

# 黄金股跟踪报告

## 配置价值凸显，金价强势延续

实际利率支撑下金价强势延续，大类比较效应下黄金配置价值凸显，盈利上行周期黄金股有望获得超额收益。

- **实际利率支撑下金价强势延续，大类资产比较效应下黄金配置价值凸显。**我们依然看好未来金价上行行情，主要原因在于：1) 中期视角下，疫情投放的天量流动性将会推升金融资产价格，而大类资产比价效应下，二季度黄金相对其他大类资产仍具有超额收益。首先，美股在未来一段时间存在较高回调风险。其次，疫情发生以来，美债作为唯一避险资产资金引发前期全球避险资金大量流入，名义利率进一步下行空间受限。而随着海外需求探底回升以及油价的低位反弹，通胀预期再起，实际利率仍有进一步下行空间，相比之下与实际利率走势挂钩的黄金资产涨幅有限，这将成为未来一段时间金价维持强势的重要支撑。2) 短期视角下，中美摩擦以及美股潜在回调风险都将使得风险资产承压，风险偏好的边际下行会成为黄金价格短期上行的驱动力。综上，疫情投放的流动性有望推升金融资产价格，大类资产比价效应下黄金具有相对配置优势，金价在经历了前期的修复行情过后有望迎来进一步上行。
- **实际利率下行预期推动近期金价加速上行。**5月12日以来，在联储对于美国经济的悲观预期以及中美问题的升温背景之下，金价出现了进一步上行。自2019年中中银策略团队推荐以来，黄金价格已经上行近26%。新冠疫情冲击带来的全球经济下行很可能作为康波衰退期的二次冲击，使得库存周期加速探底，带来金价中周期上行的推动力。美国实际利率的长期趋势为黄金价格长期走势的核心影响变量，疫情发生以来，10年期美债维持负利率水平，这也成为本轮金价维持强势的重要因素。中期来看，金融市场超额流动性的投放也成为本轮金价上行的助推力量。短期来看，中美关系的边际紧张以及市场对于负利率预期的升温成为近期金价加速上行的重要推动因素。
- **金价强势带来业绩支撑，盈利上行周期黄金股有望迎来超额收益。**结合二季度策略及5月月报预判，我们认为随着分母端驱动的边际趋弱，A股市场将会围绕盈利因子运行，而金价的强势将成为黄金股盈利的重要支撑。以山东黄金为例，2019年末以来，伴随着金价的边际企稳，公司净利润增速呈现逐季上升趋势，预计伴随着二季度以来金价的强势上行，黄金股盈利增速将会迎来加速爆发阶段。在盈利因子主导的市场环境之中，黄金股业绩确定性优势凸显，将会成为把握黄金价格上行的优选资产。
- **风险提示：海外疫情发展超预期，海外基本面冲击弱于预期。**

### 相关研究报告

《策略周报——逢低布局黄金股好时机》  
20191110

《黄金股跟踪报告——流动性环境推升金价，黄金股迎来新一轮上行机会》 20200418

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 市场策略

王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519060003

\*郭晓希为本报告重要贡献者

## 实际利率支撑下金价强势延续，大类比较效应下黄金配置价值凸显

近期，黄金价格加速上行，创下年内新高。往后看，我们依然看好未来金价上行行情，主要原因如下：

中期视角下，疫情投放的天量流动性将会推升金融资产价格，而大类资产比价效应下，二季度黄金相对其他大类资产仍具有超额收益。首先，美股在未来一段时间存在较高回调风险。3月末以来，在联储强有力的对冲政策下，美股自疫情冲击的深坑反弹，流动性及风险偏好的触底回升推动了本轮美股估值修复行情。预计未来美股市场将会逐步由前分母端驱动的行市逐步演化为分子端盈利驱动的行市。流动性带来的边际效应递减，未来随着分母端动能的减弱，美股面临基本面下行带来的回调风险。其次，疫情发生以来，美债作为唯一避险资产资金引发前期全球避险资金大量流入，当前10年期美债利率已经达到0.64%的历史低位，若疫情影响的持续时间不超预期，名义利率进一步下行空间受限。而随着海外需求探底回升以及油价的低位反弹，通胀预期再起，实际利率仍有进一步下行空间，相比之下与实际利率走势挂钩的黄金资产涨幅有限。受前期流动性危机影响，金价甚至一度下探至1,460美元/盎司的低位，而近期金价的快速上行更多反映的是对前期流动性冲击下资产价格错误定价的修复。往后看，实体经济的修复难以一蹴而就，在实体需求复苏前，美债实际利率有望维持负利率水平，这将成为未来一段时间金价维持强势的重要支撑。

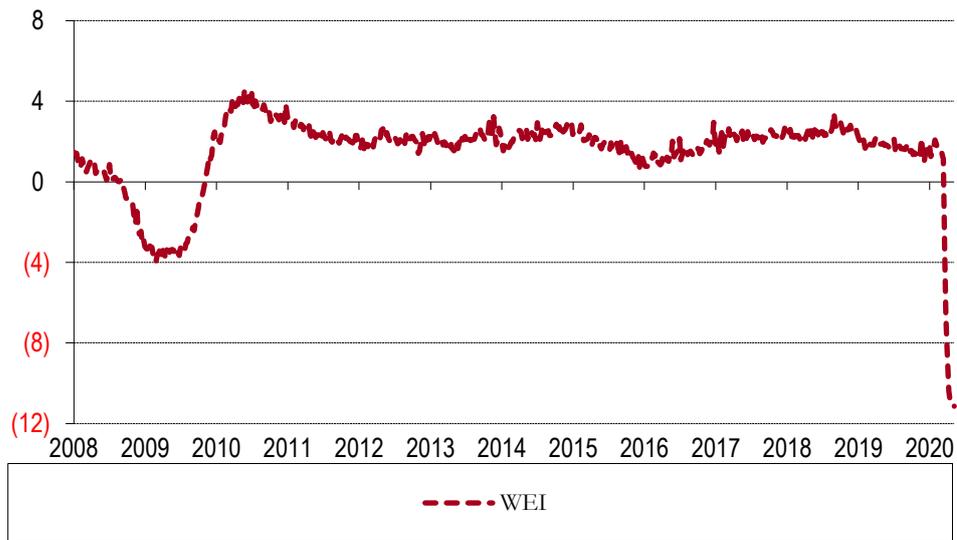
图表 1. 美债实际利率已经处于负利率区间



资料来源：万得，中银证券

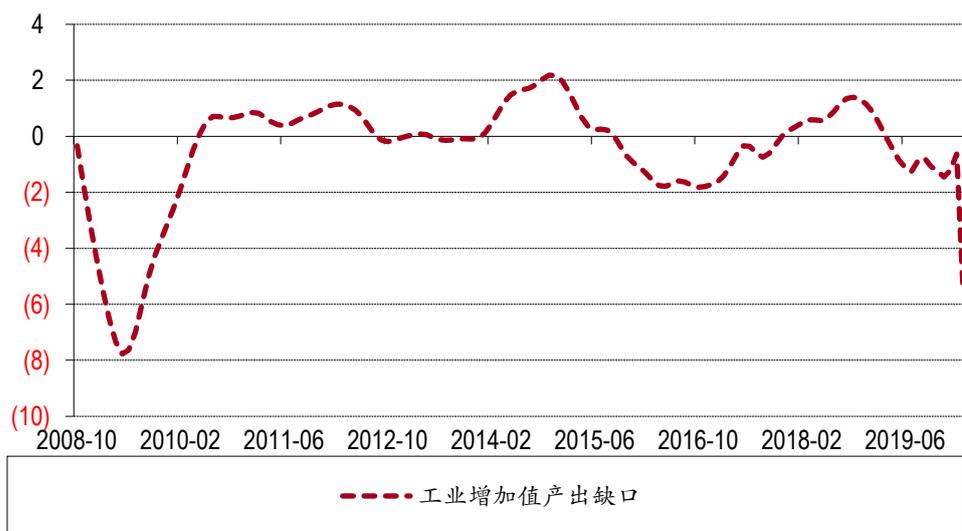
短期视角下，中美摩擦以及美股回调风险将会加剧市场风险偏好波动，有望成为金价进一步上行的驱动。库存周期视角下，欧美经济体刚刚开启实体经济加速下行周期。前瞻指标显示二季度美国经济将会遭遇较大下行。截至5月9日，美国经济动能指数降幅继续扩大并创下2008年金融危机以来历史新低，自3月以来连续7周降幅超过4%，这意味着二季度美国经济短期下行幅度或将超越金融危机时期水平。而4月最新的PMI、工业生产指数等实体指标下行幅度有限，预计未来一段时间，美国实体经济仍会面临较大下行风险。同时，虽然海外复工进程逐步开启，但预期海外经济体复苏进程难以一蹴而就，海外经济在二三季度仍将处于衰退晚期到扩张早期过渡阶段，黄金资产将在这一阶段表现出较强的相对优势。同时，中美关系的边际紧张也将使得市场风险偏好波动增加。未来一段时间中美摩擦以及美股潜在回调风险都将使得风险资产承压，风险偏好的边际下行会成为黄金价格短期上行的驱动力。

图表 2. 美国经济动能指数已经连续 7 周大幅下行



资料来源: FRED, 中银证券

图表 3. 美国产出缺口当前下行幅度低于前瞻指标



资料来源: 万得, 中银证券

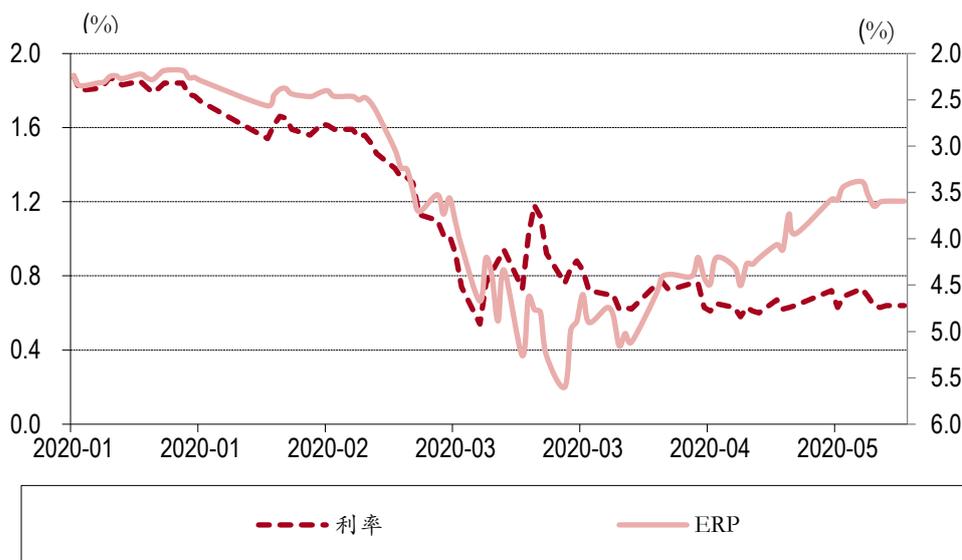
**实际利率下行预期成为近期金价加速上行推动力。**5月12日以来,在联储对于美国经济的悲观预期以及中美问题的升温背景之下,金价出现了进一步上行,截至2020年5月18日,伦敦金现货价格高点触及1,765.30美元/盎司,再次刷新年内金价高点。自2019年中中银策略团队首次推荐以来,黄金价格已经上行近26%。新冠疫情冲击带来的全球经济下行很可能作为康波衰退期的二次冲击,使得库存周期加速探底,带来金价中周期上行的推动力。美国实际利率的长期趋势为黄金价格长期走势的核心影响变量,疫情发生以来,10年期美债维持负利率水平,这也成为本轮金价维持强势的重要因素。中期来看,金融市场超额流动性的投放也成为本轮金价上行的助推力量。短期来看,中美关系的边际紧张以及市场对于负利率预期的升温成为近期金价加速上行的重要推动因素。

图表 4. 现货黄金价格走势



资料来源：万得, 中银证券

图表 5. 美债利率及股债风险溢价水平



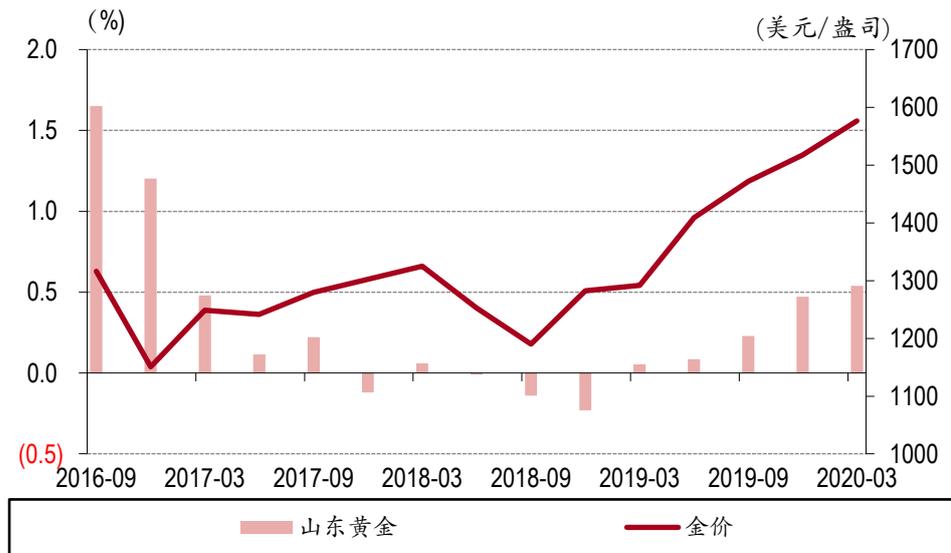
资料来源：万得, 中银证券

综上，疫情投放的流动性有望推升金融资产价格，大类资产比价效应下黄金具有相对配置优势，金价在经历了前期的修复行情过后有望迎来进一步上行。

### 金价强势带来业绩支撑，盈利上行周期黄金股有望迎来超额收益

结合二季度策略及 5 月月报预判，我们认为随着分母端驱动的边际趋弱，A 股市场将会围绕盈利因子运行，而金价的强势将成为黄金股盈利的重要支撑。以山东黄金为例，2019 年末以来，伴随着金价的边际企稳，公司净利润增速呈现逐季上升趋势，预计伴随着二季度以来金价的强势上行，黄金股盈利增速将会迎来加速爆发阶段。在盈利因子主导的市场环境之中，黄金股业绩确定性优势凸显，将会成为把握黄金价格上行的优选资产。

图表 6. 山东黄金净利润增速



资料来源：万得, 中银证券

**风险提示:**

海外疫情发展超预期，海外基本面冲击弱于预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_5072](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5072)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn