

谨慎推荐（维持）

有色金属行业动态点评

风险评级：中风险

美国就业情况是观察黄金价格反弹持续性的重要窗口

2021年5月18日

许建锋（SAC 执业证书编号：S0340519010001）

电话：0769-22110925 邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

事件：

近期黄金价格反弹，2021年3月31日-2021年5月17日 COMEX 黄金区间涨幅为 10.77%。

点评：

■ **黄金反弹归因分析。**黄金价格受美国预期通胀率、长端国债收益率、美元指数、恐慌情绪等四个因素影响，一般恐慌情绪影响时间较短。本轮黄金反弹受益于美国预期通胀率稳步提升，美国长端国债收益率偏弱震荡，美元指数跟随走弱，具体分析如下：

1) **美国长端国债收益率结束强势后偏弱震荡。**2月-3月，因市场押注美联储收紧货币政策，美国长端国债收益率快速拉升，美国10年期国债收益率在3月30日到达本轮高点 1.776%，随后转向偏弱震荡，主要是：（1）美联储多次偏鸽表态，强调对当前通胀不感到忧虑，未达就业目标前不缩减购债规模，货币政策不转向；（2）影响美联储政策的主要数据就业数据低于预期，4月新增非农就业人数 26.6 万人，远低于3月的 77 万人；4月失业率为 6.1%，率环比回升 0.1pct；低学历人群（高中以下）劳动参与率连续 3 个月下降，中等学历人群（大专）劳动参与率有反复，4月环比下降 0.3pct，或归因于直接发放支票的财政刺激负作用。就业数据低于预期，短期美联储缩减购债规模的概率下降，美债做空力量消退，美国长端国债收益率回落。而长端国债与黄金同为避险资产，其收益率走低，则有助资金流向黄金，而本轮黄金价格反弹正是从美国 10 年期国债收益率走弱后开启。

未来预判：就业情况决定美国国债收益率，国债收益率主导黄金价格。就业与通胀是影响美联储货币政策的两大核心因素，自美联储提升通胀容忍度，并允许一段时间超出通胀控制目标的政策提出后，就业因素权重大于通胀因素。我们预期下半年美国通胀率上升或维持相对高位，因为即使缩减购债规模，经济复苏及解封带来的服务供需紧张、劳动力供应偏紧、发达地区及发展中地区疫苗接种率提升不同步引发的原材料涨价等因素将使美国通胀率保持在相对高位；因此就业情况成为市场预判美联储政策的重要观察窗口。若就业数据持续改善，预期市场将按“就业改善--在通胀背景下，美联储缩减购债模概率上升--市场押注做空美国长端国债--美国长端国债收益率上升--黄金价格下跌”的逻辑运行。按目前美国疫苗接种速度及经济数据修复情况，上述情况或出现在下半年。

短期内，由于4月就业数据不及预期，二季度美联储缩表概率较低，美国长端国债收益率走弱，叠加预期通胀率持续上行，黄金价格短期走强。

2) **美元指数从强转弱。**受市场押注美联储收紧货币政策影响，美国长端国债收益率在 2-3 月份拉升，美元指数从 2 月 24 日的 90.0435 上行至 3 月 30 日的 93.2860，随后快速下跌，5 月 17 日收报 90.2163。我们观察到美元指数与美国长端国债收益率拉升后转弱时间区间吻合，原因是美国长端国债收益率代

表美元无风险资产回报率，其上升一定程度上吸引资金流入美国，从而增加美元需求，推动美元指数上升。美元指数作为美元兑六种主要发达国家货币的加权指数，其中欧元占比 57.6%，因此美国、欧元区长端国债收益率差（代表指标“美国 10 年期国债收益率-欧元 10 年期公债收益率”）是判断美元指数走势的重要指标。随着美国长端国债收益率走弱，美国、欧元区长端国债收益率差缩小，美元指数弱势下行。

未来预判：美元指数走弱后反弹走强。短期内，随着美国国债收益率偏弱震荡，美国、欧元长端国债收益率差收窄，美元指数偏弱震荡；若美国就业数据持续改善，市场或押注预期通胀下美联储缩表概率上升，美国长端国债收益率走强，美元指数跟随走强，对黄金价格形成向下压力。

3) **预期通胀率稳步上行。**在经济修复预期、大宗商品涨价、服务、劳动力价格上升等因素推动下，以 10 年期国债计算的美国预期通胀率自 2020 年 3 月后稳步上行，截止 5 月 17 日预期通胀率为 2.54%；上文已预判 2021 年下半年美国通胀率上升或维持相对高位，因此推测预期通胀率上涨趋势将延续。

表 1：黄金价格走势（%，美元/盎司）



数据来源：wind，东莞证券研究所

表 2：A 股金矿股股价 2021 年 3 月 31 日-2021 年 5 月 17 日期间涨跌幅（%）

银泰黄金	23.52	山东黄金	-0.94
湖南黄金	8.09	赤峰黄金	25.97
恒邦股份	8.13	西部黄金	-3.24
中金黄金	12.01	紫金矿业	15.31
		COMEX 黄金	10.77

资料来源：wind，东莞证券研究所

■ **投资建议。**短期内，黄金价格运行逻辑“4 月美国就业数据不及预期--二季度美联储缩表概率低-市场做空美国长端国债力量消退--美国长端国债收益率走弱--预期通胀率持续上行背景下，黄金价格短期走强”。中期，预期黄金价格运行逻辑为“就业改善--在通胀背景下，美联储缩减购债模概率上升--市场押注做空美国长端国债--美国长端国债收益率上升--黄金价格下跌”。短期建议关注，赤峰黄金、银泰黄金、紫金矿业。

- **风险提示。**美国就业目标提前实现，美联储货币政策提前收紧，美国经济复苏大幅放缓，美国疫情反扑，大宗商品价格大幅下跌。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn