

黄金

黄金供需重构下的机遇：历史复盘与未来定价逻辑展望

投资要点：

➤ 黄金简介

黄金是一种特殊的贵金属，本身不产生利息，但兼具商品属性、货币属性与金融属性。其物理特性稳定，具有良好的延展性、可塑性和导电导热性，广泛应用于珠宝首饰、工业技术以及投资储备领域。

➤ 黄金供给需求端

2010 年至 2024 年全球黄金总供应量从 4317 吨增长至 4957 吨，年复合增速为 1%。其中全球矿产金产量年复合增速为 2%，占总供应量比例从 64% 增长至 74%，但 2016 年后增速明显放缓，近年黄金供应量增加主因金价上涨后回收金的增加。预计 2025-2027 年全球黄金总供应量为 5034、5095、5143 吨，三年供应增速为 1.5%/1.2%/0.9%。

黄金的需求主要包含金饰制造、投资、央行购金及科技用金。2000 年至 2025 年，黄金主要需求结构由金饰制造和投资需求主导转变为由金饰制造、投资需求、央行和各官方机构共同构成。近两年需求增长主因投资需求和央行购金的增加，其中投资需求增长在 25 年前三季度大幅增长，占主导地位，其他部分需求因高昂金价均处于下降态势。

➤ 黄金历史复盘

1816 年至 2025 年，黄金经历了金本位制度（1816 年至 1933 年，期间最大涨幅 142%），布雷顿森林体系（1944 年至 1971 年，期间最大涨幅 24%），两次石油危机导致的美国滞胀阶段（1973 年至 1980 年，期间最大涨幅 1205%），高增长与信息技术革命（1980 年至 2000 年，期间跌幅达 70%），互联网泡沫破裂与金融危机（2001 年至 2011 年，期间涨幅 659%），后危机时代的熊市周期（2012 年至 2016 年，期间最大跌幅 41%），贸易战与新冠疫情（2016 年至 2020 年，期间最大涨幅 95%），降息与去美元化背景下的牛市（2023 年至 2025 年，期间最大涨幅为 137%）等八个阶段。地缘政治等避险因素或短期影响金价，但中长期金价仍然与美国实际利率呈负相关关系，央行购金为金价带来支撑。

➤ 未来驱动黄金价格的主导因素

实际利率下降，美国仍处降息周期中。美国劳动力市场疲软，通胀水平温和上涨，为降息提供良好的土壤。美联储于 2026 年降息预期维持两次。美联储降息周期中黄金持有机会成本的下降将打开黄金向上的突破空间。

美元信用的持续收缩与弱化。美国正在陷入“财政赤字-发行国债-支付利息-更大财政赤字”的恶性循环。政治压力与人事更迭或削弱美联储独立性，需重视政策路径不确定性及美国债务违约风险。未来随着美国信用的持续收缩与弱化，各国央行黄金储备占比有望继续增长，2026 年预计金价将在 2025 年 4300 美元/盎司左右的峰值上继续抬升。

➤ 投资建议

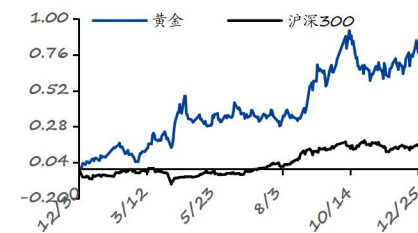
建议关注矿产金标的，在金价上涨周期中，通过自身产量增长实现量价齐升。A 股：山东黄金、中金黄金、赤峰黄金、山金国际、西部黄金、招金黄金。港股：紫金黄金国际，招金矿业，万国黄金集团，灵宝黄金，潼关黄金。

➤ 风险提示

全球主要经济体经济复苏，美国货币政策变化超预期，地缘政治缓和

强于大市（首次评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：王保庆(S0210522090001)
WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

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



正文目录

1 黄金简介及供需平衡梳理	4
1.1 黄金简介	4
1.2 全球黄金供给情况	4
1.3 全球黄金需求情况	7
2 黄金历史复盘	11
2.1 金本位制度（1816 年至 1933 年，期间最大涨幅 142%）	11
2.2 布雷顿森林体系（1944 年至 1971 年，期间最大涨幅 24%）	12
2.3 两次石油危机导致的美国滞胀阶段（1973 年至 1980 年，期间最大涨幅 1205%）	13
2.4 高增长与信息技术革命阶段（1980-1999 年，期间跌幅达 70%）	14
2.5 互联网泡沫破裂与金融危机阶段（2000-2011 年，期间最大涨幅为 640%）	15
2.6 后危机时代的熊市周期（2012 年至 2016 年，期间最大跌幅为 41%）	17
2.7 贸易战与新冠疫情（2016 年至 2020 年，期间涨幅最大为 95%）	18
2.8 降息与去美元化背景下的牛市（2023 年至 2025 年，期间涨幅最大为 137%）	19
3 展望：未来驱动黄金价格的主导因素	23
3.1 利率：实际利率下降，美国仍处降息周期中	23
3.2 美元信用：持续收缩与弱化	24
4 投资建议：关注矿产金标的，量价齐升有望大幅受益于金价上涨	27
5 风险提示	27

图表目录

图表 1： 2010-2024 年全球黄金供应总量	4
图表 2： 2010-2027 年全球矿产金总量（含预测）	5
图表 3： 全球主要地区黄金矿产量变化	5
图表 4： 全球主要矿产金国家产量变化	5
图表 5： 2010-2024 年全球增量较大的黄金企业（单位：吨）	6
图表 6： 2010-2027 年全球再生金量	6
图表 7： 2010-2027 年全球黄金生产商对冲量	7
图表 8： 2010-2027 年全球黄金供应总量及预测（单位：吨）	7
图表 9： 2010-2024 年全球黄金需求拆分（单位：吨）	8
图表 10： 2010-2024 年金饰制造需求量	8
图表 11： 2010-2024 年科技用金需求量	8
图表 12： 2024-2025 年全球黄金 ETF 持仓量季度分地区净流入量（吨）	9
图表 13： 2022-2025 年现货黄金和美元指数走势	10
图表 14： 2010-2024 年全球黄金供需平衡表	10
图表 15： 黄金历史复盘	11
图表 16： 金本位制度与布雷顿森林体系阶段金价复盘	12
图表 17： 两次石油危机期间金价复盘	13
图表 18： 石油危机期间美国 CPI 与原油走势	14
图表 19： 石油危机期间美国 CPI 与黄金走势	14
图表 20： 美国联邦基金目标利率上限（%）	14
图表 21： 1980-2000 年间美元指数和黄金走势	15
图表 22： 期间美元指数与黄金走势	15
图表 23： 美国联邦基金目标利率与 10 年期美债实际收益率	15
图表 24： 2003-2012 年全球黄金 ETF 持有量与金价	16
图表 25： 2004-2012 年 SPDR 黄金 ETF 持有量（吨）	17
图表 26： 2012-2016 年黄金价格与美元指数走势	17
图表 27： 2012-2016 年联邦基金利率和美国 CPI 走势	18
图表 28： 2015-2020 年美国联邦基金目标利率及 10 年期国债实际收益率	19
图表 29： 2016-2020 年黄金价格和美元指数走势	19
图表 30： 2023 年以来美元占全球外汇储备份额（季度）	20

