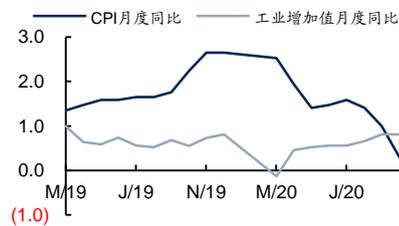


宏观经济

海外市场一周概览

2021年01月12日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.70

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 英国脱欧协议讲了什么?》——2020-12-30
 《宏观经济周报: 国内整体经济增长态势仍然较好》——2021-01-04
 《宏观经济周报: 国信高频宏观扩散总指数再次明显上升》——2021-01-10
 《海外市场一周概览: 挖掘美国制造业数据》——2021-01-05
 《宏观经济周报: PPI 同比上行速度或明显加快》——2020-12-28

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001
 联系人: 王艺熹
 电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

宏观周报

经济危机中的美元、美债与黄金

● 经济危机中的美元、美债与黄金

“蓝潮”推高经济和通胀预期: 我们梳理了 2000 年来几次经济危机 (互联网泡沫破裂叠加 911 事件、次贷危机、欧债危机) 之后美元、美债利率和金价的变化规律, 作为判断这三种资产后期价格变化的参考。

美元: 在全球经济复苏的时期, 由于美国经济复苏力度往往不如其他国家, 美元趋于贬值。互联网泡沫破裂后, 美元指数 2 年内共下跌 30.89%, 为历次危机之最。次贷危机后, 美元指数跌幅为 12%, 后期希腊主权债务危机浮出水面后美元开始抬升。欧债危机中, 美元受影响较小, 且美元本就在历史低位, 下行幅度不大。本次经济衰退中, 美元指数的跌幅已超过次贷危机后美元指数的跌幅。

10 年期美债利率在经济复苏时期趋于上行: 911 事件后, 10 年期美债收益率 2 个月内下行 62bp 至 4.22%, 后迅速上升 104bp 至 4.26%。次贷危机逐渐平息后的 2009 年初, 10 年期美债利率为 2.46%。到 09 年 6 月, 10 年期美债利率已上行 155bp 至 3.91%。09 年年末, 10 年期美债利率回落至 3.2% 左右。2010 年 10 月欧债危机爆发, 10 月 12 日 10 年期美债利率报 2.44%, 到 12 月 30 日报 3.38%, 一共上行 94bp。本次经济衰退中, 10 年期美债利率已从低点上升 61bp, 回升至 1.13%。

黄金价格在经济危机后期趋于回落: 911 事件发生后, 金价在三周时间内上涨 7%, 后迅速回落 6.5%。次贷危机中, 金价在 2008 年 3 月见顶, 并在随后的 7 个月中下跌 26.9%。欧债危机中, 金价于 2011 年 8 月见顶。之后, 金价在一年半的时间内下跌了 36.73%。本次经济衰退中, 金价于 2020 年 8 月见顶。目前金价与 8 月的顶点价格相比, 已下跌 10.37%。

● 上周主要资产走势概览:

美股: 上周, 美股三大股指震荡上行。标普 500 指数 1 月 8 日创新高报 3826.69 点。11 日收盘回落至 3799.61 点, 一周涨幅为 0.93%。道指 1 月 7 日创新高报 31193.4 点, 11 日收报 31008.69 点, 一周涨幅为 1.24%。纳指 1 月 8 日创新高报 13208.09 点, 11 日收报 13071.37 点, 一周涨幅为 0.87%。

美债: 上周, 美国 10 年期国债收益率大幅上行。1 月 4 日报 0.914%, 1 月 12 日报 1.156%, 上升 24.2bp。美国 2 年期国债收益率 1 月 4 日报 0.107%, 1 月 12 日报 0.149%, 上浮 4.2bp。美国 10 年期-2 年期国债利差进一步扩大, 为 100.7bp。

