

证券研究报告—深度报告

有色金属

黄金行业专题

超配

(维持评级)

2021年05月28日

黄金板块迎新一轮投资机会

证券分析师：刘孟劼

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040005

评论：

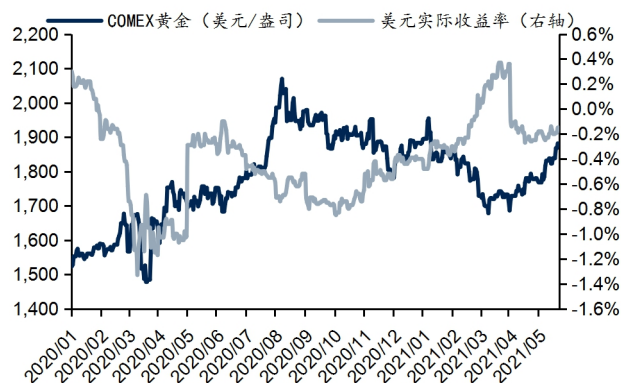
金价自去年8月份之后表现疲软，和工业金属轰轰烈烈的商品牛市形成鲜明的对比。但是自今年二季度开始，金价重新回到上行的通道当中，我们在中期策略报告当中也做了重点的提示。

首先，我们的分析框架是以金价与美元实际利率呈现明显的负相关关系为基础的， $\text{实际利率} = \text{名义利率} - \text{通胀预期}$ 。自2020年3月新冠疫情在全球蔓延后，全球金融市场出现明显流动性危机，各国央行开启史上最大规模量化宽松政策，美联储全方位兜底经济，将联邦基金利率降至近零水平，同时迅速扩表至7万亿美元以上，美债利率降低，通胀预期修复，美债实际利率走低推升黄金价格快速上行。与此同时美元指数持续走弱也是金价上涨的重要推手。但是在2020年8月之后金价呈现明显下行趋势，我们认为主要是因为美国新一轮财政刺激政策迟迟未推出，货币宽松边际上是放缓的，打开美债利率上行空间，美国经济复苏也带动美债利率快速走高，实际利率走高对黄金价格形成压制。

目前海外积极推进疫苗接种，全球疫情迎来拐点，海外市场供需两端快速回暖，经济复苏确定性强。另外拜登政府1.9万亿美金的纾困计划已经落地，另外还提出约4万亿美金基建支出计划提案，将在未来几个月在国会开展辩论和投票程序。美联储FOMC4月纪要重申，经济在实现最大就业和物价稳定目标方面，可能需要一段时间才能取得实质性的进一步进展。

我们认为美国短期经济一定会呈现V型反转，但中长期判断仍然存在较大不确定性，新冠疫情对美国的影响是深远的，高失业率才是美国目前所面临最大的风险，所以美国短期内并不具备退出货币宽松的条件。预计之后随着拜登政府1.9万亿美金的财政刺激逐步落地，基建计划逐步推出，通胀数据有望超预期，美国实际利率再次走低，金价有望重新开启上行通道。

图 1：黄金和美元实际利率走势呈负相关关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：美元指数

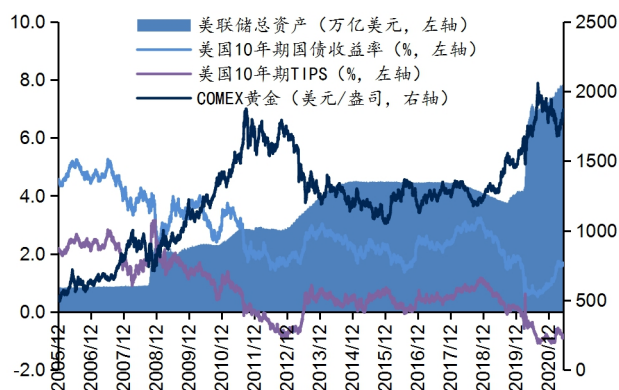


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 2020年3月之后美国开启无限量QE，实际利率走低推升黄金价格上涨