图表 31:	2017-2024 年全球央行黄金净买入量(吨)	20
图表 32:	地缘政治风险指数 (GPR Index)	20
图表 33:	2022 年 Q1 海外黄金 ETF 日度持仓 (单位: 吨)	21
图表 34:	2023-2025 年金价与美国名义, 实际利率	21
图表 35:	2025 美联储独立性受挑战时间线	22
图表 36:	近年美国国债总额和国债收益率图	22
图表 37:	2025 年美国非农新增就业人数及失业率	23
图表 38:	2025 年美国 CPI 及 PCE 物价指数	23
图表 39:	2025 年 9 月美联储 SEP 指引	23
图表 40:	CME 利率预测 (12 月 19 日)	23
图表 41:	1945 年来美国联邦政府债务占 GDP 比重 (含预测值)	25
图表 42:	黄金占全球官方储备资产比例	25
图表 43:	全球主要经济体的黄金储备资产 (百万盎司)	26
图表 44:	A 股与港股主要黄金企业利润与估值	27



1 黄金简介及供需平衡梳理

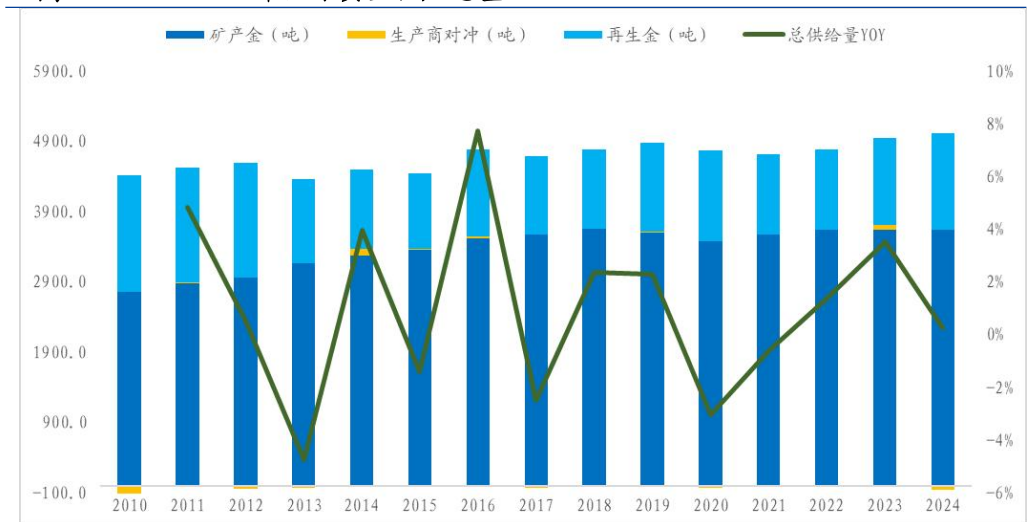
1.1 黄金简介

黄金是一种特殊的贵金属，符号为 Au，在元素周期表中位列第 79 位。黄金本身不产生利息，但兼具商品属性、货币属性与金融属性。其物理特性稳定，具有良好的延展性、可塑性和导电导热性，广泛应用于珠宝首饰、工业技术以及投资储备领域。

1.2 全球黄金供给情况

根据世界黄金协会的分类，黄金的供应由矿产金，生厂商对冲及再生金三部分组成。2010 年至 2024 年全球黄金总供应量从 4317 吨增长至 4957 吨，年复合增速为 1%。2024 年，总供应量同比增长 0.3%，达到 4957 吨，创下新高，主要受益于再生金供应同比大幅增长 11%。进入 2025 年前三季度，全球黄金总供应量为 3717 吨，较去年同期增长 1%。结构上，矿产金产量微增 1%，生产商对冲在负区间进一步扩大 12%，持续拖累整体供应，而再生金则实现 3% 的增长。

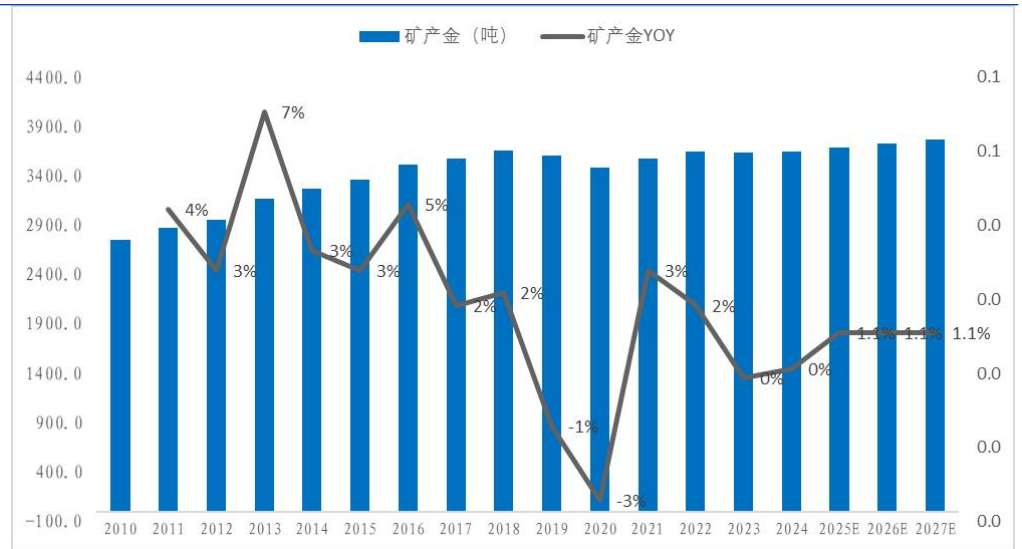
图表 1：2010-2024 年全球黄金供应总量



来源：ifind，世界黄金协会，华福证券研究所

全球矿产金产量自 2010 年的 2755 吨，增长至 2024 年的 3645 吨，年复合增速为 2%，占总供应量比例从 64% 增长至 74%，但 2016 年后增速明显放缓，占总供应量比例在 2018 年达到 77% 峰值后至今呈震荡态势。2022 年至今因资源品位下降、环保政策趋严及资本开支不足等因素，2024 年矿产金量在金价上行期间仅较 2022 年增加了 0.1 吨。根据紫金黄金国际的招股说明书，我们预计 2025-2027 年黄金矿产量的复合增速为 1.1%。

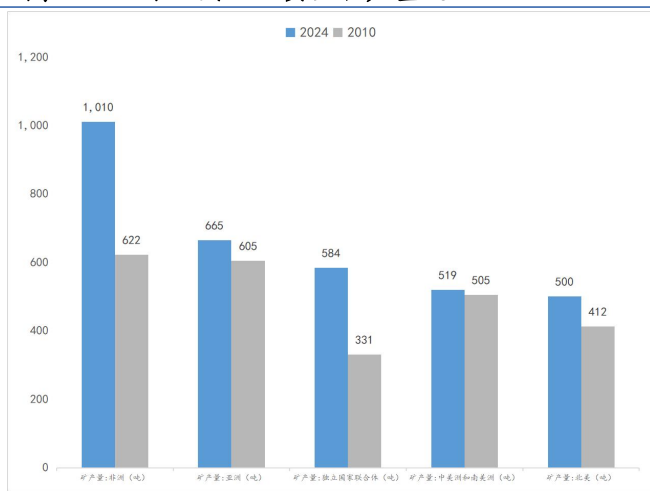
图表 2: 2010-2027 年全球矿产金总量 (含预测)



来源: ifind, 世界黄金协会, 华福证券研究所

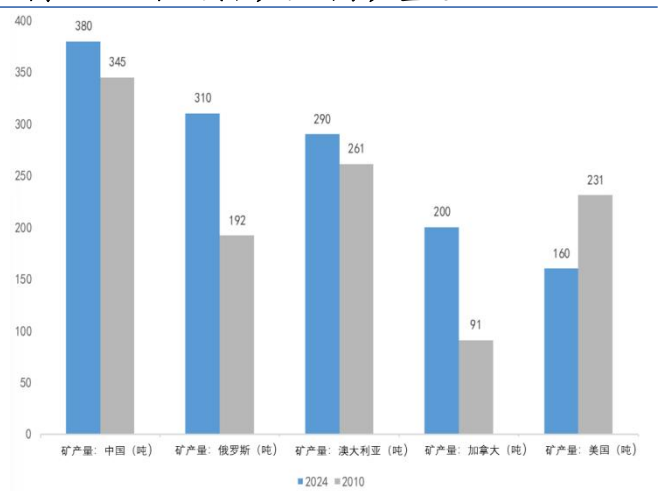
2010 年至 2024 年间, 全球黄金生产格局经历了显著的区域重构。增长动力主要来自非洲和独联体地区, 分别增加了 388 和 253 吨, 而传统产区的地位则相对下降。中国维持全球矿产金产量第一的地位, 黄金产量从 2010 年的 345 吨增至 2024 年的 380 吨, 增幅为 10%。俄罗斯是此期间增长量最大的国家, 产量增长 118 吨, 在 2024 年达到 310 吨, 巩固了其全球第二的位置。加拿大则是增幅最大的国家, 产量从 2010 年的 91 吨跃升至 2024 年的 200 吨, 增幅高达 120%。

图表 3: 全球主要地区黄金矿产量变化



来源: 同花顺 ifind, 世界黄金协会, 华福证券研究所

图表 4: 全球主要矿产金国家产量变化

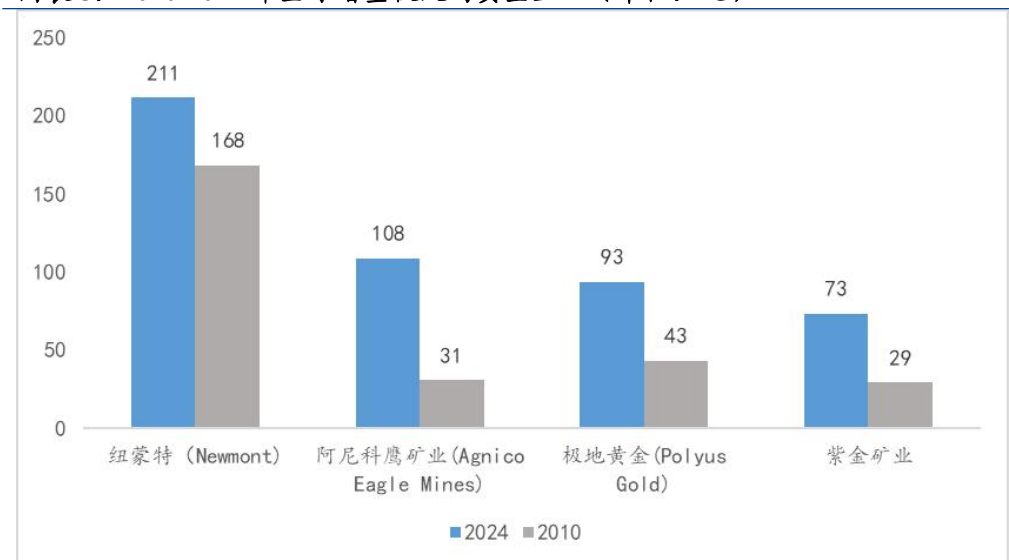


来源: 同花顺 ifind, 美国地质调查局, 华福证券研究所

2010-2024 年间, 全球增量较多的几个黄金企业为纽蒙特 (Newmont), 阿尼科鹰矿业(Agnico Eagle Mines), 极地黄金(Polyus Gold)及紫金矿业, 增量分别为 44、78、50、44 吨。其中增速最快的为阿尼科鹰矿业(Agnico Eagle Mines), 14 年间增幅达到 253%。