伦敦金价 下跌明显, 1 月 5 日报 1937.37 美元/盎司, 截至 1 月 12 日报 1847.34 美元/盎司, 跌幅达到 4.65%

美元指数 上周小幅上升, 回到 90 以上。1 月 5 日美元指数报 89.74。截至 1 月 12 日, 美元指数报 90.5。

布伦特原油 价格上涨后有些许回落, 均价已涨至 54.12 美元/桶, 最高曾报 56.36 美元/桶。一周涨幅达到 9.1%。

伦敦铜价 上周突破 8000 美元/吨大关后回落, 1 月 5 日开报 7741 美元/吨, 后飙升至 8050.5 美元/吨。1 月 8 日最高报 8224 美元/吨, 1 月 12 日回落至 7909 美元/吨。伦敦铜一周涨幅为 2.17%。

内容目录

经济危机中的美元、美债与黄金	4
目前,“蓝潮”推高经济和通胀预期.....	4
美元:全球复苏时期趋于下行.....	4
10年期美债利率:复苏时期趋于上行.....	5
驱动金价的双因素:财富与恐惧.....	7
上周主要资产走势概览.....	10
美股.....	10
美债.....	11
伦敦金和美元指数.....	11
布伦特原油和伦敦铜.....	11
国信证券投资评级.....	13
分析师承诺.....	13
风险提示.....	13
证券投资咨询业务的说明.....	13

图表目录

图 1: 2018-2021 年美国 10 年 Breakeven 通胀率	4
图 2: 2000-2020 年美元指数	5
图 3: 2000-2006 年 10 年期美债利率	6
图 4: 2006-2016 年 10 年期美债利率	6
图 5: 911 事件前后金价和纳指走势	7
图 6: 2019 年 9 月起 10 年期美债利率走势	8
图 7: 2006-2016 年伦敦金价与 10 年期美债收益率	8
图 8: 黄金价格与美国 CPI 同比	9
图 9: 1 月 4 日-1 月 11 日标普 500	10
图 10: 1 月 4 日-1 月 11 日道琼斯工业	10
图 11: 1 月 4 日-1 月 11 日纳斯达克综合指数	10
图 12: 1 月 4 日-1 月 11 日美国 2 年期国债收益率	11
图 13: 1 月 4 日-1 月 11 日伦敦金价与美元指数走势 (伦敦金: 美元/盎司)	11
图 14: 4 日-11 日布伦特原油价格走势 (美元/桶)	12
图 15: 4 日-11 日伦敦铜走势 (美元/吨)	12
表 1: 历次危机中后期美元走势	5
表 2: 历次危机中后期 10 年期美债走势	6
表 3: 历次危机中后期金价走势	7
表 4: 金价与 10 年期美债收益率相关系数	8
表 5: 历次经济危机中金价的涨幅	9

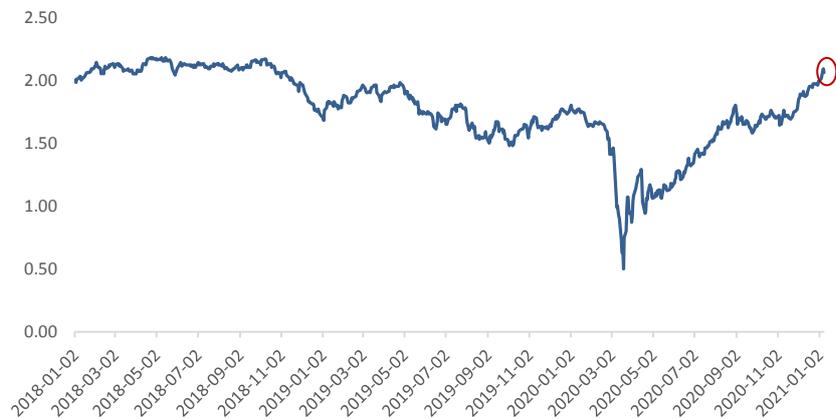
经济危机中的美元、美债与黄金

目前，“蓝潮”推高经济和通胀预期

美国 1 月 6 日参议院选举结果出炉，美国国会参、众两院和总统所代表的行政系统均由民主党人主导，出现所谓“蓝色浪潮”。随后，美国获选总统拜登和民主党领袖舒默等均表示，换届后即将推出进一步财政刺激措施，为经济复苏提供进一步支持。

市场对该消息反应较热烈，普遍认为进一步的财政刺激将有利于美国经济的快速复苏。民主党的天量的财政预算同时推高了通胀预期（下图红圈）。

图 1：2018–2021 年美国 10 年 Breakeven 通胀率



资料来源：St. Louis Fed、国信证券经济研究所整理

10 年期美债利率等关键资产价格应声而变，引发市场对于接下来各类资产价格走势的讨论。我们梳理了 2000 年来几次经济危机后美元、美债利率和金价的变化规律，作为判断这三种资产后期价格变化的参考。

美元：全球复苏时期趋于下行

理论上，驱动美元走势变化的主要因素在于美国经济与其他国家经济的相对强弱。实际来看，美元经常在全球性金融危机的初期因为其安全资产属性凸显而升值。而在全球经济复苏的时期，由于美国经济复苏力度往往不如其他国家，美元趋于贬值。

图 2：2000-2020 年美元指数



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

互联网泡沫破裂叠加 911 事件冲击在 2002 年开始得到缓解。从 2002 年 3 月美元指数的高点 117.95 开始计算，直至 2004 年 12 月的低点 81.52，美元指数在危机后共下跌 30.89%，为历次危机之最。

次贷危机后，美元指数跌幅为 12%，希腊主权债务危机浮出水面后美元开始抬升。欧债危机受影响的主要是欧洲，且美元本就在历史低位水平，下行幅度不大。

表 1：历次危机中后期美元走势

危机事件	顶点时间	顶点	低点时间	低点	跌幅
互联网泡沫破裂与 911	2002/3	117.95	2004/12	81.52	-30.89%
次贷危机	2008/11	86.36	2009/10	75.98	-12.02%
欧债危机	2010/6	86.6	2013/1	79.87	-7.77%
2020 新冠疫情	2020/3	102.68	2020/12	89.60	-12.74%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

本次经济衰退中，美元指数的跌幅已超过次贷危机后美元指数的跌幅。然而，市场主流仍旧看空美元。目前美国疫情仍未得到有效控制，疫苗接种进度缓慢等事实为这一看法提供了支撑。

10 年期美债利率：复苏时期趋于上行

上周，有关美国新一轮大规模财政补贴的消息传出后，市场对于经济复苏的预期大幅提升。经常被市场当作对经济前景展望之即时反映的 10 年期美债利率在 1 月 6 日之后迅速爬升，冲破几个月来一直游走的 0.9%-0.95% 区间，突破 1% 的大关。

虽然整体来看 10 年期美债利率在过去几十年间的总体趋势是下行的，但是历次危机后期 10 年期美债利率在短期内都趋于上行。

911 事件后，10 年期美债收益率 2 月内下行 62bp 至 4.22%，后迅速上升 104bp 至 4.26%（下图 v 型黄线）。

图 3：2000-2006 年 10 年期美债利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

次贷危机时，10 年期美债利率曾在美联储 2008 年 12 月宣布 5 万亿美元 MBS 购买计划后短期内大幅下行超过 150bp。而在次贷危机逐渐平息后的 2009 年，美国 10 年期国债利率则呈震荡上行后回落的走势。09 年初 10 年期美债利率为 2.46%。到 09 年 6 月，10 年期美债利率已上行 155bp 至 3.91%。09 年年末，10 年期美债利率回落至 3.2% 左右。

