

贵金属

黄金板块的价值不止短期降息预期的博弈

宏观数据陆续出炉——降预期出现反复，但降息交易短期有效。美联储在7月 FOMC 会议上维持利率不变，但释放了9月可能降息的信号，显示出对通胀回落和就业市场降温的确认。鲍威尔在新闻发布会上表示，预期降息是合理的。美国7月季调后非农就业增加11.4万人，此前两个月的数据被向下修正。失业率连续第四个月攀升至4.3%，货币市场加大了对美联储降息的押注。我们预计随着美联储进入降息周期，流动性或逐步宽松，金价将得到进一步支撑。

美国赤字的扩张将为金价提供上行动能。黄金价格受美国财政赤字率影响显著，近20年看，赤字率和黄金趋势基本一致。财政赤字率的提高通过多种途径推动黄金价格上涨，包括引发通胀、美元贬值、降息需求以及损害国家信用。共和党和民主党在财政扩张上具有共识。历史经验表明，黄金价格与美国财政赤字之间存在良好的同步性，预计后市金价仍存上涨空间。

地缘风险事件对黄金是脉冲式的影响，但当下风险事件频发，避险需求有一定持续性。美国前总统特朗普在宾夕法尼亚州的竞选集会上遭遇枪击事件，但幸免于难，事件导致两人死亡，两人重伤。同时，伊朗伊斯兰革命卫队宣布哈马斯领导人伊斯梅尔·哈尼亚在德黑兰遇袭身亡，伊朗最高领袖哈梅内伊下令报复以色列。这些地缘政治风险事件增加了市场不确定性，推动投资者转向避险资产，可能短期内推高黄金价格。

央行购金行为使金价中枢不断上移。世界黄金协会报告指出，2024年上半年全球黄金需求小幅增长至2441.3吨，其中全球央行购金量同比增加5%，对黄金需求形成主要支撑。报告预测，多国央行政策利率的下调将增加市场对黄金的兴趣，为国际金价提供进一步支撑。

黄金股具有久期属性，更需要关注金价的趋势和中枢的抬升。在黄金大牛市来临时，黄金股的演绎路径通常是PE先进行抬升，而后伴随着金价上涨，黄金股的业绩逐步兑现，达到PE净利释放后双重作用下的高点，达成“戴维斯双击”。黄金股的业绩释放有一定的滞后性（久期），当下，我们看好黄金向上的趋势和金价中枢的抬升，以及未来黄金股业绩释放的潜能。建议关注：招金矿业、紫金矿业、山东黄金、山金国际、赤峰黄金、湖南黄金、中金黄金、中国黄金国际。

风险提示：美联储降息进度不及预期风险，美国通胀持续性超预期风险，贵金属价格大幅下跌风险

证券研究报告

2024年08月14日

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

上次评级

作者

刘奕町

分析师

SAC 执业证书编号：S1110523050001

liuyiting@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《贵金属-行业点评:利率平 通胀起 黄金上涨通道持续》 2020-07-30
- 《贵金属-行业点评:油价通胀见底 黄金前程似锦》 2020-05-18
- 《贵金属-行业专题研究:准备迎接金价新阶段》 2020-03-23

1. 降息交易短期仍是主线

美联储在 7 月的 FOMC 会议上继续按兵不动, 将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 不变。但同时释放了 9 月可能降息的信号, 美联储进一步确认在降通胀方面取得进展, 除了通胀, 美联储开始强调关注避免就业方面风险。在利率会议后的新闻发布会上, 鲍威尔表示预期更加接近降息是合理的, 9 月可能讨论降息。

会议整体措辞偏鸽: 1) 通胀方面, 认为“通货膨胀在过去一年中有所缓解(has eased, 维持 6 月表述, 但仍处于较高水平(remains somewhat elevated, 增加了 somewhat 一词)”, 对二季度的通胀回落走势更有信心。2) 承认劳动力市场降温(Job gains have moderated), 这也是对过去几个月失业率数据上升的追认。3) 认为通胀和就业市场目标更为平衡(move into better balance, 原表述是 move toward), 这也意味着美联储已经不再单纯专注通胀回落至 2% 的目标, 也在关注高利率造成的潜在经济风险。

表 1: 7 月和 6 月议息会议利率决议文本对比

	7 月 FOMC 声明	6 月 FOMC 声明
利率	维持利率 5.25%-5.5% 不变。在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时, 委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在通胀接近 2% 的信心增强之前, 降息是不合适的。	维持利率 5.25%-5.5% 不变。在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时, 委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。在通胀接近 2% 的信心增强之前, 降息是不合适的。
购债	继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量。	继续减少国债、机构债和机构 MBS 持有量。
经济	最近的指标表明, 经济活动继续稳步扩张。就业增长有所放缓, 失业率有所上升但整体维持低位。委员会判断, 实现其就业和通胀的风险持续趋向更好平衡。经济前景不明朗, 委员会关注其双重使命都在面临的风险。	最近的指标表明, 经济活动继续稳步扩张。就业增长保持强劲, 失业率维持低位。委员会判断, 过去一年中实现其就业和通胀目标的风险已更好地实现平衡。经济前景不明朗, 委员会依旧高度关注通胀风险。
通胀	通胀在过去一年有所缓和, 但依然有些高企。近几个月, 在实现委员会 2% 的通胀目标方面, 取得了一些进一步进展。委员会高度关注通胀风险, 坚定致力于让通胀回到 2% 的目标	通胀在过去一年有所缓和, 但依然高企。近几个月, 在实现委员会 2% 的通胀目标方面, 取得了适度的进一步进展。委员会高度关注通胀风险, 坚定致力于让通胀回到 2% 的目标

资料来源: 华尔街见闻, 天风证券研究所

美国 7 月季调后非农就业增加 11.4 万人, 此前两个月的数据被向下修正。失业率出人意料地连续第四个月攀升至 4.3%。货币市场加大了对美联储降息的押注。

1970 年以来美联储 12 次降息操作前后的金价表现, 降息前 1 至 3 个月黄金价格迎来普遍上涨, 平均金价涨幅为 8%。我们认为随着美联储将进入新的降息周期, 流动性进一步宽松, 会对金价带来支撑。

2. 美国财政赤字的扩张将为金价提供上行动能

黄金价格与美国赤字率在历史上有较好的同步性。2003 年至 2012 年间, 美国的赤字率显著上升, 这一时期黄金价格也经历了显著的增长。2013 年至 2015 年, 随着美国赤字率的显著下降, 黄金价格也出现了明显的回落。2016 年至 2019 年, 赤字率再次上升, 黄金价格也相应走高。而在 2020 年至 2023 年期间, 受疫情影响, 美国的赤字率进一步上升, 黄

金价格也持续上涨。

美国财政赤字率对金价有多种传导路径。1) 财政赤字率的扩大通过积极的财政政策刺激经济增长，随之可能带来的通货膨胀率上升，我们认为这可能会促进黄金价格的进一步增长。2) 财政赤字率的增加，美国的国际收支可能出现逆差并趋于扩大，导致美元贬值和美元指数下降，这也将对黄金价格产生正面影响。

图 1：随着美国债务规模升高，黄金价格抬升（金价：左轴）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

美国财政赤字的提升预示黄金仍有上涨空间。考虑到即将到来的大选，美国政府可能会持续增加资本支出。历史数据也显示，黄金价格与美国的财政赤字之间存在明显的正相关性。因此我们认为，未来黄金价格仍有上涨的可能性。

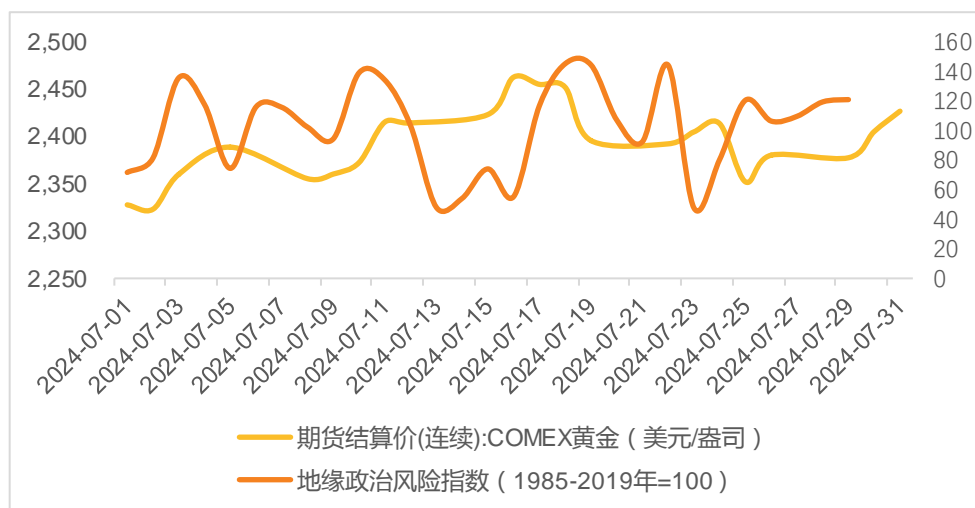
3. 地缘性风险事件频发，避险需求的持续性上升。

特朗普遇袭幸免于难。美国时间 7 月 13 日下午，特朗普在美国宾夕法尼亚州举行竞选集会发表演讲时，现场突然响起枪声。特勤人员随即冲上台将其压倒保护起来，然后护送其撤离演讲台，现场画面显示其右耳及面部有血迹。执法官员表示，包括枪手在内两人死亡，还有两人重伤。

中东地区的局势存在进一步恶化的可能。当地时间 7 月 31 日，伊朗伊斯兰革命卫队公共关系部当天在一份声明中宣布，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）政治局领导人伊斯梅尔·哈尼亚以及一名保镖在伊朗首都德黑兰遭袭死亡。伊朗最高领袖哈梅内伊周三（7 月 31 日）上午已经下令直接打击以色列，以报复哈尼亚在德黑兰被暗杀。

地缘性风险是黄金上涨的短期催化剂。突发事件给予市场较大的不确定性，增加投资者的避险情绪，导致增配避险类资产，可能是黄金价格短期上涨的推动因素。当下，美国大选存在不确定性，以及中东地区的局势存在进一步恶化的风险，**黄金的避险需求将有所增加。**

图 2：风险指数的抬升伴随金价走高（金价：左轴）

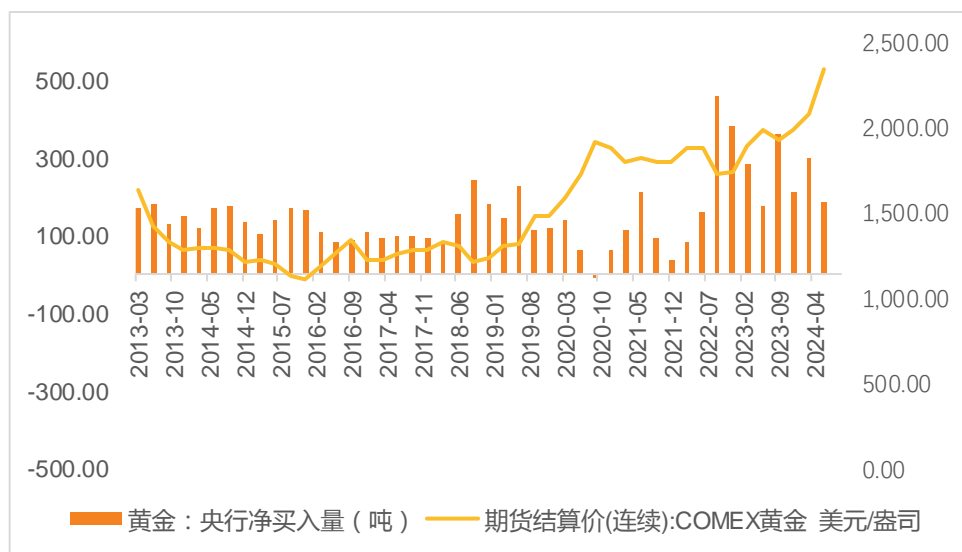


资料来源：IFIND，天风证券研究所

4. 央行购金决定更高的中枢价格

全球央行购金需求成为近年来推升金价的重要因素。2022 年央行购金贡献了主要需求增量，我们认为央行购金可视作全球资管机构资产配置策略的映射，购金量增加一般对应着金价上行周期。我们认为这将为中长期金价带来支撑。

图 3：央行购金的增加为黄金提供新的边际需求（金价：右轴）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

黄金需求小幅增长，央行购金预期维持。世界黄金协会 30 日发布报告，今年上半年全球黄金需求 2441.3 吨，同比增长 1.3%，呈现小幅增长态势。全球央行购金 483 吨，同比增幅 5%，拉动黄金需求。世界黄金协会在报告中对 2024 年全球央行购金总量的预测保持不变，同时基于多国央行政策利率下调将增加市场对黄金兴趣的预期，世界黄金协会预计将对国际金价继续形成支撑。

非洲国家正急于建立黄金储备，以对冲货币贬值和通胀风险。南苏丹央行行长詹姆斯-阿里卡-加朗 (James Alic Garang) 声明，该国计划通过增加黄金来扩大资产储备。乌干达央行计划直接从采矿者手中购买黄金，以缓解“外汇储备下降的问题，并应对国际金融市场的相关风险”。尼日利亚立法者则建议央行使用黄金来支持和稳定其货币奈拉，缓和通胀

风险。

5. 黄金股具有久期属性，更需要关注金价的趋势和中枢的抬升

黄金股具有久期属性，更需要关注金价的趋势和中枢的抬升。黄金市场进入一个明显的牛市阶段时，黄金股票的表现往往遵循特定的发展路径：最初，市场预期的提升将导致这些股票的市盈率（PE）增加；随后，黄金价格进一步上涨，黄金股票的盈利能力逐步得到体现，并在市盈率和净利润双重增长的推动下达到峰值，我们认为可能会获得一定程度的溢价。值得注意的是，黄金股票的业绩实现具有一定的时间滞后性，反映出其内在的久期特性。目前，我们对黄金价格的上升趋势、价格中枢的上移持乐观态度，并看好黄金股票在未来业绩释放的潜力。建议关注：招金矿业、紫金矿业、山东黄金、山金国际、赤峰黄金、湖南黄金、中金黄金、中国黄金国际

6. 风险提示

- 1, 美联储降息进度不及预期风险：**当前通胀虽已在持续下降，但可能由于就业韧性存在通胀再次上行的风险，造成美联储降息进度不及预期；
- 2, 美国通胀持续性超预期风险：**目前通胀仍然较高，劳动力市场仍然相对紧张，但供需条件持续趋向更好的平衡，宽松的金融条件将增加后续通胀的不确定性。
- 3, 贵金属价格大幅下跌风险：**国际政治紧张局势可能影响黄金价格，黄金的避险属性受地缘政治稳定性影响，可能会导致价格大幅度下跌。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com