



贵金属行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋（执业 S1130523070004）

songyang@gjzq.com.cn

右侧配置期，布局主升浪

投资逻辑

实际利率分析框架依然有效，金价空间最高或至 2330-2670 美元/盎司

2023 年以来长端实际利率与黄金价格均处高位，二者的负相关关系似乎有所减弱。我们认为主因央行持续购金对供需的影响以及美债实际利率期限结构的波动差异。展望 2024 年，随着相关因素的消减，金价分析将在中观层面重回实际利率分析框架。3Q22 部分央行开始大量购金对黄金供需平衡产生重大影响，但主要购金国与主要黄金储备持有国重合度较低，央行购金行为历史惯性小，购金力度或将在风险因素缓和后趋稳，供需因素对金价的影响将逐步弱化。

将名义金价剔除美国 CPI 以后的价格作为实际金价，这一价格在历史的几轮上涨中最高值区间位于 760-880 美元/盎司/CPI，以目前的实际金价计算本轮名义金价的理论上涨空间，在美国 CPI 指数不变的假设下，本轮名义金价最高或可达 2330-2670 美元/盎司，金价上涨空间依然广阔。

美联储明确释放降息信号（放松除基准利率以外的其他货币政策工具）为黄金股主升浪行情启动点

我们认为实际利率框架下配置黄金股有一个重要时点、两个重要时段：（1）美联储停止加息至明确释放降息信号时间段为黄金股右侧配置期，可逐步布局；（2）美联储明确释放降息信号为黄金股主升浪行情启动点；（3）美联储正式降低基准利率前黄金股可获得显著超额收益，正式降息 1-2 次后，相对收益收窄、股价波动率增加。

新增非农单月转负是美联储明确释放降息信号的先行指标。通过对历史两轮周期的复盘，我们发现当新增非农就业人数单月转负后，美联储都明确释放了降息信号，一段时间后才正式降低联邦基金目标利率。通胀水平和 GDP 增速回落是明确释放降息信号的经济条件，风险冲击导致流动性大幅收紧会加速美联储货币政策转向。

目前美联储明确释放降息信号的条件尚不充分，依然处于黄金股右侧配置期。当前通胀水平和新增非农就业虽下降但绝对值较高，GDP 增速上行，市场流动性宽松。随着美联储紧缩政策的滞后效应显现，通胀和劳动力市场将持续降温，带动 GDP 增速回落，为美联储货币政策转向创造条件。

美联储正式降低基准利率后黄金股相对收益回撤。一方面因为降息预期兑现，股价有所反应；另一方面黄金价格大幅上涨时，黄金企业更有动力开采品位较低的矿石，使得黄金生产成本超预期上涨，矿石品位较低导致黄金产量降低。

黄金股估值仍处历史相对低位，相对收益尚未兑现全部金价上涨预期

4Q22~1Q23 金价和黄金股股价出现反转和趋势性上涨，市场担忧黄金股涨幅已兑现未来金价上涨空间。我们以 PE 和吨权益产量市值两个相对估值指标，对 24 年不同金价预测下黄金股估值与历史两轮复盘周期进行比较，发现在目前金价下，黄金股估值相对历史周期仍然较低。2023 年 3 月至今金价涨幅约 16%，黄金股相对收益最高接近 50%，相对于 2006.05-2007.11 区间金价涨幅 15%、黄金股相对收益最高接近 300%，2018.09-2019.09 区间金价涨幅 35%、黄金股相对收益最高接近 150%的水平来看，当前黄金股相对收益尚未兑现全部金价上涨预期。

投资建议

供需因素影响弱化后，金价分析将在中观层面重回实际利率框架。在实际利率框架下，当前正处于美联储停止加息到明确释放降息信号前的黄金股右侧配置期，并且黄金股相对收益尚未兑现全部金价上涨预期，预计美联储明确释放降息信号后黄金股将迎来主升浪行情。建议关注银泰黄金、山东黄金、中金黄金、招金矿业、赤峰黄金等标的。

风险提示

美联储紧缩货币政策反复，黄金公司业绩不及预期，美国经济超预期向好。

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



内容目录

一、实际利率分析框架是否仍有效？	5
1.1 央行购金支撑需求但增速有所放缓	5
1.2 金价与不同期限加权的美债实际利率中枢负相关	8
1.3 历史曾出现金价与美债长期实际利率同向波动	9
1.4 巴以冲突缓和，避险情绪消退，预期的短期实际利率反弹	10
1.5 实际利率分析框架仍有效	10
二、如何确定黄金股主升浪行情启动点？	10
2.1 美联储明确释放降息信号需要什么条件？	11
2.2 黄金股主升浪何时到来？	13
2.3 美联储明确释放降息信号后黄金股迎来主升浪	17
2.4 降息预期兑现及成本超预期上涨导致正式降息后黄金股相对收益收窄	17
2.5 明确释放降息信号条件尚未达到，可右侧逐步布局	18
2.6 金价理论上上涨空间较大，实际上涨幅度需考虑缩表影响	23
三、当前黄金股是否还有上涨空间？	24
3.1 前两轮复盘周期中黄金股估值抬升明显	24
3.2 黄金股 PE 估值及吨权益产量市值均未达高位	28
3.3 本轮黄金股上涨兑现了多少金价上涨预期？	30
四、投资建议	32
五、风险提示	32

图表目录

图表 1：2022 年以来金价与实际利率负相关“减弱”	5
图表 2：2023 年黄金价格与实际利率走势负相关	5
图表 3：2023 年全球央行购金量 800 吨（单位：吨）	5
图表 4：全球黄金储备占比波动上升	5
图表 5：央行购金行为和黄金 ETF 持仓净流量背离	6
图表 6：77%的央行认为增持黄金主要出于历史惯性	6
图表 7：美国黄金储备领先	7
图表 8：3Q2022 以来中国央行购金量领先全球	7
图表 9：2023 年 71%的受访央行认为未来 12 个月全球央行黄金储备会增加	7
图表 10：2023 年 24%的受访央行表示下一年会增加黄金储备	7
图表 11：全球央行购金速度有所放缓	8
图表 12：3Q2023 全球黄金供需过剩	8



图表 13:	2021 年以来美债短期实际利率大幅波动 (单位: %)	9
图表 14:	历史上曾出现黄金与美债实际利率同向波动	9
图表 15:	2005-2007 年金价和实际利率同时上涨	10
图表 16:	10 月初新一轮巴以冲突爆发	10
图表 17:	失业率上升伴随 NBER 衰退	11
图表 18:	新增非农就业人数环比回落领先于失业率上涨	12
图表 19:	美联储开始降息时通胀不一定确定性下降或维持低位	12
图表 20:	美联储降息前 GDP 增速处于下降区间或低位震荡	13
图表 21:	金融条件收紧提升美联储降息概率	13
图表 22:	流动性大幅收紧后美联储选择快速降息	13
图表 23:	07 年 8 月降低窗口贴现利率后黄金股加速上行	14
图表 24:	19 年 5 月降低 IOER 后黄金股开启新一轮上涨	14
图表 25:	2006 年通胀水平显著下降	14
图表 26:	2007 年 7 月新增非农就业人数转负	14
图表 27:	2007 年 GDP 增速最低降至 1.6%	15
图表 28:	2007 年降息开始前 TED 利差大幅上行	15
图表 29:	2018-2019 年通胀持续下行	15
图表 30:	2019 年 2 月新增非农就业人数转负	15
图表 31:	1Q2019 美国 GDP 增速降至 1.9%	16
图表 32:	2018 年贸易不确定性引发 TED 利差上升	16
图表 33:	新增非农转负及风险冲击促使开启 2007 年降息	17
图表 34:	2019 年新增非农转负后美联储释放降息信号	17
图表 35:	营业成本增速高于营收增速 (单位: %)	18
图表 36:	2020 年黄金生产成本抬升 (单位: 元/克)	18
图表 37:	2006-2008 年黄金股 EPS 对比 (元/股)	18
图表 38:	2018-2020 年黄金股 EPS 对比 (元/股)	18
图表 39:	当前通胀水平高于 2007 年降低窗口贴现利率前	19
图表 40:	当前通胀水平高于 2019 年降低 IOER 前	19
图表 41:	PCE 商品分项同比中能源波动剧烈 (单位: %)	19
图表 42:	休闲服务 PCE 同比有所回升 (单位: %)	19
图表 43:	住宅分项在 PCE 中占比 15%	20
图表 44:	标普/CS20 个大中城市房价指数领先住宅 PCE	20
图表 45:	当前 GDP 增速高于 2007 年降低窗口贴现利率前	20
图表 46:	当前 GDP 增速高于 2019 年降低 IOER 前	20
图表 47:	当前新增非农就业尚未转负	21



图表 48:	当前失业率接近 2019 年降息前水平.....	21
图表 49:	美国 10 月新增非农就业 15 万人.....	21
图表 50:	10 月教育和保健新增非农就业 8.9 万人.....	22
图表 51:	10 月建筑业新增非农就业 2.3 万人.....	22
图表 52:	当前 TED 利差低于 2007 年降低窗口贴现利率前.....	22
图表 53:	当前 TED 利差低于 2019 年降低 IOER 前.....	22
图表 54:	当前美国窗口贴现利率较高.....	23
图表 55:	美国准备金余额利率有下降空间.....	23
图表 56:	实际金价仍有上行空间.....	24
图表 57:	美联储处于持续缩表状态.....	24
图表 58:	全球金矿 AISC 呈现上涨趋势.....	24
图表 59:	全球金矿 AISC 成本曲线.....	24
图表 60:	2006-2008 年黄金股最大 PE 对比.....	25
图表 61:	2006-2008 年黄金股平均 PE 对比.....	25
图表 62:	2006-2008 年黄金股吨权益产量最大市值对比.....	25
图表 63:	2006-2008 年黄金股吨权益产量平均市值对比.....	25
图表 64:	2006-2008 年黄金股吨权益产量最大市值对比.....	26
图表 65:	2006-2008 年黄金股吨权益产量平均市值对比.....	26
图表 66:	2006-2008 年山东黄金和中金黄金股价走势较为统一.....	26
图表 67:	2018-2020 年黄金股最大 PE 对比.....	27
图表 68:	2018-2020 年黄金股平均 PE 对比.....	27
图表 69:	2018-2020 年黄金股吨权益产量最大市值对比.....	27
图表 70:	2018-2020 年黄金股吨权益产量平均市值对比.....	27
图表 71:	2018-2020 年黄金股吨权益产量最大市值对比.....	28
图表 72:	2018-2020 年黄金股吨权益产量平均市值对比.....	28
图表 73:	山东黄金在美联储 2019 年 8 月降息后继续上涨.....	28
图表 74:	2024 年山东黄金、中金黄金、银泰黄金业绩金价弹性测算.....	29
图表 75:	从前两轮周期最高水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置.....	29
图表 76:	从前两轮周期平均水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置.....	30
图表 77:	银泰黄金自产金毛利显著高于其他公司.....	30
图表 78:	2023 年 3 月至今黄金股相对收益约 40%.....	31
图表 79:	4Q2022-3Q2023 金价涨后回落.....	31
图表 80:	银泰黄金业绩跟随金价变动.....	31
图表 81:	2023 年山东黄金业绩逐季度改善.....	32
图表 82:	中金黄金业绩跟随金价变动.....	32



一、实际利率分析框架是否仍有效？

黄金作为不生息资产，其价格与美元信用体系息息相关，如果考虑黄金租借利率，黄金更类似一个负息债券，不同期限的美债实际利率中枢趋势性下降时，会促使部分投资者认为持有黄金的机会成本更低，选择持有黄金进而导致金价上涨。因此金价与实际利率在长期中呈现较为显著的负相关关系。

当前实际利率处于历史相对高位，同时金价也处于历史高位，黄金价格与实际利率的负相关关系似乎有所减弱，引发市场对黄金的实际利率分析框架有效性的质疑。从短周期来看，2023 年以来黄金价格与长期平均实际利率的波动趋势仍呈现负相关关系。

中观层面基于实际利率的金价分析框架依然有效。2022 年以来负相关关系的“减弱”主因央行持续购金对供需的影响，叠加美债不同期限实际利率波动差异等因素扰动，使得市场认为黄金原有的分析框架不再适用。我们预计随着相关扰动因素的消减，金价分析将在中观层面重回实际利率分析框架。

图表1：2022 年以来金价与实际利率负相关“减弱”

图表2：2023 年黄金价格与实际利率走势负相关



来源：iFinD，国金证券研究所

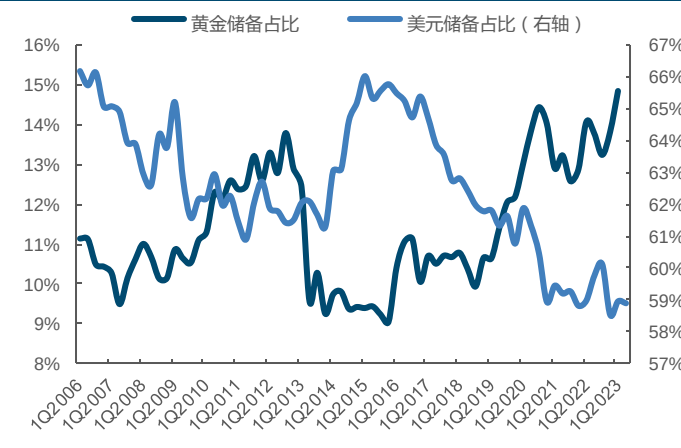
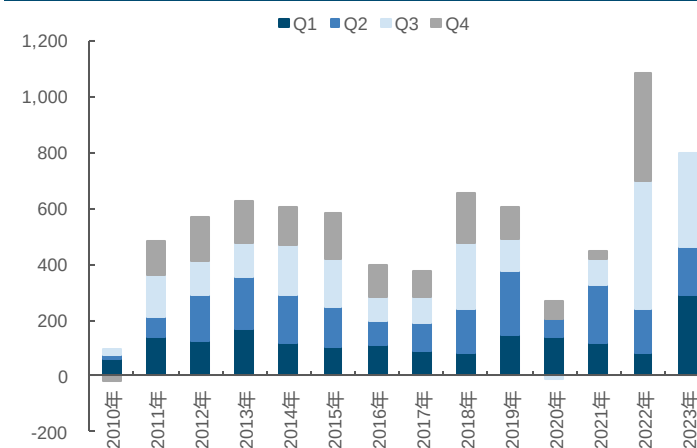
来源：iFinD，国金证券研究所

1.1 央行购金支撑需求但增速有所放缓

从 2022 年第三季度开始，出于对于黄金（1）抗通胀属性、（2）地缘冲突下的避险需求、（3）部分国家“去美元化”等原因，全球央行大量购金。从 2022 年至 2023 年第三季度，全球央行报告购金量已经达到 1640 吨，2023 年前三季度全球央行报告购金量 800 吨，创下历史最高水平。央行大量购金一方面影响黄金供需平衡，另一方面体现出部分央行对于将美元作为信用储备的“担忧”。随着央行持续购金以及储备货币多元化的推进，黄金在全球储备资产中占比呈现逐步上涨趋势，2023 年第一季度已经接近 15%，而美元储备占比降低至 59%。虽然储备比重有所降低，但是美元在全球储备资产中仍具有绝对优势。

图表3：2023 年全球央行购金量 800 吨（单位：吨）

图表4：全球黄金储备占比波动上升



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

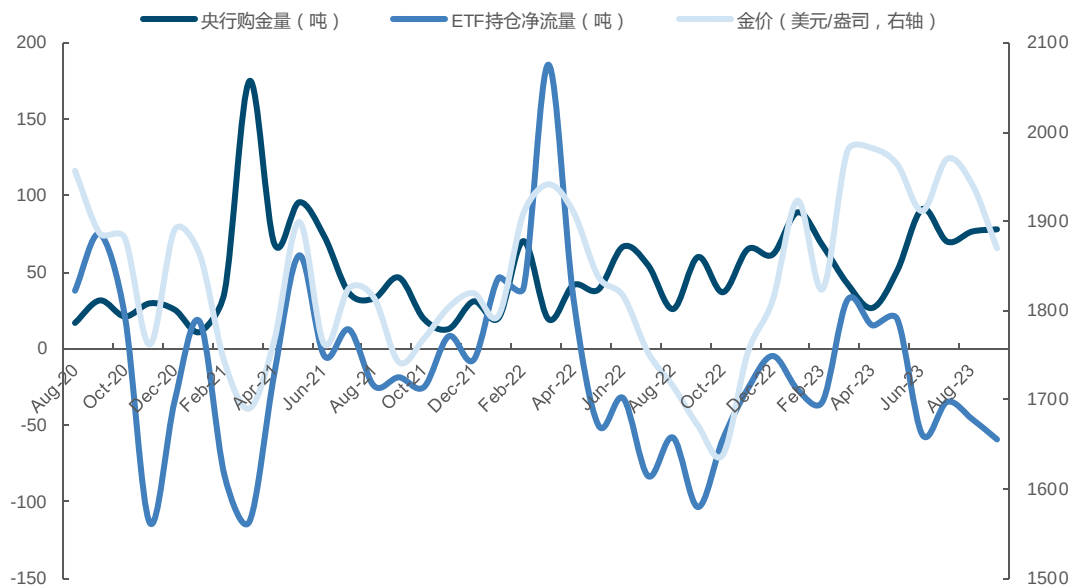
来源：世界黄金协会，iFinD，国金证券研究所

3Q2022 以来，全球黄金 ETF 并未显著流入，但由于同期央行的持续购金行为给予黄金价



格较强支撑，所以在美债实际利率上行过程中金价并未出现显著向下压力。央行的购金行为能否长期为黄金价格提供支撑？要探讨这一问题需要关注央行购金行为的出发点。

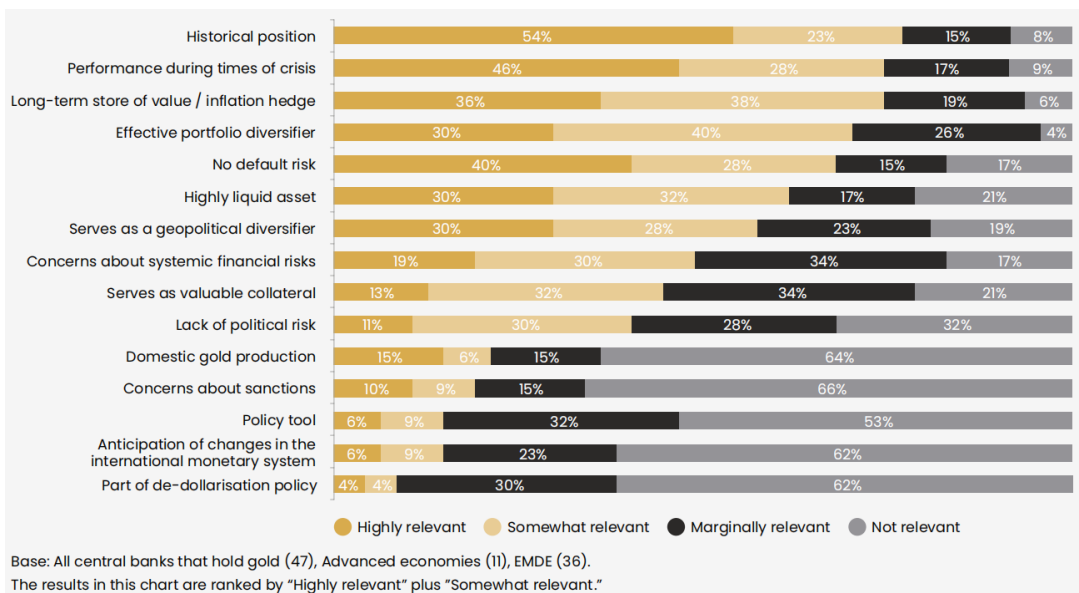
图5：央行购金行为和黄金ETF持仓净流量背离



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

参考国金宏观组 2023 年 5 月的报告《黄金：宏大叙事下的“另类”思考》中的研究方法，根据世界黄金协会发布的《2023 年央行黄金储备调查》，全球 77% 的央行认为增持黄金储备与历史惯性相关 (Highly relevant, Somewhat relevant)，74% 的央行增持黄金是看重黄金在危机时期的较好表现。而其中只有 8% 的央行认为增持黄金储备是出于“去美元化”的需求。

图6：77%的央行认为增持黄金主要出于历史惯性



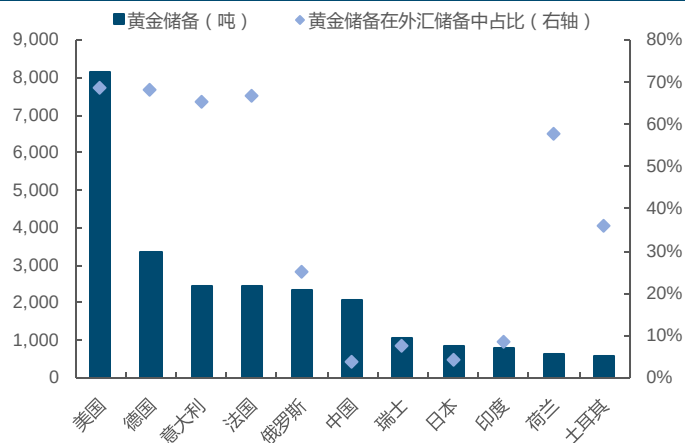
来源：世界黄金协会，国金证券研究所

黄金储备主要集中在欧美国家。根据世界黄金协会统计的数据，截至 2023 年 6 月，美国持有黄金储备 8134 吨，占全球央行持有黄金储备的 25.99%，欧洲主要发达国家德国、意大利、法国等储备相对较多，合计持有 8244 吨，占全球央行持有黄金储备的 26.34%。

历史惯性对于央行购金增加的贡献较为有限。从 3Q2022 以来的全球央行购金行为看，主要购金国家与主要黄金储备持有国重合度较低。3Q2022 以来，主要报告购金国家中除中国、印度、俄罗斯、土耳其等国外，其余购金国家并非主要黄金储备持有国，而德国、意大利、法国等主要持有黄金储备的发达经济体并未有明显的购金行为。

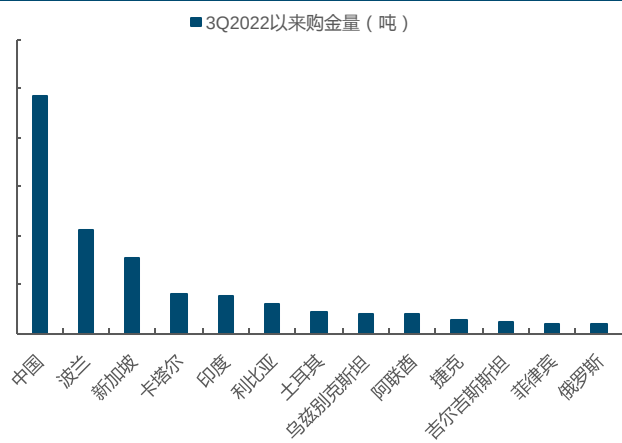


图表7：美国黄金储备领先



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

图表8：3Q2022 以来中国央行购金量领先全球

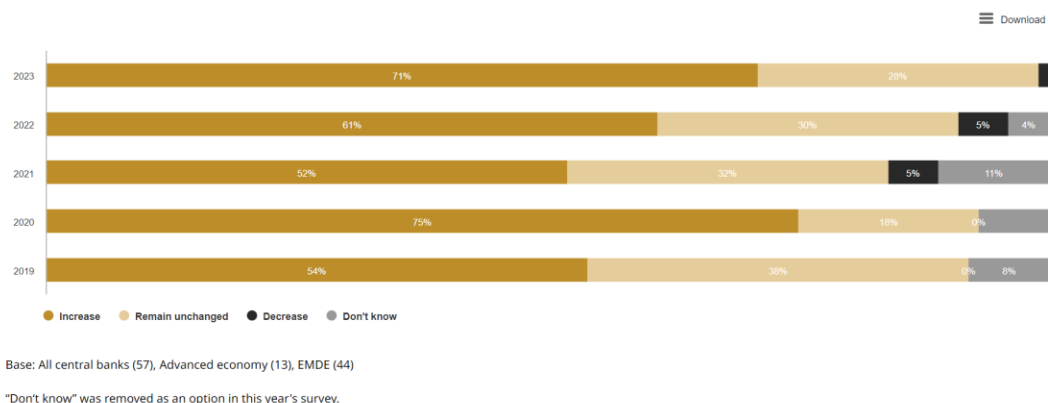


来源：世界黄金协会，国金证券研究所

世界黄金协会 2023 年 5 月的调查显示，71%的受访央行认为未来 12 个月全球央行黄金储备将会增加，这一比例高于 2022 年的 61%。同时，24%的受访央行表示在未来 12 个月将增持其自身黄金储备，这一比例低于 2022 年的 25%。

图表9：2023 年 71%的受访央行认为未来 12 个月全球央行黄金储备会增加

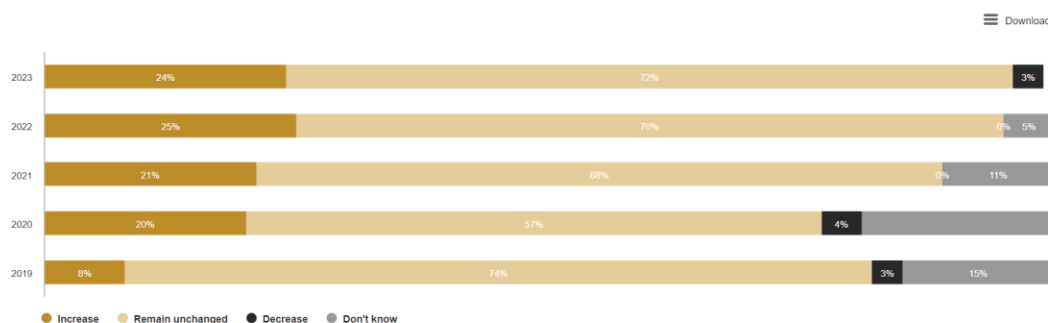
7 in 10 central banks surveyed believe that gold reserves will increase in the next 12 months. This is a 10-point increase from last year



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

图表10：2023 年 24%的受访央行表示下一年会增加黄金储备

Similar to last year, a strong majority of respondents do not expect the level of gold reserves in their institution to change over the next year. Around a quarter anticipate an increase



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

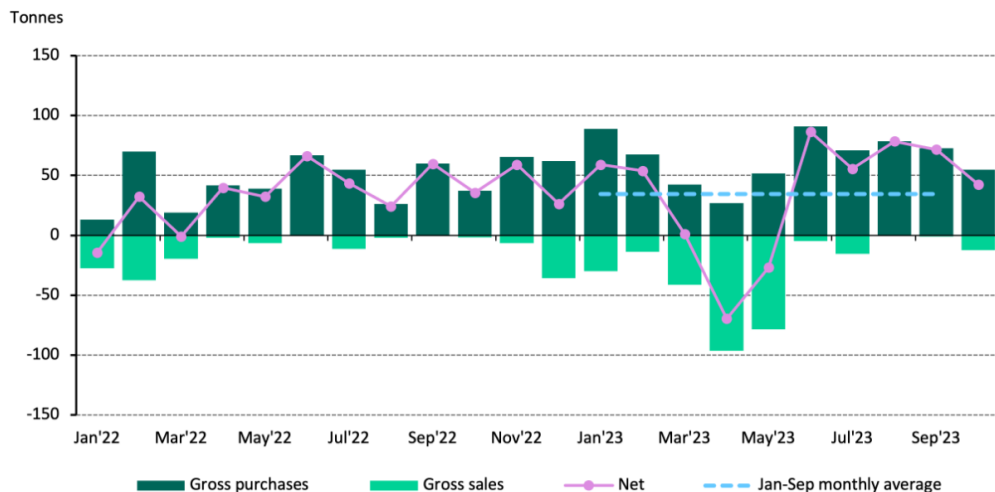
经历大幅增持后，央行购金速度有所放缓。2023 年以来，全球央行购金速度有所放缓，其中 Q1 购金 287.69 吨，Q2 由于土耳其央行为满足国内市场对于黄金的需求抛售黄金，全



球央行购金量降低至 174.79 吨, Q3 央行购金行为恢复正常, 购金规模恢复至 337.09 吨。虽然 2023 年全球央行购金量处于历史高位水平, 但是单季度购金规模相对于 2022 年下半年有明显收窄, 从 2023 年下半年开始全球央行月度净购金量呈现回落趋势, 在俄乌冲突、通胀压力影响逐步淡化之后, 央行持续购金动能有所减弱。

图表11: 全球央行购金速度有所放缓

Central banks continued their buying spree in October*



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

由于 2023 年 10 月巴以新一轮冲突爆发, 危机或将促进央行购金规模有所回升, 年内或将持续高水平增持, 世界黄金协会预测 2023 年全球央行购金量将与 2022 年购金量接近甚至超过 2022 年。

图表12: 3Q2023 全球黄金供需过剩

单位: 吨	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023	3Q2023
金矿产量	839.37	889.70	949.05	946.71	860.17	912.70	971.06
生产商净套保	25.68	1.65	-26.81	-13.64	37.06	-19.51	7.20
回收金	295.92	285.20	268.32	290.73	312.02	322.89	288.80
总供应量	1,160.97	1,176.55	1,190.56	1,223.80	1,209.25	1,216.07	1,267.06
金饰制造	517.40	493.46	582.62	601.86	512.38	492.79	578.22
科技	81.06	78.33	77.29	72.07	70.14	70.39	75.29
投资	555.88	209.28	100.47	247.42	274.34	255.69	156.89
各国央行和其他机构	82.44	158.57	458.77	382.10	287.69	174.79	337.09
总需求量	1,236.78	939.64	1,219.16	1,303.46	1,144.55	993.66	1,147.49
供需平衡	-75.81	236.91	-28.60	-79.66	64.70	222.41	119.57

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

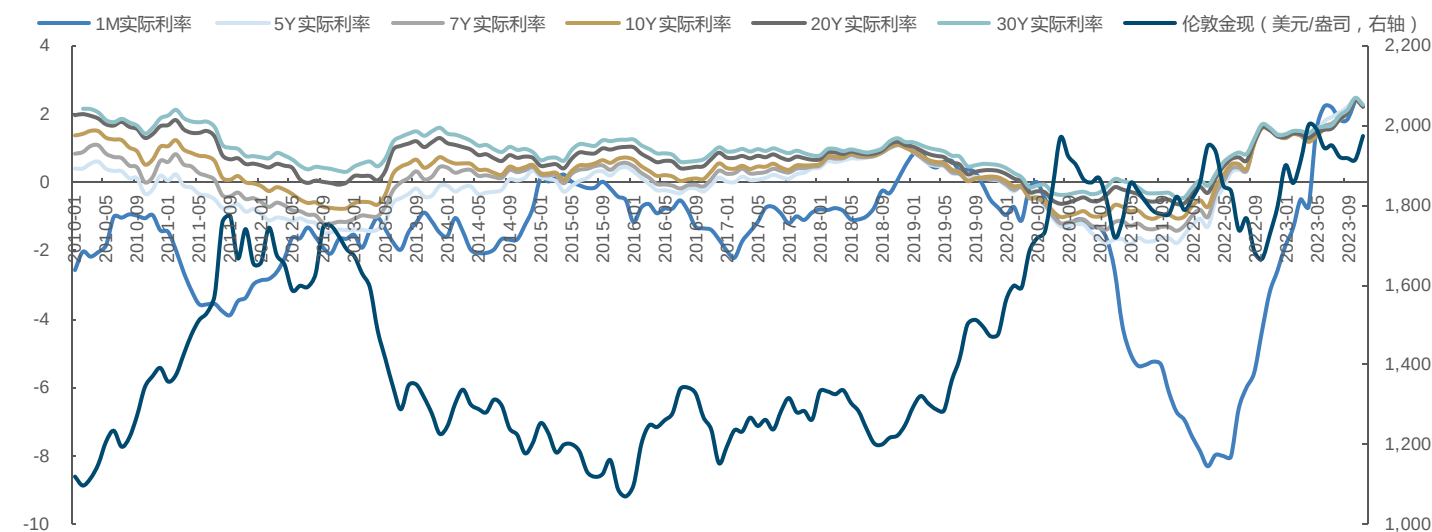
1.2 金价与不同期限加权的美债实际利率中枢负相关

在传统实际利率分析框架中, 市场更多关注黄金价格与 10 年期美债实际利率的负相关关系, 但我们认为, 黄金价格与不同期限加权的美债实际利率中枢负相关。如 2021 年初至 2022 年初, 虽然长期实际利率处于震荡走势, 但由于美联储疫情后的宽松政策, 名义利率持续处于低位, 同时通胀水平上升, 导致 1M 美债实际利率大幅下行, 带动不同期限加权的美债实际利率中枢下降, 从而推涨黄金价格。

我们认为未来随着美联储开启降息, 中短端美债实际利率将大幅下行, 带动不同期限加权的美债实际利率中枢趋势性下降, 推动黄金价格上涨。



图表13: 2021年以来美债短期实际利率大幅波动 (单位: %)



来源: iFind, 国金证券研究所

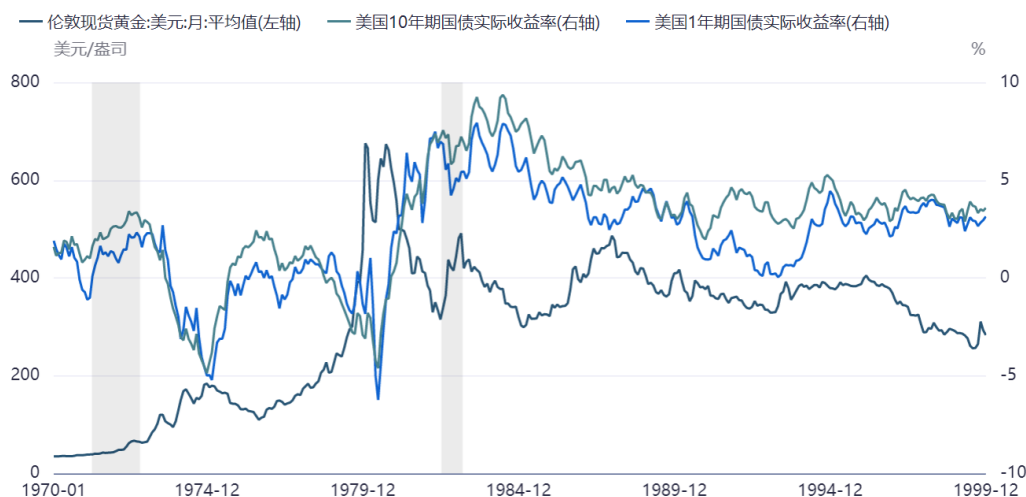
1.3 历史曾出现金价与美债长期实际利率同向波动

复盘历史黄金价格与美债长期实际利率, 发现在 1971.04-1972.09、1982.06-1983.02、2005.06-2007.07 等时期, 二者也曾出现过同向波动情况。

(1)1971.04-1972.09: 在美国经济维持繁荣的宏观背景下, 美债实际利率维持上涨趋势。1971 年 8 月尼克松政府宣告布雷顿森林体系结束, 长期受到抑制的金价出现补涨, 从 35 美元/盎司涨至 1972 年 9 月的 65 美元/盎司。

(2) 1982.06-1983.02: 在此期间内, 美债长期实际收益率处于高位, 同时美联储为刺激经济开始降息, 带动短端国债实际收益率大幅下行, 拉动不同期限美债实际利率中枢下移, 推涨黄金价格。

图表14: 历史上曾出现黄金与美债实际利率同向波动



来源: iFind, 国金证券研究所

注: 由于数据可得性问题, 1970-1999 年以 (美债收益率-通货膨胀率) 计算美债实际收益率

(3) 2005.06-2007.07: 2000 年以来中国等新兴经济体快速发展, 需求增长带动商品牛市, 全球通胀快速上涨。为抑制通胀美联储从 2004 年开始连续加息, 2005 年中开始美债实际收益率持续攀升, 同期黄金价格在通胀推动下大幅上涨。



图表15：2005-2007 年金价和实际利率同时上涨



来源：iFinD，国金证券研究所

1.4 巴以冲突缓和，避险情绪消退，预期的短期实际利率反弹

我们认为，短期风险因素冲击带来的避险情绪对于黄金价格的影响也是通过实际利率框架进行的。当发生短期风险事件冲击时，市场对于短期经济增长预期悲观，导致预期的短期名义利率和实际利率下行，进而拉动不同期限美债平均实际利率中枢回落，推涨黄金价格。

2023 年 10 月 7 日新一轮巴以冲突爆发，由于 10 月 7 日至 8 日为周末，故从 10 月 9 日开始，外盘黄金价格快速拉涨，此后随着巴以冲突持续升级，避险情绪不断升温。

图表16：10 月初新一轮巴以冲突爆发

时间	事件
10 月 7 日	加沙地带武装组织向以色列境内发射数千枚火箭弹，并进入以色列城镇斯代罗特发动袭击，与以军交火。以军宣布进入战争状态，对加沙地带发动空袭。
10 月 8 日	以色列切断对加沙地带电力物资供应。
10 月 9 日	以色列“全民封锁”加沙地带，切断对加沙地带的供水。
10 月 12 日	以色列总理会见美国国务卿，以色列准备对加沙地带哈马斯发动大规模军事行动。
10 月 13 日	以军向联合国通报称，已通知加沙地带北部的约 110 万巴勒斯坦人，要求他们在 24 小时内撤离至加沙南部，未来以军将在加沙采取大规模军事行动。
10 月 15 日	以军同意在加沙地带南部建立人道主义走廊。
10 月 17 日	由于美英法日四国投反对票，导致联合国安理会未能通过巴以相关决议。

来源：央视网，国金证券研究所

1.5 实际利率分析框架仍有效

在黄金的中观分析层面，金价是利率和货币现象；更高的宏观分析层面，黄金是信用储备，各国央行持有黄金一方面作为外汇储备，另一方面作为信用储备，在美国出现信用坍塌风险时，黄金可以较好地替代美元和美债承担信用对标物。

央行购金行为或将在地缘政治冲突有所缓和后趋稳，供需因素对于黄金价格的影响将有所弱化，黄金价格走势与实际利率仍维持负相关关系，未来实际利率下行后，黄金作为不生息资产持有的机会成本降低，黄金价格有望上行。

二、如何确定黄金股主升浪行情启动点？

我们在 2023 年 4 月发布的深度报告《实际降息前黄金股相对收益最高》中提出核心观点：停止加息至开始降息时间段为黄金股票配置最优时间段；第二或第三次降息至预期流动性边际收紧时间段为黄金股票配置次优时间段。

但是在历史复盘，我们发现，在美联储不降息时间段内，金价和黄金股均存在回调的可能性，因此在最优配置时段内配置黄金股的相对收益及心理状态可能会受到较大影响。为了



更好地找到国内黄金股开启主升浪行情的触发因素，本次报告我们将基于前次深度报告的复盘结论，进一步探寻触发黄金股主升浪行情的先导因素或指标。

通过进一步复盘，我们认为实际利率框架下配置黄金股有一个重要时点、两个重要时段：

- (1) 黄金股右侧配置期：从美联储停止加息到明确释放降息信号（放松除基准利率以外的其他货币政策工具，非实际降低基准利率）的时间段为黄金股右侧配置期，可逐步布局；
- (2) 黄金股主升浪行情启动点：美联储明确释放降息信号（放松除基准利率以外的其他货币政策工具，非实际降低基准利率）为黄金股主升浪行情启动点；
- (3) 黄金股相对收益最丰厚时期：在美联储正式降低基准利率以前，黄金股可获得显著超额收益，而正式降息 1-2 次后，相对收益会有所收窄，且股价波动率增加。

下面我们通过对美联储历史上货币政策周期的复盘，讨论当经济指标处于何种位置时，美联储货币政策将迎来转向，带来黄金股主升浪。

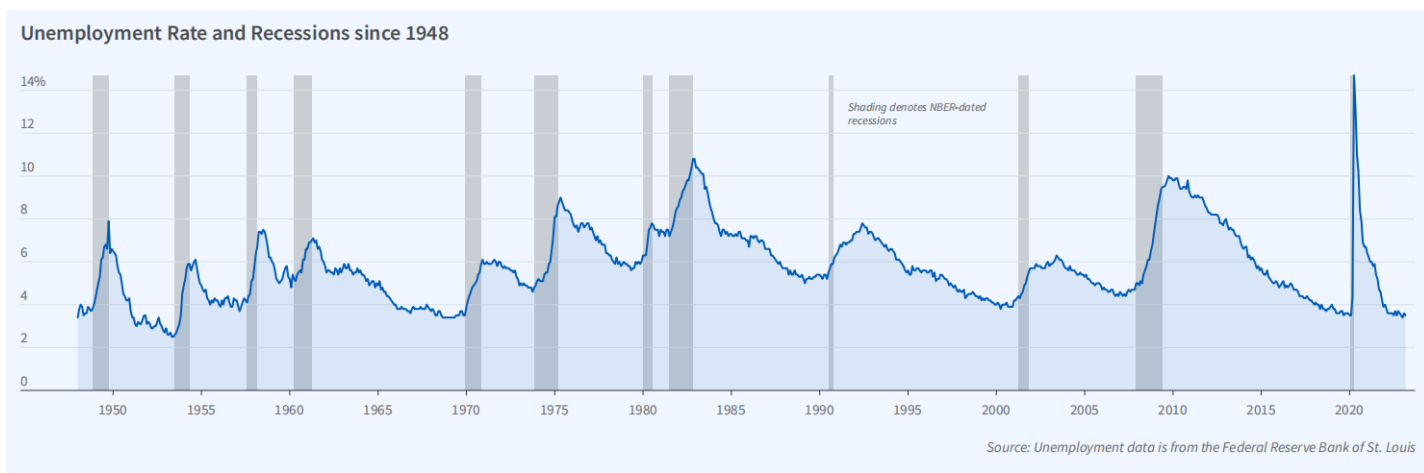
2.1 美联储明确释放降息信号需要什么条件？

通过对 20 世纪 70 年代至今的美联储货币政策周期的梳理，我们发现美联储货币政策转向更为关注劳动力市场的变化，并且新增非农就业人数的环比回落比失业率的上涨更有领先和指导意义，同时通胀数据和 GDP 增速的回落趋势会增强美联储停止加息的“可信度”。此外，金融条件和流动性的收紧往往会促进美联储转向宽松或加速宽松进程。

(1) 新增非农就业大幅回落领先于货币政策转向

劳动力市场的繁荣程度是美联储关注的核心变量之一。失业率大幅上升是经济衰退的一项重要指标，美国国家经济研究局（NBER）研究经济周期最看重的两个指标就是实际个人收入、转移和非农就业，失业率的上升往往伴随着经济衰退。

图表17：失业率上升伴随 NBER 衰退



来源：NBER，国金证券研究所

我们发现美联储加息结束至降息开始前，美国失业率往往经历一段时间的“低位震荡”（1981 年、1989-1990 年、2000-2001 年），而有时当美联储开始降息之后，失业率才会开始有明显的上升趋势（1981 年、1990 年、2000 年、2007-2008 年）。失业率的大幅上升滞后于美联储降息起点，或因失业率是经济衰退的滞后指标。

新增非农就业人数环比回落领先于失业率上升。通过对比美联储货币政策周期及同期的新增非农就业人数变化，发现当新增非农就业人数呈现下降趋势时，美联储对于加息表现得更为谨慎，在 1980-1981 年、1989 年、2000 年、2006-2007 年新增非农就业数据回落具有确定性趋势后，美联储都选择了停止加息，并且降息时点与新增非农就业人数转负时点较为接近，而此时失业率仍处于低位震荡阶段。

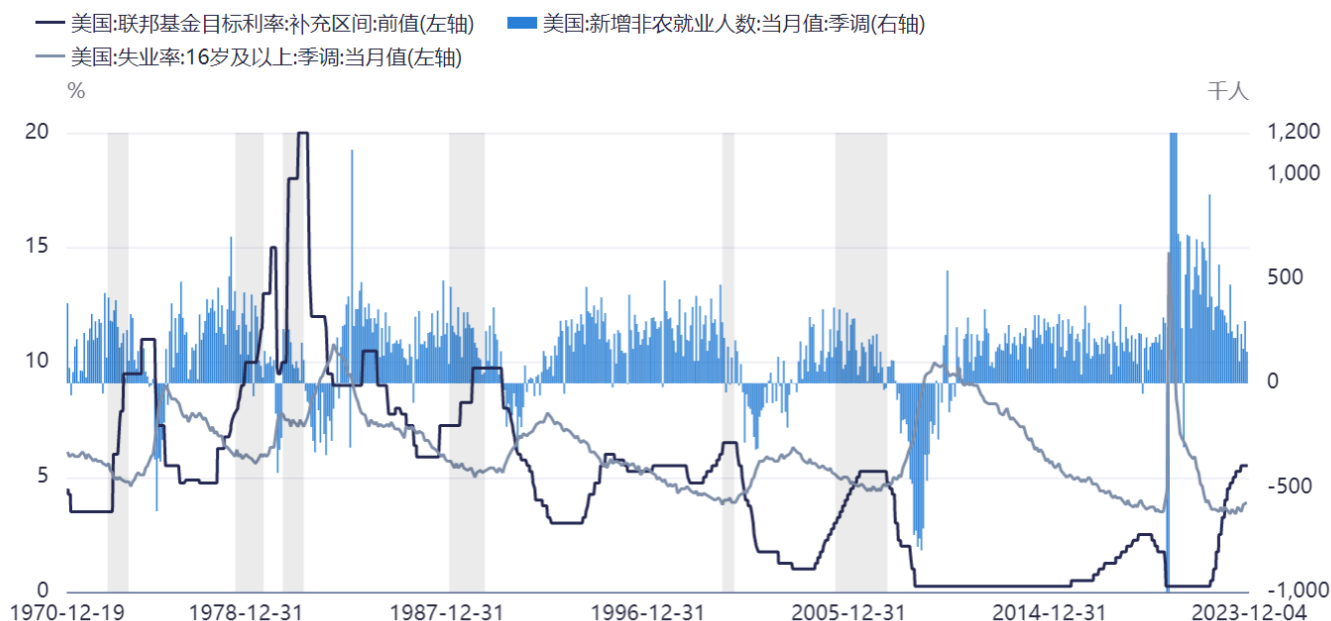
新增非农就业人数与失业率变化的“矛盾”主要因为两个指标统计口径的差异。非农就业人数的统计按照企业口径（CES），有多个工作的人员重复计算；失业率以家庭为统计口径（CPS），有多个工作的人员只计算一次。统计口径的差异导致劳动力市场新增非农就业人数和失业率有时会呈现同向波动。

根据 BLS 的说明，企业调查样本量相比于家庭样本大得多，CES 的就业调查在测量逐月变化的误差范围较小。因此，要判断劳动力市场繁荣程度，关注新增非农就业人数的变化更



有指导性意义。

图表18：新增非农就业人数环比回落领先于失业率上涨



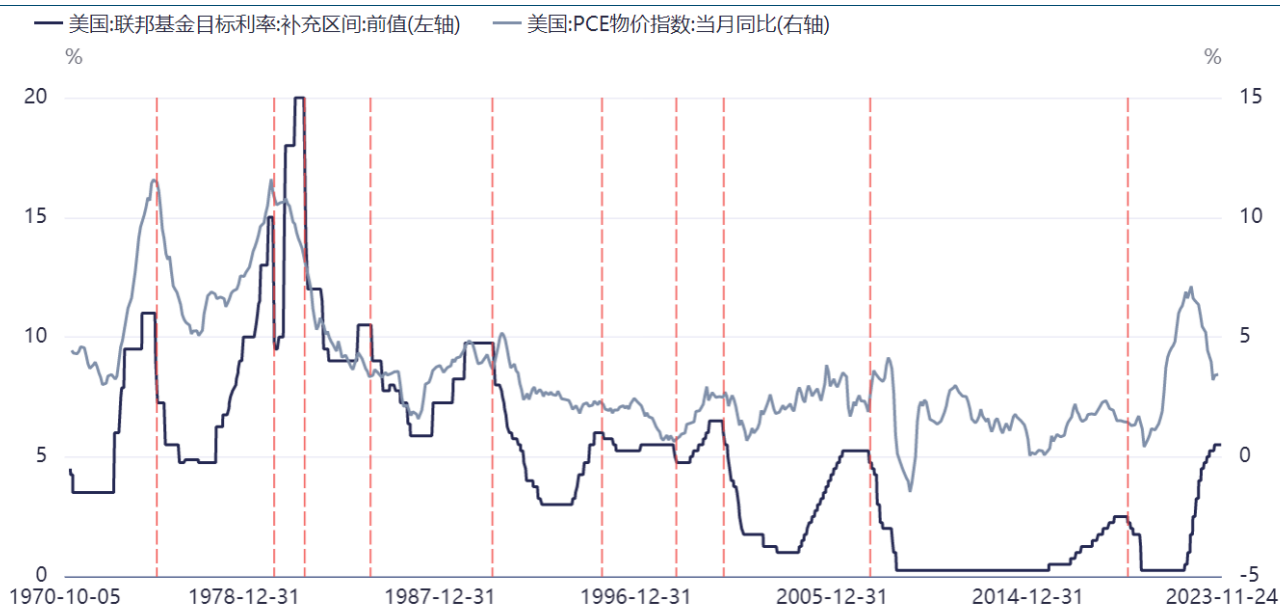
来源：iFinD，国金证券研究所

(2) 降息开始时通胀不一定确定性下降或维持低位

历史上并非通胀进入确定性下降趋势后或者稳定在 2% 左右的通胀目标时，美联储才会开始降息。1972 年至 2020 年，美联储共经历了 10 次货币政策从紧缩到放松的政策周期，其中有 6 次美联储开启降息时，通胀处于下降区间或低位震荡时期（1981 年、1984 年、1995 年、1998 年、2007 年、2019 年），剩余 4 次美联储开始降息时，通胀并未显示明显的下降趋势。

根据对美联储历次货币政策周期中通胀表现的复盘，发现金融风险、经济增长与通胀的权衡导致美联储会在通胀尚未确定性下降时就开始降息。但通常通胀进入确定性下降趋势后，美联储对于加息会更为谨慎，紧缩货币政策有望迎来转向。

图表19：美联储开始降息时通胀不一定确定性下降或维持低位



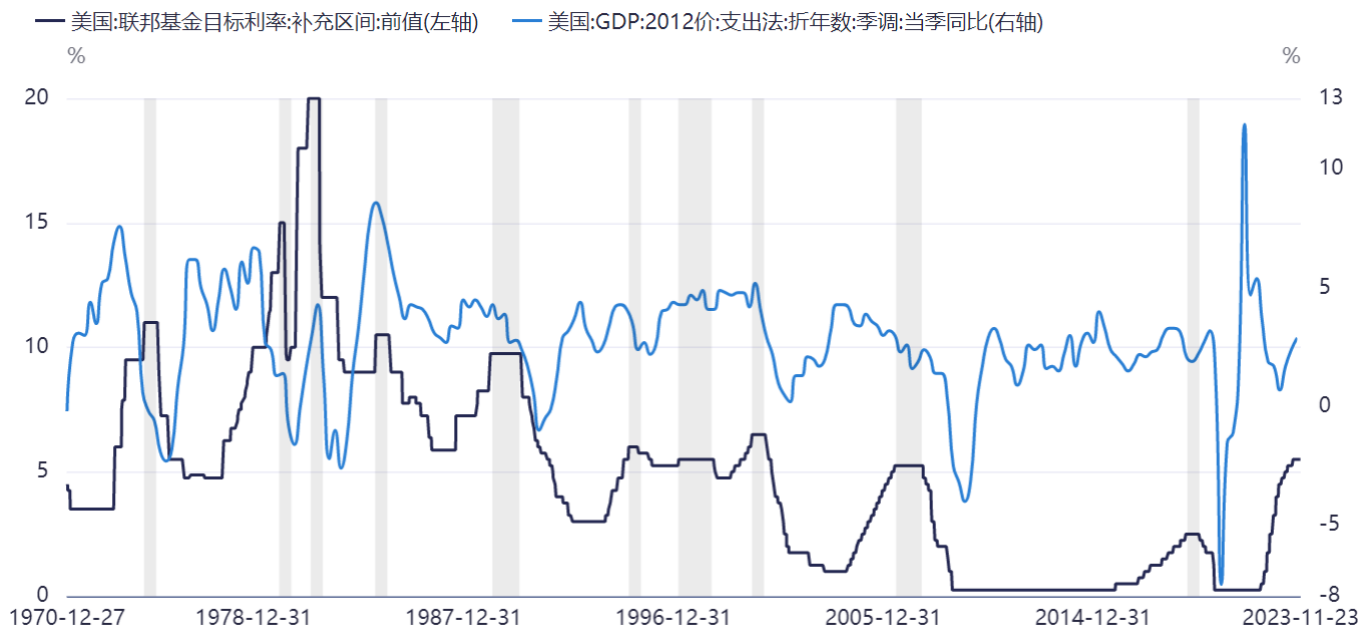
来源：iFinD，国金证券研究所

(3) 经济增速下滑导致美联储对于紧缩政策谨慎



经济增速放缓使美联储对于加息更为谨慎。通过对比 1972-2020 年美联储 10 次降息中 GDP 增速的变化，发现从美联储停止加息到实际开始降息之前，有 8 次 GDP 增速处于下行区间或在美联储停止加息之前就出现了较为明显的下降。

图表20：美联储降息前 GDP 增速处于下降区间或低位震荡



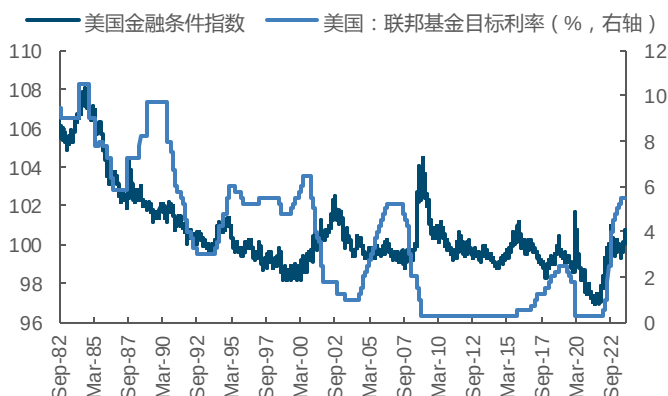
来源：iFind，国金证券研究所

(4) 流动性收紧加速美联储货币政策转向

金融条件与流动性收紧让美联储降息的确定性更强。高盛美国金融条件指数 (FCI) 通过美国无风险利率、汇率、股票估值和信贷利差综合计算，衡量美国金融形势，FCI 指数上升意味着美国金融条件收紧。通过回顾历史上美国金融条件、流动性与美联储降息政策，发现当金融条件和流动性大幅收紧后，FCI 和 TED 利差显著开始上升后，美联储货币政策转向宽松或加速宽松进程。

图表21：金融条件收紧提升美联储降息概率

图表22：流动性大幅收紧后美联储选择快速降息



来源：Bloomberg，国金证券研究所

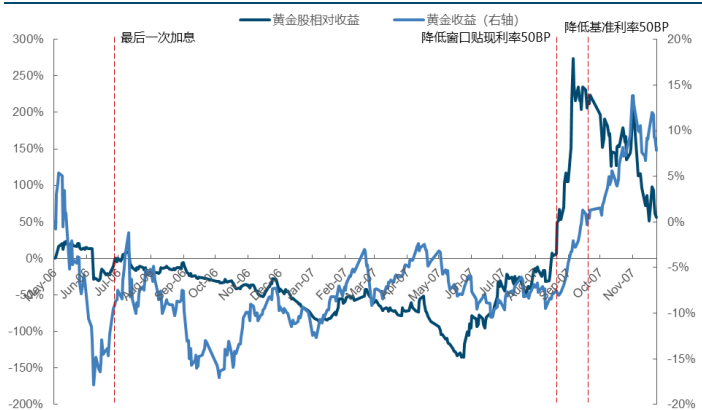
来源：iFind，国金证券研究所

2.2 黄金股主升浪何时到来？

通过对 2006.05-2007.11 和 2018.09-2019.09 两轮周期内黄金价格和黄金股相对收益的复盘，我们发现 2007 年 8 月美联储降低窗口贴现利率和 2019 年 5 月美联储降低超额准备金利率后，黄金股迎来所在周期内的主升浪。第一轮周期内黄金股区间最高相对收益接近 300%，第二轮周期内黄金股区间最高相对收益接近 150%。

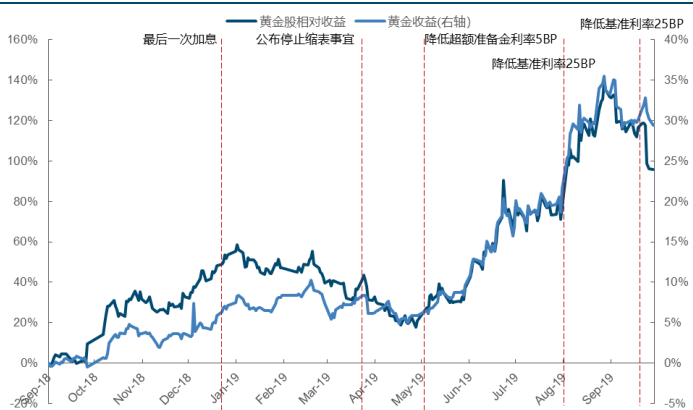


图表23: 07年8月降低窗口贴现利率后黄金股加速上行



来源: iFind, 国金证券研究所

图表24: 19年5月降低10ER后黄金股开启新一轮上涨



注: 黄金股相对收益为选取黄金标的公司按市值加权平均的相对于沪深300指数的超额收益, 根据主要黄金上市公司上市时间, 2006-2007年选取的标的公司为山东黄金和中金黄金, 2018-2019年选取的标的公司为山东黄金、中金黄金、赤峰黄金以及银泰黄金。

我们通过对上述两轮周期(2006.05-2007.11和2018.09-2019.09)内新增非农就业、PCE通胀、GDP增速、TED利差等指标进行复盘, 以期找到提示美联储明确释放降息信号(降低除联邦基金目标利率外的其他货币政策工具利率)的领先指标。

(1) 2006.05-2007.11: 单月新增非农业人数转负成为货币政策转向的领先指标

PCE通胀维持低位震荡: 因美联储持续紧缩政策, PCE同比在2006年10月降低至1.68%, 此后维持在2-2.5%区间震荡。2007年9月18日美联储以50BP降幅开启降息周期后, 由于货币政策转向宽松, 美国通胀水平逐步上升。

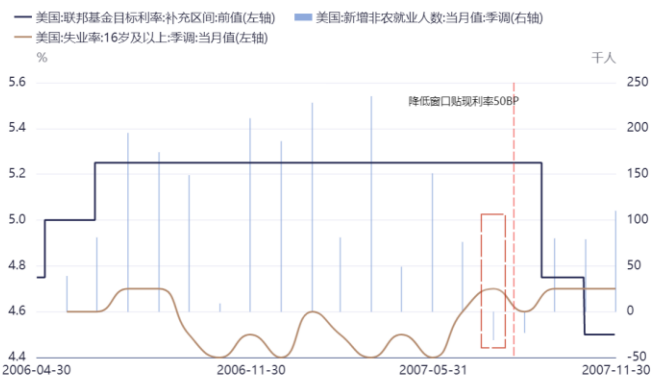
2007年7月新增非农就业转负: 2006年初美国新增非农就业人数维持此前的向下趋势, 劳动力市场缓慢降温, 非农数据支持美联储停止加息。2007年7月新增非农就业人数-3.1万人, 是本轮加息周期以来首次转负, 就业市场面临衰退。

图表25: 2006年通胀水平显著下降



来源: iFind, 国金证券研究所

图表26: 2007年7月新增非农就业人数转负



来源: iFind, 国金证券研究所

GDP增速放缓: 由于美联储的持续紧缩政策, 美国GDP增速震荡下行, 2006年美联储加息结束后GDP增速最低回落至1Q2007的1.6%。

次贷危机逐步发酵: 2007年4月4日, 美国第二大次级房贷公司新世纪金融公司宣布申请破产保护、裁减54%的员工, 风险情绪开始酝酿, TED利差进入上升区间。

2007年7月10日, 标普降低次级抵押贷款债券评级。

2007年8月6日, 美国第十大抵押贷款服务提供商美国住宅抵押贷款投资公司申请破产保护, TED利差大幅上行190BP至2.38%。



图表27: 2007 年 GDP 增速最低降至 1.6%



来源: iFind, 国金证券研究所

图表28: 2007 年降息开始前 TED 利差大幅上行



来源: iFind, 国金证券研究所

就业下降、风险冲击加速货币政策转向: 本轮加息周期末期, 美国通胀水平、非农就业、GDP 增速都呈现显著下降趋势, 2007 年 8 月美国住宅抵押贷款投资公司申请破产保护导致避险情绪升温、流动性收紧, 同时 7 月新增非农就业数据转负, 美联储于 8 月 17 日宣布降低窗口贴现利率 50BP 至 5.75%, 声明“美联储提供流动性以促进金融市场有序运行”。

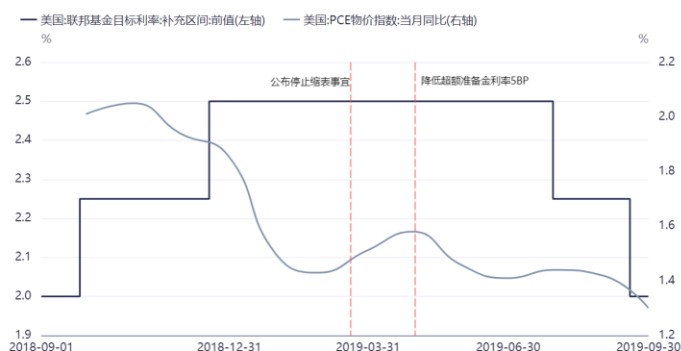
2007 年 9 月 18 日, 美联储将联邦基金利率下调 50BP 至 4.75%, 开启本轮降息周期。

(2) 2018.09-2019.09: 新增非农转负后货币政策转向

通胀水平持续下降: 经过 9 次加息, 2018 年 12 月美国联邦基金目标利率提升至 2.25%-2.50% 区间。美国通胀温和回落, 到 2019 年 2 月, PCE 同比增速降至 1.43%, 之后继续维持下降趋势。

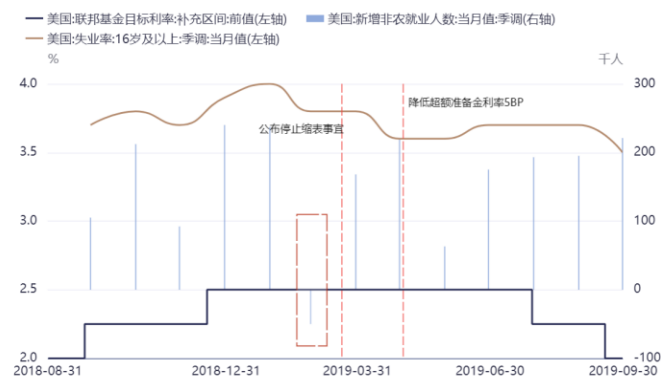
2019 年 2 月新增非农就业转负: 2015 年美国开始复苏, 之后美联储进入有序加息周期, 期间非农就业温和增长。2019 年初开始新增非农就业人数出现较大波动, 2019 年 2 月新增非农就业降低至 -5 万人。

图表29: 2018-2019 年通胀持续下行



来源: iFind, 国金证券研究所

图表30: 2019 年 2 月新增非农就业人数转负



来源: iFind, 国金证券研究所

GDP 增速显著下滑: 本轮周期中, 从美联储倒数第二次加息开始, 美国 GDP 增速出现明显下降, 1Q2019 降低至 1.9%。

风险冲击强度较弱: 2018 年 8 月美国开始对伊朗进行石油制裁。

2018 年 9 月宣布对约 2000 亿美元的中国产品加征 10% 进口关税, 并将于 2019 年 1 月 1 日起将税率提升至 25%, 贸易不确定性带来一定的避险需求, TED 利差有所上升。



图表31: 1Q2019 美国 GDP 增速降至 1.9%



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表32: 2018 年贸易不确定性引发 TED 利差上升



来源: iFinD, 国金证券研究所

非农转负后美联储释放降息信号: 2019 年 3 月 21 日, 美联储议息会议不加息, 并公布停止缩表具体事宜, 首次释放货币政策转向信号。自 2019 年 5 月开始每月缩表规模由 300 亿美元降低至 150 亿美元, 并在 9 月底停止缩表, 10 月开始继续缩减 MBS 规模用来购买美国国债, 每月最多 200 亿美元规模不变。

2019 年 5 月 2 日, 美联储议息会议维持联邦基金利率在 2.25-2.50% 区间, 但将超额准备金利率 (IOER) 从 2.4% 降至 2.35%, 再次明确货币政策转向信号。

超额准备金利率 (IOER) 为联邦储备银行为符合条件的机构在储备银行开立的主账户中持有或代表持有的超额准备金支付的利率, 在次贷危机后的货币政策正常化过程中, 美联储将联邦基金利率调整到目标区间时, 主要是通过调整 IOER 利率来实现的。2020 年 3 月 24 日理事会修订了将交易账户的所有准备金要求比率设为 0%, 取消了所有准备金要求, 不再对必要准备金和超额准备金利率进行区分, 而采用统一的准备金余额利率 (IORB)。

2019 年 8 月 1 日, 美联储宣布降息 25BP, 将联邦基金利率目标区间下调至 2.00-2.25%, 开启本轮降息周期。

(3) 两轮周期货币政策转向核心驱动因素对比

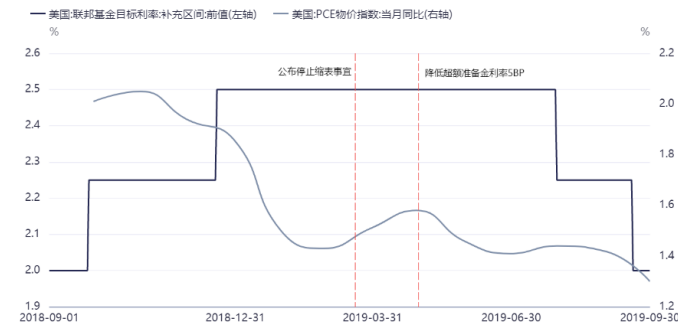
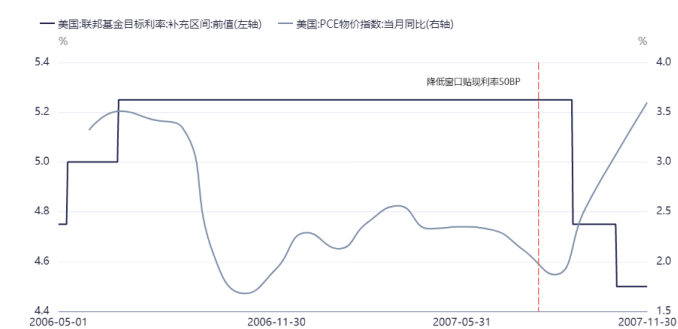
2006.05-2007.11: 本轮降息开始前, 美国通胀水平、经济增速、新增非农就业人数都呈现下降趋势。2007 年 7 月新增非农数据转负, 8 月美国住宅抵押贷款投资公司申请破产保护, 避险情绪升温、流动性收紧, 导致美联储在议息会议前就在 8 月 17 日降低窗口贴现利率释放宽松信号, 9 月开始正式降息。

2018.09-2019.09: 本轮降息开始前, 美国通胀水平、经济增速呈现下降趋势, 美国贸易政策导致避险情绪升温。2019 年 2 月新增非农就业数据转负, 美联储于 3 月公布停止缩表具体事宜, 5 月降低超额准备金利率, 释放宽松信号, 8 月正式开始降息。



图表33：新增非农转负及风险冲击促使开启2007年降息

图表34：2019年新增非农转负后美联储释放降息信号



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

2.3 美联储明确释放降息信号后黄金股迎来主升浪

根据上述对于美联储两轮不降息时期的复盘，得出以下结论：

(1) 黄金股右侧配置期：从美联储停止加息到明确释放降息信号（放松除基准利率以外的其他货币政策工具，非实际降低基准利率）的时间段为黄金股右侧配置期，可逐步布局。

(2) 黄金股主升浪行情启动点：美联储明确释放降息信号（放松除基准利率以外的其他货币政策工具，非实际降低基准利率）为黄金股主升浪行情启动点。

(3) 新增非农就业人数转负是明确释放降息信号的先行指标。前两轮周期中，在新增非农就业人数转负后，美联储都向市场释放了宽松信号，此后金价和黄金股迎来主升浪。新增非农就业人数指标较为明确且易于跟踪，因此可作为提示美联储释放降息信号前的关注指标。

(4) 黄金股相对收益最丰厚时期：在美联储正式降低基准利率以前，黄金股可获得显著超额收益，而正式降息 1-2 次后，相对收益会有所收窄，且股价波动率增加。

(5) 通胀水平和 GDP 增速回落是明确释放降息信号的经济条件。根据历史复盘，美联储降息前通胀水平和 GDP 增速都有较为明显的回落，并且上述指标的降低意味着美国经济增速的降温，美联储为避免经济衰退，将对紧缩政策保持谨慎。

(6) 风险冲击会加速美联储释放降息信号。美联储对于风险冲击引发的流动性紧缩较为敏感，当发生风险事件导致市场避险情绪显著上行、流动性大幅收紧时，即使其他指标并未提示需要降息或扩大宽松，美联储也会加速货币政策转向或扩大宽松程度。

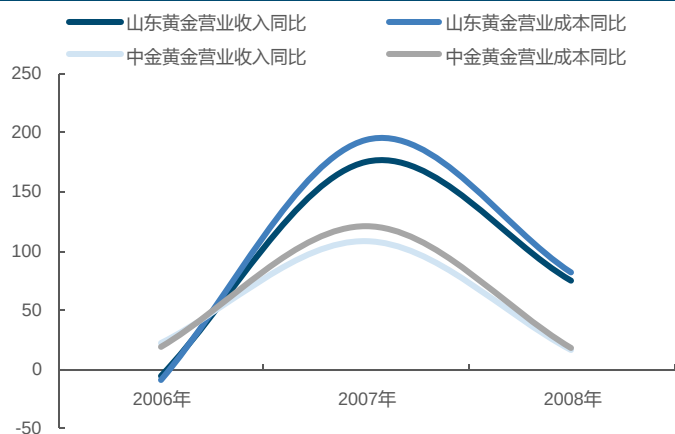
2.4 降息预期兑现及成本超预期上涨导致正式降息后黄金股相对收益收窄

对于黄金股相对收益在美联储降息开启后开始收窄的原因，我们认为一方面是因为降息预期得到兑现，股价有所反应；另一方面是受上市公司黄金生产成本的影响。

我们对前两轮复盘周期中黄金上市公司的成本变化进行观察，发现当黄金价格大幅上涨时，黄金企业克金成本出现较为显著的提升。我们认为主要是因为黄金价格较高时，黄金企业更有动力开采品位较低的矿石，使得克金成本超预期上涨，同时矿石品位较低也会导致矿产金产量有所下降。

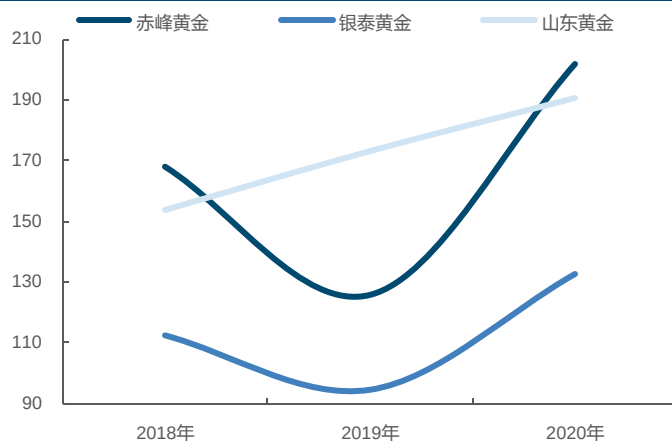


图表35：营业成本增速高于营收增速（单位：%）



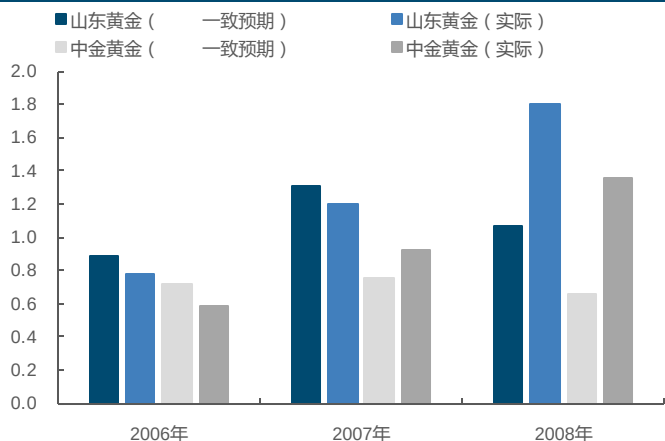
来源：iFind，国金证券研究所

图表36：2020年黄金生产成本抬升（单位：元/克）



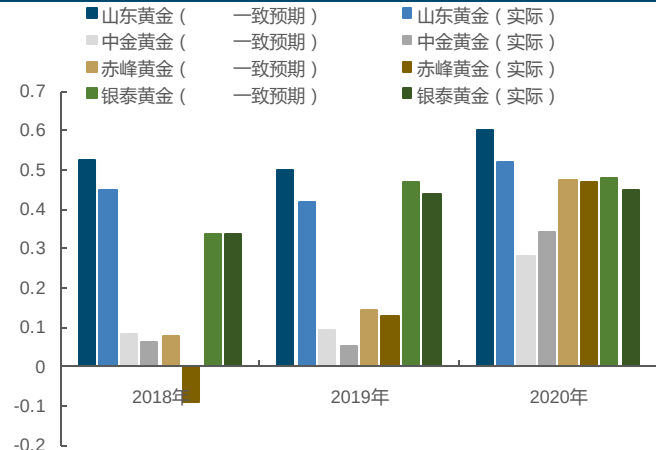
来源：iFind，国金证券研究所

图表37：2006-2008年黄金股EPS对比（元/股）



来源：iFind，国金证券研究所

图表38：2018-2020年黄金股EPS对比（元/股）



来源：iFind，国金证券研究所

2.5 明确释放降息信号条件尚未达到，可右侧逐步布局

假设 2023 年 7 月加息 25BP 为美联储本轮加息周期的最后一次加息，对比本轮周期与前两轮周期（第一轮周期 2006.05-2007.11，第二轮周期为 2018.09-2019.09）中新增非农就业、通胀水平、GDP 增速、TED 利差等指标，我们认为目前的美国经济状况尚未达到美联储明确释放降息信号的条件，目前依然处于黄金股右侧配置期。

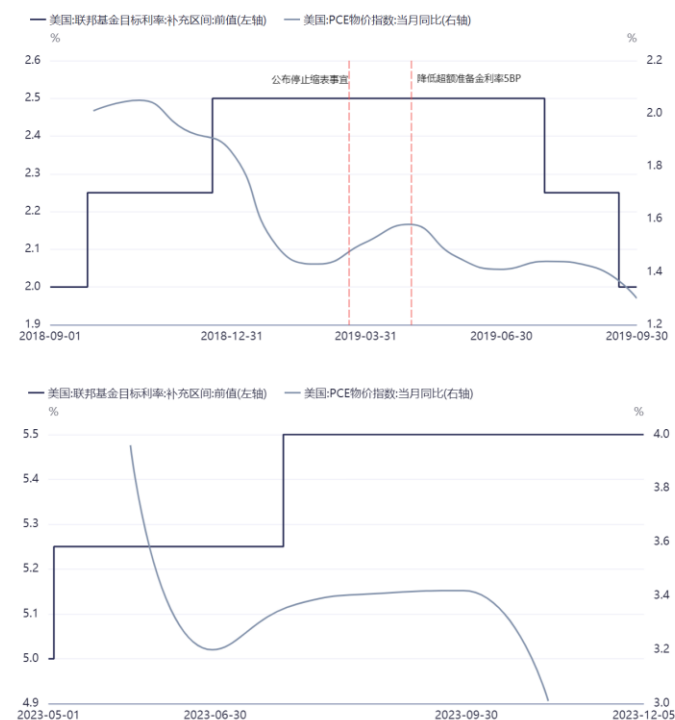
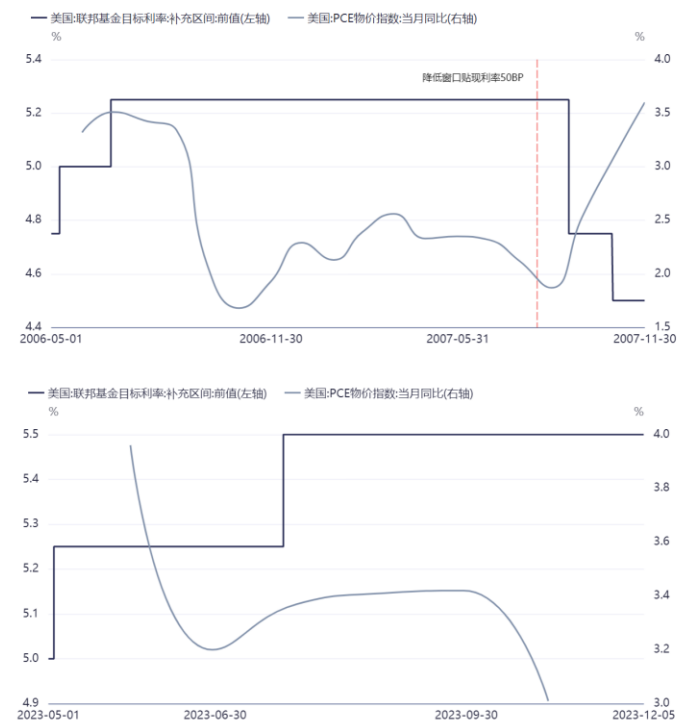
（1）通胀中枢有待回落

由于美联储的紧缩政策，美国通胀水平从 2022 年下半年开始持续走弱，整体看当前美国通胀水平回落较为顺畅，但相对于前两轮周期美联储开始降低窗口贴现利率和超额准备金率前的通胀水平仍较高。



图表39：当前通胀水平高于2007年降低窗口贴现利率前

图表40：当前通胀水平高于2019年降低IOER前



来源：iFind，国金证券研究所

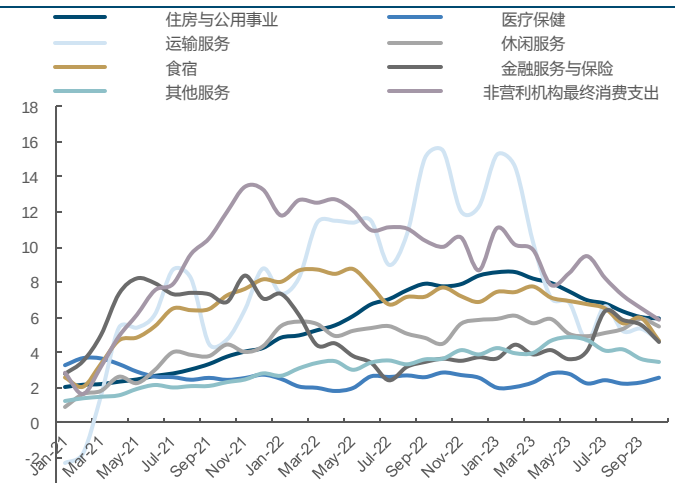
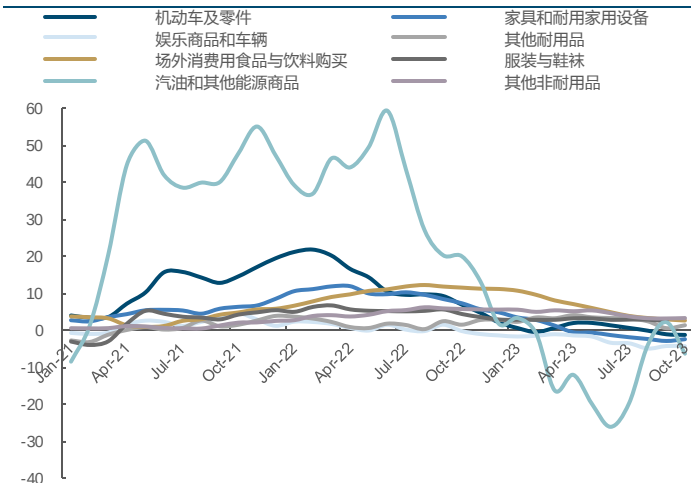
来源：iFind，国金证券研究所

PCE 商品分项方面，10 月商品 PCE 同比+0.22%，环比-0.28%。主要由于食品饮料、服装等非耐用品价格同比有所上涨。受 WTI 油价下跌影响，10 月汽车及其他能源商品同比大幅回落，同比-6.46%，其中燃油及其他燃料同比-18.64%。

PCE 服务分项方面，10 月服务 PCE 同比+4.44%，环比+0.19%，住宅同比+6.92%，环比+0.43%。运输服务同比+4.70%，环比+0.34%，休闲服务同比+5.44%，环比+0.21%，食宿同比+4.71%，环比+0.01%，上述分项增速有所回落，主要由于暑期休假结束，对于休闲及消费需求有所降温。

图表41：PCE 商品分项同比中能源波动剧烈（单位：%）

图表42：休闲服务 PCE 同比有所回升（单位：%）



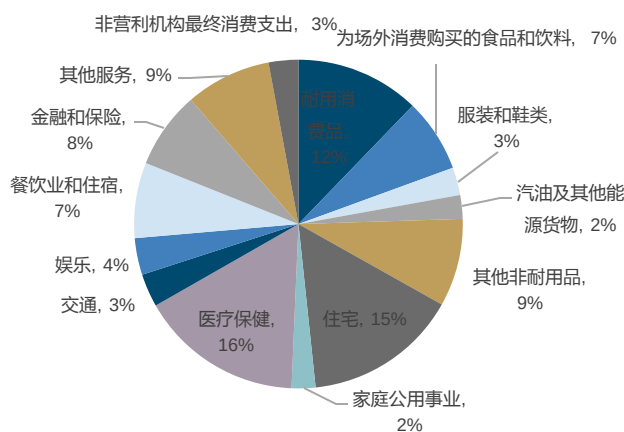
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

在 PCE 各分项中，服务中的住宅分项占比达到 15.19%，所占权重较高，对 PCE 产生较大影响。我们发现，美国 20 个大中城市房价同比后置 16 个月后数据与 PCE 住宅分项较好匹配，从这一指标的领先意义来看，预计住宅 PCE 分项将持续走弱，对核心 PCE 的支撑有所减弱。

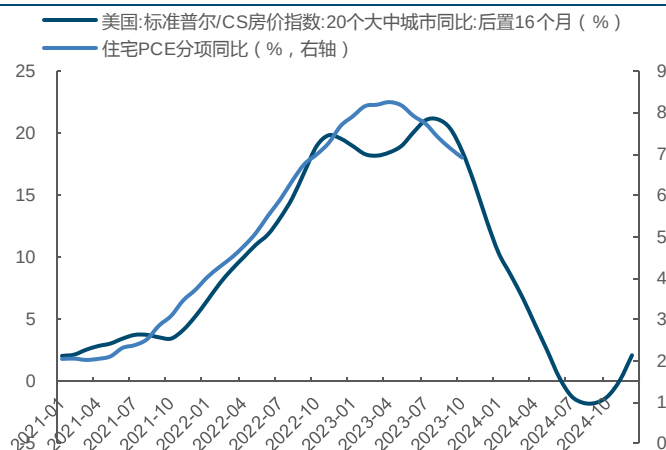


图表43: 住宅分项在PCE中占比15%



来源: BEA, 国金证券研究所

图表44: 标普/CS20个大中城市房价指数领先住宅PCE



来源: iFinD, Bloomberg, 国金证券研究所

由于美联储从2022年的持续紧缩政策,通胀水平持续回落,我们认为美国通胀水平将逐步下行,为美联储货币政策转向创造条件。参考国金宏观组2023年10月的报告《美联储叙事的转变:从higher到longer》,考虑到加息和信用收缩的滞后效应,核心通胀反弹风险较为可控。在当前通胀显著降低的背景下,美联储叙事重点已经从higher转向longer,进一步加息概率较低。

(2) 经济增速仍较高

美国第三季度GDP同比3.0%,高于前值的2.4%。美国GDP增速从2023年开始持续回升,相较于前两轮周期美联储降息前的GDP增速水平较高。从经济增长角度看,美国经济当前仍处于向好状态,或要等待GDP增速回落美联储才会开始释放降息信号。

图表45: 当前GDP增速高于2007年降低窗口贴现利率前



图表46: 当前GDP增速高于2019年降低IOER前



来源: iFinD, 国金证券研究所



来源: iFinD, 国金证券研究所

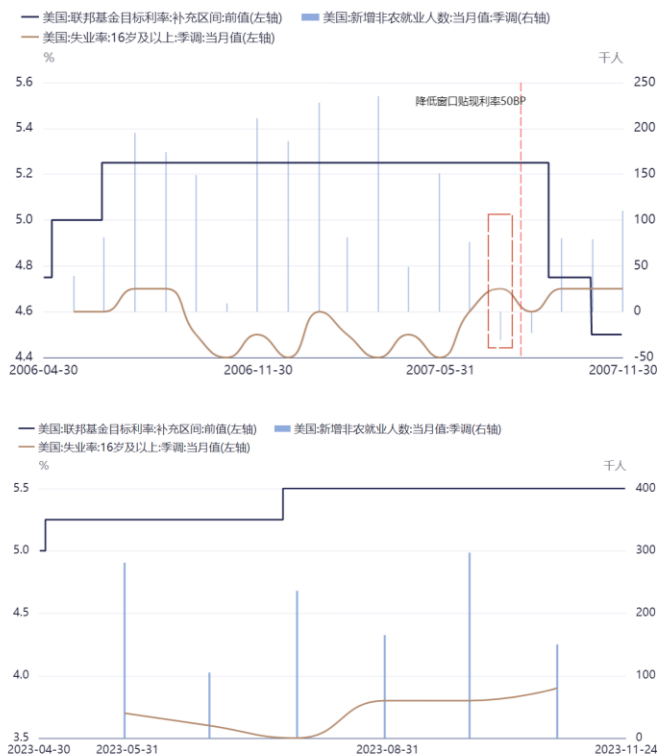
(3) 非农就业下行趋势明显但未转负

2023年以来,美国新增非农就业人数相较于2022年明显下降,10月季调后新增非农就业人数15万人,低于预期的18万人。虽然新增非农就业人数下降趋势较为明显,但仍未出现新增非农就业人数转负的现象。因此从就业数据来看,当前尚不具备触发美联储提前释



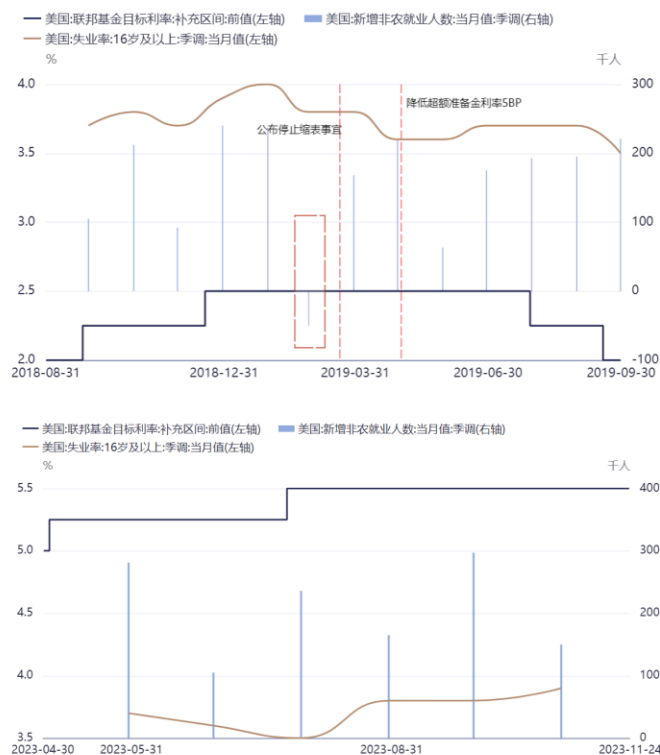
放宽信号的条件。

图表47：当前新增非农就业尚未转负



来源：iFind，国金证券研究所

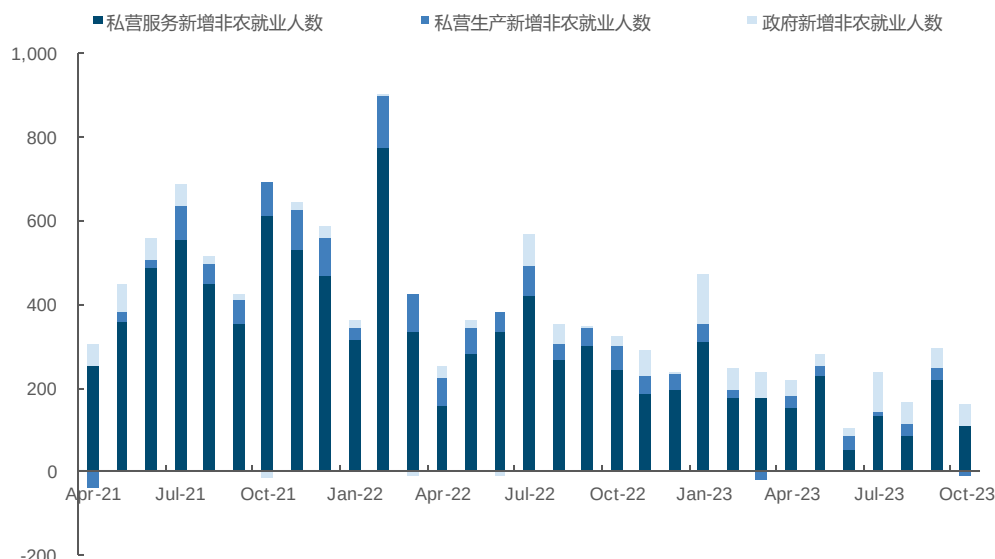
图表48：当前失业率接近 2019 年降息前水平



来源：iFind，国金证券研究所

美国 10 月新增非农就业人口 15 万人，低于预期的 18 万人。10 月私营服务领域新增 11 万人，私营生产领域减少 1.1 万人，政府新增 5.3 万人。

