



2021年6月21日

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

胡悦

- 从业资格编号 F3050247
- 投资咨询编号 Z0015667

联系人：胡悦

- 从业资格编号 F3050247



政策喋喋不休，黄金跌跌几时休

内容提要

美国进入经济复苏中后期，新兴市场压力较大。从目前疫情以及美国经济恢复的情况看，我们认为下半年随着美国完成全民免疫，整通胀以及经济表现将有最后一波亮眼表现，大概率将出现在三季度。等美国全部放开后，经济复苏速度将缓慢下行，届时通胀也将出现下滑。因此，美国的经济复苏高速反弹以及高通胀预期为暂时性的。相较于美国，欧洲、日本的经济复苏速度将有所滞后，尤其是日本，下半年整体反弹速度将更为缓慢。对于新兴市场而言，下半年经济复苏压力较大。一方面，疫情仍处于爆发阶段，疫苗接种速度明显落后，对经济恢复形成阻碍；另一方面，美国货币政策的收紧预期，将对于新兴市场的货币政策以及汇率造成压力，为应对美国后续加息的市场预测，新兴市场或提前一步收紧货币政策，无疑对脆弱的经济再次形成压力。

美元或开启反弹，但上方压力明显。近期，随着美联储将要收紧货币政策的预期逐步攀升，美元指数快速从 89 的低位反弹至 92。在“后疫情”时代，全球央行的货币政策均处于无限宽松，财政负担处于历史高位，因此，这是一个“比差”的时期。美国相对于欧洲以及日本的经济恢复速度快，财政压力仍在政策限制之内，尤其是三季度的全民免疫，美国或先于欧洲和日本达成目标。这也意味着，三季度的美元指数将有较为亮眼的表现。但其后，美国复苏速度边际放缓，欧洲紧追而上，或对于美元指数形成压力。整体美元易涨难跌，但上方压力明显，95 为重要关口。

实际利率上行在所难免，黄金难有起色。6 月的 FOMC 会议美联储政策明显“转鹰”，对于名义利率而言，等于是摘掉了上方的压力位，下半年随着美联储逐步减缓购债规模后，十年美债收益率将突破 2% 的概率不小。尽管，高通胀预期同样会对实际利率产生压制，但在 tapering 的预期下，实际利率想再次达到 -1% 的低位概率极低，（而当时黄金创下了 2067 美元的历史纪录）。尤其进入四季度后，通胀下行，美联储正式缩减购债，实际利率大概率转正，金价将再次下跌。

我们认为，三季度的全民免疫将带来通胀预期的再次高企，届时货币政策仍未实质性收紧，黄金或小幅反弹；四季度，随着经济复苏的放缓以及美联储正式减少购债规模，黄金将再次下行寻底。伦敦金的区间或在 1650 美元/盎司-1850 美元/盎司，人民币兑美元

请务必仔细阅读正文之后的声明

汇率或高位震荡，内盘金价运行区间在 355-385。黄金若想要再次突破，除非美国经济再次快速下行，但从目前的恢复情况而言，美国再次衰退的概率较低，整体下半年黄金表现较弱。

操作建议

贵金属震荡下行，建议逢高沽空

风险提示

美国经济恢复远低于预期、疫苗有效性不及预期、全球避险情绪再次快速上行。

正文目录

目录

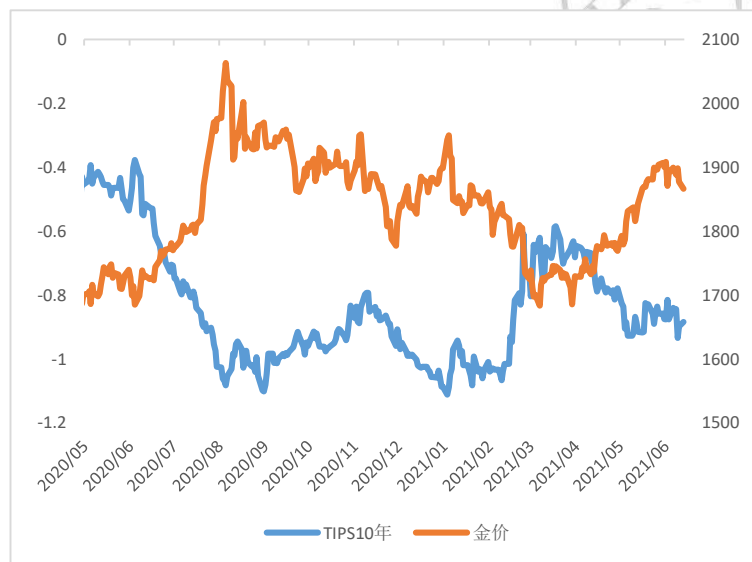
内容提要	1
操作建议	2
风险提示	2
一、 行情回顾：上半年贵金属上演“V”字行情	4
二、 全球疫苗接种进度分化，美国经济复苏速度一骑绝尘	5
2.1 相较于发达国家，新兴市场的全民免疫及经济恢复速度将显著落后	5
2.2 美国经济 Q3 表现亮眼，Q4 增速放缓	6
三、 财政政策与货币政策的搭配是后续美国政策的重要方向	13
3.1 新财政预算囊括基建计划，换汤不换药	13
3.3 经济快速增长+高通胀，货币政策 taper 预期高涨	19
四、 美元或开启反弹，但上方压力仍大	24
4.1 全球政府部门债务高企，债务压力巨大	24
4.2 欧洲仍然维持宽松货币政策，美国则转向鹰派	25
4.3 美国后来者居上，经济反弹速度领先，但后续或不持久	26
五、 黄金投资需求大幅回落，实体需求小幅回升	28
5.1 全球黄金投机需求或回落	28
5.2 全球黄金实体消费量预计上升	28
六、 投资建议：黄金难有起色	29
七、 风险提示	30

一、行情回顾：上半年贵金属上演“V”字行情

2021 年上半年，黄金价格呈现“V”字型反弹，白银表现强于黄金，美元指数小幅反弹后再次触底，表现较为弱势。一季度美联储 taper 预期快速上升，机构纷纷抛售美债，中长期美债拍卖不及市场预期，十年美债收益率快速上行带动实际利率转正，伦敦金一度跌至 1680 关口，白银表现则强于黄金，险守 24 美元关口。进入二季度，美联储仍旧维持宽松货币政策，拜登推出的基建计划规模较大，而随着美国经济的快速反弹，市场通胀预期高涨，实际利率再度回落至-0.9%左右，伦敦金上涨至 1900 美元/盎司。

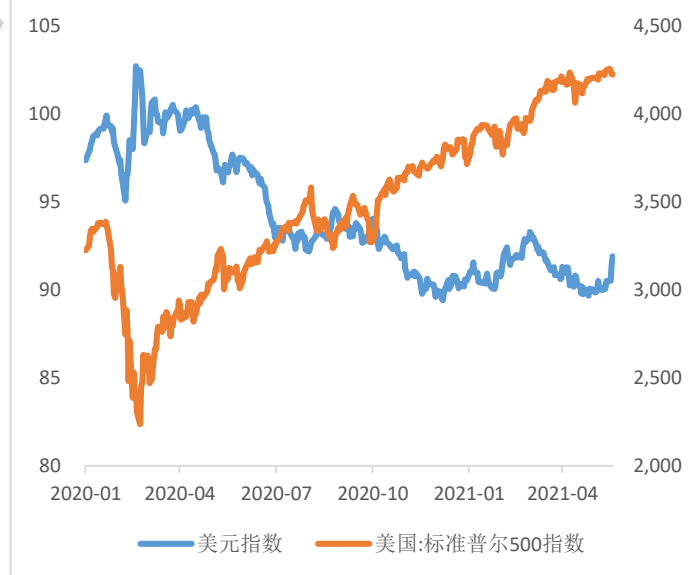
一季度，美联储释放减少购债规模的信号，表示一旦经济恢复，实现最大就业和稳定物价的两大目标后，将停止继续购债。市场对于美联储收紧货币政策的预期快速上行，中长期美债被快速抛售，七年期、十年期美债拍卖均遇冷，中标利率不及预期。另一方面，一季度美国经济快速升温，美元指数触底反弹，突破 93 关口，再次使得资金对黄金失去热情，贵金属承压下挫。二季度，美联储重申将维持现有的货币政策，稳定市场对于 taper 的恐慌情绪，长端美债收益率从高位回落。同时，美国疫苗接种速度加快，经济快速恢复，尤其是服务业反弹远超市场预期，带动通胀预期反弹。基建计划方面，拜登对于基建计划较为激进，提出的规模超过 3 万亿美元，再次带动市场对于后续通胀预期的升温，实际利率下行，推动贵金属反弹至 1900 大关。

图 1 TIPS 收益率与金价（右轴：金价：美元/盎司）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 2 美股再创新高（右轴：标普 500）



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

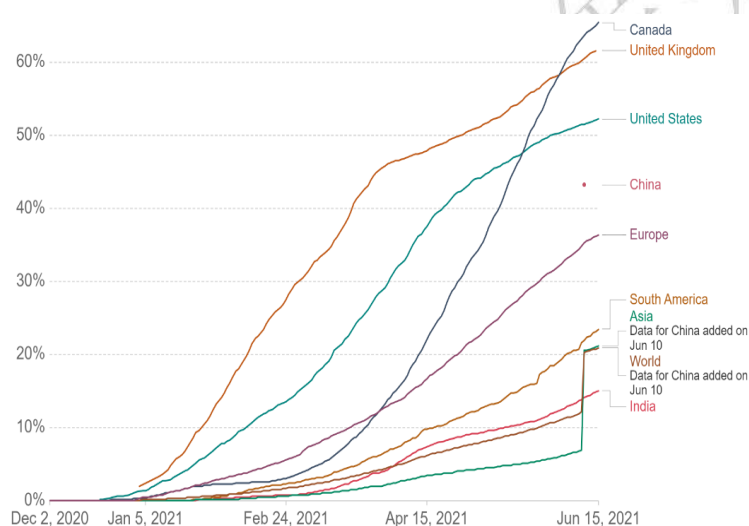
二、全球疫苗接种进度分化，美国经济复苏速度一骑绝尘

2.1 相较于发达国家，新兴市场的全民免疫及经济恢复速度将显著落后

欧美疫苗接种覆盖率快速上行，新兴市场疫情严峻。今年伊始，随着美国新冠疫苗接种覆盖率快速上行，单日新增确诊病例快速下滑，目前美国疫苗接种率已超 50%，若按当前的接种速度进行，美国极有可能在三季度完成全民免疫。欧洲方面，目前欧盟的接种率接近 45%，欧洲整体超 36%，三季度末，欧盟接种率将超 75%，完成全民免疫；欧洲则大概率在年底实现全民免疫。我们判断，今年发达国家基本能完成全民免疫。

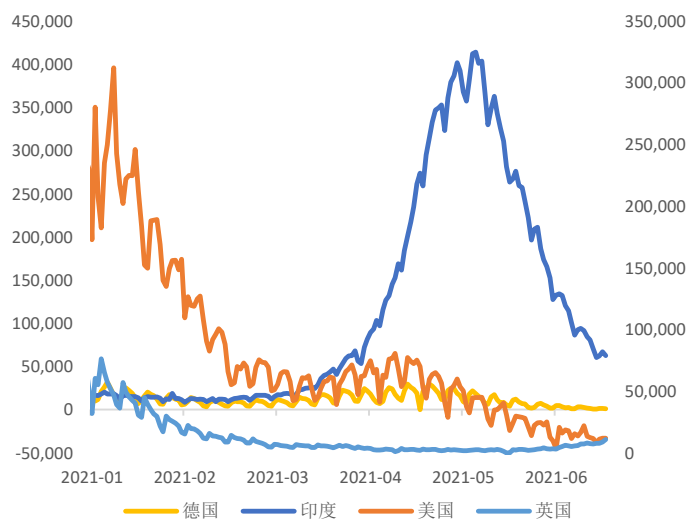
反观新兴市场，尤其是印度，进入二季度确诊病例持续飙升，尽管目前疫情得到控制，但接种率不足 20%，按目前的接种速度，到年底印度的接种率无法达到 50%。全民免疫起码要等到 2022 年年中才能实现。新兴市场的疫情反复以及财政刺激无法对经济提供大量的支持，全球疫情的恢复速度不一，造成经济反弹速度出现剧烈差异。

图 3 各国至少接种一剂疫苗人数占比



资料来源: Ourworldindata, 金信期货研究院

图 4 各国每日新增确诊病例

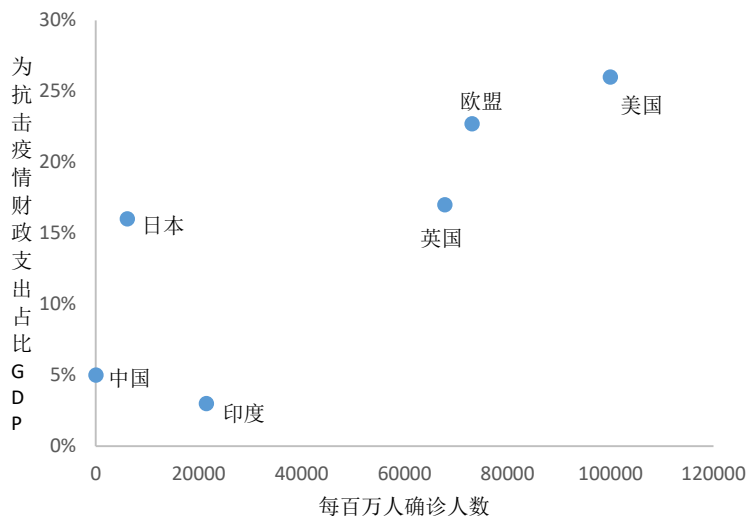


资料来源: Wind, 金信期货研究院



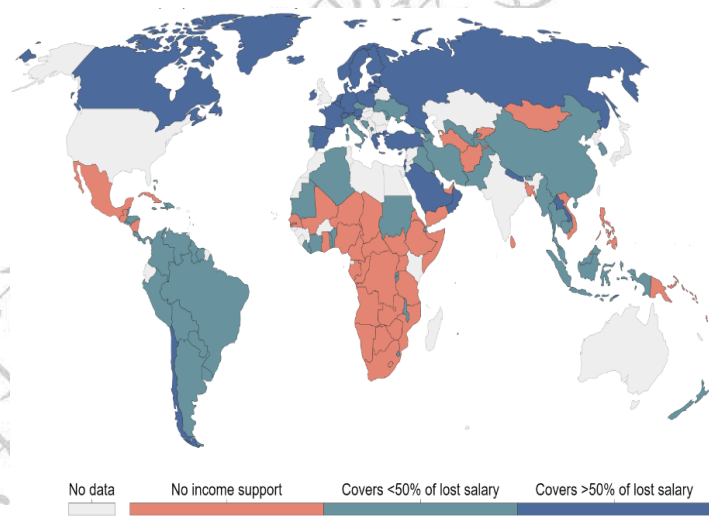
新兴市场财政支持显著低于发达国家，后续经济恢复压力大。尽管美国疫情确诊人数远超其他地区，但其财政补贴力度位居全球第一，致使其经济快速恢复。同时，发达地区对于居民收入损失的补贴远大于新兴市场 and 低收入发展中国家，使得发达国家的居民更有消费的能力，可以快速推动物价水平的上涨。反观新兴市场，例如印度、非洲等地区，一方面疫情没有得到有效的控制，另一方面政府的支持和补贴较少，大部分新兴市场基本没有收入补贴，预计后续经济恢复将显著落后，并且在美国货币政策收紧后将出现经济大幅衰退的可能。

图 5 各国财政支出 vs 确诊人数



资料来源: Ourworldindata, 金信期货研究院

图 6 各国失业救助情况

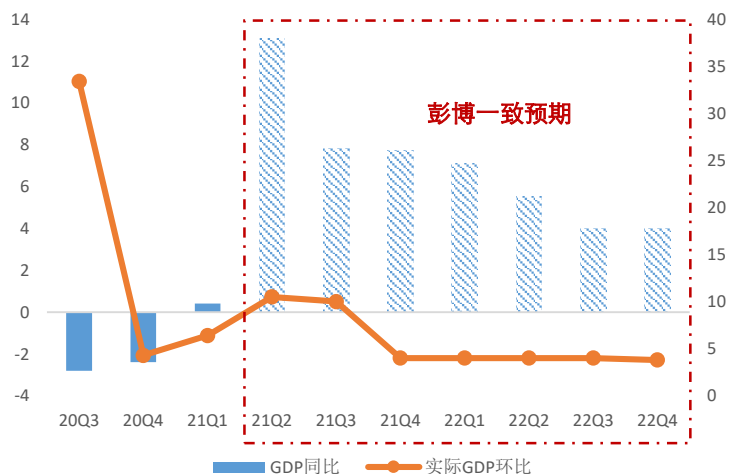


资料来源: Ourworldindata, 金信期货研究院

2.2 美国经济 Q3 表现亮眼，Q4 增速放缓

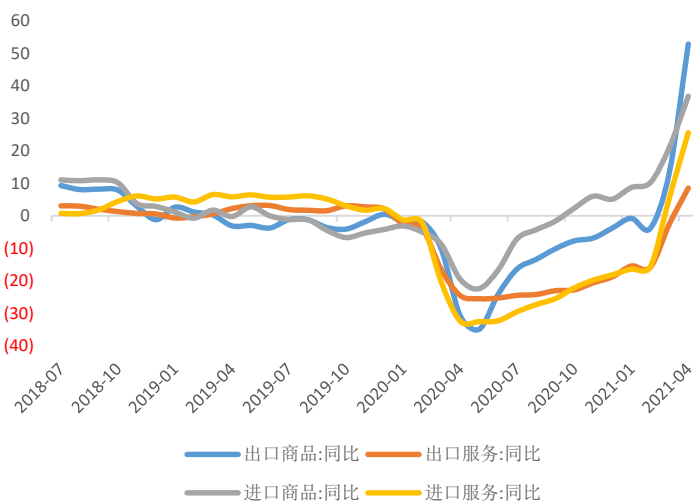
市场对于美国经济恢复预期乐观。今年一季度美国 GDP 同比首次转正，环比增速加快，其中个人消费支出以及政府支出的增加是推动 GDP 快速反弹的主要推手。目前彭博一致预期的美国下半年 GDP 同比超 7%，全年增速在 7.7%，上一次增速在这么高的位置是 1981 年的大萧条期。下半年个人消费支出及投资将是亮点。三季度，财政补贴下的个人消费将持续快速增长，四季度随着美国基建计划的落实，政府支出将有所增长。进出口方面，目前受到疫情影响，商品进出口增速较快，服务恢复速度缓慢，预计随着欧美地区在下半年完成全民免疫后，服务的进出口增速将快速反弹。

图 7 预计美国二季度 GDP 同比快速转正



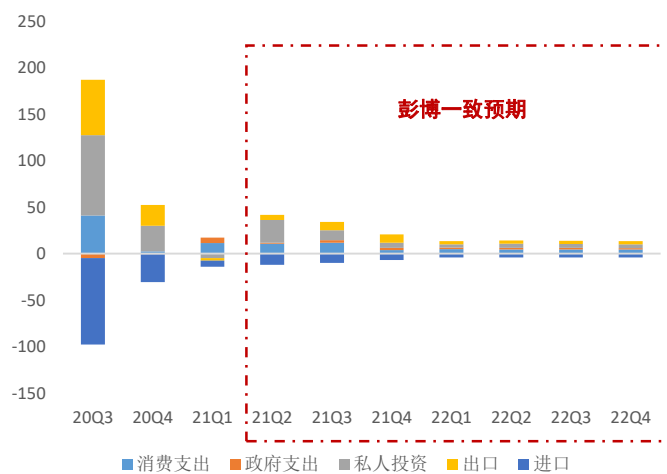
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 9 美国进出口同比情况 (%)



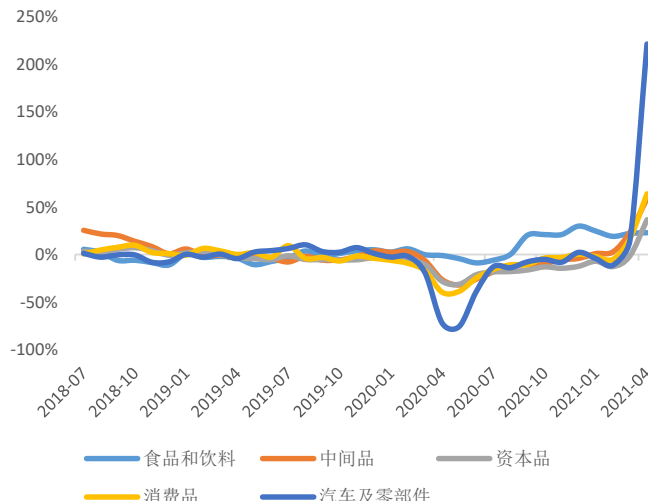
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8 个人消费及投资是推动 GDP 的主要推手



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 10 美国汽车及零部件出口大增

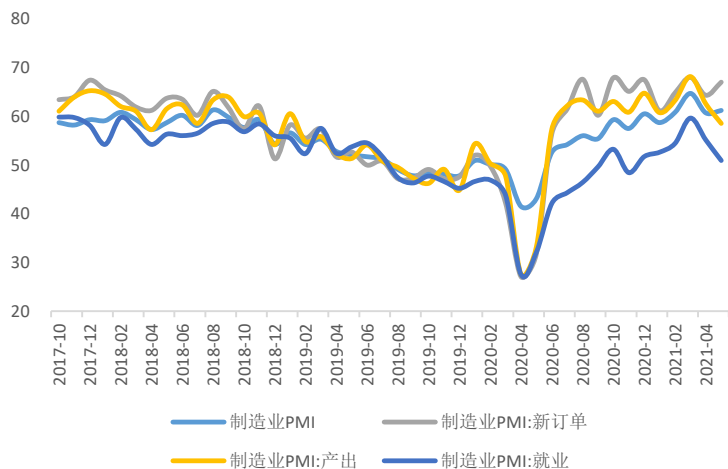


资料来源：Wind，金信期货研究院

线索一：服务业复苏节奏加快，制造业仍有复苏空间。制造业 PMI 恢复速度明显慢于服务业，疫情对服务业的扰动较为短暂，而工业活动的恢复速度较慢。上半年零售商库存迅速下降并转负，一季度批发商开始去库、制造商在二季度开始去库。目前销售端的快速反弹已经传导至制造商，随着销售的进一步增长，制造业仍有复苏的空间。同时，工业产能指数并未恢复到疫情前水平，制造业复苏仍可期。

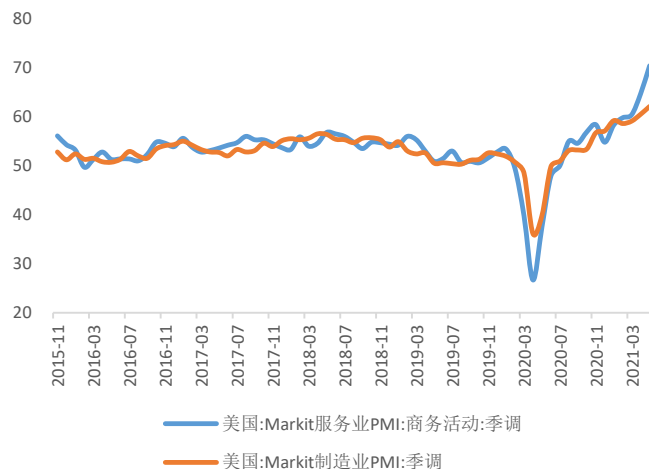
疫情对于服务业的消费打击更为显著，目前美国已经开放的州达到 90% 左右，而机场出行人数恢复至疫情前 70% 的水平。随着今年三季度美国实现全民免疫，美国全线放开后，居民出行恢复正常，对服务的需求也将快速增长。

图 11 制造业 PMI 增速放缓



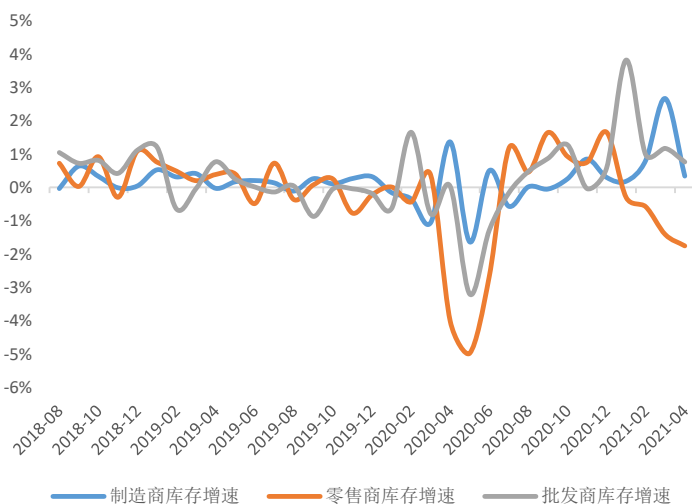
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 12 非制造业 PMI 快速回升



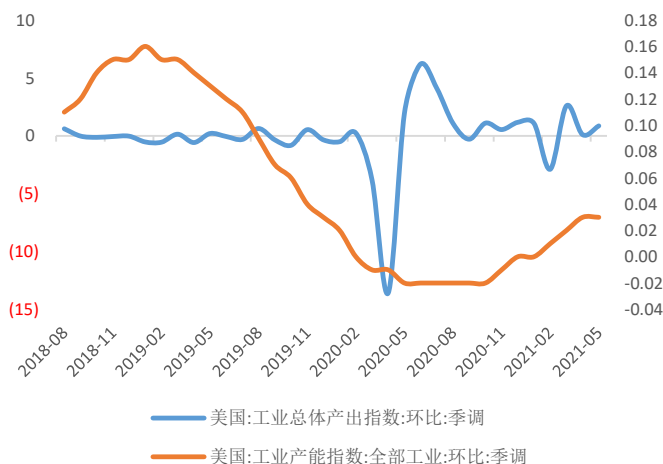
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 13 三季度零售商累库速度快



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 14 美国工业产出及产能利用率环比回升（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

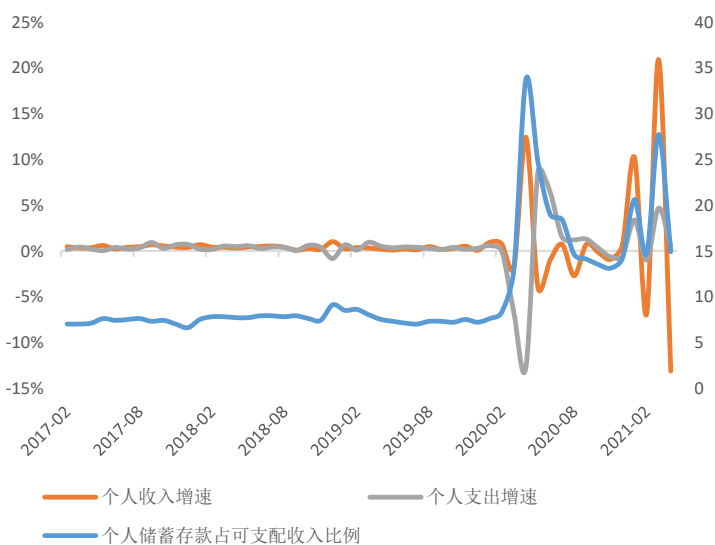
线索二：居民收入缓慢增长，储蓄率大幅下降，消费反弹仍可期。今年个人收入增速开始出现正增长，且高于去年水平，同时，支出增速以及储蓄率增速均在一季度出现历史高位。目前，个人储蓄率占收入增速仍在 15% 的高位，远高于疫情前水平，后续个人消费仍有空间。

个人收入的增长主要来自于转移性收入，转移性收入的大幅度提升来自于政府的补贴以及失业救济金。由于美国失业人数逐渐下滑，失业救济金部分大幅度下降，该部分带来的个人收入的爆发式增长不具备可持续性。但非农就业时薪在去年三季度后开始呈现上升趋势，目前时薪已超 30 美元，带动居民消费的能力。



就业方面，11月中旬后的疫情三次爆发使得美国新增非农就业人数大幅度下滑，远低于前期市场的预期。尽管非农并不亮眼，失业率仍高于疫情前期水平，但主要是低收入人群不愿意回到工作岗位上。高额的失业救济金使得大部分低收入人群对于再就业兴趣缺缺，目前美国职业空缺率持续上升，等到这部分职位空缺找到合适的劳动力，失业率将出现大幅下滑。尤其是在三季度美国财政补贴退坡，失业救济金停止发放后，我们认为将推动失业人群快速再就业，带动就业人数的大幅回升。届时，居民消费的韧性将更为强劲，带动经济的反弹。

图 15 美国居民收入及支出增速下滑



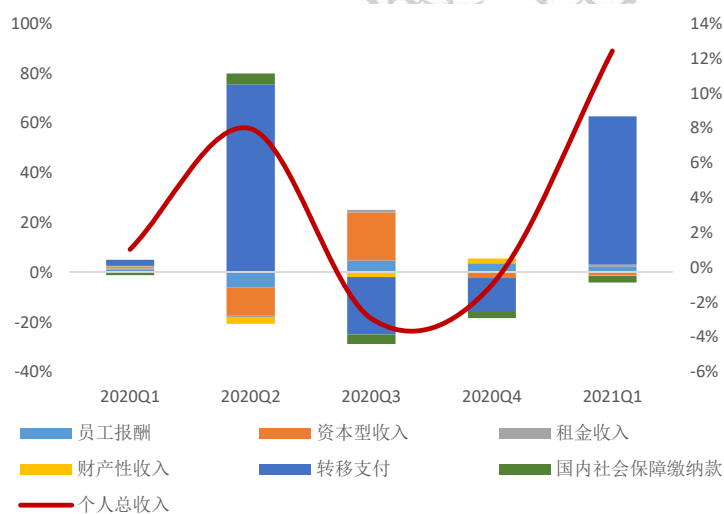
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 16 零售销售快速上行（%）



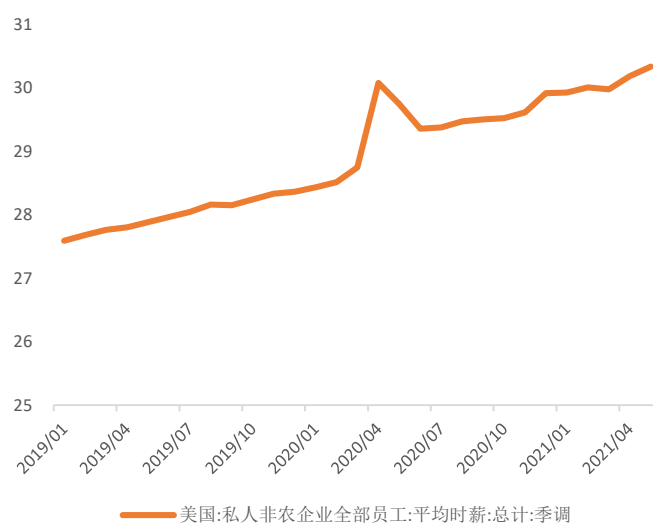
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 17 个人收入增长主要来自于转移性支付收入



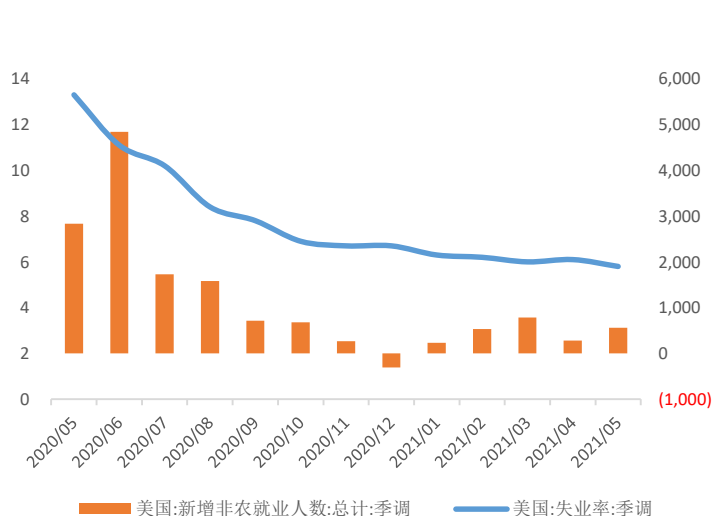
资料来源：BEA，金信期货研究院

图 18 非农时薪持续增长（美元/时）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 19 美国新增非农人数无亮点（右轴：非农：千人）



资料来源：Wind，金信期货研究院

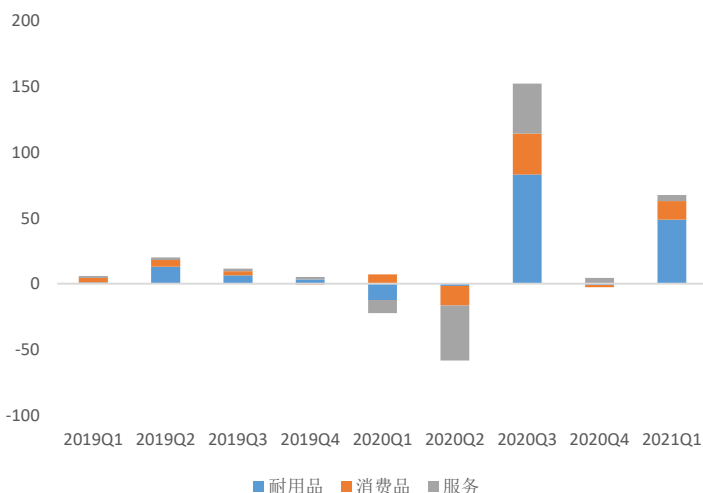
图 20 职位空缺数高企



资料来源：Wind，金信期货研究院

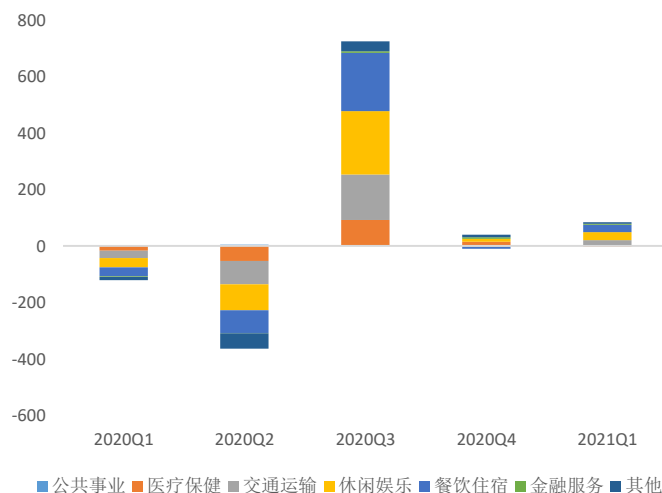
线索三：个人消费看服务业恢复节奏。个人消费方面，疫情改变了人们的生活方式，由于居家隔离的限制性，导致人们在耐用品上的花费大幅度走高，而服务方面的增速明显相对更慢，购物方式也转为线上实体的购买。当居民彻底恢复出行及外出，服务消费将进一步反弹，一方面，耐用品的购买不具备可持续性，三季度大幅增长的耐用品消费主要为家用娱乐设施、家具装修类的一次性消费，因此耐用品消费支出在明年会有较大的下滑。服务性支出在二季度下滑速度最快，但恢复速度最缓慢，增长主要来于娱乐活动以及外出的食宿，该部分消费受疫情影响最为严峻。预计今年三季度服务消费将持续快速恢复，四季度逐步企稳。

图 21 美国一季度居民耐用品支出增速大幅提升 (%)



资料来源：BEA，金信期货研究院

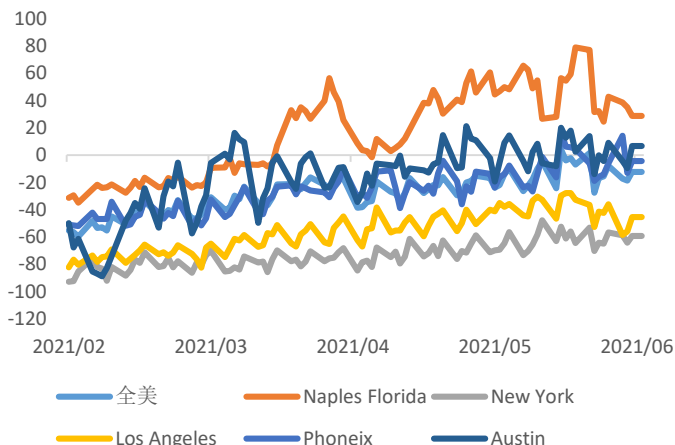
图 22 一季度服务支出主要来自于娱乐餐饮 (%)



资料来源：BEA，金信期货研究院

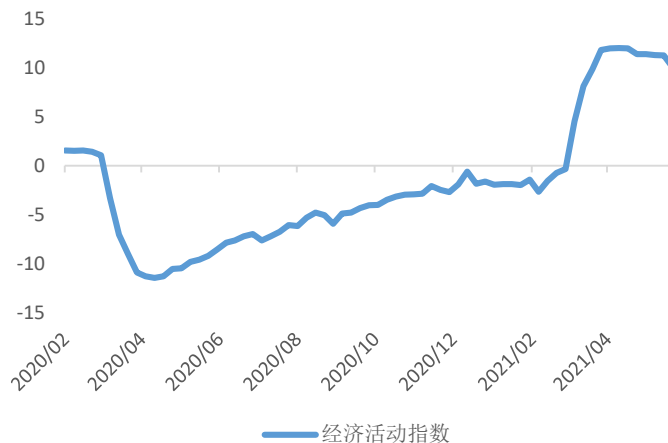


图 23 美国 Opentable 餐厅线下预定指数



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

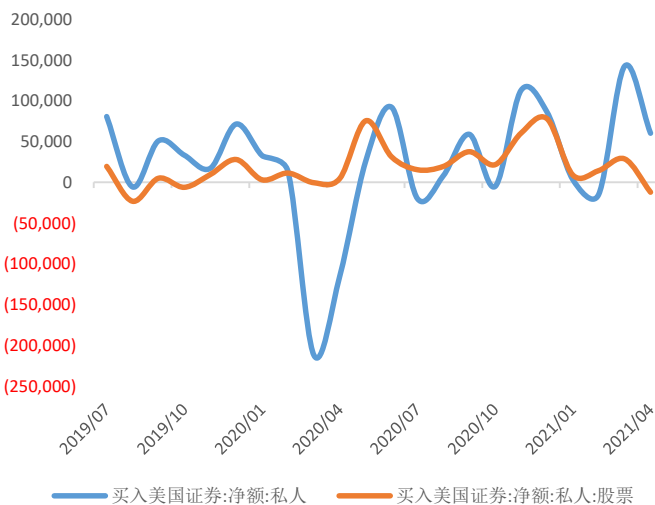
图 24 美联储经济活动指数回升



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

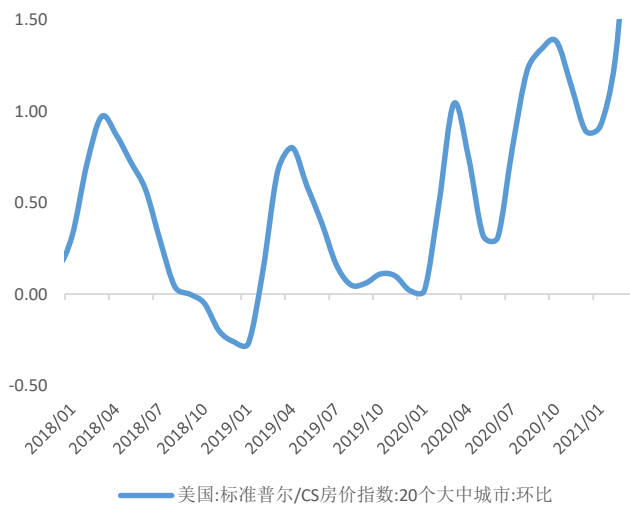
线索四：个人投资快速上升，资产价格进一步上行。一季度美国 GDP 私人投资增速回落，私人部门购买美国证券净额在 3 月达到今年高位，尽管股票净额持续下行，但投资整体高企。财政刺激带来的“大水漫灌”不仅提振了居民部门的存款需求，同时推高了投资需求。随着美股三大指数持续突破新高，我们预计私人部门对于证券的投资将继续增加。另一方面，疫情提振了美国房市的需求，20 个大中城市的房价环比指数不断升高，3 月突破近几年高位，达到 2.19%。美国的“租房”文化或受疫情影响，逐步提升对于房地产的需求。整体而言，私人部门收入增大，更多的倾向于对资产的投资及购买，这也是推动资产价格上涨的主要原因。彭博一致预期对于今年二三季度的投资增速预测值为 24.4%、10.8%，远高于近年来的水平，我们预计高收入人群将大量投资资产，带动美国经济进一步反弹。

图 25 美国私人部门买入证券大增（百万美元）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 26 房价指数大幅升高（%）

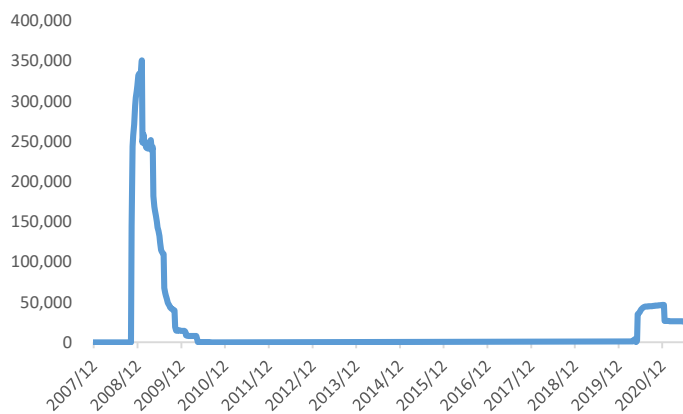


资料来源：Wind，金信期货研究院

线索五：消费复苏带动企业盈利能力上行。随着美联储在6月初宣布抛售手中二级市场公司信贷便利工具，其资产负债表中SMCCF资产端开始出现下行。对比08年金融危机，本次美联储对企业的投资明显处于低位，并且在这个时间选择退出也意味着美联储认为当前企业的盈利能力处于安全范围。同时，一季度美国企业部门的债务虽然出现增长，但短期债务占比开始下滑，也就意味着企业部门的大部分投资都在于固定资产，短期流动性已经开始回笼，盈利能力上升。

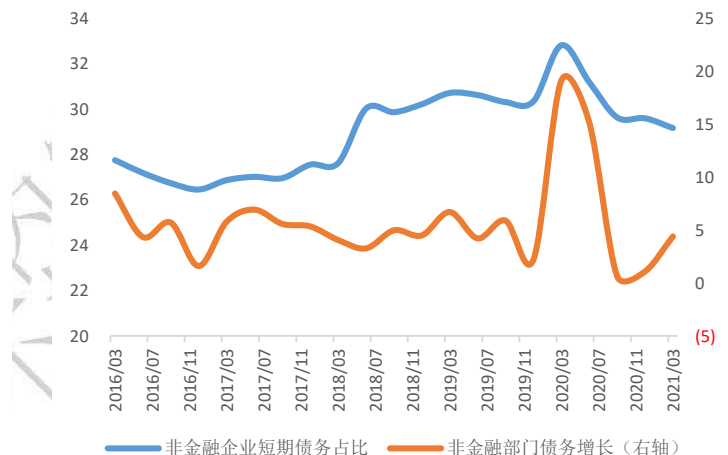
居民部门消费传导至企业部门，PPI开始回升。PPI环比增速增长，尤其是服务项，也意味着居民对于服务的消费开始回升，将带动PPI服务端的快速回升，PPI环比上涨有利于企业利润恢复。受疫情严重影响的主要是中小型企业，上半年中小企业的乐观指数开始回升，尽管低于去年下半年，但整体仍处于健康状态。

图 27 美联储对 SMCCF 投资开始甩卖



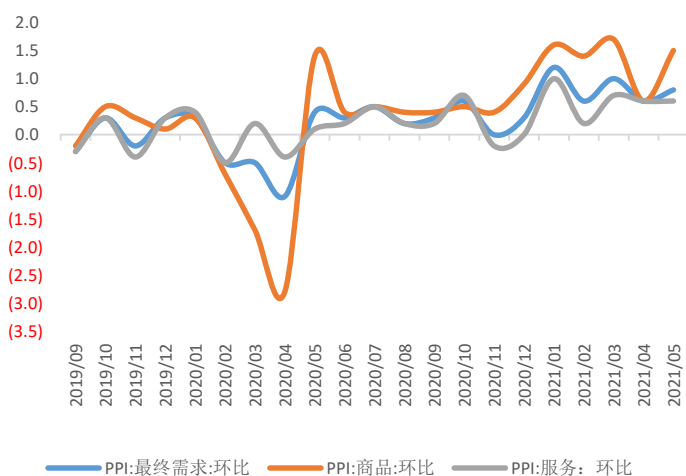
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 28 三季度企业债务大幅下滑 (%)



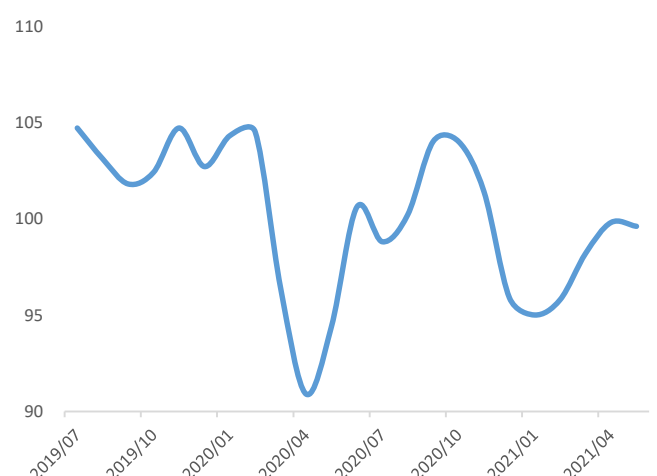
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 29 美国 PPI 环比大幅上涨



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 30 中小企业乐观指数显著下滑

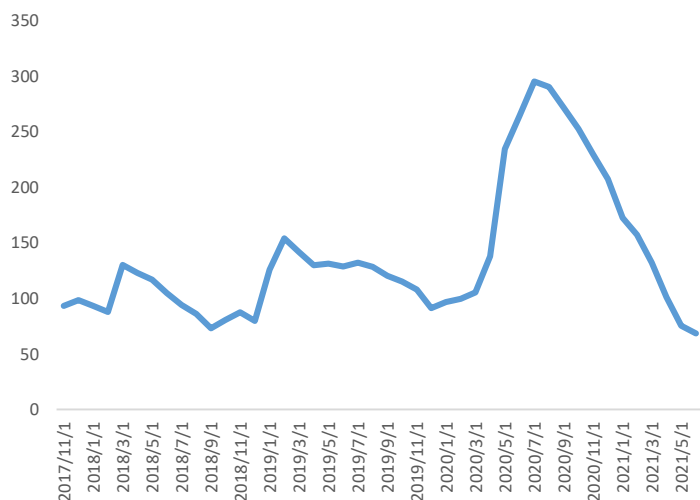


资料来源：Wind，金信期货研究院



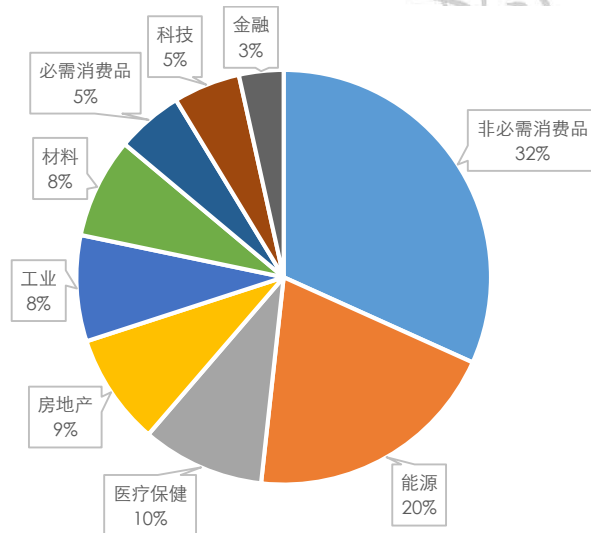
企业部门破产数量快速下行。2020 年年中，美国企业破产指数高达 300，但进入 2021 年，破产指数快速下降，随着居民消费的复苏以及疫情的好转，企业盈利能力持续复苏，破产指数将持续维持低位。居民消费的恢复将传导至企业，带动企业盈利能力回升，预计三季度末四季度初，企业盈利水平的恢复将推动美国经济进一步好转。

图 31 美国企业破产指数大幅下跌



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 32 破产企业中非必需消费品占比较高



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

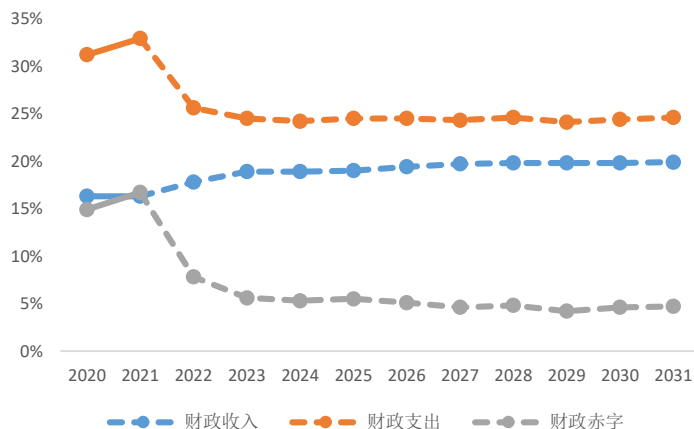
三、财政政策与货币政策的搭配是后续美国政策的重要方向

3.1 新财政预算囊括基建计划，换汤不换药

根据拜登预算案，2022 财年的支出约 6.01 万亿美元，收入约 4.17 万亿美元，赤字 1.84 万亿美元。支出较 2021 年回落 17.1%，收入同比增长 16.6%，赤字同比下降 49.9%。拜登提出的 6 万亿财政预算包括美国人就业计划以及美国人税改计划。根据美国白宫提供的财政收入以及支出预测，美国 2022 年财政赤字将出现显著下滑，占比 GDP 低于 10%，仅 7.8%，主因财政收入的增长以及支出的大幅下降所致。同时，美国白宫对于此后 10 年的财政赤字占比 GDP 预测均低于 10%，也意味着白宫目前认为基建计划将不会给美国财政带来巨大的压力。

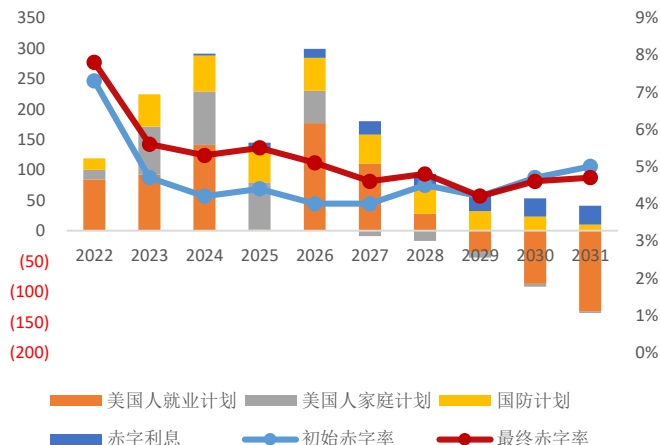
从各分项看 2022 年美国人就业计划支出占比较大，2023 年则是家庭计划占比剧增。赤字利息则是要等到 26 年才开始支付，因此对近两年财政压力较小。国防开支也是美国财政后续投入加大的一部分。进入 2030 年，随着就业人计划的退出，美国财政赤字压力将大幅减小。

图 33 美国财政赤字预计将开始下滑



资料来源：美国白宫，金信期货研究院

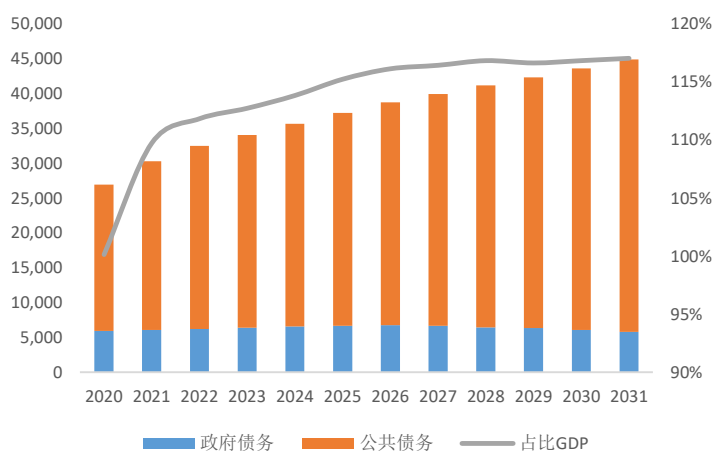
图 34 美国各项计划对财政的影响



资料来源：美国白宫，金信期货研究院

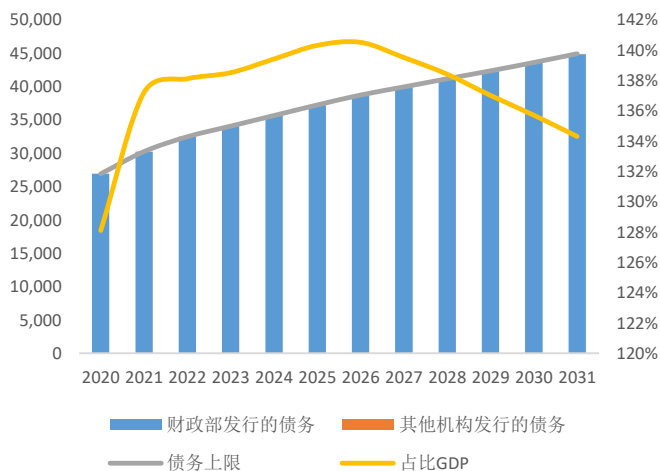
债务方面，为支持后续的各项计划以及基本支出，财政部发行的债务将持续增长，到 2026 年债务占比 GDP 预计超 140%，之前将持续超 130%。但后续债务预算未超过美国规定的债务上限，因此，目前债务负担仍然在美国预算范围之内。

图 35 美国政府债务占比持续超 100%



资料来源：美国白宫，金信期货研究院

图 36 美国财政部发行债务占比高达 140%



资料来源：美国白宫，金信期货研究院

2022 财年预算案中，基本的自主性支出为 1.52 万亿，较 2021 年增长 8.6%。国防部、卫生和公共服务部、退伍军人事务部、教育部等一直是支出大头，但 2022 财年支出增长最快的则是教育（+40.8%）、商务（+29.4%）、医疗（+23.4%）、环境保护（+21.6%）、国家科学基金会（+19.8%）。总统预算和管理办公室执行主任明确呼吁国会对这些领域进行再投资，将国防支出在经济中的占比恢复到历史平均水平。”

图 37 2022 财年财政预算（十亿美元）

	2021 执行	2022 预算	变动额	变动百分比
内阁				
农业	23.9	27.9	+4.0	+16.7%
商业	8.9	11.5	+2.6	+29.4%
国防	703.7	715.0	+11.3	+1.6%
教育	73.0	102.8	+29.8	+40.8%
能源	41.8	46.2	+4.3	+10.4%
医疗保健	108.4	133.7	+25.3	+23.4%
国土安全				
项目管理	54.9	54.9	+	0.10%
运输安全注册费用	-0.5	-2.7	-2.3	N/A
住房和城市发展				
项目管理	59.6	68.7	9	15.20%
收支	-15.1	-10.5	4.6	N/A
内务	15.0	17.4	+2.5	+16.7%
司法	33.5	35.3	+1.8	+5.3%
劳工	12.5	14.2	+1.7	+14.0%
国际项目	57.3	63.6	+6.3	+11.0%
交通运输				
可自由支配项目	22.4	25.7	3.3	14.80%
一般基金	2.9	.....	-2.9	N/A
财政	13.5	15.0	+1.5	+11.3%
退伍军人事务	104.6	113.1	+8.5	+8.2%
独立机构				
陆军	7.8	6.8	-1.0	-12.9%
环境保护	9.2	11.2	+2.0	+21.6%
总务管理	-1.0	1.5	+2.5	N/A
NASA	23.3	24.8	+1.5	+6.6%
科学研究基金	8.5	10.2	+1.7	+19.8%
小企业	0.8	0.9	+0.1	+9.5%
社会保障局	9.0	9.8	+0.8	+9.3%
其他	23.4	25.5	+2.1	+8.8%
总计	1,401.3	1,522.5	+121.1	+8.6%

资料来源：美国白宫，金信期货研究院



美国财政预算中囊括的就业计划、税改计划以及家庭计划的详细版和之前公布的总规模有略微出入，但总体而言对财政赤字的压力并不大。从财政预算的版本看，2022-2031 年的十年间，“美国就业计划”总支出规模约 2.2 万亿美元，“美国税改计划”带来的收入为 1.67 万亿美元，“美国家庭计划”支出规模为 1.74 万亿美元，收入规模 1.47 万亿美元，总支出为 0.27 万亿美元。综合来看，未来十年拜登重建计划总支出约 3.94 万亿美元，总收入 3.14 万亿美元，需要联邦政府赤字承担的部分仅 8000 亿美元，均摊至每年的赤字仅 800 亿美元。根据预算细则 2022 年财政负担在 1110 亿美元水平，23 年达 2630 亿美元，随后财政压力开始减小。

针对后续财政政策能否顺利推出，我们预计拜登政府大概率会通过“预算调解”（Budget Reconciliation）来推动提案落地。该程序使得仅占据“简单多数”席位（不足 60%）的党派可以绕过冗长的参议员发言环节、直接推进到表决阶段，并以简单多数形式（即 51 票通过制）进行投票，从而令某项提案较快通过，而这一程序将等到今年 10 月才能开始使用。该预算法案在今年三季度正式落实的概率极低，主因增税计划激进，无法获得共和党的支持。因此，若拜登政府向通过预算调解来实施 6 万亿美元的预算计划，至少要等到今年四季度才能正式实施。

整体“基建+加税”的财政法案从短期来看对美国通胀影响较为有限，一方面，该法案时间持续长，高达十年；另一方面，基建项目从开启到落地最后爬坡的时间周期更长，对于经济的整体在后期才会显现。因此，即使今年拜登政府能快速通过基建计划，但对于 2021 下半年的通胀预期和影响是非常有限的。



图 38 美国财政预算——就业人计划（百万美元）

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Total
美国人就业计划											
建造世界一流的交通设施	19,933	39,913	57,776	75,855	99,576	95,964	80,260	62,664	42,922	20,846	595,709
改造摇摇欲坠的交通设施	17,104	34,349	51,310	68,287	91,528	89,235	75,454	59,249	40,848	19,099	546,463
使交通设施更具弹性	2,829	5,564	6,466	7,568	8,048	6,729	4,806	3,415	2,074	1,747	49,246
重建清洁的饮水设施、更新电网、创建高速宽带	31,956	80,334	62,473	51,528	49,090	21,661	8,421	2,680	580	58	308,781
确保干净、安全的饮水是每一个美国人的权利	10,645	16,980	20,505	22,200	22,655	12,790	4,180	1,045	.....	.....	111,000
数字设施的使用	13,000	48,000	23,000	8,000	8,000	.....	.....	.....	.....	.....	100,000
更新电力系统	8,311	15,354	18,968	21,328	18,435	8,871	4,241	1,635	580	58	97,781
建造和改造 200 多万住宅和商业建筑，学校、社区大学和早期教育设施，升级退伍军人医院和联邦大楼	40,898	37,568	50,756	51,134	48,897	39,039	28,862	16,395	8,602	3,832	325,983
建造和改造 200 多万住宅和商业建筑	35,464	25,732	32,828	28,230	26,326	19,760	17,579	13,657	8,320	3,794	211,690
更新大学和学前教育大楼	3,740	8,588	15,414	17,400	17,400	13,660	8,812	1,986	.....	.....	87,000
升级联邦大楼和医院	1,694	3,248	2,514	5,504	5,171	5,619	2,471	752	282	38	27,293
通过创造就业机会和提高基本家庭护理人员的工资福利，巩固护理的基础设施	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	44,000	36,000	27,000	18,000	10,000	400,000
投资研发，振兴制造业和小企业，培训美国人适应未来工作	33,772	66,382	100,575	97,100	95,290	68,953	44,182	28,669	16,579	14,017	565,519
投资 R&D、未来技术	5,560	17,550	27,070	33,630	37,908	31,076	14,986	7,216	3,556	1,448	180,000
重振制造业和中小企业	26,943	43,952	66,121	54,487	47,535	27,468	18,622	10,479	1,773	1,460	298,840
对人力资源投资	1,269	4,880	7,384	8,983	9,847	10,409	10,574	10,974	11,250	11,109	86,679
美国就业计划总计	179,559	277,197	324,580	328,617	345,853	269,617	197,725	137,408	86,683	48,753	2,195,992

资料来源：美国白宫，金信期货研究院

图 39 美国财政预算——税改计划（百万美元）

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
美国税改计划											
清洁能源有限	2,099	9,249	33,696	40,286	44,927	50,463	38,742	32,580	30,076	25,141	30,076
取消化石燃料税收优惠	- 3,485	- 3,764	- 3,723	- 3,574	- 3,302	- 3,261	- 3,404	- 3,472	- 3,525	- 3,533	- 3,533
提高可再生能源和替代能源的激励措施	3,746	8,353	28,855	34,108	35,590	41,081	33,864	31,261	27,612	20,836	26,836
提高能源效率和电气化激励措施	1,123	2,963	3,822	3,466	2,750	1,941	876	719	588	466	18,836
企业税改	- 98,028	- 195,726	- 219,858	- 220,987	- 219,554	- 217,429	- 216,390	- 214,047	- 214,272	- 218,658	- 218,658
支持住房和基础设施	336	1,078	2,397	3,994	5,575	6,999	8,282	9,489	10,637	11,855	60,836
美国人税收计划合计	- 95,593	- 185,399	- 183,765	- 176,707	- 169,052	- 159,967	- 169,366	- 171,978	- 173,559	- 181,662	- 181,662
美国就业计划总计	83,966	91,798	140,815	151,910	176,801	109,650	28,359	- 34,570	- 86,876	- 132,909	52,836

资料来源：美国白宫，金信期货研究院



图 40 美国财政预算——美国人家庭计划（百万美元）

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Total
再加 至少 四年 的免 费公 立教 育	5,654	29,896	42,762	48,155	44,970	45,512	48,029	51,435	56,257	64,325	436,995
对师 资力 量的 教育 和培 训	73	1,044	1,215	1,119	785	738	740	743	744	746	7,947
向儿 童和 家庭 提供 直接 教育	8,840	21,620	28,567	32,696	38,269	47,424	55,858	73,822	87,250	103,920	498,266
支持 工 人、 家庭 和经 济社 会	49,332	137,489	145,200	144,655	101,818	42,245	42,941	43,936	45,198	46,487	799,301
税收 收入	8,285	33,810	41,043	51,107	61,310	75,254	89,808	105,063	119,161	132,795	- 717,636
美国 人家 庭计 划	15,808	78,667	87,686	77,540	52,675	- 9,287	- 17,326	- 8,757	- 5,355	- 1,561	270,090

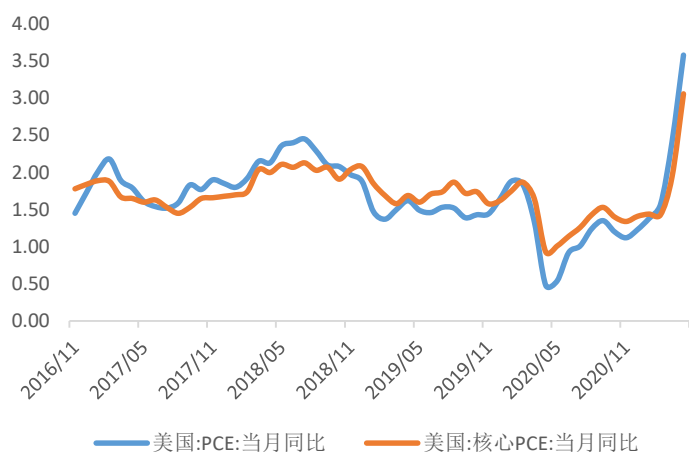
资料来源：美国白宫，金信期货研究院

3.3 经济快速增长+高通胀，货币政策 taper 预期高涨

今年高通胀为暂时性概率高。上半年美国 PCE 大幅飙升，CPI 的统计口径中，占比较大

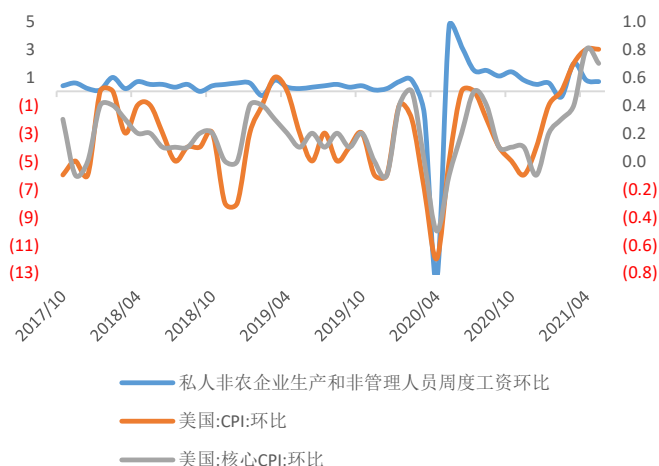
的是服务型通胀，其次是商品型通胀。受到政府的扶持，居民收入增幅较大，CPI 和 PCE 均出现大幅增加。另一方面，能源价格上涨推动 CPI 快速上行，推动了市场的通胀预期。在经济复苏部分我们提到，经济的复苏主要看疫苗的接种情况，居民正常出行将带动服务需求快速上升，此部分占 CPI 权重的 60% 左右。三季度美国达成全民免疫后，服务需求有望恢复较快，通胀仍将上涨。但四季度经济复苏放缓后，通胀将有所回落，我们预计高通胀只是暂时的，下半年 PCE 均值在 3.5%，随后将下滑至 2% 左右。

图 41 美国通胀高企 (%)



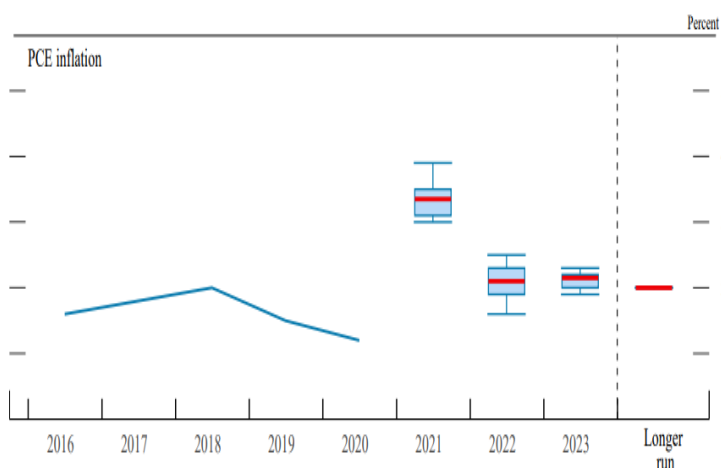
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 42 收入增加带动 CPI 大幅上升



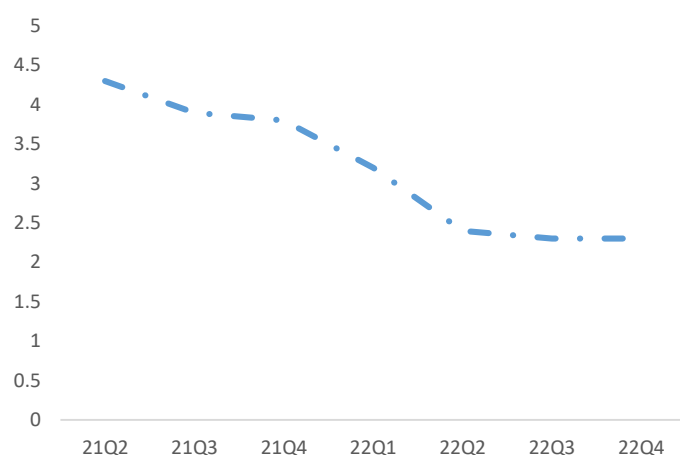
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 43 Fed 对后续 PCE 预测



资料来源：Fed，金信期货研究院

图 44 彭博一致预期对 CPI 后续预测



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

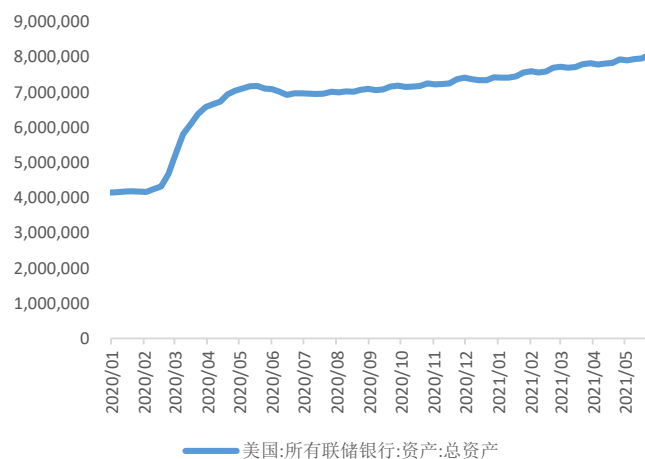
短端流动性快速收紧，美联储逆回购规模屡创新高。4 月后，美联储逆回购的规模持续创下新高，近期单日逆回购规模甚至增至 7560 亿美元，远超前期新高。随着美联储逆回购规模高企，短端美债收益率开始抬升，目前已超 0.2%。短期流动性的收紧同样意味着目前资本市场流动性泛滥，美联储收水势在必行。

通胀预期快速上行。疫苗利好消息频出，短期通胀预期大幅抬升，2 年期 BEI 与 10 年期 BEI 差距开始扩大，十年期盈亏平衡利率在上半年快速走高后下行。由于美联储大量购债，美债收益率抬升后再次回落，目前美联储正在商讨缩减购债的方案，预计三季度末四季度购债速度将逐步放缓，届时 10 年美债收益率上方压力减小。随着三季度美国达成全民免疫后，实际通胀将快速上升，推动 TIPS 及 10 年美债收益率均上涨，10Y 美债收益率或破 2%。

图 45 美联储快速收紧短期流动性



图 46 美联储扩表速度放缓



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 47 短期通胀预期大幅上行 (%)

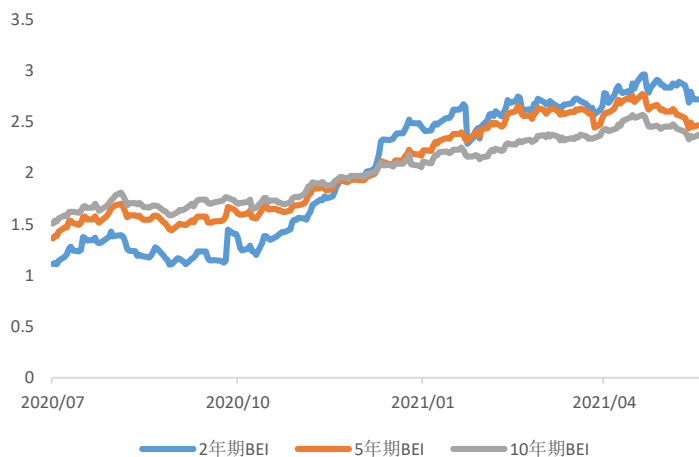


图 48 通胀预期推动美债收益率上升 (%)



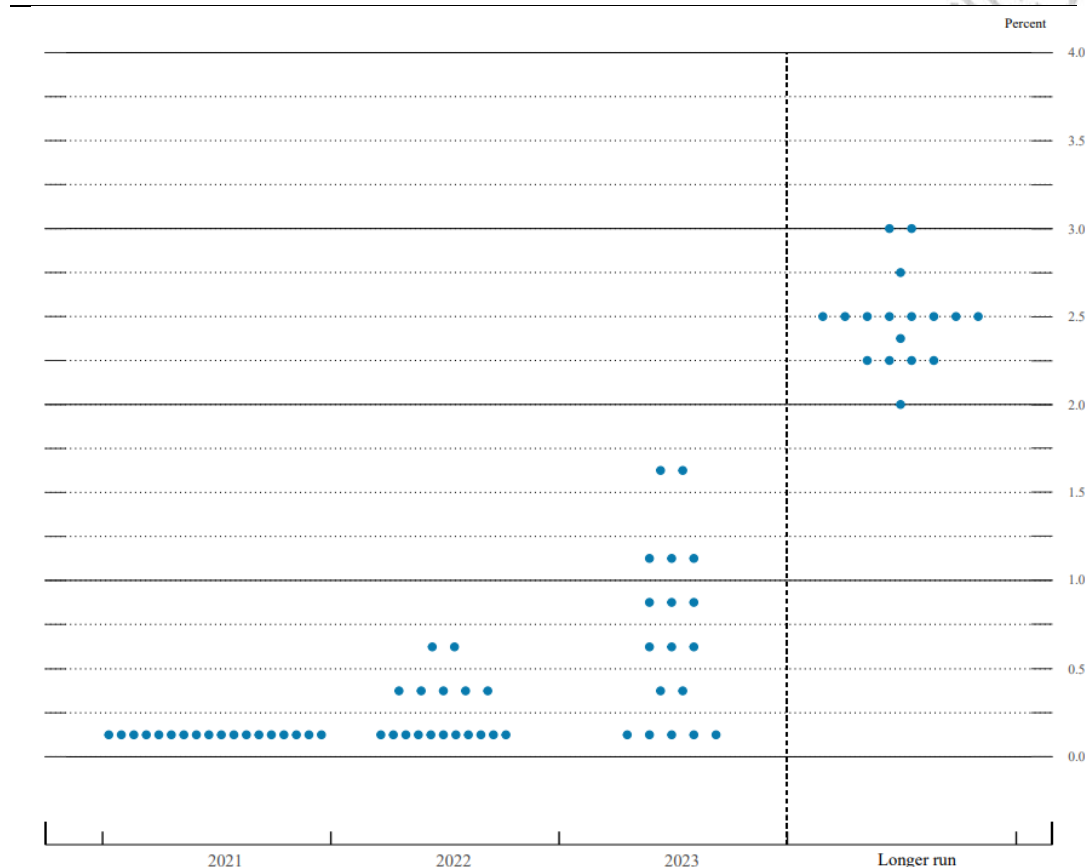
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

货币政策逐步收紧，名义利率持续抬升。6 月的美联储公布了未来三年的利率点阵图，点阵图显示，美联储在 2023 年加息次数或增至 2 次，黄金受此影响大幅跳水。对比 4 月公布的点阵图，2023 年加息的概率变大，同时长期的加息力度大于 6 月预测的加息力度。美联储一改以往的偏鸽态度，对于经济的前景以及就业情况转向乐观。

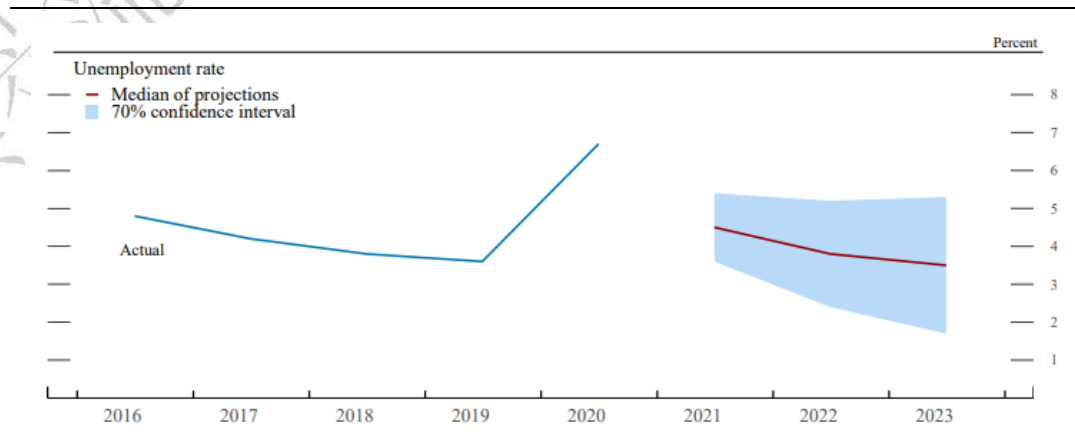
目前美联储更在意就业目标的达成，从美联储对于后续失业率的预测看，2021 年的中值在 4.5% 左右，2022 年则下降至 4%，接近疫情爆发前水平。随着失业率的快速下滑，以及通胀持续超过 2%，预计今年年底缩减 QE 是大概率事件。货币政策将逐步转向收紧，届时黄金上方压力更大。

图 49 美联储点阵图显示 2023 年或两次加息



资料来源： 美联储，金信期货研究院

图 50 美联储对于失业率的预测较为乐观



资料来源： 美联储，金信期货研究院

图 51 美联储议息会议概要对比

		2021. 1	2021. 4	2021. 6
经济 回顾	经济活动及劳动力市场	新冠疫情的大流行在美国和全世界造成了巨大的经济困难。近几个月来，经济活动和就业的复苏速度有所放缓，疲软主要集中在受这一流行病影响最严重的部门。	冠状病毒的大流行在美国和全球造成了巨大的经济困难。 疫苗接种工作的进展和强有力的政策支持，经济活动和就业得到了加强，受大流行影响最严重的部门仍然薄弱，但已有改善	疫苗接种方面的进展减少了新冠疫情在美国的传播。 疫苗接种工作的进展和强有力的政策支持，经济活动和就业得到了加强，受大流行影响最严重的部门仍然薄弱，但已有改善
	家庭消费和企业投资	整体金融状况维持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	整体金融状况维持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	整体金融状况维持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动
2020 年经济预期		经济发展路径将很大程度上取决于疫情发展， 包括疫苗接种的进展。 当前持续的公共卫生危机 将在近期内 严重影响经济活动、就业和通胀，并对 中期 经济前景构成相当大的风险。	经济发展路径将很大程度上取决于疫情发展以及疫苗的接种进度。 持续的公共卫生危机持续拖累经济，经济前景仍然面临风险。	经济发展路径将很大程度上取决于疫情发展以及疫苗的接种进度。 持续的公共卫生危机持续拖累经济，经济前景仍然面临风险。
利率		联邦基金目标利率区间维持在 0-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 0-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 0-0.25%
通货膨胀		需求疲软和前期油价下跌抑制了消费价格通胀	通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素	通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素
对未来利率调整的前瞻指引		Fed 力求实现最大就业率、并在一段时间内力争使通胀率适度高于 2%，以使使长期平均通胀率达到 2%，而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。Fed 希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。 Fed 维持零下线目标区间，直到就业市场达到最大就业目标和通货膨胀已上升至 2%，并希望在这段时间内略超 2%	Fed 力求实现最大就业率、并在一段时间内力争使通胀率适度高于 2%，以使使长期平均通胀率达到 2%，而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。Fed 希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。 Fed 维持零下线目标区间，直到就业市场达到最大就业目标和通货膨胀已上升至 2%，并希望在这段时间内略超 2%	Fed 力求实现最大就业率、并在一段时间内力争使通胀率适度高于 2%，以使使长期平均通胀率达到 2%，而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。Fed 希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。 Fed 维持零下线目标区间，直到就业市场达到最大就业目标和通货膨胀已上升至 2%，并希望在这段时间内略超 2%
资产负债表规模		在接下来几个月中，Fed 将至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量，以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件，从而支持信贷流向家庭和企业。 每月至少增持 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS	在接下来几个月中，Fed 将至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量，以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件，从而支持信贷流向家庭和企业。 每月至少增持 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS	在接下来几个月中，Fed 将至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量，以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件，从而支持信贷流向家庭和企业。 每月至少增持 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS

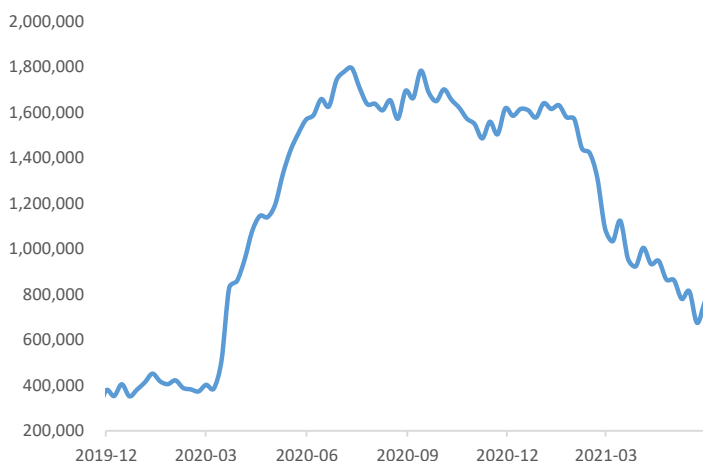
资料来源：FED，金信期货研究院



财政部在美联储的账户存款大幅泄洪。美国财政部的存款账户资金规模持续不断地下降，去年高点至今已经下降了超 1 万亿美元。财政部花的疯狂泄洪，叠加逆回购的用量飙升，市场处于流动性最为宽松的阶段，因此市场出现流动性泛滥问题。为解决银行由于资产收益较低，对于准备金过剩发愁的问题，美联储提高了隔夜逆回购以及超额存款准备金率。

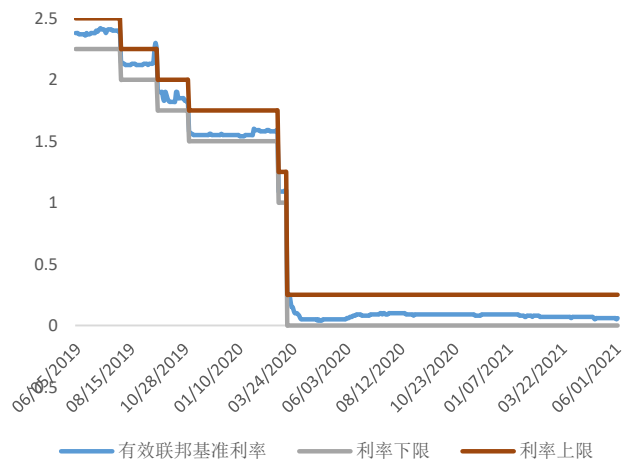
此前，美联储将利率长期维持在低水平，为的是搭配财政政策，使得美元得融资成本位于较低得水平。但随着财政部大量泄洪，以及后续财政预算的支出由增税进行负担，实际增加的债务并没有达到天量，因此，后续美联储将逐步退出较为宽松的货币政策。**我们预计四季度逐渐缩减购债的规模概率较高，时间将长达 8-12 个月；财政预算支出在 2024 年开始大幅减少，我们预计低利率维持至 2023 年的概率较大。**

图 52 财政部在美联储存款大幅下滑



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 53 有效联邦基准利率仍处于低位（%）



资料来源：Fed，金信期货研究院

四、美元或开启反弹，但上方压力仍大

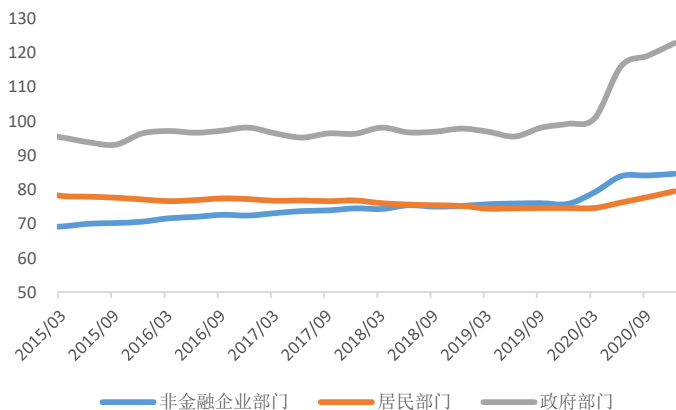
4.1 全球政府部门债务高企，债务压力巨大

美国债务规模占比高企，但日欧同样面临高债务问题。美国国内金融部门债务增速从低位反弹，非金融部门的债务增速仍处于正增长，受疫情冲击，美国整体债务高企。去年未偿国债的增速开始加快，1946 年，未偿国债占比 GDP 达到 118% 的历史高位，2020 年在 129% 左右，随着 2020 年未偿国债的快速上升，以及财政支出的加大，债务规模将超过 130%。日本及欧洲同样面临财政压力的问题，欧洲政府债务占比接近 90%，日本则接近 800%。更进一步的，2020 年 7 月欧盟理事会达成了 7500 亿欧元复兴计划，11 月欧洲议会与欧盟成员国正式达成了一致通过了欧洲下一代长期预算和下一代复兴计划，分别包括 1.074 万亿欧元的

2021-2027 年长期预算和 7500 亿欧元的财政援助，我们有理由认为欧盟的财政刺激或将在今年下半年逐步实施，届时欧盟的财政压力将进一步加大。

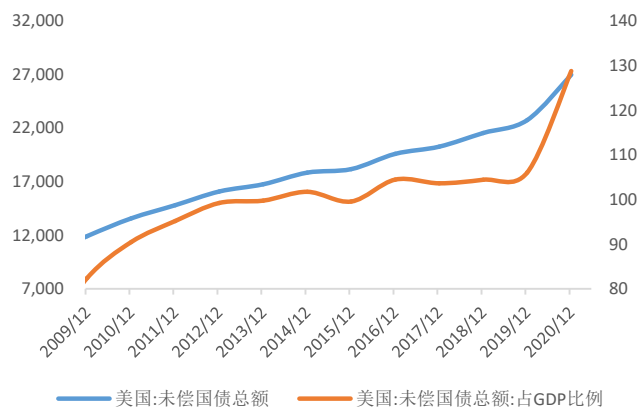
在同等债务问题下，后续美元指数的涨跌将更大概率取决于美欧日的经济复苏情况。

图 54 美国政府部门债务快速增长 (%)



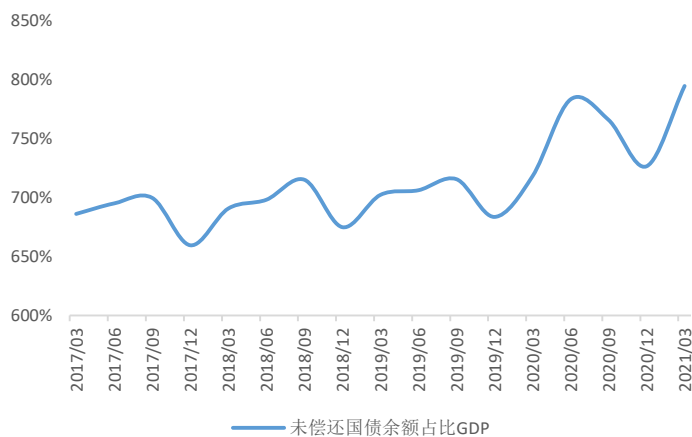
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 55 美国政府债务占比 GDP 接近历史高位



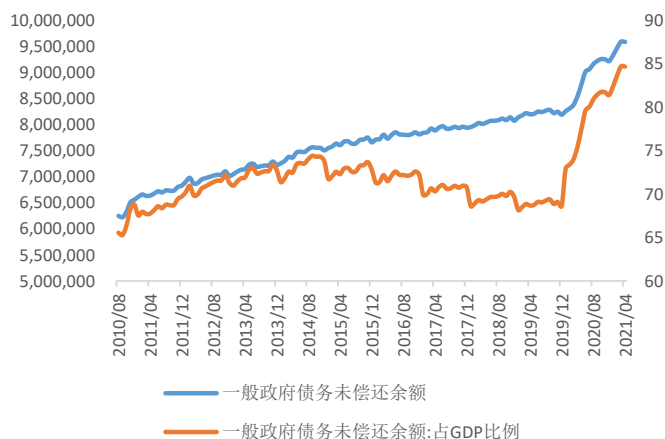
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 56 日本未偿还国债占比 GDP 创新高 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 57 欧元区债务占比 GDP 大幅上行 (%)



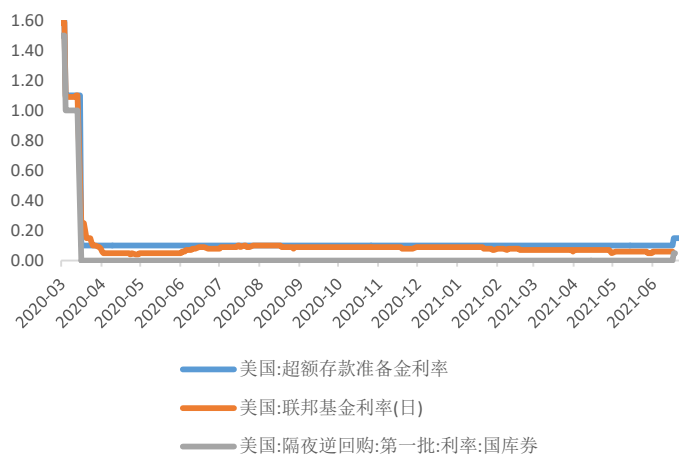
资料来源: Wind, 金信期货研究院

4.2 欧洲仍然维持宽松货币政策，美国则转向鹰派

6 月货币政策明显呈欧松美紧。在 6 月的欧央行货币政策会议上，欧央行维持其极度宽松的货币政策，并表示继续进行大流行紧急购买计划下的资产净购买，总额为 1.85 万亿欧元，并至少持续到 2022 年 3 月底，直到它判断危机阶段结束。基于对融资条件和通胀前景的联合评估，管委会预计，下一季度根据 PEPP 进行的净购买将以比今年前几个月高得多的速度进行（与 4 月相比有所修改），这也意味着欧洲将实施更为宽松的货币政策，注入更多流动

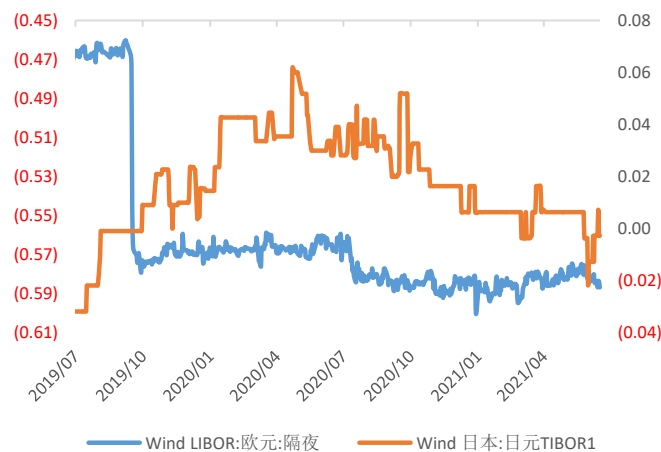
性。与之相比较，美联储在 6 月的会议上首先上调了隔夜逆回购利率以及超额准备金率 5 个 bp，开始逐步收紧货币政策。这也同样显示了不同政府对于当前经济恢复前景的不同预测，欧弱美强已形成共识。

图 58 美国率先上调 IOER 及 RRP 上限



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 59 欧日仍然维持负利率



资料来源：Wind，金信期货研究院

4.3 美国后来者居上，经济反弹速度领先，但后续或不持久

在疫情时代，各国经济处于“比差”的阶段。尽管去年下半年，美国经济相较于欧盟，下滑速度较大，并且由于美国并未采取严厉的封锁措施，疫情蔓延及爆发程度强于欧洲、日本等。进入今年，美国疫苗接种速度远超其余发达国家，疫情快速好转，经济复苏速度强势反弹。

美国、欧元区服务业分别从 3 月份、5 月初开始重启。美国、英国、德国、法国封锁措施陆续解除。因此，我们看到欧洲的 PMI 快速反弹，CPI 同比开始回升。发达国家当中，日本的疫苗接种相对滞后、目前仍受 3 月初开始的新一轮疫情冲击，距离东京奥运会开幕仅有两个月，其疫情防控压力较大。欧美发达国家和部分新兴市场国家疫苗接种“冷热不均”，是疫情影响难以在全球范围内彻底消除的主要因素。印度、部分东盟国家疫情局势仍较为严峻。尽管目前世界银行对于印度 2021 年的 GDP 增速预测较高，但我们认为在当前疫情的影响之下，印度或很难达到 8% 以上的经济增长。

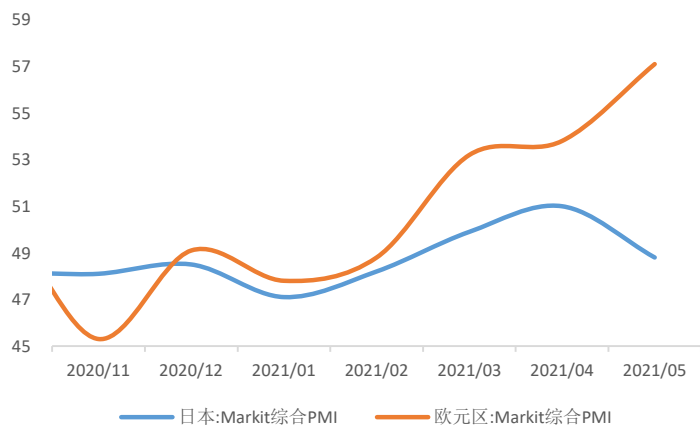
从债务规模以及经济复苏的情况看，美国将相对更佳，美元指数大概率将易涨难跌，但后续欧日追上美国复苏步伐之后，美元指数上方压力仍然较大，预计 95 是一个较难突破的关口。

图 60 世界银行对于全球未来 GDP 增速预测 (%)

	2020	2021	2022	2023
全球	-3.5	5.6	4.3	3.1
美国	-4.7	5.4	4	2.2
欧元区	-6.6	4.2	4.4	2.4
日本	-4.7	2.9	2.6	1
中国	2.3	8.5	5.4	5.3
印度	-7.3	8.3	7.5	6.5

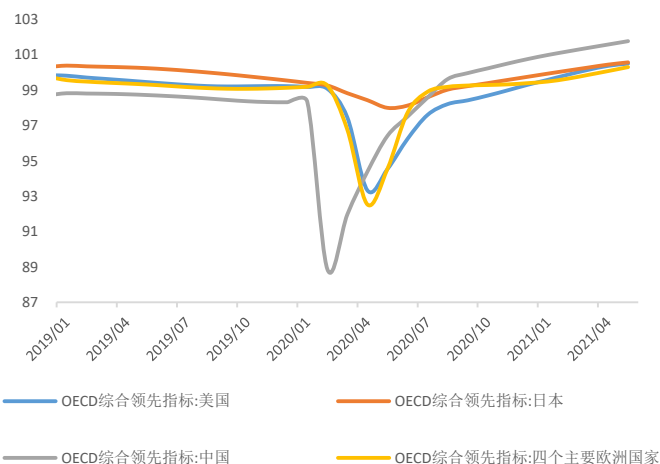
资料来源: World Bank, 金信期货研究院

图 61 日本 PMI 表现仍低于荣枯线 (%)



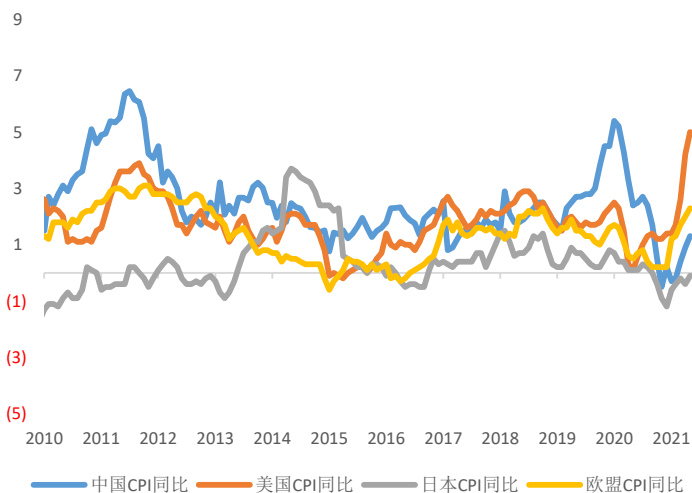
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 62 美国综合领先指标较欧日更佳



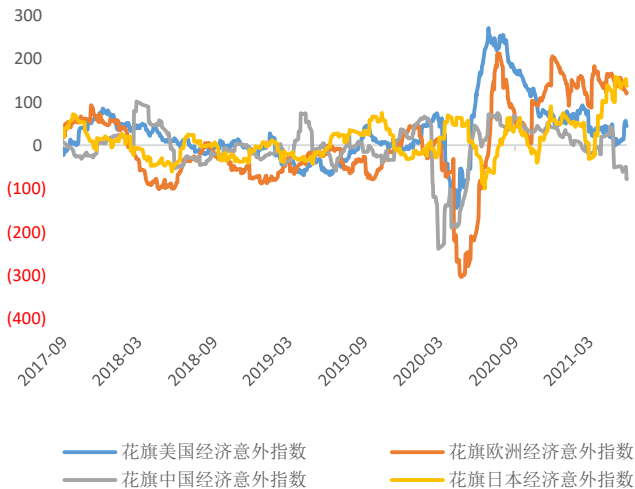
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 63 美国 CPI 表现更佳 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 64 欧洲经济意外指数较高



资料来源: Wind, 金信期货研究院

五、黄金投资需求大幅回落，实体需求小幅回升

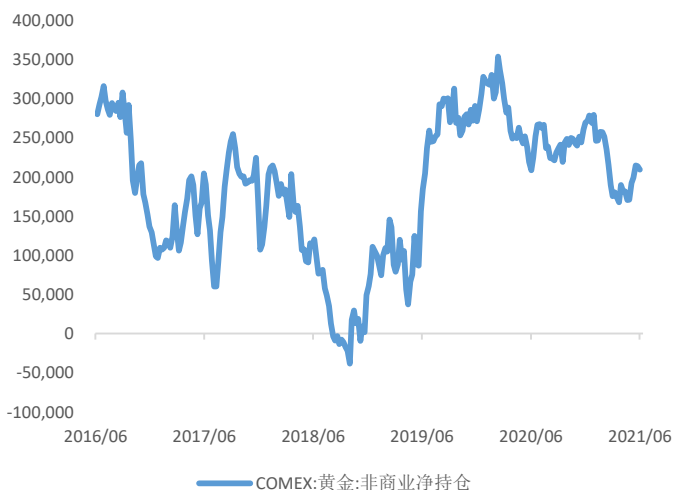
5.1 全球黄金投机需求或回落

全球黄金 ETF 持仓量大幅下滑，目前已回落至去年 4 月水平，但持仓量较年初已增加 30.4%。Comex 黄金的非商业头寸净持仓弱势反弹后下行。目前黄金的投资及投机需求均出现下滑。我们认为，下半年随着美联储 taper 的预期进一步升温，美国经济的快速反弹，黄金的投资需求或进一步下滑，除非美国经济再次下滑，避险需求再起，才会带动投资及投机需求的上行。

图 65 SPDR 黄金 ETF 持仓量大幅下滑（盎司）



图 66 Comex 金投机净持仓下降（张）



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

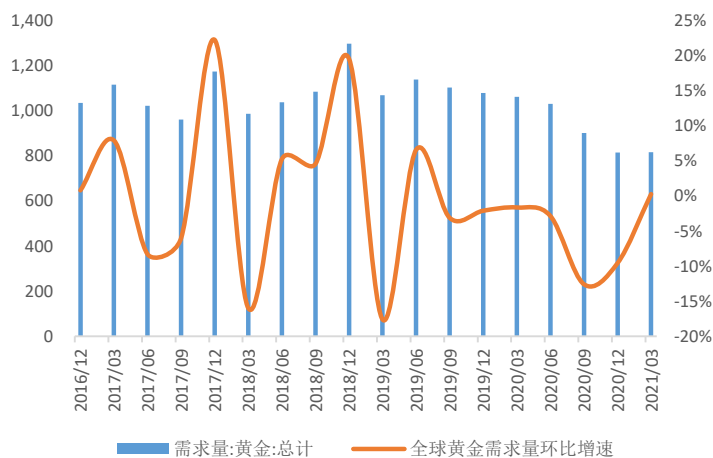
资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

5.2 全球黄金实体消费量预计上升

受疫情影响，全球对于黄金的实体需求环比大幅下滑，尤其是印度和中国两大黄金实体消费大国。上半年，尽管疫情有所缓和，但主要黄金消费国的实体需求继续下行。同时，印度作为全球最大的实体黄金消费国，在二季度出现疫情大爆发的迹象，预计将严重影响其实体黄金需求。随着三季度发达地区实现全民免疫，预计实体需求将有所回升，但整体推动较为有限。

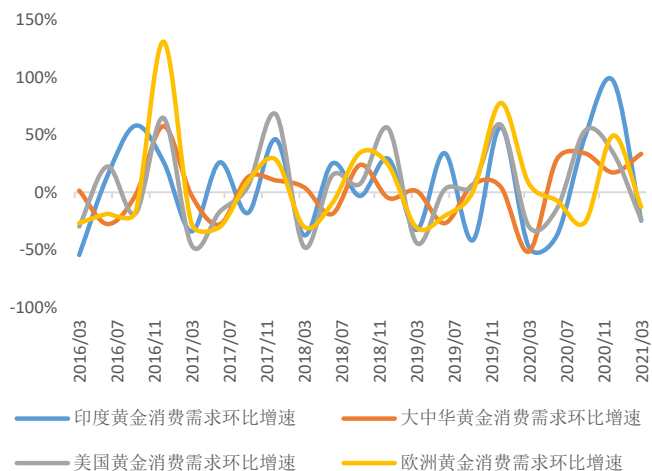


图 67 全球黄金实体消费下滑



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 68 除大中华地区其余地区需求均负增长



资料来源：Wind，金信期货研究院

六、投资建议：黄金难有起色

美国进入经济复苏中后期，新兴市场压力较大。从目前疫情以及美国经济恢复的情况看，我们认为下半年随着美国完成全民免疫，整通胀以及经济表现将有最后一波亮眼表现，大概率将出现在三季度。等美国全部放开后，经济复苏速度将缓慢下行，届时通胀也将出现下滑。因此，美国的经济复苏高速反弹以及高通胀预期为暂时性的。相较于美国，欧洲、日本的经济复苏速度将有所滞后，尤其是日本，下半年整体反弹速度将更为缓慢。对于新兴市场而言，下半年经济复苏压力较大。一方面，疫情仍处于爆发阶段，疫苗接种速度明显落后，对经济恢复形成阻碍；另一方面，美国货币政策的收紧预期，将对于新兴市场的货币政策以及汇率造成压力，为应对美国后续加息的市场预测，新兴市场或提前一步收紧货币政策，无疑对脆弱的经济再次形成压力。

美元或开启反弹，但上方压力明显。近期，随着美联储将要收紧货币政策的预期逐步攀升，美元指数快速从 89 的低位反弹至 92。在“后疫情”时代，全球央行的货币政策均处于无限宽松，财政负担处于历史高位，因此，这是一个“比差”的时期。美国相对于欧洲以及日本的经济恢复速度快，财政压力仍在政策限制之内，尤其是三季度的全民免疫，美国或先于欧洲和日本达成目标。这也意味着，三季度的美元指数将有较为亮眼的表现。但其后，美国复苏速度边际放缓，欧洲紧追而上，或对于美元指数形成压力。整体美元易涨难跌，但上方压力明显，95 为重要关口。

实际利率上行在所难免，黄金难有起色。6 月的 FOMC 会议美联储政策明显“转鹰”，对于名义利率而言，等于是摘掉了上方的压力位，下半年随着美联储逐步减缓购债规模后，十年美债收益率将突破 2% 的概率不小。尽管，高通胀预期同样会对实际利率产生压制，但在

tapering 的预期下，实际利率想再次达到-1%的低位概率极低，（而当时黄金创下了 2067 美元的历史纪录）。尤其进入四季度后，通胀下行，美联储正式缩减购债，实际利率大概率转正，金价将再次下跌。

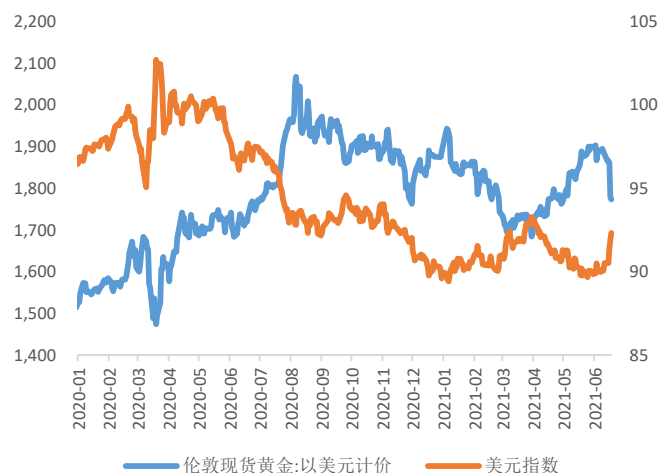
我们认为，三季度的全民免疫将带来通胀预期的再次高企，届时货币政策仍未实质性收紧，黄金或小幅反弹；四季度，随着经济复苏的放缓以及美联储正式减少购债规模，黄金将再次下行寻底。伦敦金的区间或在 1650 美元/盎司-1850 美元/盎司，人民币兑美元汇率或高位震荡，内盘金价运行区间在 355-385。黄金若想要再次突破，除非美国经济再次快速下行，但从目前的恢复情况而言，美国再次衰退的概率较低，整体下半年黄金表现较弱。

图 60 黄金实际价格已处于高位



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 61 美元与金价走势



资料来源：Wind，金信期货研究院

七、风险提示

美国经济恢复远低于预期、疫苗有效性不及预期、全球避险情绪再次快速上行。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！