金价狂飙

A股黄金板块有望迎来配置机遇

硅谷银行破产事件引发避险情绪上升，资金疯狂涌入以黄金为主的大宗商品。记者发现，有主投黄金等大宗商品的主动权益基金早于去年四季度股票持仓就接近90%，前十大重仓股更是超过80%，其中起码有9只黄金股。这使得这只基金阶段性涨幅超过10%，远超过ETF等被动指数基金。

需要指出的是，硅谷银行破产只是全球黄金资产走高的导火索。基金经理认为，这暴露了美联储自去年以来迅猛加息对金融市场稳定性的侵蚀，美元指数与国债收益率应声而落，黄金资产则出现了迅猛拉升。这两个因素叠加全球央行持续购金这一行为，成为当前全球黄金资产走高的三大主要原因。

基金经理认为，黄金资产后续仍有不小上涨空间，2023年A/H黄金板块同样有望迎来重大配置机遇。

① 硅谷银行破产成黄金上涨推手

“国际黄金在上周后半程展开显著反弹，硅谷银行事件令美联储加息对金融系统稳定性的影响开始显性化，美联储后续加息路径或受到掣肘，对黄金资产表现构成支持，国内黄金ETF场内再现较明显的流入。”博时黄金ETF基金的基金经理王祥直言，美联储主席鲍威尔在金融委员会就半年度货币政策所做的报告依然坚持鹰派态度，一度令美元金价逼近本轮调整低点。

“然而后半周硅谷银行流动性风险的发酵，暴露了美联储自去年以来迅猛加息对金融市场稳定性的侵蚀，美元指数与国债收益率应声而落，黄金资产则出现了迅猛拉升。”

具体看，在硅谷银行宣布破产的3月10日，伦敦金首先就拉出一根长阳线，次交易日（3月13日）在避险资金流入下继续上涨，涨幅超过2%。若从2022年11月底算起，伦敦金在美联储持续加息预期下，价格从1725美元/盎司左右一路上涨到1959.74美元/盎司高位，累计涨幅超过12%。如今在美联储加息预期稍有减弱之下，硅谷银行破产引发的避险情绪，成为助推黄金价格上涨的又一助推手。在这一趋势下，澳新银行近日将黄金年终预期上调100美元/盎司至2000美元/盎司。

但如果纳入硅谷银行破产对美联储加息节奏的影响和全球央行持续购金这一行为，黄金价格上涨或许会有更大上涨空间。

诺安基金认为，今年以来美国通胀及就业数据偏强，使得美联储表态偏鹰，联邦基金期货数据反映的隐含利率高点最高至5.69%。但硅谷银行的破产和黑石集团的违约，或迫使美联储需要更好地对就业、通胀及金融稳定性进行平衡取舍，市场也开始调整对美联储货币政策预期，对3月23日FOMC会议的加息幅度更为平稳，预期为加息25bp，隐含利率高点下降至5.26%。

“全球央行购金实际上在2021–2022年就已异军突起，未来有望驱动黄金实体供需趋紧，推升黄金价格。”前海开源金银珠宝混合基金经理吴国清表示，从世界黄金协会最新数据来看，2010–2022年黄金需求和供应年均复合增速分别为1%和0.8%，维持低速增长。从黄金需求分项来看，珠宝制造、科技、投资、央行购金2010–2022年年均复合增速分别为1%、–3%、–3%和25%。“显然央行购金的年均复合增速尤其凸显，这主要源于2021–2022年央行购金的加速增长，2021年和2022年的同比增速高达77%和152%。”

② 国内黄金公司股价有所迟滞

国内避险资产情况如何？根据Wind，截至3月14日7只黄金主题ETF自去年11月底以来累计上涨幅度均超过3%，其中有近约1.5%的涨幅是在3月10日至3月14日期间实现的。而前海开源金银珠宝A涨势更为明显，3月10日至3月14日累计上涨4.72%，自去年11月底以来累计涨幅则超过了10%。前海开源金银珠宝在去年四季度报告中就已提到，报告期内受美国通胀数据低于预期以及美联储紧缩节奏放缓的刺激，黄金价格触底反弹，带动黄金板块小幅上涨，在此期间维持前期对黄金和珠宝首饰板块的配置。

记者发现，前海开源金银珠宝是目前市场少有的重仓大宗商品类的主动权益基金。四季报显示，该基金股票资产持仓规模为9.44亿元，占基金总资产的比例为89.94%，但该基金前十大重仓集中度就超过了80%。具体看，前十大重仓股中起码有9只为A股黄金公司，如紫金矿业、山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金、中金黄金、老凤祥、湖南黄金、西部黄金、恒邦股份。去年四季度，紫金矿业、山东黄金、中金黄金、老凤祥、湖南黄金持仓比例均较上一季度上升。

但与外围市场的伦敦金现和国内金价相比，国内黄金上市公司股价涨幅却较为迟滞。根据吴国清观察，伦敦金价从去年11月初至今上涨超过10%，价格一直逼近2022年初俄乌冲突时的高点价格。国内金价也从去年7月下旬至今已上涨超10%，创出2022年以来新高，直逼历史高点455元/克。“但是国内主要黄金上市公司的股价却逡巡不前，表现相对低迷，并未跟随国内金价创出阶段性新高。”吴国清说。数据显示，山东黄金3月14日中午上涨3.49%，股价为20.75元，距离阶段性新高21.60元还有一定距离。截至3月14日午盘赤峰黄金报收19.66元，距离阶段性新高21.06元还有距离。

吴国清认为这主要有两点原因，一是由于2022年11月初以来，人民币升值且沪深300指数也随着全球流动性的改善而企稳回升，风险偏好上升，这使得国内黄金股的超额收益显著下降，导致原先配置黄金的避险资金有所分流。二是由于前期涨幅较大的龙头个股出现一些意外事件，也导致市场对黄金板块的配置情绪受到挫伤。

纵深

三大原因看好后市配置机遇

吴国清解释，一方面人民币金价是国内黄金上市公司盈利的主要驱动力。本轮金价的上行，由于人民币汇率升值、贬值的幅度较大，导致国内外金价的上行节奏略有错配，这也使得国内黄金股的走势受到干扰。“回顾2022年7月21日以来人民币金价上行以来的行情，从去年7月21日到11月4日，由于美联储加速加息导致人民币大幅贬值，使得美元金价下跌1.8%，人民币金价却由于人民币汇率贬值7.3%而上涨5.9%，大幅跑赢同期美元金价，这也使得同期的国内黄金股（特别是龙头个股）走势显著偏强。而从去年11月4日到2023年1月27日，美元金价开始进入上行通道，涨幅达到15.4%，但由于人民币升值6.7%导致人民币金价只上涨了8.1%，显著跑输美元金价。这也导致近期国内黄金股的走势整体受到压制。”

但吴国清也提到，从过往行情来看，国内黄金板块的配置偏好往往与大盘避险有关。从逻辑上看，当美联储货币紧缩往往会带来美元走强、资本外流和人民币贬值，一般会利空国内股市，而在此背景下人民币贬值往往会较大程度上支撑黄金的人民币价格和黄金上市公司的业绩，这使得在大盘下跌时黄金板块具备较强的避险属性和超额收益。从情绪上看，“避险买黄金”的传统思维习惯在大盘下跌时往往也是投资者买入黄金股的重要理由。“如2022年人民币金价和沪深300指数的负相关性较为明显，而相应的国内主要黄金上市公司的股价相对于沪深300指数的超额收益的涨跌与人民币的贬值和升值高度正相关。”

展望后市，吴国清认为2023年A/H黄金板块有望迎来重大配置机遇：

一是黄金板块具备看涨期权价值。即使美国通胀在回落过程中韧性较强，可能导致美联储鹰派超预期从而引发美元金价和全球股票市场回调，但考虑到人民币汇率具备较强弹性，人民币贬值会对人民币金价提供较强支撑，类似2022年7月下旬至11月初的情况，使得黄金股具备较强的相对收益和看涨期权价值。

二是作为强周期行业，黄金板块前期相对于金价滞涨，为投资者提供了更大的价值重估空间。“黄金行业作为强周期行业，上市公司的微观经营和管理机制均具备较强的顺周期性，金价小荷才露尖尖角之时，公司基本面的改善尚不明显，甚至容易出现各种不达预期的情况。但随着金价中枢逐步抬升，公司业绩的改善和向上弹性就越来越凸显，公司管理机制也容易出现正向改善。尤其是对于原先管理机制较弱、成本偏高、业绩偏低的公司，盈利改善和估值消化的速度反而更快。”吴国清说。

三是成长性和安全性的重估空间大。吴国清认为，拉长来看，金价自2015年12月2日收盘价1053美元/盎司开始见底回升，震荡上行至2023年1月27日1927美元/盎司，历经七年，涨幅达80%，这驱动了黄金上市公司三大表的系统性改善，这也使得国内黄金上市公司具备了较强的资本开支能力和意愿。“我们对国内七家主要黄金上市公司现金流量表的统计表明，从2016年到2021年，样本公司的合计经营性、投资性现金流净额持续走高，五年间年均复合增长率分别为21%和15%，这也奠定了样本公司未来储量、产量成长的基石。”

据券商中国