图表49：美国 10 月新增非农就业 15 万人



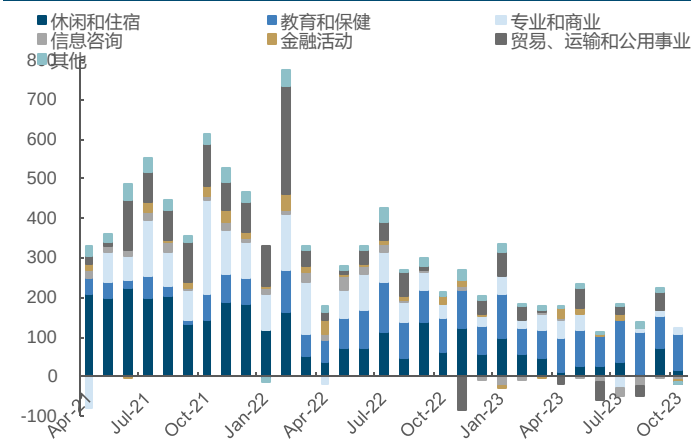
来源：iFind，国金证券研究所

对于服务领域，绝对增量来看，10 月教育和保健领域新增非农就业 8.9 万人，休闲和住宿新增非农就业 1.9 万人，贡献服务领域主要新增非农就业。相对增量来看，教育和保健（环比+1.1 万人）贡献主要环比增量，休闲和住宿（环比-5.5 万人）贡献主要环比减量。

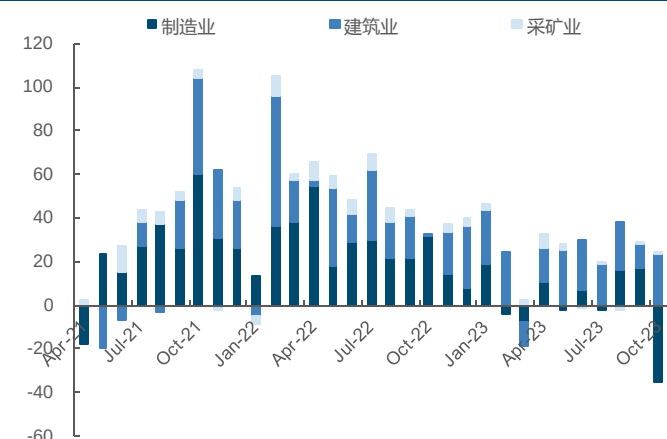
对于生产领域，绝对增量来看，10 月建筑业新增非农就业 2.3 万人，贡献生产领域主要新增非农就业。相对增量来看，建筑业（环比+1.2 万人）贡献主要环比增量，制造业（环比-5.2 万人）贡献主要环比减量。



图表50: 10月教育和保健新增非农就业8.9万人



图表51: 10月建筑业新增非农就业2.3万人



来源: iFind, 国金证券研究所

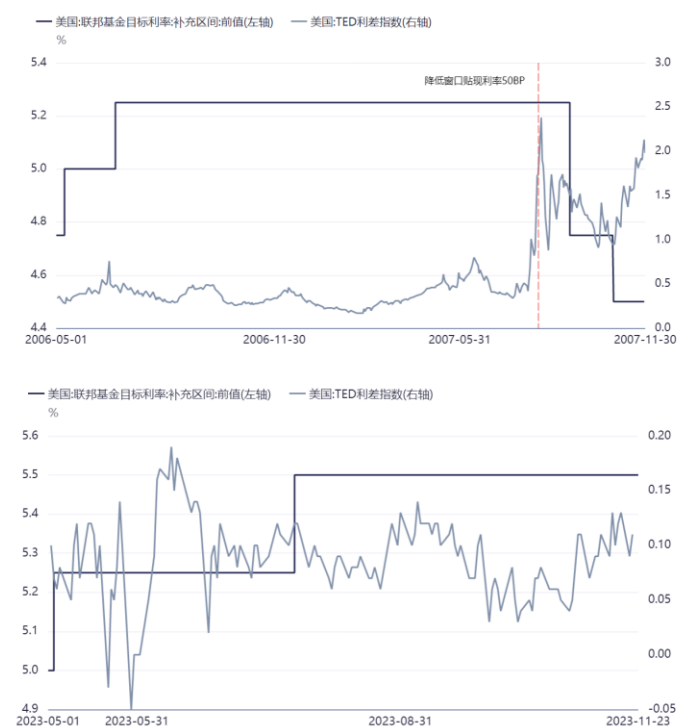
来源: iFind, 国金证券研究所

当前美国劳动力市场降温日渐明显, 10月受美国工人罢工影响, 商品与服务领域新增非农就业人数均出现边际下滑, 但劳动力市场的降温不仅限于罢工影响。贸易、运输和公用事业等未有罢工事件的行业均有新增就业人数的边际下滑。我们认为, 经过美国前期的紧缩政策, 并且随着紧缩政策滞后效应显现, 劳动力市场降温将持续。

(4) 市场流动性较为宽松

2023年5月, TED利差有所波动但市场流动性整体处于较为宽松的环境中。以当前市场环境看, 美联储通过降息缓解市场流动性紧缩的必要性不强, 但若出现较强风险冲击导致避险情绪升温、引发市场资金供给不足, 或将加速美联储货币政策转向。

图表52: 当前TED利差低于2007年降低窗口贴现利率前



图表53: 当前TED利差低于2019年降低IOER前



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

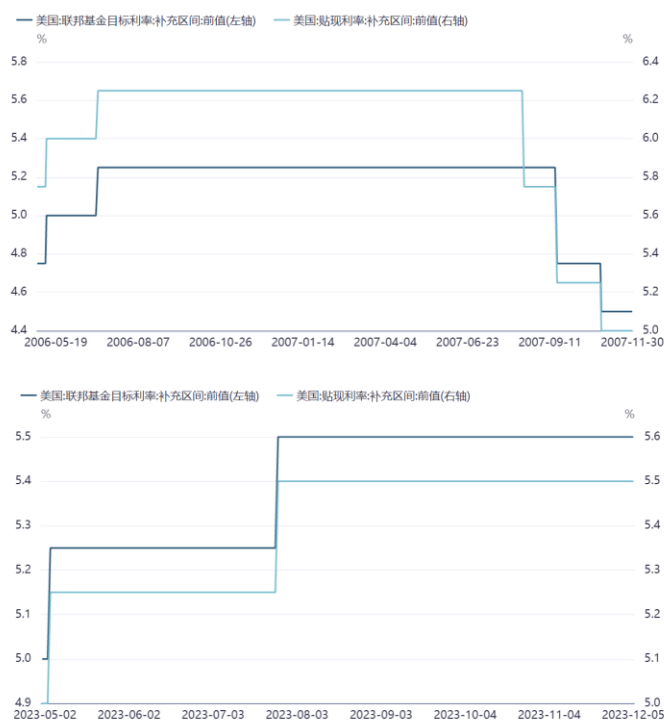
(5) 其他货币政策工具利率处于高位

当前美国窗口贴现利率为5.5%, 相对于美联储2007年降低窗口贴现利率前水平稍低, 但仍处于高位。

美联储2020年3月后不再对必要准备金和超额准备金利率进行区分, 而采用统一的准备金余额利率(10RB)。当前准备金余额利率为5.4%, 远高于2019年美联储降低超额准备金利率前的2.4%, 10RB有下降空间。

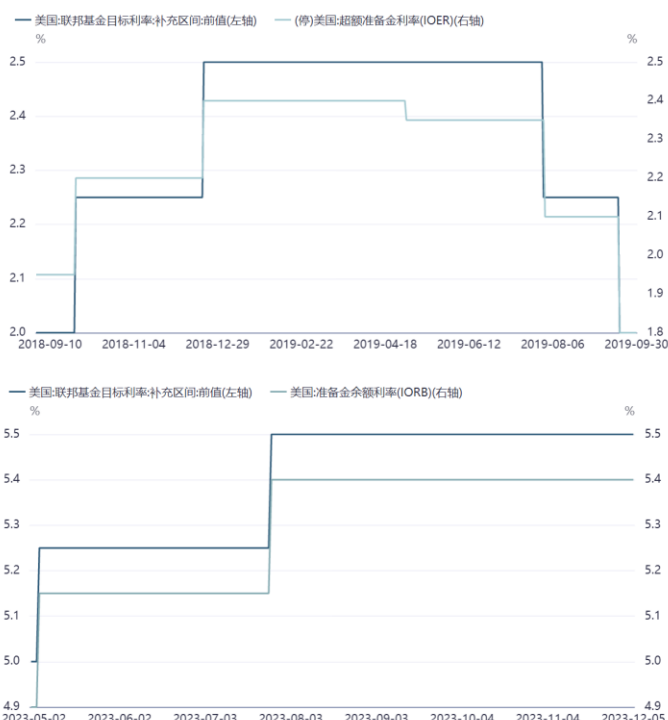


图表54：当前美国窗口贴现利率较高



来源：iFinD，国金证券研究所

图表55：美国准备金余额利率有下降空间



来源：iFinD，国金证券研究所

通过对当前与前两轮周期中新增非农就业、美国通胀水平、经济增长、TED 利差等指标的对比，发现短期内美联储明确释放降息信号的条件尚不充分。通胀水平和新增非农就业虽处于下降趋势但绝对值仍较高，GDP 增速仍上行，市场流动性环境较为宽松。但随着美联储前期紧缩政策的滞后效应显现，我们预计通胀和劳动力市场将持续降温，带动 GDP 增速回落，为美联储货币政策转向创造条件。

我们认为目前的美国经济状况尚未达到美联储明确释放降息信号的条件，目前依然处于黄金股右侧配置期。

2.6 金价理论上涨空间较大，实际上涨幅度需考虑缩表影响

将黄金名义价格剔除美国 CPI（1982-1984 年=100）以后的价格作为黄金的实际价格，实际金价自 1968 年以来经历了三轮大幅上涨周期，1980 年实际金价接近 880 美元/盎司/CPI，2011 年实际金价达到 780 美元/盎司/CPI，2020 年实际金价接近 760 美元/盎司/CPI。从实际金价过去三轮历史高点观察，我们认为黄金或存在某种实际价值量的最高值区间，或对应全球黄金总资源量或可采储量，这一最高值区间位于 760-880 美元/盎司/CPI。

2023 年 10 月实际金价约为 621.78 美元/盎司/CPI，相对历史高点的 880/780/760 美元/盎司/CPI 分别还有 40%/25%/22%左右的理论上涨空间，如果按此计算相对 2023 年 10 月名义金价（1913.04 美元/盎司）的上涨空间，在美国 CPI 指数不变的假设下，本轮名义金价最高或可达 2330-2670 美元/盎司（实际只要 CPI 单月同比增速为正，CPI 绝对数额就会上升，对应的名义金价区间就会上升）。

据美联储公布的 11 月货币政策会议纪要，美联储官员认为缩表将会持续，并且一些官员认为，在美联储开始降息之后也有可能持续缩表。美联储这一货币政策倾向意味着本轮周期“量”的环境与 2018 年较为类似，货币政策为“降息+缩表”的组合，或将导致上述理论上涨空间有所下移。



图表56：实际金价仍有上行空间



来源：iFinD，国金证券研究所

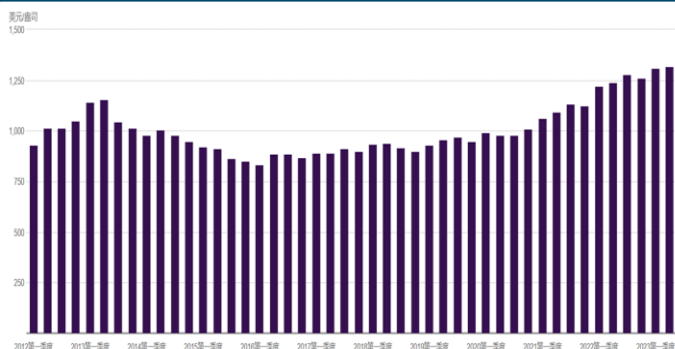
图表57：美联储处于持续缩表状态



来源：iFinD，国金证券研究所

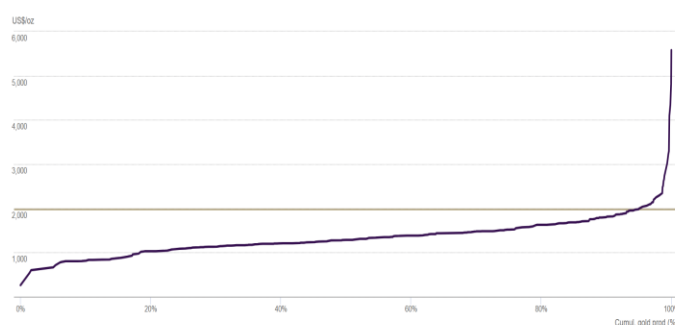
金矿成本抬升，支撑黄金价格。2016 年以来全球金矿产出总维持成本（AISC）开始波动上涨，2020 年开始这一上涨趋势日渐明显且成本抬升速度加快。据世界黄金协会，2020 年以来由于通胀压力导致黄金矿业企业的在各个方面的投入成本水涨船高，特别是劳动力、燃料和电力成本的上涨，导致采金成本随之走高。这些因素的影响随后又因俄乌冲突爆发后油气价格上涨而进一步加剧。另外，全球最大的两家金矿企业纽蒙特和巴里克的卡琳金矿和科尔特斯金矿由于烘炉和高压釜计划停机、Gold Quarry 选矿厂的关闭、异常高的降雪量和平均原矿品位的下降，金矿成本在 1Q2023 的上涨水平高于全球平均水平。在全球金矿 AISC 持续上行的背景下，成本抬升将为黄金价格带来一定的支撑。

图表58：全球金矿 AISC 呈现上涨趋势



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

图表59：全球金矿 AISC 成本曲线



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

三、当前黄金股是否还有上涨空间？

4Q2022 至 1Q2023，金价和黄金股股价出现了一波明显的反转和趋势性上涨，截至今年 Q3 申万贵金属板块依然维持着 Q1 的相对收益幅度。近期黄金价格再次站上 2000 美元/盎司，而国内黄金股股价却表现平淡，我们认为主要原因是市场担忧自去年 Q4 以来的黄金股上涨是否已经兑现了后期金价的上涨预期。

对于市场的这一核心担忧，我们将对比前述两轮复盘周期中黄金股估值水平与当前估值的差异，探讨：

- (1) 当前黄金股估值在历史区间里处于什么水位？
- (2) 本轮黄金股上涨兑现了多少金价上涨预期？

3.1 前两轮复盘周期中黄金股估值抬升明显

(1) 2006-2008 年

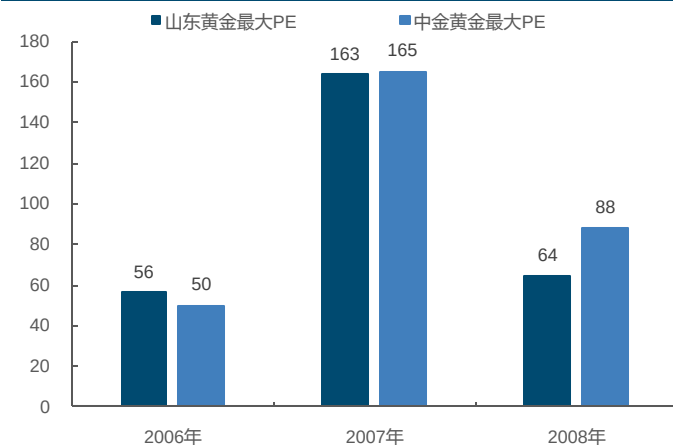
根据主要黄金公司上市时间，2006-2008 年选择山东黄金和中金黄金进行对比。2007 年山东黄金最大 PE 达到 163 倍，平均 PE 达到 79 倍，中金黄金最大 PE 达到 165 倍，平均 PE 达 74 倍。

根据 2006-2008 年各公司自有矿山平均持股比例进行估算，2007 年山东黄金吨权益产量



最大市值达到 62 亿元，吨权益产量平均市值达到 30 亿元，中金黄金吨权益产量最大市值达到 134 亿元，吨权益产量平均市值达到 60 亿元。

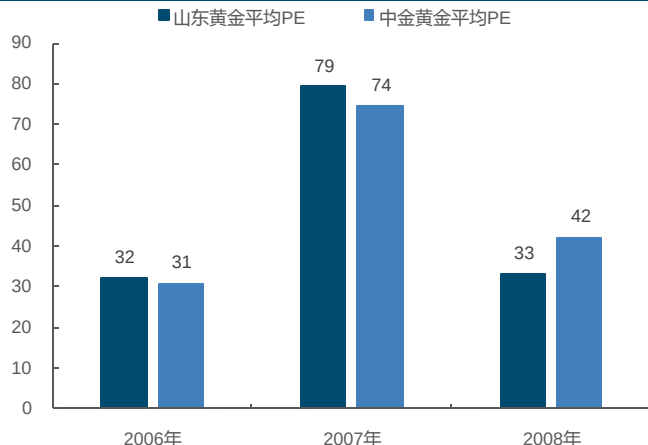
图表60：2006-2008 年黄金股最大 PE 对比



来源：iFinD，国金证券研究所

注：最大 PE=年内最大市值/当年归母净利润

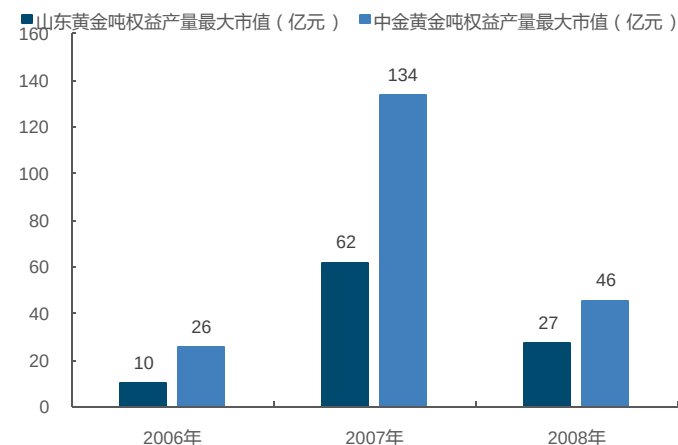
图表61：2006-2008 年黄金股平均 PE 对比



来源：iFinD，国金证券研究所

注：平均 PE=年内平均市值/当年归母净利润

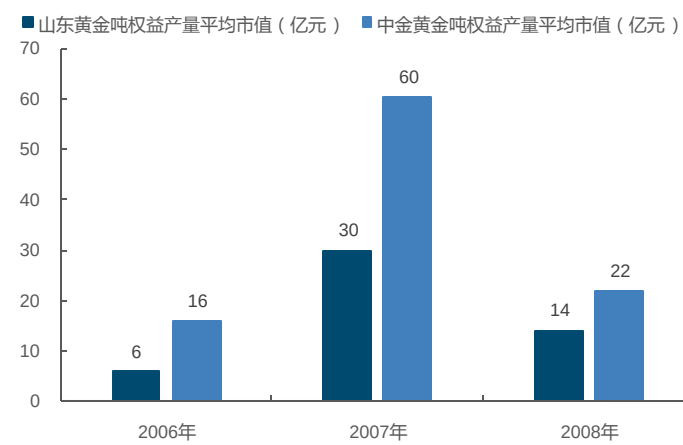
图表62：2006-2008 年黄金股吨权益产量最大市值对比



来源：iFinD，山东黄金 2006-2008 年年报，中金黄金 2006-2008 年年报，国金证券研究所

注：吨权益产量最大市值=年内最大市值/当年权益自产产量，吨权益产量平均市值=年内平均市值/当年权益自产产量。2006-2008 年山东黄金及中金黄金权益自产产量为根据自有矿山平均持股比例进行估算

