

金信期货研究院

## 山重水复疑无路，柳暗花明又一村

胡悦

· 从业资格编号 F3050247  
· 投资咨询编号 Z0015667

联系人：胡悦

· 从业资格编号 F3050247

### 内容提要

**贵金属今年走势犹如“过山车”。**上半年受流动性冲击后，贵金属跳水式下跌，三季度受到全球“大放水”影响，金价创历史新高。然而，下半年疫苗带来的风险偏好回升，以及美国财政始终谈不拢的纠结状态导致金价逐级下跌。

**实际利率有望在二季度探底。**从目前疫情以及美国经济恢复的情况看，我们认为明年上半年美国经济复苏或在二季度疫苗使用后，大幅反弹，下半年主线则是以缓慢复苏为主。因此，通胀预期有望于二季度快速上行，达到阶段性高位。美联储购债速度不变，甚至不排除一季度可能加快购债进程，对于美债收益率将持续被压制。名义利率持续维持低位，通胀预期的快速拉升，将推动实际利率二次探底，金价有望再次大幅上涨。而疫苗使用后的通胀预期，预计高于今年8月初，金价将创新高。

**短期比特币难以取代黄金。**近期比特币有取代黄金的势头，但从历史走势看，比特币与黄金走势趋同，都具备避险以及抗通胀的特征。但比特币的受众群较小，相较而言，黄金是具有长期实际资本保值的防御性资产，并且受个人投资者青睐，明年黄金ETF将重新建构，投资需求仍将大幅推动金价上涨。明年美元处于走熊的周期概率较大，投资者为了对抗通胀以及货币贬值，预计资金将流入黄金市场。

我们认为，随着美元信用的走低，明年贵金属价格仍有望突破前高，尤其需要关注二季度，下半年将以震荡为主。伦敦金有望冲击2300美元/盎司关口，人民币兑美元汇率或进一步走高，内盘金价有望突破450元/克。白银弹性更大，有望冲50美元/盎司。

### 操作建议

贵金属上涨趋势不改，逢低做多

### 风险提示

美国经济恢复超预期、疫苗有效性不及预期、流动性问题再现。

请务必仔细阅读正文之后的声明



# 正文目录

## 目录

内容提要 .....	1
操作建议 .....	1
风险提示 .....	1
一、 行情回顾：黄金快速破新高后回落.....	3
二、 美国经济复苏中期，金银牛市未完待续.....	3
2.1 美国经济复苏爆发力有，持久性无 .....	3
2.2 居民收入增长不可持续，消费犹看二季度服务业.....	6
2.3 企业部门盈利能力存疑，年中谨防破产潮.....	9
三、 新官上任三把火，宽松仍为政策主线.....	11
3.1 新政收入看增税，支出聚焦基建 .....	11
3.2 财政缺口缩窄，新一轮刺激落实有望 .....	14
3.3 复苏中期+温和通胀，货币政策难收紧 .....	15
四、 弱美元周期，金价尤可期 .....	19
4.1 美国政府部门债务高企 .....	19
4.2 欧元区经济表现更优 .....	20
五、 黄金投资需求仍处于高位 .....	21
5.1 全球黄金投机需求回升 .....	21
5.2 全球黄金实体消费量预计上升 .....	22
六、 投资建议：黄金高位看明年二季度.....	23
七、 风险提示 .....	23

## 一、行情回顾：黄金快速破新高后回落

回顾 2020 年，贵金属行情可谓波澜起伏。上半年金价经历了暴跌之后的大涨，海外疫情爆发，流动性危机引发全球市场暴跌，金价一度跌破 1475 美元/盎司，10 年期美债收益率强势上涨，美股暴跌。全球央行进入“大放水”周期，8 月初，随着实际利率走低至-1.1% 附近，金价创下历史新高，伦敦金达到 2075.14 美元/盎司。

此后，贵金属价格持续受到疫苗的利好消息打压，美国财政刺激始终谈不拢，金银价格逐步下跌。四季度的全球市场逐步背离经济基本面的表现，尽管疫情仍在蔓延，但风险资产的相对收益率更大，避险资产均遭到市场抛弃，比特币反而受到追捧。11 月末，在疫苗利好消息以及美国超市场预期经济数据双重影响下，伦敦金跌至 1764 美元左右。市场的避险需求逐步减弱，美股三大指数均创下新高。金价与实际利率走势逐渐背离，美元也遭遇了黄金一样的境遇，跌破 90 关口。尽管市场通胀预期高企，但黄金丝毫没有展现其“抗通胀”属性，偏弱震荡，反观比特币则是突破 2 万大关。

图 1 TIPS 收益率与金价背离（右轴：金价：美元/盎司）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 2 美股再创新高（右轴：标普 500）



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

## 二、美国经济复苏中期，金银牛市未完待续

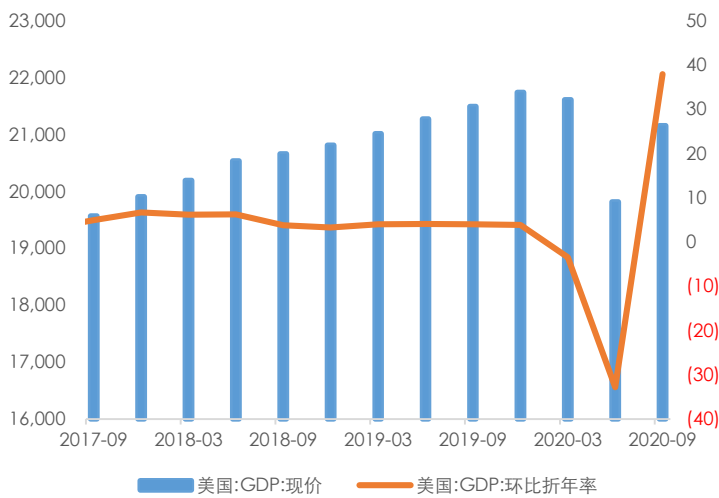
### 2.1 美国经济复苏爆发力有，持久性无

个人消费支出恢复缓慢拖累总体 GDP 增速。2020 年三季度，美国 GDP 环比增速高达 38%，GDP 恢复速度较快，主因美国三季度疫情有所好转，复工复产速度加快。但对比一季

度水平，美国经济仍未恢复到疫情前的水平，GDP 仍低于一季度两个百分点。分项上，个人消费、私人投资以及净出口均恢复正增长，尤其是净出口增速高达 34.6%，而私人部门的投资增速高达 17.6%，消费支出增速逊色于投资，为 9.9%，政府部门的支出和投资环比下滑 0.6%。进出口方面，服务增速仍然较差，而商品进口同比快速回升，甚至超疫情前水平，佐证了美国疫情未有好转，大量依靠进口。

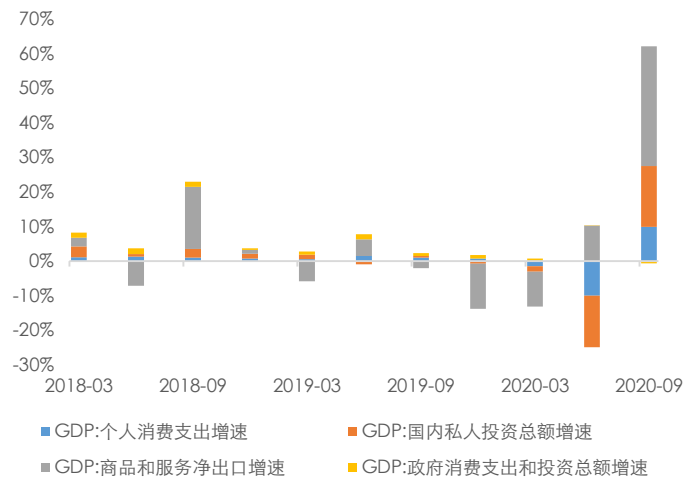
上半年经济复苏或再次探底，随后快速回升，下半年以缓慢恢复为主线。受疫情影响，四季度美国经济增速将回落，明年一季度经济复苏或出现负增长。按照疫苗在二季度大量投入使用推测，二季度后美国经济将快速恢复，下半年则是以缓慢复苏为基调。

图 3 美国三季度 GDP 仍未达到疫情前水平



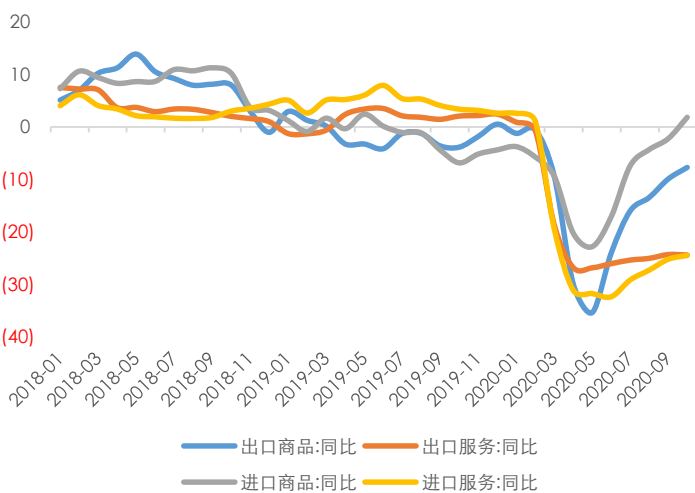
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 4 三季度除政府消费支出外其余环比增幅较大



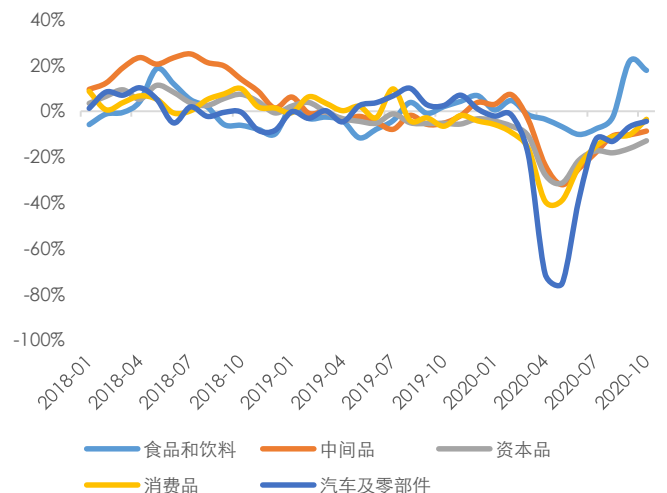
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 5 美国进出口同比情况 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 6 美国商品出口增速仅饮食恢复正增长

