

有色金属

报告日期：2023 年 07 月 09 日

贵金属：坚守

——贵金属专题报告

投资要点

□ 关注黄金的逻辑

- ✓ 美联储加息幅度与频率逐渐降低，通胀改善+经济压力有望促使美联储进入加息末期，乃至开启降息周期。
- ✓ 相比于开始降息，黄金行情有望提前 1 个季度抢跑，且涨幅或高于加息结束所带来的催化幅度（细节研究参见我们的报告《美联储调息与金价、黄金股弹性》）。
- ✓ 此外，当前世界局势下，全球官方组织持续增储黄金，中长期内的需求增长或稳定托升黄金价格。
- ✓ 综上，若美联储在 23Q3 停止加息、24H1 开启降息，对应黄金的“主升浪”行情或于 23H2 开始，建议降息前持续关注贵金属板块。

□ 逻辑的资料支撑

- ✓ 美国加息渐缓：本轮加息自 22 年 3 月始，目前加息 10 次，累计加息 500BP。期间：1）22 年 12 月首次放缓加息，单次加息幅度由 75BP 降至 50BP，并在 23 年 2 月进一步降至 25BP；2）23 年 6 月，美联储首次暂停加息，加息频率开始下降。
- ✓ 美联储或至加息末期，明年存在降息预期

【1】通胀边际回落明显。2023 年 5 月：美国 CPI 同比+4.00%，前值+4.90%；核心 CPI 同比+5.30%，前值+5.50%；PCE 同比+3.85%，前值+4.34%；核心 PCE 同比+4.62%，前值+4.68%。相比本轮加息起点，美国通胀显著改善。考虑到加息对于通胀的下降作用需要时间充分传导，后续美国通胀数据有望继续走低。

【2】美国经济存在压力，加息门槛或提高。

（1）自 2022 年 7 月开始，美国国债长短端收益率出现倒挂，并持续至今，且负利差的敞口逐渐扩大，目前已达到-1.08%，或前瞻预示着美国经济压力的增长。

（2）美国制造业 PMI 跌破枯荣线，6 月 46.30，前值 48.40，或预示制造业压力。

（3）美国服务业 PMI 相对可观，6 月为 54.10（前值 54.90），或为美国 2020-2021 年宽松政策导致居民累积大量超额储蓄、进而支撑消费行为所致。而根据 FRBSF 的研究，美国居民的超额储蓄或将支持消费者支出至 23Q4。此后伴随超额储蓄耗尽，美国经济动能或将进一步削弱，服务业 PMI 有望随之走低。

【3】24H1 降息预期仍存。尽管美联储近期态度“鹰派”，年内或继续加息 1-2 次，但通胀改善叠加经济压力，参考 CME 概率表，市场仍存明年上半年的降息预期。

- ✓ 相比于开始降息，黄金行情有望提前 1 个季度抢跑，且涨幅或高于加息结束所带来的催化幅度。根据我们在《美联储调息与金价、黄金股弹性》一文中的研究，以开始降息为原点：（1）前 50~后 35 交易日，金价有望上行，历史区间最大涨幅近 25%（加息结束对金价的历史区间最大催化幅度约 11%）；（2）前 60~后 20 交易日，黄金股有望上涨，历史区间最大涨幅均值超 44%（加息结束对黄金股的历史区间最大催化幅度均值约 20%）。
- ✓ 全球官方增储黄金，或托升金价。在世界经济不确定增长的背景下，全球官方整体增储黄金以对抗、规避风险，近期尤以非欧美国、发展中国家增储黄金靠前，6 月中国同比增储量居首（同比+128.14 吨），或在中长期内托升金价。

- 风险提示：美国经济韧性超预期；美国超预期加息；历史数据不能预测未来的风险。

行业评级：看好(维持)

分析师：施毅

执业证书号：S1230522100002

shiyi@stocke.com.cn

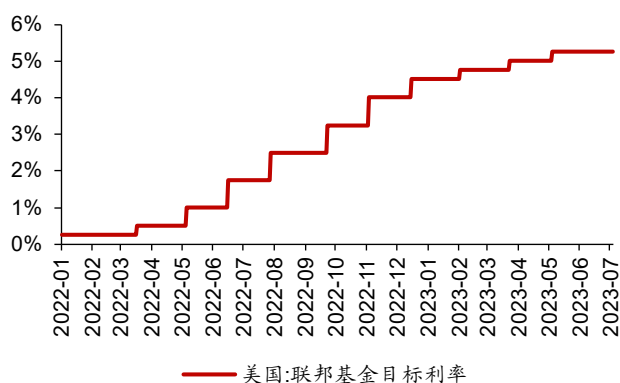
相关报告

- 1 《走进非洲》 2023.07.01
- 2 《俄罗斯优势资源全梳理》 2023.06.27
- 3 《供需趋紧下电解铝行业进入上行周期》 2023.06.21
- 4 《美联储调息与金价、黄金股弹性》 2023.04.16

图表目录

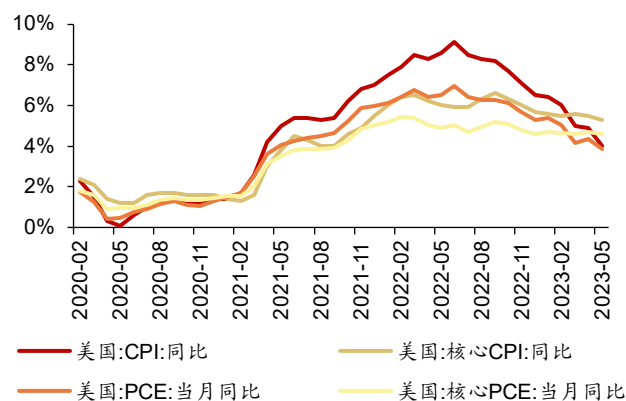
图 1: 美联储加息渐缓.....	3
图 2: 美国通胀边际回落明显.....	3
图 3: 美国国债长短端收益率持续倒挂.....	3
图 4: 美国制造业 PMI 跌破枯荣线.....	3
图 5: 点阵图预示今年美联储可能仍将加息.....	3
图 6: 明年上半年美国仍存降息预期.....	4
图 7: 历史美国开始降息前后的伦敦金价指数化走势.....	4
图 8: 历史美国开始降息前后的上海金价指数化走势.....	4
图 9: 2007-2008 轮美国降息开始前后黄金股股价走势.....	4
图 10: 2019-2020 轮美国降息开始前后黄金股股价走势.....	4
图 11: 全球官方储备黄金或推升金价.....	5

图1: 美联储加息渐缓



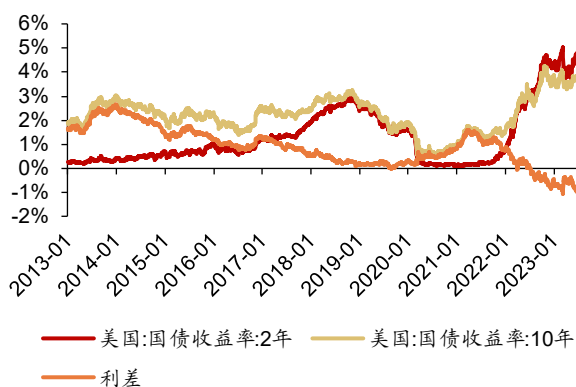
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 美国通胀边际回落明显



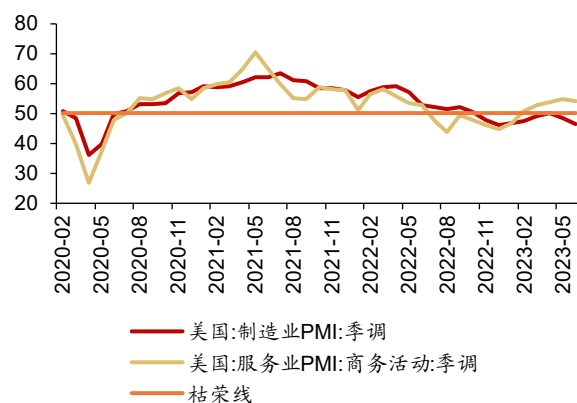
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 美国国债长短端收益率持续倒挂



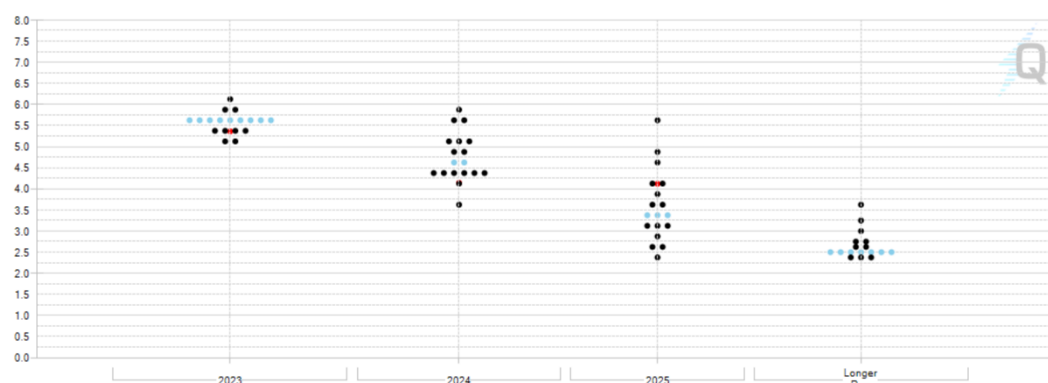
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 美国制造业 PMI 跌破枯荣线



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 点阵图预示今年美联储可能仍将加息



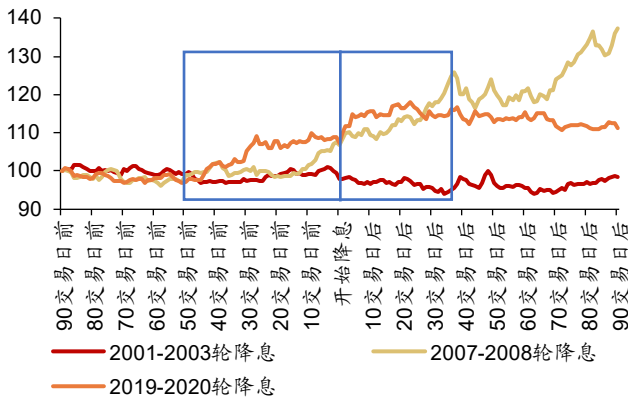
资料来源: CME, 浙商证券研究所

图6：明年上半年美国仍存降息预期

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	93.0%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	70.6%	24.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	56.2%	34.5%	5.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.9%	53.3%	30.6%	4.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	22.3%	47.2%	23.6%	3.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	10.9%	32.3%	37.8%	15.5%	2.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.5%	29.1%	36.9%	18.9%	4.1%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.7%	17.8%	32.4%	29.2%	12.6%	2.5%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.7%	29.0%	30.0%	16.5%	4.8%	0.7%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.5%	26.1%	29.8%	19.2%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.3%	2.5%	10.6%	23.3%	29.0%	21.4%	9.7%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.6%	17.0%	26.2%	25.1%	15.4%	6.1%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%

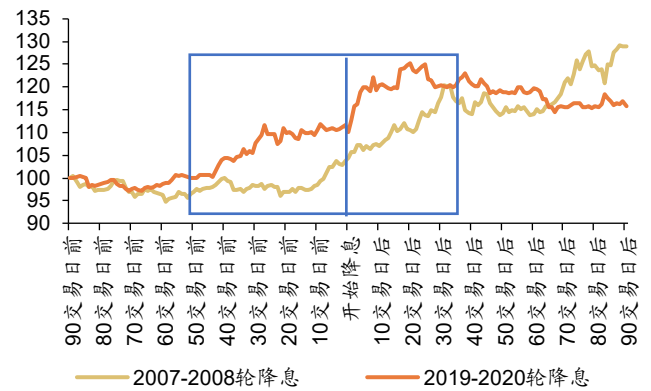
资料来源：CME，浙商证券研究所（注：2023年7月9日数据）

图7：历史美国开始降息前后的伦敦金价指数化走势



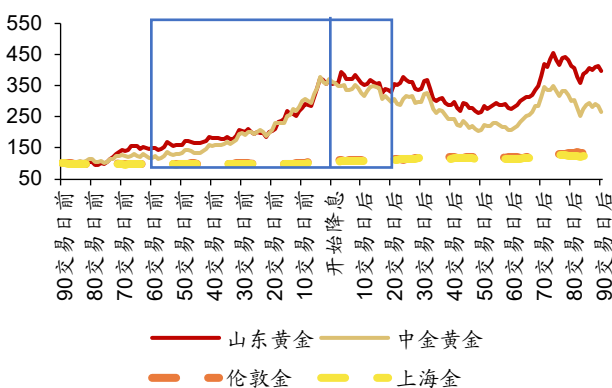
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：历史美国开始降息前后的上海金价指数化走势



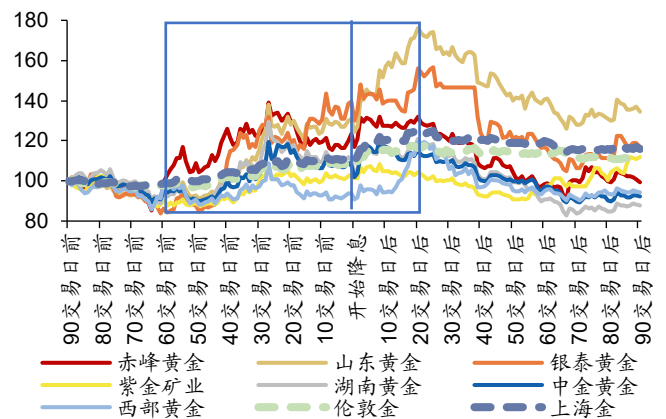
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：2007-2008 轮美国降息开始前后黄金股股价走势



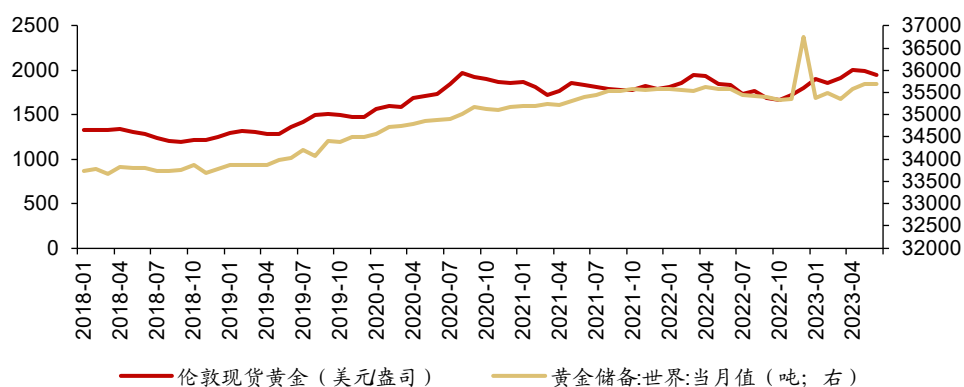
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：2019-2020 轮美国降息开始前后黄金股股价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11: 全球官方储备黄金或推升金价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>