



Research and
Development Center

黄金价格中枢或长期向上

贵金属行业点评报告

2021年10月27日

证券研究报告

行业研究

行业点评报告

黄金

投资评级 看好

上次评级

姜永刚

执业编号: S1500520010002

联系电话: 010-83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒

执业编号: S1500520040001

联系电话: 18811761255

邮箱: huangliheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

黄金价格中枢或长期向上

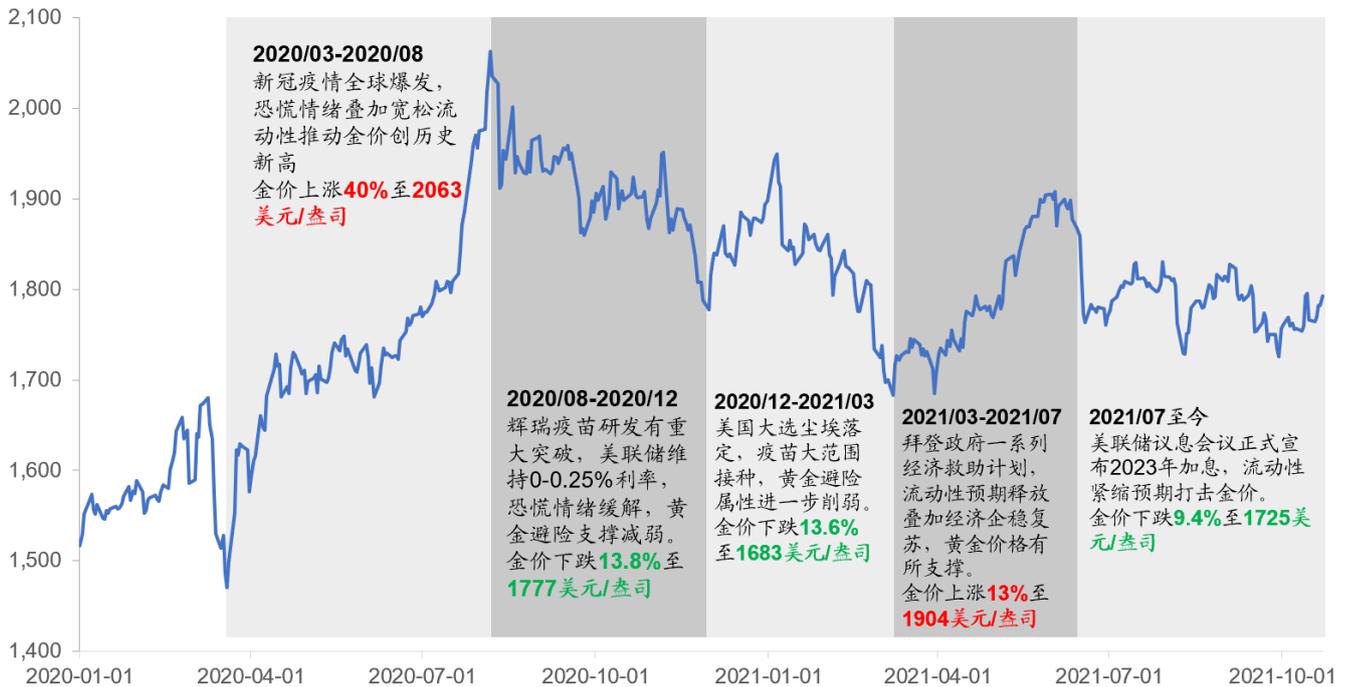
2021年10月27日

本期内容提要:

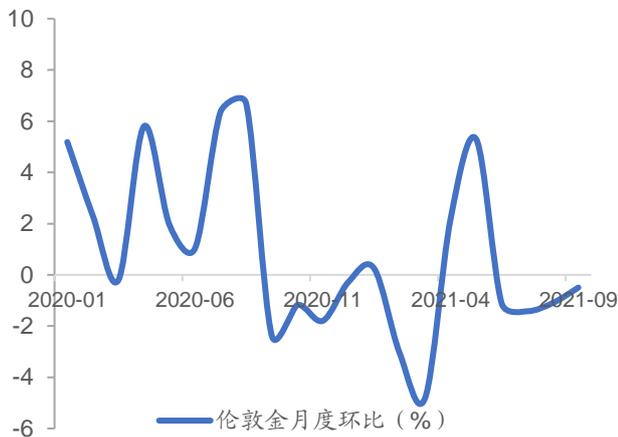
- **当前金价已调整充分。**自2020年3月新冠疫情全球爆发以来,金价受避险情绪及充裕的流动性共同驱动升破2000美元/盎司,后续伴随辉瑞疫苗取得重大突破,经济在大流行后企稳回升,避险情绪支撑弱化叠加美联储加息预期渐强,贵金属价格自2021年走势较其他金属偏弱。当前金价中枢在疫情过后明显抬升(疫后伦敦金现货均价较疫前提升近500美元/盎司),结合历史金价及中欧美日M2总量相关性判断,流动性对当前金价中枢支撑明显,而对于流动性宽松或收紧预期则为干扰金价波动的主要因素。流动性波动主要受美联储流动性预期管理影响,而影响美联储利率及QE政策的核心因素即为美国经济增速,考虑当前美国就业人数受疫情干扰仍未恢复至疫前水平,PMI增速边际收敛,我们判断当前美国经济复苏和增长步伐仍存不确定性,美联储缺乏提前加息动力。另外,自2020年年底美联储宣布将于2023年加息以来,黄金价格环比变动伴随市场对于流动性收紧预期的消化边际递减。**当前金价已调整较为充分,我们认为金价中枢进一步下移的可能性较小。**
- **货币属性打开金价上行通道。**疫苗的成功研发为全球经济企稳复苏注入了强心剂,各国宽松的货币政策成为经济增长的催化剂,全球商品价格也在需求修复和流动性的呵护下持续上涨,而能源转型间隙中带来的能源供需错配,又进一步推升了商品成本,宏观经济的企稳复苏叠加能源成本的上升,催生了2021年年初以来大宗商品上升行情(CRB金属现货指数上升41%至1271),而在此期间通胀预期也伴随商品价格的上涨由疫情期间的0.5%上升2pct至当前的2.5%。黄金作为类货币金融资产,其天生具有一般等价物的属性,而由于金属本身的稀缺性和难获取性,黄金又相较普通金融资产具有更高保值价值。在商品价格大幅上涨期间,黄金抗通胀作用将更加明显,但由于商品价格-通胀率-金价的传导具有一定的时滞性(08-09年金融危机传导约为4-6个月),金价上升通道的开启存在滞后性。参考当前金价与金属、工业原料以及能源价格比值,我们发现当前黄金价格分别与各商品及能源价格比值均达到2010年以来低点,考虑金价反应的滞后性及本轮金属价格加速上涨时点(CRB金属现货指数涨幅高点约在2021年5月),我们认为**四季度至2022年初金价上升通道或将开启。**
- **美元地位逐渐下降,支撑金价长期上行趋势。**自布雷顿森林体系解体以来,由于黄金与美元都具备货币属性,二者存在天然的替代关系。而从长期来看,金价长期跟随美国债实际收益率反向变动,二者具有极强的反相关性,主因美国为全球经济主导国,其经济变动及货币汇率的变动情况,反映了全球经济及货币体系的稳定性,而实际利率则可视作投资者对该国信心的信心表征。自2008年金融危机以来,美国十年期国债实际收益率便持续下行,而伴随后期石油美元、商品美元的萎缩以及人民币国际化及去美元化,美元价值的不稳定及长期贬值等

问题逐步显露，而各国逐步提高外汇储备的多元化从而降低美元储备的比例。在以美元为主导的世界货币体系矛盾不断显露下，黄金作为“最安全的资产”，其真实价值相对美元更受国际社会的认可。自 2008 年以来全球黄金外汇储备已由 3 万吨上涨 20% 至 3.6 万吨，考虑当前美国经济的不稳定性，大国间的博弈以及新兴国家的经济增长也对其经济主导国的地位存在挑战。**美元国际货币主导地位逐渐降低，而黄金或将在此期间维持上行趋势。**

- **投资建议：**综合上述分析，当前金价已调整充分，金属价格的上涨带来通胀预期的回升或将开启黄金上升通道，而美元国际货币主导地位的逐渐降低将支撑金价长期上行趋势。**建议关注：赤峰黄金，紫金矿业，银泰黄金，山东黄金等。**
- **风险因素：**美联储超预期加息，商品价格大幅下降至中枢下移。

图 1：2020 年以来黄金价格波动情况


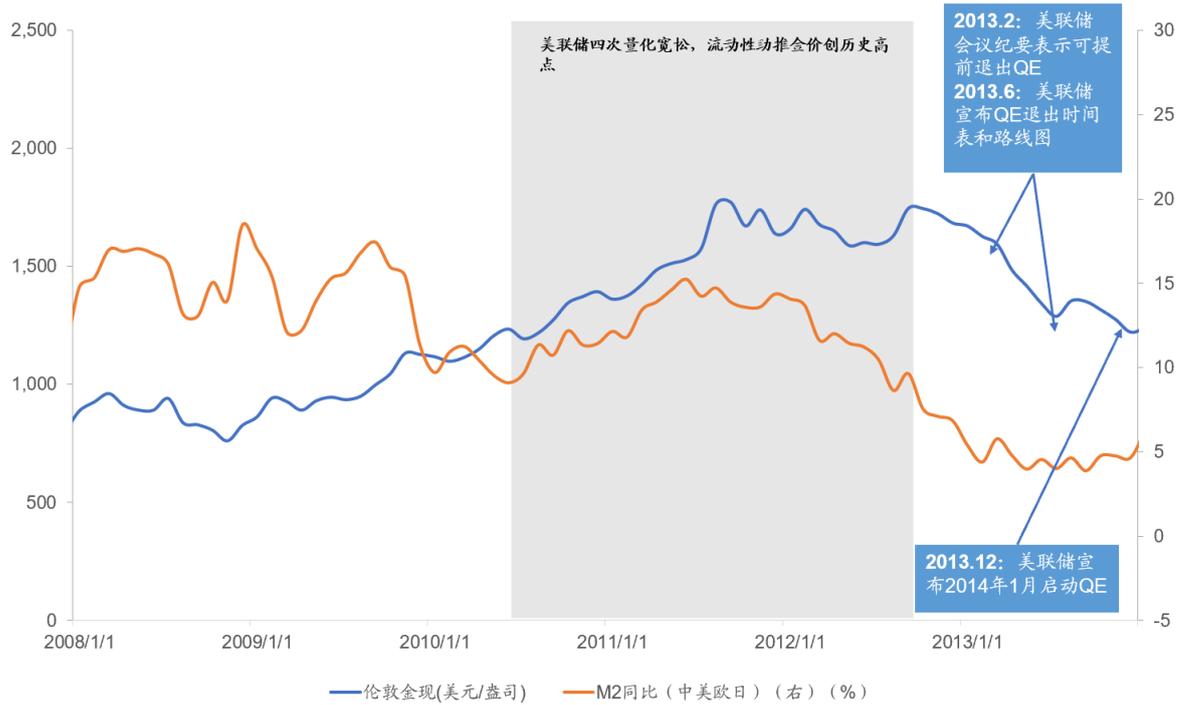
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：金价波动边际减弱（%）


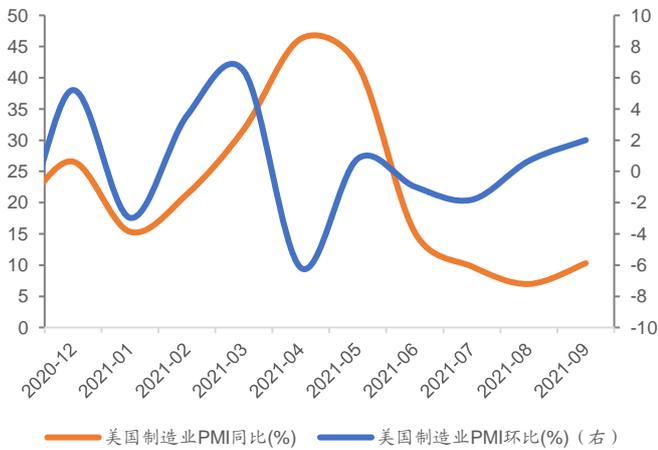
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：贵金属中枢受流动性支持

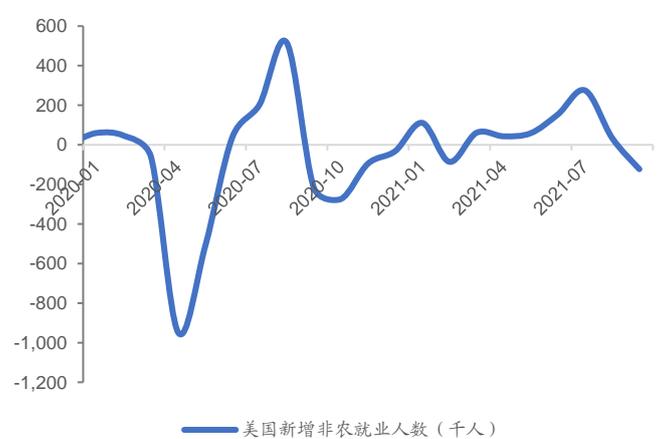

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 2008 年黄金价格与流动性变动情况


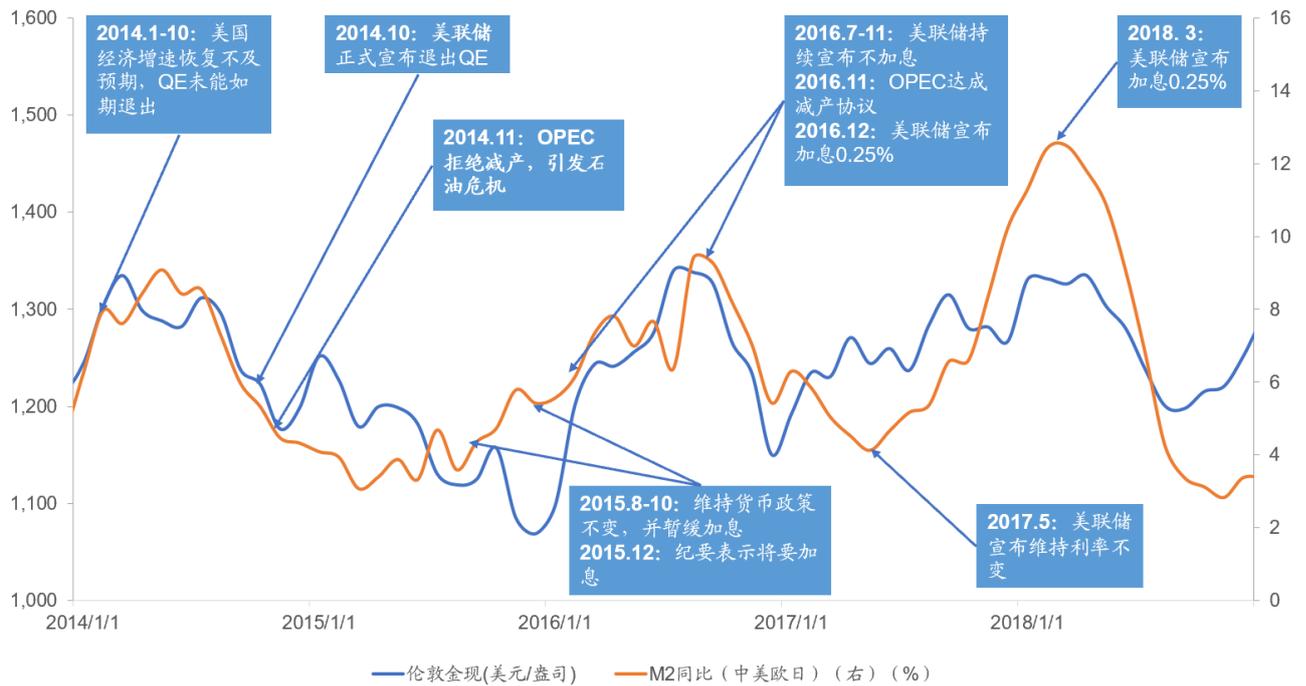
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 美国制造业 PMI 变动情况


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 美国新增非农就业人数(千人)


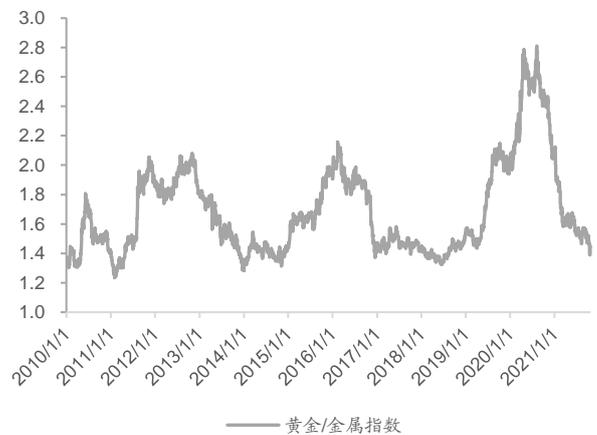
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：2014 年黄金价格与流动性变动情况


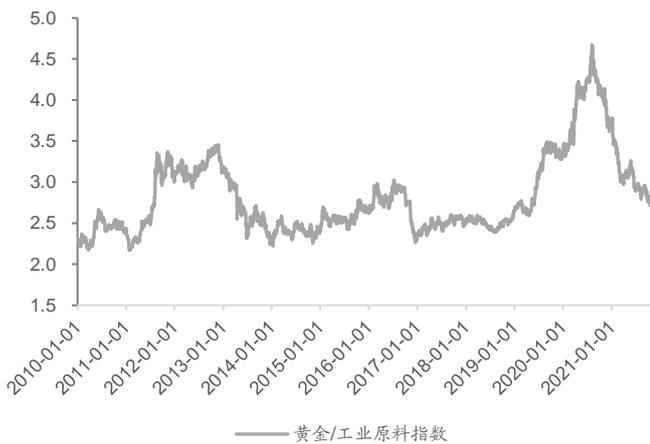
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：金价与金属价格变动关系

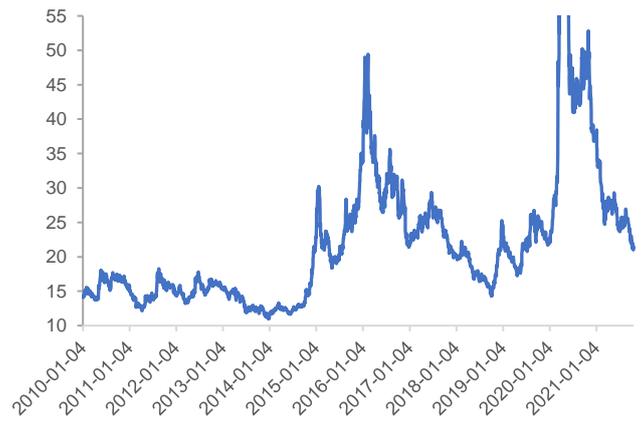

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：黄金/金属指数变动情况


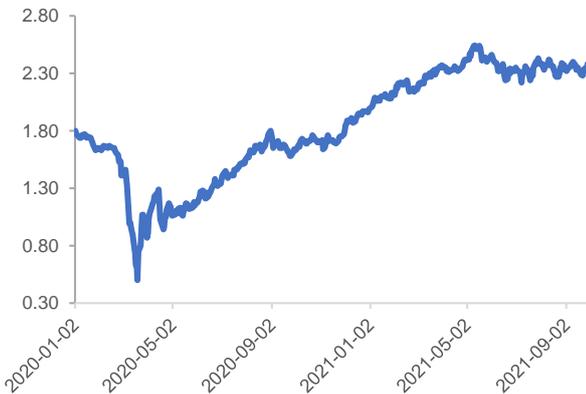
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 黄金/工业原料指数变动情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 金油比


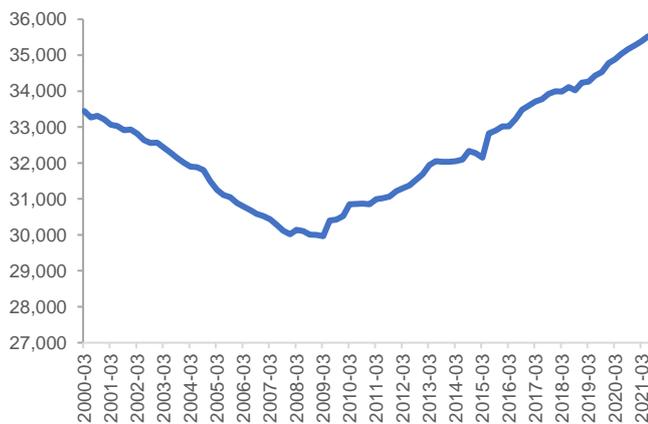
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 2020 年以来通胀预期


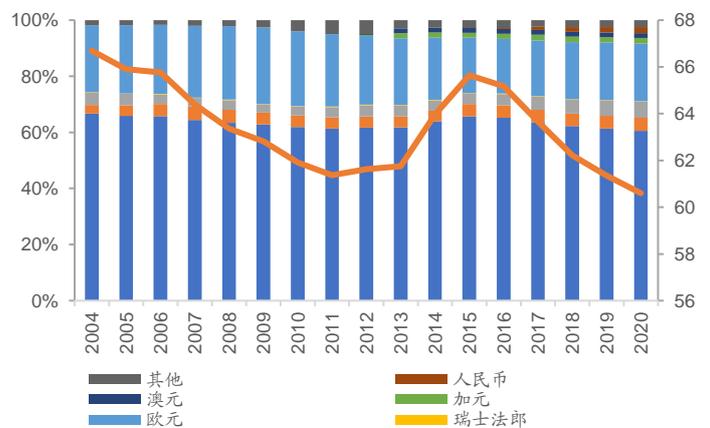
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 金价与十年期美国债收益率变动情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 全球黄金储备 (吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 2004 年以来全球外汇储备变动情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事铜镍、稀土磁材、新材料等研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。