

黄金：三面之下何时闪光？

摘要

- **基本面：经济预期与实际利率。**影响黄金走势的最根本原因在于经济基本面走势。从经济数据看，近期多项前瞻指标指向美国经济出现放缓迹象，其中与消费者以及房地产市场表现相关的指标更加明显；从政策节奏看，目前美联储将控制通胀放在首要位置，同时也增加了对于经济增长潜在放缓的考量，短期加息幅度仍将较大，三季度随着中期选举和经济下行压力的加大，美联储的紧缩政策或逐渐放缓；从资本市场看，部分指标释放出消极信号。从实际利率看，美联储3月开启加息后，实际利率明显走高，预计近期仍将有所上行，但幅度或边际趋缓，四季度或有所回落。所以，从实际利率看黄金，下半年美国实际利率或将有所回落，对于黄金价格上行将形成一定支撑。
- **资金面：美元与人民币。**美元作为黄金的标价货币，它的变动将对黄金产生影响，美国加息后推升美元汇率，短期美元波动或加大，三季度随着欧元区加息美元升值或减缓，但整体不确定较强。2022年，主导美元升值的两大因素在下半年有新的变数，综合看美元在下半年或仍呈高位震荡，在经济基本面和政策驱动下，有高位略降的趋势。由于美元和黄金大致呈反向相关关系，美元将驱动黄金有略升的可能。除美元影响外，新兴市场财富变动也对黄金有影响，且人民币对于黄金有一定正向影响，下半年，新兴市场对于黄金的财富冲击将逐渐减弱，我国经济疫后稳步复苏，人民币持续贬值的压力较小，将在需求面上支撑黄金走势。
- **情绪面：地缘政治和避险因素。**地缘政治风险不仅在需求面，也在供给层面影响黄金走势，这两方面都对黄金价格有利好效果。地缘政治风险一方面抬升全球避险情绪，对黄金的需求有一定拉动；另一方面，G7限制俄罗斯黄金出口后，黄金的供给或将受到小幅影响。地缘政治在供给和需求上都会在一定程度上抬升黄金价格。从近期指标看，全球避险情绪较2021年和2022年上半年有所回升，若之后发达市场主要国家经济增速放缓明显，再加上地缘政治风险的压力，全球避险情绪上升也将推动黄金波动上行。
- **三面之下：对黄金的展望。**通过从基本面、资金面和情绪面三个方面分析，我们认为短期黄金震荡将延续，中期有上涨机会，建议关注三、四季度的窗口期。
- **风险提示：**地缘政治冲突加剧、美国经济下行超预期、海外收紧加快等。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 稳与进并举，绿色与数字化的机会 (2022-07-01)
2. 双叠加下复苏后劲如何？——6月PMI数据点评 (2022-06-30)
3. 交响曲：两轮疫情后贸易个中变换与机会 (2022-06-26)
4. 国内紧锣密鼓促消费，海外加息引衰退担忧 (2022-06-24)
5. 地方财政如何突破疫情困境？ (2022-06-22)
6. 超级央行周海外风声鹤唳，风景这边独好 (2022-06-17)
7. 复苏现，政策加力仍可期——5月经济数据点评 (2022-06-15)
8. 黎明至，政策暖阳仍将发力——5月社融数据点评 (2022-06-11)
9. 平稳的背后，关注结构性变化——5月通胀数据点评 (2022-06-11)
10. 绿债或迎机会，欧洲紧缩将开启 (2022-06-10)

目 录

1 基本面：经济预期与实际利率	1
1.1 美国的经济现状与未来.....	1
1.2 利率与黄金.....	3
2 资金面：美元与人民币	5
3 情绪面：地缘政治和避险因素	6
4 三面之下：对黄金的展望	7

2022年2月以来，受俄乌地缘冲突影响，全球资产避险情绪升温，黄金价格飙涨，3月8日，伦敦黄金现货价格触及2039美元/盎司，但2022年4月下旬起，受美联储加息影响，国际黄金价格持续下跌，5月中旬至今，伦敦黄金现货价格维持在1800美元到1860美元区间震荡。从基本面、资金面和情绪面来看，我们认为黄金的机会或在不久的将来，本篇专题从这几个角度详细解析。

1 基本面：经济预期与实际利率

同时具有商品属性、金属属性和货币属性的黄金，影响其走势的最根本原因在于经济基本面走势，目前全球紧缩浪潮席卷，国际利率变动加大，通胀居高不下，本部分从美国经济展望及通胀走势入手，梳理实际利率与黄金的变动趋势。