图表63：2006-2008 年黄金股吨权益产量平均市值对比

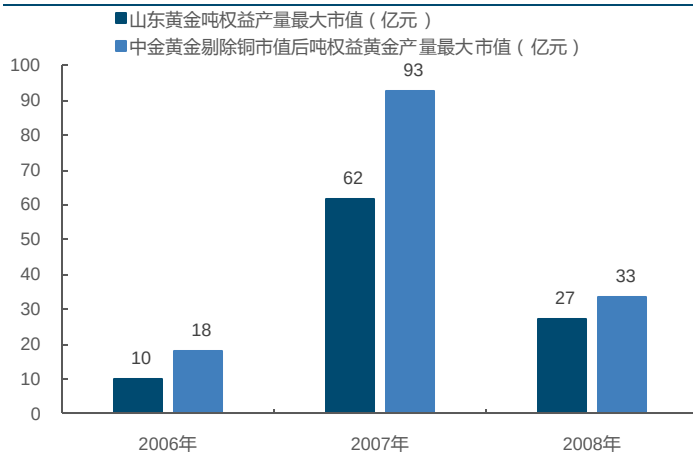


2006-2008 年中金黄金吨权益产量市值显著高于山东黄金同期水平，我们认为主要来源于二者业务结构差异。山东黄金业务集中于黄金板块，中金黄金除黄金外还有铜矿业务，公司市值中包含铜矿的估值，因此以总市值计算的吨权益黄金产量市值显著高于山东黄金。

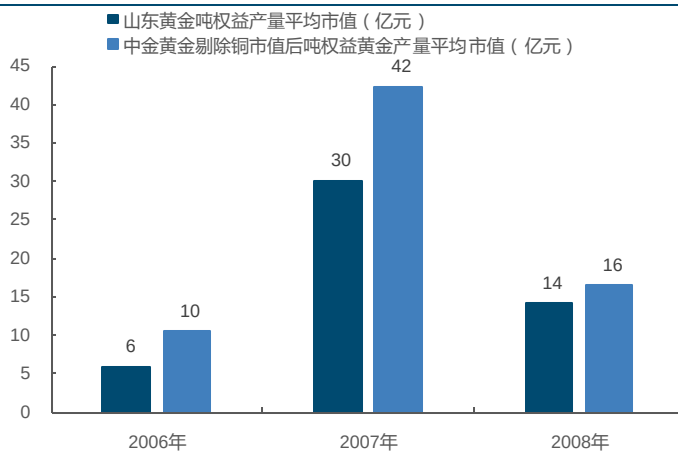
我们以 2006-2008 年主要上市铜企（江西铜业和铜陵有色）吨铜产量市值为基准，在对应年份中金黄金总市值中剔除铜矿业务测算市值，得到中金黄金的黄金业务测算市值，发现 2007 年中金黄金剔除铜市值后的吨权益黄金产量市值仍有较大幅度抬升，但估值中枢与山东黄金较为接近。



图表64: 2006-2008 年黄金股吨权益产量最大市值对比



图表65: 2006-2008 年黄金股吨权益产量平均市值对比



来源: iFinD, 山东黄金、中金黄金、江西铜业、铜陵有色 2006-2008 年年报, 国金证券研究所

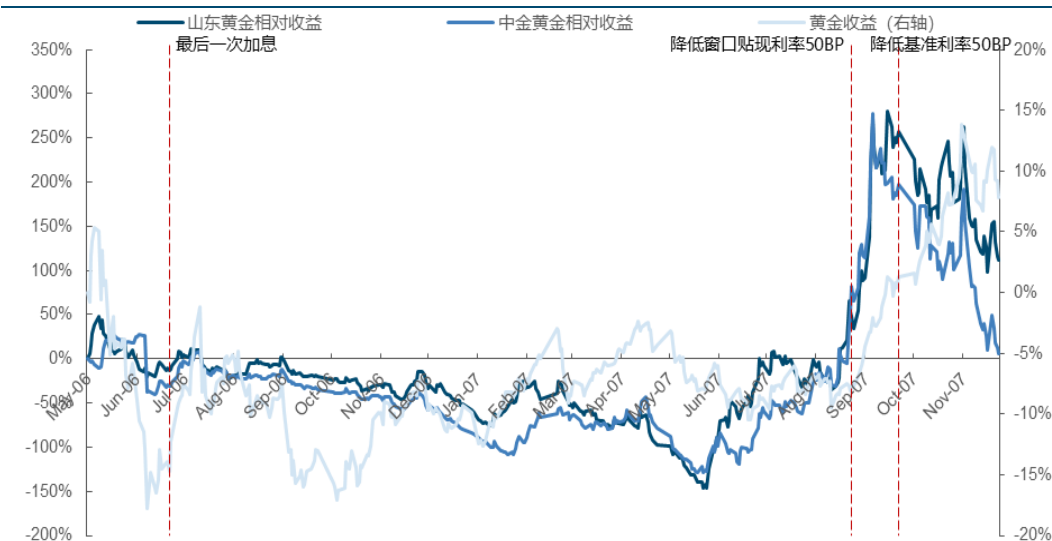
注: 山东黄金吨权益产量最大市值=年内最大市值/当年权益自产金产量, 吨权益产量平均市值=年内平均市值/当年权益自产金产量。

中金黄金铜最大/平均市值=(可比公司年内最大/平均市值÷可比公司当年铜矿产量)的平均值*中金黄金当年铜矿产量, 中金黄金剔除铜市值后吨权益产量最大/平均市值=(中金黄金年内最大/平均市值-中金黄金铜最大/平均市值)÷当年权益自产金产量, 2006-2008 年铜可比公司选择江西铜业和铜陵有色。

2006-2008 年山东黄金及中金黄金权益自产金产量为根据自有矿山平均持股比例进行估算。

本轮周期中, 山东黄金和中金黄金股价走势较为统一, 美联储 2007 年 8 月 17 日降低窗口贴现利率 50BP 后, 黄金股相对收益开始加速上行, 在美联储正式降低联邦基金目标利率后, 黄金股相对收益开始回撤。

图表66: 2006-2008 年山东黄金和中金黄金股价走势较为统一



来源: iFinD, 国金证券研究所

注: 山东黄金和中金黄金相对收益为相对于沪深 300 指数超额收益

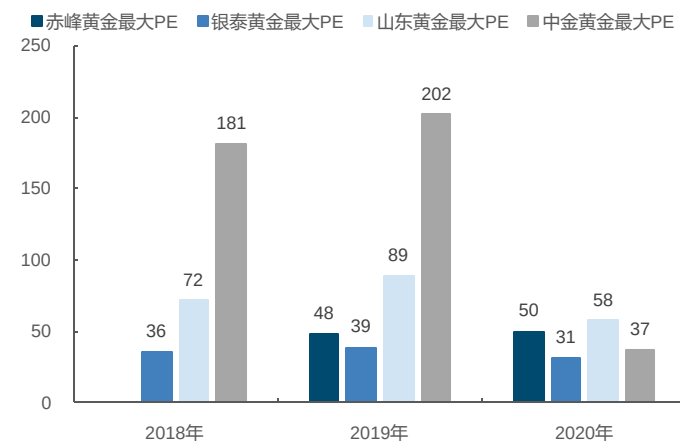
(2) 2018-2020 年

2018-2020 年赤峰黄金和银泰黄金 PE 估值较为平稳, 山东黄金和中金黄金 2019 年 PE 估值大幅上行, 且吨权益产量最大市值 2020 年高于 2019 年水平, 主因黄金价格大幅上涨后公司自产金产量有所回落。

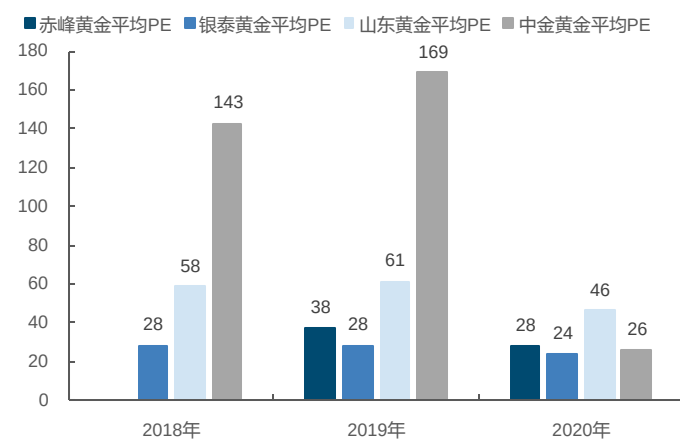
2018-2019 年中金黄金 PE 水平显著高于同行业其他公司, 但吨权益产量市值处于较低水平。我们认为主要是因为 2018-2019 年公司销售费用大幅增长, 以及广西凤山天承黄金矿业、陕西久盛矿业、黑龙江乌拉嘎黄金矿业、托里县金福黄金矿业等子公司持续停产, 造成大量停产损失, 并且 2019 年公司重要盈利来源中原冶炼厂债转股后少数股东权益占比从 30%提升至 60.98%, 当期少数股东损益大幅增长。2018-2019 年中金黄金权益黄金产量维持稳定, 但在上述原因的综合影响下, 同期归母净利润明显下滑。



图表67: 2018-2020 年黄金股最大 PE 对比



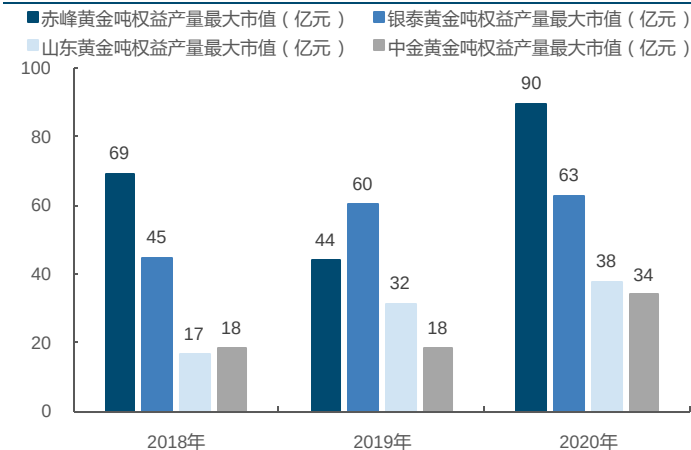
图表68: 2018-2020 年黄金股平均 PE 对比



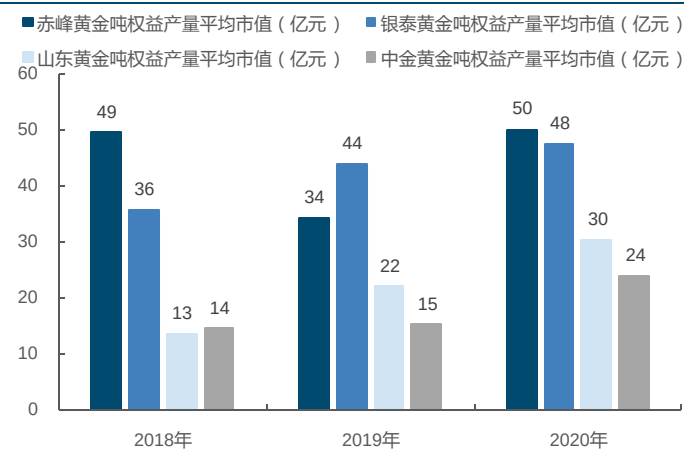
来源: iFind, 国金证券研究所

注: 最大 PE=年内最大市值/当年归母净利润, 平均 PE=年内平均市值/当年归母净利润。2018 年赤峰黄金亏损, 故 PE 为空白

图表69: 2018-2020 年黄金股吨权益产量最大市值对比



图表70: 2018-2020 年黄金股吨权益产量平均市值对比

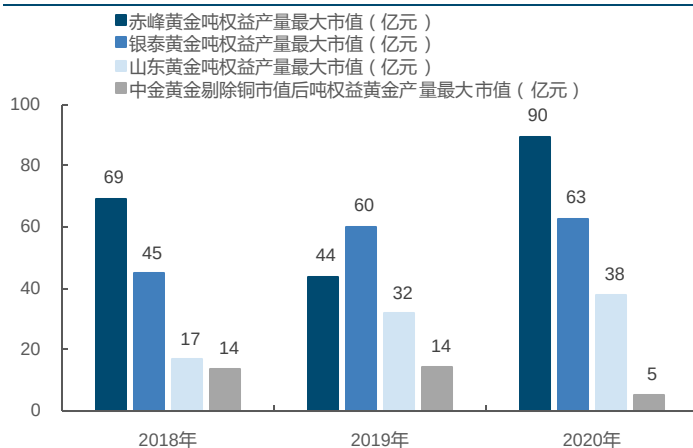


来源: iFind, 山东黄金 2018-2020 年年报, 中金黄金 2018-2020 年年报, 银泰黄金 2018-2020 年年报, 赤峰黄金 2018-2020 年年报, 国金证券研究所

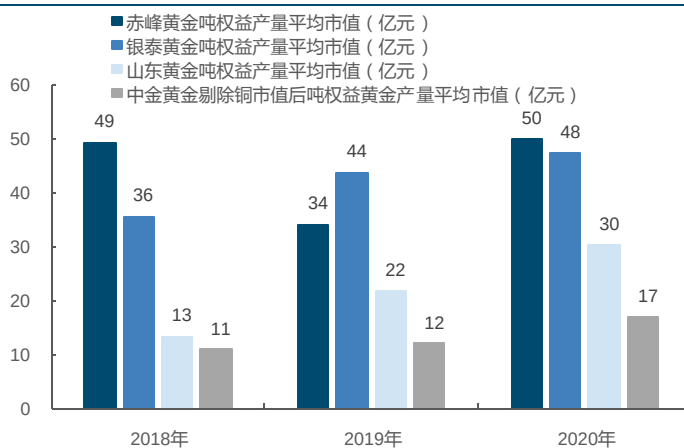
注: 吨权益产量最大市值=年内最大市值/当年自产权益产量, 吨权益产量平均市值=年内平均市值/当年自产权益产量。由于数据可得性问题, 2019-2020 年银泰黄金取权益销量, 2018-2020 年赤峰黄金权益产量根据各子公司产能及持股比例估算



图表71：2018-2020年黄金股吨权益产量最大市值对比



图表72：2018-2020年黄金股吨权益产量平均市值对比



来源：iFinD，山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、云南铜业、紫金矿业、西部矿业、铜陵有色 2018-2020 年年报，国金证券研究所

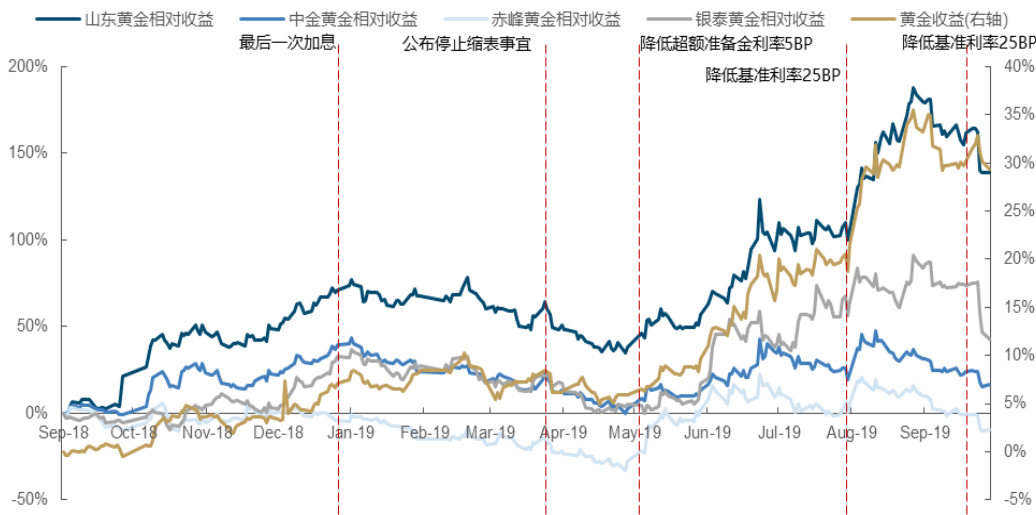
注：山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金吨权益产量最大市值=年内最大市值/当年权益自产金产量，吨权益产量平均市值=年内平均市值/当年权益自产金产量。

中金黄金铜最大/平均市值=(可比公司年内最大/平均市值÷可比公司当年铜矿产量)的平均值*中金黄金当年铜矿产量，中金黄金剔除铜市值后吨权益产量最大/平均市值=(中金黄金年内最大/平均市值-中金黄金铜最大/平均市值)÷当年权益自产金产量，2018-2020 年铜可比公司选择云南铜业、紫金矿业、西部矿业、铜陵有色。

由于数据可得性问题，2019-2020 年银泰黄金取权益销量，2018-2020 年赤峰黄金权益产量根据各子公司产能及持股比例估算。

从股价走势来看，在美联储降低超额准备金利率 5BP 之前，黄金股走势相对一致。美联储释放降息信号后，山东黄金和中金黄金持续上涨至美联储第二次降息时点；赤峰黄金和银泰黄金涨后回落，美联储正式降息后小幅上涨，之后几乎没有相对收益。

图表73：山东黄金在美联储 2019 年 8 月降息后继续上涨



来源：iFinD，国金证券研究所

注：黄金股相对收益为相对于沪深 300 指数超额收益

3.2 黄金股 PE 估值及吨权益产量市值均未达高位

我们预计 2024 年山东黄金/中金黄金/银泰黄金权益自产金产量分别达到 44.79/16.53/7.43 吨。根据 2.6 节对于金价的判断，测算 2024 年当金价分别为 2000/2300/2600 美元/盎司时，山东黄金、中金黄金、银泰黄金的归母净利润水平及相对于 2022 年业绩增速。

经过测算发现山东黄金和中金黄金相对于金价变动的业绩弹性更大，我们认为主要是因为山东黄金和中金黄金自产金成本高于银泰黄金，在仅考虑价格上涨的情况下，业绩弹性更大。同时中金黄金有部分铜矿及钼矿业务，导致中金黄金业绩弹性低于山东黄金。



图表74：2024年山东黄金、中金黄金、银泰黄金业绩金价弹性测算

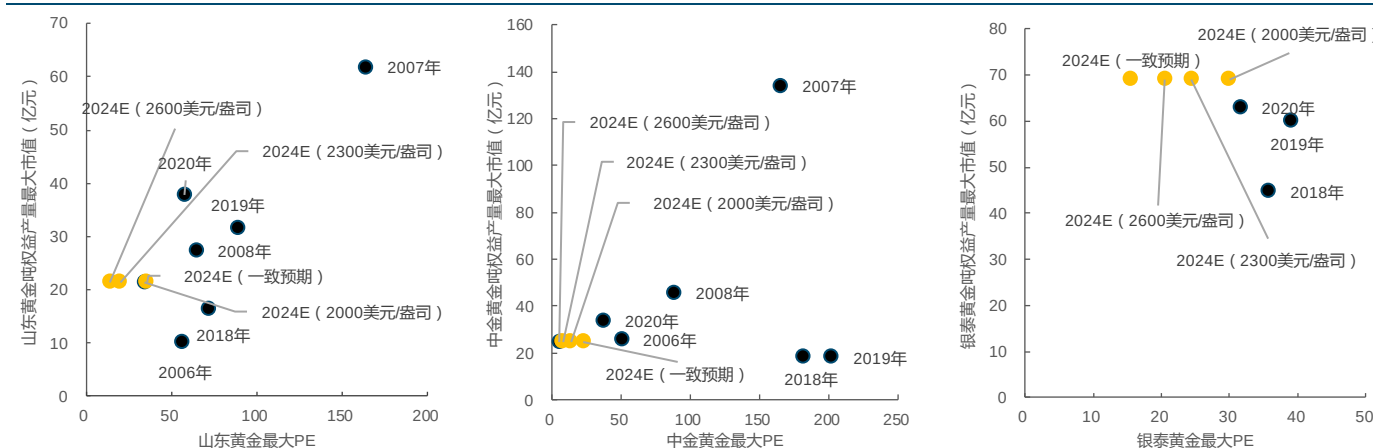
2022 年金价（美元/盎司）		2024 年金价假设及相对于 2022 年增速（美元/盎司，%）		
金价及增速	1800	2000	2300	2600
		11. 11%	27. 77%	44. 44%
2024 年权益自产金产量（吨）		2024 年归母净利润及相对于 2022 年增速（亿元，%）		
山东黄金	44. 79	28. 36	48. 75	69. 13
		127. 66%	291. 26%	454. 86%
中金黄金	16. 53	29. 79	53. 26	76. 74
		40. 70%	151. 58%	262. 46%
银泰黄金	7. 43	17. 11	21. 03	24. 95
		52. 16%	87. 04%	121. 92%

来源：iFind，国金证券研究所

注：对上市公司2024年业绩进行测算时，假设2024年美元兑人民币汇率维持7.00

从图表75-76中可以看出，山东黄金和中金黄金2024E吨权益产量市值和PE水平均未达前两轮复盘周期高位，银泰黄金吨权益产量市值相对于历史水平偏高，但除2000美元/盎司金价假设下的PE估值外，其余PE估值水平仍未达历史高位。综合来看，山东黄金、中金黄金、银泰黄金2024年估值相对于历史区间仍处于较低位置，若中金黄金考虑到铜矿业务估值，当前估值水平相对于历史区间位置更低。

图表75：从前两轮周期最高水平看，黄金股2024年估值处于历史较低位置

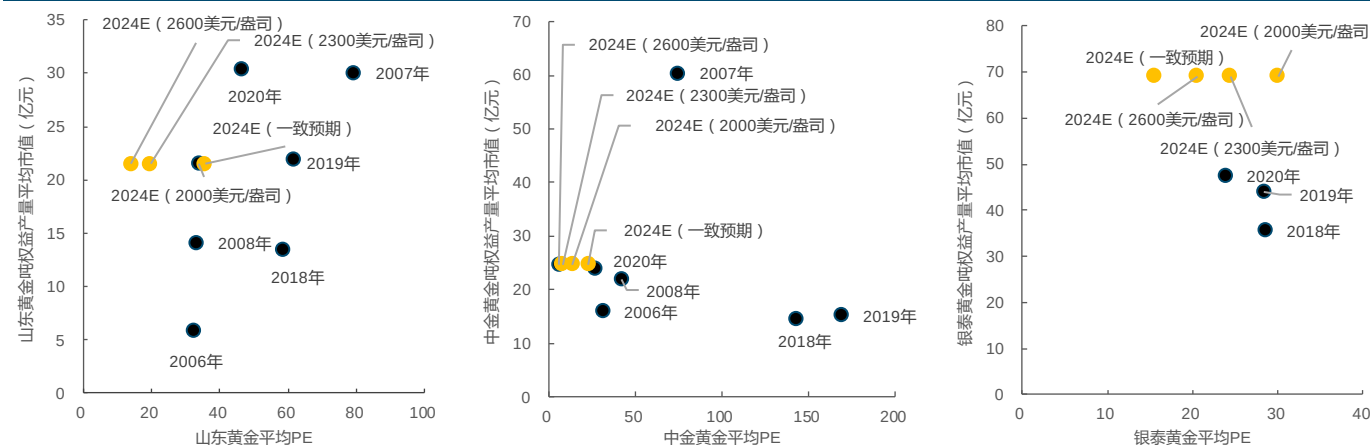


来源：iFind，国金证券研究所

注：2024年吨权益产量市值=最新市值/2024年权益产量，2024年PE分别为iFind一致预期、金价为2000/2300/2600美元/盎司时以最新市值计算的2024年PE，PE及最新市值截至2023年12月6日



图表76：从前两轮周期平均水平看，黄金股2024年估值处于历史较低位置

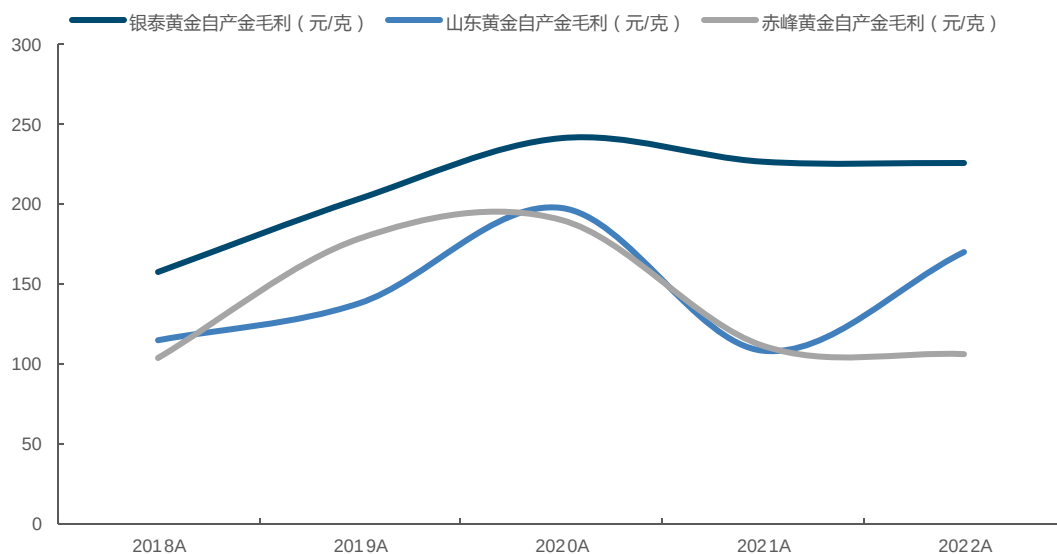


来源：iFinD，国金证券研究所

注：2024年吨权益产量市值=最新市值/2024年权益产量，2024年PE分别为iFinD一致预期、金价为2000/2300/2600美元/盎司时以最新市值计算的2024年PE，PE及最新市值截至2023年12月6日

银泰黄金吨权益产量市值较高但PE估值水平较低，我们认为这是因为银泰黄金矿山较为优质、矿石品位高，矿产金毛利显著高于其他公司，自产金盈利能力较强。此外银泰黄金规划十四五末矿产金产量12吨，金资源量及储量达到240吨，十五五末矿产金产量28吨，金资源量及储量达到600吨以上。高成长预期下银泰黄金吨权益产量市值存在一定溢价。

图表77：银泰黄金自产金毛利显著高于其他公司



来源：银泰黄金、山东黄金、赤峰黄金2018-2022年年报，国金证券研究所

注：中金黄金未单独披露自产金收入及成本，无法计算毛利。

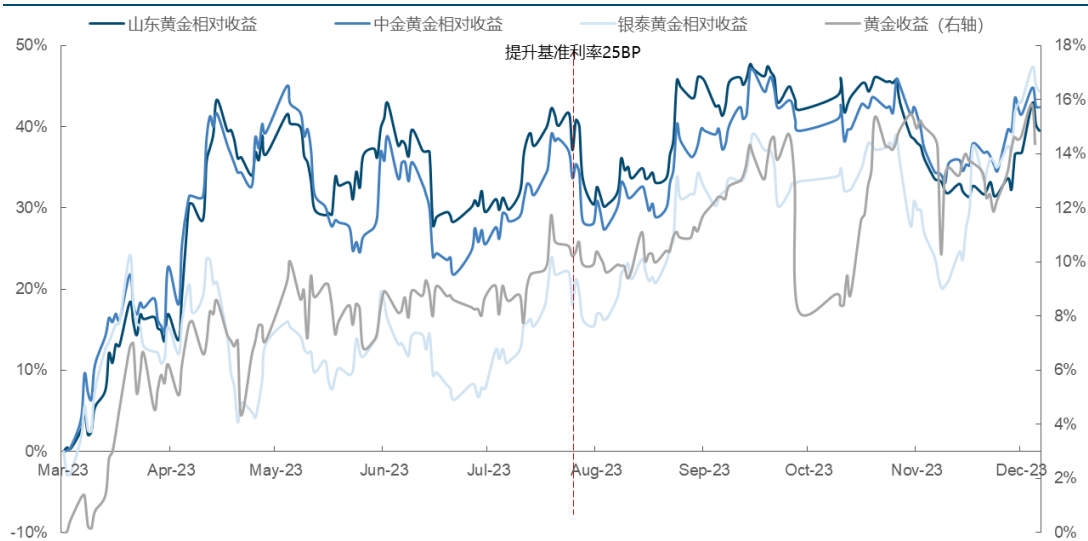
3.3 本轮黄金股上涨兑现了多少金价上涨预期？

从2023年3月开始，黄金价格震荡上行，同期银泰黄金相对收益跟随金价震荡上升，山东黄金和中金黄金相对收益经过3月至5月的快速上涨后，一直维持震荡走势。总体来看，从2023年3月至今，黄金股相对收益最高超过40%。

对应前两轮复盘周期中，2006.05-2007.11金价涨幅达到15%，黄金股相对收益最高接近300%，2018.09-2019.09金价涨幅达到35%，黄金股相对收益最高接近150%。本轮周期（2023年3月至今，与前两轮周期同口径时点，即最后一次加息前2-3个月开始计算）金价涨幅达到约16%，但黄金股相对收益最高仅接近50%，相对于前两轮复盘周期，当前黄金股相对收益尚未兑现全部金价上涨预期。



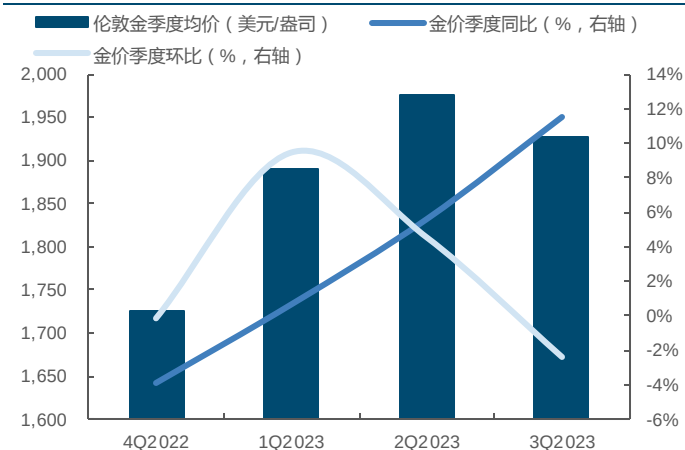
图表78：2023年3月至今黄金股相对收益约40%



来源：iFinD，国金证券研究所

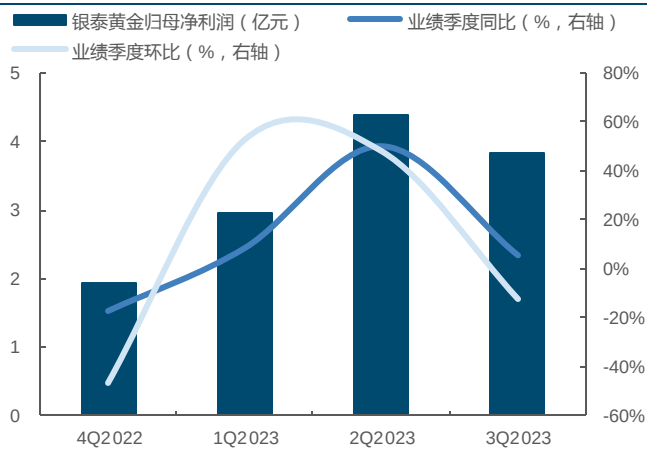
4Q2022至2Q2023，随着金价持续上涨，银泰黄金、中金黄金归母净利润呈现逐季度上涨趋势，3Q2023由于金价环比下降，同时银泰黄金成本抬升、中金黄金产销量下降，两家公司业绩环比均有回落，但同比仍保持增长。山东黄金2023年成本有所上涨，金价上涨对未明显体现在业绩中，但归母净利润呈现逐季度改善趋势。

图表79：4Q2022-3Q2023金价涨后回落



来源：iFinD，国金证券研究所

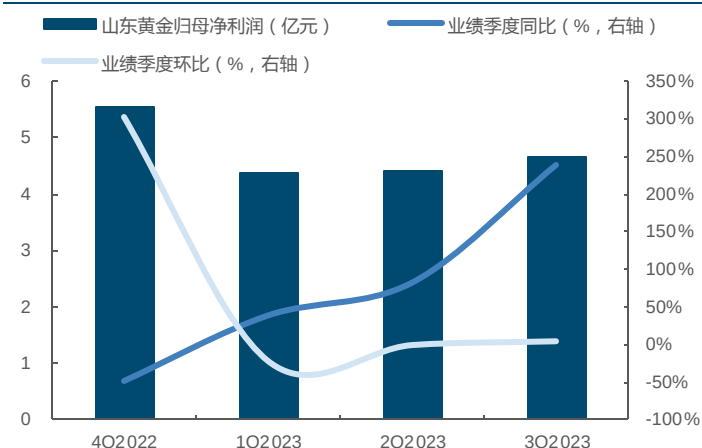
图表80：银泰黄金业绩跟随金价变动



来源：iFinD，银泰黄金2022年年报，2023年一季报、半年报、三季报，国金证券研究所

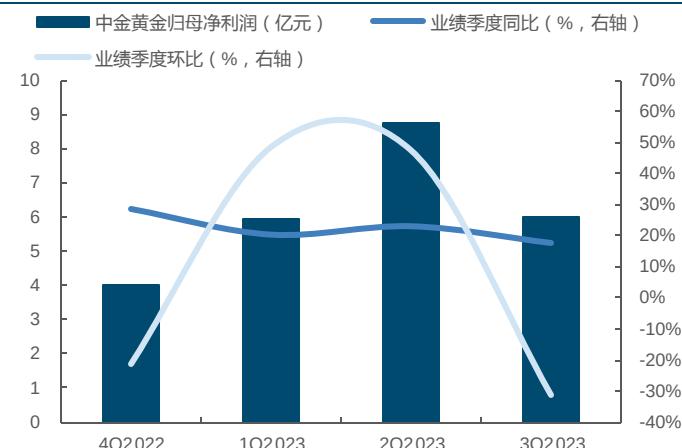


图表81：2023年山东黄金业绩逐季度改善



来源：iFinD，山东黄金 2022 年年报，2023 年一季报、半年报、三季报，国金证券研究所

图表82：中金黄金业绩跟随金价变动



来源：iFinD，中金黄金 2022 年年报，2023 年一季报、半年报、三季报，国金证券研究所

四、投资建议

供需因素影响弱化后，金价分析将在中观层面重回实际利率框架。在实际利率框架下，当前正处于美联储停止加息到明确释放降息信号前的黄金股右侧配置期，并且黄金股相对收益尚未兑现全部金价上涨预期，预计美联储明确释放降息信号后黄金股将迎来主升浪行情。建议关注银泰黄金、山东黄金、中金黄金、招金矿业、赤峰黄金等标的。

五、风险提示

美联储紧缩货币政策反复。我们认为当前美联储停止加息条件已经充分，随着前期紧缩政策的滞后效应逐步显现，通胀、经济增长和劳动力市场的降温将为美联储放松货币政策创造条件。但若因通胀、劳动力市场韧性导致美联储进一步紧缩货币政策，将对黄金价格、黄金公司业绩、黄金股走势产生压制。

黄金公司业绩不及预期。当黄金价格处于高位时，黄金生产企业有动力开采品位较低的矿石，这会导致黄金生产成本上涨，同时或导致黄金产量下降，黄金公司业绩不及预期。

美国经济超预期向好。我们认为美联储明确释放降息信号需要达到部分经济状况条件，而这些条件意味着美国经济边际走弱，而如果后面美国经济超预期向好，则金价相关上涨逻辑将受损。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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》，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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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