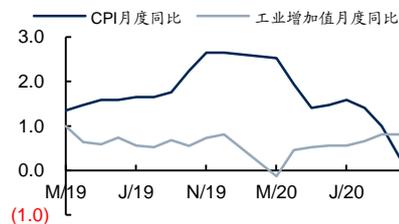


宏观经济

海外市场一周概览

2021年01月12日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.70

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 英国脱欧协议讲了什么?》——2020-12-30
 《宏观经济周报: 国内整体经济增长态势仍然较好》——2021-01-04
 《宏观经济周报: 国信高频宏观扩散总指数再次明显上升》——2021-01-10
 《海外市场一周概览: 挖掘美国制造业数据》——2021-01-05
 《宏观经济周报: PPI 同比上行速度或明显加快》——2020-12-28

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001
联系人: 王艺熹
 电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

经济危机中的美元、美债与黄金

● 经济危机中的美元、美债与黄金

“蓝潮”推高经济和通胀预期: 我们梳理了 2000 年来几次经济危机 (互联网泡沫破裂叠加 911 事件、次贷危机、欧债危机) 之后美元、美债利率和金价的变化规律, 作为判断这三种资产后期价格变化的参考。

美元: 在全球经济复苏的时期, 由于美国经济复苏力度往往不如其他国家, 美元趋于贬值。互联网泡沫破裂后, 美元指数 2 年内共下跌 30.89%, 为历次危机之最。次贷危机后, 美元指数跌幅为 12%, 后期希腊主权债务危机浮出水面后美元开始抬升。欧债危机中, 美元受影响较小, 且美元本就在历史低位, 下行幅度不大。本次经济衰退中, 美元指数的跌幅已超过次贷危机后美元指数的跌幅。

10 年期美债利率在经济复苏时期趋于上行: 911 事件后, 10 年期美债收益率 2 个月内下行 62bp 至 4.22%, 后迅速上升 104bp 至 4.26%。次贷危机逐渐平息后的 2009 年初, 10 年期美债利率为 2.46%。到 09 年 6 月, 10 年期美债利率已上行 155bp 至 3.91%。09 年年末, 10 年期美债利率回落至 3.2% 左右。2010 年 10 月欧债危机爆发, 10 月 12 日 10 年期美债利率报 2.44%, 到 12 月 30 日报 3.38%, 一共上行 94bp。本次经济衰退中, 10 年期美债利率已从低点上升 61bp, 回升至 1.13%。

黄金价格在经济危机后期趋于回落: 911 事件发生后, 金价在三周时间内上涨 7%, 后迅速回落 6.5%。次贷危机中, 金价在 2008 年 3 月见顶, 并在随后的 7 个月中下跌 26.9%。欧债危机中, 金价于 2011 年 8 月见顶。之后, 金价在一年半的时间内下跌了 36.73%。本次经济衰退中, 金价于 2020 年 8 月见顶。目前金价与 8 月的顶点价格相比, 已下跌 10.37%。

● 上周主要资产走势概览:

美股: 上周, 美股三大股指震荡上行。标普 500 指数 1 月 8 日创新高报 3826.69 点。11 日收盘回落至 3799.61 点, 一周涨幅为 0.93%。道指 1 月 7 日创新高报 31193.4 点, 11 日收报 31008.69 点, 一周涨幅为 1.24%。纳指 1 月 8 日创新高报 13208.09 点, 11 日收报 13071.37 点, 一周涨幅为 0.87%。

美债: 上周, 美国 10 年期国债收益率大幅上行。1 月 4 日报 0.914%, 1 月 12 日报 1.156%, 上升 24.2bp。美国 2 年期国债收益率 1 月 4 日报 0.107%, 1 月 12 日报 0.149%, 上浮 4.2bp。美国 10 年期-2 年期国债利差进一步扩大, 为 100.7bp。

伦敦金价 下跌明显, 1 月 5 日报 1937.37 美元/盎司, 截至 1 月 12 日报 1847.34 美元/盎司, 跌幅达到 4.65%

美元指数 上周小幅上升, 回到 90 以上。1 月 5 日美元指数报 89.74。截至 1 月 12 日, 美元指数报 90.5。

布伦特原油 价格上涨后有些许回落, 均价已涨至 54.12 美元/桶, 最高曾报 56.36 美元/桶。一周涨幅达到 9.1%。

伦敦铜价 上周突破 8000 美元/吨大关后回落, 1 月 5 日开报 7741 美元/吨, 后飙升至 8050.5 美元/吨。1 月 8 日最高报 8224 美元/吨, 1 月 12 日回落至 7909 美元/吨。伦敦铜一周涨幅为 2.17%。

