

黄金连续下跌，抄底仍需谨慎

贵金属行业点评报告

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

研究助理：白云飞

电话：021-20321072

邮箱：baiyunfei@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点：

◆事件：2020年9月21-24日，贵金属和包括股市、大宗商品在内的风险资产同跌；截至24日，COMEX黄金盘中低至1853.5美元/盎司，周内跌幅达3.34%，现货黄金跌破1850美元/盎司关口；COMEX银低至21.99美元/盎司，周内跌幅达11.31%。

◆欧洲疫情二次爆发拖累通胀预期。自8月以来，整个欧洲大部分地区的感染率一直在稳步上升。重症监护病房和死亡人数也开始增加。法国上周五(9月18日)报告新增确诊病例13200人，这是自疫情大流行开始以来的单日最高纪录。美联储的“平均通胀”管理目标以及，9月议息会议点阵图显示的联储0利率维持至少到2023年的表述，使得在美元实际利率分析框架下的通胀预期为主要矛盾，欧洲二次疫情爆发，欧元区8月CPI数据转负以及美国ADP小非农就业数据远低于预期，使得此前高涨的通胀预期受到扭转。

◆美联储明确不实行负利率政策，而新西兰联储和英国央行都传达了负利率的预期，也对美元构成支撑。另外，美元指数的走强的时间恰好是欧洲股市的开盘时间，即欧股走弱导致美元走强，黄金由于美元比价关系的原因下跌。ZEW汇率指数欧元兑美元持续下降。英欧贸易谈判的不确定也对英镑构成了一定的打压。不过，时段内欧元区公布的经济数据表现良好，限制了汇价的下跌空间；英国央行行长日前发表的讲话降温了英国央行施行负利率的担忧限制了汇价的下跌空间。

◆短期来看，后续可能超预期的欧洲疫情数据、以及可能出现的美元指数短期向上，依然会扰动市场情绪。但是中期来看，在“全球大放水”下可预期持续多年的低利率环境，叠加疫后复苏带动的通胀预期回升已是大概率。主要原因为：①美国经济复苏前景仍存很大不确定性。②美联储推出了无限量宽松政策，其资产负债表的扩张史无前例，亦对美元指数造成压力。③随着美国大选临近，突发事件带来市场波动。④欧元如果走强，对美元指数形成压制。总体看来全球化、贸易以及科技进步，推低了全球各地物价；美国与其他国家的人口老龄化，拖累增长与需求，因此短期内无法实现通胀率2%目标门槛。虽然芝加哥联储行长埃文斯表示，美联储的利率指引并不排除在通胀率平均达到2%前加息。此言论导致近期美元大幅反弹，但前文分析的扰动经济因素并未消散，美联储宽松的货币政策仍将维持。因美联储近期鸽派不及预期叠加通胀修复，美元近期将继续修复，故短期黄金短期内将继续调整，控制风险观望为主，但中长期表现仍可期，建议关注黄金调整后增配机会。

◆风险提示：美联储货币政策导向发生改变，多头获利了结。

内容目录

1. 贵金属缘何大跌？	3
1.1. 欧洲疫情迎来 2.0 阶段.....	3
1.2. 美元指数阶段性走强，黄金 ETF 持仓转向流出	4
2. 后市展望	5
3. 风险提示：	5

图表目录

图 1：欧洲疫情二次爆发致使通胀预期低位震荡	3
图 2：8 月以来发过等欧洲主要国家疫情二次爆发严重	3
图 3：COMEX 黄金下跌明显.....	3
图 4：COMEX 白银下跌明显.....	3
图 5：欧洲 CPI 指数拐头向下	4
图 6：美国 ADP 就业人数、非农就业人数（单位：千人）	4
图 7：美元指数与黄金（截止 2020 年 9 月 23 日）	4
图 8：ZEW 汇率指数欧元兑美元持续下降.....	4
图 9：特朗普支持率与拜登支持率收窄	5
图 10：全球硅基负极技术专利公开数量（截至 2020 年 7 月）	5

事件: 2020年9月21-24日, 贵金属和包括股市、大宗商品在内的风险资产同跌; 截至24日, COMEX黄金盘中低至1853.5美元/盎司, 周内跌幅达3.34%, 现货黄金跌破1850美元/盎司关口; COMEX银低至21.99美元/盎司, 周内跌幅达11.31%。

