

■
黄金短期观点——黄金的“变”与“未变”：

黄金在短期内面临着一个“变”与一个“未变”，改变的是流动性危机基本已经结束，未变的则是油价尚未走出低位区间。从美元现金中释放的流动性将会支撑其价格的重新走强，而从3月底到现在我们确实看到了金价的再次上扬。但油价的走低仍将侵蚀其部分涨幅空间，短期内预计黄金将维持偏强震荡。

■
黄金中期观点——全球处于低利率和高财政赤字环境：

在流动性泛滥的时代下，核心发达国家均处于低利率甚至是负利率的环境当中。此外，全球各国为了对冲疫情所带来的经济损失，陆续推出各项财政刺激方案，在高额的政府债务压力下，预计货币政策需要配合维持低利率以降低政府的还债成本，也就是说全球正处于加强版的低利率和高赤字环境中，黄金趋势性上涨的大方向预计不会改变，中期具备配置价值。

■
08年金融危机时期的黄金走势回顾：

黄金总共经历了4个阶段，1) 阶段1：经济衰退预期刚刚升温，黄金处于上涨期；2) 阶段2：流动性危机隐现，黄金处于普跌期。3) 阶段3：流动性危机缓解，从美元现金中释放的流动性推动金价出现修复性行情，但此时由于油价处于寻底阶段，美债隐含通胀预期仍在低位。4) 阶段4：油价触底反弹，通缩预期缓解，在全球低利率的推动下，黄金进入了长达3年的上涨期。

■
黄金投资机会：

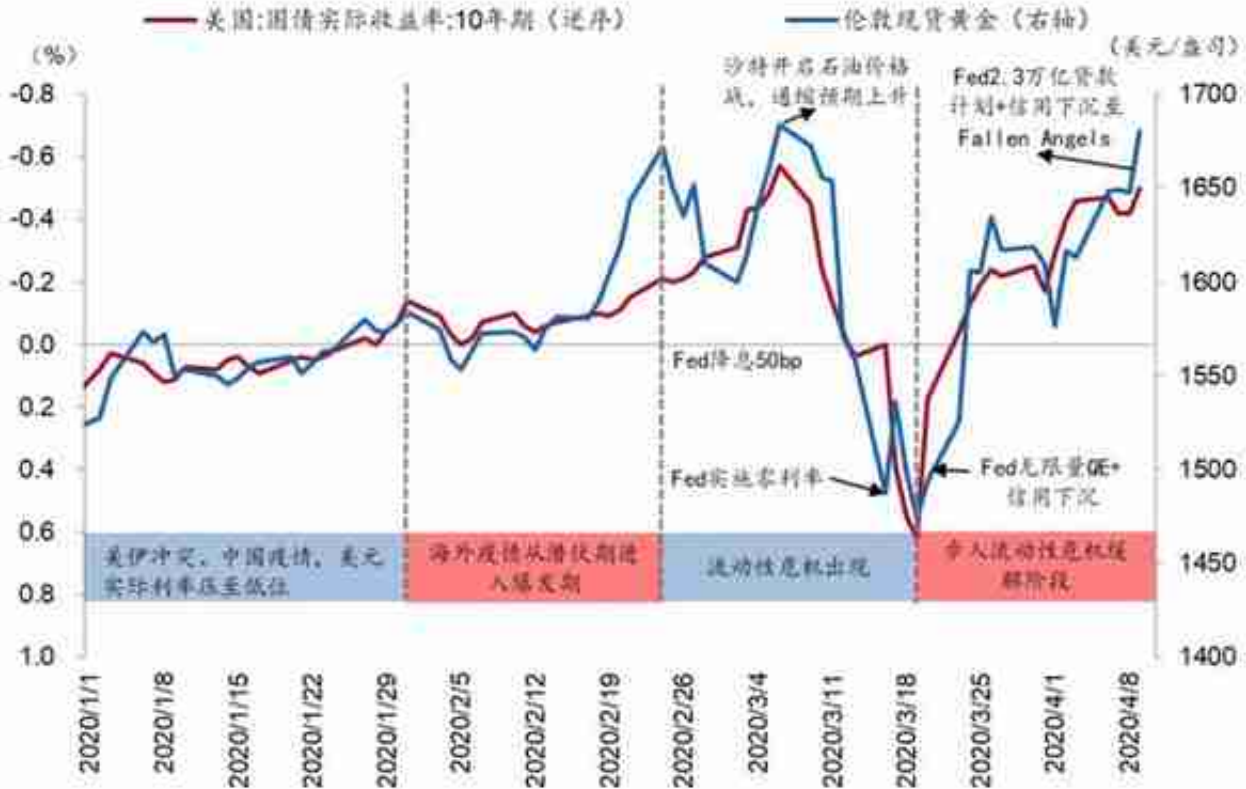
今年的黄金走势类似于08年的缩放版，我们目前仍处于阶段3的金价修复期当中。未来随着需求侧预期逐渐改善，油价触底上涨，通缩预期降低，在全球低利率环境的孕育下黄金有望逐渐从阶段3走向阶段4，年内预计有趋势性上涨机会，目标价初步上看至1800美元/盎司。投资标的可考虑实物金、黄金ETF和黄金股等相关资产。

■
风险提示：

短期风险集中于流动性危机是否会再次爆发，若风险资产下跌和金融机构流动性再次形成负反馈，黄金不排除会出现新一轮的阶段性的急跌；中期风险集中于美联储是否会在下半年经济修复后立马重回加息通道，这样可能会导致美债名义利率上行速度快于隐含通胀预期上行速度，实际利率出现上涨，黄金牛市终结。但以目前的政府债务压力来看，这种可能性还暂时较低。

正文

在全球低利率环境的孕育下，预计从18年3季度开启的黄金牛市仍将继续，黄金具备中期配置价值，目标价初步上看至1800美元/盎司。投资标的可考虑实物金、黄金ETF和黄金股等相关资产。



资料来源：Wind、招商银行研究院

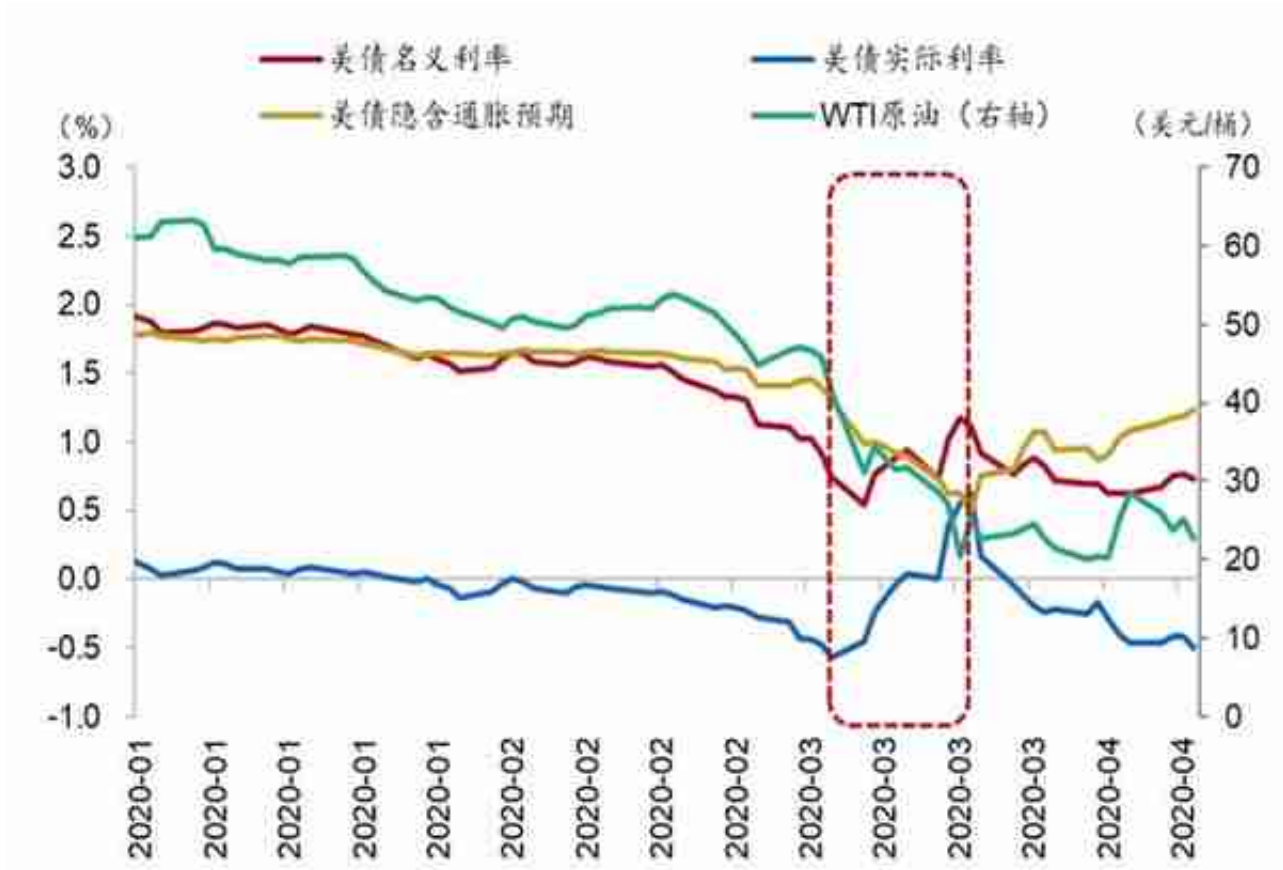
值得注意的是，黄金在3月出现急跌，我们认为背后的逻辑因素有两点：第一是流动性危机。在疫情的负面冲击下，风险资产的跌幅不断加深，资产管理机构面临不断增加的产品赎回（Redemption）和保证金追缴（Margin Call）的需求，短时间构成巨大的现金压力。为兑换流动性，资产管理机构的无差别抛售导致黄金和其他资产出现普跌。