内容目录

经济危机中的美元、美债与黄金	4
目前,“蓝潮”推高经济和通胀预期.....	4
美元:全球复苏时期趋于下行.....	4
10年期美债利率:复苏时期趋于上行.....	5
驱动金价的双因素:财富与恐惧.....	7
上周主要资产走势概览.....	10
美股.....	10
美债.....	11
伦敦金和美元指数.....	11
布伦特原油和伦敦铜.....	11
国信证券投资评级.....	13
分析师承诺.....	13
风险提示.....	13
证券投资咨询业务的说明.....	13

图表目录

图 1: 2018-2021 年美国 10 年 Breakeven 通胀率	4
图 2: 2000-2020 年美元指数	5
图 3: 2000-2006 年 10 年期美债利率	6
图 4: 2006-2016 年 10 年期美债利率	6
图 5: 911 事件前后金价和纳指走势	7
图 6: 2019 年 9 月起 10 年期美债利率走势	8
图 7: 2006-2016 年伦敦金价与 10 年期美债收益率	8
图 8: 黄金价格与美国 CPI 同比	9
图 9: 1 月 4 日-1 月 11 日标普 500	10
图 10: 1 月 4 日-1 月 11 日道琼斯工业	10
图 11: 1 月 4 日-1 月 11 日纳斯达克综合指数	10
图 12: 1 月 4 日-1 月 11 日美国 2 年期国债收益率	11
图 13: 1 月 4 日-1 月 11 日伦敦金价与美元指数走势 (伦敦金: 美元/盎司)	11
图 14: 4 日-11 日布伦特原油价格走势 (美元/桶)	12
图 15: 4 日-11 日伦敦铜走势 (美元/吨)	12
表 1: 历次危机中后期美元走势	5
表 2: 历次危机中后期 10 年期美债走势	6
表 3: 历次危机中后期金价走势	7
表 4: 金价与 10 年期美债收益率相关系数	8
表 5: 历次经济危机中金价的涨幅	9

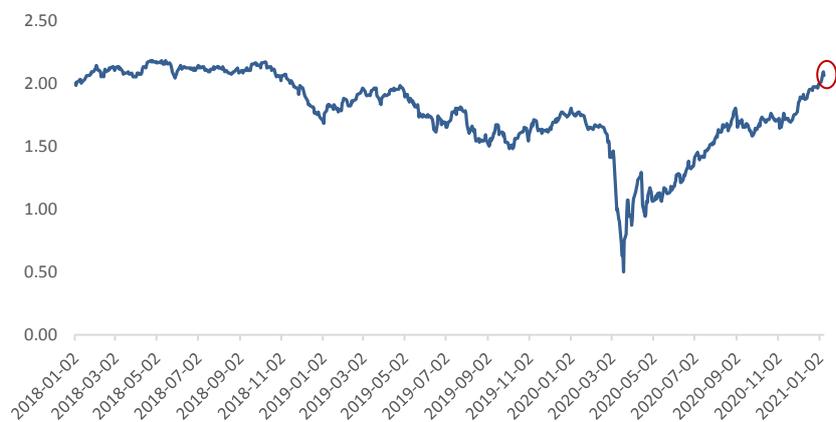
经济危机中的美元、美债与黄金

目前，“蓝潮”推高经济和通胀预期

美国 1 月 6 日参议院选举结果出炉，美国国会参、众两院和总统所代表的行政系统均由民主党人主导，出现所谓“蓝色浪潮”。随后，美国获选总统拜登和民主党领袖舒默等均表示，换届后即将推出进一步财政刺激措施，为经济复苏提供进一步支持。

市场对该消息反应较热烈，普遍认为进一步的财政刺激将有利于美国经济的快速复苏。民主党的天量的财政预算同时推高了通胀预期（下图红圈）。

图 1：2018–2021 年美国 10 年 Breakeven 通胀率



资料来源：St. Louis Fed、国信证券经济研究所整理

10 年期美债利率等关键资产价格应声而变，引发市场对于接下来各类资产价格走势的讨论。我们梳理了 2000 年来几次经济危机后美元、美债利率和金价的变化规律，作为判断这三种资产后期价格变化的参考。

美元：全球复苏时期趋于下行

理论上，驱动美元走势变化的主要因素在于美国经济与其他国家经济的相对强弱。实际来看，美元经常在全球性金融危机的初期因为其安全资产属性凸显而升值。而在全球经济复苏的时期，由于美国经济复苏力度往往不如其他国家，美元趋于贬值。

图 2：2000-2020 年美元指数



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

互联网泡沫破裂叠加 911 事件冲击在 2002 年开始得到缓解。从 2002 年 3 月美元指数的高点 117.95 开始计算，直至 2004 年 12 月的低点 81.52，美元指数在危机后共下跌 30.89%，为历次危机之最。

次贷危机后，美元指数跌幅为 12%，希腊主权债务危机浮出水面后美元开始抬升。欧债危机受影响的主要是欧洲，且美元本就在历史低位水平，下行幅度不大。

表 1：历次危机中后期美元走势

危机事件	顶点时间	顶点	低点时间	低点	跌幅
互联网泡沫破裂与 911	2002/3	117.95	2004/12	81.52	-30.89%
次贷危机	2008/11	86.36	2009/10	75.98	-12.02%
欧债危机	2010/6	86.6	2013/1	79.87	-7.77%
2020 新冠疫情	2020/3	102.68	2020/12	89.60	-12.74%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

本次经济衰退中，美元指数的跌幅已超过次贷危机后美元指数的跌幅。然而，市场主流仍旧看空美元。目前美国疫情仍未得到有效控制，疫苗接种进度缓慢等事实为这一看法提供了支撑。

10 年期美债利率：复苏时期趋于上行

上周，有关美国新一轮大规模财政补贴的消息传出后，市场对于经济复苏的预期大幅提升。经常被市场当作对经济前景展望之即时反映的 10 年期美债利率在 1 月 6 日之后迅速爬升，冲破几个月来一直游走的 0.9%-0.95% 区间，突破 1% 的大关。

虽然整体来看 10 年期美债利率在过去几十年间的总体趋势是下行的，但是历次危机后期 10 年期美债利率在短期内都趋于上行。

911 事件后，10 年期美债收益率 2 月内下行 62bp 至 4.22%，后迅速上升 104bp 至 4.26%（下图 v 型黄线）。

图 3：2000-2006 年 10 年期美债利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

次贷危机时，10 年期美债利率曾在美联储 2008 年 12 月宣布 5 万亿美元 MBS 购买计划后短期内大幅下行超过 150bp。而在次贷危机逐渐平息后的 2009 年，美国 10 年期国债利率则呈震荡上行后回落的走势。09 年初 10 年期美债利率为 2.46%。到 09 年 6 月，10 年期美债利率已上行 155bp 至 3.91%。09 年年末，10 年期美债利率回落至 3.2% 左右。

图 4：2006-2016 年 10 年期美债利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2010 年 10 月欧债危机爆发，10 月 12 日 10 年期美债利率报 2.44%，到 12 月 30 日报 3.38%，一共上行 94bp。之后，10 年期美债利率迅速下行，低点在 2012 年 7 月出现，为 1.47%。至 2013 年 3 月，10 年期美债利率上行 60bp 至 2.07%。

表 2：历次危机中后期 10 年期美债走势

危机事件	低点时间	低点	顶点时间	顶点	涨幅
911 事件	2001/11	4.22%	2001/12	5.26%	104bp
次贷危机	2018/12	2.16%	2019/6	3.91%	175bp
欧债危机	2012/7	1.47%	2013/3	2.07%	60bp
2020 新冠疫情	2020/8	0.52%	2021/1	1.13%	61bp

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新冠疫情以来，10 年期美债利率最低出现在今年 8 月，报 0.52%。目前，10

年期美债利率已回升至 1.13%，已从低点上升 61bp。

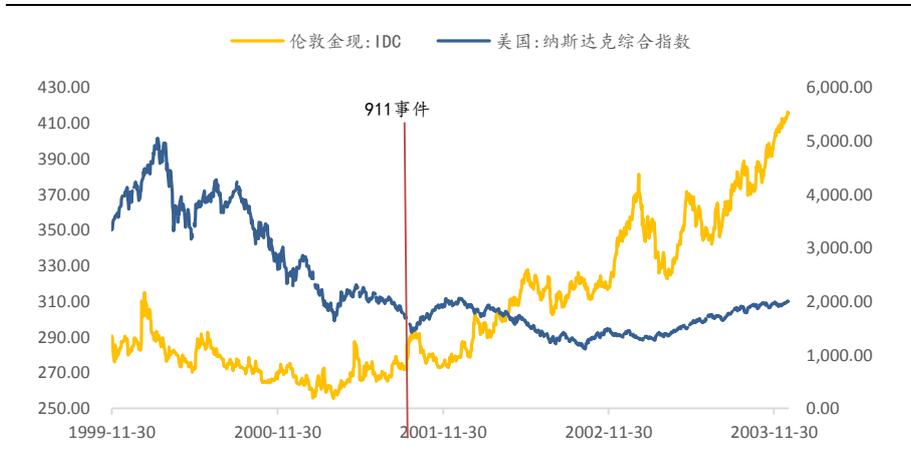
驱动金价的双因素：财富与恐惧

在大部分时期，黄金与美元类资产的走势相反。在经济上升的阶段，黄金更多的因其物理属性被当作商品交易。在经济衰退的时期，市场时常讨论的则是黄金的避险属性。最近数月以来金价变化的主要驱动在于，新兴市场国家经济复苏带来黄金商品需求变化，和在发达国家对于黄金作为金融资产需求的变化。这两点在过去数月都有利于金价的上涨。

黄金价格在经济危机后期趋于回落

经济危机的中后期，金价常有见顶回落的趋势。911 事件发生后，金价在三周内上涨 7%，后迅速回落 6.5%（2000 年互联网泡沫破裂后，黄金的避险属性并未在价格中体现出来，反而是与纳指同涨跌）。

图 5：911 事件前后金价和纳指走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

次贷危机中，金价在 2008 年 3 月见顶，并在随后的 7 个月中下跌 26.9%。欧债危机中，金价于 2011 年 8 月见顶。之后，金价在一年半的时间内下跌了 36.73%。

本次经济衰退中，金价于 2020 年 8 月见顶。目前金价与 8 月的顶点价格相比，已下跌 10.37%。

表 3：历次危机中后期金价走势

危机事件	顶点时间	顶点价格(美元/盎司)	低点时间	低点价格(美元/盎司)	跌幅
911 事件	2001/10	291.90	2001/12	272.80	-6.54%
次贷危机	2008/3	989.8	2008/11	723.45	-26.91%
欧债危机	2011/8	1897.6	2013/1	1200.65	-36.73%
2020 新冠疫情	2020/8	2,063.10	2021/1	1,849.07	-10.37%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

目前，美国大规模财政刺激的消息对于市场的提振效果明显，长期与金价对应的 10 年期美债实际利率的拐点可能已经显现（下图红圈）。部分市场参与者将此解读为金价将持续回落的标志。按照黄金是经济危机时期美国国债的替代品这一逻辑，危机接近尾声意味着黄金对于投资者的吸引力将逐步降低，投入黄金的资金将逐步回归美债市场。

图 6: 2019 年 9 月起 10 年期美债利率走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

关于黄金与美元资产在经济衰退中关系的思考

相比于以往所讨论的避险属性，黄金在最近两次金融危机中更加类似于美元类资产的替代品，而不是和股票、商品相对应的避险类资产。投资者购入黄金是为了保有美元在危机期间失去的购买力。这一说法的逻辑在于，在欧债危机和本轮经济衰退中，美债实际利率进入负区间，美元购买力在危机中变弱，但黄金的购买力在危机前后被完整保有。这一逻辑部分解释了为什么美国国债的实际利率与金价的相关性高于名义利率于金价的相关性。

表 4: 金价与 10 年期美债收益率相关系数

相关系数	美国:国债收益率:10 年	美国:国债实际收益率:10 年期
伦敦金现	-0.86088	-0.8943

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

次贷危机末期，金价的高点（下图竖线 I）和低点（下图竖线 II）对应的是 10 年期美债实际利率的区间低点和高点，而非名义利率的低点和高点。欧债危机中，金价的两个区间高点（下图竖线 III、IV）也与实际利率的低点更接近（相对于名义利率的低点来说）。

图 7: 2006-2016 年伦敦金价与 10 年期美债收益率

伦敦金现:100 10 年期美债实际收益率 10 年期美债收益率

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_248



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn