

工银金行家策略研究系列之

——贵金属及金融市场年报

后疫情时代下的新特征

美元衰退下的黄金展望

■ 摘要:

1、基于上述的判断，短期驱动美元的逻辑将取决于以下两点假设。一是疫情造成的需求端缺口可以部分通过财政政策来维持。二是疫苗的投入可以在很大程度上推动美国的供需两端的复苏。而在不同路径的影响下，黄金价格涨跌均存在理由。

2、从中长期来看，我们认为疫情对于经济的扰动较小。那么在当前美国的经济逻辑下，美国进一步放弃美元的储备地位是唯一的选择之路。

3、长期来看全球以美元为主要结算货币的贸易体系面临挑战，这仍然会成为驱动黄金价格重要因素之一。

4、从价格来看，我们认为明年上半年国际金价运行的空间在 1600-1900 这个范围之内，其中低点可能出现在上半年，而下半年国际金价将重拾升势。

市场研究报告

中国工商银行贵金属业务部

交易业务部

徐铨翰

电话: 021-63307090

Email: quanhan.xu@icbc.com.cn

报告日期: 2019 年 12 月 07 日

相关研究报告:

12 月 2 日

银铂钯每周资讯—2020 第 30 期

11 月 30 日

国际金价连续走弱 12 月份 FOMC 临近
多头或有反击

11 月 25 日

银铂钯每周资讯—2020 第 29 期

11 月 23 日

疫苗进展好消息不断 国际金价小幅
收跌

我们认为 2021 年将是充满挑战的一年。短期来看，新冠疫苗的研发和应用在改善民众生命健康的同时，也会助力各国经济持续复苏，并帮助各国尽早脱离经济衰退的泥潭。但中期来看，我们也看到了市场依然存在着大量的不确定性，包括债务周期末端美联储的货币政策变化，新一届美国政府的对内对外政策可能对市场造成的影响。从更长远的角度来看，牙买加体系的不断变革对于全球经贸体系和资本市场产生趋势性的影响。

就黄金价格来看，短期内新冠疫苗带来的全球经济复苏，可能在一定程度上造成各国货币当局的财政退坡，将无疑加大黄金的下行压力。不过在疫苗大规模投入前，市场对于新一轮的财政刺激计划以及美联储的量化宽松预期，仍有可能在一定程度上支撑起黄金价格。

而中期来看，新一届美国政府的财政及外交选择，可能进一步引发美元走弱。同时，高企的债务使得美联储不得不容忍通胀风险，并在更长期的时间维度上将利率维持在极低的水平。这会对黄金的价格有起到明显的支撑。

最后，从更长的时间维度来看，美元的趋势性走弱，意味着以美元为主要贸易结算货币的全球产业链面临着更大的重组风险。我们在去年的报告中提到随着时间的推动，全球各国对于多边贸易组织的诉求将会变得更大。这点也在今年年四季度 RCEP 成员国全面签署协议这一事件中而得到了印证。美元体系间歇性的衰落并不意味着美元体系将会被替代，一个更加全面的多极全球经贸体系正在形成。这使得黄金成为无论如何都需要配置的核心防御性资产之一。

本文将以美元指数作为观察 2021 年全球市场的重要视角，第一部分我们通过简要的回顾来解释目前全球经济所面临的问题，第二部分我们会从疫苗、美国政府的对外政策和美联储的货币政策应对，来讨论美元将会出现的不可避免的趋势性下跌，以及这种走势情况下黄金市场的变化。

一、2020 年全球市场回顾

1、疫情严重影响全球经济

2020 年前，美国经济已经经历了历史上最长的复苏期。尽管经济发展仍然维持在正常的轨道中，但年中公布的各类数据显示美国经济陷入衰退风险逐步加大。为了进一步稳固劳动力市场并应对可能出现的衰退，2019 年下半年美联储重新启动扩表并进行了自 2015 年以来的首次降息。进入到 2020 年，当市场仍然在为美国倒挂的收益率曲线所暗示的即将到来的经济衰退感到担忧时，新冠疫情的全面爆发则提前引发了此轮衰退周期的到来。

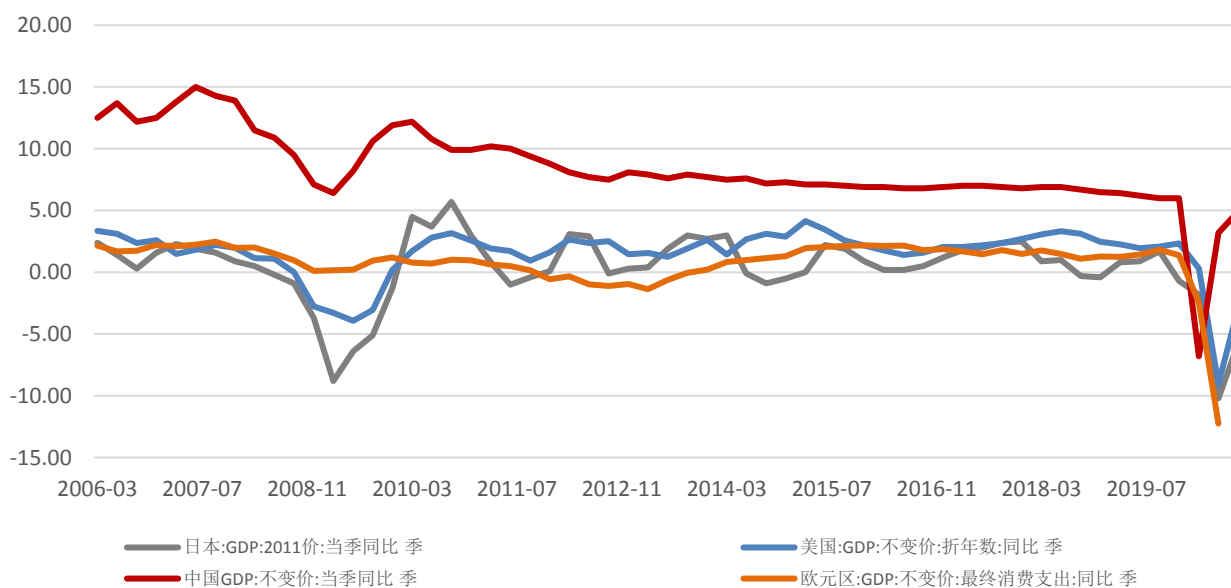
除了最直接的对于人类生命安全的威胁外，从经济层面来看，疫情本身无疑是一次对于

请参阅最后一页的重要声明

供需两侧同时造成负面冲击的严重的卫生事件。为了控制疫情蔓延各国所采取的严格的社交限制，则对需求端特别是提供大量就业的服务业造成了巨大的冲击。而消费零售和物流运输行业受到的负面影响，至今都未能全面恢复。同时，各国对于医疗卫生的需求扶摇直上，在疫情爆发初期甚至还引发了部分国家和地区的医疗资源挤兑。随着衰退的不断加深，企业停产停工，并导致制造业的凋敝。

不过，不同国家和地区的经济结构不同，针对疫情采取的防控措施也大相径庭，这也导致各国在后疫情环境下呈现出不同的经济运行态势。对于欧美国家来说，由于其经济对于消费的依赖明显高于新兴市场国家，并限制了这些国家的社交防疫措施，因此导致疫情在欧美国家出现多次反复。而对于新兴市场国家来说，由于外贸出口占据着经济的重要部分，保证制造业的生产和物流畅通成为决定经济走向的成败。而在这些国家中，依靠科学全面精准施策的疫情防控措施，中国的经济率先走出了衰退阴影。

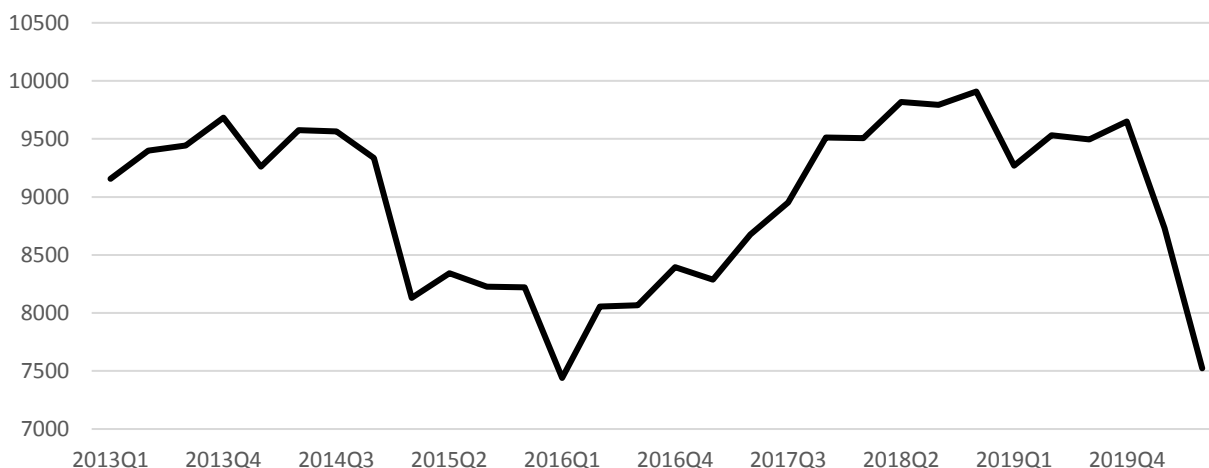
图表 1：2020 全球主要经济体 GDP 同比比较：



数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

毋庸置疑的一点是，欧美国家对于需求端的托底，加上中国在供给侧给予强有力的保障，使得全球产业链并未遭遇毁灭性冲击。因此，尽管 2020 年上半年全球贸易录得了 15.6% 的下滑，但在全球化的支撑下，各国民生仍然维持在一个较低的水平运行。

图表 2：2020 年全球贸易总量（亿美元）出现大规模下滑：



数据来源：WTO，工商银行贵金属业务部

但不得不提的是，由于各国间疫情爆发时间错位，在抗疫策略不相匹配的情况下，进一步分化了各国在后疫情环境下的经济运行态势，引发国家间经济周期的错配。这也会成为后疫情时代各国政府将要面对的问题。

2、疫情严重扰乱金融市场

从资本市场来看，在3月初意大利宣布封城后，新冠疫情开始在全球引发爆炸式的冲击。市场情绪遭遇重挫，各主要资产价格多出现大幅下滑。其中全球大类资产的核心美国十年期国债遭遇恐慌式抛售，导致美国十年期国债收益率大幅走高至1.18%，而在此期间广义名义美元指数大涨至126.4719。

图表 3：美元指数和美债收益率（%）在海外疫情爆发期双双录得高点：

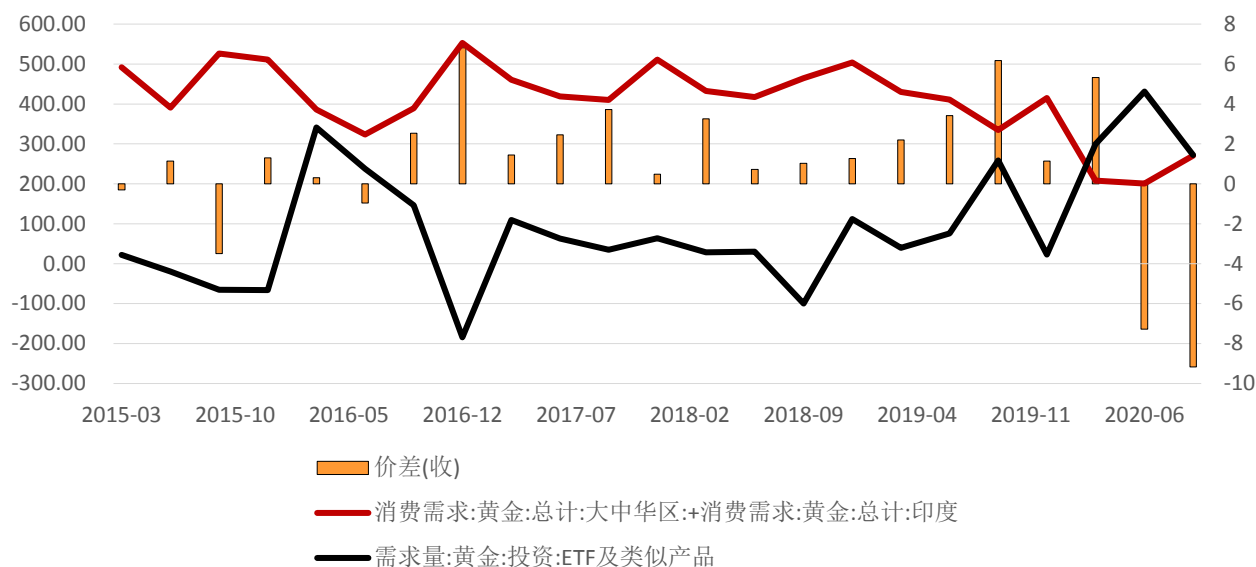


数据来源：美联储，WIND，工商银行贵金属业务部

市场参与者再一次用实践证明了，前法国财政部长瓦莱里·吉斯卡尔·德斯坦，在 1965 年所提出的美元的“嚣张的特权”这一观点。即牙买加体系下，占全球贸易结算量最大的美元在全球无与伦比的融资地位。美元在全球疫情爆发初期，正是因为其特殊的融资地位成为了无与伦比的“避险资产”，恐慌情绪叠加美元的全球性收缩则引发了全球主要资产价格的明显下滑。甚至于石油更是因为期货主力合约换月的原因出现了负价。不过资本市场的大幅回落在全球央行的联合救市下旋即出现了转机。以美国三大股指为例，尽管三大指数在第二季度一度录得三年半以来的新低，但又在宽松的货币政策支撑下在年中创下了历史新高。

就黄金市场来看，疫情的冲击对于其供需结构也产生了较为严重的影响。从黄金的需求端来看，一方面受到物流限制，交割不畅导致 COMEX 黄金期货价格对 LBMA 黄金现货价格一度出现了 127 美元/盎司的升水。另一方面，由于疫情引发的消费抑制，国内黄金实物需求快速下滑，而境外市场由于美联储的宽松政策对于黄金 ETF 的投资需求大幅飙升。两种情况叠加，导致国内外现货黄金价格出现了罕见的倒挂现象。在供给侧，受到黄金价格走高的影响，部分央行开始抛售黄金以获得美元流动性，而对于个人投资者来说，高价抛售的黄金也成为了再生金的补充。可以说，疫情引发的区域性的供需不协调，是导致今年黄金市场出现大幅波动，境外黄金期限价差异常和境内外出现倒价差等市场“异像”的主要原因。不过就价格趋势来看，疫情提前引发经济衰退，并推动各国政府和央行施行超预期宽松政策，仍然是此轮黄金走高的主要原因。进入四季度全球多个国家和地区医药公司在新冠疫苗的研发上获得了可喜的成就，这大大推动了市场的对于美国经济的复苏预期。从四季度资本市场的表现来看，这种经济复苏的预期在不断强化。面对即将到来的 2021 年，我们将从疫苗、美国下一届政府和美联储的货币政策三个方面进行展望。

图表 2：疫情导致黄金市场出现结构性变化：（吨，元/克）



数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

二、2021 年市场展望

1、疫苗对于未来经济的影响

根据世界卫生组织（WHO）的描述，“为了实现对特定疾病的群体免疫，需要抗体的人的比例因每种疾病而异。例如，针对麻疹的群体免疫需要大约 95% 的人口接种疫苗。剩下的 5% 将得到保护，因为麻疹不会在接种疫苗的人中传播。对于小儿麻痹症，门槛约为 80%”。尽管目前对于预防新冠疫情所需要达到的疫苗接种比例尚无定论，但只有当人体免疫达到一定的百分比，人群才能够产生免疫屏障，因此疫苗的产能将会决定全球经济进入全面复苏的时间节点。根据目前疫苗的研发路径来看，尽管不同类型的疫苗对于新冠的预防效果各不相同，但总体来看 2021 年全球主要国家均有能力生产并使用可靠有效的疫苗，而疫情对于经济的负面影响也将会逐渐降低。

以美国为例，根据亚特兰大联储主席伯斯提的研究显示，支撑美国 90% 的就业机会来自于中小型企业。不过，在经历了 2008 年的金融危机之后，中小企业宁愿通过其他方式来竞争获得劳工，而不是涨工资。这种情况下人员的工资成本上没有出现明显的修复，同时也导致不少的美国劳动者不得不身兼数职以贴补家用。这意味着劳动者的生产力与收入所得差距仍然被不断拉大，并阻断了货币政策向通胀有效传到的路径。在这种情况下，美联储的货币政策难免出现偏差。实际上，美联储以美国的经济情况作为货币政策的收放标准本无可厚非，但作为全球的主要结算货币，美元的无序扩张向非美经济体外溢，却导致全球法币体系受到质疑。

由于非美国国家在 2019 年的经济表现也并不令人满意，特别是在美国对外激进的关税政策政策下，作为欧元区的经济引擎，德国的经济甚至在二季度出现了短暂的衰退，引发了市场对于欧洲央行继续维持大规模宽松的预期。这种冲击同样波及到了作为承接全球产业链生产环节的国家，新兴市场国家开始纷纷调整货币政策来绑定美联储的降息。受惠于通胀水平与劳动力市场的部分脱钩，债务货币化不断得到强化，全球央行的无下限降息引发负利率债规模创下历史记录。根据数据显示 2019 年 8 月底，全球负利率债券规模一度攀升至 17 万亿美元的历史记录，其中 90% 以上的品种是国债，另外有接近 6% 的品种是公司债。在发行负利率债的 19 个国家中，欧洲和日本发行的债务规模最多。负利率债务的大规模增长，也揭示了当前发达国家经济体不得不面对的一个现实，在面对长期的制度性结构性问题的情况下，货币政策已经陷入无效。各政府以低通胀为名，肆意超发货币的行为，令各大主要经济体深陷流动性陷阱，同时又导致财政赤字又可称旁氏债务面临崩溃的境地。对于投资者来说，当货币的名义收益都出现了负值，那么还有什么能够比具备对冲法币信用价值的黄金更值得追捧呢？

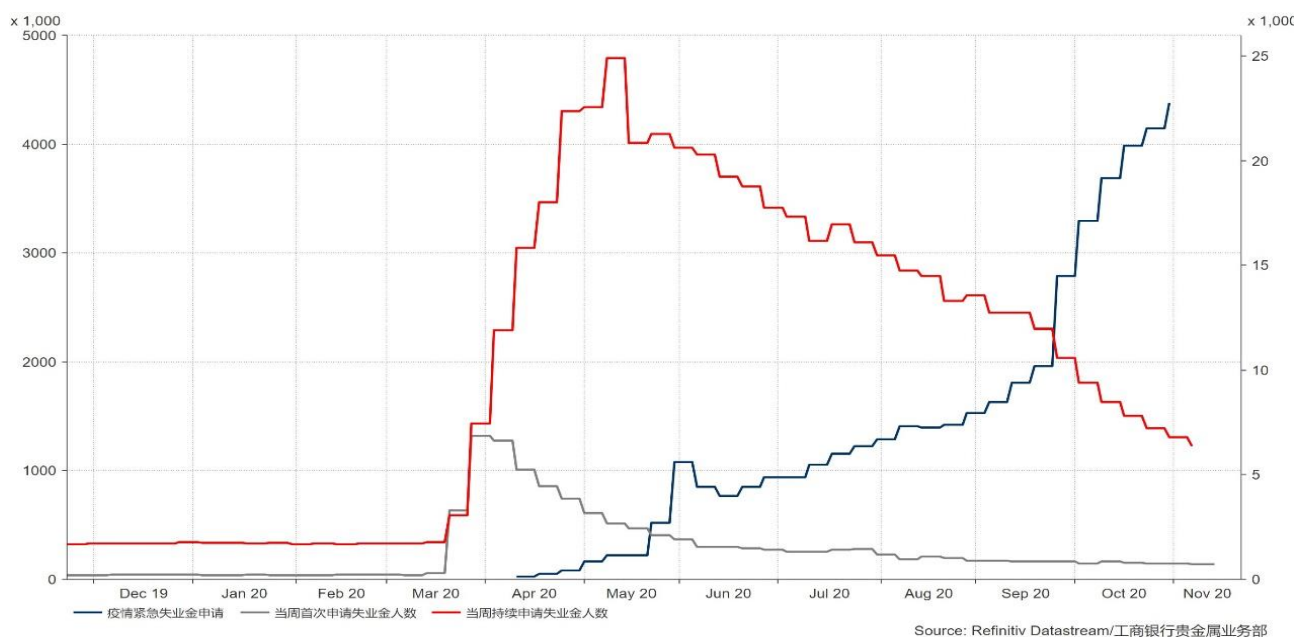
表格 1: 各国疫苗研发情况:

	开始接种时间	数量
辉瑞	12 月 1 日 (如通过)	年底前生产 5 千万剂
莫德纳	12 月 17 日 (如通过)	年底前生产 2 千万剂
牛津	今年底 (等待批准)	年底前生产 2 亿剂
国药	已开始紧急接种	每年生产 10 亿剂

数据来源：根据公开数据和新闻整理，工商银行贵金属业务部

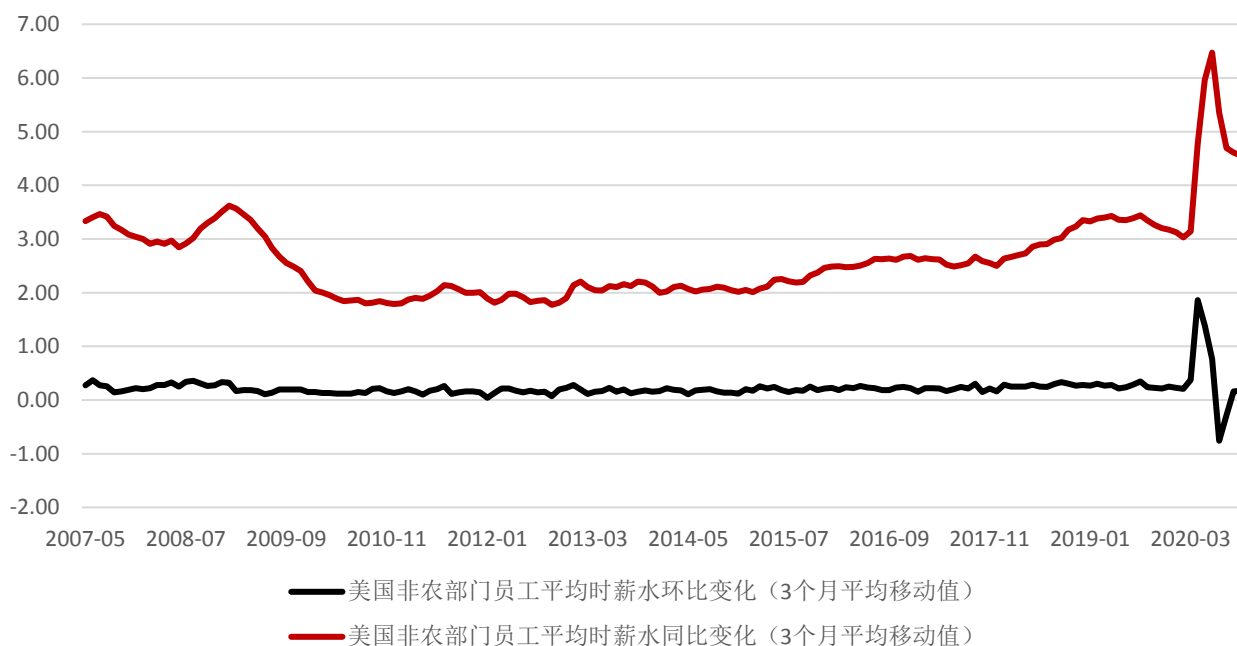
从全球的角度来看，假设疫苗能够口在 2021 年开始帮助全球逐渐摆脱疫情的影响。那么包括酒店、旅游业及零售行业这些前期受到极度压抑的行业，并带动相关行业出现复苏。同时，服务行业的全面复苏，也将会推动劳动力市场继续再次走强。以美国为例，可以看到尽管连续多轮的财政刺激托底了美国经济，但是由于疫情的反复冲击，劳动力市场仍然存在着改善的空间。

图表 3：美国当周首次/续请申请失业金人数不断下降但疫情紧急失业申请也屡创新高：（人）



数据来源：Refinitiv，工商银行贵金属业务部

图表 4：美国非农部门薪资增速（%）开始放缓：

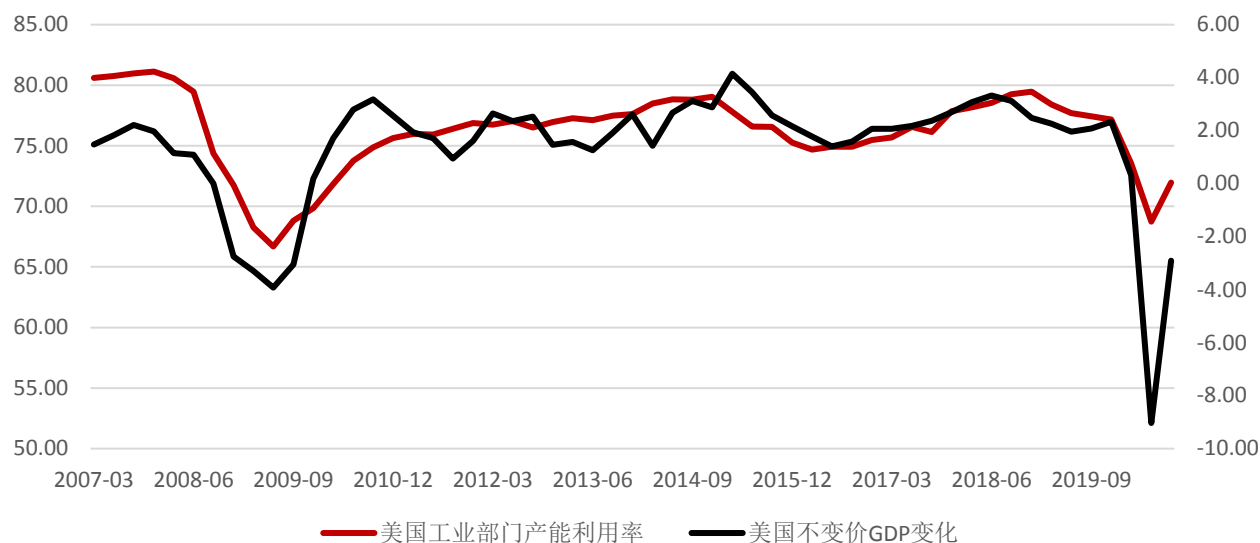


数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

可以认为，因财政带动的需求在复苏早期仅仅弥补了产出缺口并减少了闲置产能，并不会对通胀产生明显的压力。在这一过程中，可以看到名义利率的增长快于通胀压力。另外疫苗带来的经济复苏，会帮助修复居民和企业的资产负债表，但也意味着通过政府部门进行的财富转移会有所减少。如果财政开始退坡，那么劳动力市场短期的供大于求情况，可能会令

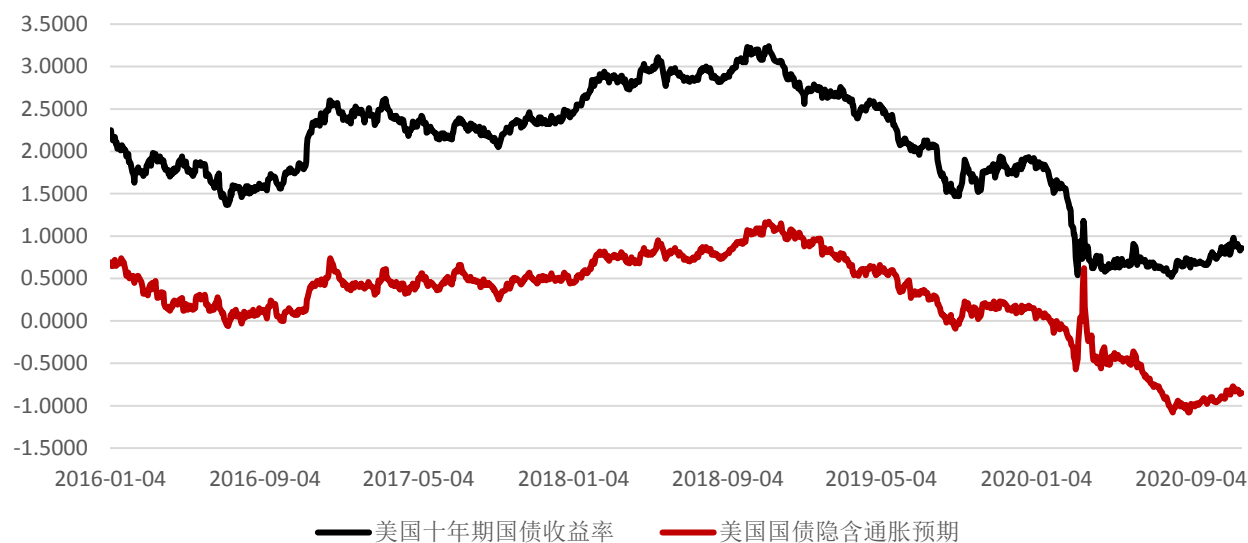
通胀的上行压力有所放缓。

图表 5：产能利用率（%）不断推动 GDP（%）走高：



数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

图表 6：美国十年期国债收益率（%）边际增速开始快于通胀预期（%）：

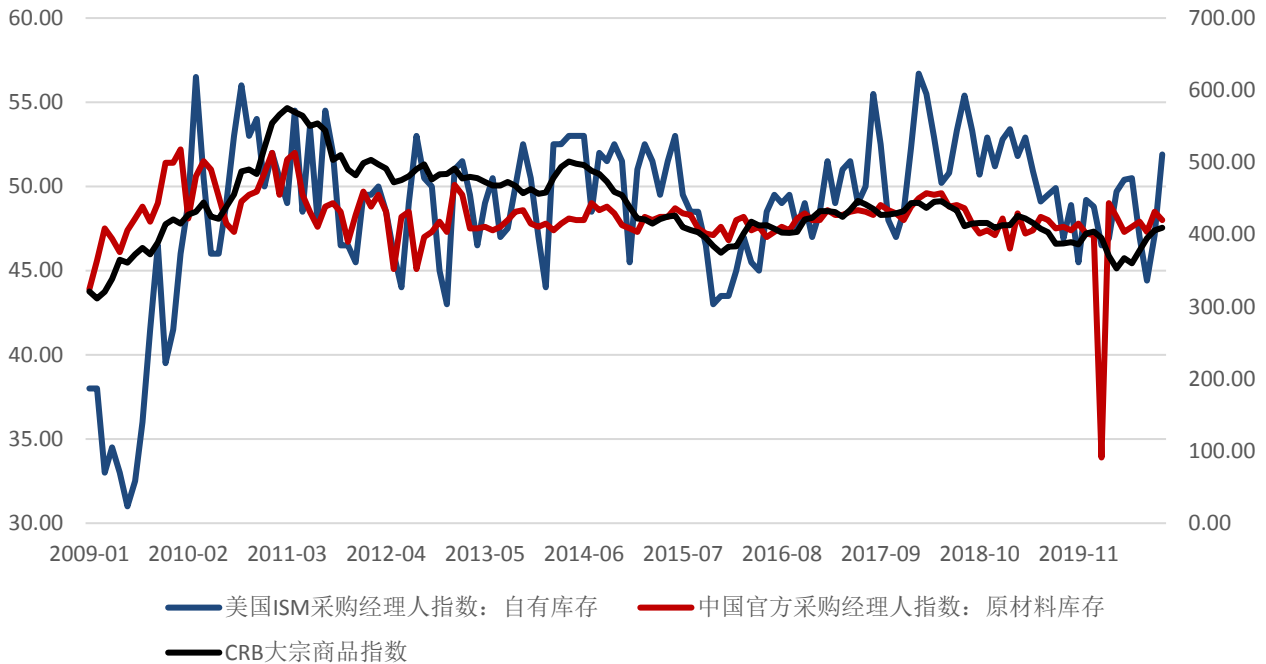


数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

从商品角度来看，由于在疫情期间全球供应链持续收缩，各国制造业去库存明显。随着各大央行对于市场流动性的注入，通胀预期推动市场参与者做多商品。而商品价格的上涨叠加经济复苏预期，推动企业在去库存后开始重新进入累库存的周期。市场的反身性不断强化价格走势，意味着大宗商品的需求会持续修复，价格也会进一步回升。不过值得注意的是目前部分商品价格已经在全球央行天量的流动性注入后回升至2018年年中的水平。但是在劳动力市场没有恢复前，我们认为需求增量有限，这意味着大宗商品很难再次出现2001年中国入

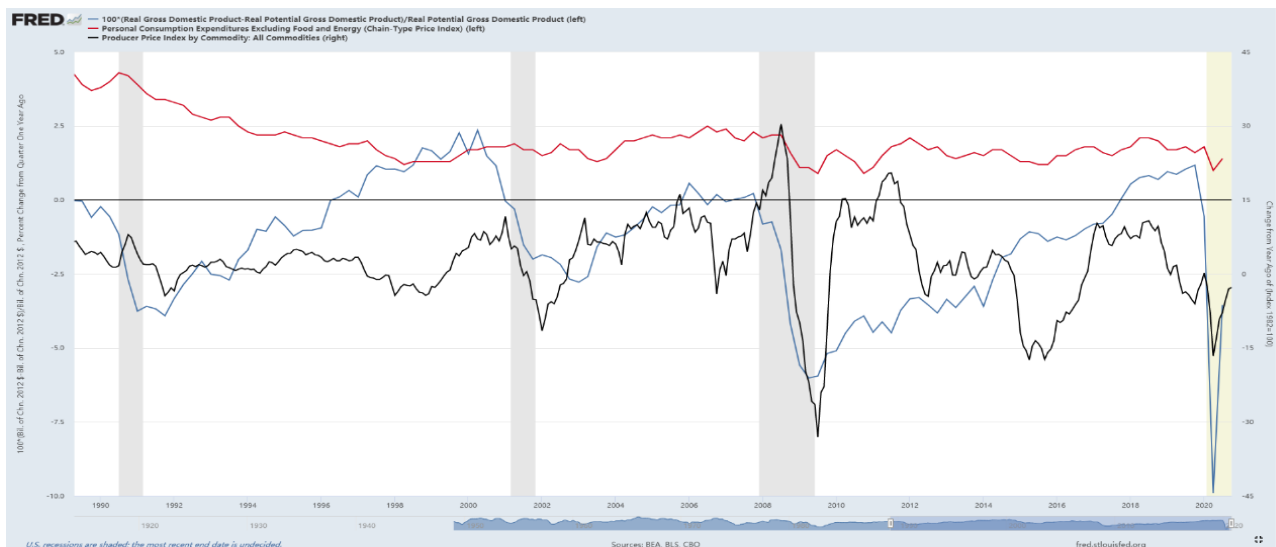
世后的十年牛市。

图表 7：经济复苏预期推动商品价格推动库存周期：



数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

图表 8：产出缺口的弥合将会推动通胀和商品价格不断走高：



数据来源：美国圣路易斯联储，工商银行贵金属业务部

2、美国下一届政府对于未来经济的影响：

若非在疫情的处理上特朗普出现了重大的政策失误，其在任期的表现可圈可点。在特朗普任职的四年中，美股屡创新高，失业率降至历史低位，从反移民政策到降税减费都满足了很多美国人的内心诉求。不过特朗普在抗疫方面的糟糕表现，使得其失去了再次连任的机会。另外，尽管特朗普在其任期四年内践行的其绝大多数的竞选承诺，并未给他带来美总统大选

请参阅最后一页的重要声明

中国工商银行贵金属业务部

的胜利。他所采取的各类经贸政策对美国社会造成了巨大的影响。甚至引发不同政见的民众彼此仇视，阶级之间对立情绪蔓延也是历史上少见的。

在这样的背景下，未来四年拜登将要面对一个割裂的美国社会。再加上目前美国国会分别有两党控制，其从政环境将会十分困难。因此，拜登想要实现在竞选中所承诺的大规模财政刺激，较高的税收政策以及奥巴马医改都较为困难。在美国目前的政治生态环境中，由于对内施政空间较为有限，除了针对中国采取战略遏制措施外，对于拜登来说修复美国与国际组织和传统盟友的关系则是其为数不多的对外政策选项。

在过去的四年中，由于特朗普奉行“美国优先”的孤立主义，全球贸易出现明显萎缩。而 2020 年的新冠疫情所引发的全球物流阻隔，更是导致了全球贸易活动进一步回落。因此，如果重新参与国际事务与周边国家及传统盟友修复关系，是未来四年美国政府可以有所作为的主要施政领域。那么重新加强与其他国家的贸易活动意味着美国的贸易逆差将有望继续增加。除了贸易逆差对于美元的打压，拜登对于欧元区相对温和的态度，也使得欧元的经济复苏前景更加乐观。当然，年中欧元区通过到 2021 年 6 月份的高达 1.35 万亿抗疫紧急购债计划（PEPP），也被视作欧元区各国在财政政策上一种折中的统一方式。欧元区曾经因为非统一的财政政策而始终遭到市场诟病。这可能会在中期成为美元走弱的重要逻辑之一。

此外，美联储主席耶伦将有望出任下一届美国财长。鉴于此前耶伦在美联储任职期间较为宽松的货币政策倾向，我们认为未来四年美国财政部可能会继续延长和推动各类支持经济的财政政策。而由此形成的双赤字的压力将成为持续打压美元指数的重要因素。值得关注的是，作为詹姆斯·托宾的门徒，耶伦的政策倾向存在带着明显的凯恩斯学派的影子，而她本人也在侧重与失业和薪资问题。在目前美国财富分配极端化的情况下。耶伦对于工会的支持，无疑是美国能否重新推动通胀的核心因素。尽管，在目前的经济环境下，美国有动力来平衡阶级间的财富分配，来纾困经济难题，但这些政策的推动并非一蹴而就。特别是在国会分裂的情况下，将会遇上巨大的政治阻力。

3、美联储货币政策应对及对市场影响：

除了应对新冠疫情，美联储在 2020 年采取各类宽松政策来刺激经济，其对于货币政策框架的改革，可以被视作美联储下一阶段货币政策侧重点出现变化的重要依据，也是我们认为需要格外关注的重点。

加强预期管理一直是美联储实现货币政策的重要手段之一。具体采取的方式包括，明确美联储的长期货币政策目标，和在定期召开的公开市场会议上，围绕经济情况阐述美联储的

货币政策意图和具体操作。对此，美联储于 2012 年公布了第一版的《更长期经济目标和货币政策策略陈述》¹，并以此为美联储制定货币政策的纲领和依据。期间根据美国的经济情况，美联储曾多次调整该陈述，并且在 2020 年 8 月 27 日进行了最近一轮的更新。新版本的公布时间发生在，美联储主席鲍威尔在 2020 年的杰克逊霍尔会议上，宣布调整货币政策框架之后。因此，此次修订也被视为美联储对于其新的货币政策框架调整的最终解释，象征了美联储对于货币政策所锚定目标的内涵出现了变化。

此次修改中最为瞩目的可能是美联储对于就业的容忍度高于通胀这一目标顺序上的改变。此前美联储始终通胀目标优先于就业目标，但是在经历了去的十年的人口红利消失，技术进步和全球化令美国经济陷入了类似艾尔文·汉克所主张的长期增长停滞的这种情况。这使得美联储部分相信，即便在充分就业的情况下，2%的通胀目标也可能无法触及。因此，美联储调整后的货币政策目标更关注充分就业，并容忍高通胀对于政策利率的影响。换言之，美联储对于低利率货币政策的容忍程度将会大大超过往常。

美联储控制利率的手段除了降低联邦基金利率外，还有量化宽松，扭转操作和收益率曲线控制等手段。目前来看，由于联邦基金利率已经降至历史低点，且美联储放弃负利率政策选择。因此短期内扩大宽松政策的办法将大概率以数量型政策为主，其中最主要的操作手段就是量化宽松。如同前述，由于美国的劳动力市场仍有上行的空间，而短期的经济复苏也不会对美国的通胀产生较大的压力，因此我们并不认为美联储会贸然采取扭转操作。但进一步维持长端收益率将成为美联储在美国经济复苏期不得不面对的问题，而短期经济复苏后低利率以及不断突破上限的量化宽松规模将会成为中期引发美元走弱的又一重要因素。

4. 美国的政策与通胀风险

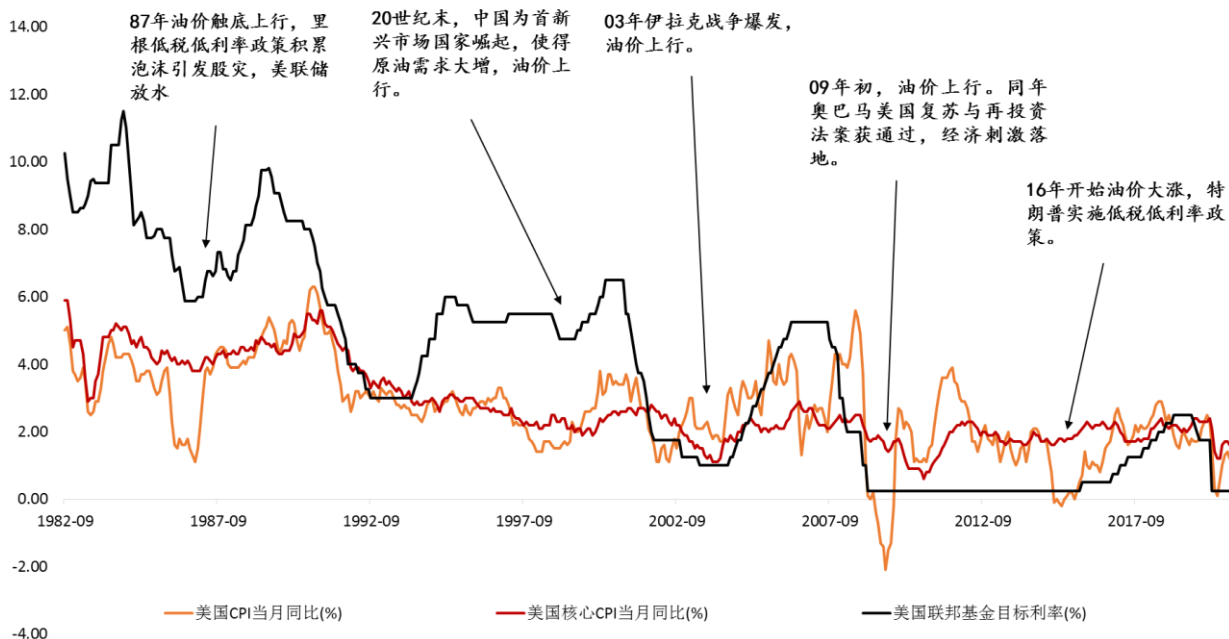
从美国本土来看，如同前文谈到的由于劳动力市场仍然存在巨大的修复空间，我们认为短期内经济的复苏更多的将会推动产出缺口弥合，短期的通胀风险并不会十分突出。但中期来看，通胀风险的引发还来自于美国的财政政策。不过，仅仅依据美国扩张性的财政政策就推理出通胀风险的逻辑又显得过于简单粗暴。

一是我们认为，持续的财政政策需要不同的利益集团进行平衡，在实际的操作过程当中不会一帆风顺。根据实际情况来看，由于美国的产业空心化，美国的通胀需要其他国家的产能来一起配合。从全球范围来看，除非全球贸易持续降温并进而影响到对世界其他国家对于美国的产能供给，一般商品和服务的全球产能供给并不存在明显的缺口。根据对于过去几十

¹原文《Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy》https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomc_longerrungoals.pdf

年中美国数次通胀的回顾来看，只有原油供给出现巨大缺口的情况下，美国的通胀才有快速修复的可能。而当前美国正在实现能源独立，且受到疫情影响产油国的资产负债表也深受打击，因此并没有意愿和能力对原油供给实行长期过度的限产。事实上，到截稿为止，OPEC+已达成在2021年1月份小规模增产的计划。因此如果原油供给对于美国通胀的潜在冲击并不大。

图表 11： 1982 年以来美国通胀水平(%)及联邦基金利率(%)：



数据来源：WIND，工商银行贵金属业务部

二是因为大规模的财政政策可能会引发债券供给过剩并进而导致利率快速上升，这显然与过去大萧条以来西方践行的通过扩大消费的凯恩斯主义背道而驰。如果希望压低长端利率则需要美联储的进一步配合。尽管美联储表示将会进一步宽松来支撑美国的货币政策，但高企的债务规模，意味着未来美联储的货币政策更加有限。因此在未来的一年里，美国的财政政策和货币政策的节奏仍然是影响国际金价的主要因素。在这个大的背景下，需求是能否能够持续推动则取决于财富的分配逻辑，而生产力的进一步提高则能够从本质上解决债务的压力。但需要关注的是，美元不断的超发，使得美国的全球信用不断受损，与广场协议不同，次轮美元的下跌是内生性的，是市场逻辑所驱动的。因此在可见的未来，海外央行对美元资产的配置将会更加多元化。而黄金仍然是分散美元信用风险的重要标的物。

三、2021 年市场整体展望：

结合上文，我们对2021年有如下判断。在经济层面我们认为，2021年往后全球经济将会经历复苏增产，并推动产出缺口会逐渐弥合这一过程。但受到疫情影响，全球潜在产出的恢

复仍然需要相当长的一段时间。而在这一过程中，随着债务的堆积，为了保证充分就业以及降低债务负担的压力，各国央行仍将不得不动用货币政策来刺激需求。其中具体就美国来看，美联储将会不得不延长并且保持量化宽松以刺激劳动力市场，并且会在中期会对资本市场的流动性起到支撑作用。

基于上述的判断，短期驱动美元的逻辑将取决于以下两点假设。一是疫情造成的需求端缺口可以部分通过财政政策来维持（美国经济结构决定）。二是疫苗的投入可以在很大程度上推动美国的供需两端的复苏。这样我们认为将会有四种短期的经济发展路径，一是疫苗的推出早于美国居民对于财政刺激的需求，这样可能会推迟甚至阻止新一轮的刺激计划，意味着供给端的推进将会大于需求端，这将有效推升美国实际利率。二是在疫苗推出前，美国国会无法就新一轮的财政政策形成一致，这将明显打压市场的通胀预期，并形成通缩预期。三是在疫苗推出后，美国国会仍然维持财政刺激，这将进一步推动市场需求，并引发通胀预期。四是华盛顿先于疫苗投入使用前推出新一轮的财政刺激，这样也会保证市场的通胀预期。这四种情况中，前两种会在短期利空黄金而后两种会利多黄金。

从中长期来看，我们认为疫情对于经济的扰动较小。市场更加需要意识到美国巨大的债务负担令美联储无法进入过快的加息周期。与此同时，巨大的财政赤字和贸易逆差的扩大，将大概率对美元造成巨大的下行压力。美国的货币政策将继欧洲之后出现“日本化”。在长期的低利率环境下，美联储对于国内通胀的默许，也基本符合债务周期末端，和谐去杠杆的政策组合。需要指出的，根据萨默斯的长期增长停滞假设，除非美国经济出现结构性调整、美国的资产泡沫出现修正或是全球经贸体系重塑，经济政策最重要的三个目标，即达到充分就业，控制通货膨胀在低且稳定的水平以及保持金融业稳定性将是一个不可能三角形。那么在当前美国的经济逻辑下，美国进一步放弃美元的储备地位是必经之路。

由此，长期来看全球以美元为主要结算货币的贸易体系面临挑战，这仍然会成为驱动黄金价格重要因素之一。从根本来看，只要老生常谈的资本主义带来的分配不均衡问题没有在制度上得到妥善的安排，那么低成长低通胀仍然会成为欧美国家未来数年的经济基调。因为通过债务驱动的需求，无法持续满足供给端对经济增长产生的推动；因为债务无法在当前供给过剩的经济模式下，在经济自然增长放缓的过程中持续滚动。换言之债务扩张在给定的生产力情况下是有极限的。

因此在策略选择上我们认为，2021 年上半年市场可以继续拥抱复苏预期。而 2020 年全球各主要经济体宽货币宽信用的政策组合，将有望持续令市场产生通胀风险预期，并推动美

债收益率走高至少至 1.25%的水平。同时这种复苏预期有望进一步推动欧元走高，而黄金将不会是最好的选择。但由于经济扩张空间有限，潜在产能恢复需要较长的时间，财政扩张推动的美债收益率料会促使美联储维持相当的购债规模，以令实际利率维持在较低的水平。这会在下半年对黄金形成支撑。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。