

美联储成为黄金价格的催化剂

美国经济衰退研究系列之三

核心结论

3月23日，美联储选在了股市开盘前宣布了无上限的量化宽松政策，会一直量化宽松到达到稳定金融市场流动性和稳定经济的目的。美国新冠疫情的严峻形势是美联储采取宽松政策的主要原因。疫情影响之下美国经济会在2020年上半年陷入衰退，是美联储采取宽松政策的根本原因。此外，美联储还提出了会购买美国投资级的公司债以及公司债ETF，我们判断这是因为近期市场流动性正在快速恶化。虽然全球市场流动性在周二明显缓解、风险偏好回暖，但从整体情况来看，美国经济目前面临的问题仍然严峻，金融市场的流动性问题仍然处于较为恶劣的水平。我们判断，为了稳定经济和金融市场，美联储大概率还将继续采取宽松措施，因此黄金将在所有大类资产中获得相对优秀的表现和收益。

黄金具有货币、商品、避险三大属性。从历史上来看，当美国经济衰退、美元指数走弱、或者市场风险恐慌情绪上升的时候，叠加美联储的宽松政策，黄金价格会得到明显的支撑。当前疫情蔓延导致市场恐慌情绪浓厚，叠加美国本身处于扩张晚周期，美国经济在2020年面对衰退风险，黄金价格有望走强。

黄金是降息周期中的受益标的。我们复盘了上一轮美国降息周期中黄金价格的走势。2007年9月美国金融危机爆发，美联储快速降息10次，将联邦基金目标利率从5.25%降至0-0.25%，并且推出了第一轮QE。降息周期中，黄金价格大幅上涨，2011年9月5日以美元计价的伦敦现货黄金价格达到了1895美元/盎司的历史高位，较2007年9月18日第一次降息累计涨幅达到165.13%。

2020年3月黄金价格回落，主要是因为油价大跌带来的通缩预期和市场恐慌情绪下流动资金需求导致的抛售。一方面，俄罗斯拒绝OPEC减产建议，沙特因此宣称大幅提高原油产量并降低原油价格，市场对原油产能过剩的担忧引发了国际油价暴跌。油价大跌使得通缩预期上升。另一方面，海外疫情爆发导致市场恐慌情绪快速蔓延，对经济的悲观预期导致投资者倾向于持有现金，抛售各类资产。

我们认为，此次美联储的QE政策将助推黄金价格上涨。QE政策向市场注入大量流动性资金，在资金充足的情况下，信用结构将持续分化，高评级、有担保的资产将会供不应求。同时在债券违约风险提高的背景下，机构投资者也将更加青睐优质资产。全球的“优质资产荒”会继续扩大。因此我们维持此前的观点，继续推荐黄金以及黄金相关的板块。

风险提示：全球疫情超预期蔓延，美国经济超预期下行。

分析师

 雒雅梅 S0800518080002
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

 张育浩
 13391178978
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
 陶冷
 15000831636
 taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

美国经济衰退研究系列之二：美国就业市场的快速恶化推动经济衰退

退 2020年3月23日

美国经济衰退研究系列之一：美国经济大概率在2020年陷入衰退，

2020年3月22日

1. 美联储加快宽松

3月23日，美联储选在了股市开盘前宣布了无上限的量化宽松政策，直到达到稳定金融市场流动性和稳定经济的目的。本周美联储计划购买3750亿美元的美国国债和2500亿美元的住房抵押贷款证券。非常重要的一点是，美联储提出了会购买美国投资级公司债以及公司债ETF。

新冠疫情的严峻形势是美联储采取宽松政策的催化剂。3月24日，美国新增10930例，美国累计确诊达到54893例，环比3月23日增长24.86%。美国疫情增长迅猛，近3天平均新增超过9000例。其中，纽约州累计确诊25665例，新增4790例；新泽西州累计确诊3675例，新增831例；加利福尼亚州累计确诊2516例，新增356例；华盛顿州累计确诊2335例，新增234例。

图1：美国确诊人数与确诊州的个数

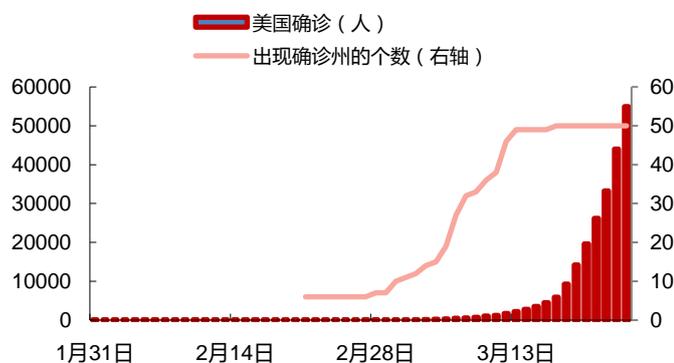
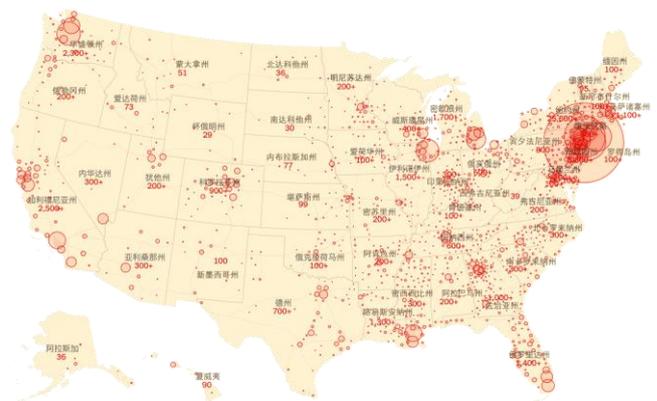


图2：美国各州确诊情况



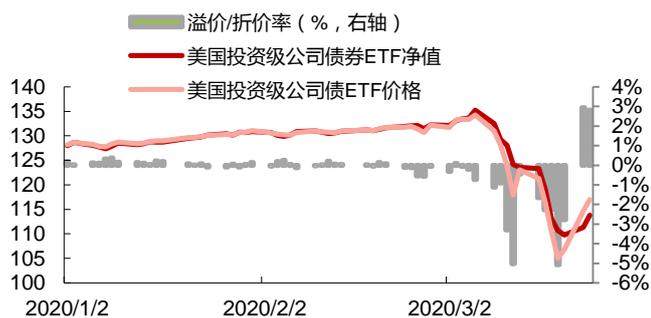
资料来源：NY Times, John Hopkins University, WHO, 西部证券研发中心

资料来源：NY Times, John Hopkins University, WHO, 西部证券研发中心

疫情影响了正常的经济生产活动，拖累了美国经济的增速，这是美联储采取宽松政策的根本原因。我们在上一篇报告《美国经济衰退研究系列之二--美国就业市场的快速恶化推动经济衰退》中分析了近期美国就业的恶化，失业人数快速增长。根据彭博的一致预期，本周四（3月26日）美国将公布的当周首次申领失业金的人数将达到150万人，这一预测值远超1982年69.5万人这个历史高点。我们认为，失业人数激增也是促使美联储近期快速推出量化宽松政策催化剂之一。

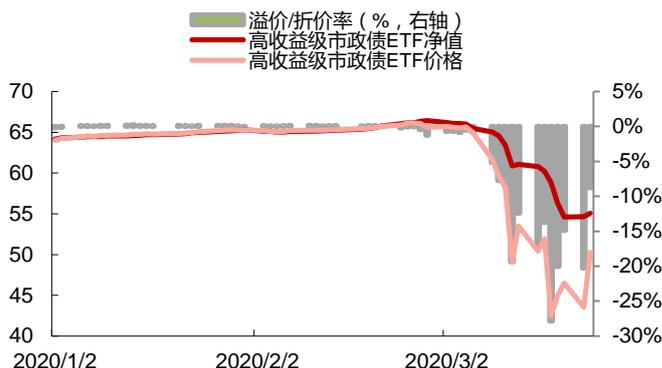
此外，美联储还提出了会购买美国投资级公司债以及公司债ETF，我们认为这是因为近期市场流动性正在快速恶化。根据Bloomberg的数据显示，公司债和市政债的流动性近期在迅速恶化。3月6日至3月20日这两周内，美国投资级公司债ETF价格累计下跌了20.50%，美国高收益级市政债ETF价格累计下跌了28.44%。在这两周内，两个ETF都出现了大幅折价，3月19日当天投资级公司债ETF的价格较净值有-5.08%的折价，3月18日当天高收益级市政债ETF的价格较净值有-27.86%的折价。高收益级市政债的价格跌幅和折价率更大，主要是因为美国疫情的扩散严重影响到了市政设施的收入（例如地铁运营），经营业绩下滑导致偿债能力承压。但是，在美联储提出会购买公司债ETF之后，投资级公司债ETF连续两日上涨，并且自3月以来首次出现溢价，高收益级市政债ETF价格反弹，折价率大幅收窄。3月24日，美国投资级公司债ETF价格上涨了2.05%，溢价率为2.05%，高收益级市政债ETF价格上涨了15.40%，折价率收窄至-8.74%。