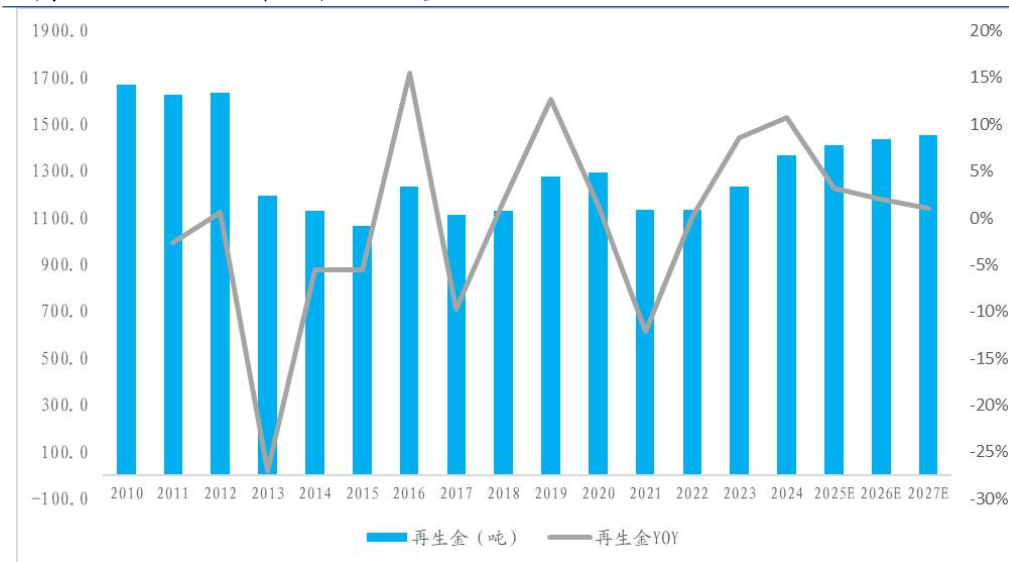
图表 5: 2010-2024 年全球增量较大的黄金企业 (单位: 吨)



来源: 紫金矿业年报, 中国黄金网, 纽蒙特官网, 纽蒙特年报, 阿尼科鹰矿业年报, 极地黄金年报, 华福证券研究所

金价上涨通常会推动再生金供应量增加。因此, 随着全球金价屡创新高, 再生金产量于 2023-2024 年分别上涨 9%和 11%。由于全球经济增长放缓、金价高企、地缘政治风险溢价的小幅下降 (过去两年, 地缘政治风险溢价始终是抑制黄金供应的关键因素), 黄金回收量呈上升趋势, 预计 2025 年回收量将继续增加, 但预计 2026-2027 年市场对金价乐观预期及边际效应递减导致增速有所放缓, 预计 2025-2027 年再生金的产量为 1409、1437、1452 吨。

图表 6: 2010-2027 年全球再生金量



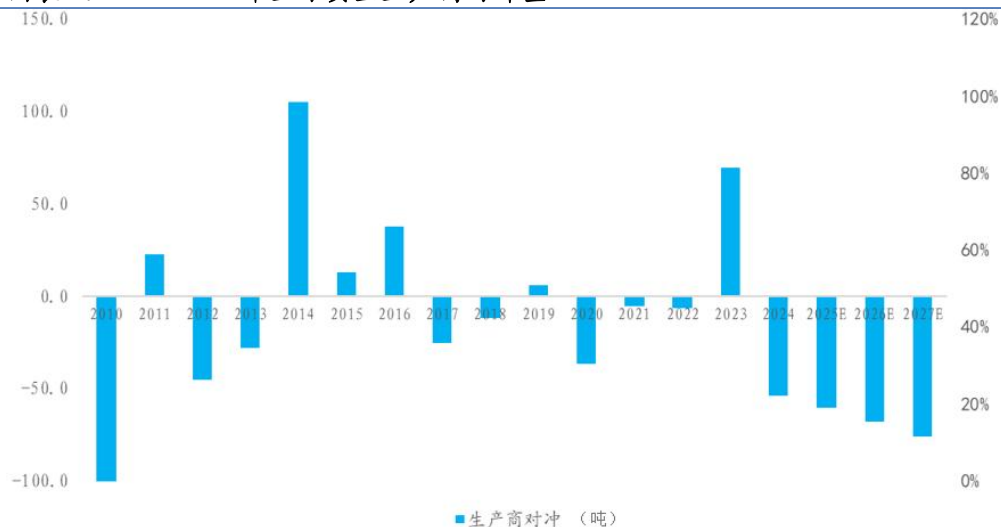
来源: ifind, 世界黄金协会, 华福证券研究所

2024 年行业套保量下降 54 吨的部分原因在于并购交易: 通常情况下, 收购方会对被收购方的套保头寸进行重组或清算, 2024 年曾多次发生此类情况。此外, 由于金价上涨, 部分套保头寸出现严重亏损, 有些公司已对头寸进行平仓, 甚至完全取消远期套保。另一方面, 由于未出现新的大型套保头寸公告, 随着金价上涨, 矿山企业



为防止账面浮亏增加，行业套保量减少的趋势或将延续。

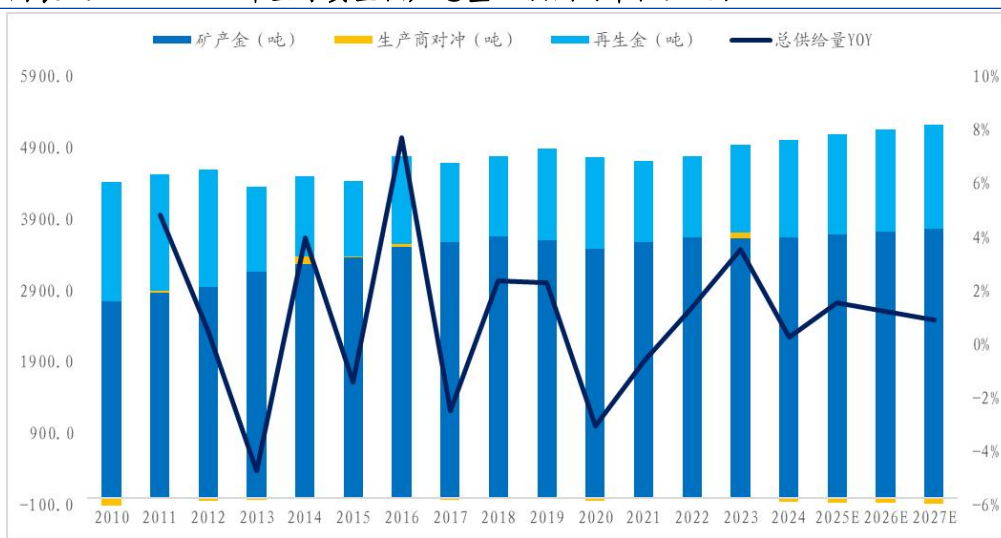
图 7: 2010-2027 年全球黄金生产商对冲量



来源: ifind, 世界黄金协会, 华福证券研究所

综上, 预计 2025-2027 年全球黄金总供应量为 5034、5095、5143 吨, 三年供应增速为 1.5%/1.2%/0.9%。

图 8: 2010-2027 年全球黄金供应总量及预测 (单位: 吨)

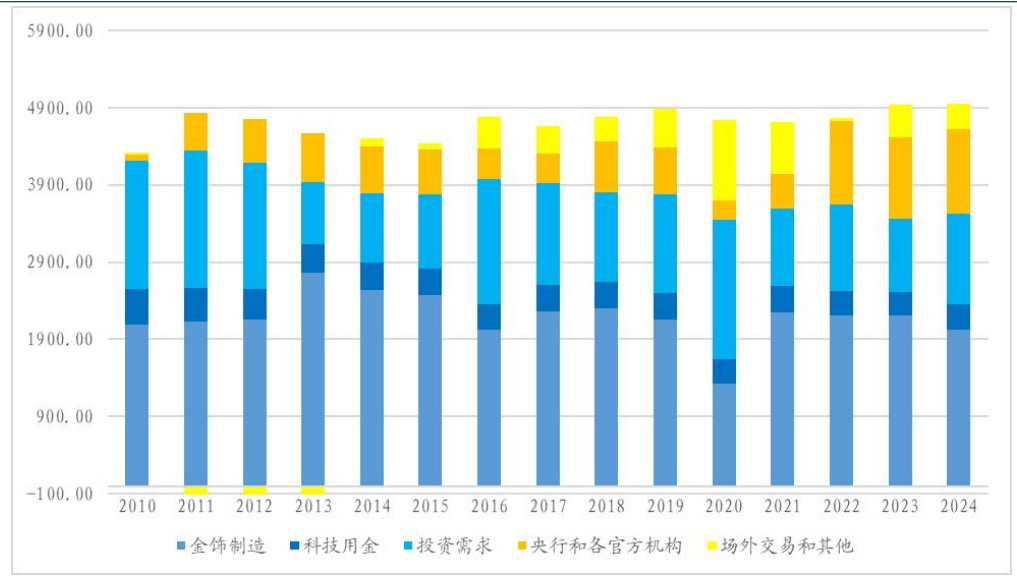


来源: ifind, 世界黄金协会, 华福证券研究所

1.3 全球黄金需求情况

根据世界黄金协会的分类, 黄金的需求主要包含金饰制造、投资、央行购金及科技工业用金。2000 年至 2025 年, 黄金主要需求结构由金饰制造和投资需求主导转变为由金饰制造、投资需求、央行和各官方机构共同构成。**黄金的商品, 货币和金融三大属性通过上述几种需求得以相应地体现。**2010 年至 2024 年全球黄金总需求量从 4317 吨增长至 4957 吨, 年复合增速为 1.0%。2024 年, 总需求量同比增长 0.3%, 达到 4957 吨, 主要受益于投资需求同比大幅增长 24%, 达到 1181 吨, 占总需求的 23.8%。

图表 9：2010-2024 年全球黄金需求拆分（单位：吨）



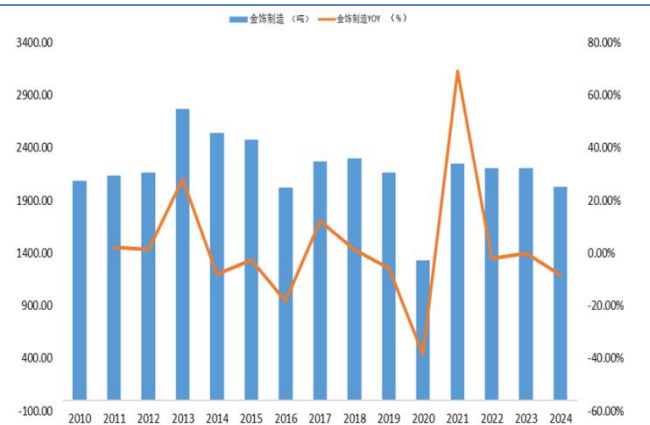
来源：ifind，世界黄金协会，华福证券研究所

2025 年前三季度，全球黄金总需求量为 3717 吨，较去年同期增长 1%。结构上，投资需求大幅度增长 87%至 1566 吨，占总需求比例为 42%，为 2010 年至 2025 年期间第二次投资需求大于金饰需求。科技用金略减 1%，而央行和各官方机构，金饰制造需求同比分别减少 13%和 20%，持续拖累整体需求。

黄金的商品属性体现在物理化学特性（如高延展性、可塑性）与消费需求中，核心应用于金饰制造——其稀缺性与加工适配性可实现精细设计，兼具工艺、文化审美价值，满足情感与社交需求。2000-2005 年，金饰需求占黄金总需求超 80%；虽受投资需求、央行购金及 2023 年以来金价上涨影响占比下滑，但 2024 年仍以 41%居首，2025 年三季度为 32%，在所有需求中仍占比第二。

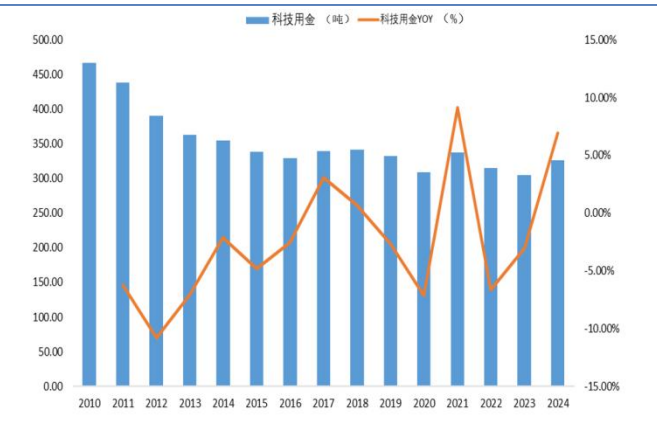
黄金作为原材料主要在科技用金领域使用，其中电子用金占比较高，其次为其他工业用金和牙科用金。2000-2008 年科技用金占需求比例为 12%-19%，最高于 2007 年达到 19%，后续因受投资需求和央行购金影响呈现下降趋势，2024 年回落到 7%。