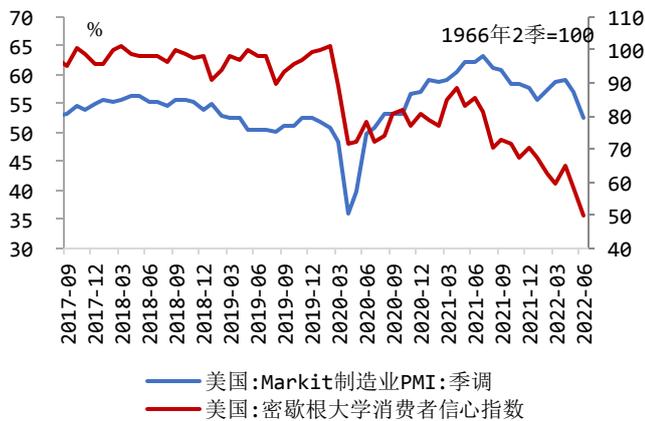
1.1 美国的经济现状与未来

从经济数据看，美国消费者需求有放缓迹象，下半年下行压力加大。制造业前瞻指标方面，美国6月Markit制造业、服务业、综合PMI初值全线滑落，均不及预期，其中制造业PMI录得52.4%，创23个月新低，制造业产出指数两年来首次跌破荣枯线，服务业和综合PMI创5个月新低，分别为51.2%和51.6%，较前值回落1.8和2.4个百分点。6月得州制造业调查总体企业活动指数从5月的-7.3暴跌至-17.7，创2020年5月以来的最低点。此外，6月美国里士满联储制造业指数降至2020年5月以来新低-19，大幅不及预期的-5和前值的-9，连续两个月数据情况较差。分项指数方面，出货量继续下降至-29，继前值(-14)后继续走低；新订单量和订单积压也持续放缓，分别跌至-38和-19；产能利用率略有回升，从上个月的-11到-9；但成品库存水平从上个月的-12升至6月的0。

消费者前瞻指标方面，6月，美国谘商会消费者信心指数跌至98.7，为2021年2月以来的16个月最低，此外谘商会预期指数从5月份的73.7跌至6月份的66.4，为自2013年以来的最低水平；无独有偶，6月美国密歇根大学消费者信心指数为50，低于5月58.4的水平，而且也低于2020年和2008年（金融危机）的数据，创下44年来的最低值。美国个人储蓄率从3月下调至5%之后继续下滑至4月4.4%，创2008年9月以来新低。

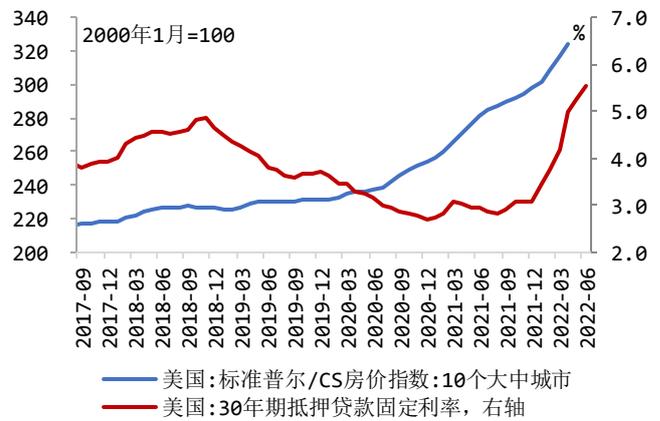
楼市方面，美国最大房地产信息网站Zillow跟踪数据显示，全美最大的50个大都市中，5月房源降价比例达到11.5%，高于去年同期的8.2%，房价前期持续上涨以及加息后抵押贷款利率快速上升对居民购房产生负面影响。据标普CoreLogic凯斯-席勒美国全国房价指数显示，4月房价同比上涨20.4%，略低于3月的年增率20.6%，上一次房价增幅减速出现在2021年11月，4月份只有9个城市的房价上涨速度超过了3月份，其中最强劲的月度涨幅主要出现在南方的城市。近期多项前瞻指标指向美国经济出现放缓迹象，其中与消费者以及房地产市场表现相关的指标更加明显。