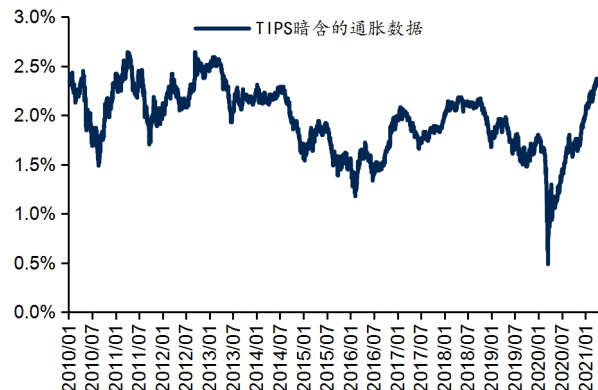
2020年3月以来为应对疫情及全球金融市场出现流动性危机，美联储和美国财政部连续多轮密集发布政策，全方位给经济主体输送流动性，包括将联邦基金目标利率降低至零，这是美国有史以来规模最大的刺激计划，美联储也快速扩表至7万亿美元以上。“直升机撒钱”方式大量增加了货币供应，这些货币用来从商业银行手中购买国债，以充实银行的储备，之后再流入股票等纸质资产，所以在推升美国股市的同时并没有造成恶性通货膨胀，美国金融市场股指屡创新高；美国房地产销售火热，2020年美国房屋销售增长5.6%，创出2006年以来的最快增速。实际上TIPS隐含的通胀预期相比之前发生流动性危机的时候是已经明显提升了。

图 3：美联储快速扩表



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

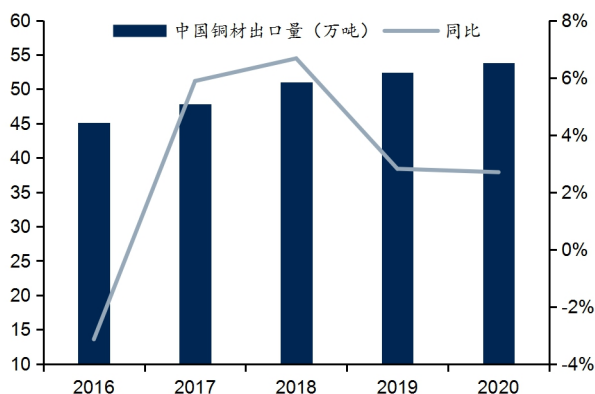
图 4：美国 10 年期通胀指数国债(TIPS)隐含通胀数据(%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

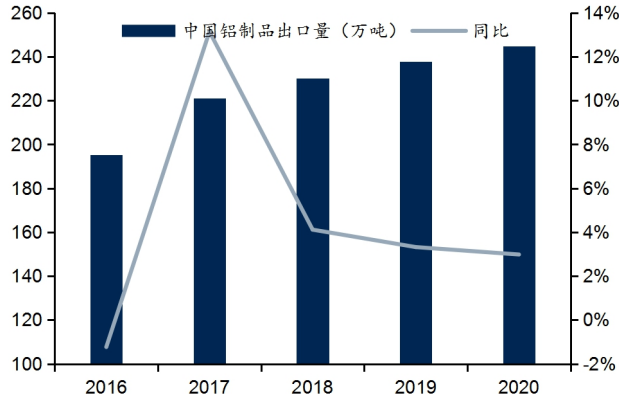
新冠疫情在全球蔓延之后，海外市场货币供应量大幅增加，美国10年期国债利率走低。与此同时，美国和欧洲市场需求复苏快于生产，供需的错配导致中国出口订单明显增加，海外市场由于需求复苏和流动性泛滥使得通胀预期呈快速抬升的趋势。美国实际利率走低推升黄金价格上涨，这是2020年3月至8月黄金价格快速上行的核心逻辑。

图 5：2020 年中国铜材出口量仍有所增长



资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

图 6：2020 年中国铝制品出口量仍有所增长

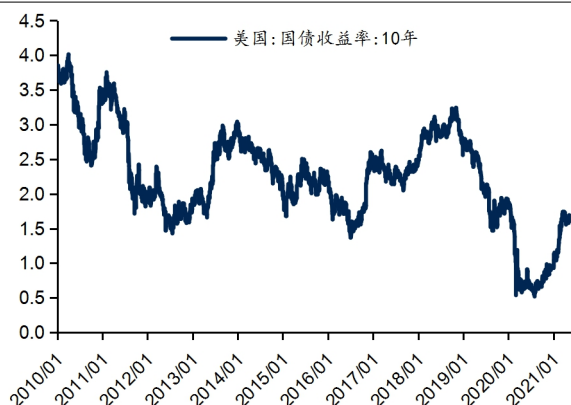


资料来源：SMM、国信证券经济研究所整理

■ 2020年8月之后美国新一轮财政刺激有所推迟，实际利率走高压制黄金价格

自2020年8月以来，金价走势疲软，和工业金属轰轰烈烈的商品牛市形成鲜明对比。理论上美国大量“放水”是利多黄金的，但是自去年3-4月份美联储以“直升机撒钱”的方式大量增加货币供应，快速扩表至7万亿美元以上之后，新一轮财政刺激计划却迟迟未推出，货币宽松边际上是大大放缓的，由此也打开了利率上行的空间。而年初随着海外积极推进疫苗接种，疫情出现拐点。世卫组织最新数据显示2021年2月28日全球新冠肺炎确诊病例新增384956例，自2021年1月8日854995例高位回落。另外，截至2月27日全球新冠疫苗接种约2.4亿剂；美国新冠疫苗接种约7280万剂，接种比例达到21.77%。新冠疫苗接种工作的推进有利于海外供需两端快速回暖。今年1月份美国耐用品订单增速环比增长3.41%，核心资本品订单增速环比增长0.49%，两个数据都是连续9个月时间

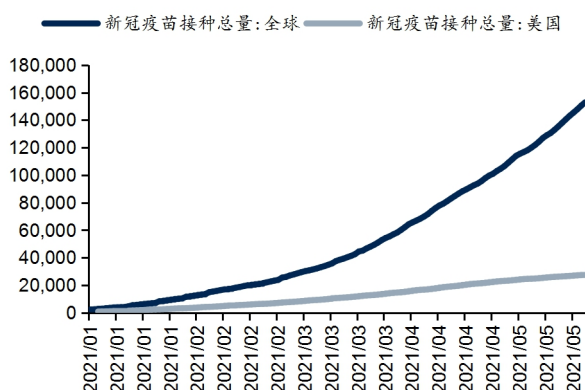
转正。美国 10 年期国债利率从年初 0.9% 飙升至 3 月末 1.74%，利率上行实际也是对未来一段时间之内经济会出现复苏的验证，防止经济过热踩一踩刹车，这时候顺周期的原油、工业金属等商品价格会有上佳表现。美债名义利率走高，通胀预期由于货币供给增量放缓，斜率放缓，实际利率走高对黄金价格形成压制。

图 7：美国 10 年期国债收益率 (%)


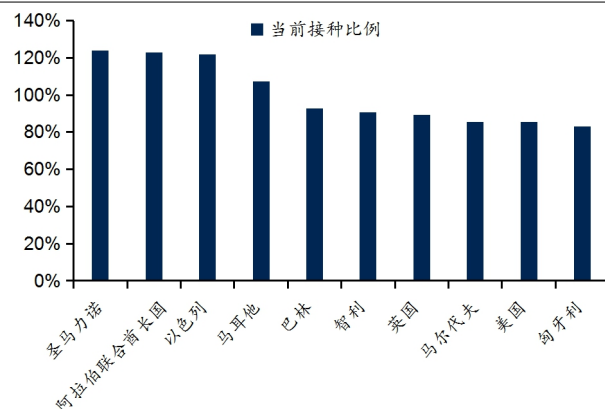
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：美国新冠疫情出现拐点

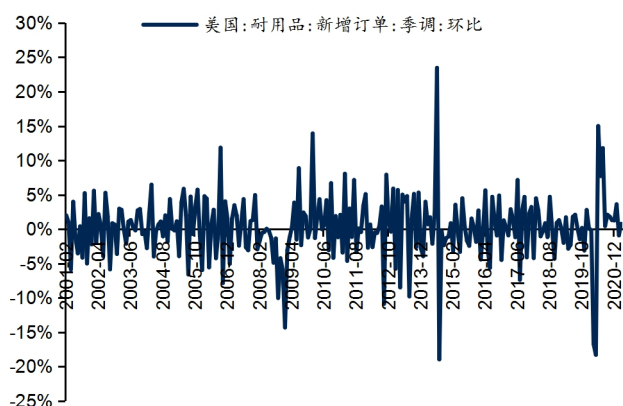

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：全球新冠疫苗接种总量 (万剂次)


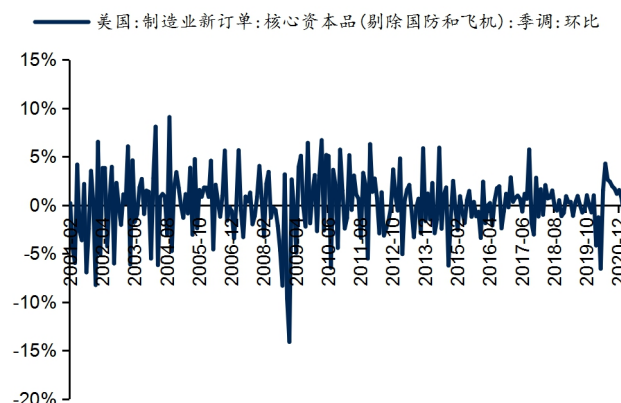
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：全球新冠疫苗接种进度 TOP10 (5 月 25 日)


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：美国耐用品新增订单环比增速


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

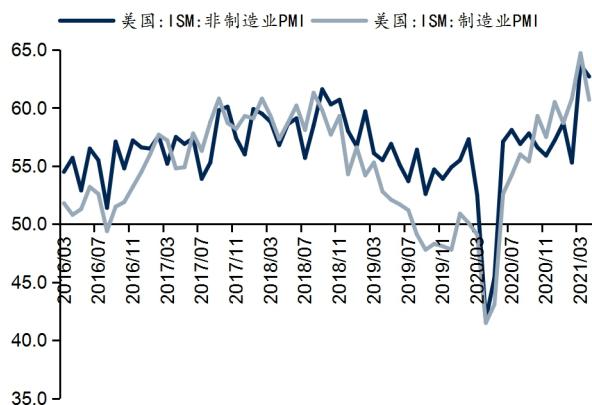
图 12：美国核心资本品新增订单环比增速


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 美国政府 1.9 万亿财政刺激法案落地，美联储重申保持宽松的货币政策

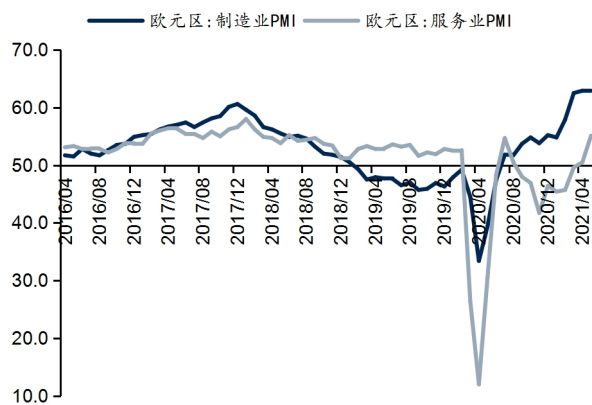
美国经济复苏动力强劲，但货币超发并没有停止。美国新总统拜登在 2021 年 1 月 20 日宣布就职美国总统之后随即出台了一系列的防疫措施，推出三项新的政策：1) 发起 100 天戴口罩挑战；2) 重新加入世界卫生组织；3) 设立新冠疫情应对协调官，同时提出目标：在就任总统的前 100 天完成 1 亿剂新冠疫苗接种。另外，拜登政府在 2021 年 1 月 14 日公布了 1.9 万亿美金的纾困计划，计划包括：向大多数美国人直接支付 1400 美元，连同 12 月的 600 美元，救济总金额将达到 2000 美元；将联邦每周失业救济金提高到 400 美元，并延长到 9 月底；将联邦最低工资提高到每小时 15 美元，并拨款 3500 亿美元用于州政府和地方政府援助；拨款 1700 亿美元用于 K-12 学校和高等教育机构；拨款 500 亿美元用于新冠病毒检测；拨款 200 亿美元用于国家疫苗方案。拜登政府全力推进纾困计划：美国时间 2 月 22 日，美国众议院预算委员会以 19 票赞成 16 票反对的投票结果决定推进该计划；美国时间 2 月 27 日，美国众议院以 219 票赞成 212 票反对的投票结果通过该计划；美国时间 3 月 6 日，美国参议院民主党投票通过价值 1.9 万亿美金的新冠救济法案修正案。

图 13：美国 PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：欧元区 PMI

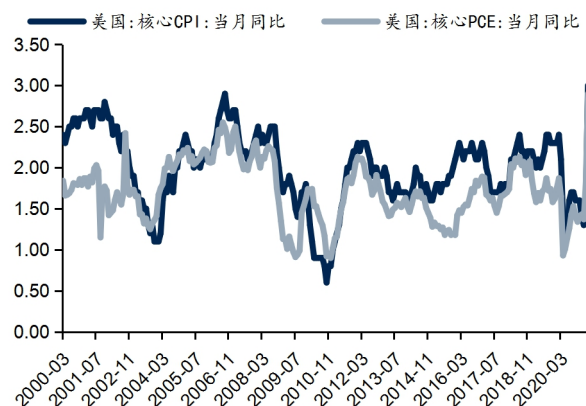


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

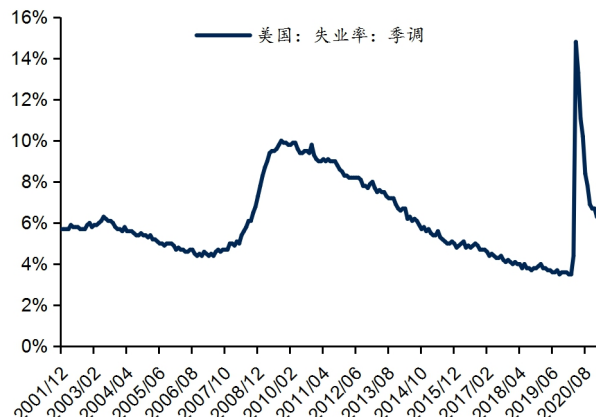
美联储重申保持宽松的货币政策。美国前期货币超发导致流动性过剩，推高股市估值，但是美联储宽松的货币政策现在还远没有到转向的时间点。2020 年 8 月 27 日美联储主席鲍威尔发表讲话表示：未来美联储将采取“平均通胀目标”政策，将会允许通胀在一定时间内适度超过 2%。这被认为是美联储自 2012 年以来对货币政策框架进行的最大一次调整，表明美联储基准利率位于零附近且不再下调的情况下，淡化对通胀水平的容忍度。2021 年 1 月 14 日鲍威尔发表讲话表示：除非出现令人不安的通胀和失衡，否则将不会加息；美联储将非常透明，当讨论缩减宽松的具体日期变得合适时，会让市场知晓。美联储 FOMC 纪要多次重申，美联储将在未来很长一段时间内保持宽松货币政策，因为当前美国经济状况与美联储的长期目标还有很大的距离，美联储致力于达到最大的就业率和实现 2% 的平均通胀率，为了实现 2% 平均通胀率的目标，将允许在未来某一段时间之内通胀率超过 2% 的水平。美联储仍然将联邦基准利率维持在近零水平，并维持每月最低 1200 亿美元的资产购买规模。美联储 FOMC 4 月纪要显示，虽然经济活动已经出现了大幅回升，但是委员会仍然认为经济距离其双重目标还很遥远。

美国短期内并不具备退出货币宽松的条件。我们认为，在经历过 2020 年新冠疫情的蔓延和流动性风险之后，全球经济一定会呈现 V 型反转，目前美国经济复苏是阶段性的，中长期经济判断仍存在比较大的不确定性，美联储现在遇到的困难并不只是短期的，而是中长期的充分就业和物价稳定。2021 年 4 月美国 CPI 同比增长 4.2%，创 2008 年 9 月以来新高；核心 CPI 同比增长 3.0%，创 1996 年 1 月以来新高；同时市场预期美国 4 月核心 PCE 物价指数年率为 2.9%；4 月美国 CPI 和 PCE 同比数据大幅跳涨，主要是受到商品短缺、经济重启驱动，再加上比较的基数很低。但是另一方面，美国劳工部公布数据显示：2021 年 4 月美国失业率为 6.1%，环比上升 0.1 个百分点，虽然相比于 2020 年 4 月 14.8% 的大流行峰值以来已经大幅下降，但是相比疫情之前 3.5% 的水平还有不小的差距；4 月美国新增非农就业 26.6 万，大幅低于 3 月的 77 万和 2 月的 53.6 万，远低于华尔街预期的 99.8 万；数据显示美国就业市场复苏乏力。美国财政部长耶伦曾经表示：新冠大流行期间有 400 万人因照顾孩子而退出劳动力大军，美国有效失业率实际接近 10%；如果没有足够的联邦支持，美国劳动力市场失业率可能要到 2025 年才能回落到 4% 的水平，如果出台足够强劲的刺激方案，美国有望在 2022 年恢复充分就业，否则将有就业和经济复苏放缓的风险。

综上所述，新冠疫情对美国的影响是深远的，高失业率才是美国目前所面临最大的风险，判断拜登政府纾困计划的成功与否，关键在于该计划能让失业率以多快速度恢复到大流行前的水平。

图 15：美国核心 CPI 和 PCE (%)