第二则是油价暴跌下的通缩预期上升。3月初因OPEC+减产谈判破裂，沙特发起的石油价格战导致油价出现断崖式下跌，美债利率隐含的通胀预期亦随之快速下行，实际利率因此走高，黄金作为其负向映射出现急跌。

随着美联储释放了海量流动性，上述两个因子对黄金的影响正在起变化，黄金在短期内面临着一个“变”与一个“未变”，改变的是流动性危机基本已经结束，未变

的则是油价尚未走出低位区间。

图 2：3月美国投资级信用债ETF资金净流出



资料来源：Wind、招商银行研究院

(二) 美元流动性正在缓和

为避免流动性危机演化为金融危机，美联储于3月下旬开启了一系列史无前例的流动性投放以及信用下沉操作，包括无限量QE、提供高达2.3万亿美元的额外贷款、开启购买企业债的工具通道（PMCCF和SMCCF）等。美联储的系列操作实现了相当程度的信用下沉，也是直击本次危机痛处的流动性投放操作，美国企业债信用利差已从高位回落。

从其他流动性指标来看，美元流动性紧张已经显著缓和。Libor-OIS利差已经逐渐从前期高位回落，离岸互换市场中的美元流动性紧缺问题在美联储跟海外主要央行建立临时美元流动性互换协议后基本恢复正常，而美联储向商票市场的流动性投放（CPFF工具）亦推动了商票3M利差的回落。综合来说，美联储采取的积极措施已

经在各项指标中显示出有效性，美元流动性正在逐步缓和，因流动性告急而导致的无差别抛售已经结束。

对于黄金来说，从美元现金中释放的流动性将会支撑其价格的重新走强，而从3月底到现在我们确实看到了金价的再次上扬。

图 4：Libor-OIS利差高位回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

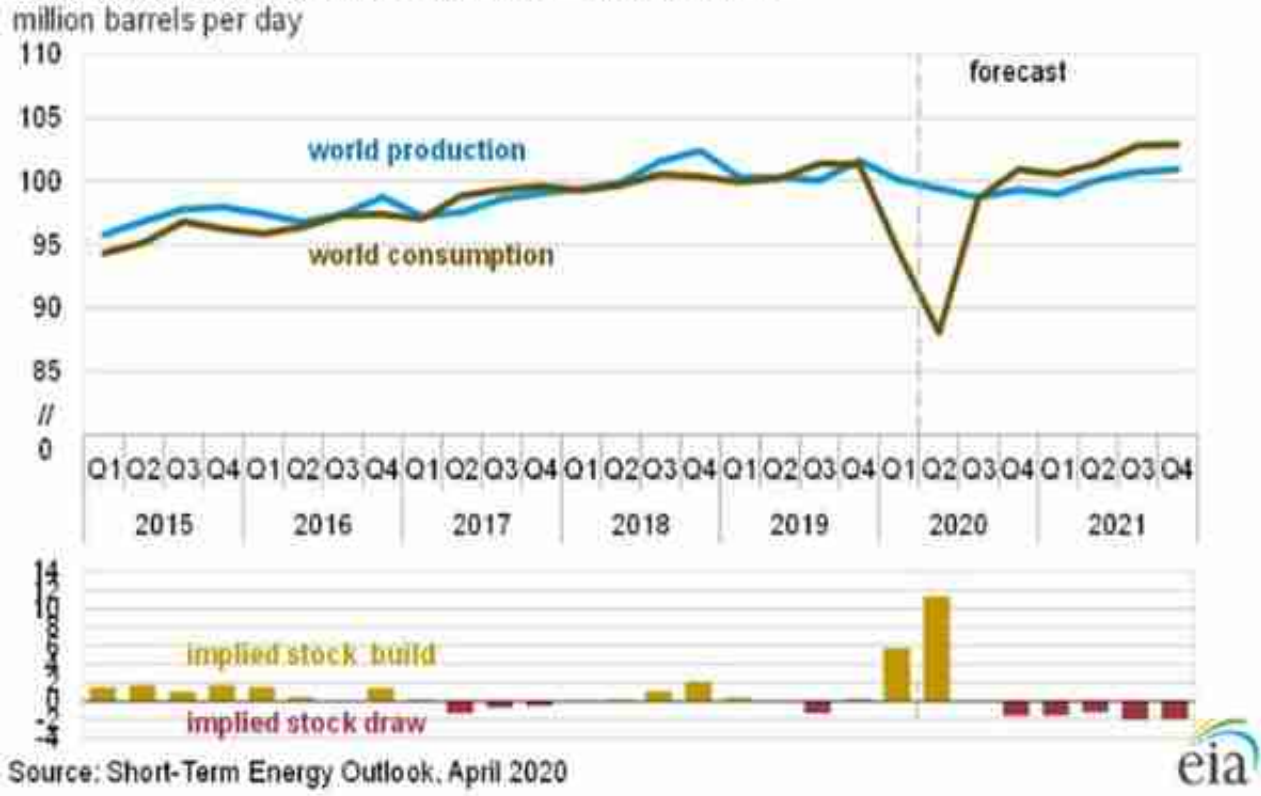
(三) 油价尚未走出低位区间

但影响黄金急跌的另外一个因素目前来看仍未出现转机，虽然OPEC+已经达成了减产协议，供给端收缩预期有所缓解，但是在需求预期下滑的背景下也难以成为油价上涨的中坚力量，布伦特原油仍处于低位区间震荡。此外，本周一WTI原油期货出现“空逼多”式暴跌，油价跌至近-40美元。

也就是说，在需求侧预期尚未修复的前提下，我们目前还没有看到油价出现企稳的迹象，美债隐含通胀预期预计将维持低位，这也将一定程度上侵蚀金价在流动性改善后的涨幅空间。

图 6：负油价现世

World liquid fuels production and consumption balance



资料来源：EIA、招商银行研究院

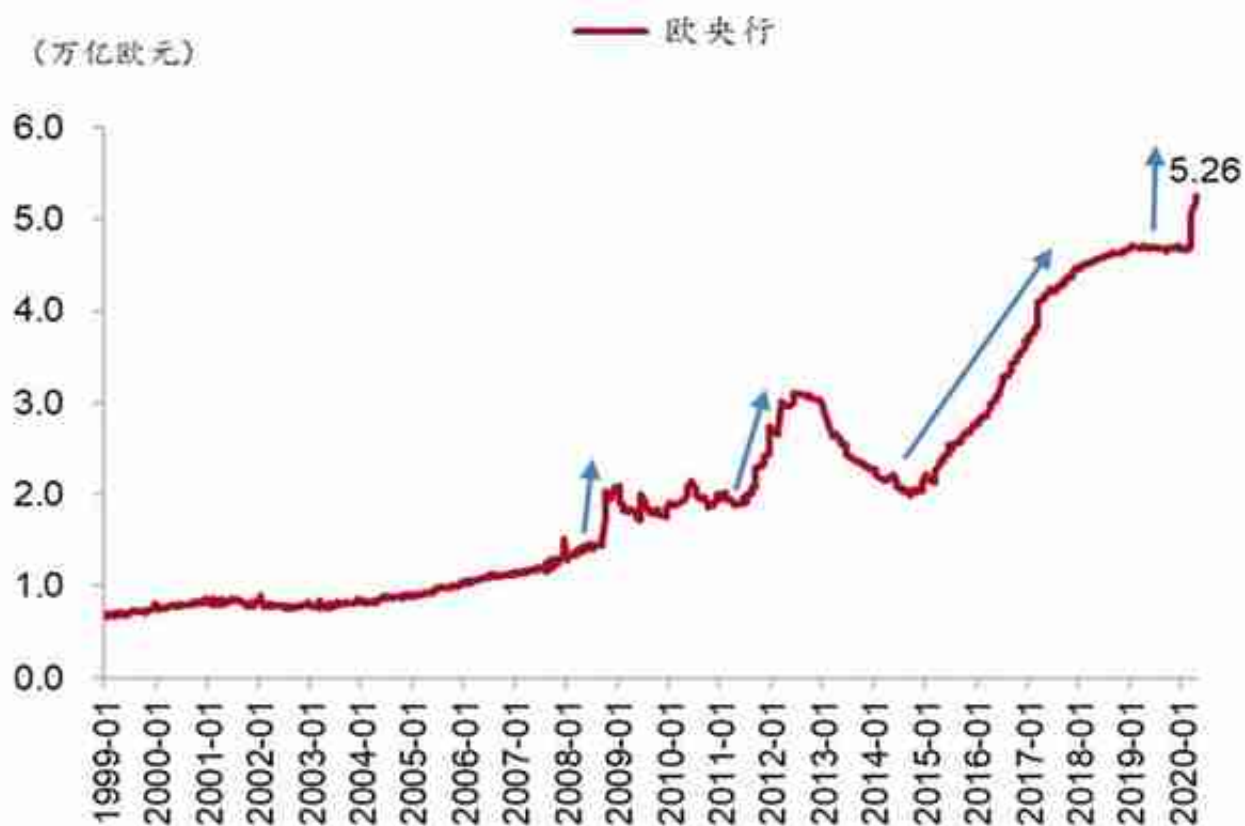
综合来说，美元流动性的改善对黄金将继续产生利好支撑，但油价的走低仍将侵蚀其部分涨幅空间，短期内预计黄金将维持偏强震荡。



资料来源：美联储、招商银行研究院

造成的结果就是，欧美核心央行的资产负债表正在直线扩张，截止4月15日，美联储总资产规模已经达到6.4万亿美元，相较疫情爆发前的4.4万亿美元上涨了近50%；截止4月10日，欧央行总资产规模达到5.3万亿欧元，相较疫情爆发前的4.7万亿欧元上涨了12%。同时，在流动性泛滥的时代下，核心发达国家均处于低利率甚至是负利率的环境当中，这也将为黄金牛市的延续孕育温床。

