与日本的病毒传播也仍然需要 1 个月左右才能控制住。这还没有考虑到其他国家确诊病例也迅速上升的可能。因此, 从另一个角度看, 海外疫情加剧对于金价的避险情绪信号刺激, 至少还将存在 1 个月左右。

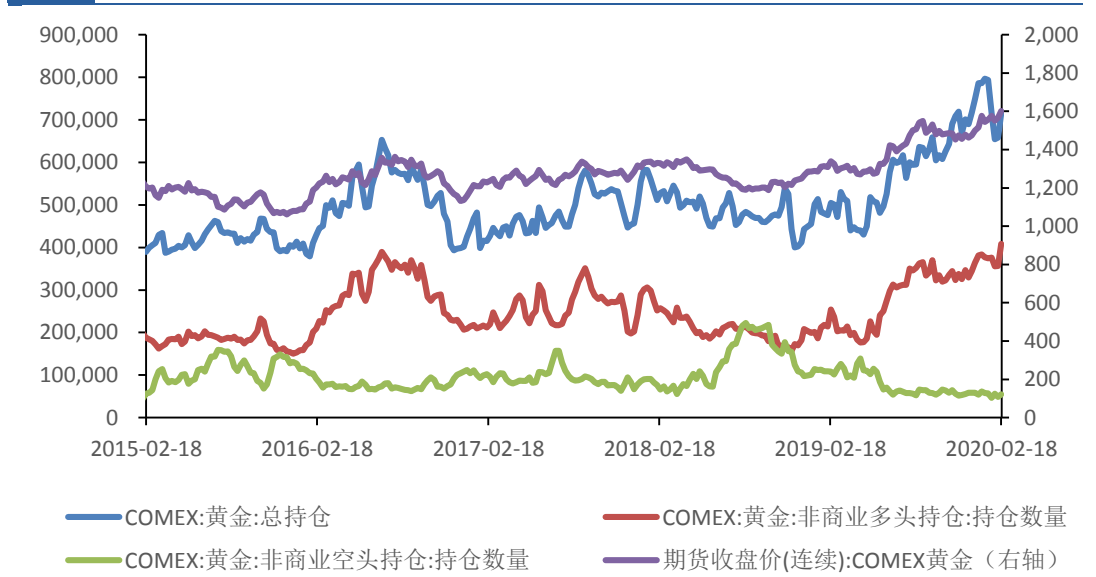
那么参照从 1 月 23 日武汉封城到 2 月 18 日病毒扩散得到有效控制这一时期, 国际金价的走势, 可以看到, 金价基本呈现前期连续上行, 后期横盘震荡的走势。

图 9: 全国累计确诊病例数, COMEX 金价



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 10: CFTC 持仓数据



资料来源: Wind, 长城证券研究所

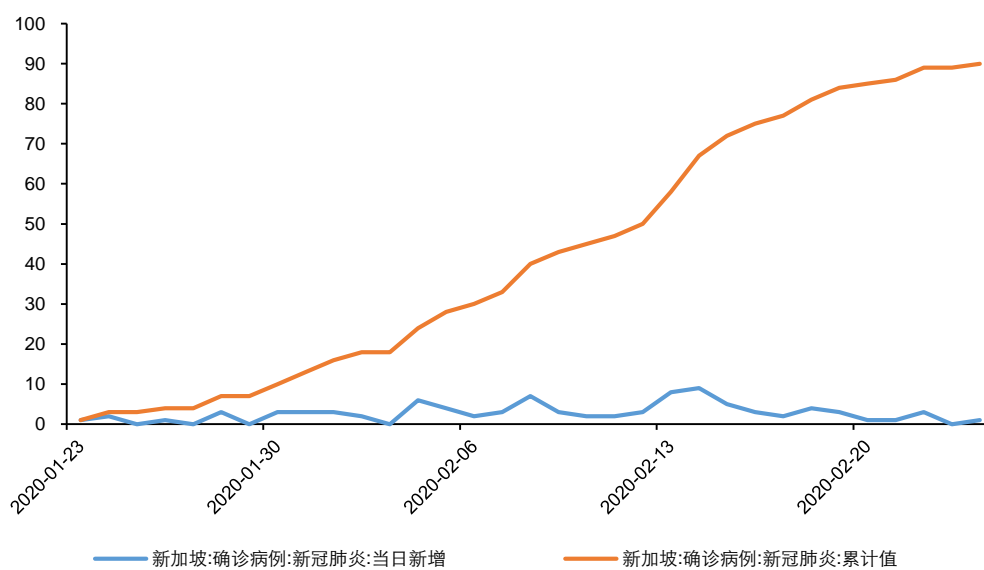
因此，我们可以推测，如果日韩等国家按照中国模式防疫的假设下，金价可能在一个月內冲高后短期横盘震荡。但是如果这期间海外其他国家也爆发了疫情并迅速传播，尤其是在美国和欧洲重要经济体，造成全球性的病毒大爆发，那么短期内金价就可能连续快速上行。

4.2 关注以新加坡为代表的高气温地区的疫情数据

参考病毒学相关研究资料与 2003 年 SARS 的经验，有一种观点认为可能随着气温升高，冠状病毒的活性将减弱。因此，我们认为新加坡的疫情数据值得密切追踪。新加坡全年平均气温在 26-33 摄氏度左右，并且目前采取的防疫措施力度被认为并不如中国，但是从确诊数据来看，新加坡的新增确诊病例数较稳定，累计确诊人数曲线斜率在逐渐变平缓。

如果数据是真实可靠的，那么有可能说明气温上升能较大程度抑制病毒传播。但是，如果日韩的气温要达到新加坡那样的 26-33 摄氏度，时间要等到 5、6 月份了。这之前，如果防疫措施不力，病毒存在全球大范围传播的风险。从黄金的角度而言，在这种情境下，5 月份之前金价就很可能创历史新高。

图 11: 新加坡累计确诊、当日新增确诊病例数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>