

## ● 主要结论

8月以来，金融市场走势跌宕起伏吸引市场目光，其中贵金属价格高位跳水尤为罕见，截至8月12日，国际黄金期货在五个交易日内高位回撤达10%，一度带动沪金期货出现罕见的跌停板，但短期高位调整更多是对前期过快上涨的修正，并未改变贵金属长期向好趋势，经历跳水贵金属存在回调“上车”的多头机会！趋势投资者逢回调增配黄金资产正当时。

本轮贵金属高位回落的背后，实质上是市场边际流动性的收紧触发多头资金获利出逃，这也与近期国内股市及大宗商品等风险资产价格与作为传统避险保值防通胀的贵金属几乎同步冲高回落相验证。从贵金属趋势主线来看，尽管短期因市场流动性边际收紧及市场风险偏好变化刺激贵金属高位跳水，但尚未逆转2020年二季度以来支持全球贵金属价格长期上涨的主要推动力——避险需求、实际利率、美元信用，上述三大因素有望在调整过后继续推动金银价格走高。

从资金动向角度来看，7-8月金银在持续连续大幅拉涨后，虽然吸引了大批海外散户和投机资金追高逼空放大了金银价格波动，前期短期涨势过大，8月上旬已出现明显超买迹象，彼时我们就提示追高风险。而随着前期贵金属多头资金高位获利了结压力加大，金银高位技术性调整需求叠加资金出逃加剧贵金属跌势，但当前回调相对于7月以来金银价格涨幅来说，回调幅度尚在合理范围内，也为逢低增配创造机会。

综合考虑未来全球宏观经济环境、货币和财政政策趋势，尽管短期多头获利出逃行为使得金银面临高位回撤压力，但市场对金银多头趋势仍在，建议机构客户持续增配黄金资产，黄金回调后逢低吸纳为主，短期支撑位看400-410元/克，上方看前高450元/吨及更上方480元/克，白银短线波动加大谨慎操作，注意控制风险。

核心假设风险：美联储货币政策提前收紧；美国经济持续衰退加深；大国博弈及疫情长尾风险爆发。

分析师：顾冯达

从业资格号：F0262520

电话：021-55007766

邮箱：15068@guosen.com.cn

分析师：周古玥

从业资格号：F3075597

电话：021-55007766

邮箱：15527@guosen.com.cn

### 独立性申明：

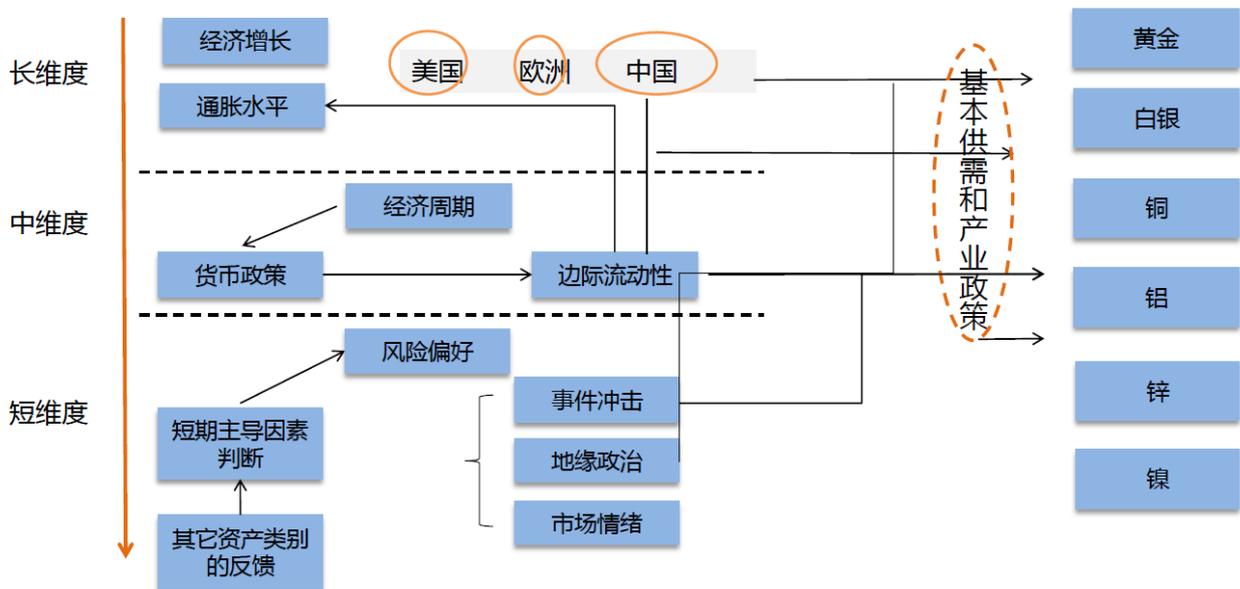
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 1. 边际流动性行情下，多头踩踏扩大回调

8月以来，金融市场走势跌宕起伏吸引市场目光，其中贵金属价格高位跳水尤为罕见，截至8月12日，国际黄金期货在五个交易日内高位回撤达10%，一度带动沪金期货出现罕见的跌停板，但短期高位调整更多是对前期过快上涨的修正，并未改变贵金属长期向好趋势，经历跳水贵金属存在回调“上车”的多头机会！趋势投资者逢回调增配黄金资产正当时。

本轮贵金属高位回落的背后，实质上是市场边际流动性的收紧触发多头资金获利出逃，这也与近期国内股市及大宗商品等风险资产价格与作为传统避险保值防通胀的贵金属几乎同步冲高回落相验证。从贵金属趋势主线来看，尽管短期因市场流动性边际收紧及市场风险偏好变化刺激贵金属高位跳水，但尚未逆转2020年二季度以来支持全球贵金属价格长期上涨的主要推动力——避险需求、实际利率、美元信用，上述三大因素有望在调整过后继续推动金银价格走高。

图：不同维度研判有色及贵金属价格框架

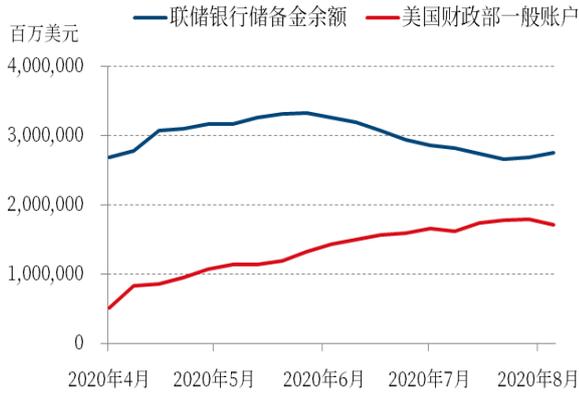


数据来源：国信期货整理

事实上，自8月以来国内外金融市场风险偏好就有所摇摆，特别是在美国新一轮财政刺激法案陷入僵局迟迟未能落地的背景下，美联储大量资金留存在财政储备金当中，美联储资产负债表中的银行准备金款项也于近期大幅萎缩，使得美国M2规模连续2周下降，叠加中国货币政策的定力正在增强，三季度信用扩张速度放缓，使得此前支撑各类资产价格迭创新高的市场流动性行情略显乏力，部分与流动性高度相关的高波动性资产遭遇短期回落，但尽管短期市场多空力量小幅变化，但贵金属主线逻辑并未根本性动摇。

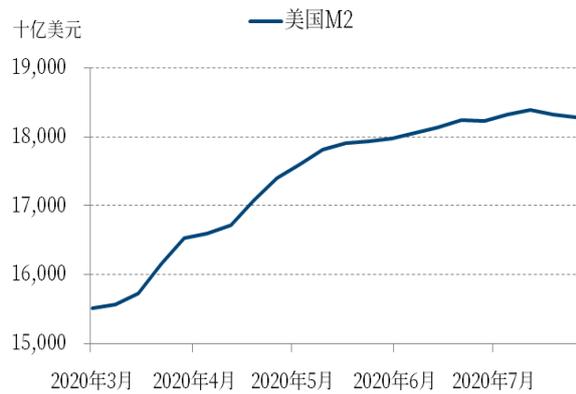
从资金动向角度来看，7-8月金银在持续连续大幅拉涨后，虽然吸引了大批海外散户和投机资金追高逼空放大了金银价格波动，前期短期涨势过大，8月上旬已出现明显超买迹象，彼时我们就提示追高风险。而随着前期贵金属多头资金高位获利了结压力加大，金银高位技术性调整需求叠加资金出逃加剧贵金属跌势，但当前回调相对于7月以来金银价格涨幅来说，回调幅度尚在合理范围内，也为逢低增配创造机会。

图：美联储银行准备金与财政部账户余额



数据来源：FED FRED 国信期货

图：美国广义货币投放 (M2) 增速有所减弱



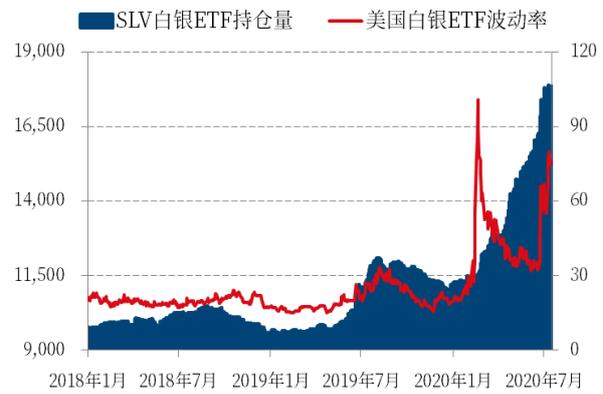
数据来源：FRED 国信期货

图：SPDR Gold Shares 黄金持仓情况 (单位：吨)



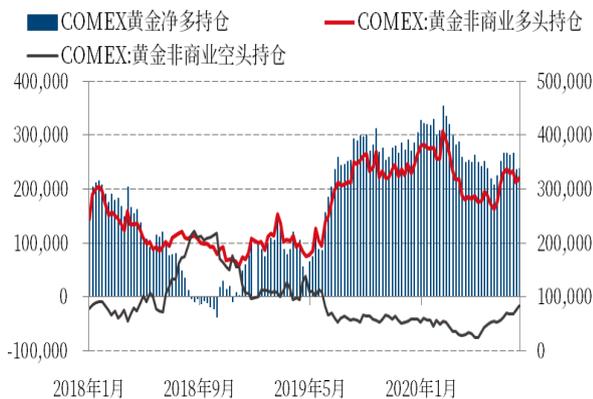
数据来源：WIND 国信期货

图：iShares Silver Trust 白银持仓情况 (单位：吨)



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 黄金非商业净多持仓



数据来源：WIND 国信期货

图：COMEX 白银非商业净多持仓

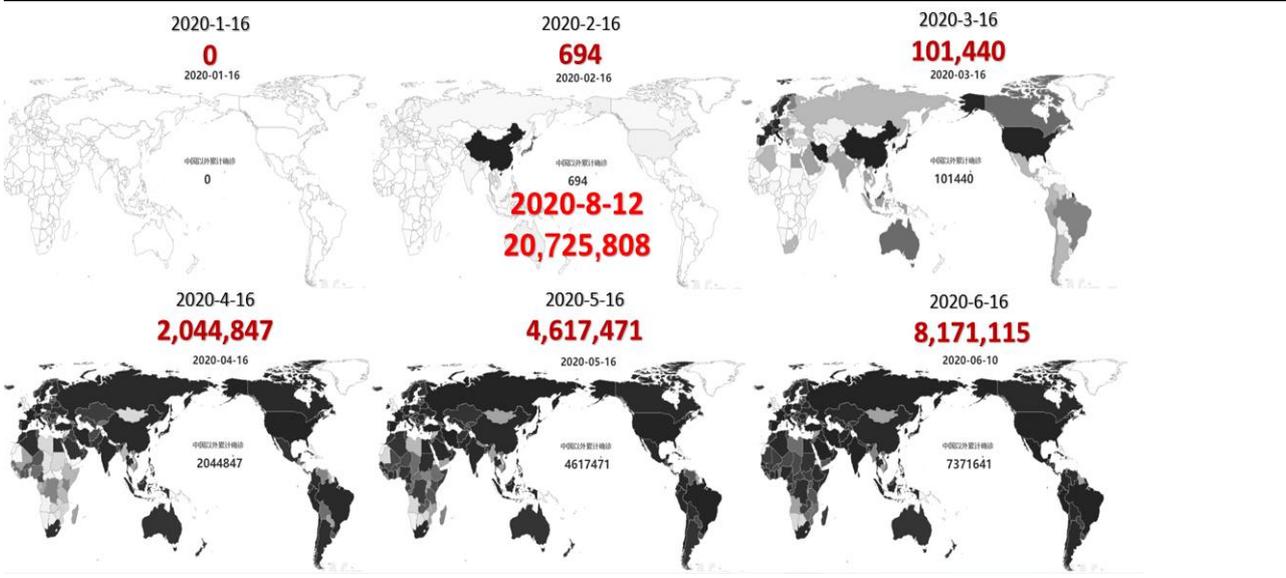


数据来源：WIND 国信期货

## 2. 新冠疫苗“放卫星”，疫情长尾风险仍较大

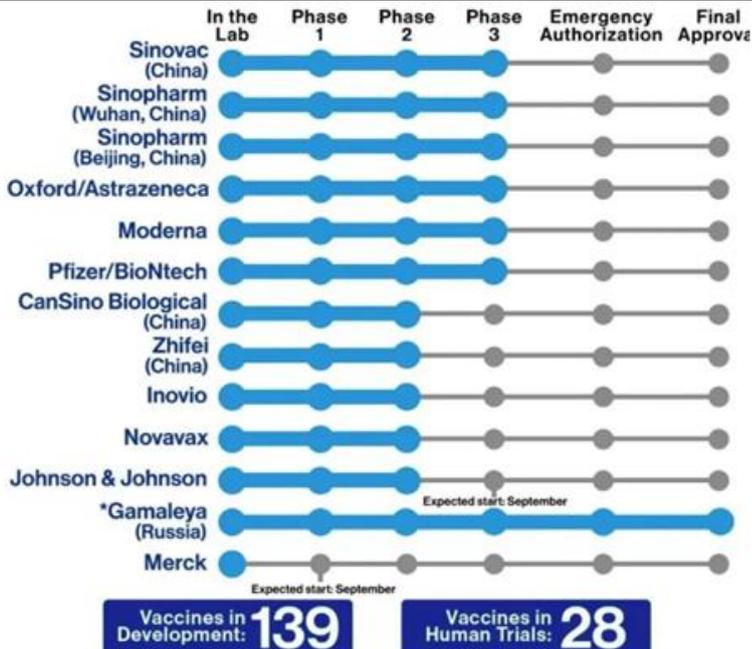
除了多头获利了结的因素以外，另一个引发贵金属价格高位回落的导火索存在较多争议，8月11日俄罗斯宣布注册了全球首支新冠疫苗，这则突发消息点燃全球经济摆脱疫情忧虑的乐观预期，市场进而抛售连续创出新高的金银资产。然而与通常做法完全不同，这款名为“卫星V”的俄罗斯疫苗却没有对外发表任何有关有效性、安全性的研究论文，也未公布临床试验数据在，在尚未通过临床三期测试之时，就高调抢先完成疫苗批准，从科学角度而看疫苗有效性及副作用存在较大不确定性，更多是出于安抚民众和对外展示实力的宣传策略。截至8月12日，俄罗斯累计确诊新冠肺炎病例逾90万例，高居全球第四位。

图：海外新冠疫情蔓延仍持续，单日新增处于高位



数据来源：Wind，国信期货整理

图：WHO 通报有成功可能并进入临床试验阶段的疫苗为 28 种（6 个进入临床三期试验，但不包含俄罗斯疫苗）



数据来源：WHO，国信期货

进入北半球夏季以来，全球新冠疫情不弱反强。截至8月13日，海外新冠确诊人数飙升至2100万人以上，且全球单日新增病例数自7月下旬以来持续保持20万例以上。此外，目前全球范围内处于研发中的新冠疫苗已超过百余只，但根据世卫组织8月10日对于全球疫苗研发进度的通报，被认为有成功可能性，并已进入临床试验阶段的疫苗为28种，而已经进入临床三期试验（大规模志愿者试验）的仅6种，其中并不包括俄罗斯抢先注册通过的“卫星”疫苗。因此全球疫苗研发军备竞赛再次加速，但预计短期新冠疫苗或难以有效落地，全球疫情带来的长尾风险仍较大。

### 3. 市场通胀预期抬头，实际利率仍有压力

黄金对美债利率市场较为敏感，作为一种无息资产，黄金投资者的持有成本是实际利率，因市场货币的利率越高，则持有黄金的机会成本越高，所以黄金价格与实际利率为反向关系，同时对通胀预期反应较为敏感。而近期美国一系列经济数据好于预期，促使市场对经济前景预期转向相对乐观、流动性边际收紧使得机构资金短期增配黄金需求减弱，然而在美联储主席鲍威尔多次强调宽松货币政策将保持的背景下，兼具保值避险和抗通胀属性的贵金属板块预计在中长期仍将受到资金热烈追捧，因站在全球实体经济等待经济重启好转的当下，市场通胀预期回升速度往往快于反映市场对经济景气程度预期的长期美债利率，市场通胀预期抬头将成为未来市场实际利率主要驱动力，进而为贵金属价格上涨打开上方空间。

从名义利率变化来看，8月以来美国国债收益率在市场情绪回暖的情况下快速回升，主要是归因于美国财政部扩大未来数月的长期美债发行规模，季度融资计划高达1120亿美元，且以发行长期债券为主，叠加市场风险偏好的改善触发了10年美债利率的反弹。与此同时，被认为会是下一个实施负利率的英国在近日宽松政策出现边际放缓，货币市场对其降息的预期时点一再推迟，使得欧美债券市场利率收益率创历史新低后触底反弹，全球负利率债券规模也从16万亿美元的历史高点下滑近万亿，“负利率”扩大预期减弱短期降低黄金资产吸引力。

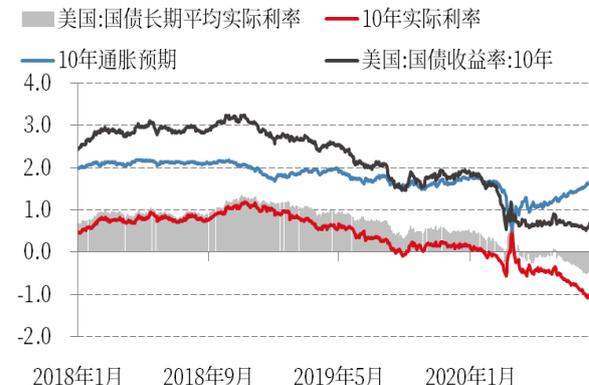
然而，从货币政策长期走向来看，考虑到美国天量政府债务偿债压力的限制，美联储实施收益率曲线控制预期热度不减，在经济前景未见明显改善的情形下，预计后期美债利率大概率以低位震荡为主，而市场通胀预期抬头将成为压低实际利率主要驱动力。根据业内机构统计显示，目前市场普遍预期美联储将在之后的货币政策框架审查中调整通胀目标，调整2%通胀目标至平均通胀制，简单来说就是允许通胀水平在一段时间内超过2%，以弥补前期低迷的通胀率，使平均通胀水平在2%左右。

图：美国实际利率与金价



数据来源：WIND 国信期货

图：美国通胀预期与实际利率



数据来源：WIND 国信期货

数据显示，截止8月12日，美国十年期国债名义利率和实际利率分别为0.69%和-0.98%，十年期通胀预期为1.67%，距离2%的目标尚远，美联储目前对通胀的悲观态度为未来通胀预期的回升，及实际利率的下行带来了更多空间，这贵金属价格进一步走高提供推动力。

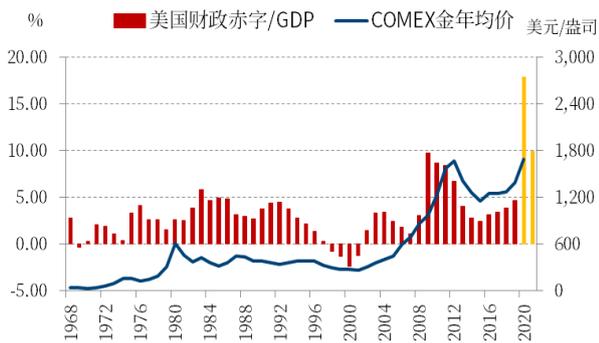
#### 4. 大选将至博弈加大，美元信用持续削弱

从美元信用角度来看，美国2020年以来已推出多轮大规模财政刺激政策，使得美国财政赤字创新高，仅6月美国预算缺口就达8640亿美元接近2019财年的全年赤字，而迄今为止在2020财年的头10个月里，美国政府预算赤字达到2.8万亿美元，不仅刷新历史记录，更是超过了2019财年的三倍之多，由于美联储的“直升机式撒钱”，预计美国全年财政赤字可能高达3.8万亿美元，占GDP比重将达到近20%，这对美元信用和美国经济构成庞大压力。

在美国赤字的飙升与美元信用削弱的趋势下，随着美国大选临近，市场不确定性因素进一步增加，特朗普政府引发的国际大国关系博弈在经济、科技和军事等多方面加剧，在美国政府信用减弱、大国对抗情绪加剧驱动下，美元的储备货币地位越来越受到怀疑，更多非美央行及金融机构不断增配替代资产，其中黄金、瑞郎等非美元避险资产成为首选，尽管美元指数跌势中出现小幅反弹，但预计中长期美元仍将偏弱。

图：美国财政赤字与金价正相关性强

图：美联储资产负债表规模（百万美元）



数据来源：CRFB WIND 国信期货



数据来源：FED WIND 国信期货

#### 5. 贵金属高位跳水后，黄金逢低买入不改

综合考虑未来全球宏观经济环境、货币和财政政策趋势，尽管短期多头获利出逃行为使得金银面临高位回撤压力，但市场对金银多头趋势仍在，建议机构客户持续增配黄金资产，黄金回调后逢低吸纳为主，短期支撑位看400-410元/克，上方看前高450元/吨及更上方480元/克，白银波动加大注意控制风险。

核心假设风险：美联储货币政策提前收紧；美国经济持续衰退加深；大国博弈及疫情长尾风险爆发。

#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。