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

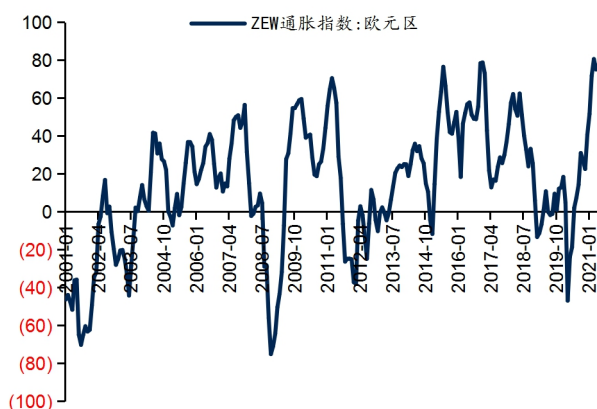
图 16：美国失业率


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

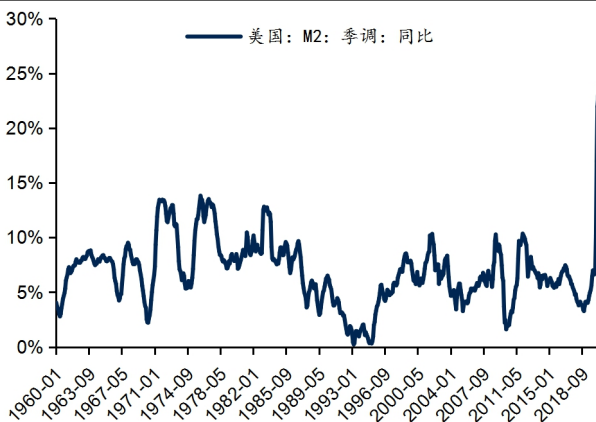
■ 全球通胀预期迅速抬头，海外国家 M2 同比大幅飙升

全球货币超发背景下，目前全球通胀预期正在迅速抬头。2020 年底以来能源、金属、原材料等大宗商品几乎全部都大幅涨价，其中原油价格已恢复至 2020 年初水平；LME 铜价已突破 10000 美元/吨大关。受到疫情影响，全球商品供给只是恢复性增长，供需边际改善，同时市场对欧美新一轮的财政刺激抱有较高的期待，欧美市场短期内将维持货币宽松，进一步支撑商品价格上涨。欧盟统计局消息，2021 年 4 月欧元区核心通胀率初值同比为 1.6%，较 3 月上升 0.3 个百分点，连续两个月加快上行；美国 10 年期 TIPS 所隐含的通胀预期达到 2.50%，是 2018 年中以来的最高位。

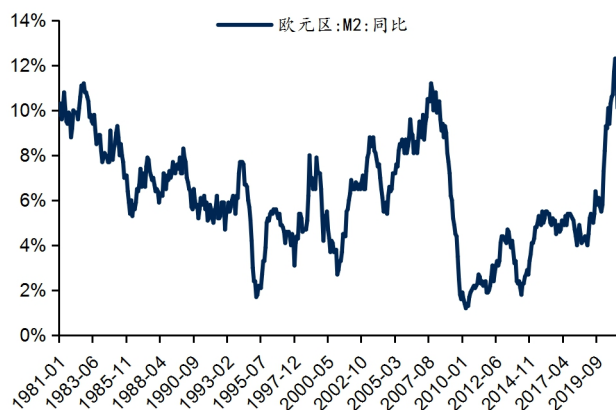
另外，美国、日本、欧洲等国家的 M2 同比大幅飙升。2021 年 2 月美国 M2 增速同比增长达到 26.99%，创造历史新高，虽然美国是以直接融资为主的金融体系，直接融资不会派生 M2，但 M2 高增长也反映出新冠疫情对美国金融体系的影响远高于 2008 年金融危机。欧洲和日本也是同样的情况。最新数据显示，欧元区 M2 增速同比已经超过 10%，超过了金融危机之后的水平；日本 M2 增速同比已经超过 9%，显著高于金融危机以后过去十年中平均 3.0% 的增速。M2 数据是相对领先的宏观经济指标，海外国家 M2 高增长表明货币已开始流向实体，全球经济复苏非常有可能超预期。

图 17：疫情后欧元区通胀率已明显提升


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 18：疫情后美国 M2 同比增速创历史新高


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 19：疫情后欧元区 M2 同比增速创造历史新高


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 20：疫情后日本 M2 同比增速创阶段性新高

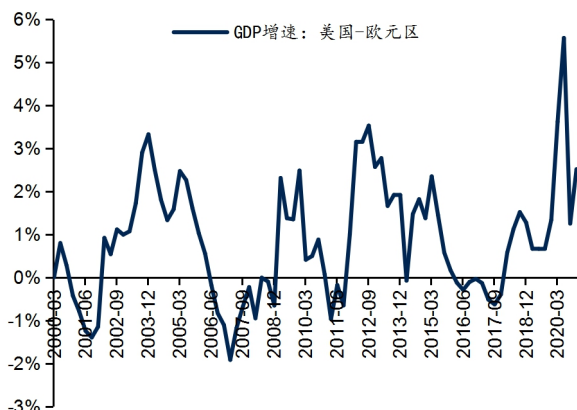

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 短期美债利率出现调整，年内美债利率上行斜率有望趋缓

年初以来美国 10 年期国债利率快速上行，3 月末到高点大幅抬升 81BP。3 月之后大宗商品价格继续上行，但美债利率出现调整，现在在 1.6% 附近波动，其背后的原因主要是新冠疫情以来，美国经济复苏强于欧洲，资金回流美国压制了美债利率，历史数据显示美债收益率领先外国投资者持有美国国债同比增速约 1 年左右时间。

图 21：外国投资者持有美国国债同比增速有望回暖

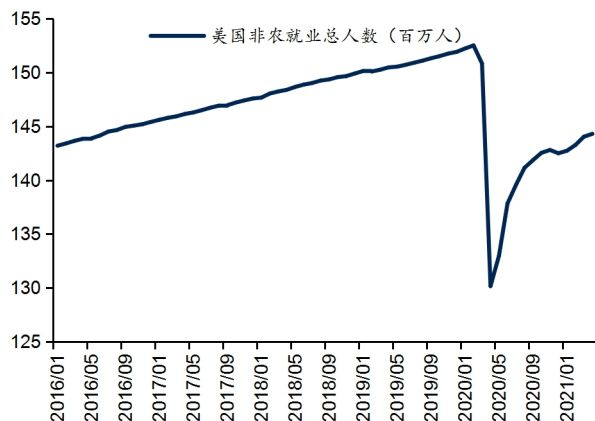

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 22：新冠疫情以来美国经济复苏强于欧洲


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

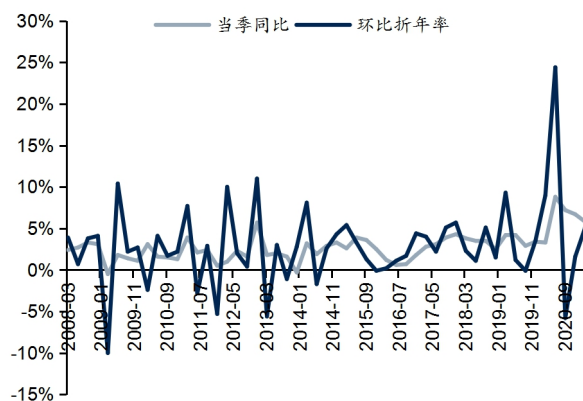
从中长期的角度来看，尽管通胀预期上升，美联储也只能被迫维持宽松的货币政策，因为脆弱的经济无法带来预期紧缩带来的波动，尤其是美国就业市场表现疲软。前文提到美国 4 月失业率不降反升，美国劳工部数据显示，今年 4 月美国非农就业总人数相比去年年初减少约 800 万人，与此同时单位报酬还在提升，但要使人们重返劳动力市场，将需要更高的工资水平。因此我们认为美债利率上行空间是受到限制的，虽然由于通胀预期上行的支撑，美国 10 年期国债利率还会进一步上行，但斜率有望趋缓。另外短期内比特币市场暴跌也增加了黄金资产的吸引力。摩根大通指出，比特币的回落与黄金的新流入同时发生。

图 23：美国非农就业总人数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 24：美国非农企业每小时报酬



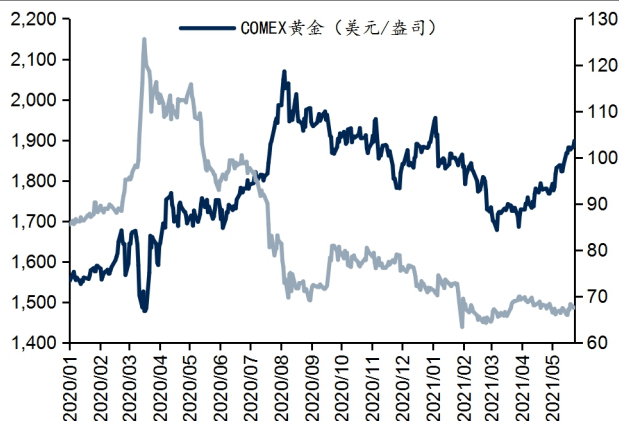
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

■ 经济复苏背景下白银弹性更大，金银比持续回落

白银是商品属性更强的贵金属品种。从白银需求结构来看，根据海外机构 Metals Focus 的数据来看，2020 年全球白银需求量约为 3 万吨，其中工业需求占比 49.34%，摄影需求 3.16%，珠宝首饰需求占比 19.46%，银器需求占比 5.64%，四项合计为 77.60%，可以认为是白银商品属性的需求；另外银条银币等实物投资需求占比 22.40%，可以认为是白银金融属性的需求。另外白银作为一种以伴生矿形式为主的矿产品，供给端很难因为需求端的变化而快速响应，这也使得白银价格相比于黄金价格来说，波动弹性更大。

