

证券研究报告

# 如何看待本轮黄金上涨？

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号：S1060523110001

研究助理

马书蕾 一般从业资格编号：S1060122070024

有色金属行业 强于大市

2024年03月11日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

# 投资要点

- **央行购金规模激增支撑23年以来金价强势，实际利率仍为金价主要锚定变量。**央行购金规模激增支撑23年以来金价强势，购金规模激增的背后是新兴市场对于储备资产多元化配置的需求。美元信用体系下，实际利率仍为长周期内金价运行的主要锚定变量。随着美联储降息步伐渐进，美国经济下行压力逐步清晰，实际利率对于黄金的锚定作用将重新显现。
- **美国经济走弱确定性抬升。**疫情后美国经济增长强劲的根本原因在于政府宽财政政策下，政府部门及居民部门实现扩表，居民消费成为美国经济韧性的主要支撑。2024年美国赤字率或进一步收缩，政府部门加杠杆空间有限，个人可支配收入增速放缓，消费市场强劲难再。同时制造业及非制造业PMI持续走弱，2月失业率重新抬升，美国经济景气度弱勢渐显。
- **美国名义增长率降低，铜金比或将下行。**铜金比本质上表征剔除了流动性因素的名义增长，随着美国名义增长率下行，铜金比将逐步下行，铜原料端增长弹性将在长周期内支撑铜价维持高位，金价中枢上行将是铜金比完成增长放缓表征的核心驱动。
- **黄金ETF及COMEX金持仓仍处于低位，看好金价上行空间。**金价与ETF持仓呈现一定正相关性。当前ETF及COMEX金持仓仍处于相对较低水平，随着黄金锚回归实际利率，交易主线逐步清晰，持仓上行有望进一步抬升金价运行中枢。
- **金价长牛之下，黄金股的估值中枢或迎来向上重估。**金价走高时市场往往给予未来的价格预期较为悲观，映射到权益资产上则体现为估值受抑制。我们认为美国经济增长放缓，逆全球化开启的背景下，未来黄金的配置价值持续凸显，金价长牛之下，黄金股的估值中枢或迎来向上重估。
- **投资建议：**我们认为，在全球央行购金步伐持续，美国经济周期下行以及逆全球化开启背景下，黄金的货币属性及避险属性在长期内将持续放大，配置价值加速凸显，金价或迎来长牛。黄金不断自证新高后，权益资产估值中枢有望重新上修，看好黄金业务纯度高，产量持续提升且具有一定成本优势的企业。建议关注：山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、湖南黄金。
- **风险提示：**1) 美国经济快速上行的风险；2) 价格和库存大幅波动的风险；3) 产能建设不及预期的风险。





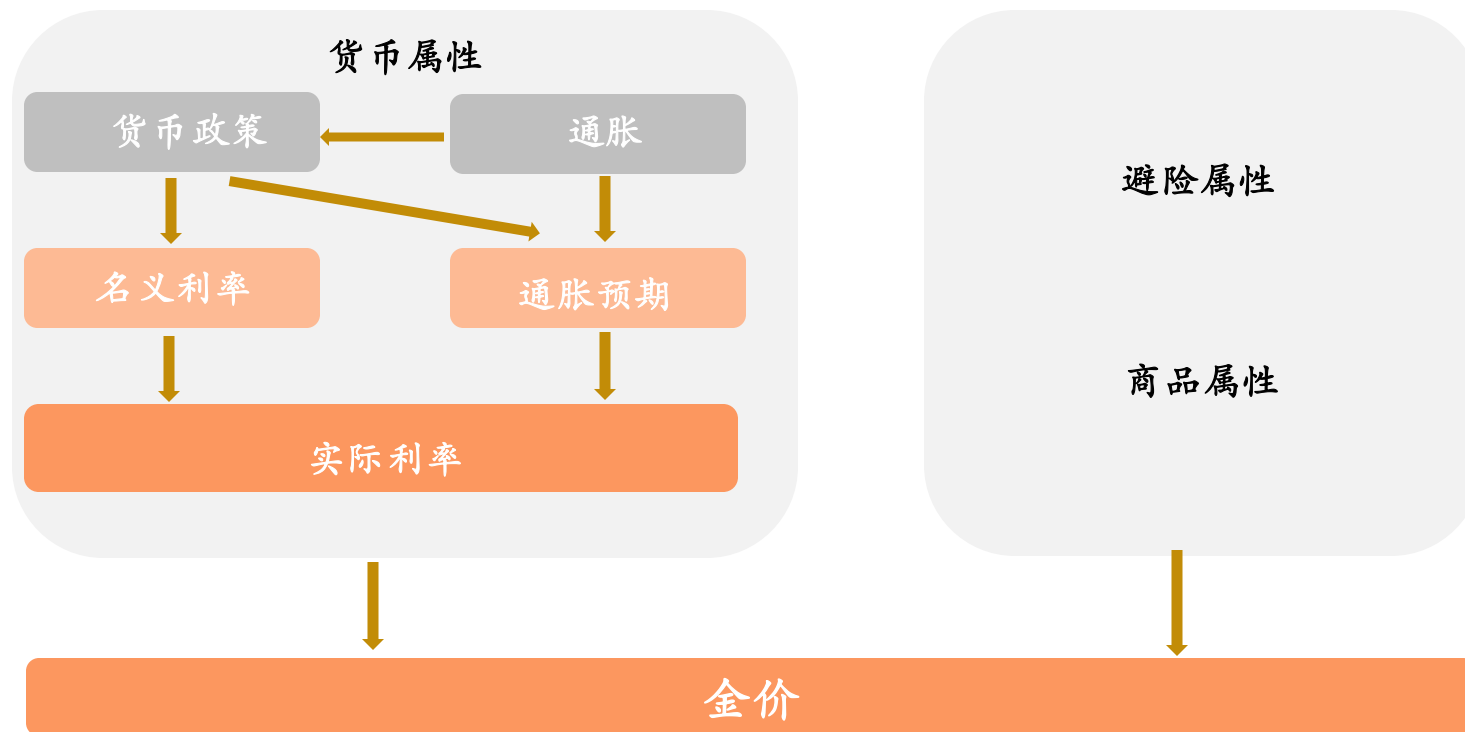
## 目录CONTENTS

- 长周期黄金定价框架不变
- 23年金价强势的核心逻辑
- 美国经济走弱确定性抬升
- 本轮金价具有持续性的侧面印证
- 黄金股估值或向上重估
- 投资建议及风险提示

# 黄金的三重属性

- 黄金的货币、避险、商品三大属性构成价格的主要因素，其中货币属性对应实际利率框架，美元体系下对应美债实际利率，底层逻辑是黄金作为不生息资产，实际利率可作为持有黄金的机会成本，因此二者通常体现为负相关关系。此外，避险属性多在市场集中交易宏观经济风险时体现，黄金作为底层储备实现风险对冲；商品属性则对应朴素的供需逻辑，但考虑到黄金较高的存量规模，更高的定价权重往往由边际需求主导。

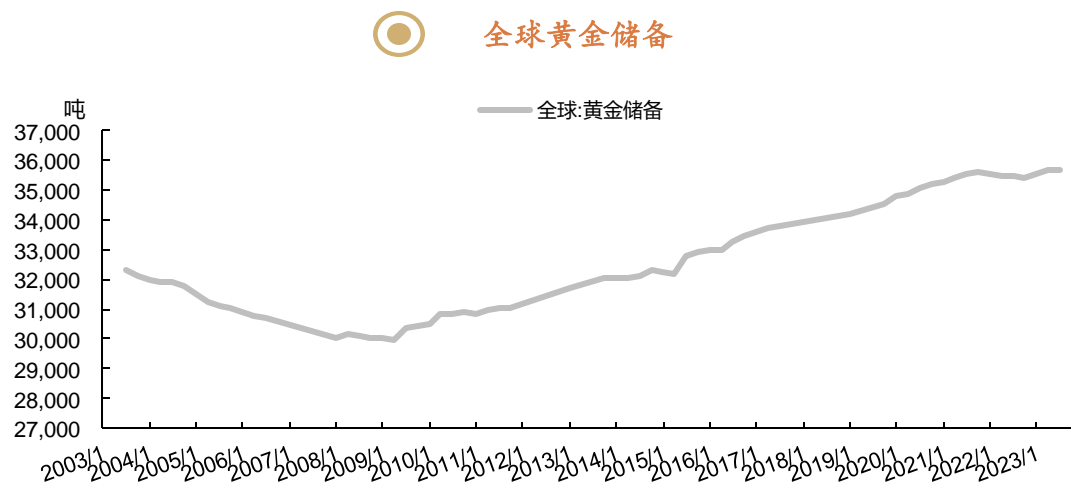
黄金定价框架



资料来源：Wind，平安证券研究所

# 实际利率仍为金价主要锚定变量

- 美元信用体系下，实际利率或仍为长周期内金价运行的主要锚定变量。
- 历史表现来看，根据黄金与实际利率的相关性表现，整体可分为三个阶段：1) 2003-2008：2008年之前，全球黄金储备逐年降低，官方储备地位的长期弱化导致黄金的金融属性未完全体现。2) 2008-2021：各国央行提升黄金储备，金价与实际利率走势负相关性较为显著，实际利率为主导金价的核心因素。3) 2021年之后：全球央行购金规模提升，在实际利率快速上行背景下，仍表现强劲。
- 随着美联储进入加息尾声，美国经济周期或迈入新阶段，实际利率框架的锚定作用将重新显现。



资料来源: Wind, 平安证券研究所



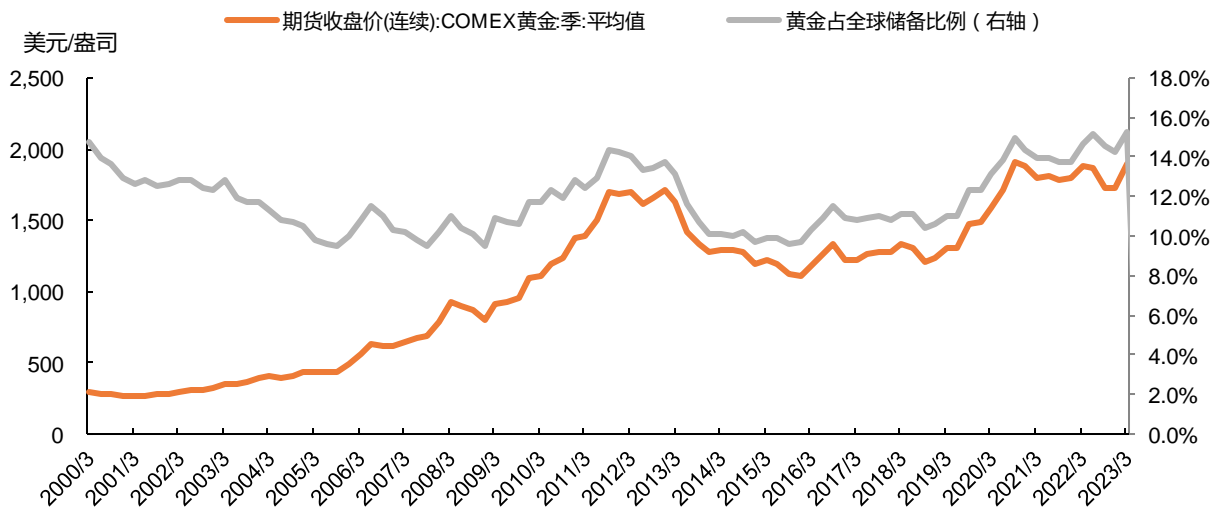
## 目录CONTENTS

- ① 长周期黄金定价框架不变
- ② 23年金价强势的核心逻辑
- ③ 美国经济走弱确定性抬升
- ④ 本轮金价具有持续性的侧面印证
- ⑤ 黄金股估值或向上重估
- ⑥ 投资建议及风险提示

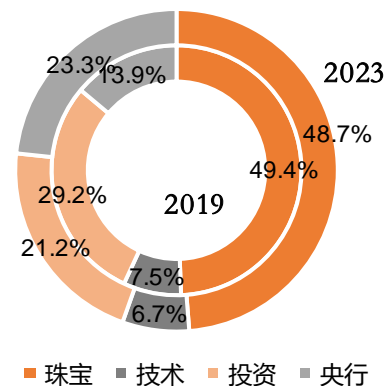
# 央行购金规模激增支撑23年以来金价强势

■ 2008年之后，各国央行开启黄金净购买步伐，黄金占全球储备比例中枢逐步抬升。央行购金一方面强化了黄金作为商品的需求属性，边际上收紧了全球黄金供需。更为重要的是，金价与黄金在全球储备中占比的正相关性显著，央行购金对黄金避险属性及利率预期的计价一定程度起到了放大作用。疫情之后，全球央行购金规模加速提升，2023年央行购金对总体黄金需求占比达23.3%，较2019年上升9.4个百分点。

黄金占全球储备比例逐步提升



全球黄金需求结构

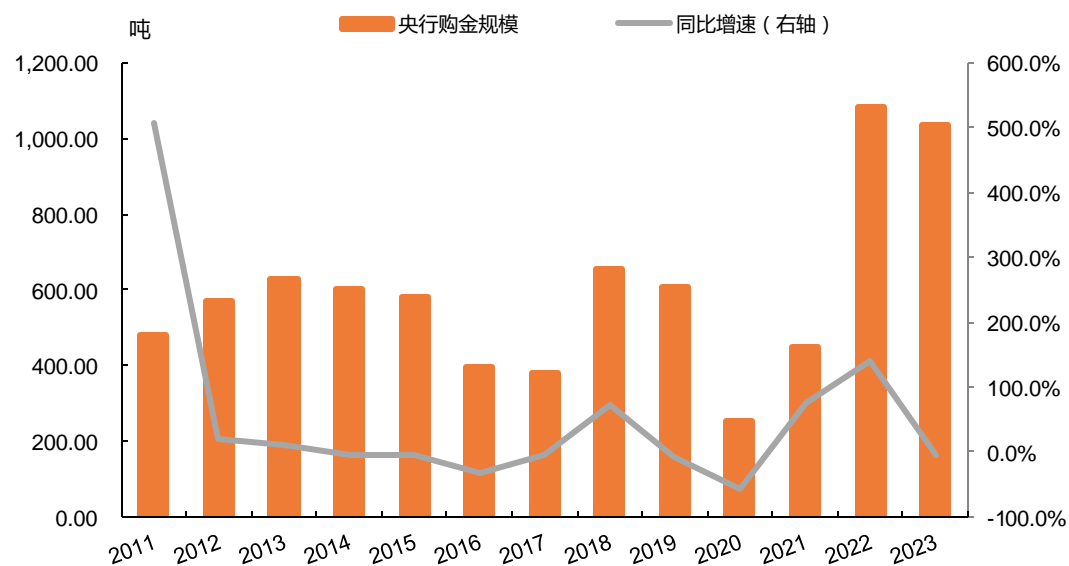


资料来源：世界黄金协会, Wind, 平安证券研究所

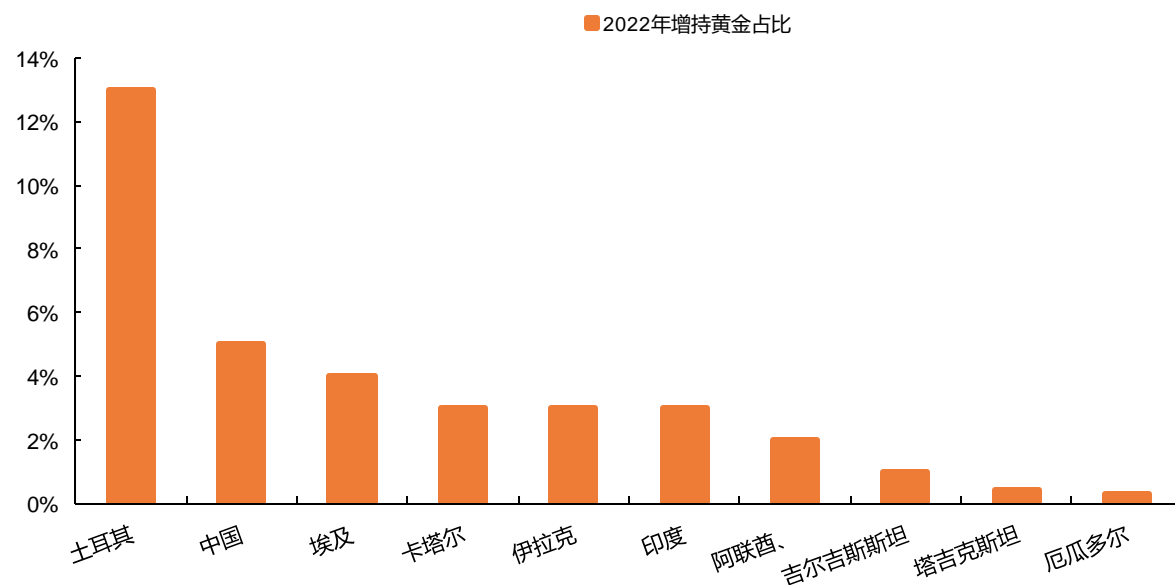
# 新兴市场储备资产多元化需求急迫性提升

■ 规模方面来看，2022年全球央行购金规模创下十年来新高，22年3季度开始央行购金规模激增，全年购金规模达1081.9吨，同比增长140.4%。2023购金规模略有下降，但仍维持在1000吨以上。从2022年数据来看，海外增持黄金的主力国家主要集中在新兴市场，近年来海外地缘政治矛盾持续加深，贸易摩擦加剧，加速抬升了新兴市场对于储备资产多元化配置的需求。我们认为在美国经济增长走弱，逆全球化开启的背景之下，新兴市场央行或将进一步“去美元化”，全球黄金储备比例有望长期上行。

央行购金规模及同比增速



2022年各国央行黄金增持占比



资料来源：世界黄金协会, Wind, 平安证券研究所





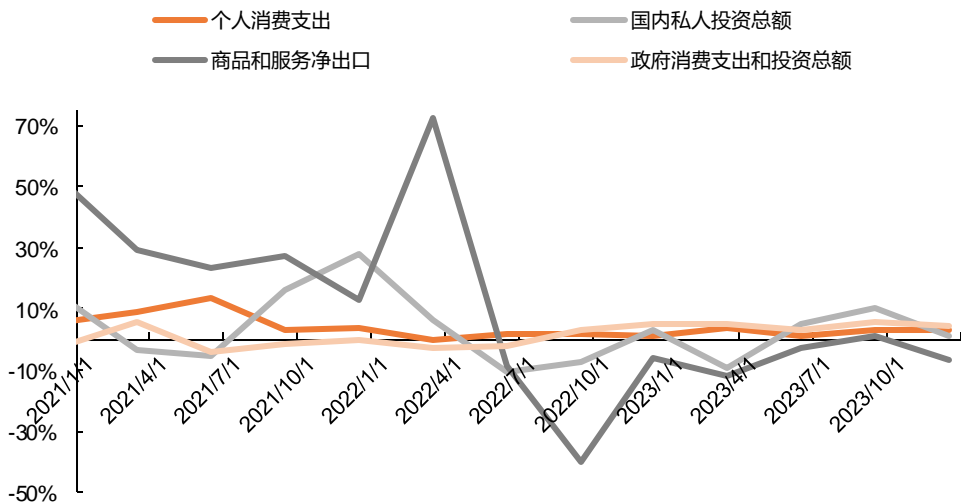
## 目录CONTENTS

- ① 长周期黄金定价框架不变
- ① 23年金价强势的核心逻辑
- ② 美国经济走弱确定性抬升
- ① 本轮金价具有持续性的侧面印证
- ① 黄金股估值或向上重估
- ① 投资建议及风险提示

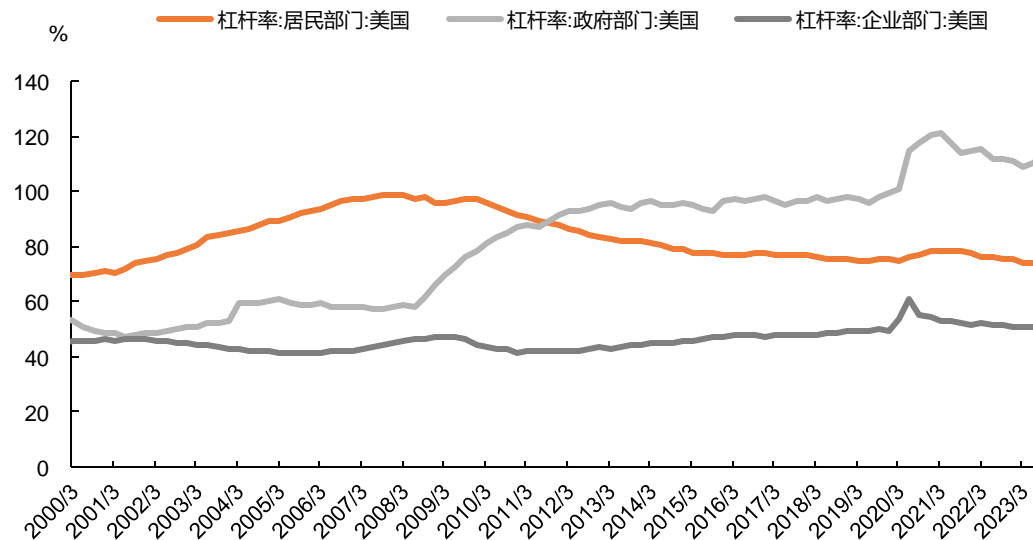
# 政府部门杠杆处于高位，宽财政难以为继

- 疫情后美国经济增长强劲的根本原因在于政府宽财政政策下，政府部门及居民部门实现扩表，居民消费成为美国经济韧性的主要支撑，其中消费端核心驱动在于疫后美国财政转移支付支持，因此美国财政支出空间或为2024年影响美国经济增长速度的重要变量之一。
- 长周期来看，2010年以后政府部门加杠杆逐步替代居民部门加杠杆，疫后政府杠杆再度大幅抬升。未来美国财政支撑减弱之下，居民端及企业部门或难以承接需求缺口。

美国GDP分项环比折年



美国各部门杠杆率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

# 美国赤字率进一步收缩

- 宽财政难以为继，美国经济预计逐步降温。
- 2024年美国赤字率进一步收缩。根据CBO2月预测，2024年美国财政赤字预计在5.6%左右，较23年降低0.6个百分点。
- 利息支出占比走高。疫后美国债务快速扩张叠加利率中枢抬升，导致净利息支出占比持续提升，CBO预计2024年抬升至3.1%，较23年提升0.7个百分点。
- 整体来看，美国政府部门加杠杆空间有限，赤字率收缩，宽财政难以为继，美国经济预计逐步降温。

## 美国联邦预算展望

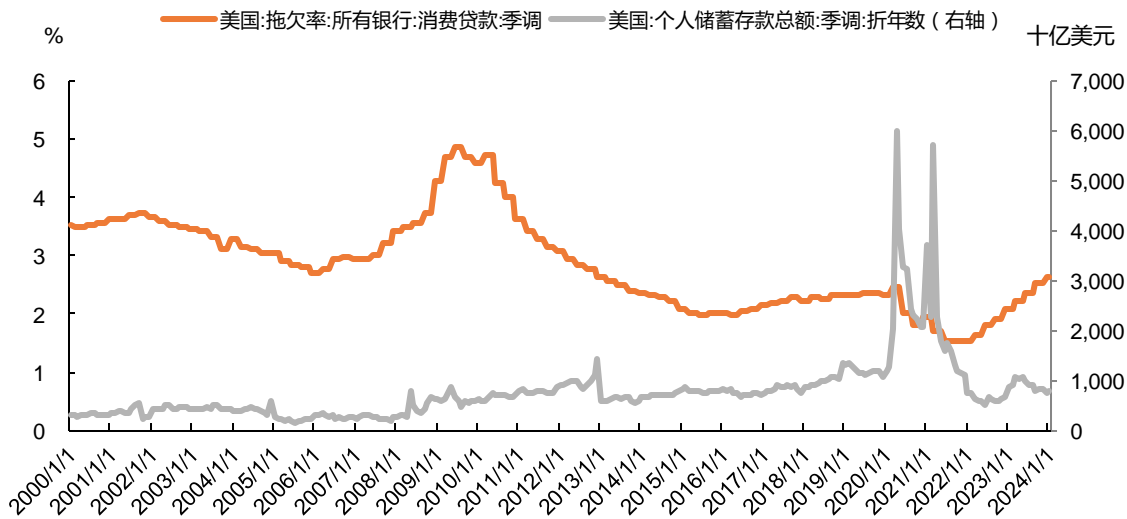
### The Budget Outlook, by Fiscal Year

	Average, 1974–2023	Percentage of GDP				Billions of dollars			
		Actual, 2023	2024	2025	2034	Actual, 2023	2024	2025	2034
<b>Revenues</b>	<b>17.3</b>	<b>16.5</b>	<b>17.5</b>	<b>17.1</b>	<b>17.9</b>	<b>4,439</b>	<b>4,935</b>	<b>4,996</b>	<b>7,474</b>
Individual income taxes	8.0	8.1	8.8	8.6	9.5	2,176	2,469	2,520	3,973
Payroll taxes	6.0	6.0	5.9	5.9	5.9	1,614	1,663	1,734	2,466
Corporate income taxes	1.8	1.6	2.0	1.7	1.3	420	569	494	551
Other	1.5	0.8	0.8	0.8	1.2	229	234	247	485
<b>Outlays</b>	<b>21.0</b>	<b>22.7</b>	<b>23.1</b>	<b>23.1</b>	<b>24.1</b>	<b>6,123</b>	<b>6,517</b>	<b>6,768</b>	<b>10,032</b>
Mandatory	11.0	13.9	13.9	13.9	15.1	3,742	3,908	4,061	6,298
Social Security	4.4	5.0	5.2	5.3	5.9	1,348	1,453	1,545	2,471
Major health care programs	3.4	5.8	5.6	5.5	6.7	1,556	1,574	1,619	2,781
Medicare	2.1	3.1	3.2	3.2	4.2	832	896	940	1,740
Medicaid, CHIP, and marketplace subsidies	1.3	2.7	2.4	2.3	2.5	724	678	679	1,042
Other mandatory	3.2	3.1	3.1	3.1	2.5	838	881	897	1,046
Discretionary	8.0	6.4	6.2	6.0	5.1	1,722	1,739	1,756	2,106
Defense	4.2	3.0	2.9	2.9	2.5	805	822	845	1,034
Nondefense	3.7	3.4	3.3	3.1	2.6	917	917	911	1,071
Net interest	2.1	2.4	3.1	3.2	3.9	659	870	951	1,628
<b>Total deficit (-)</b>	<b>-3.7</b>	<b>-6.2</b>	<b>-5.6</b>	<b>-6.1</b>	<b>-6.1</b>	<b>-1,684</b>	<b>-1,582</b>	<b>-1,772</b>	<b>-2,557</b>
Primary deficit (-)	-1.6	-3.8	-2.5	-2.8	-2.2	-1,025	-712	-821	-929
Debt held by the public at the end of each period	48.3	97.3	99.0	101.7	116.0	26,240	27,897	29,749	48,300

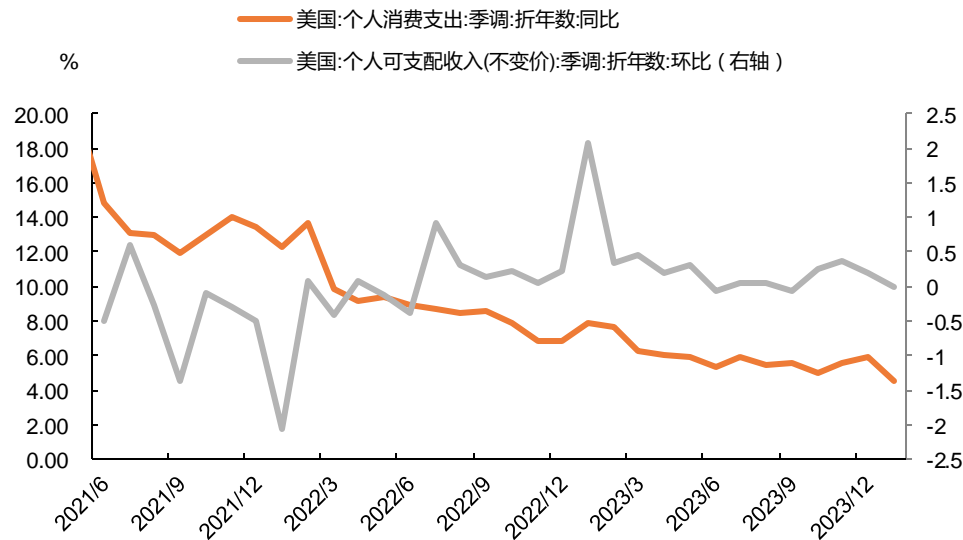
# 美国消费韧性或难持续

- 储蓄及信贷支撑减弱，消费韧性或难以持续。
- 2023年美国财政补贴驱动居民储蓄规模再度提升，进一步支撑个人消费支出表现出较强韧性。2023年下半年，储蓄规模拐点显现，消费信贷增速持续走弱，同时消费贷款拖欠率仍维持增势，1月达2.62%，已超疫情期间水平。个人消费支出同比持续下行，24年1月达4.52%，美国消费市场逐步进入降温通道。个人可支配收入环比增速放缓，居民储蓄及消费信贷或延续弱势，消费缺乏支撑之下，韧性或难持续。

美国个人储蓄存款及消费信贷同比走弱



美国个人消费支出增速回落



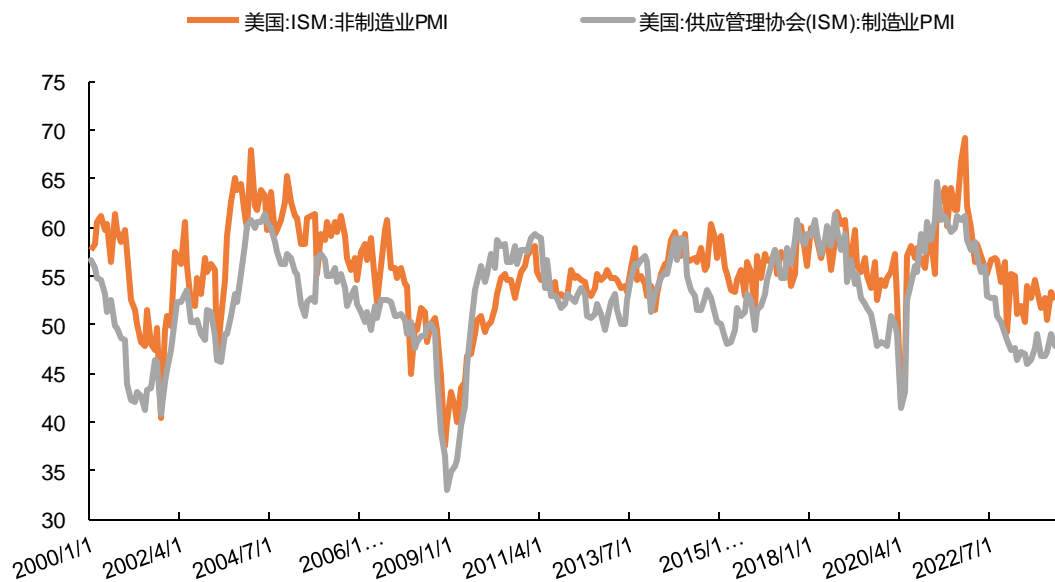
资料来源：Wind，平安证券研究所



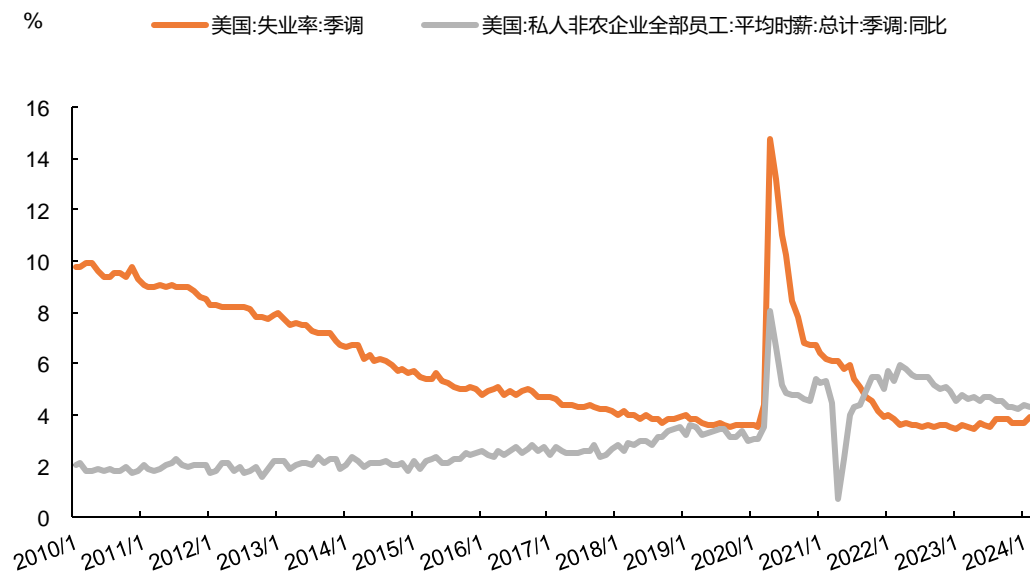
# PMI走弱，劳动力市场颓势渐显

- 制造业及非制造业PMI走弱，失业率抬升。
- 制造业PMI2022年底之后进入荣枯线以下，2023年Q3虽在财政发力之下实现小幅回暖，但仍未进入荣枯线之上，2月份读数掉头录得47.8，再现颓势；2月非制造业PMI同步下行，临近50临界点，美国经济景气度弱势渐显。
- 就业情况来看，失业率自2023年Q3以来缓慢抬升，24年2月美国失业率上升至3.9%；工资增速走弱至两年内低位水平，24年2月达4.28%，增长继续放缓，美国劳动力市场强劲势头难续。

美国制造业及非制造业PMI



美国失业率及平均时薪

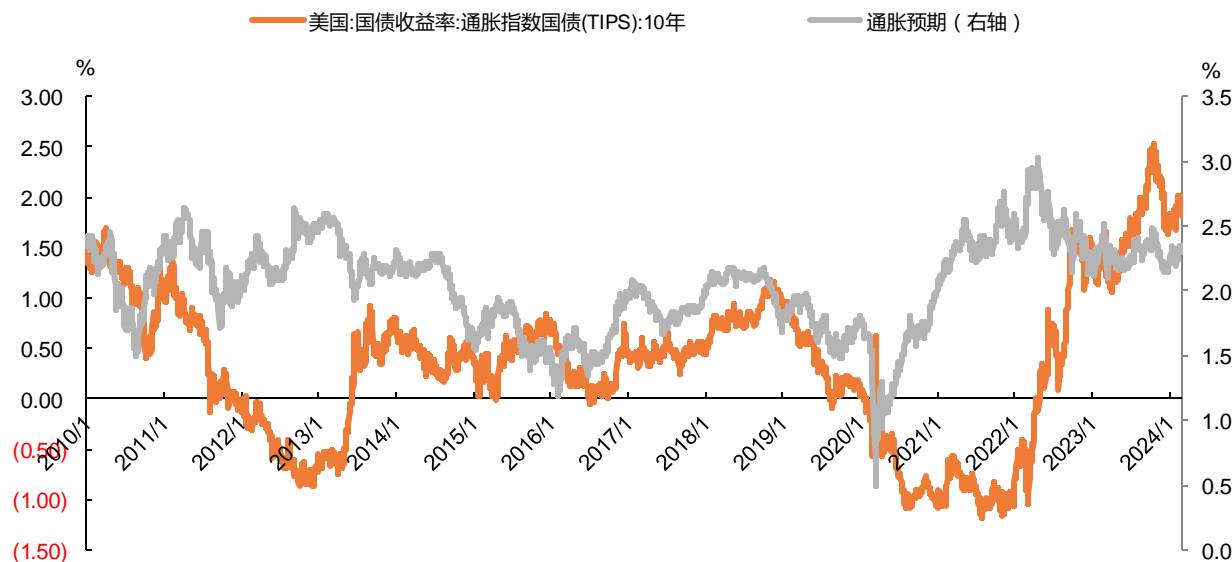


资料来源: Wind, 平安证券研究所

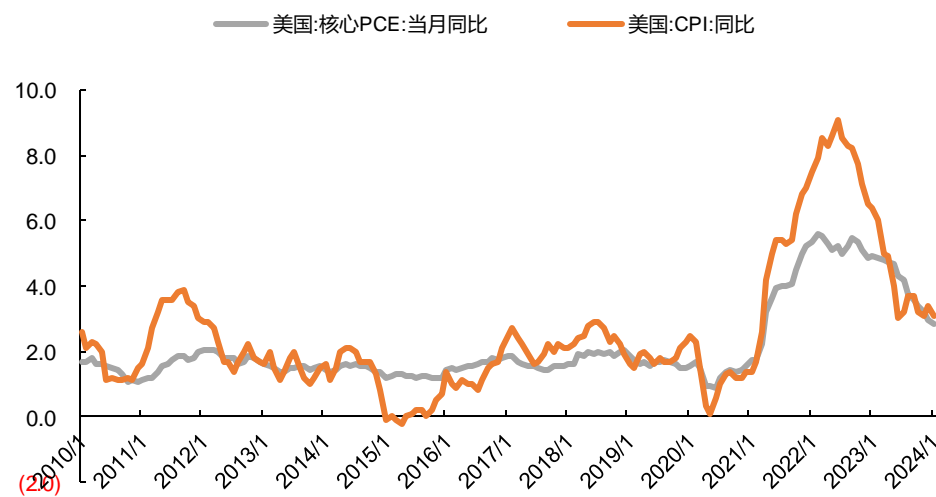
# 通胀逐步回归，降息掣肘减弱

- 核心PCE持续走弱，美联储降息掣肘逐步消退。
- 从黄金的实际利率框架来看，短期通胀水平系通过影响长期通胀预期，进一步影响货币政策及实际利率水平，从而对金价产生影响。2022年下半年起美国核心PCE持续下行，24年1月核心PCE进一步走弱至2.85%，通胀因素对实际利率影响或逐步走弱，对金价边际影响降低。同时通胀持续降温为美联储宽松的货币政策提供了空间，随着数据加速靠近2%目标，美联储降息步伐有望加快。

美国通胀预期有望进一步回归



美国核心PCE持续下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所



## 目录CONTENTS

- ① 长周期黄金定价框架不变
- ① 23年金价强势的核心逻辑
- ① 美国经济走弱确定性抬升
- ② 本轮金价具有持续性的侧面印证
- ① 黄金股估值或向上重估
- ① 投资建议及风险提示

# 美国名义增长率降低，铜金比或将下行

- 铜金比本质上表征剔除了流动性因素的名义增长，因此长周期来看与十年期美债收益率呈现较好的正相关性。22年以来美债与铜金比走势整体背离，一方面由于过去两年内，实际利率并非黄金定价的核心逻辑；同时美债利率受美债供需关系影响而放大了名义增长率。当前来看，随着实际利率作为黄金定价锚逐步回归，铜金比与名义增长的相关性将加速修复。
- 随着美国名义增长率下行，铜金比将逐步下行，铜原料端增长弹性将在长周期内支撑铜价维持高位，金价中枢上行将是铜金比完成增长放缓表征的核心驱动。

铜金比&美债收益率



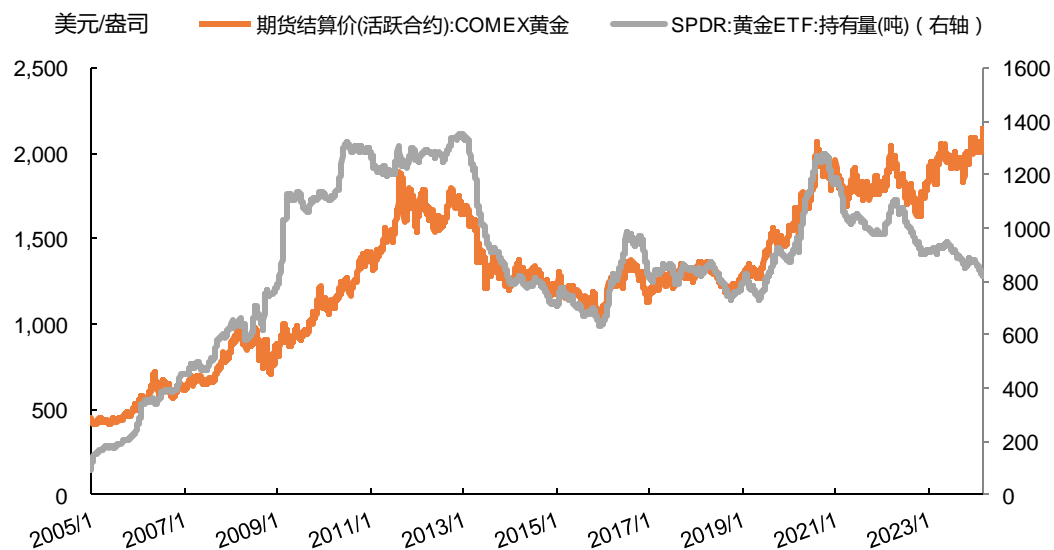
资料来源：Wind，平安证券研究所



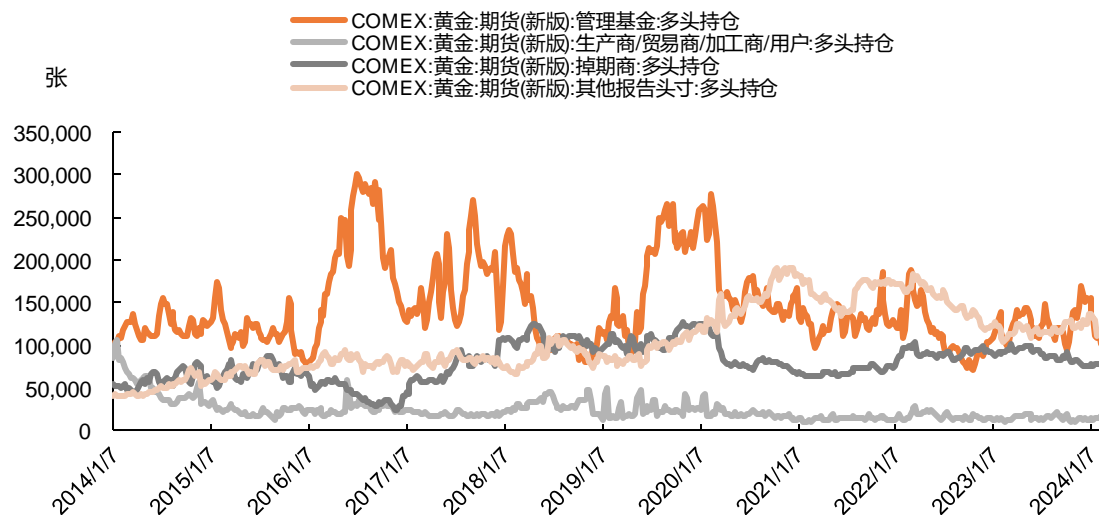
# 黄金ETF及COMEX金持仓仍处于低位

- 黄金ETF及COMEX金持仓仍处于低位，看好黄金上方空间。
- 历史表现来看，金价与ETF持仓呈现一定正相关性，背后逻辑在于一致看涨预期下，更为集中的多头持仓推高黄金价格。2023年以来金价与持仓呈现背离，主要由于央行购金规模抬升支撑金价高位运行。当前ETF及COMEX金持仓仍处于相对较低水平，随着黄金锚回归实际利率，交易主线逐步清晰，持仓上行有望进一步抬升金价运行中枢。

## SPDR黄金ETF持仓处于相对低位



## 金融机构持仓年底开始攀升



资料来源：Wind，平安证券研究所



## 目录CONTENTS

- ① 长周期黄金定价框架不变
- ① 23年金价强势的核心逻辑
- ① 美国经济走弱确定性抬升
- ① 本轮金价具有持续性的侧面印证
- ② 黄金股估值或向上重估
- ① 投资建议及风险提示

# 黄金股估值中枢有望提升

- 金价打开上方空间，黄金股估值中枢有望提升。
- 从历史表现来看，黄金股估值与金价走势背离，传统周期股框架下，商品价格走高时市场往往给予未来的价格走势较为悲观，映射到权益资产上则体现为估值受抑制。我们认为在美国经济增长放缓，逆全球化开启的背景下，未来黄金的配置价值将持续凸显，金价长牛背景之下，市场悲观预期或被持续纠偏，黄金股的估值中枢或迎来向上重估。

黄金股市盈率&金价



资料来源：Wind，平安证券研究所



## 目录CONTENTS

- ① 长周期黄金定价框架不变
- ① 23年金价强势的核心逻辑
- ① 美国经济走弱确定性抬升
- ① 本轮金价具有持续性的侧面印证
- ① 黄金股估值或向上重估
- ② 投资建议及风险提示



## 投资建议

---

- 我们认为，在全球央行购金步伐持续，美国经济周期下行以及逆全球化开启背景下，黄金的货币属性及避险属性在长期内将持续放大，配置价值加速凸显。黄金不断自证新高后，权益资产估值中枢有望重新上修，看好黄金业务纯度高，产量持续提升且具有一定成本优势的企业。建议关注：山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、湖南黄金。

## 风险提示

---

- **美国经济快速上行的风险。**如果美国经济快速上行，一定程度上对金价形成压制，将对公司经营和盈利产生重大影响。
- **价格和库存大幅波动的风险。**有色行业具有周期属性，受到诸多因素影响，波动较为频繁。如果未来因预期和非预期因素影响，黄金价格和库存出现大幅波动，将对公司经营和盈利产生重大影响。
- **产能建设不及预期的风险。**若公司新增产能建设进度不及预期，或导致公司未来业绩增长不及预期。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。