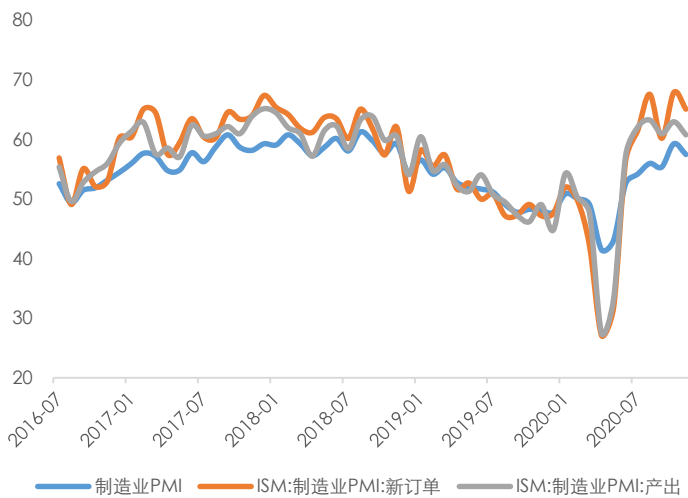


资料来源：Wind，金信期货研究院

**线索一：服务业复苏节奏快，制造业表现较慢。**制造业 PMI 恢复速度明显慢于非制造业，疫情对服务业的扰动较为短暂，而工业活动的恢复速度较慢。三季度后美国疫情再次爆发，非制造业复苏速度再次受到打击，而制造业的反应速度相对缓慢。从累库速度以及工业产能利用率上同样可以看出，6 月工业产出达到近期高位，供给快速回升，需求恢复开始放缓，批发商及零售商的库存逐步累积。

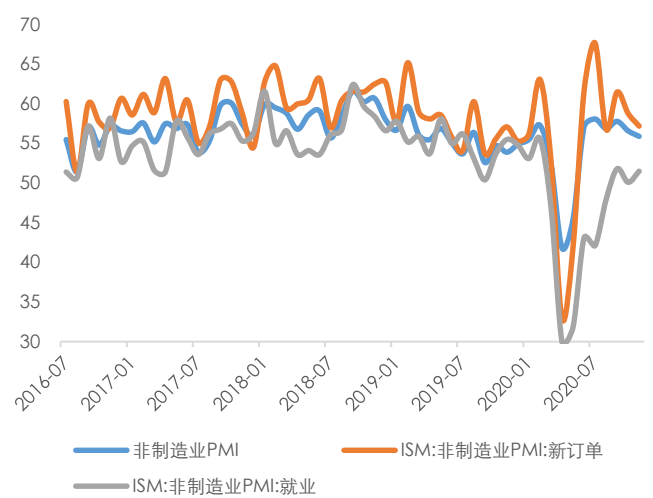
疫情对于消费的打击更为显著，同时恢复也更迅速，因此明年整体的消费及供给复苏情况视疫苗接种速度以及疫情恢复情况而定。我们认为在明年二季度疫苗全面接种，消费复苏的速度必然快于供给恢复的速度，其后则是供给增速加速而消费增速回落的情况。

图 7 制造业新订单 PMI 快速回升



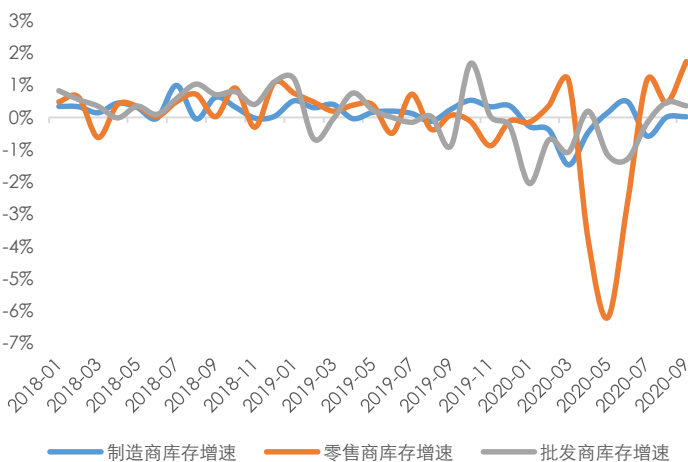
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8 非制造业 PMI 有所回落



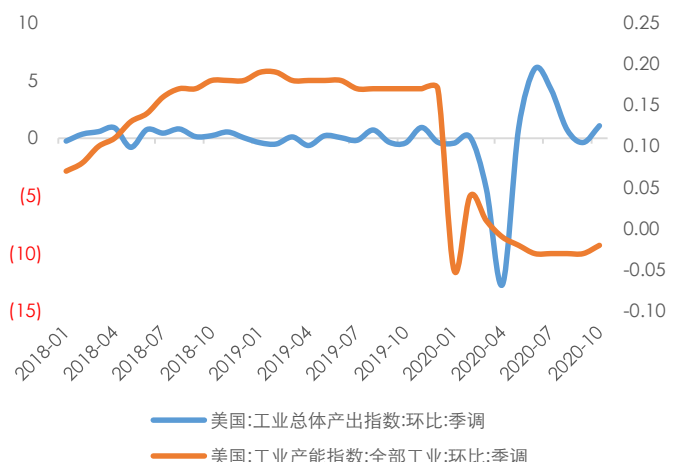
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 9 三季度零售商累库速度快



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 10 美国工业产出及产能利用率环比回升 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

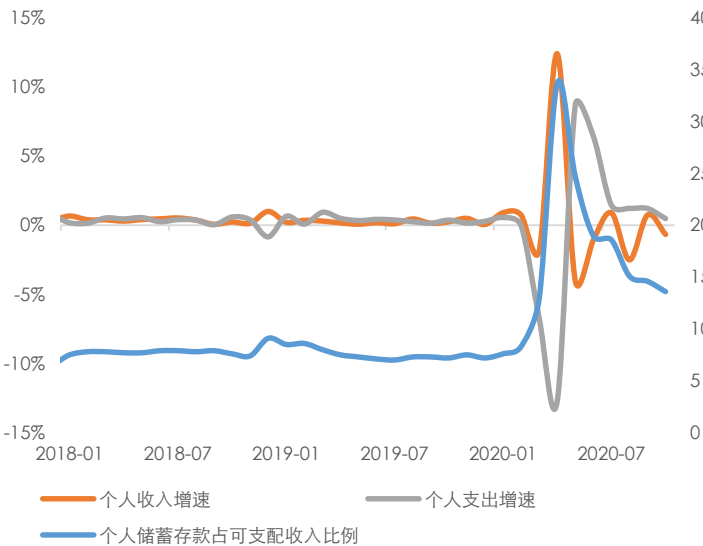
## 2.2 居民收入增长不可持续，消费犹看二季度服务业

**线索二：居民收入为一次性爆发式增长，消费难有持续性大幅反弹。**在“直升机式”撒钱后，4月美国收入增速达到历史高位后大幅下滑，二三季度大部分时间处于负增长，个人收入增速放缓，叠加个人支出增速高企，储蓄占比从4月份逐步下滑至13.6%，但仍然高于疫情前水平。个人消费的增速经历了4月的断崖式下跌后，迅速反弹至8.7%的高位，但今年疫情爆发后，个人消费支出仍然低于去年同期水平。

个人收入的增长主要来自于转移性收入，转移性收入的大幅度提升来自于政府的补贴以及失业救济金。三四季度，由于美国失业人数逐渐下滑，叠加财政刺激始终无法出台，失业救济金部分大幅度下降，该部分带来的个人收入的爆发式增长不具备可持续性。

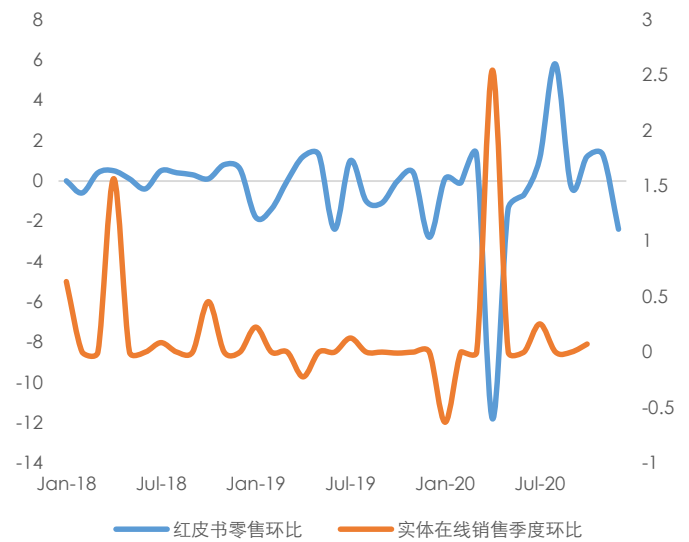
就业方面，11月中旬后的疫情三次爆发使得美国新增非农就业人数大幅度下滑，远低于前期市场的预期。尽管失业率下降至6.7%，但有部分美联储理事认为该数据偏离真实值，或在10%，与大萧条期间持平。失业结构方面，永久性失业的人数仍在增加。就业市场的恢复速度显著下滑，我们认为快速反弹期已经过去，疫情对就业影响深远，暂时性失业人数的大幅减少，后续该部分对就业增长推动油现，而永久性失业人数持续增加，将持续拖累就业人数的增加。

图 11 美国居民收入及支出增速大幅下滑



资料来源：Wind，金信期货研究院

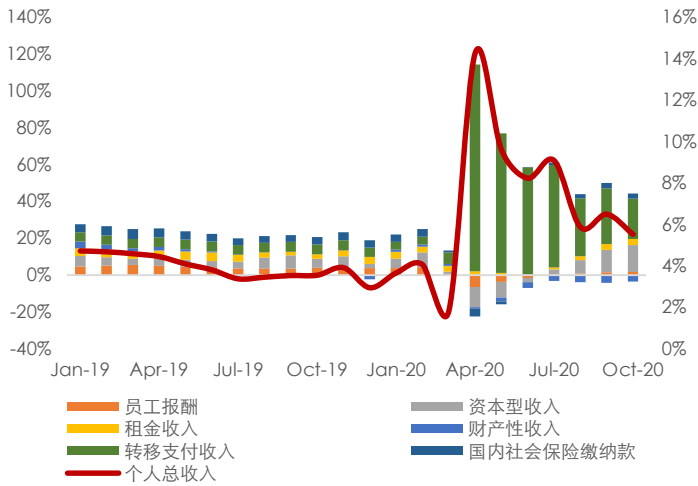
图 12 零售销售及线上销售均有所下滑 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