图 4：2006-2016 年 10 年期美债利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2010 年 10 月欧债危机爆发，10 月 12 日 10 年期美债利率报 2.44%，到 12 月 30 日报 3.38%，一共上行 94bp。之后，10 年期美债利率迅速下行，低点在 2012 年 7 月出现，为 1.47%。至 2013 年 3 月，10 年期美债利率上行 60bp 至 2.07%。

表 2：历次危机中后期 10 年期美债走势

危机事件	低点时间	低点	顶点时间	顶点	涨幅
911 事件	2001/11	4.22%	2001/12	5.26%	104bp
次贷危机	2018/12	2.16%	2019/6	3.91%	175bp
欧债危机	2012/7	1.47%	2013/3	2.07%	60bp
2020 新冠疫情	2020/8	0.52%	2021/1	1.13%	61bp

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新冠疫情以来，10 年期美债利率最低出现在今年 8 月，报 0.52%。目前，10

年期美债利率已回升至 1.13%，已从低点上升 61bp。

驱动金价的双因素：财富与恐惧

在大部分时期，黄金与美元类资产的走势相反。在经济上升的阶段，黄金更多的因其物理属性被当作商品交易。在经济衰退的时期，市场时常讨论的则是黄金的避险属性。最近数月以来金价变化的主要驱动在于，新兴市场国家经济复苏带来黄金商品需求变化，和在发达国家对于黄金作为金融资产需求的变化。这两点在过去数月都有利于金价的上涨。

黄金价格在经济危机后期趋于回落

经济危机的中后期，金价常有见顶回落的趋势。911 事件发生后，金价在三周内时间内上涨 7%，后迅速回落 6.5%（2000 年互联网泡沫破裂后，黄金的避险属性并未在价格中体现出来，反而是与纳指同涨跌）。

图 5：911 事件前后金价和纳指走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

次贷危机中，金价在 2008 年 3 月见顶，并在随后的 7 个月中下跌 26.9%。欧债危机中，金价于 2011 年 8 月见顶。之后，金价在一年半的时间内下跌了 36.73%。

本次经济衰退中，金价于 2020 年 8 月见顶。目前金价与 8 月的顶点价格相比，已下跌 10.37%。

表 3：历次危机中后期金价走势

危机事件	顶点时间	顶点价格(美元/盎司)	低点时间	低点价格(美元/盎司)	跌幅
911 事件	2001/10	291.90	2001/12	272.80	-6.54%
次贷危机	2008/3	989.8	2008/11	723.45	-26.91%
欧债危机	2011/8	1897.6	2013/1	1200.65	-36.73%
2020 新冠疫情	2020/8	2,063.10	2021/1	1,849.07	-10.37%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

目前，美国大规模财政刺激的消息对于市场的提振效果明显，长期与金价对应的 10 年期美债实际利率的拐点可能已经显现（下图红圈）。部分市场参与者将此解读为金价将持续回落的标志。按照黄金是经济危机时期美国国债的替代品这一逻辑，危机接近尾声意味着黄金对于投资者的吸引力将逐步降低，投入黄金的资金将逐步回归美债市场。

图 6: 2019 年 9 月起 10 年期美债利率走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

关于黄金与美元资产在经济衰退中关系的思考

相比于以往所讨论的避险属性, 黄金在最近两次金融危机中更加类似于美元类资产的替代品, 而不是和股票、商品相对应的避险类资产。投资者购入黄金是为了保有美元在危机期间失去的购买力。这一说法的逻辑在于, 在欧债危机和本轮经济衰退中, 美债实际利率进入负区间, 美元购买力在危机中变弱, 但黄金的购买力在危机前后被完整保有。这一逻辑部分解释了为什么美国国债的实际利率与金价的相关性高于名义利率于金价的相关性。

表 4: 金价与 10 年期美债收益率相关系数

相关系数	美国:国债收益率:10 年	美国:国债实际收益率:10 年期
伦敦金现	-0.86088	-0.8943

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

次贷危机末期, 金价的高点(下图竖线 I)和低点(下图竖线 II)对应的是 10 年期美债实际利率的区间低点和高点, 而非名义利率的低点和高点。欧债危机中, 金价的两个区间高点(下图竖线 III、IV)也与实际利率的低点更接近(相对于名义利率的低点来说)。

图 7: 2006-2016 年伦敦金价与 10 年期美债收益率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

这一观点的另一佐证是，相较于 911 事件，次贷、欧债危机和本次新冠带来的经济衰退中，金价的涨幅更甚。一种可能的解释是，由于互联网泡沫破裂时美债实际利率仍远高于 0，所以当时黄金替代美债的作用不如现在强。

表 5: 历次经济危机中金价的涨幅

事件	起始标志	起始日期	起始金价	结束日期	结束金价	金价涨幅
2001 年 911	911 事件	2001/9/11	286.25	2001/10	291.90	1.97%
次贷危机	美联储第一次降息	2007/9/18	723.5	2008/3	989.8	36.81%
欧债危机	标普下调希腊信用评级	2009/12/16	1137.9	2011/8	1897.6	66.76%
新冠疫情	美股熔断	2020/3/18	1486.1	2020/8	2,063.10	38.83%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

猜想: 关于为何金价与通胀指标之间的关系不明显

大众一直有一个信仰，觉得买黄金保值抗通胀。这一点在各界研究者看来是有争议的。许多人认为黄金并不像人们普遍认为的那样具有抗通胀的性质，因为数据中找不到金价与通胀指标（CPI、美国的 PCE 等）之间明显的相关关系，以各国货币计价的各类通胀指标和黄金价格的相关系数并不高。

图 8: 黄金价格与美国 CPI 同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们通常认为 CPI（或美国的 PCE 价格指数）是衡量通胀的官方指标。但准确的说，CPI 其实是衡量一国货币购买力的指数。若非讨论另一种货币类资产的价格变化趋势，通常来说一国货币的购买力和该国的通胀水平是一回事。这是因为市场上大家都用官方货币来买东西，所以通胀理应用官方货币的购买力计算。

但黄金仍具有货币属性。虽然世界已经脱离了金本位时期，但黄金仍然是流动性最好的大类资产之一。其供给与需求稳定，金属属性优异，流动性在全球范围内都很好。除商品属性外，黄金至今保有部分货币属性。所以，用任何一国货币计算的 CPI 去衡量黄金抗通胀的能力都不准确。打个不恰当的比方，这就像用美国的 CPI 讨论人民币的抗通胀能力。美国 CPI 是用来衡量美元的购买力的，而不是用来衡量黄金的购买力的。

所以，从各国官方发布的 CPI 指标中，往往不容易找到与金价直接的联系。这并不代表黄金不能抗通胀。

更准确的说法是，黄金的购买力总是维持在一个较高的水准上，这种性质在市场通胀预期高，或者经济危机时期美债实际收益率进入负区间的时候尤为受欢迎。

上周主要资产走势概览

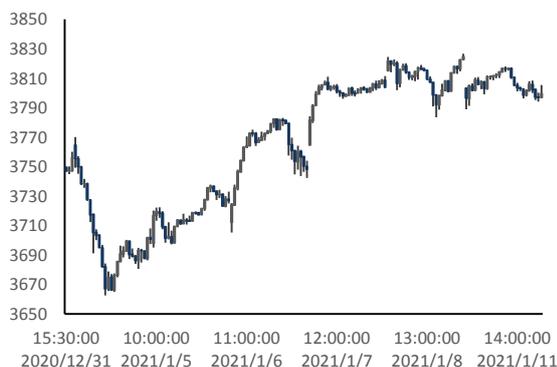
美股

上周，美股三大股指震荡上行。经历了今年第一个交易日的暴跌后，1月6日民主党候选人赢得佐治亚州参议员选举及民主党领袖对于进一步财政刺激的承诺这一消息为市场带来了明显的提振。

拜登于上周五表示，正在筹划一项总额达数万亿美元的财政刺激计划。除了之前提到的每人2000美元现金补贴之外，还包括针对加强基建等竞选主张的补贴计划。市场普遍认为此计划将帮助经济迅速复苏，同时通胀预期被推高。

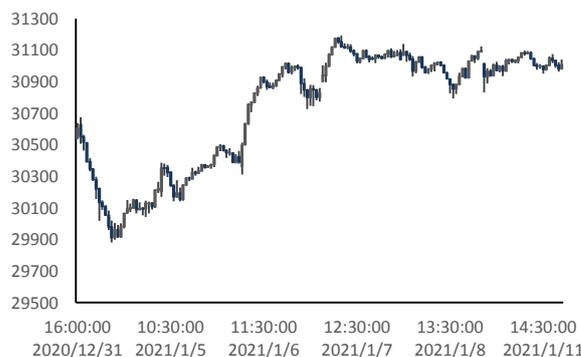
标普500指数1月4日开报3764.61点，1月8日最高报3826.69点，是标普的历史新高。1月11日收盘时，标普已回落至3799.61点，一周涨幅为0.93%。道琼斯工业指数1月4日开报30627.47点，收报30223.89点。1月7日最高曾报31193.4点，是道指的历史新高。1月11日道指收报31008.69点，一周涨幅为1.24%。

图 9: 1月4日-1月11日标普500



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

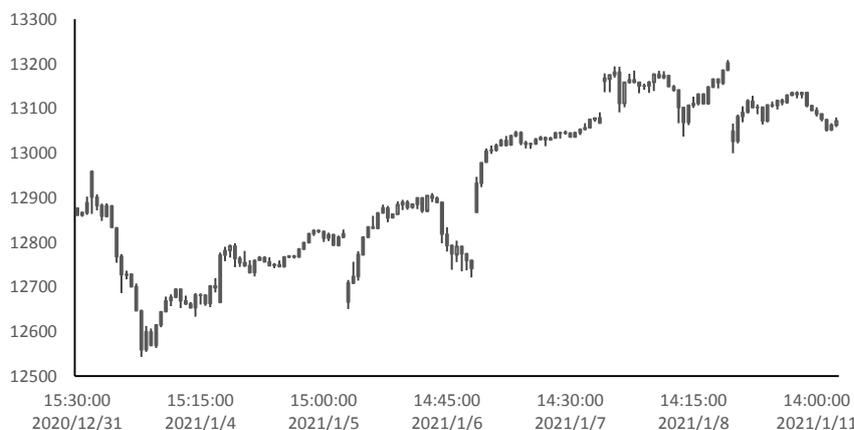
图 10: 1月4日-1月11日道琼斯工业



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

纳斯达克综合指数一周涨幅为0.87%。1月8日曾创历史新高，最高报13208.09点，1月11日回落收报13071.37点。

图 11: 1月4日-1月11日纳斯达克综合指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美债

上周，美国 10 年期国债收益率大幅上行。1 月 4 日报 0.914%，1 月 12 日报 1.156%，上升 24.2bp。

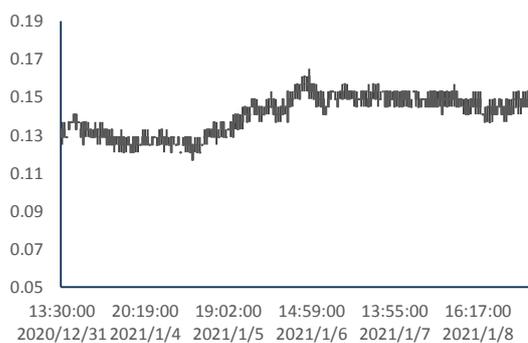
美国 2 年期国债收益率 1 月 4 日报 0.107%，1 月 12 日报 0.149%，上浮 4.2bp。目前，美国 10 年期-2 年期国债利差进一步扩大，为 100.7bp。

图 1 1 月 4 日-1 月 11 日美国 10 年期国债收益率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 1 月 4 日-1 月 11 日美国 2 年期国债收益率



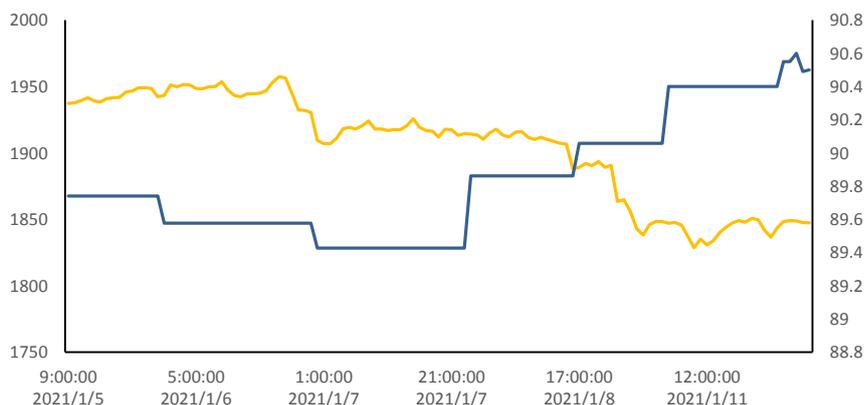
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

伦敦金和美元指数

上周伦敦金价下跌明显，1 月 5 日报 1937.37 美元/盎司，截至 1 月 12 日报 1847.34 美元/盎司，跌幅达到 4.65%

美元指数上周小幅上升，回到 90 以上。1 月 5 日美元指数报 89.74。截至 1 月 12 日，美元指数报 90.5。

图 13: 1 月 4 日-1 月 11 日伦敦金价与美元指数走势 (伦敦金: 美元/盎司)



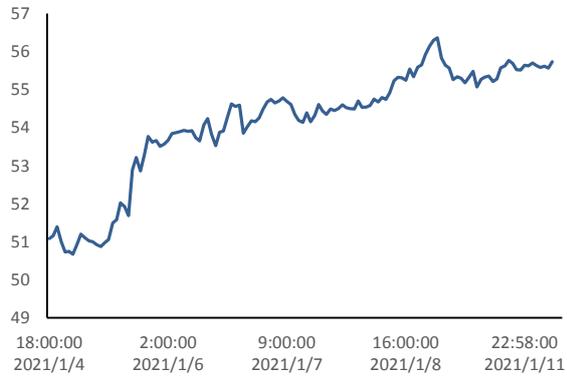
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

布伦特原油和伦敦铜

1 月 5 日至 1 月 12 日，布伦特原油价格上涨后有些许回落，均价已涨至 54.12 美元/桶，最高曾报 56.36 美元/桶。一周涨幅达到 9.1%。

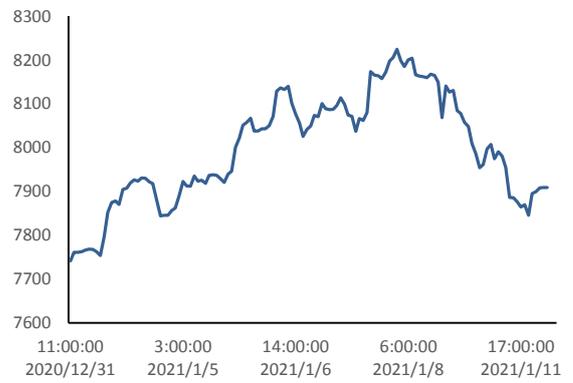
伦敦铜价上周突破 8000 美元/吨大关后回落，1 月 5 日开报 7741 美元/吨，后飙升至 8050.5 美元/吨。1 月 8 日最高报 8224 美元/吨，1 月 12 日回落至 7909 美元/吨。伦敦铜一周涨幅为 2.17%。

图 14: 4日-11日布伦特原油价格走势(美元/桶)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 4日-11日伦敦铜走势(美元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032