



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

主因或与降息预期无关，美国银行业脆弱性逐渐显现

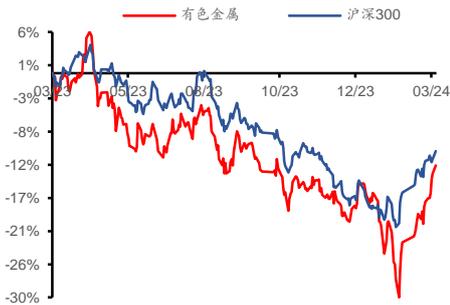
——金价跟踪系列

增持（维持）

行业： 有色金属
日期： 2024年03月18日

分析师： 花小伟
Tel: 021-53686135
E-mail: huaxiaowei@shzq.com
SAC 编号: S0870522120001
联系人： 杨丰源
E-mail: yangfengyuan@shzq.com
SAC 编号: S0870123060054

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《黄金主升浪或开启》

——2024年03月06日

《镍矿供应扰动，顺周期逻辑继续演绎》

——2024年02月28日

《美经济超预期贵金属承压，国内通缩预期减缓关注顺周期》

——2024年02月01日

主要观点

上涨的主因并非降息预期的强化

最近作为货币政策指引（降息预期）的两年美债利率虽有一定下降，但是并不能对如此剧烈的黄金价格涨幅做出解释。我们认为，最近美联储的反向扭转操作事实上给两年美债打入了下降的预期，因此虽然两年美债利率有所下降，但部分来源于未来美联储对国债“买短卖长”行为的抢跑，很难用这种小幅度的美债下行来解释大幅度的黄金价格上涨，黄金近来的上涨或许还有更加深层次的原因。

高利率下银行业危机与经济增速的下滑为直接原因

纽约社区银行在2月29日提交的更新文件中，将第四季度亏损修正至27.1亿美元，较原先披露的数字增加了逾十倍，以反映24亿美元的商誉减记。同时美联储在2023年春季银行业危机中推出的流动性工具——银行定期融资计划（BTFP）在24年3月11日后将按期退出。我们认为，若到期之后美国中小银行缺乏新的低成本融资渠道，高利率环境对于美国金融业和房地产行业的影响可能会进一步显现。再加之2月ISM制造业PMI不及预期，以及1月非农数据的下调和2月失业率的上行，美国经济的软着陆的可能性下滑。

赤字率不可避免地提升或为根本原因，提供长期上涨动力

我们认为，长期视角而言，赤字率根本上决定了黄金价格，黄金在央行眼中是一种特殊的资产，类似于非主权货币的存在。我们认为，美国政府的赤字率在未来难有下降的趋势，赤字率会影响一国货币的信用，从而使得央行更多地黄金作为储备资产。

美国赤字率难以下降的原因：1、高利率环境下，美债发行的成本巨大。2、地缘政治的不稳定，可能会增加其军费支出。3、根据第二部分的分析，经济软着陆的可能性不大，或二次通胀，或衰退。如果衰退，财政自然有托底经济压力，如果二次通胀，政府也必须进行相应的财政补偿。总之，我们认为美国未来赤字率的走势可能会加速上行，黄金未来可能进入长牛。

风险提示

美国经济超预期，美国通胀下降速度超预期。

目 录

1 上涨的主因并非降息预期的强化.....3
2 高利率下银行业危机与经济增速的下滑为直接原因4
3 赤字率不可避免地提升或为根本原因，提供长期上涨动力6
4 风险提示：7

图

图 1：2022 年后，实际利率和金价的负相关性消失.....3
图 2：两年美债 3 月以来有所下降，但是幅度相对有限.....4
图 3：亚特兰大联储 GDPnow 模型.....5
图 4：美联储快速缩表，流动性压力尚存5
图 5：2 月临时工就业同比依然为负，显示出经济活力或许在
减弱.....5
图 6：长期来看，实际利率指标常失效，但赤字率和黄金价格
关系紧密.....6
图 7：2 月美国国债净发行开始加速7

1 上涨的主因并非降息预期的强化

3月4日-3月8日，伦敦金现货价格上涨了5.92%。我们在之前的周报中一直强调，我们认为黄金长期视角中上涨的大逻辑是去美元化带来的黄金稀缺性提升，具体对应于地缘政治冲突的激化以及美国赤字率的提升。当然，我们也承认黄金作为非孳息资产因此和实际利率存在的或有负相关性，但是我们还是认为，实际利率的驱动从长期视角来看，并非黄金价格中枢提升的主因，尤其是2022年后，实际利率与金价的脱钩非常显著。

图 1：2022 年后，实际利率和金价的负相关性消失

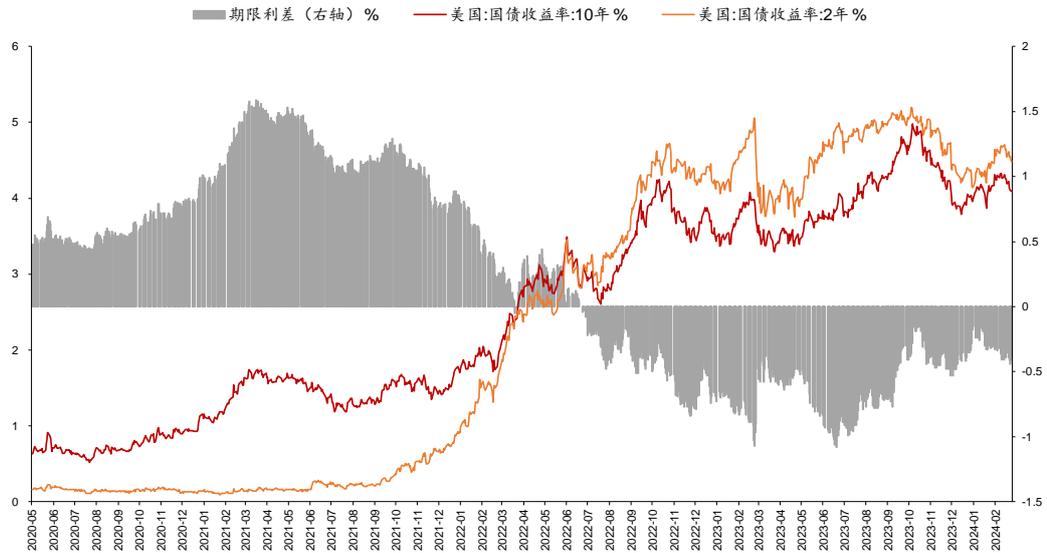


资料来源：Wind, 上海证券研究所

最近作为货币政策指引（降息预期）的两年美债利率虽有一定下降，但是并不能对如此剧烈的黄金价格涨幅做出解释。我们认为，最近美联储的反向扭转操作事实上给两年美债打入了下降的预期，因此虽然两年美债利率有所下降，但部分来源于未来美联储对国债“买短卖长”行为的抢跑，很难用这种小幅度的美债下行来解释大幅度的黄金价格上涨，黄金近来的上涨或许有更加深层次的原因

我们对美联储未来降息行为的预测：尽管 2024 年 2 月的 ISM 制造业 PMI 不及预期，同时 2024 年 1 月非农就业从 35.3 万人被下修至 22.9 万人，同时 2 月的失业率为 3.9%，高于预期的 3.7%。但我们依然预计，降息不会提前进行，大概率会在 2024 年的 6 月开始，2024 年降息三次，最终的利率中枢可能保持在 3.5%。

图 2：两年美债 3 月以来有所下降，但是幅度相对有限



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 高利率下银行业危机与经济增速的下滑为直接原因

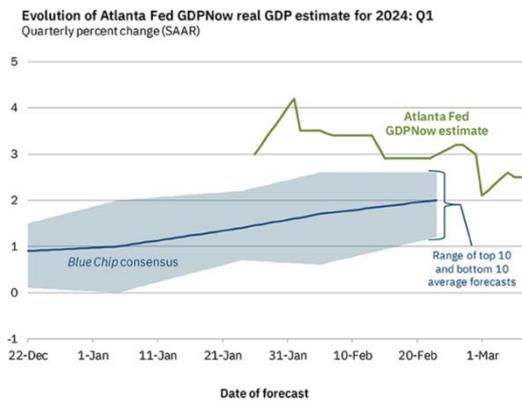
事实上，我们认为市场对于美联储降息的敏感性已经逐渐钝化，3月以来金价大幅上行的原因在于银行业危机与潜在的经济增速下滑。

纽约社区银行在2月29日提交的更新文件中，将第四季度亏损修正至27.1亿美元，较原先披露的数字增加了逾十倍，以反映24亿美元的商誉减记。惠誉将纽约社区银行的长期发行人违约评级从BBB-下调至BB+，较投资级低一级。与此同时，穆迪也将其评级从Ba2调低至B3。惠誉表示，纽约社区银行发现的缺陷促使该行重新考虑对拨备充分性的控制，尤其是在集中投资于商业地产方面。同时美联储在2023年春季银行业危机中推出的流动性工具——银行定期融资计划（BTFP）在24年3月11日后将按期退出。我们认为，若到期之后美国中小银行缺乏新的低成本融资渠道，高利率环境对于美国金融业和房地产行业的影响可能会进一步显现。（BTFP是美联储为应对2023年春季银行业危机而设立的一个阶段性流动性工具。该计划向符合条件的存款机构（包括银行、储蓄协会、信用社等）提供长达一年的贷款，这些贷款以美国国债、机构债务和抵押支持证券（MBS）等为抵押品。相较于传统的贴现窗口，抵押品的价值按照票面价值而非市值计算，

且贷款利率则按贷款发放日一年期隔夜指数互换（OIS）外加 10 个基点计算，为固定利率，比贴现窗口的利率要低。）

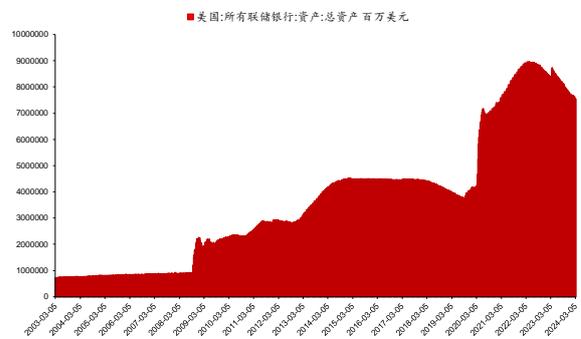
美国经济也呈现下行趋势。美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 47.8，预期 49.5，前值 49.1，不仅再度处于收缩区间，同时不及预期，显示出美国经济的疲软趋势，同时亚特兰大联储 GDPNOW 模型也下调了 2024Q1 美国经济的增速，预计美国第一季度实际 GDP 增速为 2.5%，而此前预计为 3.0%。美国 2024 年 1 月非农就业从 35.3 万人被下修至 22.9 万人，同时 2 月的失业率为 3.9%，高于预期的 3.7%，诸多经济数据表明，美国经济的长期繁荣可能难以持续。

图 3：亚特兰大联储 GDPnow 模型



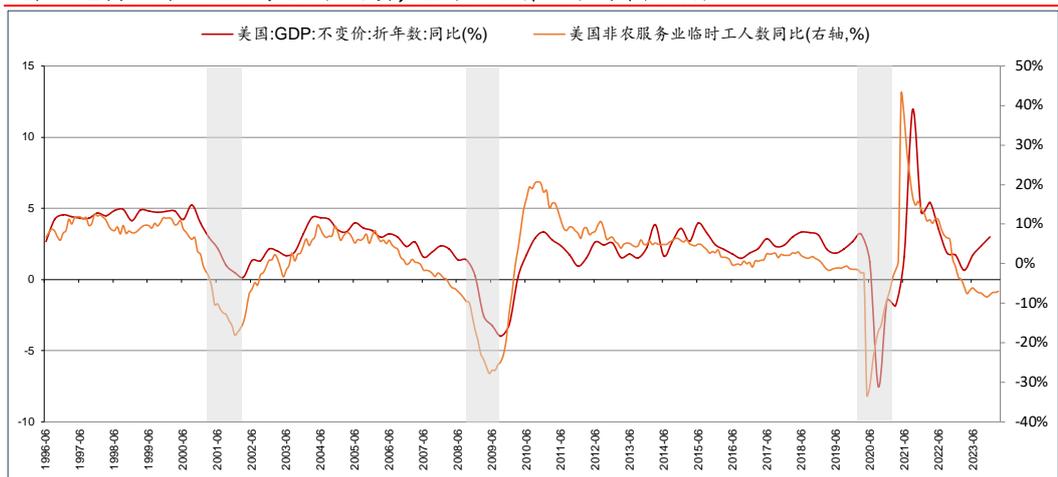
资料来源：亚特兰大联储，上海证券研究所

图 4：美联储快速缩表，流动性压力尚存



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：2 月临时工就业同比依然为负，显示出经济活力或许在减弱



资料来源：Wind，上海证券研究所

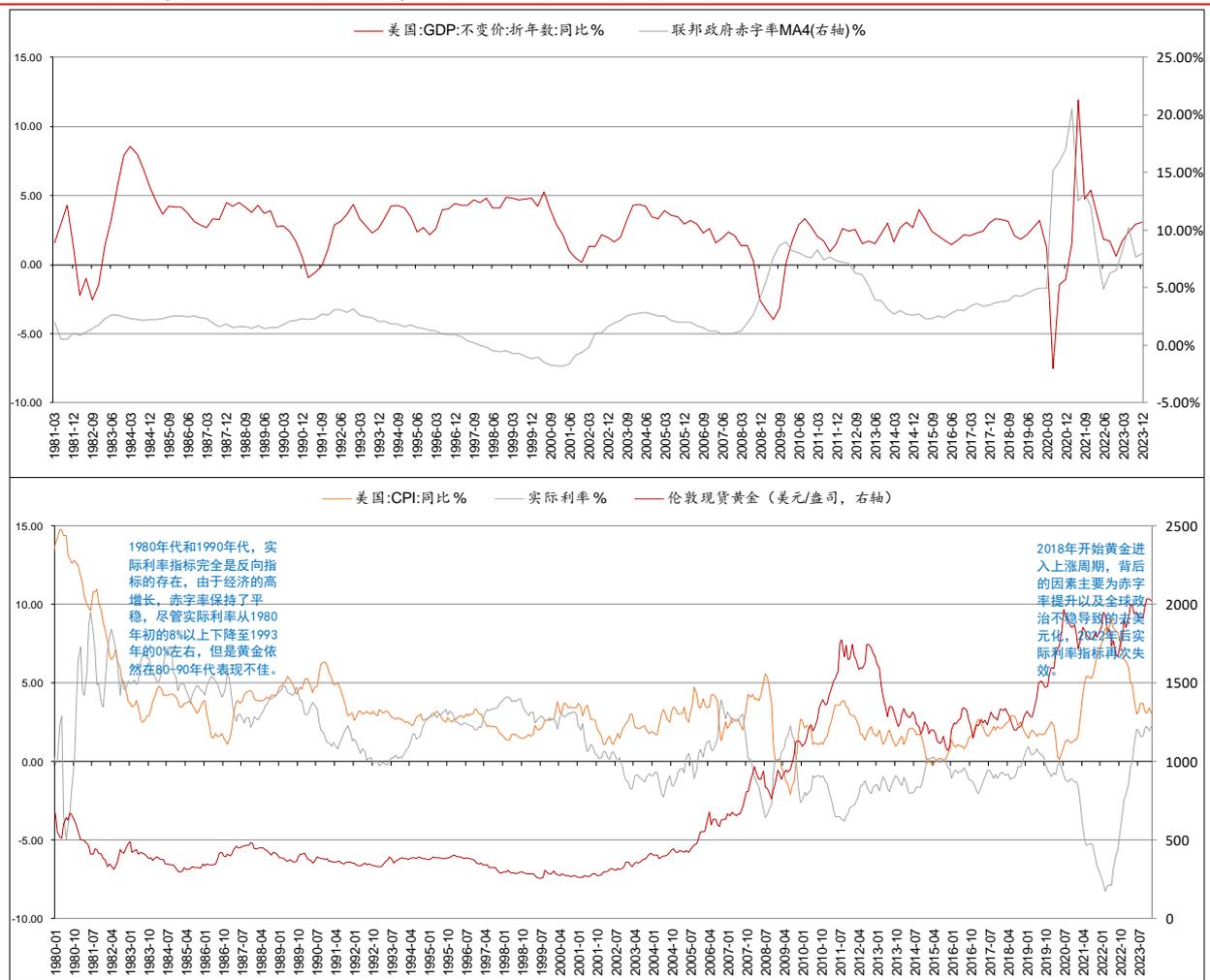
3赤字率不可避免地提升或为根本原因，提供长期上涨动力

我们认为，长期视角而言，赤字率根本上决定了黄金价格，黄金在央行眼中是一种特殊的资产，类似于非主权货币的存在。我们认为，美国政府的赤字率在未来或难有下降的趋势，赤字率会影响一国货币的信用，从而使得央行更多地把黄金作为储备资产。

美国赤字率难以下降的原因：1、高利率环境下，美债发行的成本巨大。2、地缘政治的不稳定，可能会增加其军费支出。3、根据第二部分的分析，经济软着陆的可能性不大，或二次通胀，或衰退。如果衰退，财政自然有托底经济压力，如果二次通胀，政府也必须进行相应的财政补偿。

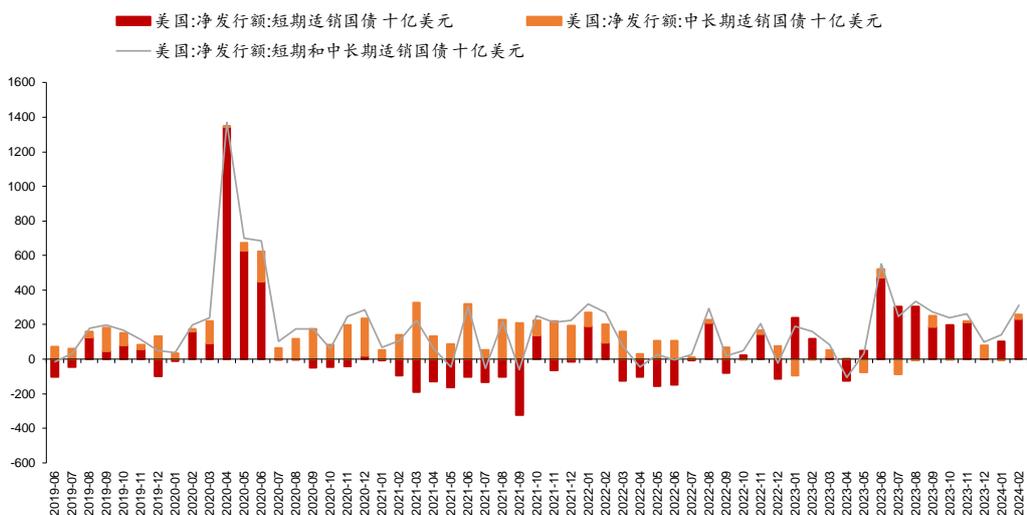
总之，我们认为美国未来赤字率的走势可能会加速上行，黄金未来可能进入长牛。

图 6：长期来看，实际利率指标常失效，但赤字率和黄金价格关系紧密



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：2 月美国国债净发行开始加速



资料来源：Wind，上海证券研究所

4 风险提示：

美国经济超预期，美国通胀下降速度超预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。