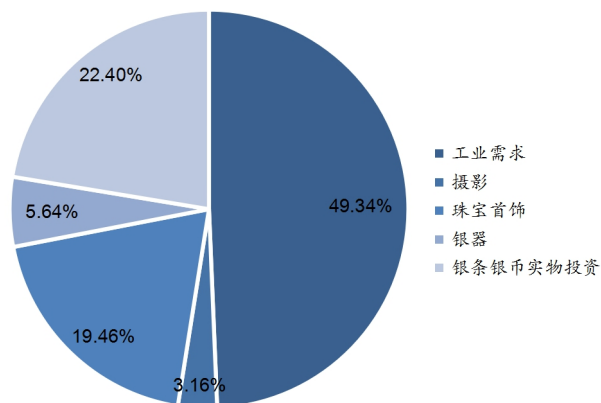
全球经济复苏背景下银价弹性更大。2020 年 3 月全球发生显著流动性风险，白银价格大幅回落，金银比攀升至历史新高，之后从流动性风险解除转向全面刺激阶段，金银比逐步回落，目前已修复到 65 左右的水平。前面我们分析了 2020 年 3 月-8 月黄金价格快速上涨的核心逻辑，在此期间，银价涨幅更为显著，Comex 白银最低从 3 月份 11.64 美元/盎司涨至 8 月份 29.92 美元/盎司，金银比快速修复至 80 以下。另外自去年 8 月份以来，金价走势相对疲软，但是在全球经济复苏的大背景下，银价商品属性凸显，走势相对平稳，金银比也逐步回落至 65 左右。而对于后市的判断，我们认为今年海外经济复苏的确定性是比较强的，海外央行持续投放的流动性有望持续拉动工业品的需求，新冠疫苗接种工作的推进也有望推动海外供给端复苏，欧美制造业有望进一步回暖，所以之后如果金价上涨的趋势确立的话，银价将同时受益于商品和金融属性的拉动，增长更快，金银比有望进一步回落。

图 25：金银比在 2020 年全球流动性风险解除后持续回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 26：全球白银需求占比（2020 年）



资料来源：Metals Focus、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：黄金板块迎新一轮投资机会

美联储自 2019 年开始就步入降息周期，早在疫情之前美国经济就有隐患。2008 年金融危机之后，美股经历了十年牛市，宽松的货币环境下企业债务增加，美国上市公司通过回购推升股价，股价表现越来越脱离企业基本面，股市泡沫就已经存在。疫情加速了美国股市泡沫的破裂，去年 3 月份美联储兜底经济又再次推升股市上涨，实际上核心的矛盾并没有解决。我们认为本轮黄金牛市的终点将止步于美联储货币政策的转向。参考上一轮黄金牛市，金价在 2011 年底创出历史新高，进入 2012 年黄金价格盘整后出现回落，主要是因为当时美国各项经济指标向好，美联储开始考虑逐步退出 QE，并考虑缩表事宜，货币政策的转向导致金价进入长期的熊市。根据前文的分析，美联储的货币政策现在还远没有到转向的时间点。

全球大量“放水”理论上是利多黄金的，但金价自去年 8 月份之后表现疲软，主要是由于美国新一轮财政刺激方案迟迟未落地，美国经济复苏刺激美债利率快速上升，导致实际利率走高对黄金价格形成压制。但是站在目前这个时间点，我们认为金价已重新回到上行的通道当中，一方面是美国就业市场表现疲软，美国短期内并不具备推出货币宽松的条件，美联储也重申短期内将保持宽松的货币政策，而且拜登政府 1.9 万亿纾困计划已经落地，美债发行量增加会压制美债利率进一步上行，另一方面全球通胀预期抬头，顺周期的大宗商品价格全部都大幅上涨，经济复苏叠加货币超发，通胀预期有望进一步上行。金价表现通常领先宏观经济指标 3-6 个月时间，我们预计美国实际利率在今年下半年会进入下行通道，所以金价有可能在二季度提前反映，重新回到上行的通道当中。另外，金银比有望继续回落，白银价格弹性更大。建议关注：紫金矿业、山东黄金、中金黄金、赤峰黄金、银泰资源、盛达资源。

■ 风险提示

1、美国财政刺激力度不达预期；2、全球流动性边际收紧。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 5 月 26 日	EPS			PE			PB 2020
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
601899	紫金矿业	买入	11.06	0.25	0.53	0.72	44.2	20.9	15.4	5.5
600547	山东黄金	买入	21.85	0.52	0.50	0.55	42.0	43.7	39.7	3.8
600489	*中金黄金	买入	10.22	0.34	0.52	0.62	30.1	19.5	16.4	2.1
600988	*赤峰黄金	买入	18.90	0.47	0.89	1.49	40.2	21.2	12.7	7.7
000975	*银泰黄金	买入	10.85	0.45	0.55	0.59	24.2	19.7	18.4	3.0
000603	*盛达资源	买入	14.93	0.42	0.91	1.28	35.5	16.3	11.6	4.6

数据来源：Wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测；备注：标*公司投资评级和盈利预测来自 Wind 一致预期

相关研究报告：

《有色行业 5 月&中期投资策略：商品牛市势不可挡，有色板块有望全面上行》——2021-05-18

《新锂程系列报告 2-资源为王，西澳锂辉石矿山再梳理》——2021-04-22

《有色行业 4 月投资策略：全球商品牛市有望延续，不惧股价短期调整》——2021-04-09

《基本金属周观点：碳中和，重估电解铝》——2021-03-16

《国信证券-有色行业 3 月投资策略暨年报前瞻：全球货币宽松背景下的超级商品周期有望延续》——2021-03-08

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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