

证券研究报告 / 宏观数据

贵金属短期宽幅震荡，长期依然看涨

——海外宏观周度观察（2020年第34周）

报告摘要：

美国初请失业金人数重新抬升，反映出二次疫情对就业市场的冲击显现，经济复苏出现实质性放缓。预计未来新增非农就业人数也将出现明显放缓。整体来看美国经济仍在复苏之中，但趋势边际放缓，各地区也存在着较大差异。未来经济存在较大的不确定性。相对于美国8月PMI的强势表现，欧元区则非常疲软，这也引起周五美元兑欧元大幅升值。

本周四凌晨美联储公布7月会议纪要。美联储并没有如市场预期般鸽派，引发市场剧烈震荡，美元指数大幅回升，贵金属暴跌。我们认为10年期美债收益率未来难以下破0.5%，但上行幅度也将有限。美联储将长期维持宽松的货币政策，也有望提高通胀容忍度，但能否会有YCC等重要的进一步宽松举措须视二次疫情对经济的冲击程度而定。

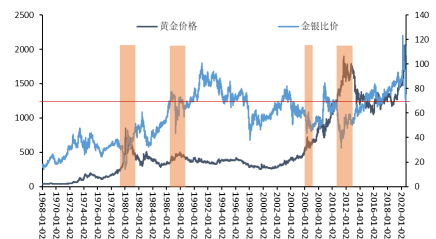
随着各国经济的解封，很多国家疫情出现了反弹，经济重启之路大多并不顺利。整体来看，疫情第二次反弹在大多数国家都有发生，经济重启进程也将受到影响。但几乎没有任何国家再回到3-5月份全面封锁的状态。我们认为疫情二次反弹会造成全球经济复苏放缓，但二次触底的可能性很低。

近日贵金属出现较大幅度的回调，我们认为短期内贵金属将为宽幅震荡行情，但长期来看配置价值仍然很高。首先，我们认为实际利率虽然在短期进入瓶颈期，但仍足以支撑当前的金价。其次，通过黄金价格与实际利率的关系可以看出，二者相关性并非线性的，而是凸性的，即在实际利率水平很低的时候，实际利率边际降低可以带来更大幅度的金价上涨。第三，当前通胀预期并不高，还有上升空间。第四，美国新一轮财政刺激仍将大概率推出。此外，海外各国疫情纷纷二次反弹、俄罗斯疫苗有效性尚需观察，这些也有可能成为刺激金价上涨的风险因素。此外，我们认为白银亦值得关注。历史上任何一次的贵金属牛市中，金银比价均会跌破50，无一例外。长期来看白银仍有较大投资价值，上涨空间高于黄金。但投资者也需谨慎考虑其高波动性带来的高风险。

本周全球股市大多下跌。主要国债收益率小幅下行。有色金属普遍上涨，粮价上涨。

风险提示：美联储政策超预期收紧

相关数据



相关报告

《中西方疫情后的复苏路径有何差异——海外宏观周度观察（2020年第33周）》

20200817

《美国新一轮财政刺激两党分歧何在——海外宏观周度观察（2020年第32周）》

20200809

《特朗普推迟大选几无可能——海外宏观周度观察（2020年第31周）》

20200802

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001
13817489814 youcy@nesc.cn

目 录

1. 下周海外重点数据及事件预警	3
2. 海外经济复苏边际放缓	3
2.1. 美国初请失业金人数重新上升	3
2.2. 欧元区 PMI 超预期下滑	4
3. 美联储 7 月会议纪要未有进一步鸽派表态	4
4. 多个国家经济重启进程受阻	5
5. 贵金属短期震荡，长期行情仍在	6
5.1. 7 月以来贵金属为何大涨	7
5.2. 8 月之后贵金属为何大跌	7
5.3. 贵金属后市展望	8
6. 全球市场表现	10
6.1. 全球股市大多下跌	10
6.2. 主要国债收益率小幅下行	11
6.3. 有色金属普涨，粮食价格上涨	12

图表目录

图 1: 初请失业金人数再度回升	3
图 2: 纽约与费城联储制造业指数双双下降	4
图 3: 美国 Markit PMI 指数回升	4
图 4: 美债实际收益率可以支撑当前黄金价格	8
图 5: 金价与实际利率关系为凸性而非线性	9
图 6: 美国当前通胀预期并不高	9
图 7: 贵金属牛市中金银比价均将大幅下行，当前还处于较高水平	10
图 8: 全球股市大多下跌	11
图 9: 美债收益率下行	11
图 10: 日债收益率下行	11
图 11: 欧债收益率下行	12
图 12: 有色金属普涨	12
图 13: 粮价上涨	12
表 1: 重点数据及事件	3
表 2: 美国以外的一些主要国家的经济重启也不顺利	5

1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

日期	国家	数据/事件
2020/8/25	德国	二季度 GDP 终值
2020/8/25	德国	8 月 IFO 商业景气指数
2020/8/26	美国	7 月耐用品订单
2020/8/27	美国	当周初请失业金人数
2020/8/27	美国	二季度 GDP 修正值
2020/8/27	美国	7 月成屋销售指数
2020/8/28	法国	8 月 CPI、二季度 GDP 终值
2020/8/28	欧元区	8 月经济景气指数
2020/8/28	美国	7 月 PCE
2020/8/28	美国	8 月密歇根大学消费者信心指数

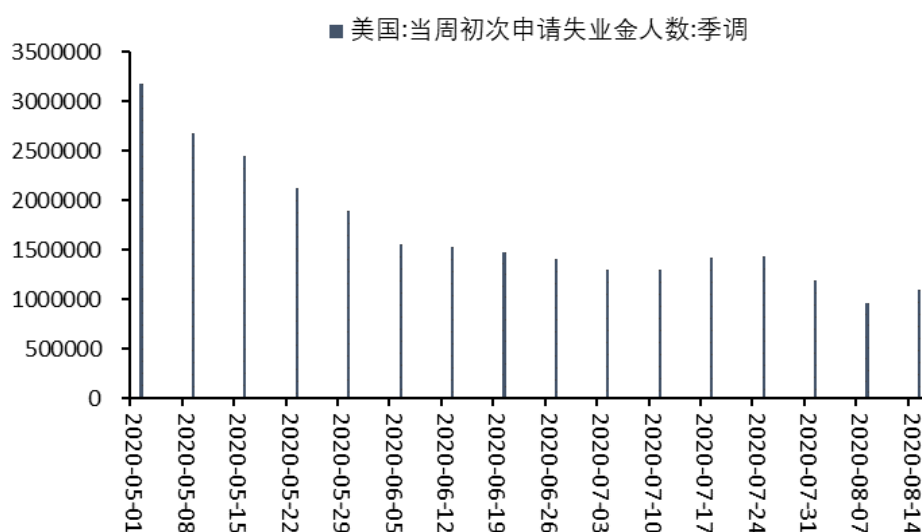
数据来源: 东北证券整理

2. 海外经济复苏边际放缓

2.1. 美国初请失业金人数重新上升

美国至 8 月 15 日当周初请失业金录得 110.6 万人, 超出预期的 92.5 万人, 前置上修至 97.1。美国初请失业金人数重新抬升, 反映出二次疫情对就业市场的冲击显现, 经济复苏出现实质性放缓。预计未来新增非农就业人数也将出现明显放缓。

图 1: 初请失业金人数再度回升



数据来源: 东北证券, Wind

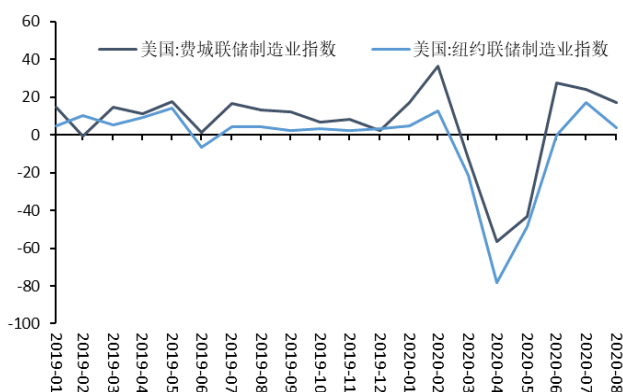
8 月纽约和费城联储制造业指数也均出现了超预期下行。纽约联储制造业指数为

3.7, 市场预期 15, 前值 17.2。费城联储制造业指数为 17.2, 市场预期 20.8, 前值 24.1。

但美国 8 月 Markit PMI 指数超预期回升。Markit 制造业 PMI 为 53.6, 预期 51.9, 前值 50.9。服务业 PMI 为 54.8, 预期 51, 前值 50。

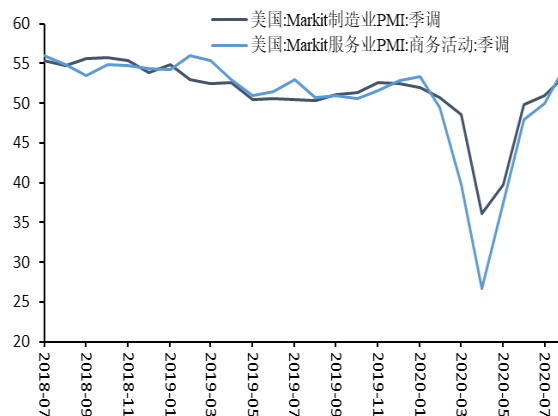
整体来看美国经济仍在复苏之中, 但趋势边际放缓, 各地区也存在着较大差异。未来经济存在较大的不确定性。

图 2: 纽约与费城联储制造业指数双双下降



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 美国 Markit PMI 指数回升



数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 欧元区 PMI 超预期下滑

欧元区 8 月制造业 PMI 录得 51.7, 预期 52.9, 前值 51.8。服务业 PMI 下滑更加明显, 8 月录得 50.1, 预期 54.5, 前值 54.7。相对于美国 8 月 PMI 的强势表现, 欧元区则非常疲软, 这也引起周五美元兑欧元大幅升值。

欧洲多个国家近期也出现了疫情的二次反弹, 经济重启的进度受阻, 加之财政刺激力度逊于美国, 导致欧元区经济数据表现弱于美国。

3. 美联储 7 月会议纪要未有进一步鸽派表态

本周四凌晨美联储公布 7 月会议纪要。在此之前市场预期美联储会议中会有对通胀容忍度的提升以及对收益率曲线控制政策的正面表态。但是会议纪要中美联储多数官员认为收益率曲线控制政策“益处有限”, 即对 YCC 政策持偏负面的态度, 同时美联储虽透露出提高通胀容忍度的意愿但未有较明确的表态, 市场对货币政策进一步宽松的预期落空。

美联储不够鸽派的纪要引发市场剧烈震荡, 美元指数大幅回升, 贵金属暴跌。我们认为经济重启以来美国经济的快速反弹以及债券收益率维持低位是美联储没有进一步宽松表态的原因。在当前的状况下财政政策效率高于货币政策。10 年期美债收益率未来难以下破 0.5%, 但上行幅度也将有限。美联储将长期维持宽松的货币政策,

也有望提高通胀容忍度，但能否会有 YCC 等重要的进一步宽松举措须视二次疫情对经济的冲击程度而定。

4. 多个国家经济重启进程受阻

随着各国经济的解封，很多国家疫情出现了反弹。美国疫情二次反弹最为严重，半数州已经暂停甚至回退经济重启。近期其它很多国家也出现了疫情的反弹，经济重启之路大多并不顺利。

在墨西哥，墨西哥城曾推迟进入下一阶段商业“解封”计划，在经过一周的经济重启过渡期后，再次进入封城状态。意大利也出现类似现象。面对全面解封引起的第二波疫情，意大利政府于 8 月 17 日出台新规，要求关闭相关公共场所，停止部分行业的经济恢复进程。德国、法国和巴西等国虽然暂未加强防控措施，但宣布不排除加强疫情管制措施的可能性。值得注意的是，多数国家仅在疫情严重的地区加强或保持防疫管制，受疫情影响较小的地区则继续复工复产。韩国政府宣布将从 8 月 19 日开始全面启动首都圈（首尔、京畿道、仁川）防疫二级响应，加强疫情管控工作力度。同时，澳大利亚的维多利亚州宣布自 8 月 2 日开始实行更高的防疫要求，并且在大墨尔本地区实行澳洲迄今最严格的封锁措施。哥伦比亚目前在首都波哥大部分行政区实行严格的隔离措施，受疫情影响较小的市镇继续推进复工复产。

整体来看，疫情第二次反弹在大多数国家都有发生，经济重启进程也将受到影响。但几乎没有任何国家再回到 3-5 月份全面封锁的状态。我们认为疫情二次反弹会造成全球经济复苏放缓，但二次触底的可能性很低。

表 2: 美国以外的一些主要国家的经济重启也不顺利

国家	经济重启的现状
英国	英格兰大部分地区正在全面解封，小部分地区经济重启计划暂停在第四阶段。英国解封分为五阶段，8 月 15 日，英国英格兰地区 59 个郡中，除 3 个郡的解封计划停止在第四阶段外，56 个郡开始进行最后一个阶段解封计划。
日本	安倍政府坚持重启经济，部分地方政府宣布进入紧急状态。面对国内疫情反弹，日本中央和地方政府在防疫政策上陷入了分歧。截止 8 月 11 日，安倍政府暂未宣布进入紧急状态，继续重启经济；截止 8 月 4 日，日本 47 个地方政府中的 3 个政府单独宣布进入紧急状态，选择回退经济到疫情状态。
韩国	韩国首都圈经济重启回退，防疫二级响应地区范围或将进一步扩大。截至 8 月 19 日，在韩国 17 个一级行政区中，3 个区已启动防疫二级响应，经济重启进度回退。同时，韩国有关部门正在考虑将实施防疫二级响应的地区范围进一步扩大。
西班牙	西班牙疫情二次爆发，政府关闭全国夜生活场所。封锁解除后，西班牙新冠疫情二次蔓延，8 月 14 日，西班牙卫生部宣布将暂时关闭全国夜生活场所，并宣称这只是“最低限度”的防疫措施，各自治区可采取更加严格的措施。
法国	法国经济重启平稳进行，不排除重启计划被暂停或倒退的可能。解封后，法国疫情二次爆发概率上升，截止 7 月 30 日，除免费派发口罩外，法国政府虽然暂未采取防控措施，但宣布不排除会重新关闭部分地区的酒吧和餐饮场所，同时将研究重新启动居家隔离措施的可行性。
德国	德国坚持恢复经济，但存在重启计划暂停的可能性。在国内疫情持续反弹的背景下，德国总理呼吁公众遵守防疫规定，将排除进一步放松疫情管制措施的可能性，经济重启计划可能暂停在当前阶段。
伊朗	伊朗经济在短暂重启后继续恢复。在疫情二次爆发之后，伊朗总统要求公民遵守防疫措施，启动为期一周的

	管控措施，但控制力度不如之前，并于8月12日开始控制境外输入。
印度	印度保持经济重启状态，地方政府在封锁和解封间切换。除边境管控，印度政府已宣布全面解封，同时将封锁决定权转移给各州政府。截止7月20日，印度28个邦中3个邦曾再度实施封锁措施，各地方政府在封锁和解封之间切换。
澳大利亚	澳大利亚处在解封最后阶段，部分地区封锁加强。除维多利亚州出现封锁措施加强、经济回退的现象，澳大利亚其余5个州和2个领地进入解封最后阶段。
秘鲁	秘鲁恢复每周日强制隔离规定。伴随疫情，秘鲁进行分阶段复工复产。8月16日起，秘鲁对全国195省恢复此前的强制性每周日隔离规定。同时秘鲁法律规定，7月31日起，除7个省宵禁时间保持不变，其余188个省的宵禁时间进一步缩短，促进地区经济恢复。
意大利	为防疫情二次爆发，意大利暂停部分经济业务。全面解封后，面对突如其来的二波疫情，8月17日，意大利政府出台新规，要求关闭相关公共场所，例如夜店和舞厅，其他行业暂未受到新规管控。
巴西	地方政府正在考虑将社会隔离措施继续延长。虽然巴西各行政区曾陆续放松隔离措施，分阶段恢复经济活动，但目前地方政府正在考虑将社会隔离措施继续延长，其中圣保罗州计划再次实施全面的隔离措施。
加拿大	加拿大进入经济重启最后阶段，同时宣布再次延长边境解封日期。加拿大某些地区曾出现经济重启计划暂停现象。7月17日，加拿大安大略省34个行政区域中的24个进入第三阶段经济重启计划，10个行政区域停留在第二阶段。8月1日，暂停在第二阶段的行政区域已全部开启第三阶段经济重启计划。同时，加拿大的入境禁令二次延长到8月31日，与美国政府的边境解封日期定在9月21日。
沙特阿拉伯	沙特阿拉伯全境解封，仅麦加处在防控第二阶段。6月21日，在全国15个城市里，除麦加停留在防疫二阶段外，沙特阿拉伯宣布全境解封。朝觐收入是沙特财政收入的重要组成部分，目前麦加已经暂停副朝，限制朝觐人数。
墨西哥	墨西哥重启经济计划在启动、暂停和倒退间切换。墨西哥政府计划分阶段重启经济。墨西哥城曾推迟进入下一阶段的商业“解封”计划，并且经过一周的重启过渡期后，再次进入封城状态，经济活动在复工复产和停业中反复切换。
阿根廷	阿根廷曾再次实行严格隔离措施，经济重启活动在经历倒退和暂停后分步重启。由于复工复产引起新冠疫情持续爆发，阿根廷政府重新实行强制性的社交隔离措施。首都及周边地区的第一阶段隔离期曾被二次推迟到8月2日结束，现在正在推进第二阶段的逐步解封计划。
孟加拉国	孟加拉国重新加强防疫限制措施，经济重启计划倒退并延迟。虽然在4月份放松疫情管控，孟加拉国于6月15日重新加强防疫限制措施，对疫情严重的区域实行封锁。新一轮的防控措施原定于8月3日结束，现已被推迟到8月31日。
哥伦比亚	首都大部分地区经济倒退，受疫情影响较小的行政区继续复工复产。哥伦比亚于6月份放松封锁措施，由于疫情反扑，首都波哥大部分行政区自7月13日至8月23日分三批实行严格隔离措施，经济重启计划回退，受疫情影响较小的市镇可继续推进复工复产。同时，全国强制预防性隔离政策被四次推迟到8月30日结束。
哈萨克斯坦	哈萨克斯坦大部分地区再次重启经济，小部分地区经济仍处在回退阶段。在隔离限行政策分阶段解除后，哈萨克斯坦疫情明显反弹，哈政府再次实行隔离措施，两次延迟隔离结束日期，最终于8月17日宣布，将逐步解除15个一级行政区的隔离限制措施，将其余2个一级行政区的隔离结束日期延长至8月31日。
菲律宾	菲律宾经济重启活动在倒退后前行。在菲律宾大范围解封后，首都大马尼拉地区和周边的四个省份的防疫措施曾被提升到“增强社区隔离”状态，现已经恢复“一般社区隔离”状态，其余地区则维持“一般社区隔离”状态或执行更宽松的“改进版一般社区隔离”政策。

