



贵金属行业研究

买入（维持评级）
行业点评
 证券研究报告

金属材料组

 分析师：李超（执业 S1130522120001）
 lichao3@gjzq.com.cn

 联系人：高梦遥
 gaomengyao@gjzq.com.cn

黄金短期定价天平向通胀端倾斜

事件

4月5日，美国发布3月非农就业数据，3月美国新增非农就业人数30.3万人，高于预期的21.2万人，高于前值的27万人；3月失业率3.8%，低于预期的3.9%，低于前值的3.9%；3月平均每小时工资同比4.1%，符合预期，低于前值的4.2%。

点评

非农超预期不改金价上行趋势。3月私营服务领域新增19万人，私营生产领域新增4.2万人，政府新增7.1万人。美国3月非农数据超预期未对黄金价格产生压制，4月5日COMEX黄金价格单日上涨1.68%至2349.10美元/盎司，我们认为主因以下几个因素：

23年以来非农数据频繁下修以及兼职等因素，可信度受到市场质疑。美国劳工部同时上修1月数据2.7万人至25.6万吨，下修2月数据0.5万人至27万人，1-2月合计上修2.2万人。而23年全年累计下修12.7万人，使得市场对于非农数据的信任程度大打折扣，并且兼职对于数据的影响使得市场对于非农数据信任程度有所下降。

美国通胀粘性持续，黄金短期定价天平向通胀端倾斜。美国2月PCE同比2.5%，符合预期，高于前值的2.4%，2月核心PCE同比2.8%，符合预期，低于前值的2.9%。3月以来盈亏平衡通胀率反映的通胀预期持续抬升，非农数据公布后Fed Watch显示6月降息25BP概率为50.8%，较此前有所降低，但市场仍定价年内美联储将降息。3月初市场对金价的定价主要围绕“反向扭转操作”预期对于短端利率的压制，而随着3月中旬美国CPI数据发布，再通胀隐忧重现，在短端利率被基准利率锁定在高位且降息时点或有延后的背景下，长端通胀预期以及下半年的再通胀风险使得金价的短期定价逻辑在以实际利率为核心的中观研究框架中，逐步向通胀端倾斜，也即短端的高名义利率以及后续的再通胀风险使得短端实际利率存在下行预期。

配置型资金回归或成为金价上涨的另一推动力。3月19日至今，COMEX管理基金多头增仓0.05万张，空头回补0.37万张，空头被挤离场是3月下旬以来金价上涨的原因之一。23年以黄金ETF为代表的配置型资金逐步离场，导致金价和ETF持仓量大幅背离，而今年3月以来黄金ETF持仓量触底回升，环比增加4.71吨。在24年美联储降息确定性提升的情况下，配置型资金回归或成为金价上涨的另一推动力。

美元信用长期隐忧仍存，央行购金支撑长期金价。美国2023年底联邦债务总额32.99万亿美元，CBO预测到2024年底这一规模将达到34.83万亿美元。美国债务规模的持续提升导致市场对于美元信用担忧加重。2024年1-2月全球央行净购金64.25吨，美元信用隐忧下的央行购金对金价形成长期支撑。

中东局势升级，避险情绪助推金价上涨。4月1日，以色列对伊朗驻叙利亚大使馆发动空袭，造成包括伊朗伊斯兰革命卫队下属“圣城旅”高级指挥官扎赫迪及其副手拉黑米在内的13人死亡。VIX指数从3月28日的13.01上涨至4月5日的16.03，中东局势的再度升级让黄金作为避险资产的价值更加体现，推动黄金价格持续上涨。

投资建议

黄金股当前市值并未完全反映近期的金价上涨，市场对于金价上涨持续性较为担忧，而18-22年黄金公司的自产金成本本年复合增速普遍在8%-10%，导致市场担忧黄金公司业绩兑现程度。2023年黄金股自产金成本增速有所放缓，我们预计2024年一季度在金价环比上涨、成本控制较为稳定的情况下，黄金公司业绩将较好兑现，黄金股相对金价具有较大“补涨”空间。在美联储资产负债表结构调整、黄金股一季度业绩较好兑现等因素影响下，预计Q2黄金股有望迎来主升浪行情。建议关注山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、紫金矿业等标的。

风险提示

美联储货币紧缩时长超预期，黄金公司成本抬升超预期，黄金公司产量不及预期。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究