图 9：FED扩表速度几乎史无前例



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 11：核心国家10Y国债利率维持低位

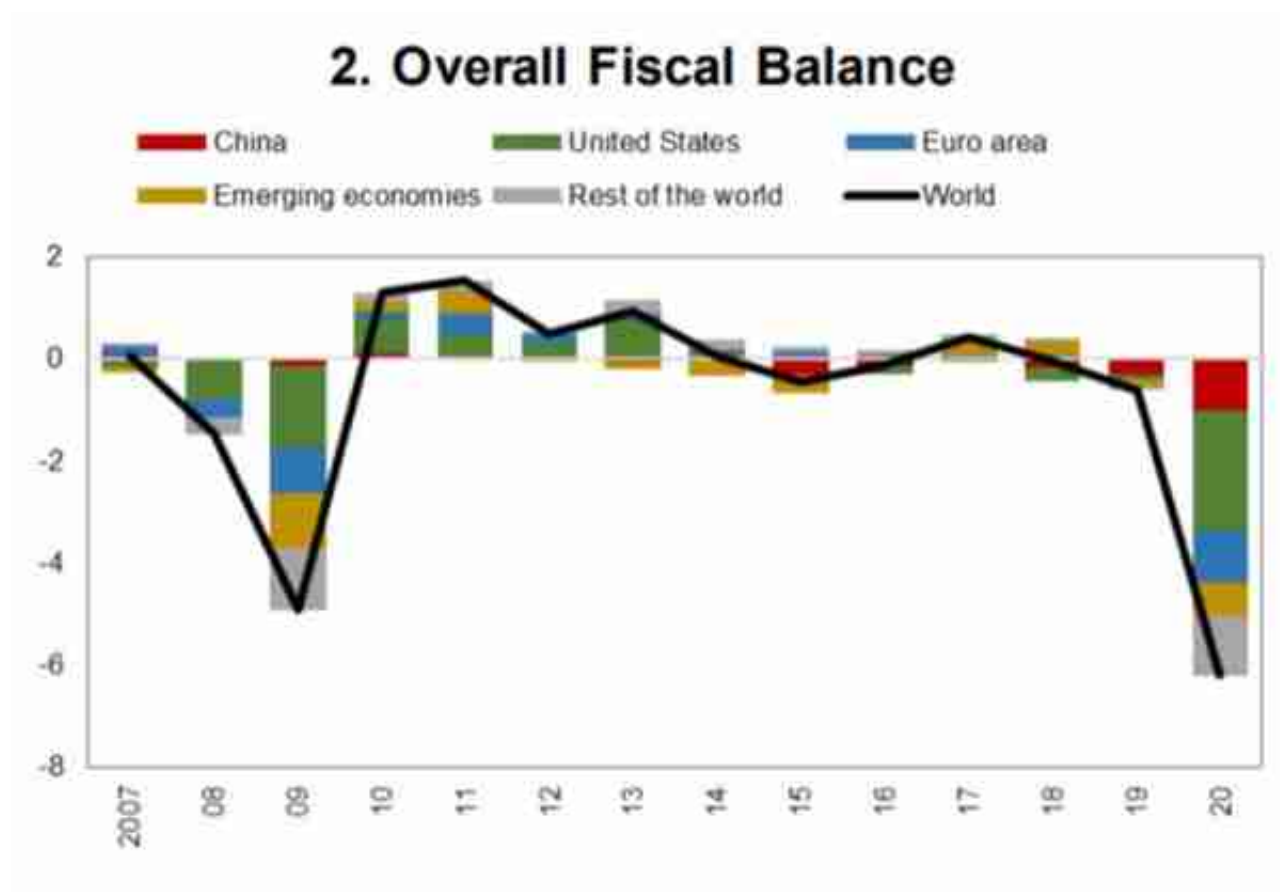


资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

此外，全球各国为了对冲疫情所带来的经济损失，陆续推出各项财政刺激方案，例如美国2.14万亿美元的经济救助、日本108万亿日元的紧急经济方案、德国7500亿欧元一揽子救助计划、英国3300亿英镑政府贷款和担保计划、印度1.7万亿卢比救助计划等。虽然财政扩张能够在短期内刺激经济活动，但世界各国也将面临着政策刺激过后的巨额政府债务问题。

根据IMF关于财政报告的预测来看，全球财政赤字状况将超过08年金融危机时期，全球政府债务/GDP的水平将从2019年的83.3%上升至96.4%，发达经济体将从2019年的105.2%上涨至122.4%，美国将从去年的109%上涨至122.4%。在高额的政府债务压力下，预计货币政策需要配合维持低利率以降低政府的还债成本，也就是说全球正处于加强版的低利率和高赤字环境中，黄金趋势性上涨的大方向预计不会改变。

图 13：全球政府债务在2020年显著向上



资料来源：IMF、招商银行研究院



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 16：黄金在金融危机时期经历的4阶段



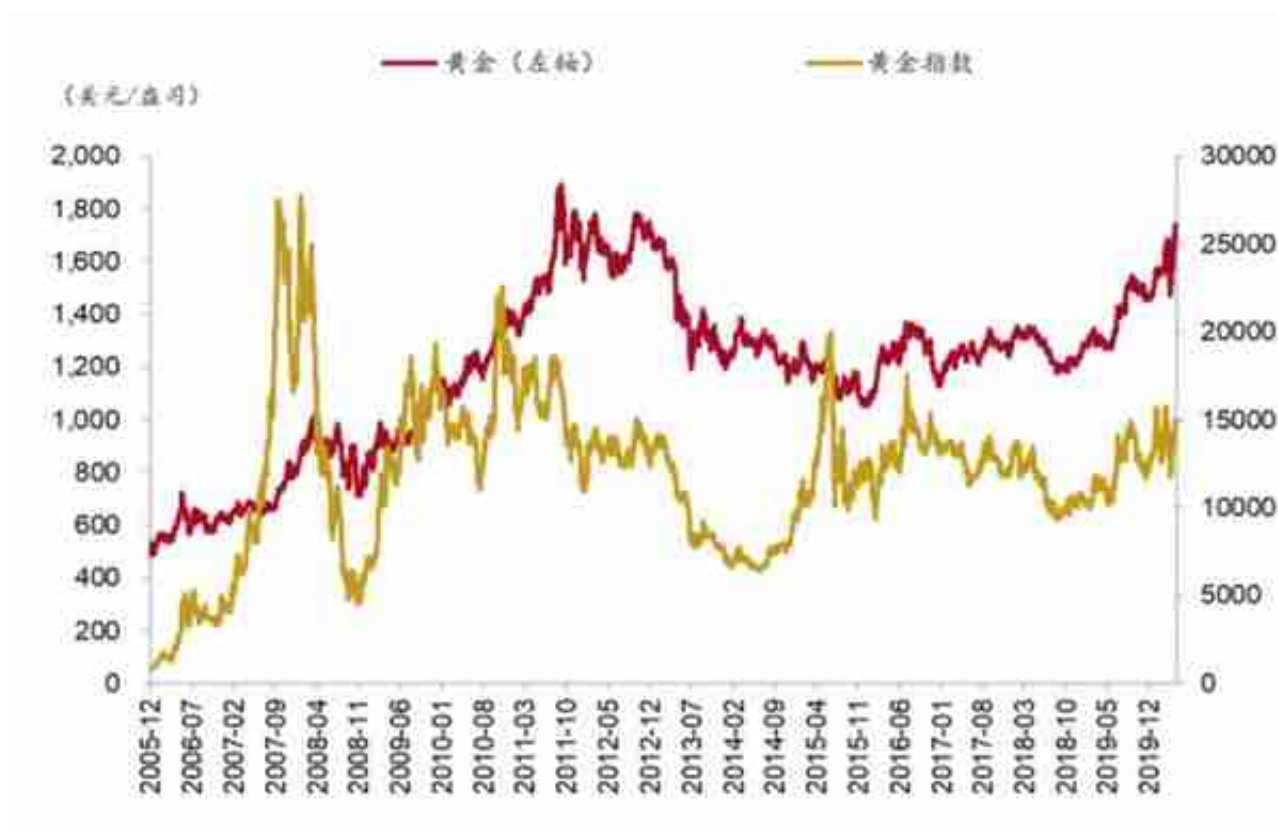
黄金投资机会和风险提示

(一) 投资机会

总结来看，今年的黄金走势类似于08年的缩放版，我们目前仍处于阶段3的金价修复期当中。未来随着需求侧预期逐渐改善，油价触底上涨，通缩预期降低，在全球低利率环境的孕育下黄金有望逐渐从阶段3走向阶段4，年内预计有趋势性上涨机会，目标价初步上看至1800美元/盎司。

从投资标的来说，投资者可考虑投资以下三类黄金相关资产，包括实物金、黄金ETF和黄金股票。其中，黄金ETF本身挂钩黄金现货，价格走势基本一致成为我们投资黄金类资产的首选之一。另外，我们观察到黄金股票指数和现货黄金虽然走势并非完全一致，但趋势上仍有相关性，当黄金价格走高时，黄金类股票也将受益于利润上行而带来股价上涨，因此我们也可以阶段性把握黄金股板块的投资机会。

图 17：金价vs黄金ETF



资料来源：Wind、招商银行研究院

(二) 风险提示

短期风险集中于流动性危机是否会再次爆发，若风险资产下跌和金融机构流动性再次形成负反馈，流动性告急导致的资产抛售重演，黄金不排除会出现新一轮的阶段性急跌。

中期风险集中于美联储是否会在下半年经济修复后立马重回加息通道，这样可能会导致美债名义利率上行速度快于隐含通胀预期上行速度，实际利率出现上涨，黄金牛市终结。但以目前的政府债务压力来看，这种可能性还暂时较低。

-END-

本期作者：

陈峤 资本市场研究员

chenqiao426@cmbchina.com

刘东亮资本市场研究所主管

liudongliang@cmbchina.com

转载声明：

- 1、原创文章在推送一天后才可进行转载。
- 2、转载时需要保留全文所有内容，不得进行任何删改。转载时注明出处，并在“原文链接”中保留原始公众号文章链接。
- 3、授权方式：一般转载只需要正常标注信息即可。

若发现未经授权转载者，一律举报。毕竟原创不易，感谢您对招商银行研究的认可和理解。

注意：未经作者同意不得二次转载，转载时必须保留本转载声明

责任编辑|余然