数据来源：东北证券整理

5. 贵金属短期震荡，长期行情仍在

我们6月初在《黄金牛市未完待续》及《美国经济会出现V型反转吗？》报告中指出，黄金将延续牛市，6月5日的下跌即为最佳买点。时至今日黄金涨幅已经超过

13%，最大涨幅达 20%以上，且 6 月 5 日即为我们预计的阶段性最低点。近日贵金属出现较大幅度的回调，我们认为短期内贵金属将为宽幅震荡行情，但长期来看配置价值仍然很高。

5.1. 7 月以来贵金属为何大涨

7 月以来贵金属暴涨，主要原因有以下几点：

第一，市场通胀预期回升，美债实际收益率下行。随着各国经济重启后超预期复苏，市场对于通胀率的悲观预期逐步缓解，通胀预期逐步抬升。而在美联储宽松表态下，名义利率仍保持下行趋势，导致实际利率下降很快。进而推升黄金价格。

第二，美国疫情二次爆发导致市场对经济前景再度悲观，从而资本涌向避险资产黄金。

第三，欧洲疫情控制强于美国，经济前景更加稳定，导致美元兑欧元走弱，美元指数下行。计价因素及保值需求促使美元黄金一路上行。

以上三个原因是此前黄金一路上行突破历史高点的因素。

第四，美国新一轮财政刺激预期再起。民主党提议 3 万亿刺激计划，共和党提议 1 万亿，巨额的财政刺激将引起美元信用再度受损，同时推升了通胀预期。黄金作为可替代美元的储备货币则得到追捧。这是黄金在 7 月末盘整之后再度迅速上涨突破 2000 美元/盎司的核心原因。

5.2. 8 月之后贵金属为何大跌

而在 8 月 7 日开始，黄金出现了大幅的回调，其原因主要有以下几点：

第一，技术性调整是下跌的核心因素。黄金史无前例的快速上涨带动了众多资金入场，技术面上各种指标来看黄金都出现了严重的超买迹象，此时大量资金有获利了结的意愿，金价一旦出现较大幅度的下跌，就会引发杠杆资金止损，从而加速下跌。所以黄金内在的回调压力很大。在一些基本面导火索的驱动下，交易员大量抛售黄金获利，进而引发大量杠杆资金爆仓，最终导致了 8 月 11 日可以载入史册的暴跌。

第二，美国财政刺激谈判僵持是引发贵金属大跌的核心导火索。贵金属大跌并非由于 7 月美国非农数据超预期等经济基本面原因导致，这一点很多投资者都有错误理解。事实上，在 8 月 7 日周五美国非农数据公布之后，黄金超短线下挫但随后即大幅反弹创出历史新高，可见非农数据并非引起金价下跌的因素。促使黄金大跌的原因是当日美国两党关于新一轮财政刺激的谈判破裂，而贵金属此前已经将谈判成功的预期计价，所以谈判破裂对金银价格打击很大，是促进回调的导火索。

第三，俄罗斯疫苗的问世加剧了贵金属的恐慌性抛售，是促进金价下跌的另一导火索。8 月 11 日普京宣布俄罗斯开始量产疫苗，这缓解了市场对经济前景的悲观预期，避险需求下降，从而引起黄金下跌。

客观而言，第二、第三两个原因不足以引发黄金价格在 8 月 11 日如此大幅的暴跌。金价快速上涨后积累的技术性回调压力是造成暴跌的根本原因。

5.3. 贵金属后市展望

每轮黄金牛市中出现 10%以上的回调亦很常见，由于前期上涨过快及短期内一些基本面因素的压制，贵金属将会在一段时间内宽幅震荡盘整。展望后市，我们认为贵金属的长期逻辑仍然存在，长期依然看涨。

首先，我们认为实际利率虽然在短期进入瓶颈期，但仍足以支撑当前的金价。观察黄金价格与实际利率的历史走势关系，可以看出，当前美债实际收益率可以支撑当前的金价，甚至可以容纳更高水平的黄金价格。

图 4：美债实际收益率可以支撑当前黄金价格



数据来源：东北证券，Wind

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_2993