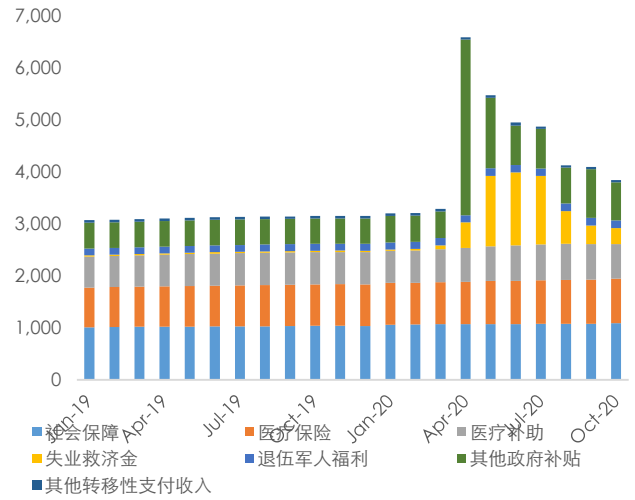


图 13 个人收入增长主要来自于转移性支付收入



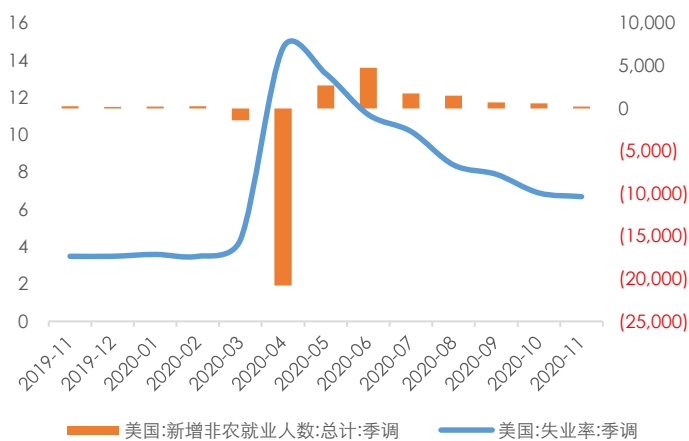
资料来源：BEA，金信期货研究院

图 14 转移性支付收入分项（十亿美元）



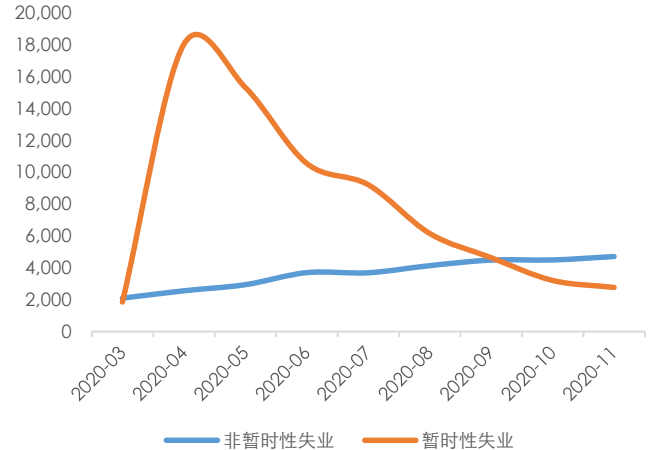
资料来源：BEA，金信期货研究院

图 15 美国新增非农人数大幅度下滑（右轴：非农：千人）



资料来源：Wind，金信期货研究院

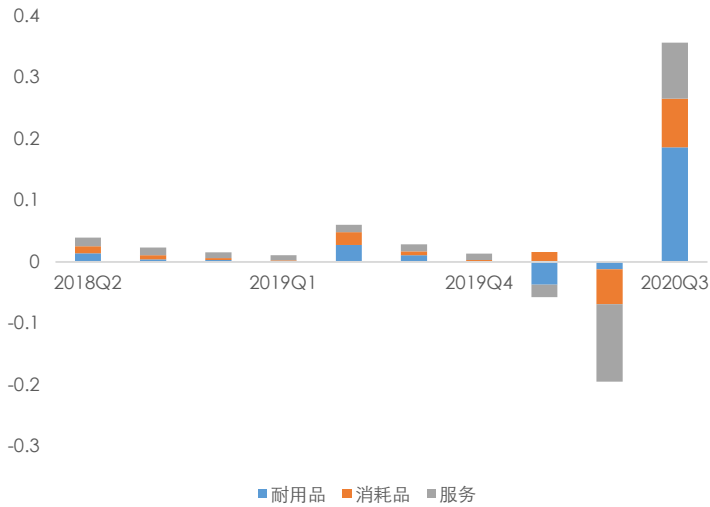
图 16 永久性失业人数仍在上升



资料来源：Wind，金信期货研究院

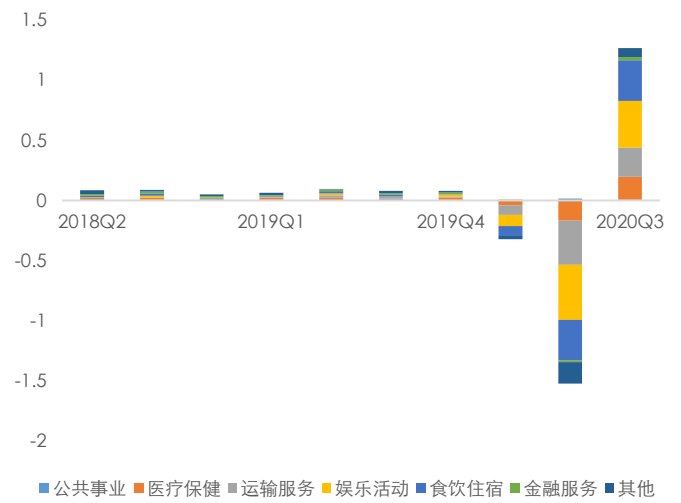
**线索三：个人消费看服务业恢复节奏。**个人消费方面，疫情改变了人们的生活方式，由于居家隔离的限制性，导致人们在耐用品上的花费大幅度走高，而服务方面的增速明显相对更慢，购物方式也转为线上实体的购买。明年消费能否继续持续增长主要依赖于居民何时能恢复正常的外出活动，一方面，耐用品的购买不具备可持续性，三季度大幅增长的耐用品消费主要为家用娱乐设施、家具装修类的一次性消费，因此耐用品消费支出在明年会有较大的下滑。服务性支出在二季度下滑速度最快，但恢复速度最缓慢，增长主要来自于娱乐活动以及外出的食宿，该部分消费受疫情影响最为严峻。在11月下旬美国疫情再次爆发的背景之下，预计明年一季度服务消费将再次呈现负增长，而疫苗接种后，该部分的消费将快速恢复，随后企稳。

图 17 美国三季度居民耐用品支出增速大幅提升



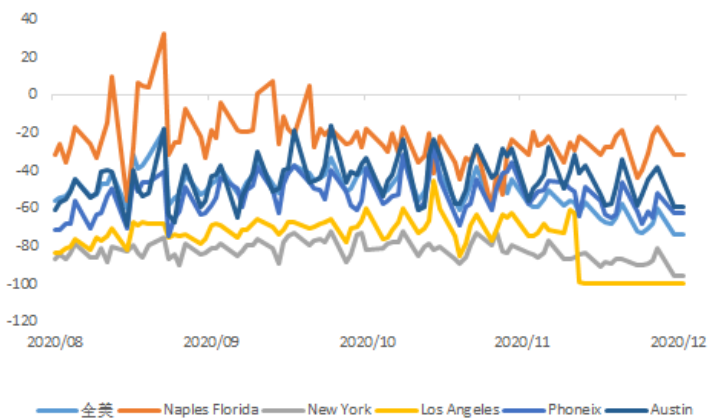
资料来源：BEA，金信期货研究院

图 18 三季度服务支出主要来自于娱乐活动



资料来源：BEA，金信期货研究院

图 19 美国 Opentable 餐厅线下预定指数



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 20 纽联储经济活动指数回升

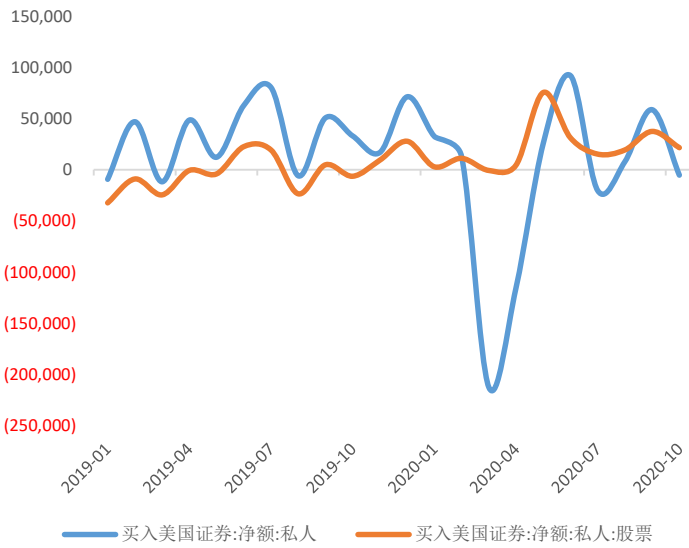


资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

**线索四：资产价格虚高，实际消费推动有限。**三季度美国 GDP 私人投资增速高达 17.6%，私人部门购买美国证券净额在 6 月达到今年高位，尤其是股票，下半年净额持续高于去年同期水平。财政刺激带来的“大水漫灌”不仅提振了居民部门的存款需求，同时推高了投资需求。随着 11 月美股三大指数突破新高，我们预计私人部门对于证券的投资将继续增加。另一方面，疫情提振了美国房市的需求，20 个大中城市的房价环比指数不断升高，9 月突破近几年高位，达到 1.24%。美国的“租房”文化或受疫情影响，逐步提升对于房地产的需求。整体而言，私人部门收入增大，更多的倾向于对资产的投资及购买，这也是推动资产价格上涨的主要原因，无疑对个人消费支出有所打压。

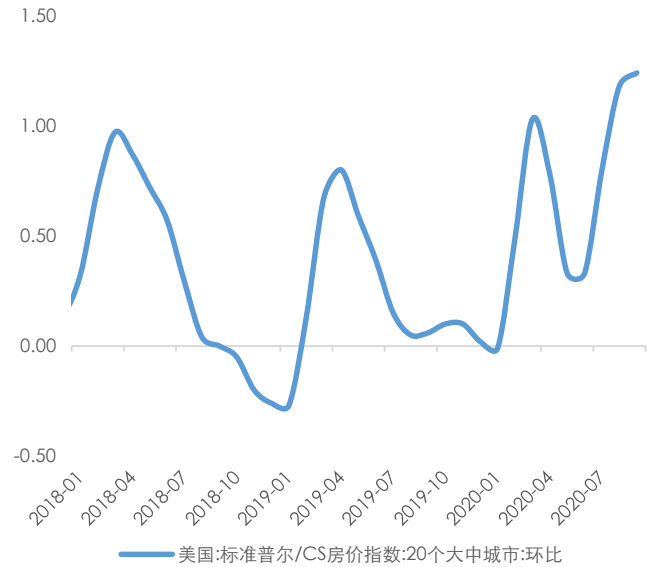


图 21 美国私人部门买入证券大增（百万美元）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 22 房价指数大幅升高（%）



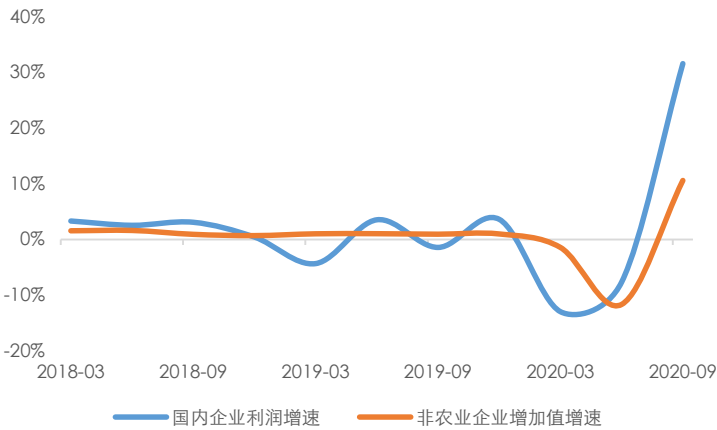
资料来源：Wind，金信期货研究院

### 2.3 企业部门盈利能力存疑，年中谨防破产潮

**线索五：企业部门的盈利能力仍以爆发为主调，恐有破产风险。**三季度企业部门利润大幅上升主要源于政府扶持。经历了一季度企业利润大幅下滑后，美国企业在三季度利润呈爆发式增长，而非农业企业的增加值增速相对缓慢，三季度逐渐转正。由于2020年8月前，美联储为帮助中小企业设立薪资保障计划小额贷款，向企业发放大量贷款，三季度末非金融部门的企业债务减少，同时短期债务占比有所回落，且低于疫情前期水平。

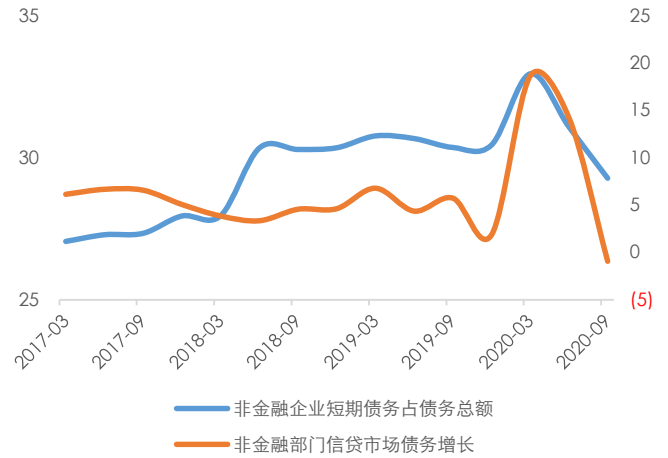
**企业部门快速盈利不具备可持续性。**PPI 环比增速明显放缓，三次疫情爆发对于服务需求的再次下滑使得服务业 PPI 环比显著下降，PPI 环比的下滑不利于企业利润恢复。受疫情严重影响的主要是中小型企业，11月美国中小企业的乐观指数同样出现下滑。

图 23 三季度企业利润环比大幅上升



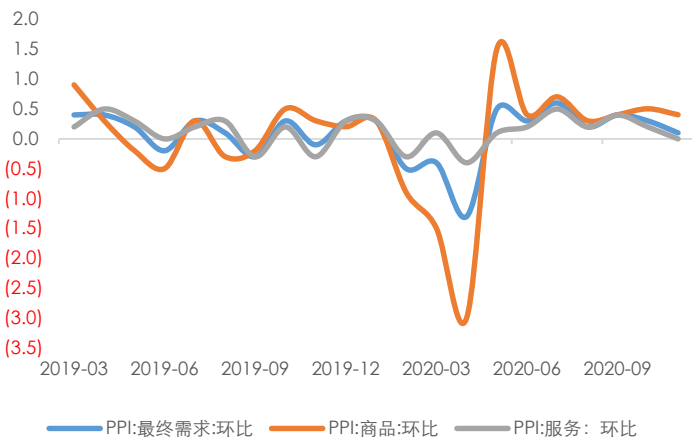
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 24 三季度企业债务大幅下滑 (%)



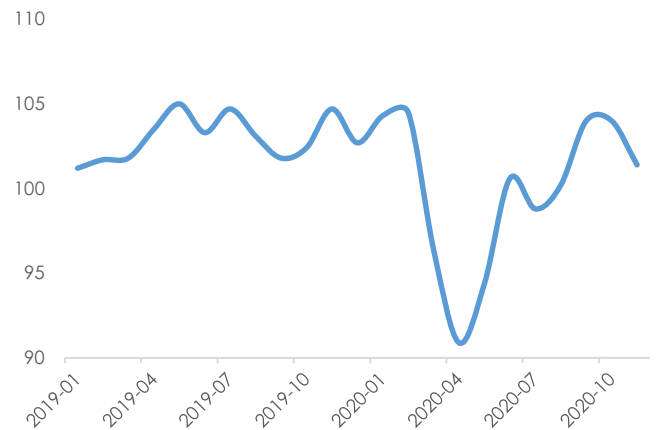
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 25 美国 PPI 环比下滑



资料来源：Wind，金信期货研究院

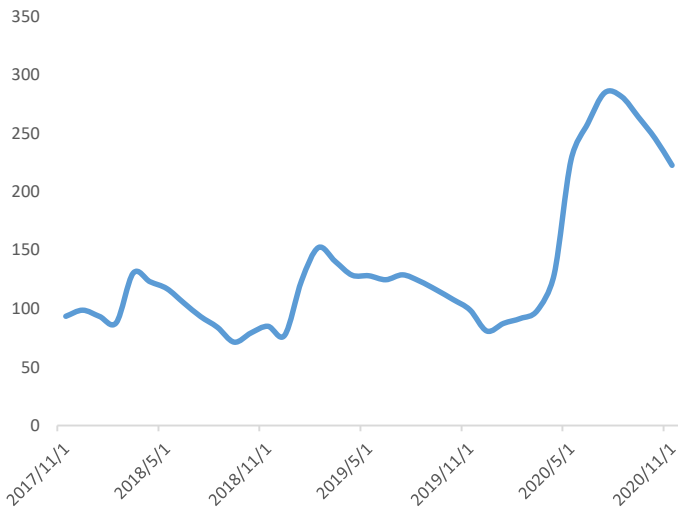
图 26 中小企业乐观指数显著下滑



资料来源：Wind，金信期货研究院

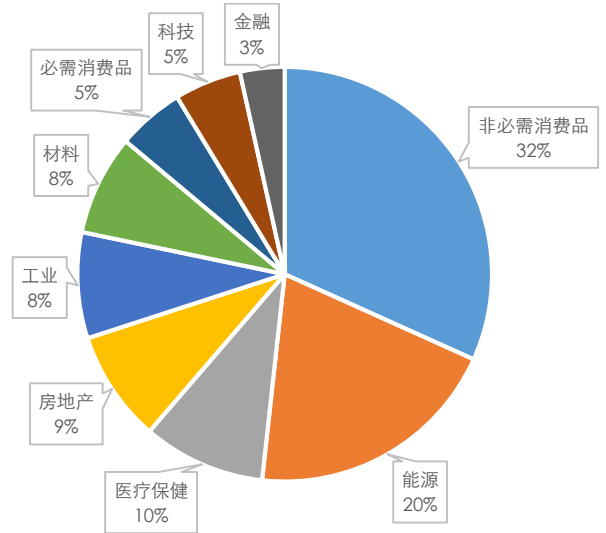
企业部门破产数量高企，下一轮看 2021 年年中。8 月美国企业破产指数达到近期高位，中小企业受到美联储扶持，破产数量有所下滑。但美联储的信贷便利大部分仍然停留在商业银行，同时对中小企业能够提供借贷的资质要求较高，因此破产指数在三季度并未出现大幅下跌。非必需消费品及能源企业的破产数量占据一半，三季度非必需品的消费大增，而企业破产仍无法避免。今年的 PPP 扶持大部分在 8 月前发放，根据协议规定，明年年中起中小企业需要开始还款，若企业仍无法偿还债务，则年中或有另外一轮的破产潮。

图 27 美国企业破产指数大涨



资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 28 破产企业中非必需消费品占比较高



资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

**美国经济快速反弹看二季度，看服务业。** 总体而言，我们认为在二季度疫苗能有效全面接种的背景下，美国经济将迎来强势反弹，尤其是对服务业的需求将推动经济增长，与今年三季度类似。下半年由于个人收入，以及公司盈利能力的不可持续，经济复苏将变得迟缓。

## 三、 新官上任三把火，宽松仍为政策主线

### 3.1 新政收入看增税，支出聚焦基建

**新政能否落实不确定性较大。** 目前拜登正式当选美国下一届总统基本成定局，从拜登的竞选政策看，税改、政治联盟以及种族平等是其主要的政治主张。对于经济方面，核心是财政刺激、税改以及基建计划。优先级方面，拜登的过渡团队公布了其目前核心关注的四个方面，抗击疫情、经济复苏、种族平等以及气候变化。经济复苏方面包括了对州和地方政府提供援助、扩大失业救济金的规模以及再次提供主街贷款等。经济复苏的主要收入为增税的税收收入，主要投入为基建。

拜登提出的 2 万亿基建计划侧重于清洁能源，包括推广新能源汽车等。其基建计划包括现代基础设施，例如公交车、5G 等；推广新能源汽车，包括加快电池研究、充电站的建设；创造百万个清洁电力就业机会；加快建设 150 万套公共住房以及在清洁能源的创新上进行投资。而清洁能源与传统能源利益相悖，共和党的优势州为传统能源生产地，这将有损共和党的利益。我们认为 2 万亿的基建计划通过的概率较小，两党或难就此达成一致。

图 29 拜登过渡团队政策重点在于经济复苏以及种族平等

应对策略	
抗击疫情	确保每个美国人能进行免费的、可靠的检测
	解决个人防护用具问题
	帮助学校、中小企业以及家庭度过难关
	投资 250 亿美元在疫苗的制造以及分发
	保护年迈以及高风险人群
	防范传播风险
经济复苏	对州和地方政府提供援助，确保教育工作者、消防员等不被解雇
	扩张失业救济金规模
	再次提供主街贷款
	让人们可以迅速回到工作岗位
种族平等	在管理、培训、高等教育上提供平等的机会
	确保收入报酬的平等
	加强美联储在种族经济差距上的关注度
	促进多样化人群在联邦政府机构的关键岗位上就业
气候变化	重建美国基础设施
	在美国汽车行业新增 100 万就业岗位
	提供零排放的公共交通设施

资料来源：拜登过渡团队官网，金信期货研究院

图 30 拜登竞选政策

政策	
税收	将公司所得税从 21% 调至 28%，跨国公司的海外收入税率为 21%，个人所得税从 37% 调至 39.6%
医改	扩大医保覆盖范围至低收入人群、提供类似 Medicare 的新医疗保险选择、增加税收抵免的价值以降低保费
	提供可负担的高质量医疗，降低医疗系统复杂性
	限制制药公司权力、废除可以规避药企与保险公司谈判的法规
	扩大避孕手段获得途径，保护宪法规定的堕胎权力、对社区卫生中心的投资增加一倍
金融监管	或收紧流动性和银行资本要求
	加强多德-弗兰克金融改革法
	制定有关汽车贷款、发薪日贷款和学生贷款的规则
	加强消费者金融保护局执法，打击欺骗性贷款行为
外交政策	加强多边谈判的方式进行国际合作，重返巴黎气候变化协议、WHO
	崇尚全球化，自由贸易，反对“单边关税战”
	有意取消对华加征关税、倾向于联合盟友围堵中国、在香港、台湾等问题方面对中国展开对抗
	提高难民接纳率、增加以就业为基础的移民签证的数量

资料来源：拜登竞选网站，金信期货研究院

根据 CRFB 官网估算，2021 财年两院的财政预算为 1.298 万亿美元，尽管部分分项仍然存在差距，但是总体规模持平，较 2020 财年实际执行的规模高 0.01 万亿美元。根据各大智库对于美国 2021-2030 年的增税测算，平均值在 3.44 万亿美元，每年平均为 0.34 万亿美元。若增税正式通过，增税收入完全可以覆盖财政预算规模的小幅增加。然而，共和党长期提倡减税政策，因此增税政策通过的概率也需要打一个问号。

**图 31 2021 财年两院财政预算（十亿美元）**

	FY20 实际水平	众议院 FY21 计划	参议院 FY21 计划
农业部	23.5	24	23.3
商业，法律，科学	70.7	71.5	71.1
国防	622.7	626.2	627.3
能源开发	48.3	49.6	51.8
金融服务和一般政府	23.8	24.6	24.1
国家安全	50.5	50.7	52.6
环境保护	36	36.8	35.8
劳工局	183	182.9	184.5
立法机构	5	5.3	5.3
军队建设	103.5	102.6	100.2
外交	46.7	47.9	47.2
运输	74.3	75.9	74.8
总计（万亿）	1.288	1.298	1.298

资料来源：CRFB，金信期货研究院

**图 32 各网站对 2021-2030 年税收变化的预测（十亿美元）**

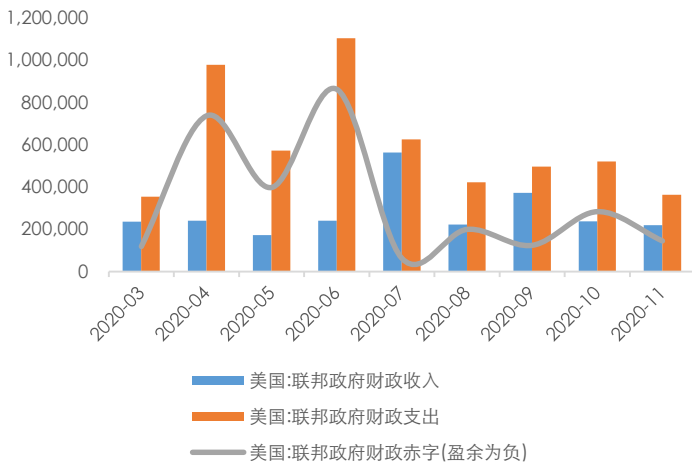
		TPC	TF	PWBM	AEI	平均
企业	提高企业所得税至 28%	1051	1306	1088	1297	1185.5
	全球账面收入超一百万美元的公 司，设定最对 15%税率	203	318	227	160	227
	提高海外分公司收入税率至 21%	290	303	323	310	306.5
个人	高收入人群所得税增值 39.6%	148	151	153	100	138
	高收入小企业主	177	197	208	212	198.5
	超高收入人群资本利得税率参照 普通收入税率	469	503	382	379	433.25
	高收入人群的逐项抵扣上限为 28%	284	357	263	312	304
	高收入人群社保按 12.4%征收	820	808	1035	797	865
其他		377	0	67	281	181.25
合计		3333	3673	3396	3352	3438.5
/GDP		1.28%	1.41%	1.31%	1.29%	1.32%

资料来源：TPC,TF,PWBM,AEI，金信期货研究院

### 3.2 财政缺口缩窄，新一轮刺激落实有望

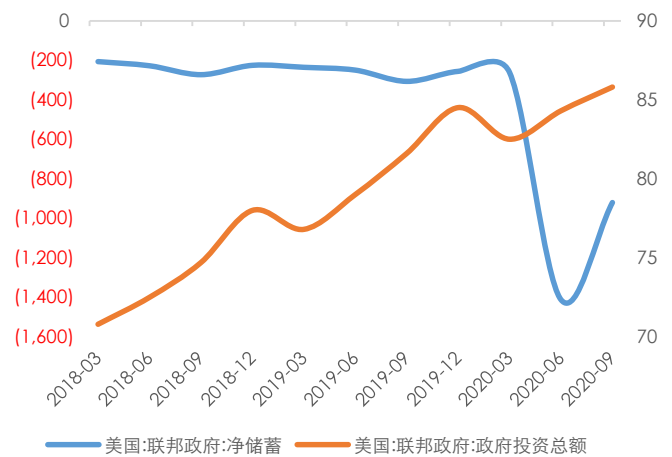
财政赤字有所缩窄，有利于实施新一轮刺激计划。由于今年3月美国政府推出2.2万亿Cares法案以及个人所得税缴纳有所推迟，导致二季度财政赤字缺口大增，联邦政府的储蓄净额创下历史新低。7月美国居民缴纳个人所得税后，财政收入增幅较大，财政赤字有所缩窄，同时净储蓄开始回升。财政赤字的缩窄有利于后续财政刺激计划的推出。

图 33 美国财政赤字有所下滑



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 34 美国联邦政府储蓄缺口有所缩窄



资料来源: Wind, 金信期货研究院

财政刺激法案大概率年底推出。从7月中旬一直洽谈至今的财政刺激，在美国大选尘埃落定，以及11月中旬后美国疫情三次爆发的背景下，两党对其的差距越来越小。不论参议院多数席位最终花落谁家，我们认为财政刺激法案正式推出的概率较大，并且在今年年底之内落实有望。主因美国的疫情没有得到良好的控制，同时停工停产的可能性小，财政刺激迫在眉睫。

图 35 财政刺激谈判规模

	共和党参议院	共和党+民主党	参议院+白宫
失业救济金	200 亿 (每周 600 美元)	1800 亿 (每周 300 美元)	400 亿 (每周 600 美元)
刺激支票	无	无	1500 亿、600 美元支票
中小企业支持		3180	2880
州和地方政府援助		1050	2420
其他		1120	1980
总计	5550 亿	9080 亿	9160 亿

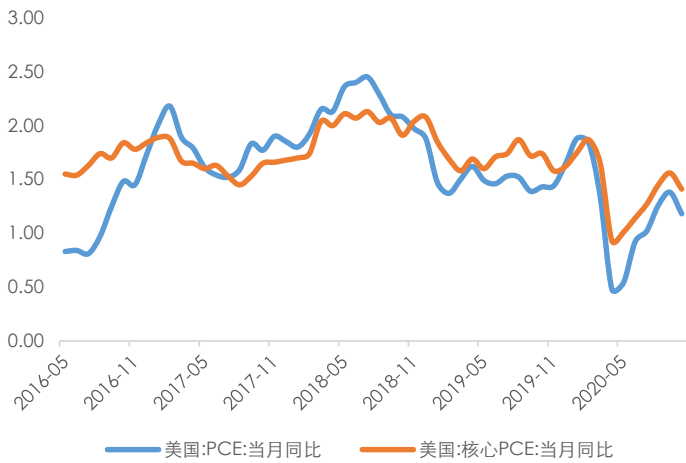
资料来源: CBO, 金信期货研究院



### 3.3 复苏中期+温和通胀，货币政策难收紧

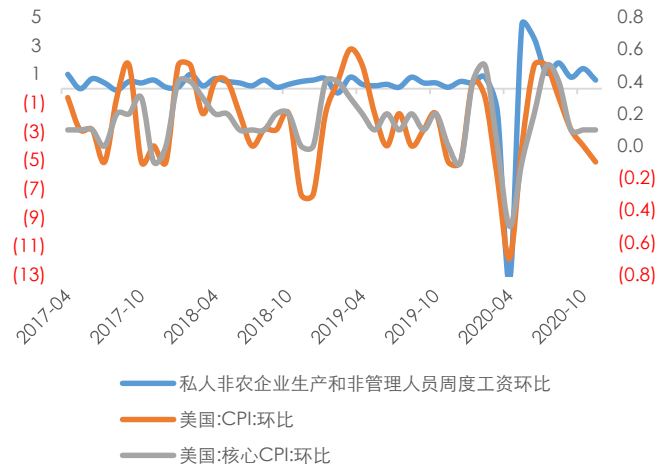
**明年大概率温和通胀。**三季度美国 PCE 再次出现回落，CPI 的统计口径中，占比较大的是服务型通胀，其次是商品型通胀。尽管受到政府的扶持，居民收入增幅较大，但整体 CPI 仍处于低位。CPI 的环比转正一方面是能源价格上涨带来的上行，推动了市场的通胀预期。在经济复苏部分我们提到，经济的复苏主要看疫苗的接种情况，以及对于服务的需求，而此部分占 CPI 权重的 60%左右。明年二季度疫苗的大量推行后，服务需求有望恢复较快，带动通胀上行。但目前 TIPS 收益率并未出现大幅上升，我们认为明年主要以温和通胀，较难有高通胀，全年 PCE 均值在 1.8%左右。

图 36 美国通胀再度回落 (%)



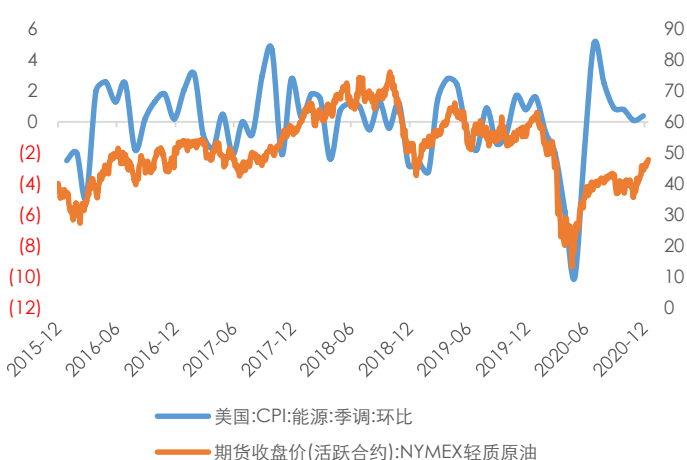
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 37 收入增加并未带动 CPI 大幅上升



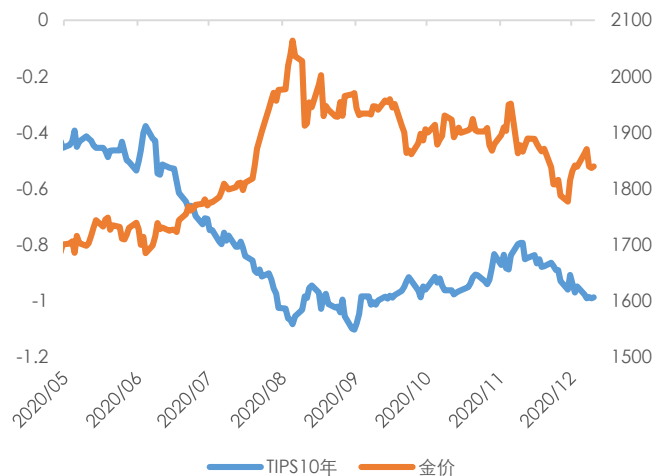
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 38 能源价格上涨带动 CPI



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 39 TIP 收益率仍有所下滑

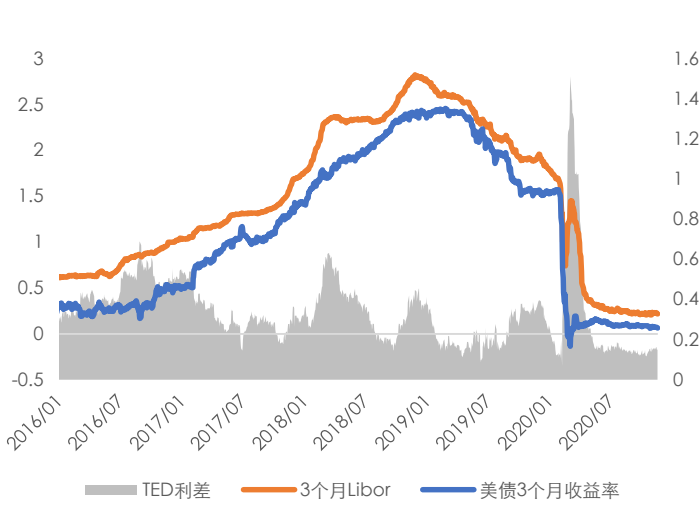


资料来源：Wind，金信期货研究院

**流动性有所收紧，美联储扩大中央银行流动性互换规模。**5 月后，离岸美元的流动性有所缓解。随着美联储不断购债，短端美债收益率持续被压制在 0.3% 下方，年底甚至小幅下滑，而 3 个月 Libor 有所抬升，流动性小幅收紧。本月美联储议息会议有意扩大央行流动性互换。

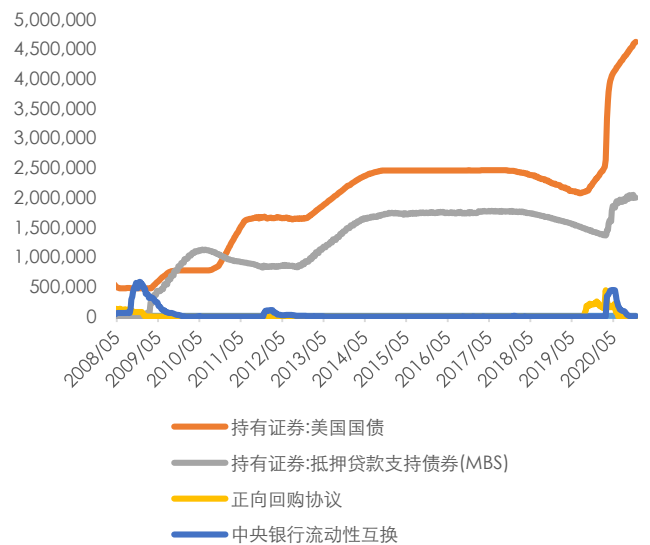
**通胀预期或在一季度探底，随后上行。**疫苗利好消息频出，短期通胀预期大幅抬升，2 年期 BEI 与 10 年期 BEI 差距大幅缩小，十年期盈亏平衡利率小幅走高。由于美联储大量购债，美债收益率持续被压制，预计长期美债收益率将仍然维持在低位。通胀预期方面，三次疫情或使得美国经济再次出现下滑，通胀预期或在明年一季度探底，在疫苗正式大量投入使用后，通胀预期有望再次被推升至高位。

图 40 流动性小幅收紧



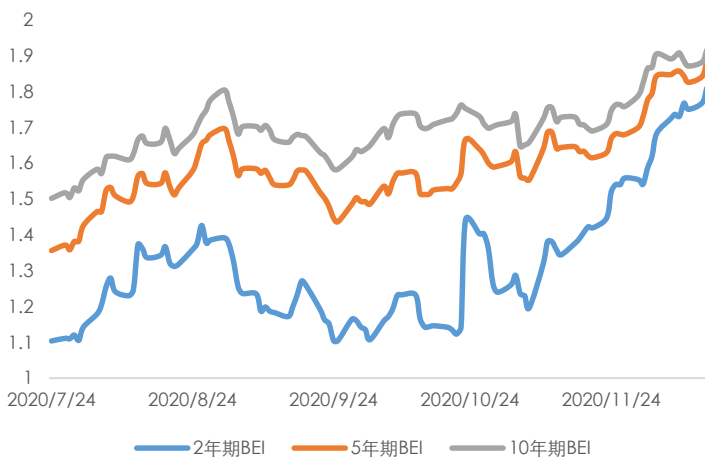
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 41 美联储资产负债表不断扩大



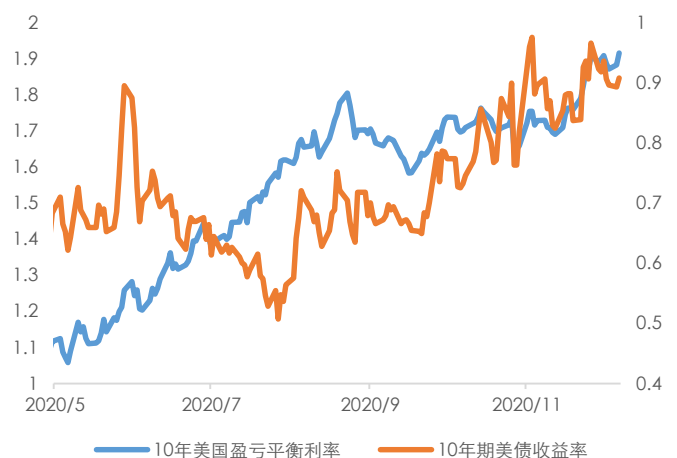
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 42 短期通胀预期大幅上行 (%)



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

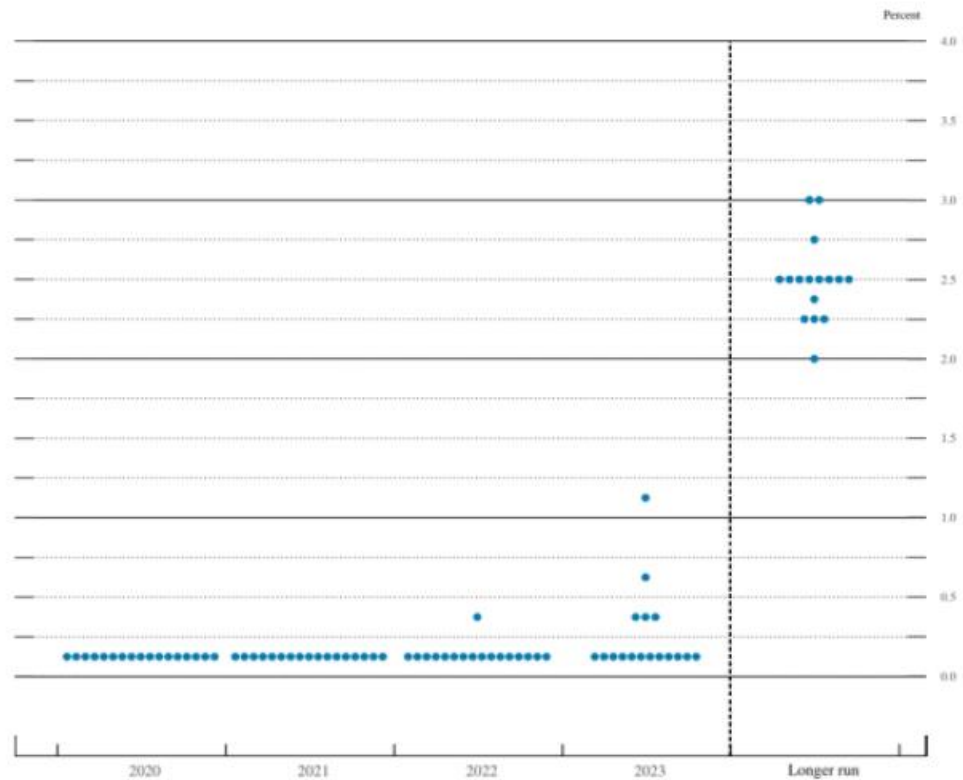
图 43 通胀预期推动美债收益率上升 (%)



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

12 月的 FOMC 会议上，美联储公布了未来三年的利率点阵图，点阵图显示，美联储预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底。两位美联储政策制定者预计联邦基金利率将在 2022 年从零水平上调。对比 6 月公布的点阵图，2023 年加息的概率变大，同时长期的加息力度大于 6 月预测的加息力度，但明年加息的概率基本为 0。

图 44 美联储点阵图显示加息大概率在 2023 年



资料来源： 美联储，金信期货研究院

**货币政策宽松不改，名义利率维持低位。**12 月的 FOMC 会议上，美联储维持目前的购债速度，但同时鲍威尔表示不排除后续会加大购债的速度以及规模。尽管美联储上调了 GDP 增速以及失业率，但通胀预期维持不变，甚至下调了核心 PCE 的预期，我们认为明年发生恶性通胀的可能性低，基本以温和通胀为主。目前疫情的再次爆发蔓延，将对经济复苏形成压制，不排除一季度美联储会加大购债力度，从而大幅压制名义利率。

图 45 美联储议息会议概要对比

		2020.9	2020.11	2020.12
经济回顾	经济活动及劳动力市场	新冠疫情的大流行在美国和全世界造成了巨大的经济困难，近几个月的经济活动和就业有所回升，但仍远低于年初水平	新冠疫情的大流行在美国和全世界造成了巨大的经济困难，近几个月的经济恢复速度有所放缓，总体的经济活动及就业仍远低于年初水平	新冠疫情的大流行在美国和全世界造成了巨大的经济困难，近几个月的经济恢复速度有所放缓，总体的经济活动及就业仍远低于年初水平
	家庭消费和企业投资	整体金融状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	整体金融状况维持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	整体金融状况维持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动
2020 年经济预期	GDP 增速	-3.7	将在 12 月调整经济前景展望 (SEP)，新增两项有关风险和不确定性的评估以及演绎	-2.4
	失业率	7.6		6.7
	PCE	1.2		1.2
	核心 PCE	1.5		1.4
利率		联邦基金目标利率区间维持在 0-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 0-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 0-0.25%
通货膨胀		需求疲软和油价下跌抑制了消费价格通胀	需求疲软和前期油价下跌抑制了消费价格通胀	需求疲软和前期油价下跌抑制了消费价格通胀
对未来利率调整的前瞻指引		Fed 力求实现最大就业率、并在一段时间内力争使通胀率适度高于 2%，以便使长期平均通胀率达到 2%，而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。Fed 希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。Fed 维持零下线目标区间，直到就业市场达到最大就业目标和通货膨胀已上升至 2%，并希望在一时间内略超 2%	Fed 力求实现最大就业率、并在一段时间内力争使通胀率适度高于 2%，以便使长期平均通胀率达到 2%，而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。Fed 希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。Fed 维持零下线目标区间，直到就业市场达到最大就业目标和通货膨胀已上升至 2%，并希望在一时间内略超 2%	Fed 力求实现最大就业率、并在一段时间内力争使通胀率适度高于 2%，以便使长期平均通胀率达到 2%，而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。Fed 希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。Fed 维持零下线目标区间，直到就业市场达到最大就业目标和通货膨胀已上升至 2%，并希望在一时间内略超 2%
资产负债表规模		在接下来几个月中，Fed 将至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量，以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件，从而支持信贷流向家庭和企业。	在接下来几个月中，Fed 将至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量，以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件，从而支持信贷流向家庭和企业。 <b>OMO 将继续提供大规模的隔夜和定期回购协议操作以支持短期的美元融资市场</b>	在接下来几个月中，Fed 将至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量，以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件，从而支持信贷流向家庭和企业。 <b>每月至少增持 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS</b>

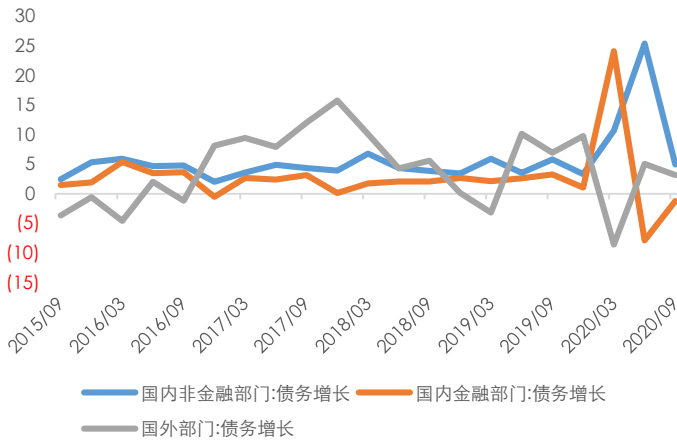
资料来源：FED，金信期货研究院

## 四、弱美元周期，金价尤可期

### 4.1 美国政府部门债务高企

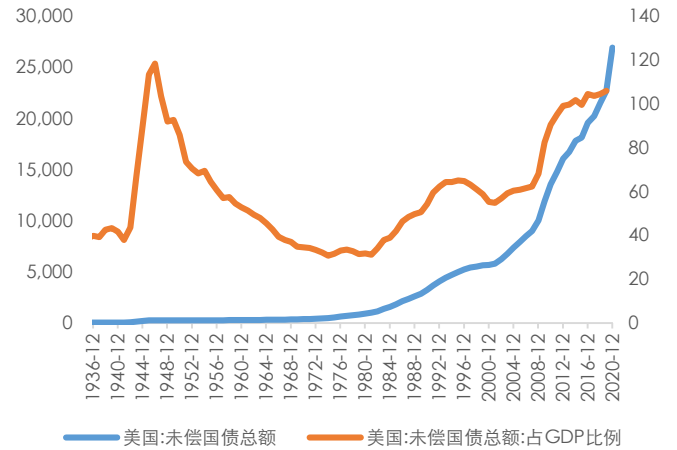
**美国债务规模占比或超 08 年金融危机水平。**美国国内金融部门债务增速从低位反弹，非金融部门的债务增速仍处于正增长，受疫情冲击，美国整体债务高企。四季度未偿国债的增速开始加快，而 GDP 增速预计仍处于负值，1946 年，未偿国债占比 GDP 达到 118% 的历史高位，2019 年在 106% 左右，随着 2020 年未偿国债的快速上升，以及 GDP 下滑，我们认为债务规模或达到 1946 年的高位，甚至创新高。财政预算赤字占比的预期超过 08 年金融危机，而 09 年的财政赤字比重超 9%，在今年大放水的背景下，预计 2021 年或超 2009 年水平。

图 46 美国国内金融部门债务增速反弹 (%)



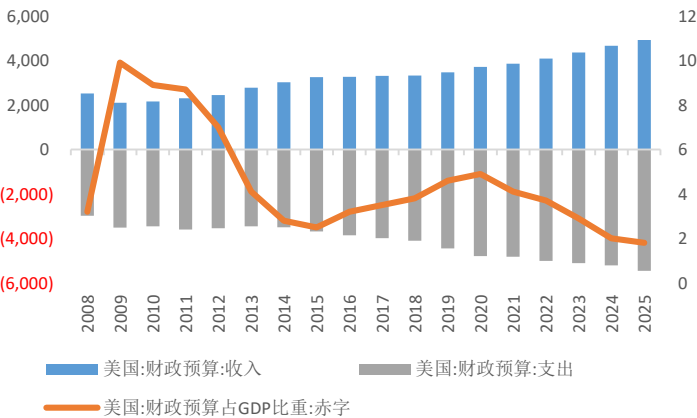
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 47 美国政府债务占比 GDP 接近历史高位



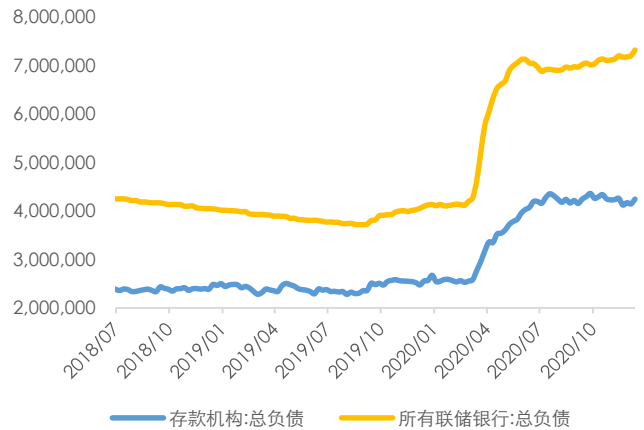
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 48 美国财政预算赤字占比 GDP 大增 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

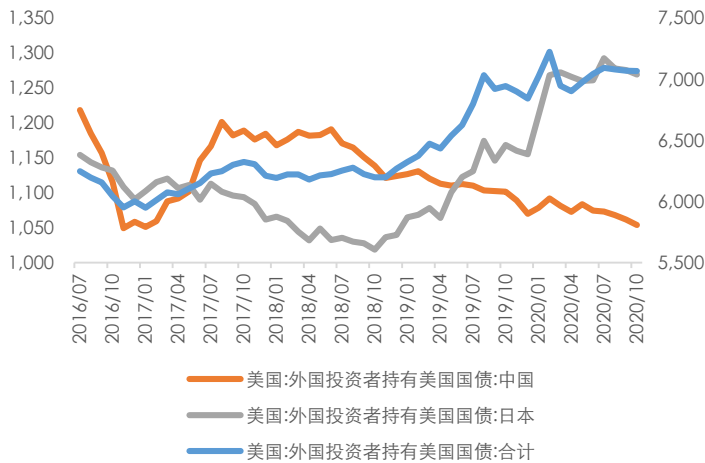
图 49 所有联储银行总负债不断增加 (百万美元)



资料来源：Wind，金信期货研究院

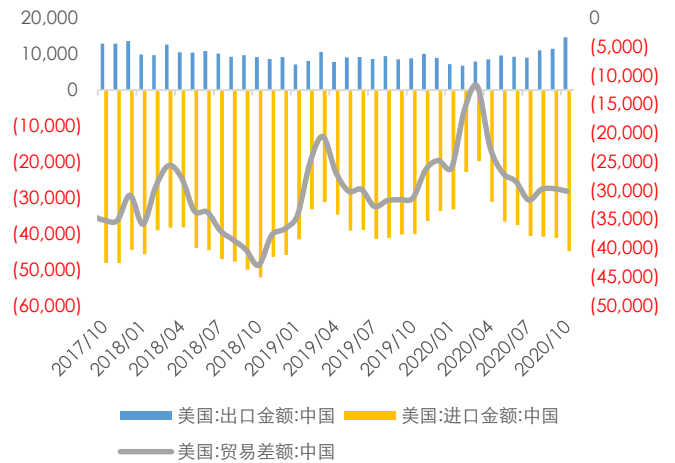
**非美央行或大幅抛售美债，加重美国偿债压力。**由于中国疫情恢复快速，自中国出口至美国金额不断扩大，中美贸易差额扩大叠加美元贬值，中国大幅抛售美债。此外，日本作为持有美债数量第一的国家，其持有量也出现下滑，总体非美央行持有美债数量从高位回落。由于美元信用受损，国外投资者的持有数量预计在明年有所下滑，美联储或加快购债的规模以此压低名义利率。美国政府债务的不断扩大，以及名义利率的抬升加大美债的偿债压力，我们认为美元信用下降较为确定。

图 50 中国持有美债大幅下滑（十亿美元）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 51 中美贸易差额迅速扩大



资料来源：Wind，金信期货研究院

## 4.2 欧元区经济表现更优

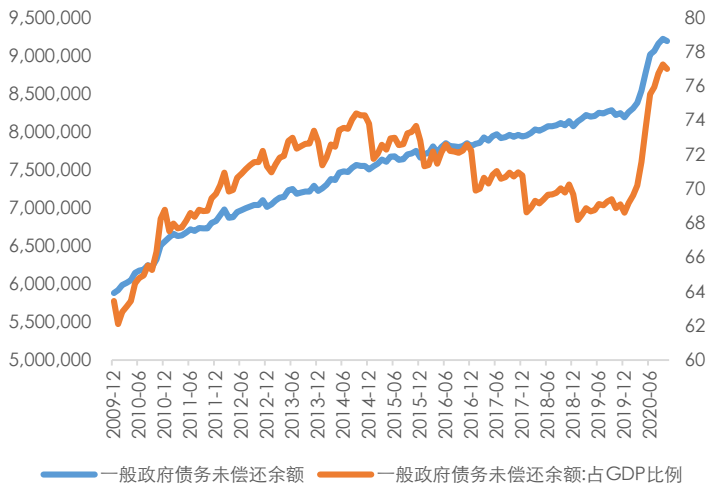
欧元区债务占比 GDP 出现下滑，同时未超过 78%，相较于美国，欧元区的债务占比低；同时，欧元区财政盈余占比 GDP 高于美国。相较于上一轮全球金融危机，美国在此次的疫情中债务规模更为庞大，欧元区的债务规模增速相对缓慢。

四季度，欧洲应对疫情爆发采取了再次停工停产的措施，而美国仍处于复工进程。从近期花旗银行意外指数看，近期欧洲的经济复苏情况远好于市场预测，而美国则截然相反。同时，欧洲 CPI 当月同比走平，停工停产使得欧洲疫情有所缓和，经济复苏并未出现大幅度的下滑。反观美国，疫情仍未出现好转，而经济复苏速度明显下滑。我们认为，随着疫苗的大量使用，欧洲的经济复苏或快于美国。

从债务规模以及经济复苏的情况看，欧洲或强于美国，经济复苏的“欧强美弱”或再次对美元指数施压，弱美元周期概率大。

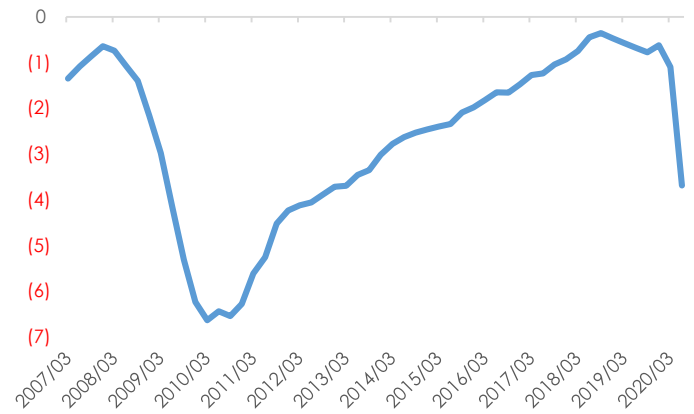


图 52 欧元区债务占比 GDP 有所下滑 (%)



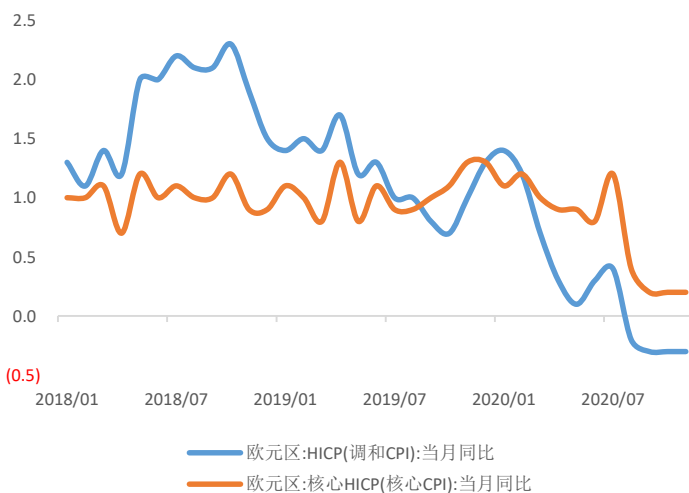
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 53 欧元区财政盈余占比 GDP (%)



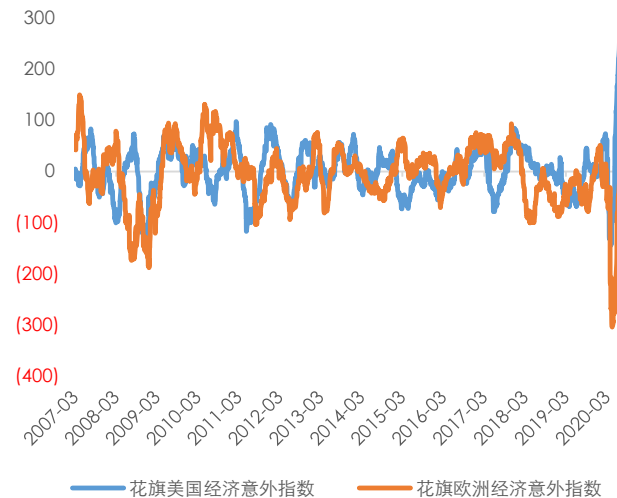
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 54 欧元区 CPI 当月同步走平 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 55 欧洲经济恢复远超预期



资料来源：Wind，金信期货研究院

## 五、 黄金投资需求仍处于高位

### 5.1 全球黄金投机需求回升

全球黄金 ETF 持仓量大幅增加，尽管三季度持仓量有所下滑，但持仓量较年初已增加 30.4%。Comex 黄金的非商业头寸净持仓止跌反弹。目前黄金的投资需求有所下滑，但投机需求开始反弹。我们认为，在明年温和通胀的背景下，黄金的投资需求仍然高涨，有助于推动金价上涨，叠加黄金投机需求的上升，金价有望大幅上涨。

图 56 SPDR 黄金 ETF 持仓量大增 (盎司)



资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 57 Comex 金投机净持仓上升 (张)

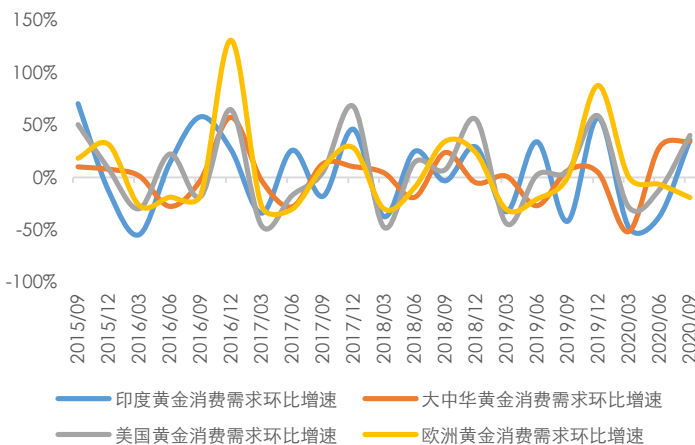


资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

## 5.2 全球黄金实体消费量预计上升

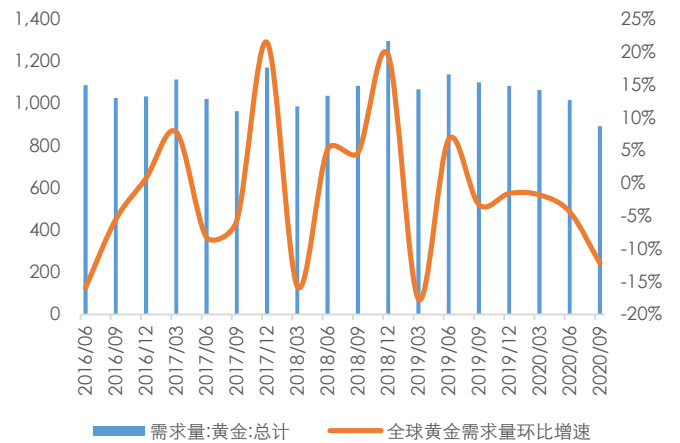
受疫情影响, 全球对于黄金的实体需求环比大幅下滑, 尤其是印度和中国两大黄金实体消费大国。三季度, 随着疫情的缓和, 主要黄金消费国的实体需求有所回升。中国、印度以及美国对于黄金实体需求的环比高达 40%。随着明年疫情的缓和, 我们认为实体需求将进一步回升, 支撑金价走高。

图 58 各地区黄金实体消费需求有所上升



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 59 全球黄金需求量下滑



资料来源: Wind, 金信期货研究院

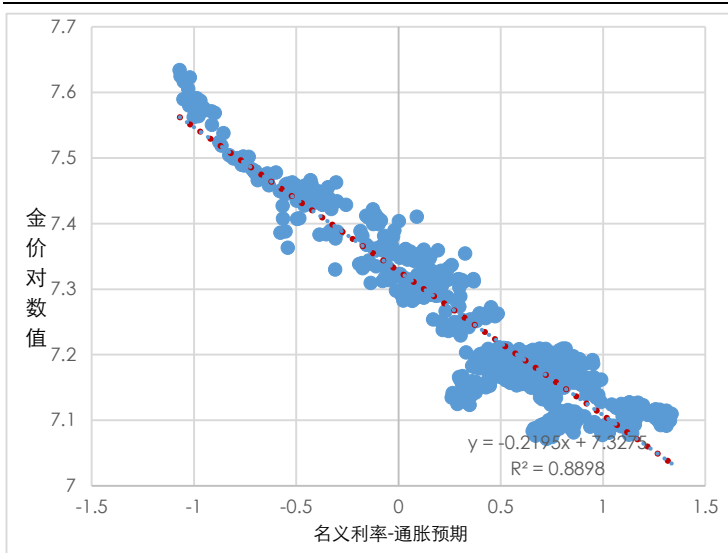
## 六、投资建议：黄金高位看明年二季度

**实际利率有望在二季度探底。**从目前疫情以及美国经济恢复的情况看，我们认为明年上半年美国经济复苏或在二季度疫苗使用后，大幅反弹，下半年主线则是以缓慢复苏为主。因此，通胀预期有望于二季度快速上行，达到阶段性高位。美联储购债速度不变，甚至不排除一季度可能加快购债进程，对于美债收益率将持续被压制。名义利率持续维持低位，通胀预期的快速拉升，将推动实际利率二次探底，金价有望再次大幅上涨。而疫苗使用后的通胀预期，预计高于今年8月初，金价将创新高。

**短期比特币难以取代黄金。**近期比特币有取代黄金的势头，但从历史走势看，比特币与黄金走势趋同，都具备避险以及抗通胀的特征。但比特币的受众群较小，相较而言，黄金是具有长期实际资本保值的防御性资产，并且受个人投资者青睐，明年黄金 ETF 将重新建构，投资需求仍将大幅推动金价上涨。明年美元处于走熊的周期概率较大，投资者为了对抗通胀以及货币贬值，预计资金将流入黄金市场。

我们认为，随着美元信用的走低，明年贵金属价格仍有望突破前高，尤其需要关注二季度，下半年将以震荡为主。伦敦金有望冲击 2300 美元/盎司关口，人民币兑美元汇率或进一步走高，内盘金价有望突破 450 元/克。白银弹性更大，有望冲 50 美元/盎司。

图 60 金价与实际利率高度相关



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 61 比特币与金价走势



资料来源：Wind，金信期货研究院

## 七、风险提示

美国经济恢复超预期、疫苗有效性不及预期、流动性问题再现。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾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。

## 免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！