

金价的“诗和远方”：黄金 ETF 深度



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lcqz.com
证书: S1320523020004



李纵横 研究助理
Email: lizongheng@lcqz.com

投资要点:

金价与美债利率脱钩主要原因包含两点：美国国家赤字率长期高位抬高了黄金的价格中枢、央行集中购金增储形成了市场对于金价上行预期。

黄金价格长线趋势预计向上。全球赤字率中枢抬升并非短期现象，而新兴经济体黄金储备相较西方有着较大差距，未来降低对单一资产的依赖度、多元化配置资产将是央行选择的主要趋势，而黄金资产是填补美元资产减配的主要选项，两大因素将继续带动黄金价格长期趋势的上行。

金价短期内面临回调风险。当前时间下，黄金市场投机性多方交易过于拥挤，多空比已上行至近几年高位水平，同时伊以冲突继续向外蔓延可能性已基本证伪，地缘政治风险整体可控，伴随市场情绪面波动逐步回归预期，黄金价格短期我们提示回调风险，但考虑一季度央行购金力度仍强、降息周期临近，预计其回调幅度将相对有限。

年内黄金市场主要博弈点将在于对于美联储降息节点的判断，下半年金价预计将进入上行周期。我们认为，9 月进行首次降息的可能性较高，而在降息周期中往往伴随着强势的黄金市场，且金价拐点通常领先于货币政策调整节点，根据历史规律来看，领先周期通常为 3 个月。同时考虑年内美国大选所带来的不确定性所引发的避险需求，我们判断在经历短线回调后，预计下半年黄金价格将重新进入上行周期。

现货类黄金 ETF 占据绝对主体，其内部相关 ETF 业绩基准相同，因此收益率相差不大。**但头部 ETF 基金规模显著领先于其余 ETF 产品，享有更强资产流动性，2021 年至今，年收益率均处在行业领先水平，选择产品时建议重点关注。**

股票类黄金 ETF 成立时间较短，目前基金规模有限，国内仅有两支黄金产业指数型基金，联接基准均为中证沪深港黄金产业股票指数。**回溯该指数与金价走势，两者涨跌高度相关，在牛市来临时，指数涨幅与金价近似相当，但弹性更强，在行业上行周期时可以进行选择。但熊市中，现货类黄金 ETF 防守属性更强，指数回调幅度通常大于黄金，因此在配置时，我们提示重点关注其潜在的回撤风险。**

风险提示：美国通胀粘性超预期、美国就业市场超预期下行、全球宏观经济修复不及预期、地缘政治形势恶化、美联储货币政策调整节奏超预期等

投资评级：看好（维持）

市场表现



相关报告

坐看云起时——电解铝行业深度

2023.05.25

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1. 进击中的黄金：金价走势回顾	4
1.1 海外市场主导国际金价走势	4
1.2 传统研究框架失效：金价与美债实际利率脱钩	4
2. 如何看待金价走势的异动？	6
2.1 宽财政与央行增储带动金价长期趋势上行	6
2.1.1 美国国家赤字率长期高位抬高了黄金的价格中枢	7
2.1.2 央行集中购金增储形成了市场对于金价上行预期	9
2.2 资金面及情绪面影响金价短期走势	12
3. 后续金价如何看？	14
3.1 降息周期临近，金价预计迎来新一轮上涨	14
3.2 美国大选所带来避险需求助推金价走强	17
4. 黄金 ETF 怎么选？	18
4.1 两品类黄金 ETF 比较	18
4.2 归纳总结及投资建议：重点关注头部现货类黄金 ETF	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1	海内外交易市场黄金价格走势对比（美元/盎司、元/克）	4
图 2	2023 年至今，黄金价格走势回顾（美元/盎司）	5
图 3	黄金的三重属性	6
图 4	2023 年至今，黄金价格与美债实际利率走势背离（美元/盎司、%）	6
图 5	不同利率环境下，黄金价格与美债利率走势对比（美元/盎司、%）	7
图 6	本轮加息周期中，财政政策并未积极配合（%）	8
图 7	联邦政府赤字规模扩张增加美联储控制通胀难度（%、百万美元）	8
图 8	美国债务规模疫情后快速扩张（十亿美元）	9
图 9	美国赤字率提高助推黄金价格上行（美元/盎司）	9
图 10	2022 年开始，央行购金量大幅增加（吨）	9
图 11	央行年度购金规模及同比增速（吨）	9
图 12	2012 年至今中国央行购金时点（美元/盎司、吨）	10
图 13	央行购金规模与金价并无显著正相关性（美元/盎司）	11
图 14	2024 年黄金价格经历两轮上涨（美元/盎司）	12
图 15	2024 年 3 月多头资金进入黄金市场增量明显（美元/盎司、张）	13
图 16	投机性黄金交易多空比上行至高位（美元/盎司、%）	13
图 17	地缘政治因素主导 4 月黄金价格走势（美元/盎司）	13
图 18	CPI 同比增速降幅放缓（%）	14
图 19	3 月核心 PCE 环比增速超预期（%）	14
图 20	一季度 PCE 价格指数环比增速大幅反弹（%）	15
图 21	旺盛的消费是当前通胀顽固主因	15
图 22	4 月美国非农数据不及预期（千人）	15
图 23	失业率小幅抬头（%）	15
图 24	就业市场需求进一步回落（%）	16
图 25	2024 年一季度美国经济增速继续放缓（十亿美元、%）	16
图 26	黄金价格通常先于美联储货币政策节点进行调整，且领先周期通常为 3 个月（%、美元/盎司）	17
图 27	2024 年美国大选关键节点	18
图 28	现货类 ETF 有更多产品可供选择	19
图 29	现货类 ETF 是目前国内黄金 ETF 市场的绝对主体	19
图 30	中证沪深港黄金产业股票指数编制过程	21
图 31	不同市值权重股所占比例	21
图 32	中证沪深港黄金产业股票指数与黄金价格走势对比（美元/盎司、点）	22
表 1	黄金价格月度涨幅对比（美元/盎司）	5
表 2	高利率环境下，黄金价格与美债利率负相关性大幅削弱	8
表 3	全球主要经济体资产储备结构（亿美元）	11
表 4	美联储降息节点概率分布	16
表 5	2000 年至今，三轮降息周期中黄金市场价格表现（美元/盎司）	17
表 6	2000 年至今，六轮美国大选年黄金价格表现（美元/盎司）	18
表 7	现货类黄金 ETF 基本资料信息（亿元）	19
表 8	上海金（SHAU）与 AU99.99 区别对比	20
表 9	2021-2024 年 14 家现货类黄金 ETF 年收益率分布（亿元、%）	20
表 10	股票类黄金 ETF 基本资料信息（亿元）	20
表 11	中证沪深港黄金产业股票指数前十大成分股（亿元）	21
表 12	头部两支现货类黄金 ETF 市场表现与行业均值对比（亿元）	23

1. 进击中的黄金：金价走势回顾

1.1 海外市场主导国际金价走势

黄金市场是全球金融体系的重要组成部分,经过几百年长期发展,形成了较为完善、独具特色的交易方式和交易系统。按照交易品种及组织化、公开化程度,现代黄金交易市场可划分为以下三大类:

- 一、从事黄金期货、期权交易的期货交易所,如纽约商业交易所、芝加哥期货交易所、巴西商品交易所等,其中最具代表性的是美国纽约商业交易所(COMEX)。
- 二、从事全球性现货黄金交易业务的机构,其中最具代表性的是伦敦金银市场协会(LBMA),它是全球现货黄金的定价中心。
- 三、区域性的现货交易市场,该类市场由所在国中央银行组建、监管,在本地区组织黄金售卖,如上海黄金交易所、苏黎世黄金市场等。

目前世界黄金的定价权仍旧主要以美国及欧洲市场为主导,国际金价的形成主要来自于纽约商业交易所及伦敦金银市场协会的黄金合约,因此在分析国际金价走势时,需要重点关注 COMEX 黄金期货价格及 LBMA 黄金现货价格。上海交易所虽然已经成长为全球最大的实物黄金交易市场,但其价格仍需跟随国际金价走势波动,在定价层面话语权有限。

图1 海内外交易市场黄金价格走势对比(美元/盎司、元/克)



资料来源: , 联储证券研究院

1.2 传统研究框架失效：金价与美债实际利率脱钩

2024年2月-4月,黄金价格凌厉上涨。截止2024年4月12日,伦敦现货黄金价格突破2400美元/盎司,创下历史新高,相较2月阶段性低点价格上行20.98%。3月,伦敦现货黄金价格单月月度涨幅达到8.03%,接近2023年10月巴以冲突爆发初期黄金

价格当月涨幅，超过 2023 年 3 月美国硅谷银行事件爆发时期黄金价格当月涨幅。对于黄金市场来说，在基本面并无显著变化的前提下，价格凌厉上涨的行情并不多见，因此，2024 年 2 月-4 月期间国际金价的异动引发了市场的广泛关注。

图2 2023 年至今，黄金价格走势回顾（美元/盎司）



资料来源：，联储证券研究院

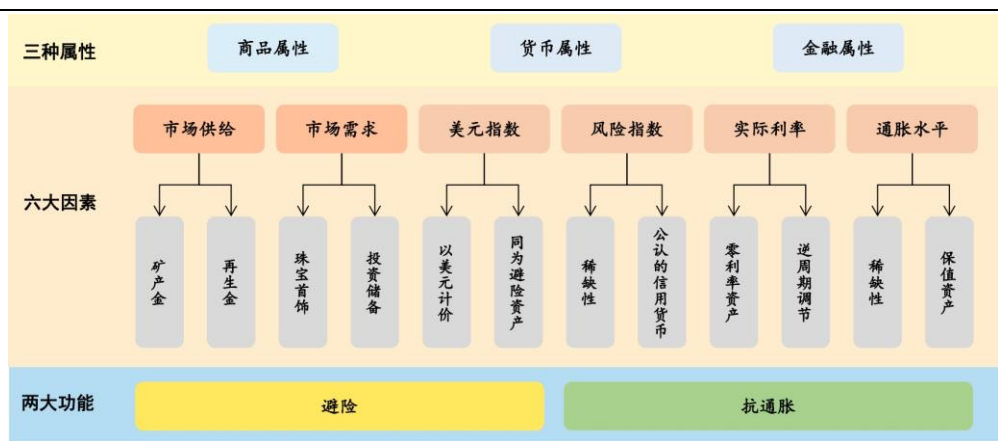
表1 黄金价格月度涨幅对比（美元/盎司）

年份	月份	月初价格	月末价格	月度涨幅
2023 年	1 月	1,843.25	1,923.90	4.38%
	2 月	1,925.90	1,824.60	-5.26%
	3 月	1,841.25	1,979.70	7.52%
	4 月	1,983.30	1,982.55	-0.04%
	5 月	1,995.40	1,964.40	-1.55%
	6 月	1,974.35	1,912.25	-3.15%
	7 月	1,928.75	1,970.65	2.17%
	8 月	1,947.20	1,942.30	-0.25%
	9 月	1,940.55	1,870.50	-3.61%
	10 月	1,833.05	1,996.90	8.94%
	11 月	1,986.35	2,035.45	2.47%
	12 月	2,045.40	2,062.40	0.83%
2024 年	1 月	2,067.55	2,053.25	-0.69%
	2 月	2,045.85	2,048.05	0.11%
	3 月	2,049.80	2,214.35	8.03%
	4 月	2,264.50	2,307.00	1.88%

资料来源：，联储证券研究院

此外，黄金作为有色金属中的特殊品类，长期以来，其价格主要由货币属性及金融属性主导。传统分析框架下，黄金是具备三重属性的特殊金属品类。货币属性层面黄金作为国际性交易的大宗商品，自身由美元计价，同时在信用货币时代，黄金仍然扮演价值锚定角色，因此多数时段，黄金价格与美元指数呈现负相关关系。金融属性层面，黄金作为无息资产，市场对其价值判断很大程度上取决于其他有息资产收益率高低，其中美元资产为主体，而当美元资产收益率降低时，黄金的配置价值将得到凸显。因此，我们通常将美国实际利率作为持有黄金的机会成本，外在表现为黄金价格与美国实际利率呈现较强的负相关关系。

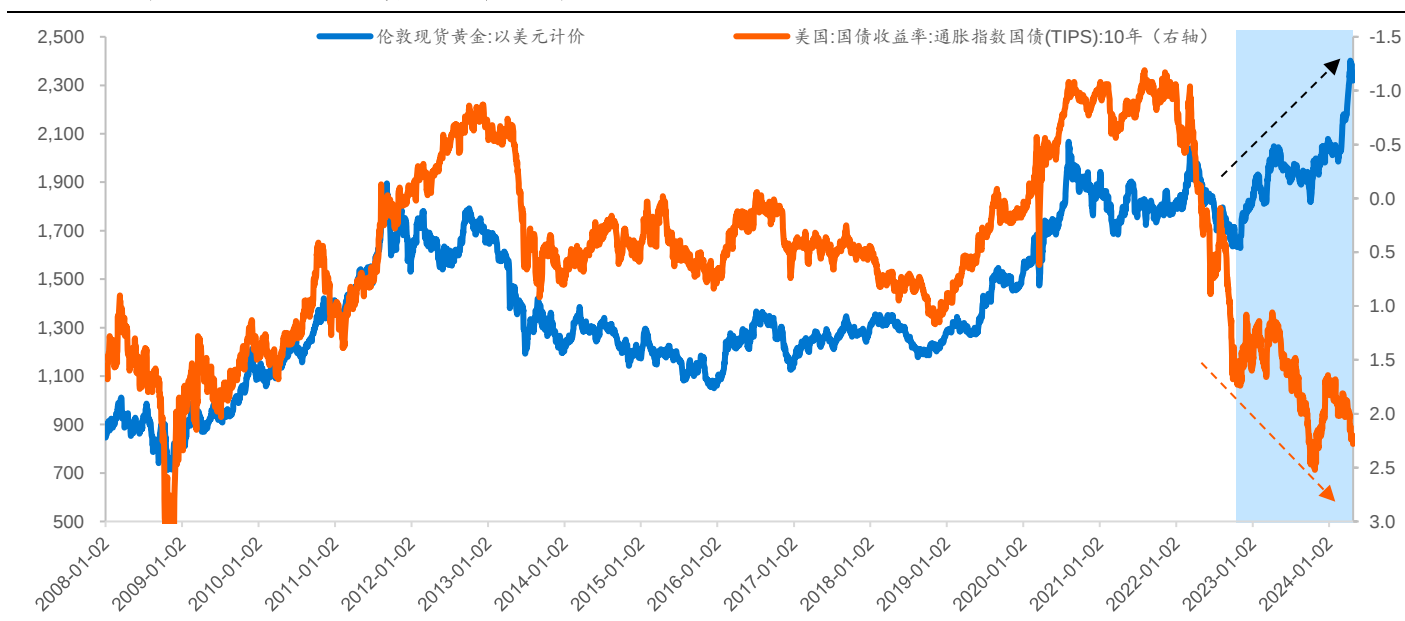
图3 黄金的三重属性



资料来源：联储证券研究院

但是，利用传统的研究框架分析近期黄金价格，其有效性却显著下滑。本轮黄金价格与美债实际利率的脱钩始于 2023 年年初，在美联储激进加息的大背景下，美债实际利率快速走高，但黄金价格并未如历史规律般走弱，其价格中枢反而不断抬高，尤其进入 2024 年后，黄金与美债利率同步快速上行，使得市场对于传统金价分析框架的有效性产生了诸多质疑。

图4 2023 年至今，黄金价格与美债实际利率走势背离（美元/盎司、%）¹



资料来源：联储证券研究院

2. 如何看待金价走势的异动？

为了解释金价的异动以及其与美债利率脱钩，我们将影响因素划分为中长期（2023 年至今）和短期（2024 年 2 月-4 月）两个层面进行分析。

2.1 宽财政与央行增储带动金价长期趋势上行

2023 年初至今黄金价格的上行，我们认为存在两大推动因素：一、本轮加息周期的

¹ 对右侧坐标轴进行逆序处理

特殊性；二、央行购金增储形成黄金价格上行预期。

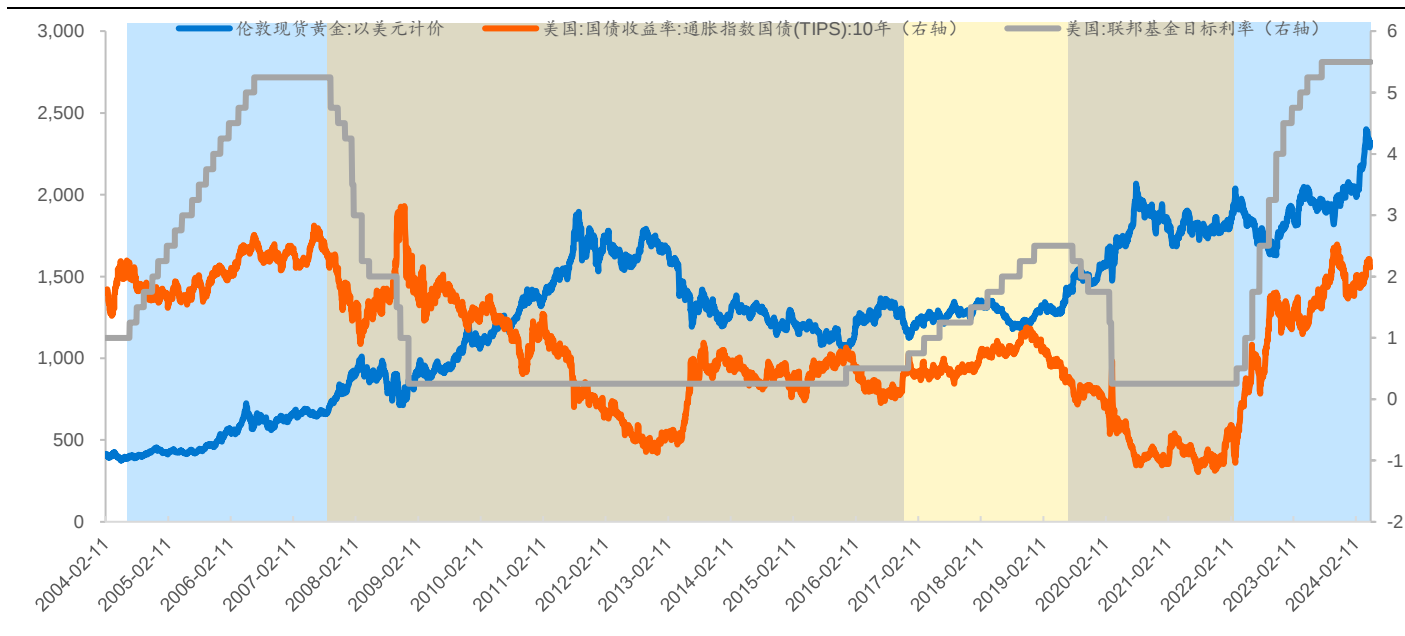
2.1.1 美国国家赤字率长期高位抬高了黄金的价格中枢

回溯 2000 年至今在不同利率环境下黄金价格与美债利率波动情况，黄金与美债实际利率高度负相关时段通常位于低利率环境下。2006 年美国地产危机爆发，过度的资产证券化放大了风险敞口，引起了全球性的金融危机，西方主要经济体均采用降息操作应对，之后，全球迎来了长期性的低利率环境，使得市场中的投资者对于收益率的波动更为敏感。美国国债在布雷顿森林体系解体后，长期以来一直作为全球金融体系的基石，其实际利率通常作为衡量资产投资成本的重要参考，因此，黄金价格与美债实际利率在此环境下保持了较强的负相关关系。

由于低利率环境持续时间过长，我们对于实际利率与黄金价格的负相关形成了经验主义预期，但在高利率环境下，两者的实际负相关性会大幅削弱。美联储基准利率的抬升会减弱黄金价格与美债实际利率的负相关性，甚至在 2004-2006 年和 2022 年至今，由于美联储激进加息，联邦基金目标利率大幅上行，金价与美债实际利率甚至呈现正相关关系，总结主要原因，我们认为有以下两点：

- 第一。 货币政策通常需要逆周期调节，21 世纪初美国地产市场的过度繁荣、2022 年经历疫情后的过度刺激，西方主要经济体均面临较高通胀水平，在此背景下，黄金的抗通胀属性从需求侧对其价格形成拉动。
- 第二。 高利率环境下，投资者可以通过固收或储蓄获得较高回报，对于收益率的敏感度降低，直接性削弱了美债实际利率与其他风险资产（包括黄金）价格的相关性。

图5 不同利率环境下，黄金价格与美债利率走势对比（美元/盎司、%）



资料来源：联储证券研究院

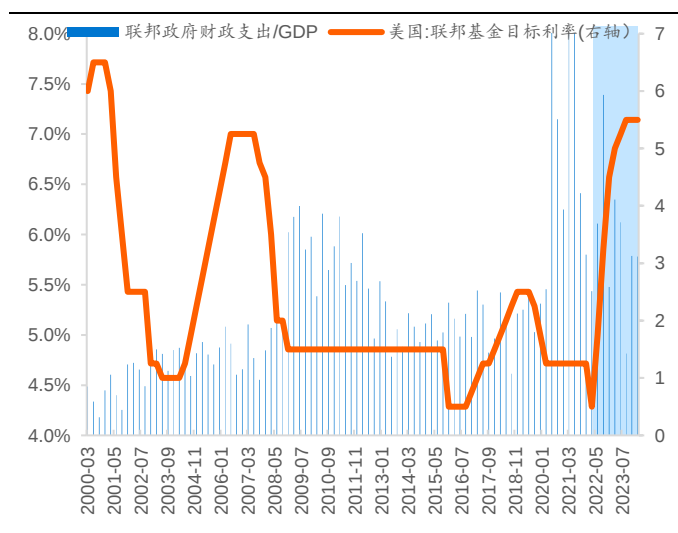
表2 高利率环境下，黄金价格与美债利率负相关性大幅削弱

起始时段	终止时段	利率环境	加息幅度	持续时长	两者相关性
2004 年 7 月	2007 年 9 月	高利率	425BP	39 个月	0.86
2007 年 9 月	2017 年 3 月	低利率	--	115 个月	-0.85
2017 年 3 月	2019 年 7 月	较高利率	175BP	29 个月	-0.43
2019 年 7 月	2022 年 3 月	低利率	--	21 个月	-0.90
2022 年 3 月	至今	高利率	525BP	26 个月	0.40

资料来源：联储证券研究院

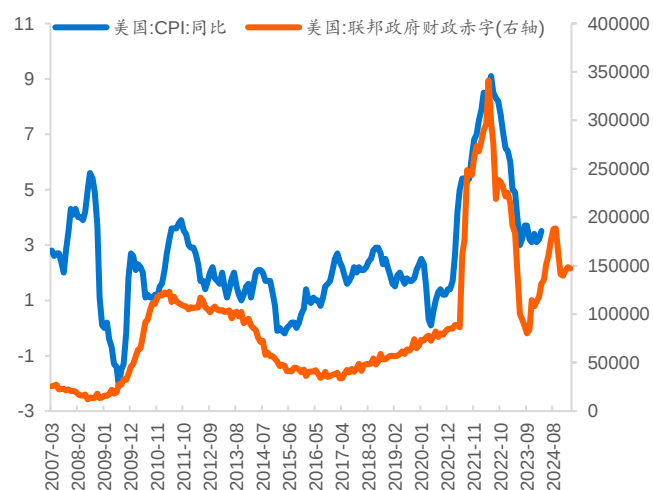
同时，在本轮加息周期中，紧货币与宽财政存在矛盾。2020 年，为了对冲新冠疫情对于宏观经济的负面冲击，美国政府出台了历史性的财政刺激政策，联邦政府财政支出占 GDP 的比例创下历史新高。2022 年，为了遏制高企的通胀，美联储激进加息，但财政层面仍旧维持了较为宽松的环境。美国赤字率虽然相较 2021 年的高点显著回落，但 2022 年-2023 年仍旧维持了 5.5% 以上的高位水平。我们认为，宽松的财政政策环境所创造的超额储蓄是美国能够在本轮加息周期中实现托底经济、稳定就业市场的重要原因之一，但客观上，同时也增加了美联储控制通胀的难度。

图6 本轮加息周期中，财政政策并未积极配合 (%)



资料来源：联储证券研究院

图7 联邦政府赤字规模扩张增加美联储控制通胀难度 (%、百万美元)²



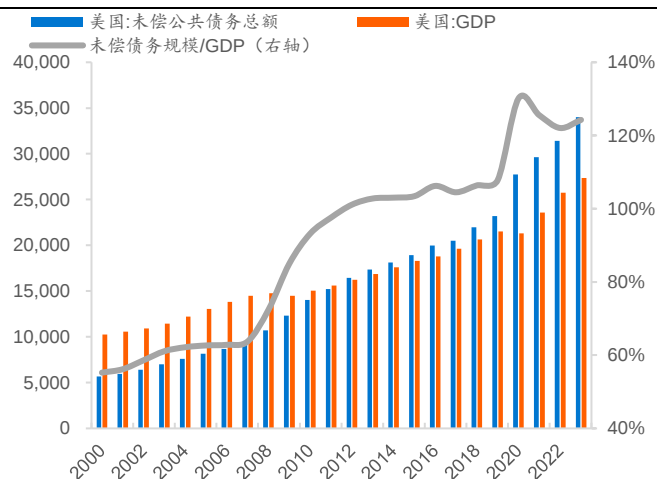
资料来源：联储证券研究院

此外，长期过高的债务规模使得市场对其延续性产生质疑。2023 年，美国未偿债务规模突破 34 万亿美元，占其当年 GDP 规模 124.27%。长期高额的财政支出规模使得市场开始出现对其延续性的质疑。2023 年下半年，惠誉、穆迪等评级机构均下调了美国的信用评级。

而根据历史规律，由于黄金的抗通胀及避险属性，财政赤字率的居高不下所带来的通胀粘性以及对于债务风险的担忧，导致其价格与美国赤字率保持着较强的正相关性，美国国家财政赤字占 GDP 比例快速抬升阶段往往伴随着金价牛市的产生。因此，2022-2023 年美国赤字率的高位，客观上抬高了黄金市场的价格中枢。

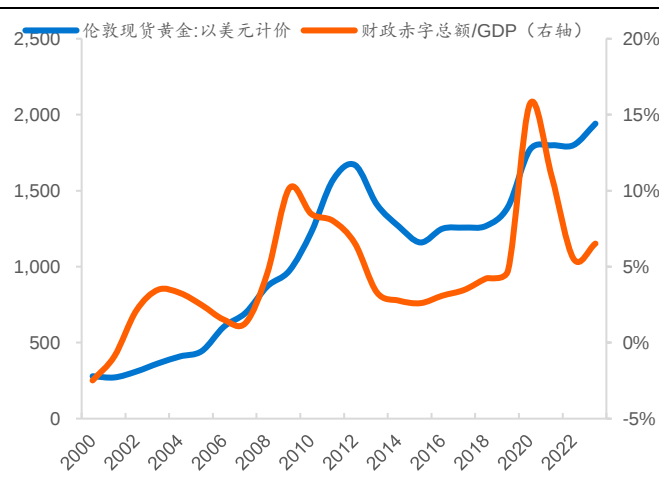
² 对联邦政府赤字规模数据进行年度移动平均，同时前置 14 个月画图

图8 美国债务规模疫情后快速扩张（十亿美元）



资料来源：联储证券研究院

图9 美国赤字率提高助推黄金价格上行（美元/盎司）



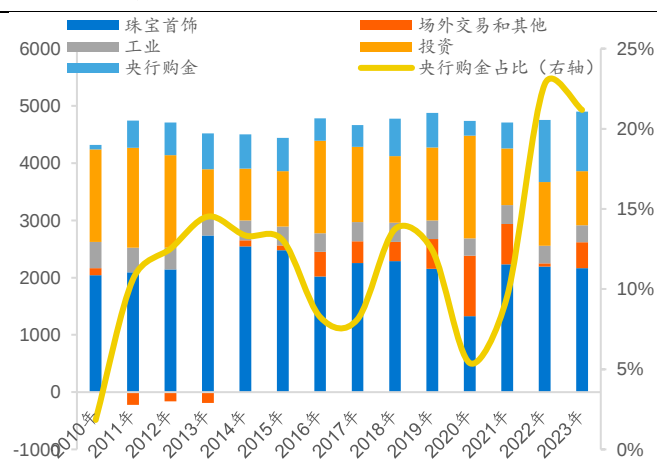
资料来源：联储证券研究院

2.1.2 央行集中购金增储形成了市场对于金价上行预期

长期以来，黄金的货币属性及金融属性一直主导价格走势，商品属性对于黄金价格的影响相对有限。一方面，黄金天然就是货币，虽然在布雷顿森林体系瓦解后，黄金不再与美元挂钩，但仍然一定程度扮演着纸币价值度量者的角色，与经济货币政策以及通货膨胀有较强的相关性；另一方面，黄金供需结构呈现较强的刚性特征，供给的年度增量变化与全球黄金储量相比影响极为有限，而黄金的工业及珠宝首饰的需求量同样较为稳定。

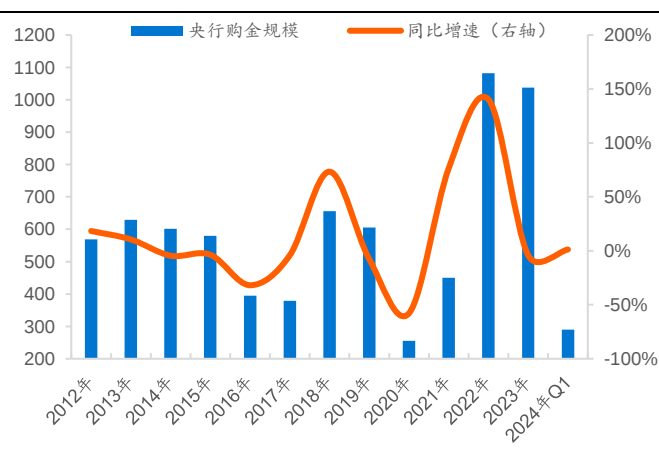
2022年开始，全球央行大幅增加购金规模、提高黄金储备，对于原有需求结构形成冲击。由于黄金长期作为全球通用的一般等价物存在，各国央行均会维持一定黄金储备以增强主权货币信用，同时应对可能出现的金融风险。2011年至今，每年全球央行均会购入一定数量黄金增加储备，虽然购入规模波动较大，但其所占年度需求比例均未超过15%。而在2022年后，央行购金规模大幅增加，2022年、2023年均突破1000吨，创下历史新高，其在黄金年度需求中的占比也突破20%。

图10 2022年开始，央行购金量大幅增加（吨）



资料来源：联储证券研究院

图11 央行年度购金规模及同比增速（吨）

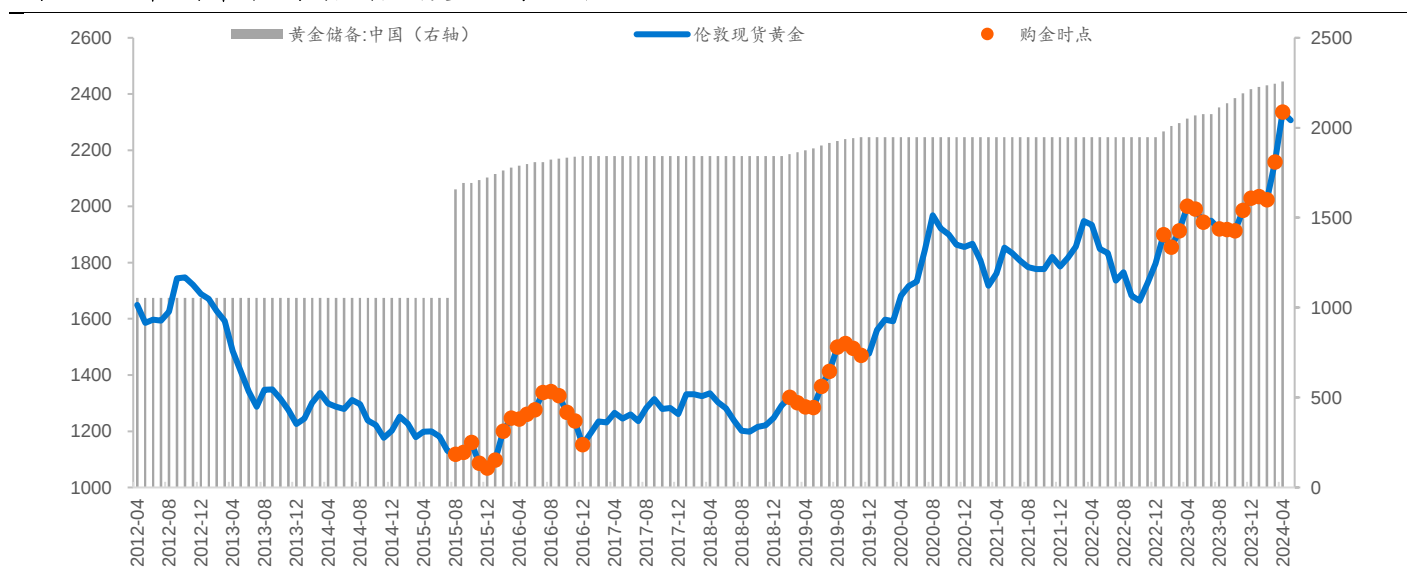


资料来源：联储证券研究院

央行集中性的购金增储，一方面直接拉动了黄金的需求，更重要的是提升了市场对于黄金价格上行的信心。以中国央行为例，2012年至今，中国央行经历了三轮购金高潮，从前两轮购金节点来看，均处在相对的低位区间，后续均伴随黄金牛市的出现。有这样

的现象产生，一方面显示了央行对于黄金价格判断的准确性，另一方面央行的购金增储使得市场形成了对于黄金价格上行的预期，带动了增量资金的进入，我们认为，央行购金增储对于黄金价格的潜在拉动效应更为关键。

图12 2012年至今中国央行购金时点（美元/盎司、吨）



资料来源：联储证券研究院

近两年央行购金量的大幅上涨，主要原因包含以下几点：

- 第一，全球主要经济体储备资产结构显著分化。欧美经济体为了维持其货币信用，在其储备资产结构中均持有了远超其他国家的黄金资产，而新兴市场则仍以外汇资产为储备资产的绝对主体，黄金储备占比较低，未来该部分市场黄金储备具备较强的发展空间。
- 第二，降低对于单一资产的依赖度是部分国家央行对储备资产结构调整的重要战略方向。以美债为代表的美元资产是各国储备资产的主体部分，但美元缺乏足够安全的锚定物，2022年后美元资产的安全性受到广泛质疑，部分国家试图降低对单一主权货币的依赖程度、适当减少美元资产的持有比例、实现储备资产多元化。
- 第三，黄金资产承接部分美元资产减配所产生的央行储备需求。黄金具备的稀缺属性使其很高的储备价值，受宏观经济波动影响相对较小，同时与任何一种货币所计量的底层资产均没有显著的关联，因此，配置黄金能够实现潜在风险的对冲，而上述性质使得黄金资产成为填补美元资产减配所遗留的储备资产缺口的重要选项。

表3 全球主要经济体资产储备结构（亿美元）

	储备资产			黄金储备				外汇储备				其他资产		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	占比	2021	2022	2023	占比	2021	2022	2023
美国	7162	7066	7734	4760	4739	5393	70%	407	372	373	5%	1995	1955	1968
欧元区	11962	11848	12668	6304	6276	7142	56%	3178	3145	3006	24%	2479	2427	2519
俄罗斯	6322	5817	5972	1347	1359	1547	26%	4681	4178	4142	69%	295	280	283
英国	1942	1764	1779	182	181	206	12%	1278	1103	1088	61%	482	480	486
印度	6385	5673	6278	441	459	533	8%	5699	4980	5512	88%	245	234	233
瑞士	11098	9236	8639	609	606	690	8%	10338	8485	7800	90%	152	145	150
泰国	2460	2165	2245	143	142	162	7%	2248	1956	2016	90%	69	67	67
沙特	4739	4782	4579	189	188	214	5%	4295	4349	4119	90%	255	245	247
日本	14057	12276	12946	495	493	561	4%	12833	11082	11704	90%	730	701	681
中国	34279	33068	34495	1140	1172	1482	4%	32502	31277	32380	94%	638	620	633
新加坡	4251	2966	3598	90	90	153	4%	4083	2798	3368	94%	78	79	78
墨西哥	2078	2011	2143	70	70	80	4%	1808	1748	1869	87%	200	194	195
巴西	3622	3247	3550	76	76	86	2%	3309	2939	3231	91%	238	233	233
韩国	4633	4234	4209	61	61	69	2%	4383	3990	3956	94%	189	182	184
香港	4969	4240	4256	1.22	1.21	1.38	0%	4967	4239	4254	100%	0	0	0

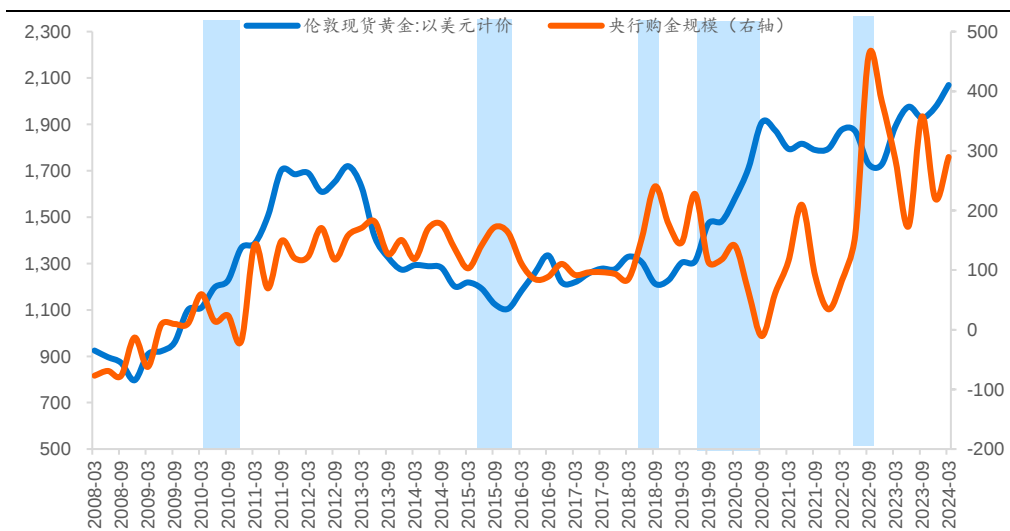
统计标的选择 2023 年储备资产超 2000 亿美元的国家或地区（英国除外）

资料来源：IMF-International Financial Statistics，联储证券研究院

但回溯本轮央行购金增储过程，我们发现利用该逻辑解释 2024 年黄金价格的异动尚存在几点问题：

- 第一， 回溯 08 年至今全球央行购金规模变化情况，其与金价波动并无显著正相关性，在部分年份，短期内两者甚至存在反例。
- 第二， 虽然 2022 年以来全球央行购金量显著增加，但黄金总需求并未大幅上涨。
- 第三， 进入 2024 年后，央行购金增速已经大幅放缓，对于一季度黄金价格快速上行的解释力度有限。

图13 央行购金规模与金价并无显著正相关性（美元/盎司）



资料来源：，联储证券研究院

我们认为，央行购金增储直接利用需求侧形成对于黄金价格的拉动效应有限，更多的是提升市场对于黄金价格上行的预期，反映在价格层面起到的是对于黄金价格的托底作用。两者的正相关性需要拉长至较长时段才能显现，不能使用其作为主逻辑，分析黄金价格的短期波动。

2023 年至今黄金价格的上行以及传统分析框架的失效，本轮美国加息周期中宽松的财政环境以及央行的购金增储是主要推动力，但利用两者解释短期的价格波动尚存缺陷。

长期来看，全球赤字率中枢抬升并非短期现象；而新兴经济体黄金储备相较西方有着较大差距，未来降低对单一资产的依赖度、多元化配置资产将是央行选择的主要趋势，而黄金资产是填补美元资产减配的主要选项，我们认为，上述两因素将带动黄金价格长期趋势的上行。

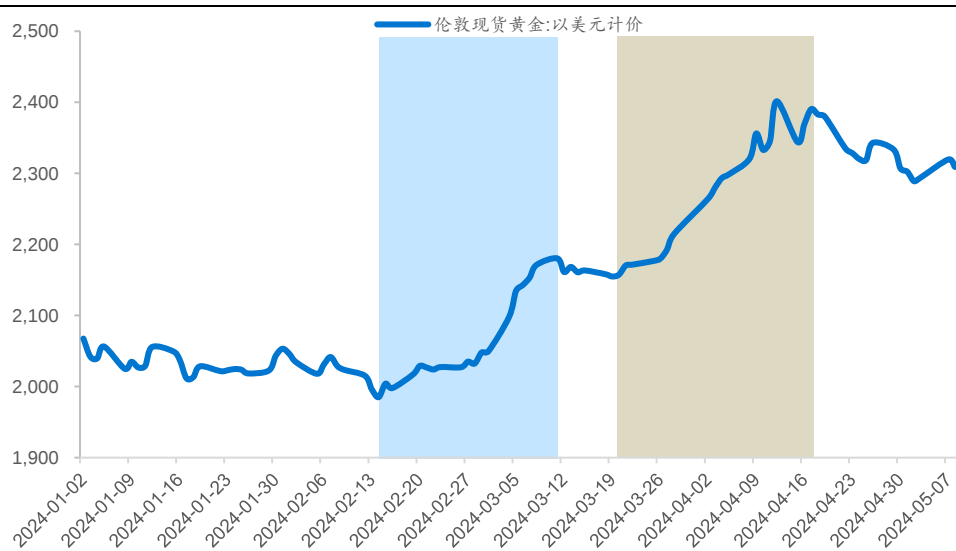
2.2 资金面及情绪面影响金价短期走势

我们将 2024 年 2 月中旬至 4 月中旬黄金价格的异动分为前后两阶段，两阶段主导因素不尽相同：

第一阶段：2024 年 2 月 14 日-3 月 15 日，黄金价格上行 8.98%

第二阶段：2024 年 3 月 26 日-4 月 17 日，黄金价格上行 9.66%

图14 2024 年黄金价格经历两轮上涨（美元/盎司）

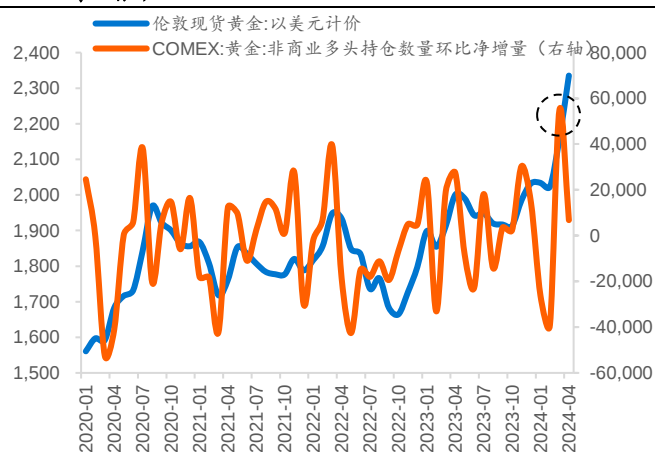


资料来源：，联储证券研究院

黄金价格的第一轮上行主要由交易性因素主导。受美国 2 月 PMI 数据不及预期的影响，3 月初黄金价格上行，随后黄金市场多头资金增量明显，3 月 COMEX 黄金非商业多头持仓月度增量甚至超过 2020 年新冠疫情及 2022 年俄乌冲突爆发时期，投机性黄金交易多空比上行至疫情后的高位水平。大量投机性增量资金的涌入使得黄金在突破新高后再度快速上涨。

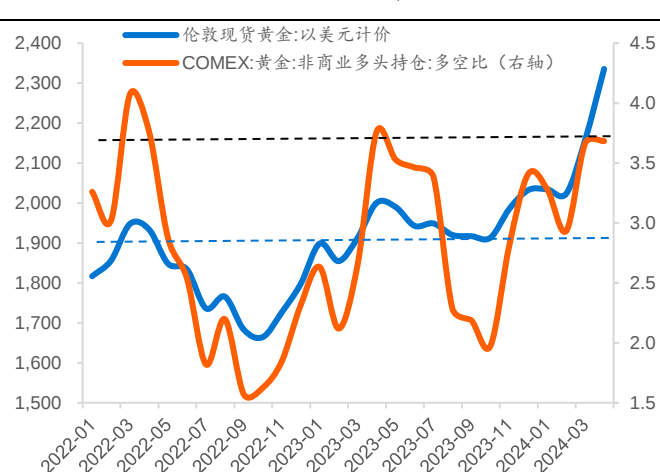
从本质上看，交易性因素对于金价的影响根源在于市场对于美联储降息节点的二次博弈。2 月 PMI 数据公布后，6 月降息概率上升，外在表现为投机性黄金多头资金增量明显，多空比上行至历史性高位。一季度就业与通胀数据公布后，市场对于降息节点进行二次博弈，6 月降息可能性大幅减少，在前期降息预期博弈形成过度透支涨幅的背景下，黄金市场多空比预计将随之回落。市场对于美联储降息节点的博弈将是影响年内金价走势的核心因素，该部分我们将在后文进行详细论述。

图15 2024 年 3 月多头资金进入黄金市场增量明显 (美元/盎司、张)



资料来源：，联储证券研究院

图16 投机性黄金交易多空比上行至高位 (美元/盎司、%)

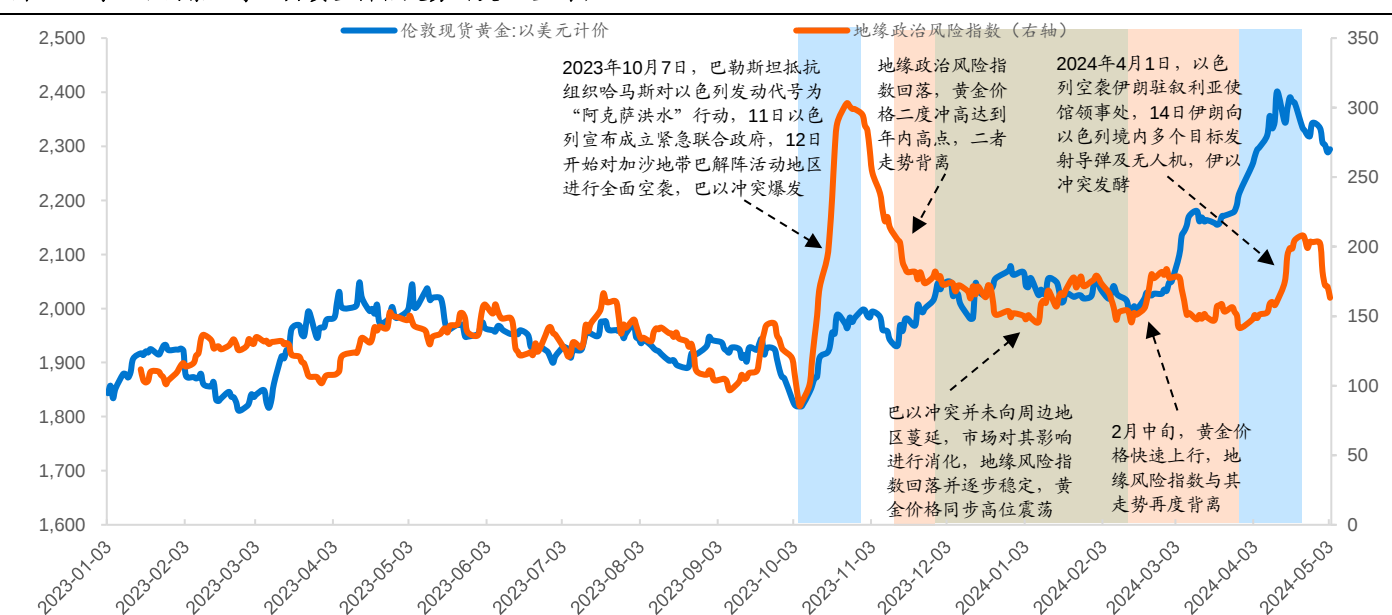


资料来源：，联储证券研究院

黄金的第二轮上行则主要由地缘政治风险因素所引发的避险情绪主导。由于黄金的稀缺性及稳定性，不仅各国央行普遍将其视为不可或缺的储备资产，同时也作为市场中重要的避险资产而存在，回溯历史可发现，在金融或政治风险爆发阶段，黄金的避险属性屡屡助推其价格出现脉冲式上涨行情。

避险情绪主导的行情中，金价与地缘风险指数通常会保持较强的相关性。2023 年 10 月，巴以问题爆发，地缘政治因素的出现使得黄金走出了三季度持续下行的低谷，当月涨幅创下年度新高。但之后由于两国冲突并未向其他地区蔓延，市场对于改事件的影响逐步进行消化，12 月开始，地缘政治风险指数回落至年度均值水平，黄金价格跟随维持高位震荡。2024 年 4 月伊以冲突爆发、地缘风险指数再度走高，黄金价格的第二轮上行可视为避险情绪推动。

图17 地缘政治因素主导 4 月黄金价格走势 (美元/盎司)³



资料来源：，联储证券研究院

短期黄金价格或将回调。目前黄金市场投机性多方交易过于拥挤，多空比已上行至

³ 对地缘政治风险指数数据进行 10 日移动平均处理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

近几年高位水平，同时伊以冲突继续向外蔓延可能性已基本证伪，地缘政治风险整体可控，伴随市场情绪面波动逐步回归预期，黄金价格短期我们提示回调风险，但考虑一季度央行购金力度仍强、降息周期临近，预计其回调幅度将相对有限。

3. 后续金价如何看？

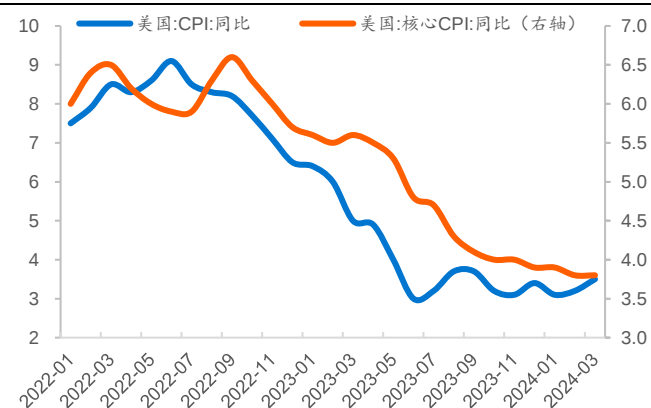
3.1 降息周期临近，金价预计迎来新一轮上涨

影响年内黄金价格的核心因素，仍然是对于美联储降息节点的判断。而对于何时启动降息，美联储关注的重点在于两方面：其国内的通胀水平和就业市场稳定性。

本轮美联储加息周期已经进入尾声阶段。2022年6月至今，美国CPI同比增速由9.1%回落至3.5%，核心CPI同比增速由6.6%回落至3.8%，美联储更为关心的核心PCE指数同比增速回落至2.8%，加息政策对于通胀水平的控制已经显示其效用。2024年5月议息会议中，美联储如市场预期再次暂停加息，同时对于美联储再次加息的可能性给予否认，证实本轮加息周期已经进入尾声阶段。

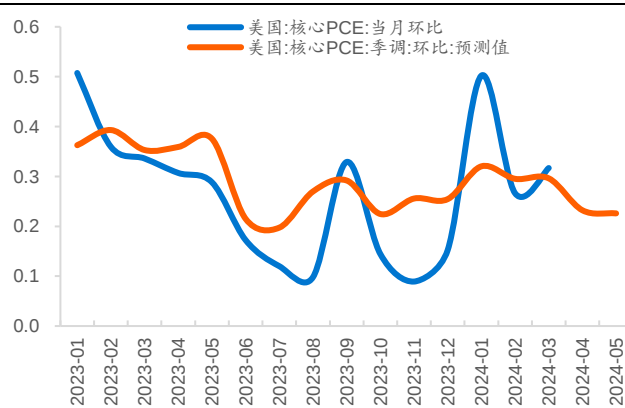
但同时，一季度美国经济数据也显示本轮通胀的顽固性。CPI及核心CPI同比增速相较加息前虽然显著回落，但2023年四季度起，回落速度已经大幅放缓，3月核心CPI同比增速3.8%相较美联储控通胀目标2%仍有较大差距。根据已公布的一季度美国PCE及核心PCE指数来看，其环比增速分别为3.4%、3.7%，大幅高于前值1.8%、2%，创下过去一年来数据新高。在石油价格回落背景下，其国内旺盛的消费需求所带来的服务性通胀是当前通胀顽固的主要原因。

图18 CPI同比增速降幅放缓（%）



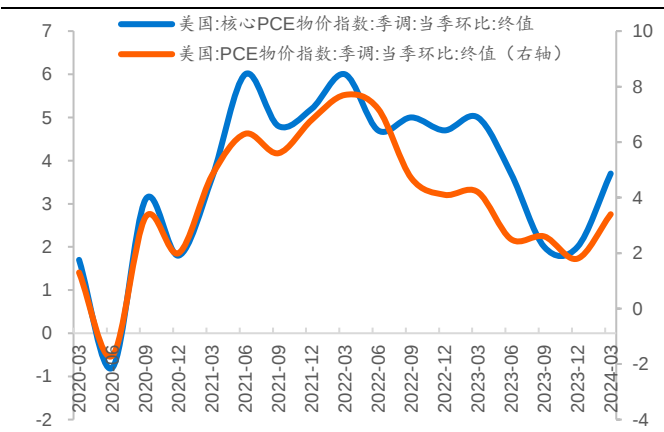
资料来源：联储证券研究院

图19 3月核心PCE环比增速超预期（%）



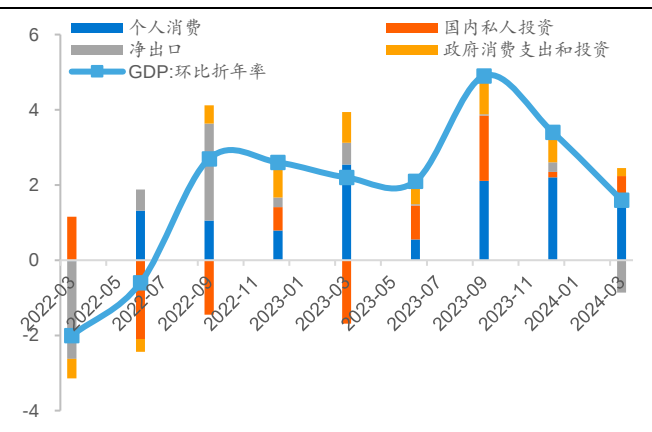
资料来源：联储证券研究院

图20 一季度 PCE 价格指数环比增速大幅反弹 (%)



资料来源：iFind，联储证券研究院

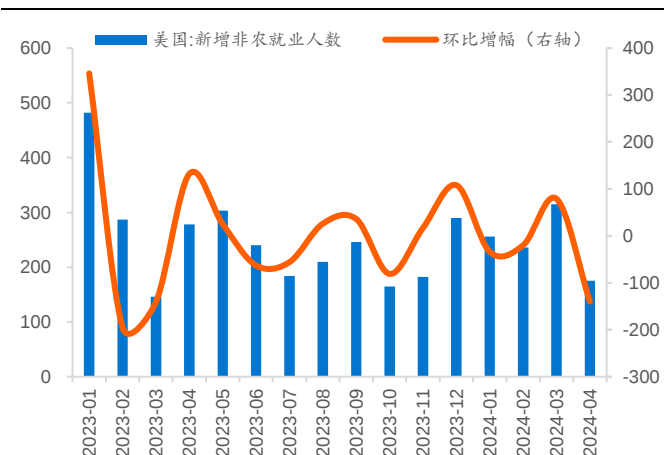
图21 旺盛的消费是当前通胀顽固主因



资料来源：iFind，联储证券研究院

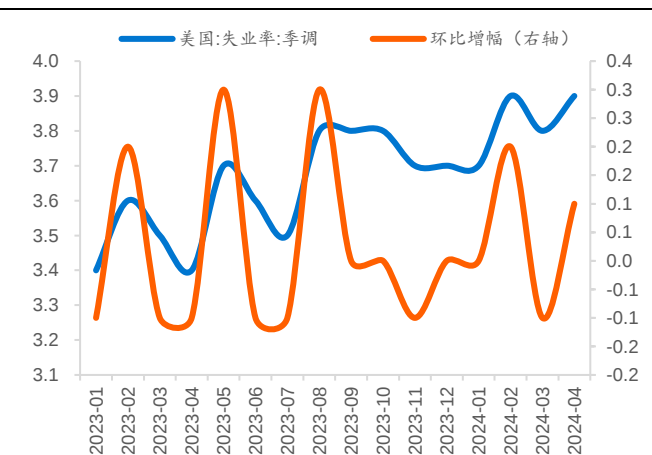
就业市场表现不及预期，加息对于经济负面效应开始显现。4月美国新增非农就业人数17.5万人，相较上月减少14万人，为近一年以来最大降幅；失业率小幅抬头，回升0.1个百分点至3.9%。我们认为，当前美国就业市场仍旧具备一定韧性，但4月非农就业数据不及预期显示持续的高利率环境对于美国经济的负面影响开始显现，一季度GDP环比增速持续放缓，后续再度边际修复的难度较大，而美国就业市场将继续降温，但节奏预计相对平缓。

图22 4月美国非农数据不及预期 (千人)



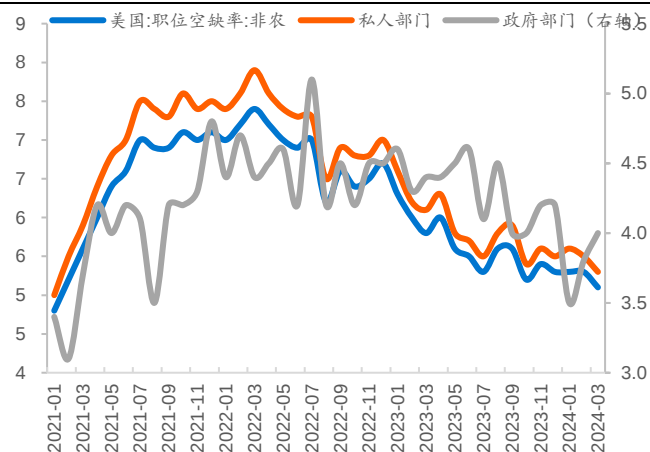
资料来源：，联储证券研究院

图23 失业率小幅抬头 (%)



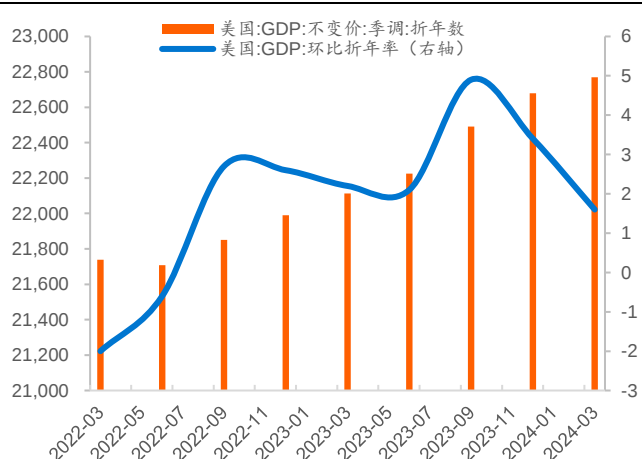
资料来源：，联储证券研究院

图24 就业市场需求进一步回落 (%)



资料来源：联储证券研究院

图25 2024 年一季度美国经济增速继续放缓 (十亿美元、%)



资料来源：联储证券研究院

在美联储5月议息会议中,鲍威尔对于可能的路径进行了阐释:如果通胀持续高位,那么不启动降息;如果通胀回落,则开始降息;如果劳动力市场持续性走弱,那么启动降息。

从控通胀层面,虽然短期通胀水平有所抬头,但受制于长期高利率环境压力,通胀水平大幅上行的风险仍然可控,美联储重启加息的可能性极低。但由于在本轮加息周期中,美国财政部同时保持了扩张性财政政策以托住经济,增加了美联储控通胀的难度,当前时点下,其国内通胀粘性逐步显现。我们判断,预计下半年美国CPI同比增速将逐级回落,但回落至美联储2%的目标可能性较低,导致本轮降息节点以及幅度将不及市场预期。

美联储的关注焦点从控通胀逐步向稳经济进行转移。即便CPI回落速度持续性放缓,美联储5月议息会议中依旧释放了中性偏鸽派言论,以稳定市场情绪,且首次给出了相对明确的降息路径,显示当前稳经济、控失业已转换为其政策制定过程中的关注焦点。因此即便年内通胀数据难以回落至目标水平,但美联储的降息窗口依旧敞开。

从5月CME公布的降息概率分布来看,即便5月美联储释放偏鸽派言论,但考虑当前控通胀难度,以及2024年为美国大选年,美联储对于政策选择预计将相对谨慎,6月、7月即进行首次降息的可能性仍旧较低。我们判断,9月将是决定其政策方向的重要节点,美联储可以根据上半年国内经济基本面的全面数据,实施更为合理的货币政策。从概率分布上看,9月进行首次降息的可能性较高,但若下半年其国内通胀依旧存在较强的反弹压力,其降息幅度预计有限。同时,11月、12月处在该国大选节点敏感阶段,美联储可能会选择断点式降息,观察市场反映,决定2025年货币政策方向。

表4 美联储降息节点概率分布

	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024 年 6 月	0	0	0	0	8.70%	91.30%
2024 年 7 月	0	0	0	2.20%	29.20%	68.60%
2024 年 9 月	0	0	1.10%	15.40%	48.50%	35%
2024 年 11 月	0	0.40%	5.80%	26.40%	44%	23.40%
2024 年 12 月	0.20%	3.20%	16.70%	35.70%	33.10%	11.10%

数据更新于 2024 年 5 月 9 日

资料来源: CME, 联储证券研究院

降息周期中往往伴随着强势的黄金市场,且金价拐点通常领先于货币政策调整节点。黄金作为有色金属中金融属性最强的品种,美联储货币政策的调整对其价格变动趋势有

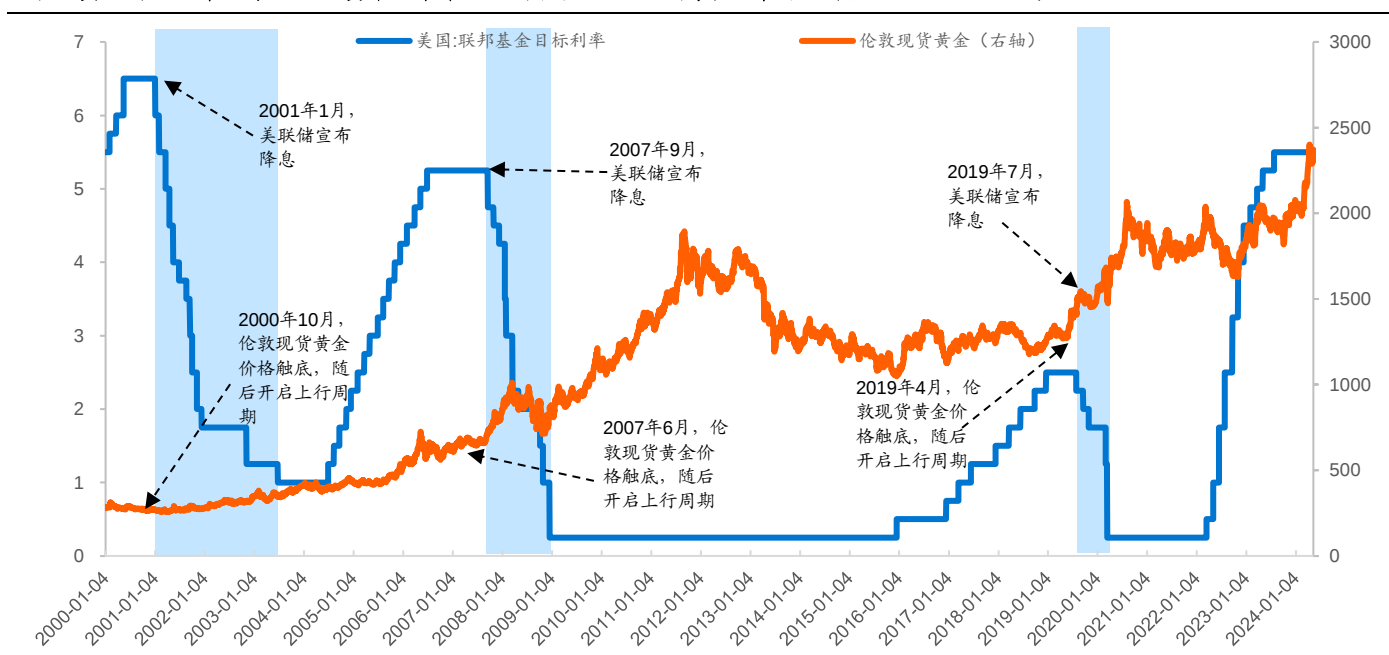
着重大影响。按照一般规律,美联储通过调控联邦基金基准利率影响市场内的资金成本,实现货币调节目的,当利率降低时,黄金抗通胀属性凸显,往往伴随金价的走强。回溯2000年至今出现的三轮降息周期内黄金市场价格表现,虽然降息持续时长各不相同,但黄金价格均迎来不同幅度的上涨。而由于在每一轮加息周期尾声阶段,市场均会先于政策面形成对于降息的预期,反映于黄金市场中,即其价格往往先于美联储货币政策节点进行调整,且根据历史规律,该领先周期大致为3个月左右。

表5 2000年至今,三轮降息周期中黄金市场价格表现(美元/盎司)

轮次	起始时间	终止时间	持续时长	降息幅度	起始价格	终止价格	价格涨幅
第一轮	2001年1月	2003年6月	30个月	550BP	271.1	348.1	+28.40%
第二轮	2007年9月	2008年12月	16个月	500BP	719	838.25	+16.59%
第三轮	2019年7月	2020年3月	8个月	225BP	1425.9	1562.8	+9.60%

资料来源: , 联储证券研究院

图26 黄金价格通常先于美联储货币政策节点进行调整,且领先周期通常为3个月(%、美元/盎司)



资料来源: , 联储证券研究院

当前市场主要博弈点在于对于美联储降息节点的判断,在未形成一致性预期前,黄金价格预计将震荡走弱,符合我们对于金价短期走势的判断。而根据我们对于美联储降息节点的判断,预计9月份将迎来首次降息,在降息周期中,摆脱了实际利率上行对于黄金市场的压制作用,其价格将迎来一定幅度的上涨。且由于市场预期通常领先于政策面转向节点形成,因此黄金市场拐点也将领先于美联储货币政策节点,参考历史规律,该领先周期预计为三个月左右,即经历短期回调后,预计下半年黄金价格将重回上行周期。

3.2 美国大选所带来避险需求助推金价走强

除俄乌、巴以等现存的地缘政治风险因素以外,年内同时存在美国大选这一不确定性。由于美国的全球地位、美国总统人选对于其内政及外交政策的重大影响,贯穿全年的美国大选所带来的不确定性将持续扰动全球经济及资本市场。目前民主、共和两党初选结果基本确定,2024年仍将是现总统拜登与前总统特朗普的竞争。但两党在经济、政治、外交等诸多关键问题中分歧较大,不同党派候选人上台,极大可能形成不同的政策预期,而新选政府未来可能采用的财政政策及对外政策也将对大宗商品价格形成一定影

响。

图27 2024 年美国大选关键节点



资料来源：新华网、凤凰网、半岛电视台，联储证券研究院

避险需求带动黄金在大选年中往往表现强势。由于美国大选不确定性对于资本市场的强扰动以及黄金天然具备的避险属性，在 2000 年至今所经历六轮大选年中，金价在其中 5 年实现了正向涨幅。而根据本轮大选年时间节点的分布情况来看，我们认为其主要影响时段或将集中于三季度。在此期间两位候选人将对其竞选纲领进行详细阐释以及举行辩论，而进入四季度后，由于选举局势将逐步明朗，该风险点对于市场的扰动预计也将走弱。

表6 2000 年至今，六轮美国大选年黄金价格表现（美元/盎司）

大选年份	最终结果	当选总统	所属党派	年初金价	年末金价	涨跌幅
2000 年	届满	乔治·W·布什	共和党	281.5	272.65	-3.14%
2004 年	连任成功	乔治·W·布什	共和党	415.25	438	5.48%
2008 年	届满	奥巴马	民主党	846	865	2.25%
2012 年	连任成功	奥巴马	民主党	1598	1664	4.13%
2016 年	届满	特朗普	共和党	1082	1159.1	7.13%
2020 年	连任失败	拜登	民主党	1527.1	1887.6	23.61%

资料来源：，联储证券研究院

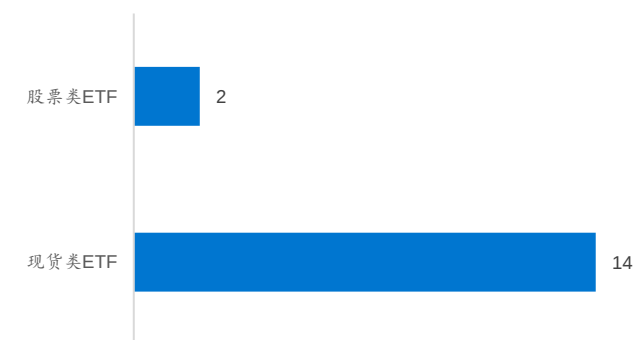
4. 黄金 ETF 怎么选？

4.1 两品类黄金 ETF 比较

国内上市发行的黄金 ETF 主要包含两大类：现货类黄金 ETF 和股票类黄金 ETF。

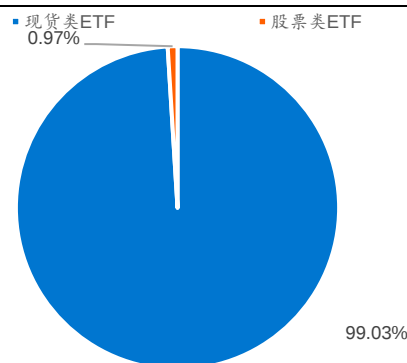
现货类黄金 ETF 是目前国内黄金 ETF 市场的绝对主体。2013 年，华安、国泰、易方达基金首次推出了基于 AU99.99 现货合约价的黄金 ETF，之后，该市场规模快速扩张。截止至 2024 年 5 月 14 日，国内共有现货类黄金 ETF14 个，且均有对应的联接基金发行，现货类黄金 ETF 基金规模约占国内黄金类 ETF 基金总额的 99.03%，是该市场绝对主体部分。

图28 现货类 ETF 有更多产品可供选择



资料来源：，联储证券研究院

图29 现货类 ETF 是目前国内黄金 ETF 市场的绝对主体



资料来源：，联储证券研究院

现货类黄金 ETF 市场头部效应明显。成立较早的华安黄金 ETF、博时黄金 ETF、易方达黄金 ETF、国泰黄金 ETF 规模显著领先于其他产品，其中华安黄金 ETF 规模达到 161.66 亿元，接近其余头部三家基金规模之和。

表7 现货类黄金 ETF 基本资料信息（亿元）

证券代码	证券简称	基金成立日	业绩比较基准	上市地点	基金经理	近 1 年回报	基金规模
518880	华安黄金 ETF	2013-07-18	国内黄金现货价格收益率	上交所	许之彦	22.2%	161.66
159937	博时黄金 ETF	2014-08-13	黄金现货实盘合约 AU99.99 收益率	深交所	赵云阳,王祥	22.18%	87.91
159934	易方达黄金 ETF	2013-11-29	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收盘价	深交所	鲍杰	22.17%	62.39
518800	国泰黄金 ETF	2013-07-18	上海黄金交易所挂盘交易的 Au99.99 合约	上交所	艾小军	22.16%	27.93
518850	华夏黄金 ETF	2020-04-13	上海黄金交易所黄金现货实盘合约 Au99.99 价格收益率	上交所	荣膺	21.84%	3.13
518680	富国上海金 ETF	2020-07-06	上海黄金交易所上海金集中定价合约午盘基准价格收益率	上交所	王乐乐	22.02%	2.78
518660	工银黄金 ETF	2020-04-24	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收盘价收益率	上交所	赵栩	21.59%	1.73
159812	前海开源黄金 ETF	2020-04-29	上海黄金交易所 Au99.99 现货实盘合约收益率	深交所	梁溥森,孔芳	21.66%	1.04
518860	建信上海金 ETF	2020-08-05	上海黄金交易所上海金集中定价合约的午盘基准价的收益率	上交所	朱金钰	21.87%	0.83
159830	天弘上海金 ETF	2021-07-06	上海黄金交易所上海金集中定价合约的午盘基准价收益率	深交所	沙川,陈瑶	21.09%	0.72
518600	广发上海金 ETF	2020-07-08	上海黄金交易所上海金集中定价合约的午盘基准价格收益率	上交所	姚曦	21.04%	0.68
159831	嘉实上海金 ETF	2022-03-23	上海黄金交易所上海金集中定价合约的午盘基准价格收益率	深交所	张钟玉	21.97%	0.58
159834	南方上海金 ETF	2022-03-03	上海黄金交易所上海金集中定价合约的午盘基准价格收益率	深交所	龚涛,孙伟	21.97%	0.54
518890	中银上海金 ETF	2020-08-28	上海黄金交易所上海金集中定价合约的午盘基准价格收益率	上交所	赵建忠	21.62%	0.46

相关信息统计时间：2024 年 5 月 13 日

资料来源：，联储证券研究院

现有的现货类黄金 ETF 业绩比较基准主要有两类：上海金集中定价合约（简称 SHAU）和 AU99.99 现货价。从交易标的上看，两者均是对应标准重量为 1 千克、成色不低于 99.99%的金锭，但最重要的区别在于两者的交易方式上。SHAU 更类似于伦敦金，采用的是区间定价的方式，在一段时间区间内，利用多轮次报价以价询量，在达到市场量价平衡后，形成基准价格。而 AU99.99 由于是现货实盘交易，是通过不间断交易持续形成交易价格，同时设置了 30%涨跌幅。虽然两者定价模式存在差异，但由于当前黄金市场定价权集中于海外，因此上海金（SHAU）、AU99.99 与伦敦现货黄金价格走势近乎一致。

表8 上海金（SHAU）与 AU99.99 区别对比⁴

上海金		AU99.99
交割品种	标准重量 1 千克、成色不低于 99.99%的金锭	标准重量 1 千克、成色不低于 99.99%的金锭
交易方式	集中定价交易	现货实盘交易
交易模式	区间交易、形成结算价格	不间断交易、形成交易价格
参与者	交易所会员或可通过会员代理参与的客户群体	满足交易所相关条件的会员和客户群体
涨跌幅	无限制	30%
交易单位	1 千克/手	10 克/手
报价单位	元/克	元/克
交割时间	T+2	T+0

资料来源：上海黄金交易所官网、上海黄金交易所集中定价交易细则，联储证券研究院

由于业绩比较基准走势近乎相同，同时在资产配置结构上，各家黄金现货类 ETF 均将九成以上资产投资于对应贵金属合约，仅保留少量货币资金，因此各产品间业绩差异不大。但头部 ETF 基金规模显著领先于其余 ETF 产品，享有更强资产流动性，2021 年至今，年收益率均处在行业领先水平，在产品选择时建议重点关注。

表9 2021-2024 年 14 家现货类黄金 ETF 年收益率分布（亿元、%）

证券代码	证券简称	基金规模	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年
518880.OF	华安黄金 ETF	161.66	15.11	16.34	9.24	-4.71
159937.OF	博时黄金 ETF	87.91	15.14	16.27	9.21	-4.66
159934.OF	易方达黄金 ETF	62.39	15.13	16.22	9.15	-4.76
518800.OF	国泰黄金 ETF	27.94	15.10	16.22	9.17	-4.74
518850.OF	华夏黄金 ETF	3.13	14.99	15.91	8.91	-4.90
518680.OF	富国上海金 ETF	2.78	14.66	16.29	8.46	-5.77
518660.OF	工银黄金 ETF	1.73	14.92	15.68	8.71	-4.97
159812.OF	前海开源黄金 ETF	1.04	14.93	15.72	8.75	-4.96
518860.OF	建信上海金 ETF	0.83	14.70	16.15	8.92	-5.53
159830.OF	天弘上海金 ETF	0.72	14.43	15.20	7.59	
518600.OF	广发上海金 ETF	0.68	14.37	15.36	8.41	-5.71
159831.OF	嘉实上海金 ETF	0.58	14.63	15.79		
159834.OF	南方上海金 ETF	0.54	14.70	16.15		
518890.OF	中银上海金 ETF	0.46	14.59	15.90	8.66	-5.57

资料来源：，联储证券研究院

相较于现货类黄金 ETF，我国的股票类黄金 ETF 起步较晚，目前国内仅有两支黄金产业指数型基金，分别是华夏中证沪深港黄金产业股票 ETF 和永盈中证沪深港黄金产业股票 ETF，其中永盈黄金产业 ETF 发行了对应的联接基金。受限于成立时间较晚，目前两支 ETF 基金规模仍旧相对有限，截止至 2024 年 5 月分别为 0.5 亿、2.96 亿。

表10 股票类黄金 ETF 基本资料信息（亿元）

证券代码	证券简称	基金成立日	业绩比较基准	上市地点	基金经理	近三月回报	基金规模
159562	华夏中证沪深港黄金产业股票 ETF	2024/1/11	中证沪深港黄金产业股票指数收益率	深交所	华龙	36.52%	0.5
517520	永赢中证沪深港黄金产业股票 ETF	2023/10/24	中证沪深港黄金产业股票指数收益率	上交所	刘庭宇,章贇	36.50%	2.96

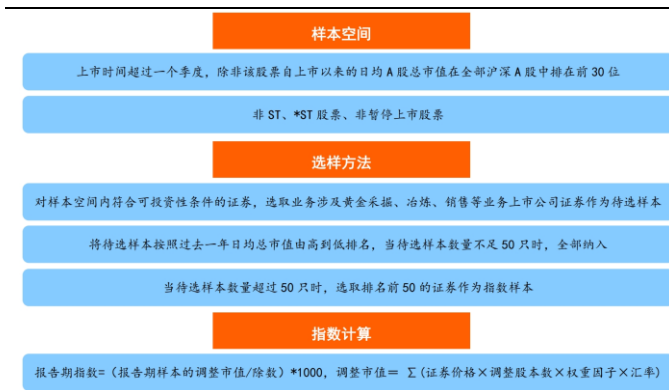
相关信息统计时间：2024 年 5 月 13 日，由于成立较晚，故回报统计区间选择近三个月

资料来源：，联储证券研究院

两支 ETF 基金联接基准均为中证沪深港黄金产业股票指数。该指数是从内地与香港市场中，选取 50 只市值较大且业务涉及黄金采掘、冶炼、销售的上市公司证券作为指数样本，以反映内地与香港市场中黄金产业上市公司证券的整体表现。主要权重股均集中于黄金、铜矿开采企业中，前十大成分股分别为紫金矿业、山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、招金矿业、西部矿业、湖南黄金。

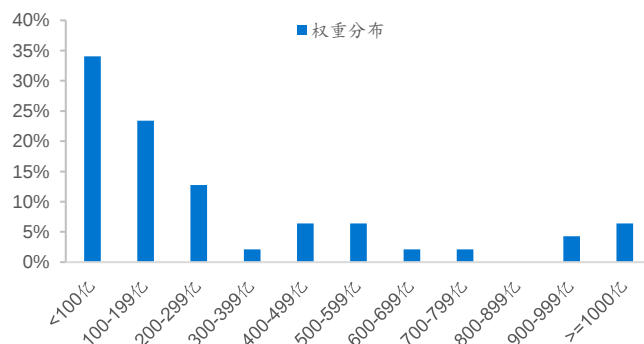
⁴ https://www.sge.com.cn/cpfw/Product_service_details?pro_id=793730879941324800&parent_cplx=0&cplx=7

图30 中证沪深港黄金产业股票指数编制过程



资料来源：中证沪深港黄金产业股票指数编制方案，联储证券研究院

图31 不同市值权重股所占比例



资料来源：，联储证券研究院

表11 中证沪深港黄金产业股票指数前十大成分股 (亿元)

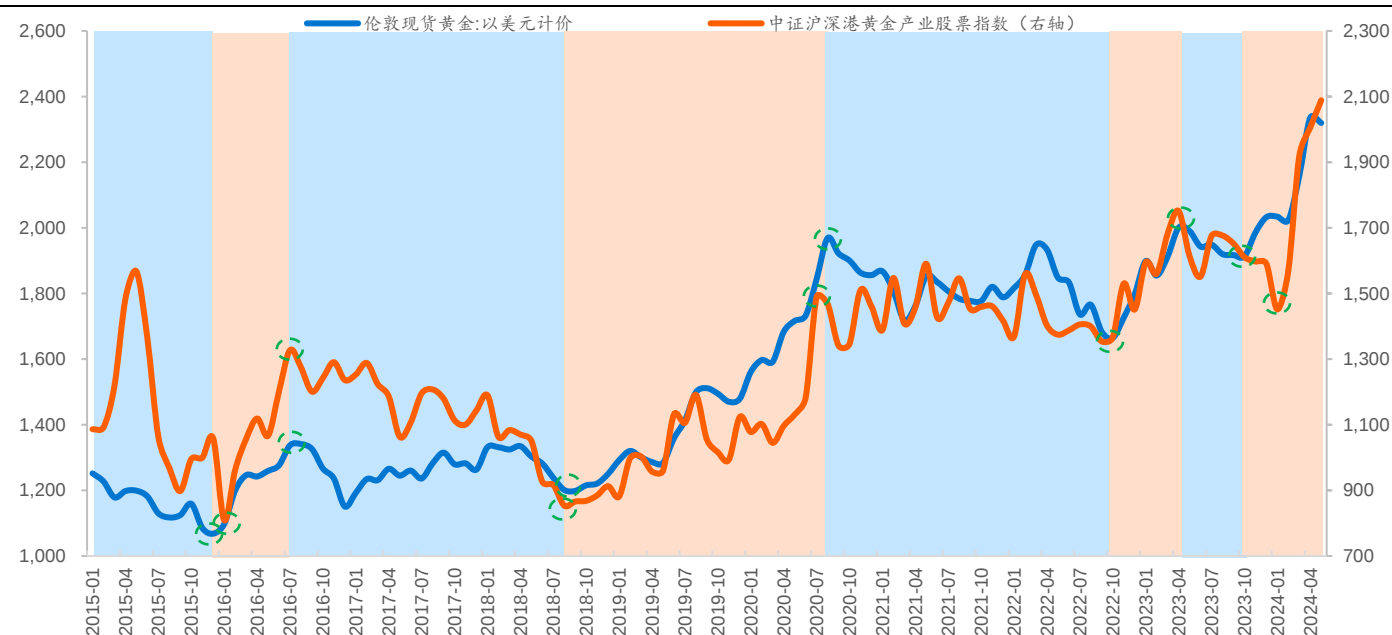
代码	简称	权重	总市值	申万一级行业	申万三级行业	交易市场
601899.SH	紫金矿业	13.11%	4786.06	有色金属	铜	沪市
600547.SH	山东黄金	11.37%	1355.9	有色金属	黄金	沪市
600489.SH	中金黄金	9.11%	691.71	有色金属	黄金	沪市
000975.SZ	银泰黄金	8.59%	520.64	有色金属	黄金	深市
600988.SH	赤峰黄金	7.12%	300.5	有色金属	黄金	沪市
1818.HK	招金矿业	4.65%	420.29	有色金属	黄金	港股
2899.HK	紫金矿业	4.15%	4343.92	有色金属	铜	港股
601168.SH	西部矿业	3.6%	471.12	有色金属	铜	沪市
002155.SZ	湖南黄金	3.14%	207.71	有色金属	黄金	深市
1787.HK	山东黄金	2.95%	753.6	有色金属	黄金	港股

资料来源：，联储证券研究院

回溯 2015 年至今中证沪深港黄金产业指数与黄金价格走势，我们可以总结以下几点规律：

- 第一，由于中证沪深港黄金产业股票指数涵盖我国内地主要黄金产业上市公司，其走势与黄金价格基本保持一致，2015 年至今，两者涨跌变化高度相关。
- 第二，牛市初期，黄金价格通常先于指数反弹；而熊市初期，指数通常先于黄金迎来拐点。
- 第三，黄金牛市阶段，两者涨幅近似相同，但相较黄金，指数波动更为剧烈，市场预期兑现后，易出现急涨行情；熊市阶段，黄金的防守属性更强，指数回调幅度通常大于黄金。

图32 中证沪深港黄金产业股票指数与黄金价格走势对比（美元/盎司、点）



中证沪深港黄金产业股票指数以 2014 年 12 月 31 日为基日，以 1000 点为基点

资料来源：联储证券研究院

4.2 归纳总结及投资建议：重点关注头部现货类黄金 ETF

长期来看，全球赤字率中枢抬升并非短期现象，而新兴经济体黄金储备相较西方有着较大差距，未来降低对单一资产的依赖度、多元化配置资产将是央行选择的主要趋势，而黄金资产是填补美元资产减配的主要选项，两大因素将继续带动黄金价格长期趋势的上行。

短期内，目前黄金市场投机性多方交易过于拥挤，多空比已上行至近几年高位水平，同时伊以冲突继续向外蔓延可能性已基本证伪，地缘政治风险整体可控，伴随市场情绪面波动逐步回归预期，黄金价格短期我们提示回调风险，但考虑一季度央行购金力度仍强、降息周期临近，预计其回调幅度将相对有限。

年内黄金市场主要博弈点将在于对于美联储降息节点的判断。我们认为，9 月进行首次降息的可能性较高，而在降息周期中往往伴随着强势的黄金市场，且金价拐点通常领先于货币政策调整节点，根据历史规律来看，领先周期通常为 3 个月。同时考虑年内美国大选所带来的不确定性所引发的避险需求，我们判断在经历短线回调后，预计下半年黄金价格将重新进入上行周期。

国内黄金品类 ETF 主要包含两类：现货类黄金 ETF 和股票类黄金 ETF。

现货类黄金 ETF 占据绝对主体，其内部相关 ETF 业绩基准相同，因此收益率相差不大。头部 ETF 基金规模显著领先于其余 ETF 产品，享有更强资产流动性，2021 年至今，年收益率均处在行业领先水平，选择产品时建议重点关注。

表12 头部两支现货类黄金 ETF 市场表现与行业均值对比（亿元）

	华安黄金 ETF	同类均值	同类排名	博时黄金 ETF	同类均值	同类排名
基金规模	161.66	25.17	1/14	87.91	25.17	2/14
年化收益率	44.49%	43.12%	4/14	44.61%	43.12%	1/14
最大回撤	-4.23%	-4.33%	3/14	-4.20%	-4.33%	1/14
Sharpe(年化)	2.49%	2.43%	3/14	2.49%	2.43%	1/14

统计区间起点为 2024 年 1 月 1 日

资料来源：，联储证券研究院

股票类黄金 ETF 成立时间较短，目前基金规模有限，国内仅有两支黄金产业指数型基金，联接基准均为中证沪深港黄金产业股票指数。回溯该指数与金价走势，两者涨跌高度相关，在牛市来临时，指数涨幅与金价近似相当，但弹性更强，行业上行周期可以进行选择。但熊市中，现货类黄金 ETF 防守属性更强，指数回调幅度通常大于黄金，因此在配置中，我们提示关注其潜在的回撤风险。

5. 风险提示

美国通胀粘性超预期、美国就业市场超预期下行、全球宏观经济修复不及预期、地缘政治形势恶化、美联储货币政策调整节奏超预期等

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000