



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

黄金：就业趋缓，未至衰退，金价冲高

核心观点

非农及失业率数据异常致短期衰退交易情绪达到顶峰，9月降息50BP概率大幅提升。继上周美国6月PCE物价指数同比增速环比下降数据公布后，本周三巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）政治局领导人伊斯梅尔·哈尼亚当天在德黑兰凌晨遭暗杀，国际油价大幅反弹，短期地缘政治风险带动金价大幅上涨。周四凌晨美联储议息会议鲍威尔言论被市场解读为“鸽派”，金价接力上涨，而周四晚公布的美国上周初请失业金人数以及ISM制造业PMI的就业分项使得市场对于美国劳动力市场疲软的担忧进一步加剧，周五晚公布的非农数据大幅低于预期且失业率超预期攀升导致短期市场衰退交易情绪达到顶峰，9月降息50BP概率大幅提升。

伦金冲高回落，或与衰退交易获利了结有关。伦金在非农及失业率数据公布后大幅冲高后回落，收盘价格2442.08美元/盎司，盘中高点2477.66美元/盎司，仍低于7月17日所创造的历史新高，而沪金受人民币大幅升值影响，基本抹去周内涨幅，金价冲高回落我们认为或与短期衰退交易情绪触顶，前期基于衰退交易的部分资金获利了结有关。

美就业市场虽边际趋弱，但尚未达到衰退情形。近期市场衰退交易或起始于7月5日公布的美国6月非农及失业率数据，6月非农虽高于预期，但下修了4-5月数据。而7月数据大幅低于预期，且6月数据同步下修，失业率跳升至4.3%，使得萨姆规则达到阈值，进一步引发市场对美国经济衰退的担忧。但是通过失业分项数据来看，失业率的跳升或主要与飓风“贝丽尔”相关，7月美国暂时性失业人数环比大增24.9万至106.2万人，远高于季节性波动。我们认为对于萨姆规则的应用需要考虑到劳动力结构变化以及其他经济数据后续变化。本轮美国经济修复伴随着移民的涌入，而近期解雇裁员人数并未有明显上升，职位空缺显示的劳动力需求有所减弱，但是美国劳动力缺口依然未恢复至2019年以前的水平。因此单从劳动力市场数据来观测，我们认为简单套用萨姆规则进而形成经济衰退的判断过于武断，仍需观察美国后续的经济数据。

降息预期抬升，SPDR黄金ETF持仓有所回升。截至8月2日，SPDR黄金ETF持有黄金845.47吨，相比7月初增持17.86吨黄金。我们认为后续随着美联储降息预期逐步加强，全球黄金ETF持仓量将逐步回升，成为黄金市场上重要的购买力量。

二季度全球央行购金同比稳中有增，意向增持黄金央行占比有所提升。国内央行官方数据自5月份以后没有进一步购金，引发市场对于央行购金对金价支撑逻辑的担忧，而近期世界黄金协会公布二季度全球央行购金量为183.39吨，同比+5.6%，上半年购金量为483.33吨，同比+5.1%，二季度购金量级依然稳中有增。据世界黄金协会，与去年相比，各国央行更加看好黄金作为储备资产在未来十二个月的前景，81%的受访央行表示全球央行的黄金持有量将在未来十二个月所有增加，而去年这一比例为71%。

柜台端黄金需求环比大增，抵消金饰需求下降。据世界黄金协会，二季度OTC及其他黄金需求为329.2吨，环比+384.83%，同比+53.19%，抵消了金饰需求环比下降的影响，使得全球二季度黄金总需求环比+6.35%。

投资建议

我们在历史复盘深度报告中曾得出结论，黄金股主升浪的起始点为美联储放松除基准利率以外的其他货币政策工具（历史上如降低窗口贴现利率或降低超额准备金率等），而市场预期降息概率的提高无法替代实际边际宽松（非基准利率）的效果，因此金价随着预期变化表现出宽幅震荡特征。距离9月议息会议不足两个月，且8月下旬存在杰克逊霍尔会议，需持续关注美联储相关其他货币政策工具或资产负债表方面的调整。黄金股目前内含金价显著低于现价，黄金股相对金价存在滞胀，主因市场担忧金价深度回调和业绩兑现问题，我们认为在今年成本端抬升有限的情况下，黄金股业绩将得到较好释放。建议关注山东黄金、赤峰黄金、中金黄金、湖南黄金、山金国际等标的。

风险提示

美联储降息预期延后，黄金公司成本抬升超预期，黄金公司产销量不及预期。



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