图 1：美国前瞻指数近期走低



数据来源：Wind、西南证券整理

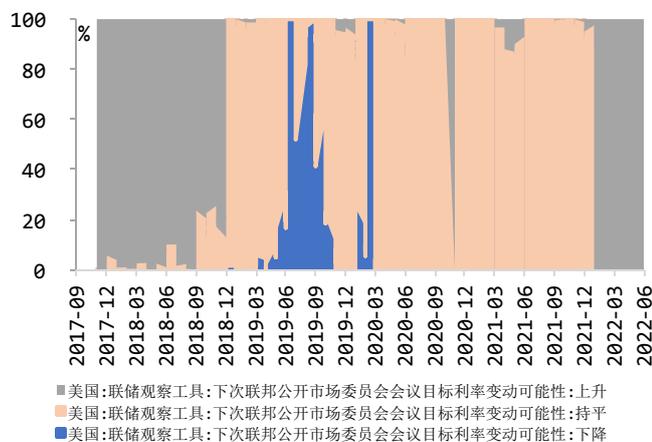
图 2：美国房贷利率走高明显，未来房地产市场或放缓



数据来源：Wind、西南证券整理

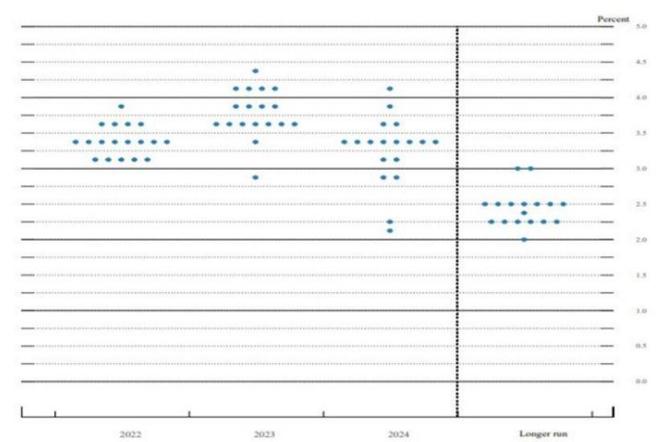
美联储加息短期仍持续加力，通胀明显回落或在四季度，届时加息幅度或有所放缓。当地时间 6 月 15 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 75 个基点到 1.50% 至 1.75%，这是自 1994 年以来的最大幅度单次加息。而且本次会议披露的经济预测显示，美联储全面下调了 2022、2023 和 2024 三年的 GDP 预期，全面上调了 2022、2023 和 2024 三年的失业率预期，并上调了今年的 PCE 通胀预期和今明两年的核心 PCE 通胀预期；当地时间 6 月 22 日和 23 日，美联储主席鲍威尔分别在参、众两院做半年度货币政策报告证词陈述中显示，美国如果不恢复价格稳定，通胀预期上升，经济实现软着陆将非常具有挑战性，6 月以来，美联储的经济预测模型表明，美国第二季度 GDP 很可能继续萎缩或维持零增长，经济增长前景略显黯淡，并且这种不确定性已反映在资本市场的波动上。加息节奏方面，鲍威尔表示美联储的继续加息是合适的，决议会在后续会议中逐次提出，加息的速度取决于未来经济数据，且不排除任何加息幅度，美联储可能需要在未来某个时候卖出所持抵押贷款支持证券（MBS）。房地产方面，鲍威尔承认加息对房地产繁荣的削弱作用，加息应能相当迅速地影响房价。目前美联储将控制通胀放在首要位置，同时也增加了对于经济增长潜在放缓的考量，短期处于控制通胀的考虑，加息幅度仍将较大，三季度随着中期选举和经济下行压力的加大，美联储的紧缩政策或逐渐放缓。

图 3：下次 FOMC 会议目标利率变动的可能性变化



数据来源：Wind、西南证券整理

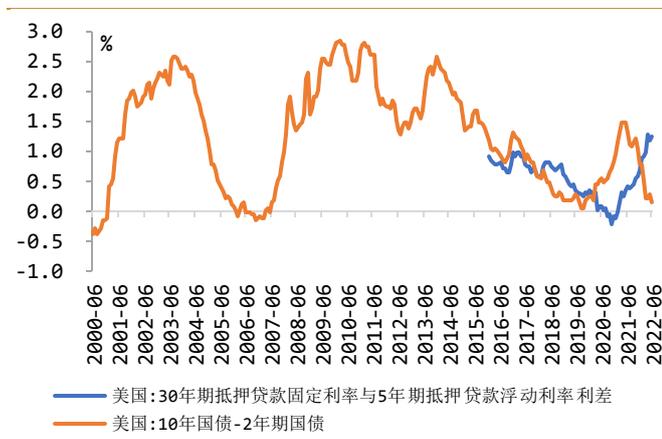
图 4：美联储 2022 年 6 月点阵图



来源：Fed、西南证券整理

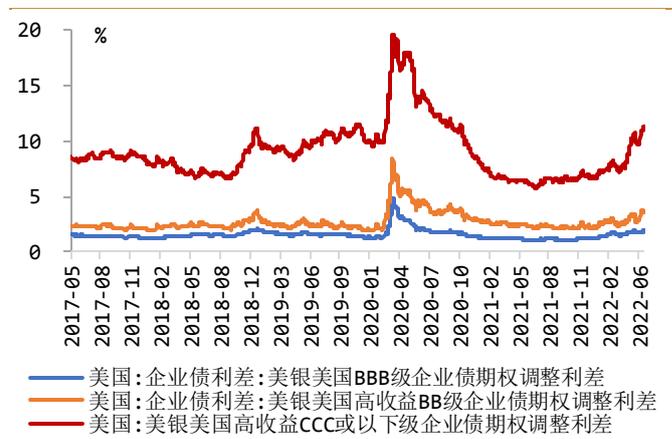
从资本市场看，部分指标释放出消极信号。首先，从美国国债 2 年与 10 年期利差看，在 4 月初美债 2 年和 10 年期倒挂后，两者利差到 6 月末一直在 0.5% 之内波动，在 6 月加息之后，利差走低明显，6 月下旬，美债 2s10s 利差基本在 0.1% 内波动，6 月 29 日，美债 2s10s 利差降至 0.04%，与倒挂仅有一步之遥。其次，从企业债利差看，美国企业债利差近期有普遍上升的态势，尤其是高收益企业债利差上涨幅度较大，6 月 28 日，美国 BBB 级、BB 级以及 CCC 或以下级企业债 OAS 分别较 6 月 15 日加息日上涨 14、28 和 75 个基点，企业对未来的看法更谨慎，尤其是 6 月加息幅度加大之后，我们在专题《资产轮动，谁将乘风破浪？》中也提过，美股公司一季报披露的业绩抵消不了诸多不确定性因素，公布业绩后股价的平均负面反应为自 2011 年第二季度之后最大的一次，且总的来说投资级公司债总回报较同期国债更低，高收益债的表现整体也要弱于投资级公司债和国债。再次，从美国抵押贷款固定利率利差看，近期也在持续走高。6 月 23 日，美国 30 年期抵押贷款固定利率与 5 年期抵押贷款浮动利率利差升至 1.4%，较 5 月 26 日那周上升 60 个基点。

图 5：美国 2s10s 利差降低



数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：美国企业债利差近期走高



数据来源：Wind、西南证券整理

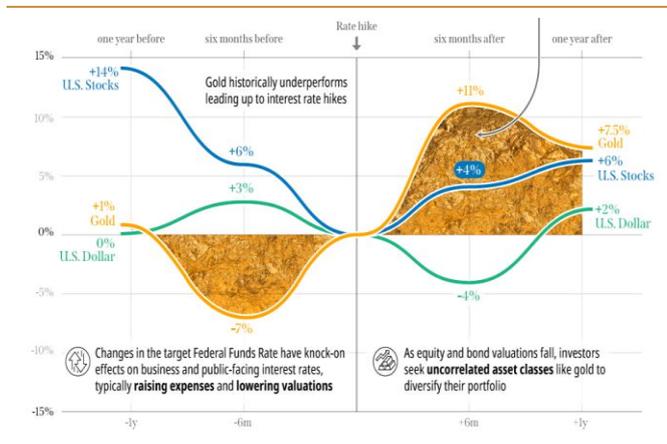
1.2 利率与黄金

美联储 3 月开启加息后，实际利率明显走高，预计近期仍将有所上行，但幅度或边际趋缓，四季度或有所回落。我们在专题《真实利率的真相》中分析在美联储加降息周期过程中实际利率的变动。从 2000 年以来，美联储经历了两轮完整的加息降息周期后，第三轮降息周期结束，目前第三轮加息已行至将半。回顾前几轮情况，第一轮降息：2001 年 1 月-2003 年 6 月，名义利率与实际利率同步降低；第一轮加息：2004 年 6 月-2006 年 6 月，实际利率先是波动下行，后在加息及经济增长情况较好的拉动下实际利率自 2005 年 2 月至 2006 年 6 月整体呈波动上行态势，通胀变化较小下，实际利率的波动趋势基本与名义利率相同；第二轮降息：2007 年 9 月-2008 年 12 月，实际利率从 2007 年 9 月底开始迅速下行，从短期实际利率看，下降趋势持续到 2013 年，长期实际利率在此期间有所波动，但大体也处于下降趋势；第二轮加息：2015 年 12 月-2018 年 12 月，2016 年上半年实际利率整体下滑，但之后到 2016 年 10 月波动回升；第三轮降息：2019 年 8 月-2020 年 3 月，2020 年受疫情影响通胀率严重下挫，实际利率随之下滑，长期实际利率于 2020 年 1 月跌入负值区间。总体来看，加息周期中实际利率整体呈波动上行状态，降息周期实际利率大多整体下降。表面看，美联储通过加降息影响名义利率，而名义利率又会传导到实际利率的变动；理澆看，

定实际利率的是投资及储蓄情况，储蓄过剩时将压低实际利率，反过来投资景气较高、资本生产率较高、预期投资增加时，实际利率走高。所以，归结起来，决定实际利率的根本因素在于经济基本面的运行情况，实际利率在经济不景气时多处于下降趋势，经济景气度上升时有所上行。本轮美国 10 年期实际利率在 2022 年 3 月 8 日达到低点-1.04%，后随着 3 月、5 月及 6 月的加息操作，实际利率也随名义利率升高，到 6 月 29 日，美国 10 年期实际利率升至 0.74%，较 3 月低点升高 178 个基点，较 6 月 15 日升高 11 个基点。预计 7 月美联储出于控制通胀的考虑，加息力度仍将较大，利率走高趋势短期延续，但三季度末由于经济放缓趋势显现，加息力度或有所放缓，实际利率预计也将高位回落。此外，外国购买美国国债也对美国实际利率有影响。根据 IMF 的双因素模型，美联储的政策以及外国购买美国国债主要通过债券溢价来影响实际利率，若外国投资者持有美国国债数量增加，会通过提高债券溢价而导致利率上升。2022 年 4 月，外国投资者买入和卖出美国中长期国债分别为 19595.92 和 19607.44 亿美元，环比减少 8117.35 和 7617.88 亿美元，同比分别增加 499.2 和 1006.5 亿美元，外国投资者净卖出中长期美国国债增加，也在一定程度上指向实际利率下行。

从实际利率看黄金，黄金的机会或在不远的未来来临。实际利率表示持有黄金的机会成本，是黄金的重要影响因素。当实际利率上升时，持有黄金的机会成本增加，黄金的需求下降，金价承压。从加息前后资产的表现看，通过国际黄金协会的统计，1994 年至 2015 年间，在加息后 6 个月，黄金价格平均上涨 11%，美股平均上涨 4%，美元平均下跌 4%；加息一年后，黄金价格平均上涨 7.5%，美股平均上涨 6%，美元平均上涨 2%。根据测算，2005 年 10 月至今，伦敦现货黄金价格与美国 10 年期国债实际收益率的相关性为-90.49%，明显高于其与美国 10 年期国债名义收益率-76.78%的相关性。通过以上对美国实际利率的分析，下半年美国实际利率或将有所回落，对于黄金价格上行将形成一定支撑。

图 7：1994-2015 年加息前后黄金、美股、美元走势



数据来源：国际黄金协会、彭博、西南证券整理

图 8：黄金与实际利率之间大致呈反向关系



数据来源：Wind、西南证券整理

2 资金面：美元与人民币

美元作为黄金的标价货币，它的变动将对黄金产生影响，美国加息后推升美元汇率，短期美元波动或加大，三季度随着欧元区加息美元升值或减缓，但整体不确定较强。从大的方面看，美元变动主要受三大因素影响。首先，相对经济强弱是其决定因素，我们在之前多篇分析美元或人民币汇率的专题中一直强调这点。美国相对经济较强时，美元整体处于升值区间中，从 2021 年 6 月至今，美国经济复苏相对其他主要发达国家节奏更快，美元指数持续走强，从 2021 年 6 月 1 日 89.93 上升到 2022 年 6 月 29 日 105.11，涨幅为 16.88%。其次，美元的走势也与美国国债需求有关，但美债需求较大，吸引海外投资者时，美元倾向走强。从近期看，2020 年春季，受疫情影响，美债 10 年期收益率从年初的 1.88%，下降 130 个基点至 2020 年 4 月 21 日的 0.58%，美元指数从 2020 年 3 月 23 日的高点 102.45 下滑至 5 月 11 日 90.18，下降 11.98%。再次，其他国家将美元作为外汇储备的数量也会影响美元。一般情况下，美元贬值，其他国家美元储备价值降低，或减少美元储备而增加其他主要货币的储备，如欧元、日元、人民币等。

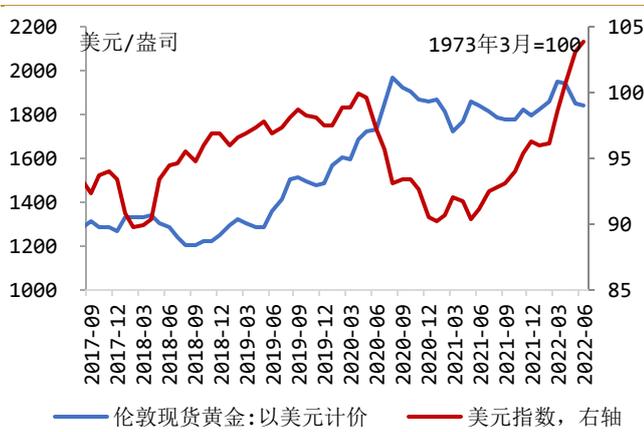
2022 年，主导美元升值的两大因素在于美国经济复苏相对更加稳定，再加上美联储较快的加息节奏，下半年有新的变数。首先，从基本面看，美国下半年经济下行的压力较大，尤其是消费者需求仍将受到高通胀的压制，房地产市场也将进入放缓周期；但欧元区同样受到高通胀的影响，俄乌冲突对欧洲的影响更大，欧央行也在 6 月提示经济可能放缓的可能性。从相对经济强弱看，发达市场下半年的压力较上半年更大，主要受制于高企不下的通胀，我国国内在政策和疫情修复的支持下复苏稳定，美元在这个背景下，或处于震荡偏弱的态势，不确定性将增强。其次，从政策节奏看，欧元区 7 月加息开启，当地时间 6 月 20 日，欧央行行长拉加德重申欧央行计划在今年 7 月的政策会议上加息 25 个基点，并在 9 月再次加息，如果中期通胀前景持续恶化，9 月可能加大加息幅度，且之后可能进一步加息。未来欧元区加息的开启可能或使得资本部分转移到欧洲。美联储 7 月加息力度仍高，9 月后再继续加大力度的概率较低，将与欧元区形成政策差。此因素在中期将驱使美元有下行压力。第三，前期避险情绪驱动美元上涨，后续若俄乌冲突影响缓解，驱动力将有所下滑，但经济增长放缓压力、美股疲软也将使得避险情绪有所上升，综合看，此因素或加大美元波动。因此，美元在下半年或仍呈高位震荡，在经济基本面和政策驱动下，有高位略降的趋势。由于美元和黄金大致呈反向相关关系，美元将驱动黄金有略升的可能。

新兴市场负面财富冲击逐渐消退，人民币对于黄金有一定正向影响。通过历史梳理可知，美元与黄金价格走势大致呈反向关系，但在美元大幅升值的时期，黄金最开始受到美元走强的影响走弱，但之后即使美元维持强势（3 个月左右），黄金价格也逐渐反弹，这时候不能用美元来解释黄金走势，而可以将财富效应纳入考虑。在美元升值初期，美元升值给新兴市场经济带来压力，出口走弱，对经济产生一定负面影响，新兴市场对黄金的需求减弱；在美元升值中期，黄金价格已跌至较便宜区间，再加上新兴市场的经济压力有所缓解，对黄金的需求有所增多，黄金价格触底反弹。据黄金协会统计，中国在全球零售黄金购买中的份额为 33%，而亚洲黄金消费者中受人民币影响的接近 70%。新兴市场对黄金的财富效应影响中关系最大的是中国。此外，人民币也对黄金有一定作用，根据我们的测算，2015 年汇改会，伦敦黄金现货价格与 CFETS 人民币汇率指数的相关性为 14.07%，有一定正向关系。中国经济相对更强时，人民币倾向升值，居民对于黄金消费的需求也更大，对黄金价格有拉升作用。除人民币外，主要货币中泰铢与黄金的相关性也较高。回顾 2018 年上半年，由于中美贸易战、能源价格飙升以及美联储加息对新兴市场造成财富冲击，黄金也大幅被抛售，同期

人民币汇率贬值；2018年下半年，美国经济增长放缓、美联储鹰派政策放缓，中国发布更多经济刺激措施，贸易战风险逐渐被市场消化，黄金在18年底强劲反弹，并在2019年创下新高，伴随着大量资金从股票转向黄金ETF。

2022年3月以来，我国受国内散点疫情的影响，工业生产和经济复苏有所减弱，国内黄金需求也受到较大影响。根据统计局数据，2022年4月，我国金银珠宝消费同比下降26.7%，是4月实物消费大类中除了汽车同比下滑最多的类别，5月金银珠宝消费有所回升，但同比依然下滑15.5%。在2022年3月后黄金疲软的诸多因素中，中国国内疫情、经济复苏放缓是因素之一，也是本轮新兴市场对黄金的财富冲击中的主要因素。展望下半年，国内一方面由于稳增长政策支持，另一方面疫情控制得当，都将支持实体经济持续复苏（详见《守云开，见月明——2022年下半年宏观经济与政策展望》）。下半年，新兴市场对于黄金的财富冲击将逐渐减弱，我国经济逐渐稳步复苏，人民币持续贬值的压力较小，将在需求面上支撑黄金走势。

图 9：美元和黄金大致呈反向关系



数据来源：Wind、西南证券整理

图 10：黄金与人民币之间有一定正向关系



数据来源：Wind、西南证券整理

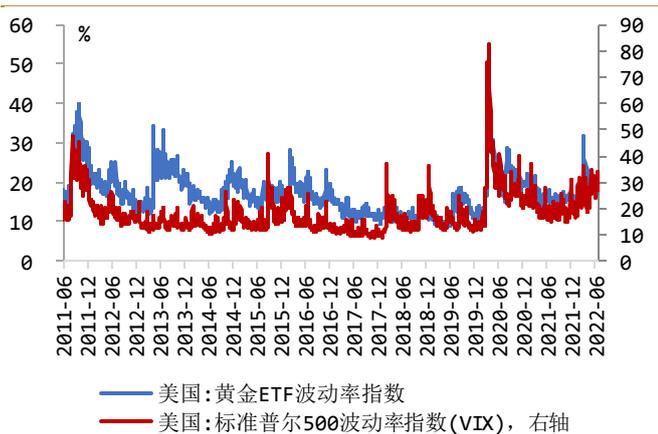
3 情绪面：地缘政治和避险因素

地缘政治风险不仅在需求面，也在供给层面影响黄金走势，近期这两方面都对黄金价格有利好效果。自1990年代以来，黄金在大部分风险事件中上涨。从近年看，受中美贸易战的冲击，2018年8月后，黄金迅速反弹，伦敦黄金现货价格从当年8月18日1187.36美元/盎司到2019年3月2日1322.01美元/盎司；2020年疫情爆发后，黄金也是迅速反弹；到2022年初，受到俄乌冲突影响，伦敦黄金现货价格从2022年2月5日的1799.23美元/盎司，迅速上涨至3月2日的1979.3美元/盎司。俄乌冲突尚未尘埃落定，背后牵扯多个利益集团。当地时间6月26日，七国集团（G7）峰会在德国开幕，G7领导人在峰会上就禁止从俄罗斯进口黄金达成一致，美国总统拜登当天早些时候发推宣称，G7将共同宣布禁止进口俄罗斯黄金。据统计，黄金是俄罗斯最大的非能源出口，俄罗斯每年生产全球约9.5%的黄金，主要出口欧洲国家，90%出口至G7国家。自2014年克里米亚事件发生后，俄罗斯的黄金储备增加了两倍。此前，俄罗斯的黄金出口就已遭到限制。2022年3月，伦敦金银市场协会（LBMA）将俄罗斯黄金加工商从其认可名单中删除，此举被视为禁止俄罗斯黄金进入全球最大黄金市场之一的伦敦市场。尽管这一规定并未禁止其他厂商加工俄罗斯黄金，但大多数精炼厂已不再接受来自俄罗斯的黄金。瑞士联邦海关总署数据显示，今年5月有超

过3吨的黄金从俄罗斯运往瑞士，这是今年2月俄乌冲突爆发以来，瑞士首次从俄罗斯进口黄金。黄金出口的受阻将在一定程度上削减俄罗斯的资金来源。地缘政治风险一方面抬升全球避险情绪，对黄金的需求有一定拉动；另一方面，在限制俄罗斯黄金出口后，黄金的供给或将受到小幅影响。地缘政治在供给和需求上都会在一定程度上抬升黄金价格。

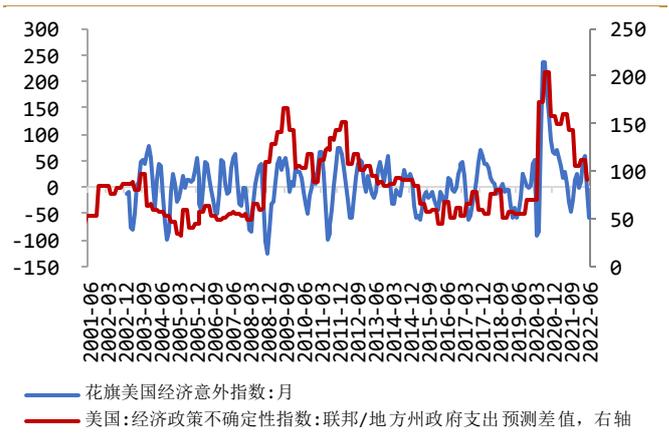
从近期指标看，全球避险情绪有所上升。花旗经济意外指数为正数时表示实际经济情况好于人们的普遍预期，但从近期情况看，并不乐观。在2022年2月16日，花旗经济意外指数回正后，又于5月16日转负，后呈下降趋势，到6月30日，花旗经济意外指数下滑至-71.60，为2020年5月28后新低。此外，美国经济政策不确定指数（EPU指数）近期有所走高，一般EPU与经济增长指标有负相关性关系，6月15日，美国经济政策不确定指数为144.51，到6月26日，上升至252.21，到6月30日为163.07；美国货币政策不确定指数也在高位，2021年前11个月，该指数都在80以下，2022年3月后，该指数在130至190之间波动，处于阶段性高位；美国经济政策不确定CPI预测差值指数也呈现相似趋势，2021年2月为57.74，到2021年11月涨至109.5，到2022年5月，该指数上涨至151.28，2022年上涨趋势明显，CPI运行不确定性增强。从恐慌指数VIX看，近期也有波动向上的趋势，但没有大幅上升。整体看，全球避险情绪较2021年和2022年上半年有所回升，若之后发达市场经济增速放缓明显，再加上地缘政治风险的压力，全球避险情绪上升也将推动黄金波动上行。

图 11：风险指标最近波动上行



数据来源：Wind、西南证券整理

图 12：花旗美国经济意外指数近期走低



数据来源：Wind、西南证券整理

4 三面之下：对黄金的展望

通过从基本面、资金面和情绪面三个方面分析，我们认为短期黄金震荡将延续，中期有上涨机会，建议关注三、四季度的窗口期。

其一，基本上，黄金中期价格或将走高。发达经济体，尤其是美欧三季度依然受高通胀和货币政策紧缩影响，消费需求或受到一定抑制，房地产市场也将开始放缓；四季度，由于货币政策紧缩的控制，再加上俄乌冲突影响放缓，通货膨胀将有所回落，但经济下行的整体趋势延续。从美国名义利率看，三季度前期受货币政策影响仍波动走高，但长期利率的上涨幅度整体小于短期利率，收益率曲线趋平，实际利率受名义利率影响，或也将波动微升，但三季度中后期预计实际利率在经济放缓的作用下有所回落。基于此，黄金价格短期延续波动，三季度后受基本面驱动将有所上行。

其二，资金面上，黄金价格短期和中期也有上行驱动力。一方面，美元在下半年或仍呈高位震荡，在经济基本面和政策驱动下，有高位略降的趋势。由于美元和黄金大致呈反向相关关系，美元将驱动黄金有略升的可能。另一方面，新兴市场在上半年的财富冲击将减弱，我国稳增长政策逐渐发力，对黄金的需求有所回升，人民币中期贬值压力较小，也将在资金面上对黄金形成利好。

其三，情绪面上，黄金价格中期有上涨机会。地缘政治因素持续拉动作避险资产黄金的需求，而 G7 限制俄罗斯黄金出口，又会在供给端一定程度上打击黄金，需求叠加供给在情绪面上给黄金以上涨动力。同时，因为海外主要经济体的经济下滑预期较强，近期主要风险指标都有上升趋势，指向全球避险情绪有所升高，这也会拉高黄金的需求。综合看，建议关注黄金在三、四季度的机会。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn