

宏观点评 20240403

创新高后，美股和黄金谁更值得持有？

2024年04月03日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《3月PMI：强势反弹有何不寻常？》

2024-03-31

《央行购债的来龙去脉》

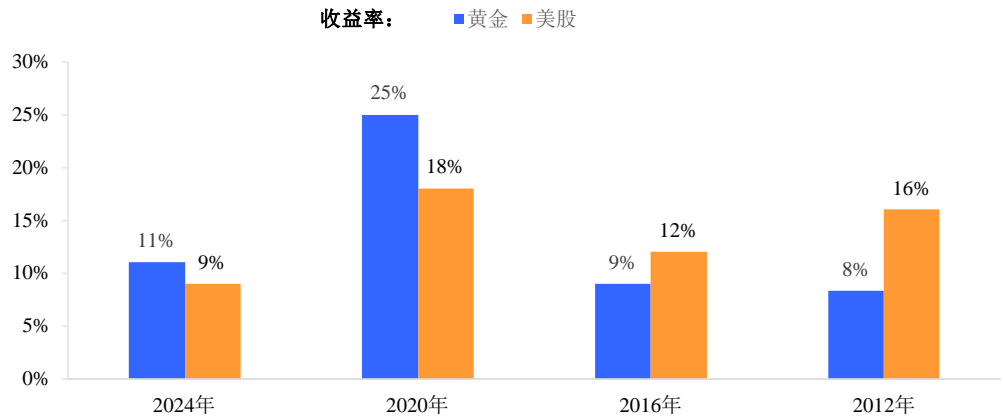
2024-03-28

- 今年以来黄金和美股似乎都脱离了“地心引力”，加入刷新新高的竞赛。年迄今，截至4月2日，黄金（美元计价）和标普500指数分别上涨了约11%和9%，而今年的资产竞赛中不可忽视的一个主题是美国大选。回顾最近几次大选，黄金和美股都有不俗的表现，但各有胜负，2020年黄金摘得资产桂冠，而2016年美股则更胜一筹。那么今年同样面临大选，之后谁的空间更大？在经济不确定性下降、全球政策中性偏宽松的背景下，我们更倾向于美股，尤其关注待涨的非科技股；黄金牛市未止，但是背后的叙事需要持续发酵，这意味着在大涨之后会出现一定的调整压力。
- 复盘过去3次大选年，我们不难发现美股和黄金都给市场留下了深深的烙印：
- 2020年，黄金收益率高达25%，在主要大类资产中“拔得头筹”，远超同期上涨18%的美股。新冠疫情爆发，叠加美联储史诗级“大放水”助推金价加速上涨。而2020年的美股可谓是波澜壮阔，年初因为疫情闪崩，出现3次熔断。但随后在美联储接连“放大招”后又一路高歌猛进创下历史新高，开启美股波澜壮阔的下半场。更是在大选年出现典型的“11月行情”，美股当月上涨了11%。
- 2016年，美股“略胜一筹”，收益率近12%，小幅超过同期上涨近9%的黄金。全球经济复苏的背景下（基本面），美联储持续收紧货币政策（政策）、中美贸易摩擦升温和市场对候选人的政策和立场存在担忧（事件）交织导致金价上涨。同期美股受益于美国经济数据的逐渐好转和市场对于新总统特朗普的经济政策期待，股市在年底迎来了一波上涨，仅在11月大选当月，就上涨了4%。
- 2012年，美股更占优，收益率达16%，相较于黄金8%的收益率表现更好。欧债危机持续发酵下，全球经济增长放缓，多国央行实施宽松货币政策。全球经济不确定性和货币政策宽松为黄金价格提供了支撑，使其成为投资者避险和对冲通胀的首选资产之一。美股在美国经济逐渐复苏，失业率下降，消费者信心回升以及房地产市场也开始恢复等因素下，股市全年上涨16%。
- 由此可见，大选年下的黄金和美股都有着相对亮眼的表现，而美股往往更胜一筹。股票的走势往往代表着该届政府的“面子”，从过去三次大选年的情况来看，根据追溯到1928年的数据，总统任期的第四年是股市表现最强劲年份之一。任期第四年股市表现出色的一个原因是，在即将连任时，现任总统会“绞尽脑汁”给经济最后一次提振，以增加连任的机会。
- 回到今年，本次有何不同？我们认为最明显的表现在于黄金与美股对利率的敏感性下降了，背后则是驱动逻辑的变化。黄金主要依赖的是法币体系“信任危机”的叙事，无论是近几年来主要经济体政府债务负担不断上升，部分央行大幅增加黄金储备，还是比特币的疯涨都是重要的体现。而美股则受益于“经济软着陆/不着陆 + 降息”的预期，AI带来的盈利预期和情绪高涨，当然也受益于大选年的“政治任务”。
- 往后看，美股和黄金谁更值得持有？股可能比黄金更具有性价比，撇开黄金较差的持有收益不说，其他方面：
- 以史为鉴，美联储降息前黄金往往回调。复盘历史不难发现，黄金通常在降息前3个月出现下跌。因此随着降息周期的临近，黄金回调将是大概率。除此之外，如果参考2009年黄金站上1000美元/盎司的经验，20%可能是一道坎，也意味着2400美元/盎司附近可能会面临一定的回调压力。
- 制造业复苏背景下，美股回升弹性更大。历史来看，制造业复苏周期和美股走势通常共振上行，每当制造业PMI回升至荣枯线之上，美股通常

有较好表现，收益率均大幅高于黄金。3月美国制造业 PMI 结束了长达 16 个月的制造业收缩困境，重回扩张区间，尤其是生产和新订单分项大幅回升，或意味着美国制造业进入复苏周期，对后续美股走势将有明显的提振作用。

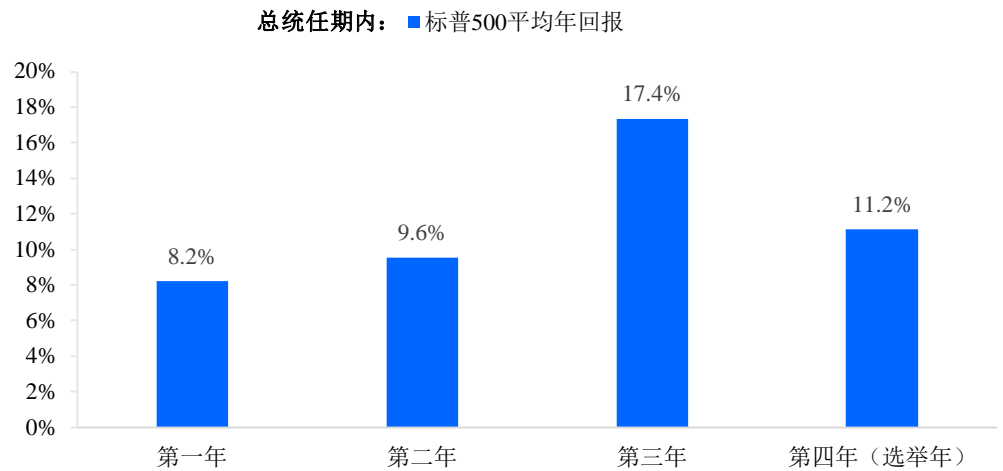
- **结构上，建议关注小盘股>周期股>科技股>防御股。**稳健的经济增长支撑各类股票上升，但结构有所分化。随着制造业的回暖，顺周期板块将逐步成为市场追逐的热点，周期股和防御股收益率差距将逐步扩大，且前期支撑美股连创新高的科技股可能有所退坡。此外，小盘股对于制造业复苏的敏感性通常更大，历史上当制造业 PMI 重回荣枯线以上后，小盘股上升的弹性也高于其他各类股票，2024 年小盘股可能蕴藏较大机会。
- **风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露，美联储超预期降息。**