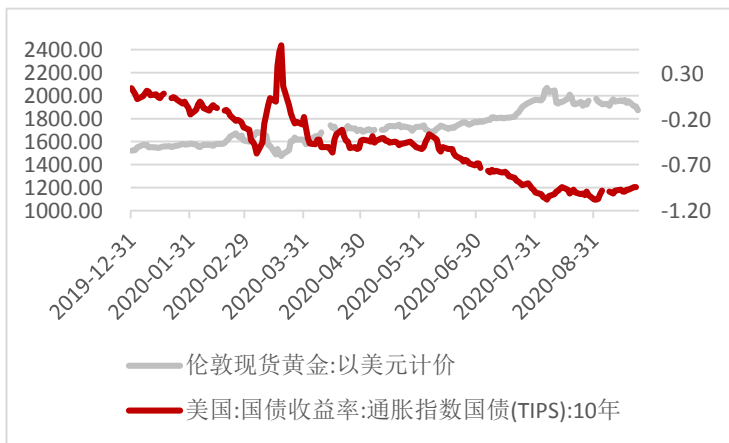
1. 贵金属缘何大跌?

1.1. 欧洲疫情迎来 2.0 阶段

欧洲疫情二次爆发拖累通胀预期。自8月以来, 整个欧洲大部分地区的感染率一直在稳步上升。重症监护病房和死亡人数也开始增加。西班牙确诊病例的数量接近66万人, 超过任何其他欧洲国家, 包括西班牙首都马德里在内的地方将限制人们在病例重新激增的区域之间及内部流动, 超过85万人出行受到影响。法国上周五(9月18日)报告新增确诊病例13200人, 这是自疫情大流行开始以来的单日最高纪录。德国(9月20日)报告新增1345例新冠肺炎确诊病例, 累计达271415例。英国的新冠病例目前正以一天至少6000例的速度快速增加, 入院人数每八天就增加一倍, 检测系统严重塞车。英国首相约翰逊周一仍在考虑二度实施全国性封锁限制, 强制数以百万计民众重返居家隔离。疫情重新加速抬头, 可能使一切经济复苏的初步进展化为乌有。

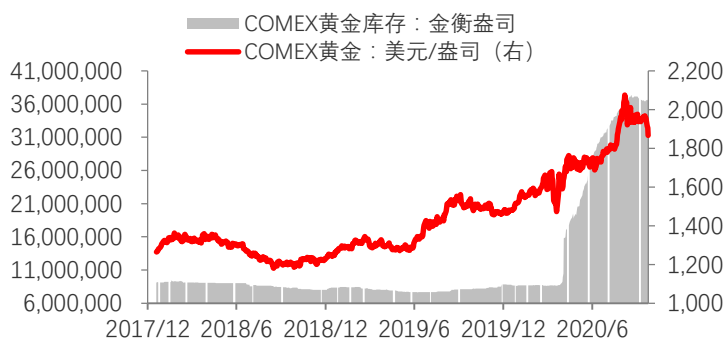
美联储的“平均通胀”管理目标以及, 9月议息会议点阵图显示的联储0利率维持至少到2023年的表述, 使得在美元实际利率分析框架下的通胀预期为主要矛盾, 欧洲二次疫情爆发, 欧元区8月CPI数据转负以及美国ADP小非农就业数据远低于预期, 使得此前高涨的通胀预期受到扭转。

图 1: 欧洲疫情二次爆发致使通胀预期低位震荡



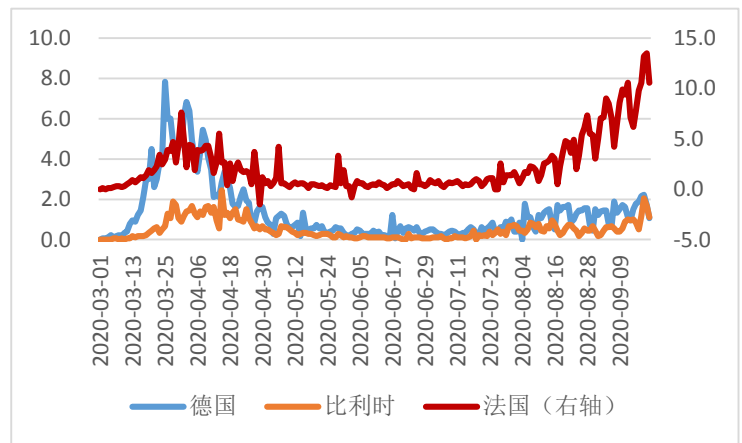
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 3: COMEX 黄金下跌明显



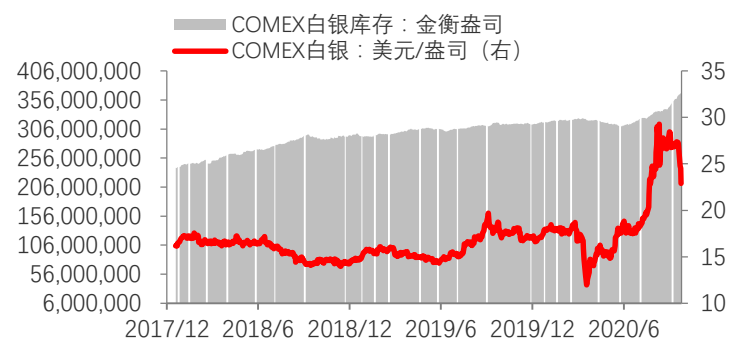
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 2: 8月月以来发过等欧洲主要国家疫情二次爆发严重



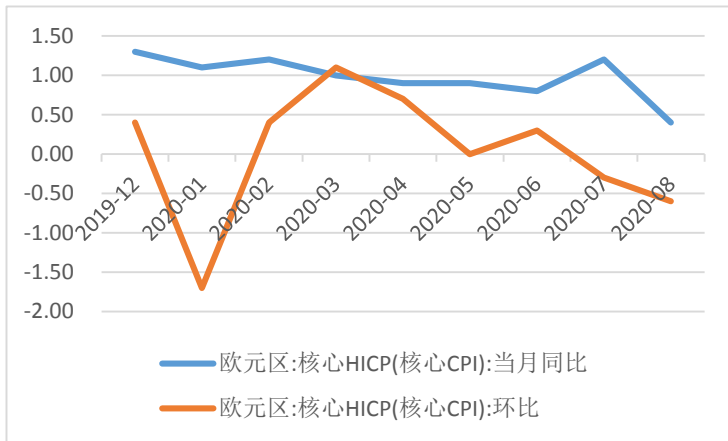
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 4: COMEX 白银下跌明显



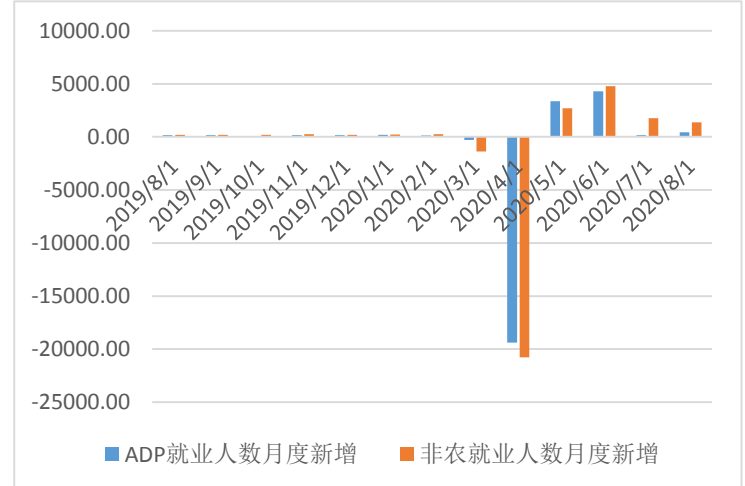
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 5: 欧洲 CPI 指数拐头向下



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 6: 美国 ADP 就业人数、非农就业人数 (单位: 千人)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

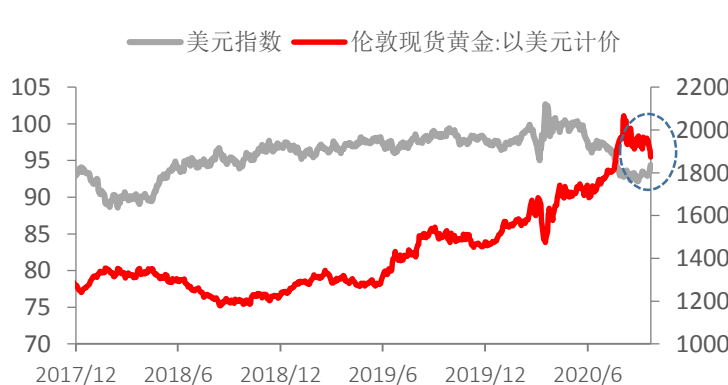
1.2. 美元指数阶段性走强, 黄金 ETF 持仓转向流出

近期美元指数显著反弹, 美元指数在避险资金重新青睐和美联储官员鹰派言论影响发酵的支撑下持续反弹是施压欧元下挫的主要原因。随着全球经济下行风险加大, 美股自 9 月以来持续走低使得投资者抛售其他资产以获取现金以弥补损失。同时欧洲疫情蔓延, 削弱了市场对于欧洲经济复苏快于美国的预期。此外美联储近期鸽派不及预期, 而新西兰联储和英国央行都传达了负利率的预期, 也对美元构成支撑。另外, 美元指数的走强的时间恰好是欧洲股市的开盘时间, 即欧股走弱导致美元走强, 黄金由于美元比价关系的原因下跌。

ZEW 汇率指数欧元兑美元持续下降。欧洲多国疫情爆发程度加剧也是施压欧元走软的重要因素。英欧贸易谈判的不确定也对英镑构成了一定的打压。不过, 时段内欧元区公布的经济数据表现良好, 限制了汇价的下跌空间; 英国央行行长日前发表的讲话降温了英国央行施行负利率的担忧限制了汇价的下跌空间。

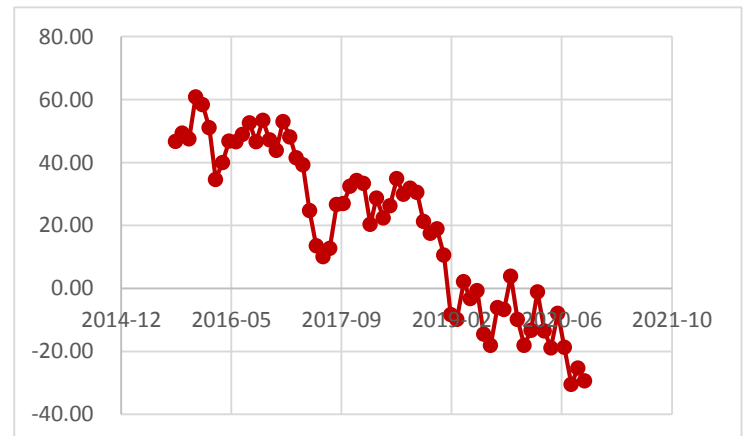
值得注意的是 9 月 24 日黄金 ETFs 数据显示, 截止 9 月 23 日全球最大的黄金 ETF-SPDR Gold Trust 的黄金持仓量 1267.14 吨, 较上一交易日减少 11.09 吨, 减持数量为 3 月 20 日以来最大。随着越来越多的迹象显示市场对于黄金 ETF 持仓兴趣下降, 这对黄金构成压力。此前世界黄金协会的数据显示, 今年 3 月以来, 对于黄金最大的推动因素就是黄金 ETF 买需的大量上升, 约占 70%, 而在 2019 年则略微高于 30%。

图 7: 美元指数与黄金 (截止 2020 年 9 月 23 日)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 8: ZEW 汇率指数欧元兑美元持续下降



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2. 后市展望

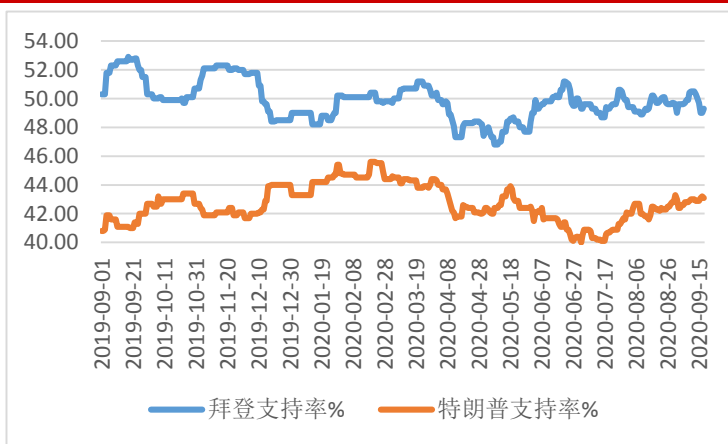
美国经济复苏前景仍存很大不确定性。美联储9月18日发布的一份报告显示，美国家庭7月财务状况略微好于4月，因为更多人获得救助金或返回工作岗位，但经济持续疲软的迹象开始浮现，尤其是对于低收入家庭。疫情危机期间失业的一些美国人仍处在失业状态，而且面临着重返原有工作岗位的可能性越来越低的状态。7月时，被解雇的成年人中约有22%表示，他们现在仍未就业，并不预期重返原有工作岗位，这一比例高于4月时的7%。

美联储推出了无限量宽松政策，其资产负债表的扩张史无前例，亦对美元指数造成压力。9月议息会议点阵图显示的联储0利率维持至少到2023年的表述。近期美联储表明在提高利率之前，经济必须处于“就业最大化”状态，通胀率必须“升至2%”，并且必须“有望在一段时间内适度超过2%”。但2008年09金融海啸以来，美国通胀率只曾短暂升至2%上方，即使疫情爆发前，美国失业率降至数十年低点也无法改变通胀低迷。全球化、贸易以及科技进步，推低了全球各地物价；美国与其他国家的人口老龄化，拖累增长与需求，因此短期内无法实现通胀率2%目标门槛。虽然芝加哥联储行长埃文斯表示，美联储的利率指引并不排除在通胀率平均达到2%前加息。此言论导致美元大幅反弹，但因为以上这些扰动经济的因素并未消散，宽松的货币政策在中期仍将维持。

随着美国大选邻近，突发事件带来市场波动。随着大选日期的临近，任何突发事件都会为市场带来冲击，例如2016年大选前的希拉里“邮件门”等，鉴于特朗普民调低于竞争对手拜登，连任形势严峻，不排除特朗普制造突发事件，来逆转选情，例如近期的选票邮寄与邮政改革风波。此外，中美摩擦也会引起市场情绪的变化，为市场带来波动。

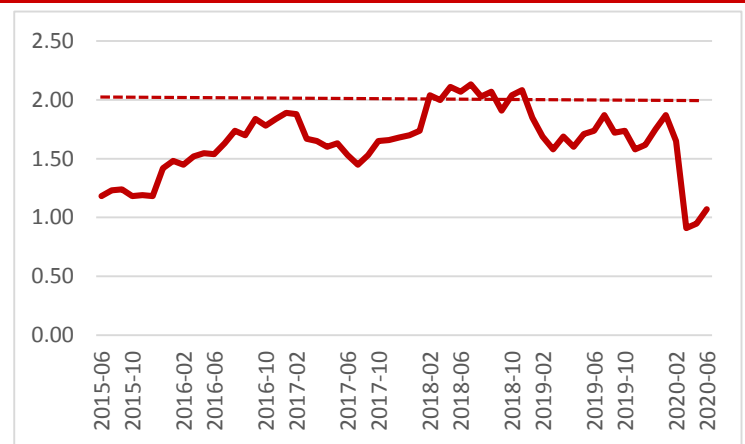
短期来看，后续可能超预期的欧洲疫情数据、以及可能出现的美元指数短期向上，依然会扰动市场情绪。但是中期来看，在“全球大放水”下可预期持续多年的低利率环境，叠加疫后复苏带动的通胀预期回升已是大概率。随着欧元区经济复苏速度，欧元如果走强，对美元指数形成压制。总体看来，因美联储近期鸽派不及预期叠加通胀修复，美元近期将继续修复预计短期黄金短期内将继续调整，控制风险观望为主，但中长期表现仍可期，建议关注黄金调整后增配机会。

图9：特朗普支持率与拜登支持率收窄



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图10：全球硅基负极技术专利公开数量（截至2020年7月）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 风险提示：

美联储货币政策导向发生改变，多头获利了结。

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。