图 3：美国投资级公司债 ETF



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 4：美国高收益级市政债 ETF



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

2.后市展望：继续宽松，看好黄金

美联储周一宣布巨量宽松并且开展投放流动性的操作，叠加市场对财政刺激政策的预期，全球市场流动性在周二明显缓解、风险偏好回暖。但从整体情况来看，美国的经济衰退压力仍然很大，金融市场的流动性问题仍然处于较为恶劣的水平。因此我们认为，为了稳定经济和金融市场，美联储将继续采取宽松措施。在“降息+QE”的阶段，我们认为黄金将在所有大类资产中获得相对优秀的表现和收益。

黄金具有货币、商品、避险三大属性。首先，黄金具有货币属性，即黄金由美元进行定价，因此黄金价格与美元的强弱、美国经济的成长有关。其次，黄金具有商品属性，即黄金作为投资品的属性，其投资价值受市场无风险收益率影响。最后，黄金具有避险属性，在市场风险上升时，黄金具有抗风险的特征，当然在市场极度恐慌时会出现所有资产齐跌的极端情况。复盘历史，我们可以发现当美国经济衰退、或者美元指数走弱的时候，黄金价格就会进入上涨态势。当前疫情蔓延导致市场恐慌情绪浓厚，叠加美国本身处于扩张晚周期，美国经济在 2020 年面对衰退风险，黄金价格有望走强。

图 5：黄金价格与美国 GDP 的走势



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 6：黄金价格与美元指数的走势



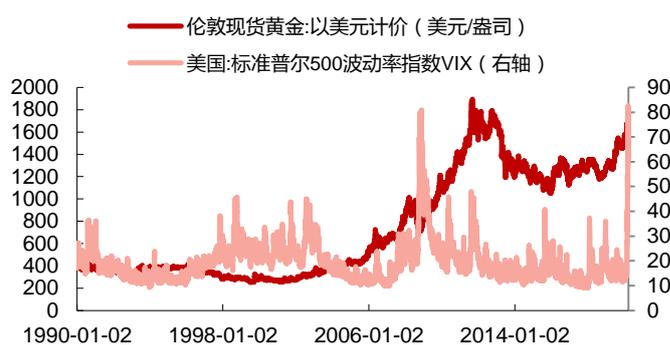
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 7：黄金价格与美国 10 年期国收益率的走势



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 8：黄金价格与 VIX 指数的走势



资料来源：WIND，西部证券研发中心

黄金是降息周期中的受益标的。我们复盘了上一轮美国降息周期中黄金价格的走势。2007 年 9 月美国金融危机爆发,美联储从 2007 年 9 月 18 日到 2008 年 12 月 16 日,快速降息 10 次,将联邦基金目标利率从 5.25%降至 0-0.25%, 并且推出了第一轮 QE, 直到 2015 年末美国重启加息周期。降息周期中, 黄金价格大幅上涨, 2011 年 9 月 5 日以美元计价的伦敦现货黄金价格达到了 1895 美元/盎司的历史高位, 较 2007 年 9 月 18 日第一次降息累计涨幅达到 165.13%。

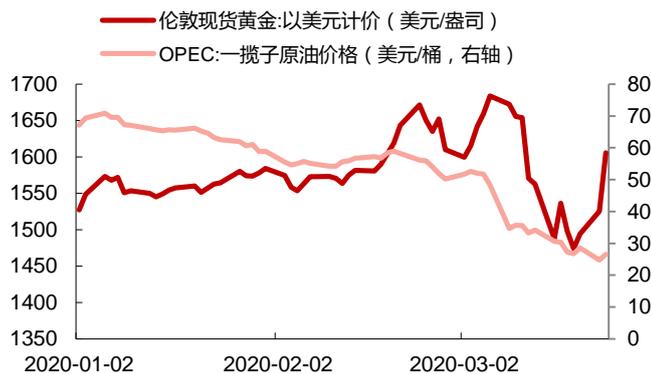
图 9：黄金价格和美国联邦基金目标利率



资料来源：WIND，西部证券研发中心

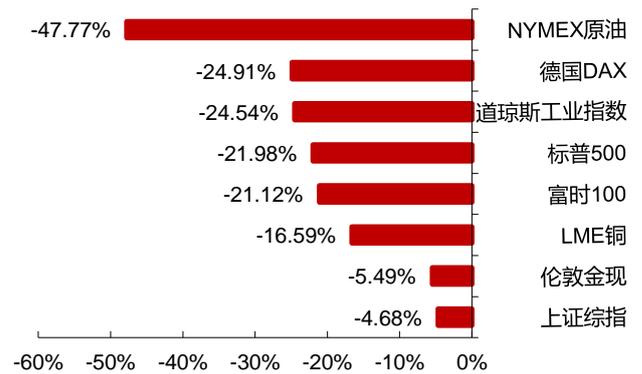
2020 年 3 月黄金价格回落, 主要是因为油价大跌带来的通缩预期和市场恐慌情绪下流动资金需求导致的抛售。一方面, 俄罗斯拒绝 OPEC 减产建议, 沙特因此宣称大幅提高原油产量并降低原油价格, 市场对原油产能过剩的担忧引发了国际油价暴跌。另一方面, 海外疫情爆发导致市场恐慌情绪快速蔓延, 对经济的悲观预期导致投资者倾向于持有现金, 抛售各类资产。因此, 3 月 1 日至 3 月 20 日, 黄金价格下跌了 5.49%, 期间累计最大跌幅达到 12.44% (3 月 6 日-3 月 19 日)。

图 10: 黄金价格与石油价格



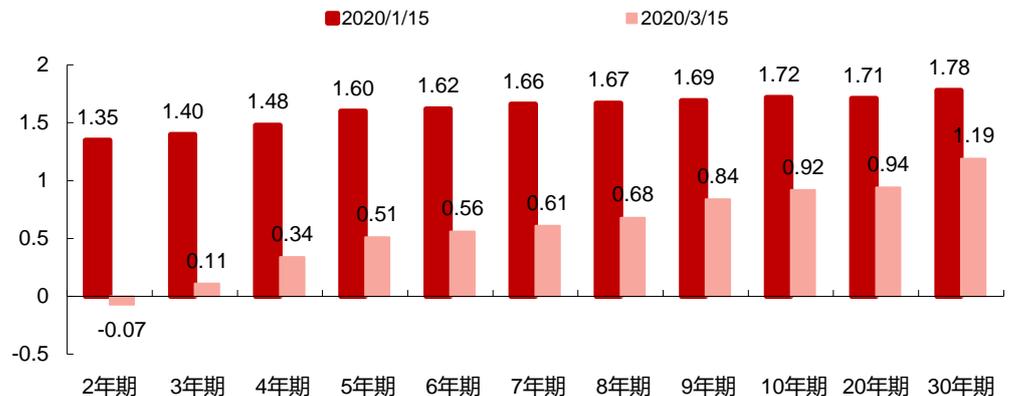
资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 11: 3月1日-3月20日股市、商品齐跌



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 12: 美国各年期 TIPS 盈亏平衡通胀率盘点 (%)



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

我们认为,此次美联储的 QE 政策将助推黄金价格上涨。QE 政策向市场注入大量流动性资金,在资金充足的情况下,信用结构将持续分化,高评级、有担保的资产将会供不应求。同时在债券违约风险提高的背景下,机构投资者也将更加青睐优质资产。全球的“优质资产荒”会继续

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_6285