图1: 历次大选年下的黄金与美股表现



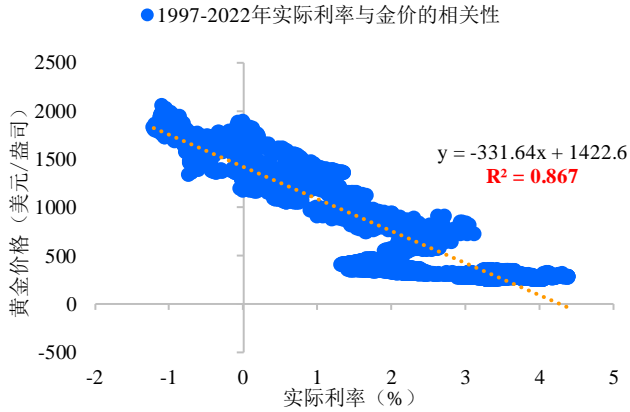
注: 美股选用标普 500 指数; 2024 年为年迄今收益率, 时间截至 2024 年 4 月 2 日。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 总统任期的第四年是股市表现最强劲年份之一



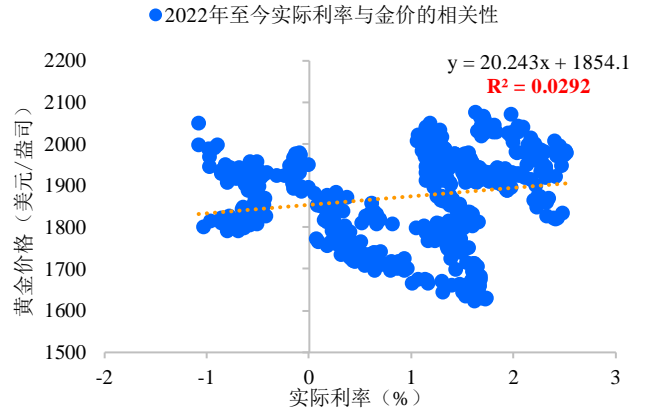
注: 数据选自 1926 年以来
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年前, 实际利率对金价的解释强相关



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022年往后实际利率对金价的解释程度大幅减弱



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

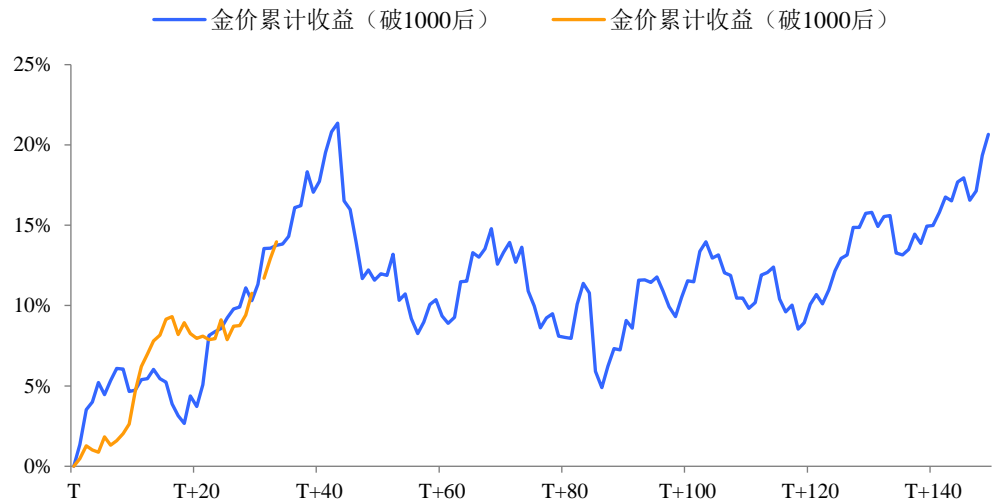
图5: 黄金在降息前半年的表现

首次降息	① 降息前3个月	② 降息前4个月	③ 降息前6个月	②-① 3-4个月区间变化	③-① 3-6个月区间变化
1974/7/1	-8.5	2.6	44.4	11.1	52.9
1980/4/1	-0.5	22.6	22.8	23.1	23.3
1981/1/16	-16.8	-16.1	-10.2	0.7	6.6
1984/10/2	-6.7	-12.3	-10.8	-5.6	-4.1
1987/10/19	6.7	7.1	9.9	0.4	3.1
1989/6/5	-5.5	-6.4	-14.9	-0.9	-9.4
1995/7/6	-2.3	1.6	3.7	3.9	6.0
1998/9/29	0.3	0.6	-2.5	0.2	-2.9
2001/1/3	-1.5	-3.1	-7.0	-1.6	-5.5
2007/9/18	10.2	9.3	10.7	-0.9	0.5
2019/7/31	10.1	9.4	7.0	-0.8	-3.1
均值	-1.3	1.4	4.8	2.7	6.1

注: 上述图表均为区间收益率, 单位为%

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 如果历史重演: 黄金破 2000 美元/盎司 VS 破 1000 美元/盎司



注: T为黄金价格有效突破 1000 美元/盎司和 2000 美元/盎司、往后不再出现回落至以上关口价格以下的日期; 横轴表示的交易日。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：大类资产在 PMI 重回 50 后的表现复盘

PMI触底回升区间				PMI重回荣枯线后1个月主要大类资产涨跌幅(%)										
底部	≥50	1月后	顶部	全部美股	周期股	防御股	科技股	小盘股	美债	美元	黄金	铜	原油	
1980/05	1980/09	1980/10	1980/11	1.6				3.9		2.7	-4.4			
1982/05	1983/02	1983/03	1983/12	3.3				2.5		1.5	-1.8			
1985/05	1985/10	1985/11	1987/12	6.5				6.8		-3.4	-1.2		-2.1	
1991/01	1991/06	1991/07	1994/10	4.5			3.9	3.3	1.1	-2.6	-1.7	0.8	5.4	
1996/01	1996/06	1996/07	1997/07	-4.6			-4.9	-8.8	-0.1	-2.2	1.5	0.6	-2.4	
1998/12	1999/01	1999/02	1999/11	-3.2	-3.5	-1.9	-12.3	-8.2	-4.5	2.7	0.7	-2.2	-3.8	
2001/10	2002/02	2002/03	2002/06	3.7	4.3	2.5	6.2	7.9	-3.7	-0.5	1.9	5.4	21.0	
2003/04	2003/07	2003/08	2004/05	1.8	2.8	-0.1	5.7	4.5	1.1	1.2	6.2	-1.1	3.4	
2008/12	2009/08	2009/09	2011/02	3.6	4.3	2.9	4.5	5.6	1.1	-1.9	5.9	-4.9	0.9	
2012/11	2012/12	2013/01	2014/08	5.0	4.4	6.4	1.3	6.2	-2.0	-0.7	-0.9	3.0	6.2	
2015/12	2016/03	2016/04	2018/08	0.3	-0.5	1.8	-5.5	1.5	-0.2	-1.6	4.6	4.2	19.8	
2020/04	2020/06	2020/07	2021/03	5.5	6.2	4.8	5.6	2.7	1.2	-4.2	9.0	6.6	2.5	
均值				2.3	2.6	2.4	0.5	2.3	-0.7	-0.7	1.6	1.4	5.1	
均值(衰退)				3.7	4.9	3.4	5.0	4.3	-0.1	-0.8	1.5	2.0	7.5	
均值(未衰退)				1.0	0.8	1.6	-3.1	0.3	-1.1	-0.6	1.8	0.9	3.5	
PMI触底回升区间				PMI重回荣枯线后3个月主要大类资产涨跌幅(%)										
底部	≥50	3月后	顶部	全部美股	周期股	防御股	科技股	小盘股	美债	美元	黄金	铜	原油	
1980/05	1980/09	1980/12	1980/11	8.2				6.9		5.1	-10.7			
1982/05	1983/02	1983/05	1983/12	9.7				17.5		2.9	-2.8			
1985/05	1985/10	1986/01	1987/12	11.6				12.9		-6.1	6.8		-38.0	
1991/01	1991/06	1991/09	1994/10	4.5			1.7	7.7	7.1	-6.4	-4.3	4.7	8.1	
1996/01	1996/06	1996/09	1997/07	2.5			9.3	-0.1	1.7	0.1	-1.0	-0.8	16.5	
1998/12	1999/01	1999/04	1999/11	4.3	7.7	-0.3	-3.3	1.3	-4.0	5.1	0.5	11.0	46.4	
2001/10	2002/02	2002/05	2002/06	-3.6	-4.0	-4.2	-10.6	3.9	-0.1	-6.2	9.9	5.8	16.4	
2003/04	2003/07	2003/10	2004/05	6.1	8.6	1.5	13.5	11.0	3.0	-4.3	8.6	15.7	-4.7	
2008/12	2009/08	2009/11	2011/02	7.3	7.1	7.8	9.3	1.3	2.5	-4.2	24.0	7.0	10.5	
2012/11	2012/12	2013/03	2014/08	10.0	8.5	12.5	4.2	12.0	-0.3	4.0	-4.8	-4.9	5.9	
2015/12	2016/03	2016/06	2018/08	1.9	-0.4	6.1	-3.3	3.4	3.0	1.6	7.0	0.0	26.1	
2020/04	2020/06	2020/09	2021/03	8.5	11.2	3.9	11.7	4.6	0.0	-3.6	4.8	10.9	2.4	
均值				5.9	5.5	3.9	3.6	6.9	1.4	-1.0	3.2	5.5	9.0	
均值(衰退)				5.8	4.8	2.5	3.0	7.0	2.4	-2.1	3.5	7.1	9.4	
均值(未衰退)				6.1	6.1	5.0	4.1	6.8	0.7	0.1	2.8	4.2	8.7	
PMI触底回升区间				PMI重回荣枯线后6个月主要大类资产涨跌幅(%)										
底部	≥50	6月后	顶部	全部美股	周期股	防御股	科技股	小盘股	美债	美元	黄金	铜	原油	
1980/05	1980/09	1981/03	1980/11	8.4				14.7		12.5	-23.5			
1982/05	1983/02	1983/08	1983/12	11.0				14.2		8.7	-1.4			
1985/05	1985/10	1986/04	1987/12	24.1				28.2		-13.3	6.6		-56.1	
1991/01	1991/06	1991/12	1994/10	12.4			2.6	13.3	14.6	-13.0	-4.0	-1.8	-7.0	
1996/01	1996/06	1996/12	1997/07	10.5			24.4	4.7	5.3	0.3	-3.2	9.5	23.9	
1998/12	1999/01	1999/07	1999/11	3.8	7.8	-2.4	6.0	4.2	-7.0	3.8	-10.3	14.5	61.0	
2001/10	2002/02	2002/08	2002/06	-17.2	-18.2	-16.7	-28.9	-16.7	8.3	-10.2	5.3	-3.6	33.3	
2003/04	2003/07	2004/01	2004/05	14.2	16.3	10.4	22.4	22.0	5.6	-10.0	13.6	39.8	8.2	
2008/12	2009/08	2010/02	2011/02	8.2	9.4	7.3	9.9	9.9	0.1	2.8	17.5	11.1	13.9	
2012/11	2012/12	2013/06	2014/08	12.6	12.1	13.1	5.5	15.1	-4.9	4.2	-27.0	-14.9	5.2	
2015/12	2016/03	2016/09	2018/08	5.3	6.1	4.8	8.8	12.4	2.2	0.9	6.4	0.4	25.8	
2020/04	2020/06	2020/12	2021/03	21.2	26.9	12.5	24.5	37.0	-1.9	-7.7	5.3	29.1	23.6	
均值				9.5	8.6	4.2	8.3	13.2	2.5	-1.7	-1.2	9.3	13.2	
均值(衰退)				7.3	6.0	1.0	2.0	12.1	5.3	-1.1	-0.1	8.7	15.9	
均值(未衰退)				11.7	10.6	6.5	13.4	14.4	0.3	-2.3	-2.3	9.8	11.3	

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>