

黄金牛：从疫情对全球经济的影响谈起

宏观专题报告

2020年02月27日

报告摘要：

疫情传播之下，全球经济特别是美国经济下行压力仍较大，美联储货币政策态度预示实际利率可能仍会走低，持续利好黄金。

● 疫情全球扩散：疫情较严重国家数量在上升。

海外市场对疫情判断从国际间有限传播转变到全球蔓延，主要受意大利和韩国近日来新增病例不断上升影响。意大利和韩国已经效仿中国实施“封城隔离”。日本和美国的卫生安全戒备也在逐渐上升。美欧日的内在经济问题在疫情面前暴露，导致主要央行的宽松预期不断升温。

● 中期来看：美国疫情后经济仍可能走弱。

美国企业盈利增长停滞已经持续三年，越来越难以满足劳动者的薪资增长需求。消费者过于乐观，与投资者过于悲观，两者形成鲜明对照。劳动力市场真的那么乐观吗？其实不然。美联储前期加息过猛，后来降息慢了半拍，导致经济下行压力仍未解除。

● 未来展望：黄金的中期配置价值凸显。

除了避险情绪和地缘政治风险外，美联储对低通胀的不满进一步加强了宽松预期。从1月FOMC会议纪要来看，美联储的货币政策态度使得实际利率只有下降一条道路。在经历两次冲击失败和多年平静之后，黄金价格已经突破前期阻力点，打开了上升通道。

● 风险提示：

主要央行宽松不及预期、全球经济反弹超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

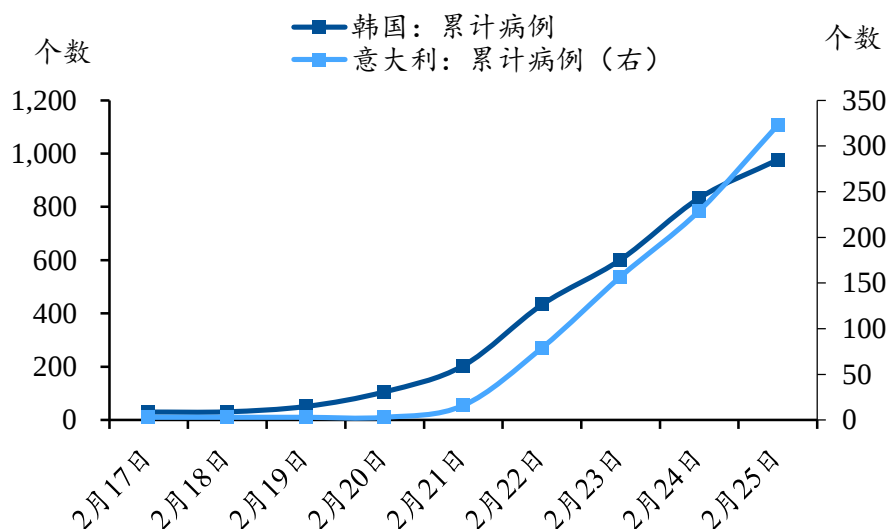
一、疫情对全球经济产生冲击	3
1.1 新冠疫情开始有全球蔓延趋势	3
1.2 美欧日经济内在问题在疫情面前暴露	3
1.3 宽松预期和避险情绪升温	4
二、黄金的中期配置价值凸显	6
2.1 疫情影响可能不局限于短期，疫情后美国经济仍可能继续走弱	6
2.2 美国实际利率走低，利好黄金	7
2.3 支撑黄金的不仅是避险情绪	8
风险提示	8

一、疫情对全球经济产生冲击

1.1 新冠疫情开始有全球蔓延趋势

意大利和韩国疫情形势严峻，日本形势扑朔迷离。截至2月25日，全球累计确诊病例达到两位数的国家共有15个，包含美国、法国和德国等发达国家和伊朗、泰国和马来西亚等发展中国家。本月初，约98%的确诊病例集中在中国，当时海外投资者大多认为疫情不会蔓延到全球。近日，意大利和韩国的确诊病例出现爆发式增长。仅5天，意大利和韩国的累计确诊病例分别从3例和106例增加至231例和977例（图1）。另外，两国的新增确诊病例集中在各自国内的两大城市，所以可能存在社区传染。值得注意的是，意大利国内气温不低，疫情传播却仍在继续。至于日本，许多公共卫生专家一直担忧日本会成为“疫情温床”。目前，日本的主要确诊病例来自“钻石公主”号邮轮，岛内累计确诊病例共有162例，仅占确诊病例的19%。但日本目前检测人口较少，日本病例有低估可能。

图1：意大利和韩国疫情突然加剧，引发全球蔓延担忧



资料来源：Wind，民生证券研究院

意大利和韩国政府面临中国式抉择，防控升级争取短期内控制疫情。“封城隔离”必然会对经济造成伤害，但是两国政府在疫情面前毅然决定实施最大人流限制，并且进行地毯式排查潜在感染人群。对于疫情防控时间，韩国总统文在寅表示，有关部门争取在一周之内出现拐点；意大利总理孔特认为，抑制疫情的措施将在未来两周内起效。因而，韩国和意大利的区域性经济停摆可能维持至少一到两周。意大利的伦巴第大区和威尼托大区是其国内的重要经济区域，仅仅伦巴第大区就占全国GDP的22%，经济影响可见一斑。日本政府的“保守”应对已经被海外媒体诟病。日本政府的难处在于日本正在筹办奥运会，今年东京奥运会能否如期举办，目前仍然成谜。

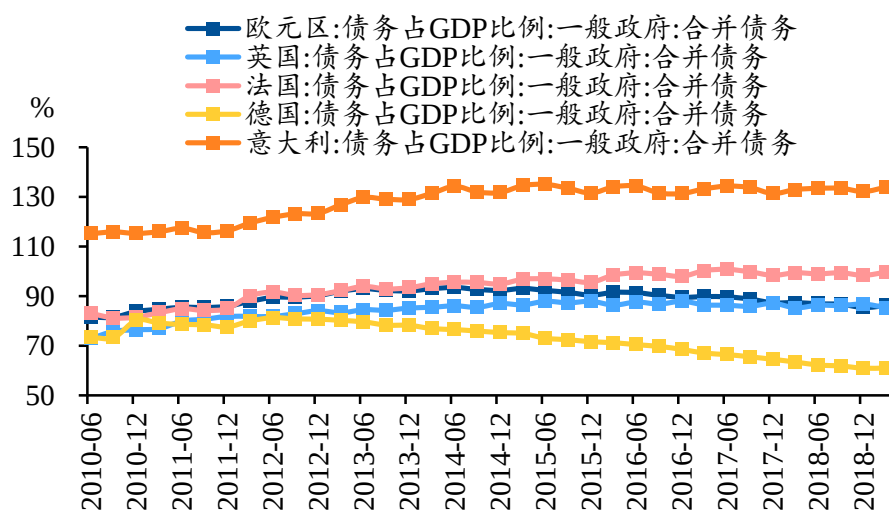
1.2 美欧日经济内在问题在疫情面前暴露

美国经济增长预期下调，日本衰退担忧加剧。当武汉政府于1月22日晚宣布封城消息时，美国市场普遍比较乐观。参考SARS经验，美国地理位置离疫情中心较远，传播难

度较高，而且美国是最早一批对我国实施旅游禁令的国家。因而，疫情初期的预测是美国经济增速将被拖累 0.1 个百分点。2 月 iMarkit 两大 PMI 超预期大幅下降，隐含的一季度 GDP 增速从 1 月的 2.0% 下降至 0.6%。其中，服务业中的旅游、餐饮和航空显得尤为悲观。日本的情况更为糟糕，消费税提升导致去年四季度 GDP 环比年化增速为 -6.4%。目前来看，日本的贸易出口大概率将受到冲击，而且还需要担忧自己国内的潜在疫情爆发，连续两个季度 GDP 负增长就意味着经济衰退。

意大利财政刺激有难度，欧盟内忧外患需团结。疫情爆发给了意大利实施积极财政政策的机会，但是意大利赤字率已经游走在《稳定与增长公约》规定的 3% 红线。2010 年以来，欧洲南部的英国、法国和意大利的总体政府负债水平平均逐年提高，尤其是意大利，其政府负债率甚至超过了 130%，是《稳定与增长公约》规定的两倍还多（图 2）。目前，欧盟对 2020 年预算争吵不休，根本问题是欧洲南北差异较大和财政政策由各个国家独立主导。英国脱欧成功后，计划推出财政刺激政策，预计在 3 月 11 日公布的英国政府预算中投资支出将大幅增加。由于老年化加剧和储蓄需求上升，欧洲北部国家对欧央行的负利率政策越发不满。另外，欧盟需要同时面对与美国及英国的两大贸易谈判。

图 2：南欧国家政府“爱花钱”，意大利债务水平让人担忧



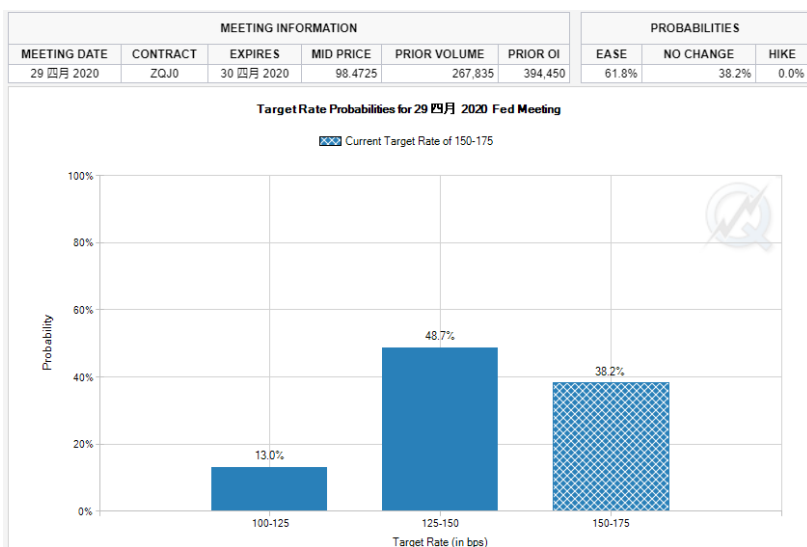
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 宽松预期和避险情绪升温

美联储降息概率上升，疫情全球蔓延的担忧将避险资产推至新高。近期，三大央行行长均表示会密切关注疫情变化。目前来看，美联储难以降息的理由有两点：一是疫情尚未在美国爆发；二是降息对供给端的作用有限，经济面临的是供应链断裂问题，而非需求不足的问题。但是，如果美股持续下跌和其他衰退信号出现，导致消费者信心受损和支出减少，美联储可能会有超预期宽松。截至 2 月 26 日，CME FedWatch 显示，4 月降息一次概率达到 61.8%，全年降息两次，与我们早前的预计一致（图 3）。投资者纷纷涌向避险资产：黄金价格连续多日收涨，美国 10 年和 30 年期国债收益率纷纷创下新低。即使疫情在一季度得到控制，未来经济恢复速度和全年经济增速下降程度等诸多不确定性将对避险

资产有所支撑。

图 3：4 月美联储降息一次概率大幅上升，12 月数据显示降息两次



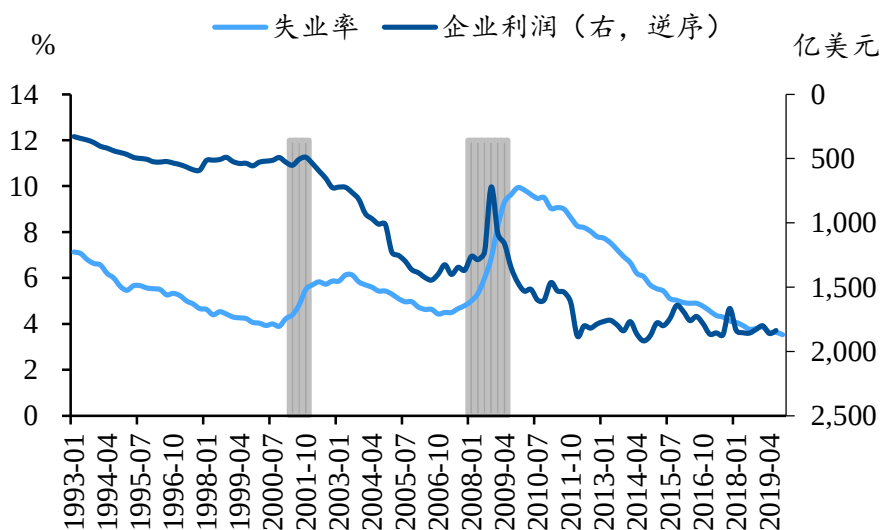
资料来源：CME，民生证券研究院

二、黄金的中期配置价值凸显

2.1 疫情影响可能不局限于短期，疫情后美国经济仍可能继续走弱

美国企业盈利停滞，经济增长全靠消费者支撑。美国政府债务问题一直令人担忧：2019 年公共债务增量占 GDP 比值大概率高于名义 GDP 增速，说明美国经济增长对举债依赖很高。其实，美国企业盈利规模在 2017 年开始就已经停滞，长达三年的盈利停滞使得企业更加难以满足劳动者的薪资增长需求（图 4）。在 2018 年一季度后，CEO 展望指数就开始持续下滑，与消费者信心指数处于高位形成巨大差距，到底是消费者过于乐观还是投资者过于悲观呢？密歇根大学消费者调查最新数据显示，消费者现状指数与预期指数继续收敛，现状指数已经连续两个月下滑，可能消费者对就业市场的感受并非失业率显示的那么乐观。

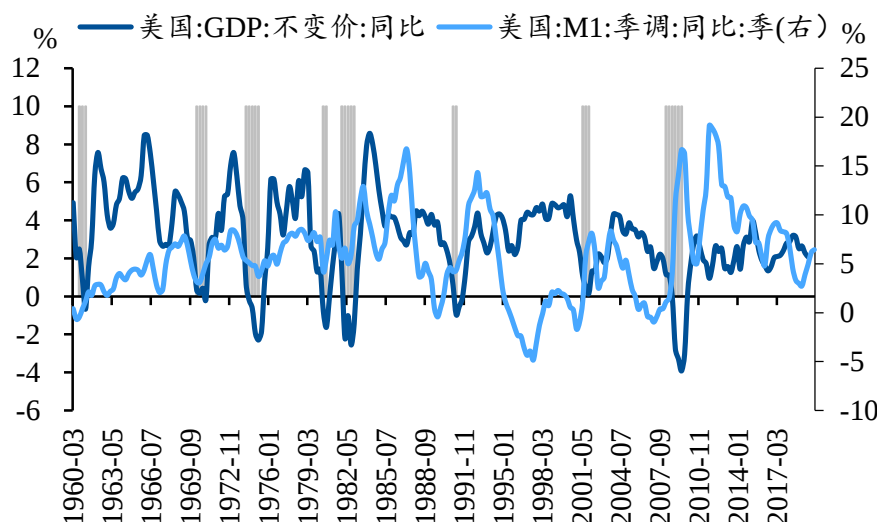
图 4：美国企业利润停滞，可能难以支撑劳动者薪资需求



资料来源：FRED，民生证券研究院

美联储降息节奏慢了半拍，扩表的本质是债务货币化。我们在《近期数据分化背后，美国经济没那么好》中提到，算上缩表规模，美联储在这一轮共加息 500BP 至 600BP，为上世纪 80 年代以来的最高值，尤其是长期中性利率处于下行趋势。直到确认制造业 PMI 和私人投资“衰退式”下滑以及收益率曲线倒挂以后，美联储于去年三季度开始连续三次降息。因而，美国 M1 增速才在同期触底反弹。参考前三次衰退经验，M1 增速底部与 GDP 增速底部存在一年以上的滞后，说明经济下行压力并未解除（图 5）。另外，2019 年 9 月隔夜利率大幅跳升，导致有效联邦基准利率跑出目标区间上限。背后的核心问题是银行系统现金储备水平处于低位，难以对国债交易进行结算：当需求远低于供给时，成交价格就可能飙升。在银行监管体系难以调整的大选年里，美联储不得不加大国债持有量，通过扩表来吸收财政部的国债发行和资金需求。

图 5: M1 底部领先于 GDP 底部一年以上, 美国经济反弹尚未到来



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.2 美国实际利率走低, 利好黄金

低通胀威胁美联储公信力, 宽松预期加强利好黄金。实际利率是名义利率和通胀预期的差值。虽然通胀预期疲软而且存在通缩风险, 但是只要名义利率下降更快, 实际利率仍会走低。由于 PCE 长期低于美联储的 2% 目标, 美联储对通胀率提升的乏力将会影响其货币政策的可信度。最新的 FOMC 纪要进一步突显美联储对低通胀的不满, 拉升通胀势在必行, 市场普遍认为降息门槛更低了 (图 6)。向后看, 如果 PCE 和通胀预期回升不及预期, 美联储可能会降息; 如果 PCE 和通胀预期回升较快, 美联储对高通胀的容忍程度较高, 加息可能性非常低。总而言之, 美联储的货币政策态度近乎于确定了实际利率只有走低一条道路, 对黄金价格构成显著利好。

图 6: 美联储拉升通胀的决心在加强

With regard to the postmeeting statement, members agreed that incoming data warranted a change in the statement's description of recent rises in household

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_6971