图表 10：2010-2024 年金饰制造需求量



来源：同花顺 ifind，世界黄金协会，华福证券研究所

图表 11：2010-2024 年科技用金需求量

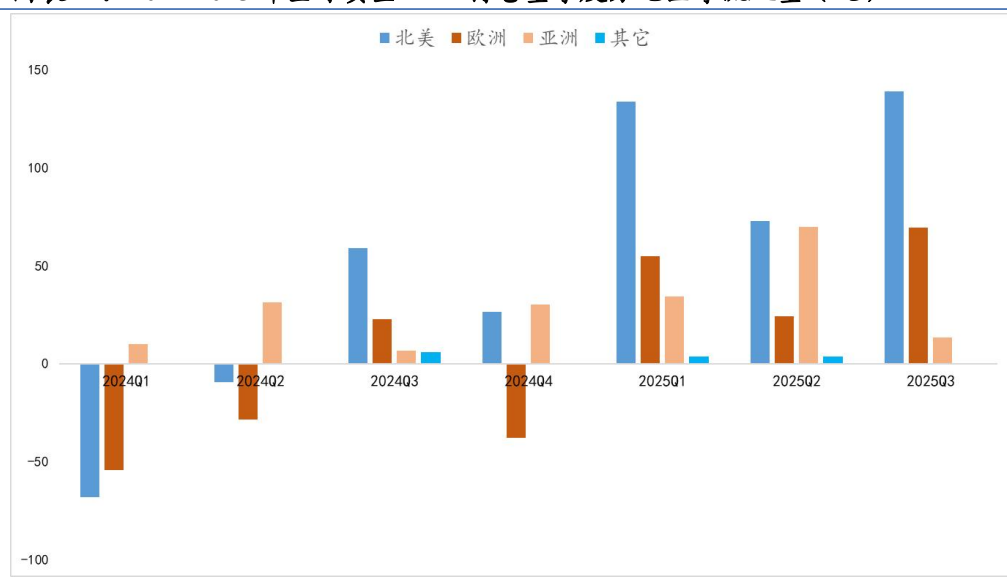


来源：同花顺 ifind，世界黄金协会，华福证券研究所



美国实际利率走低会降低黄金持有机会成本,推升投资需求。投资者多通过黄金ETF、期货、期权等纸黄金工具追求资本利得,这类需求对利率、美元及市场情绪高度敏感,波动性大,且历史上黄金价格与美国实际利率多呈负相关,凸显其金融属性。2004年SPDR黄金ETF推出后,ETF投资需求成为重要新增项。2024-2025年降息周期中,2024年全球黄金ETF净流出6.8吨——上半年亚洲虽为主要流入来源但整体仍净流出,北美地区在9月美联储首次降息后大幅流入,成为下半年净流入核心力量。

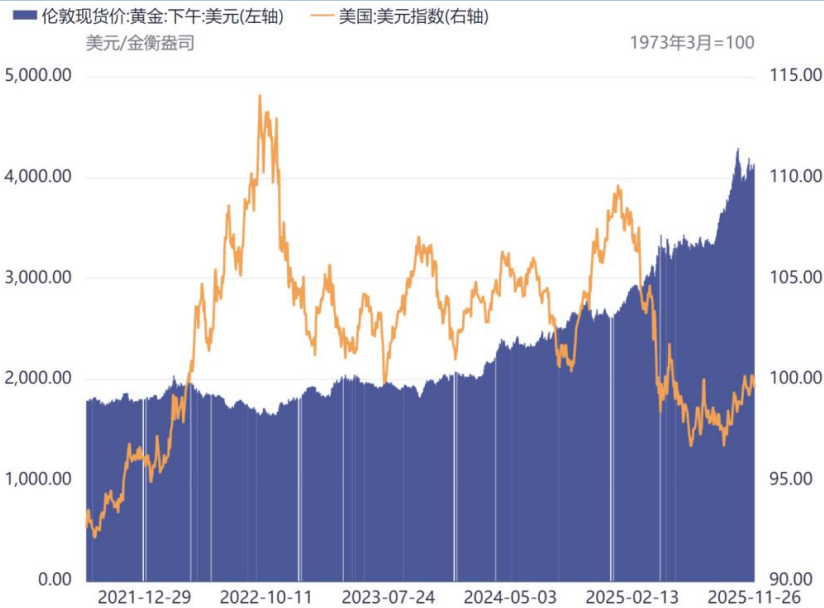
图表 12: 2024-2025 年全球黄金 ETF 持仓量季度分地区净流入量 (吨)



来源: 世界黄金协会, 华福证券研究所

黄金的货币属性体现在金锭、金条、金币、奖章及各国央行储备中,其以美元计价且与美元存在天然替代关系,多数情况下呈弱负相关,而美元指数核心反映美国经济基本面与实际利率。黄金与实际利率强负相关的定律曾两度短暂打破:2022年2-3月俄乌冲突引发避险潮,美元与黄金同步走高;2024年3-4月通胀与降息预期共振推升金价,美元因欧美经济韧性差异及欧瑞央行降息转向亦走强。2025年随着美国经济放缓、债务风险加剧、美联储独立性受挑战、去美元化推进及降息预期升温,2025年上半年美元指数创1992年以来同期最大跌幅,2025年前三季度全球黄金ETF净流入619吨,北美占比56%、欧洲24%。

图表 13: 2022-2025 年现货黄金和美元指数走势



来源: ifind, 华福证券研究所

央行购金同样为黄金的货币属性最纯粹的体现。各国中央银行将黄金视为终极的储备资产，用于对冲货币风险、经济不确定性，地缘政治风险和通货膨胀。基于对国家信用的战略考量，黄金在危机时期的表现、作为储值手段的功能，及其作为有效的多元化投资工具的重要作用，仍是央行配置黄金资产的主要原因。央行对黄金的购买量于 2011-2021 年间处在 255-655 吨之间，2022 年至今因去美元化与储备资产多元化，均处于 1000 吨以上的量级。同时，个人投资者购买金币金条等实物黄金，很大程度上也是出于货币属性的考虑——将其作为全球信用体系下，一种无主权，无对手方风险的安全与保值增值类资产。

图表 14: 2010-2024 年全球黄金供需平衡表

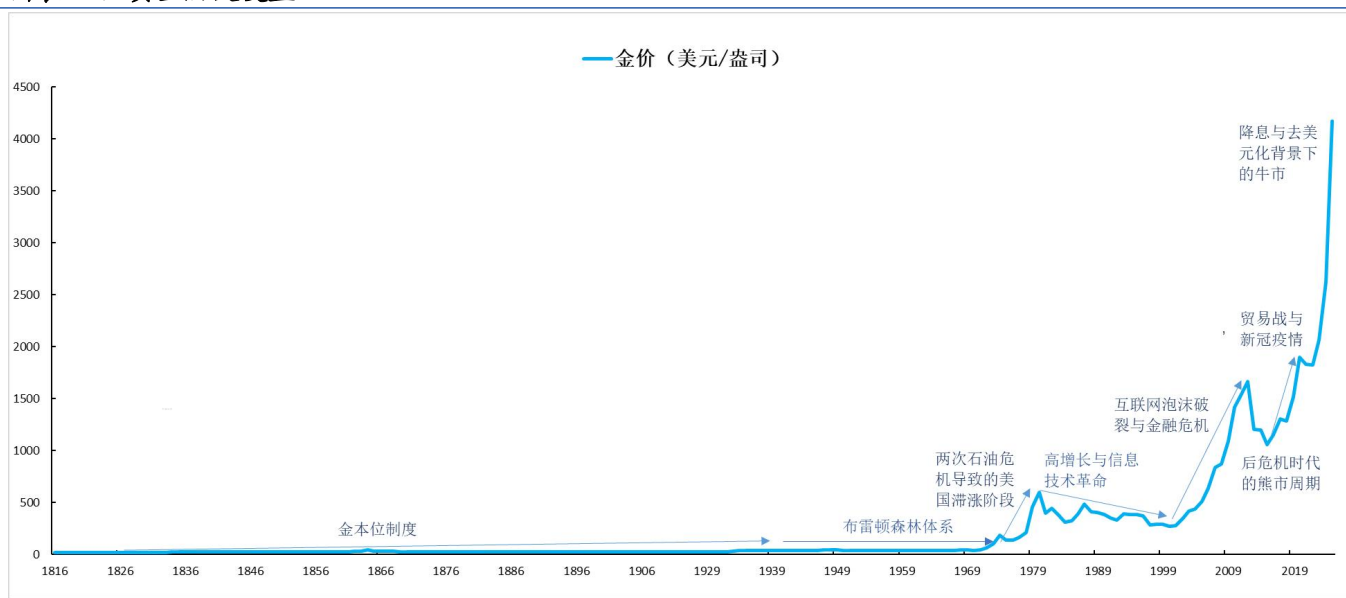
供应量 (吨)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
矿产金	2754.5	2876.9	2957.2	3166.3	3271.5	3362.4	3516.2	3580.6	3658.4	3606.1	3482.7	3579.3	3645.3	3641.1	3645.4
生产商对冲	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-36.6	-5.4	-6.5	69.4	-54.1
再生金	1671.2	1626.3	1636.8	1195.3	1129.6	1067.1	1232.1	1112.4	1131.7	1275.7	1293.1	1135.8	1136.1	1233.6	1366.0
总供应量	4316.8	4525.7	4548.6	4333.7	4506.0	4442.3	4786.0	4667.4	4778.5	4887.9	4739.2	4709.7	4774.9	4944.1	4957.3
需求量 (吨)															
金饰制造	2088.6	2133.4	2162.2	2768.4	2543.8	2479.3	2023.2	2267.3	2297.5	2162.2	1331.8	2252.4	2208.4	2208.2	2026.6
金饰消费	2057.1	2103.8	2156.1	2724.4	2530.4	2459.5	2108.2	2250.5	2263.4	2141.8	1405.3	2177.0	2094.7	2109.2	1887.8
金饰库存	31.4	29.6	6.1	44.0	13.3	19.8	-85.0	16.8	34.2	20.4	-73.5	75.4	113.6	99.0	138.8
科技用金	467.0	437.8	390.4	362.7	355.1	338.0	329.4	339.4	341.7	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	326.2
电子用金	328.6	316.4	288.5	285.4	283.8	268.1	261.6	272.1	274.9	268.6	255.3	278.7	257.7	248.7	270.8
其他工业用金	92.8	85.3	73.5	54.4	51.6	51.3	50.1	51.0	51.5	50.1	41.9	47.1	46.8	47.1	46.5
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	8.9
投资需求	1653.0	1779.7	1635.9	803.8	898.9	963.5	1622.1	1321.9	1167.1	1281.8	1805.3	1006.9	1125.4	950.9	1180.9
金条和金币总需求	1246.1	1537.8	1343.3	1733.0	1061.1	1087.1	1079.0	1051.2	1096.9	878.2	912.8	1195.6	1234.9	1195.1	1187.2
金条	918.5	1141.7	985.0	1272.5	775.0	786.8	803.2	786.7	781.7	590.4	552.7	825.5	814.4	786.7	862.9
官方金币	236.0	293.2	248.7	342.0	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5	198.7
奖章/精制金币	91.6	102.9	109.6	118.5	80.6	76.0	68.0	76.5	73.3	67.1	69.7	85.7	99.6	114.9	125.6
黄金ETF和类似产品	406.8	241.9	292.5	-929.2	-162.3	-123.6	543.1	270.7	70.2	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.3	-6.4
央行和官方机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1080.0	1050.8	1089.4
场外交易和其他	29.1	-306.0	-209.1	-230.7	107.2	82.0	416.5	360.2	315.8	505.8	1038.1	663.2	46.4	429.1	334.2
总需求量	4316.8	4525.7	4548.6	4333.7	4506.0	4442.3	4786.0	4667.4	4778.5	4887.9	4739.2	4709.7	4774.9	4944.1	4957.3
黄金价格 (美元/盎司)	1225	1572	1669	1411	1266	1160	1251	1257	1269	1393	1770	1799	1800	1940	2386

来源: ifind, 世界黄金协会, 华福证券研究所

2 黄金历史复盘

1816 年至 2025 年，黄金经历了金本位制度（1816 年至 1933 年，期间最大涨幅 142%），布雷顿森林体系（1944 年至 1971 年，期间最大涨幅 24%），两次石油危机导致的美国滞胀阶段（1973 年至 1980 年，期间最大涨幅 2300%），高增长与信息技术革命（1980 年至 2000 年，期间跌幅达 70%），互联网泡沫破裂与金融危机（2001 年至 2011 年，期间最大涨幅 640%），后危机时代的熊市周期（2012 年至 2016 年，期间最大跌幅为 41%），贸易战与新冠疫情（2016 年至 2020 年，期间涨幅最大为 95%），降息与去美元化背景下的牛市（2023 年至 2025 年，期间最大涨幅为 137%）等八个阶段，以下对每个历史时期内金价和主导金价的因素与事件进行相应的复盘。

图表 15：黄金历史复盘



来源：onlygold, ifind, 美联储，华福证券研究所

2.1 金本位制度（1816 年至 1933 年，期间最大涨幅 142%）

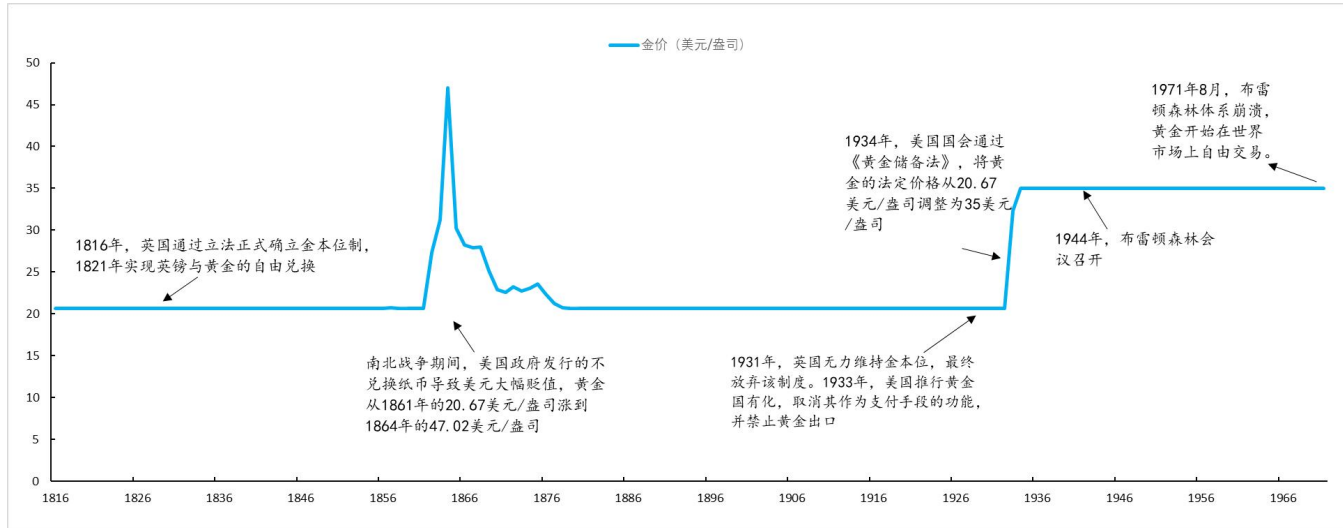
1816 年，英国通过立法确立金本位制，并在 1821 年实现英镑与黄金的自由兑换，这标志着现代金本位制的开端。在该制度下，各国货币与黄金挂钩，纸币发行量受黄金储备限制，确保了币值稳定。金币可自由铸造、兑换，黄金也能自由进出口，这使得各国货币汇率由含金量比例决定，波动极小。同时，黄金的跨国输入与输出不受限制，国际收支顺差国会因黄金流入而增持储备，逆差国则会因黄金流出而减持储备。

19 世纪 70 年代起，德国、美国等主要国家相继采用金本位制，美国规定 1 盎司黄金对应 20.67 美元，使其逐渐发展成为全球性的货币体系。除了美国政府在南北战争中为了提供战争经费所发行的不兑换纸币导致美元大幅贬值，黄金价格从 1861 年的 20.67 美元/盎司涨到 1864 年的 47.02 美元/盎司外，其余时间内黄金价格维持相对稳



定。然而，第一次世界大战的爆发严重冲击了金本位制。参战国为筹措军费大量发行纸币并禁止黄金自由输出，引发严重通胀，动摇了金本位制的基础。此后，尽管在 20 世纪 20 年代部分国家尝试恢复金块本位制或金汇兑本位制，但 1929 年经济大萧条最终导致该制度走向崩溃。英国于 1931 年因黄金与资本大规模外流放弃金本位，美国也于 1933 年停止黄金兑换，金本位制遂彻底瓦解。其崩溃的主要原因包括黄金产量无法满足商品流通需要、黄金存量各国分配不均以及战争的冲击。

图表 16：金本位制度与布雷顿森林体系阶段金价复盘



来源：onlygold，世界黄金协会，新浪财经，浙江大学公共政策研究院，英国议会文件，维基百科，美联储，美国总统项目网站，IMF 官网，Robert Solomon《终结布雷顿森林体系》，华福证券研究所

2.2 布雷顿森林体系（1944 年至 1971 年，期间最大涨幅 24%）

开始：金本位制度瓦解后，1944 年，在美国召开的布雷顿森林会议勾勒出全新国际货币体系的蓝图，该体系以美元为核心，确立 35 美元/盎司的黄金与美元挂钩机制，其他国家货币则进一步与美元挂钩。布雷顿森林体系运行期间，世界经济实现快速发展。通过推行凯恩斯主义经济政策，各国政府得以有效调控经济波动，总体而言，经济衰退的幅度和影响都相对较小。

结束：但进入 1960 年代后，这一体系的局限性逐渐显现，尽管全球通胀幅度不大，但长期累积的通胀使得黄金的实际价值被低估，35 美元/盎司的官方定价与市场供需愈发脱节；同时，美国长期维持贸易逆差，导致其黄金储备持续消耗，然而美元对黄金贬值的提议却面临巨大阻力。1968 年 3 月，二级黄金市场正式推出，该市场由自由浮动的私营交易市场和按固定平价进行官方交易的市场两部分组成，然而这种双重市场结构本质上极为脆弱。随着市场对美元的投机行为不断加剧，其他国家央行越来越不愿接受美元作为国际结算货币，黄金涨至 43.5 美元/盎司。布雷顿森林体系的运行局面逐渐难以维系。最终在 1971 年 8 月，美国总统尼克松宣布，美国将停止履行“其他国家央行可用美元向美国兑换黄金”的义务，布雷顿森林体系正式崩溃，黄金从此开始在全球市场上进行自由交易。

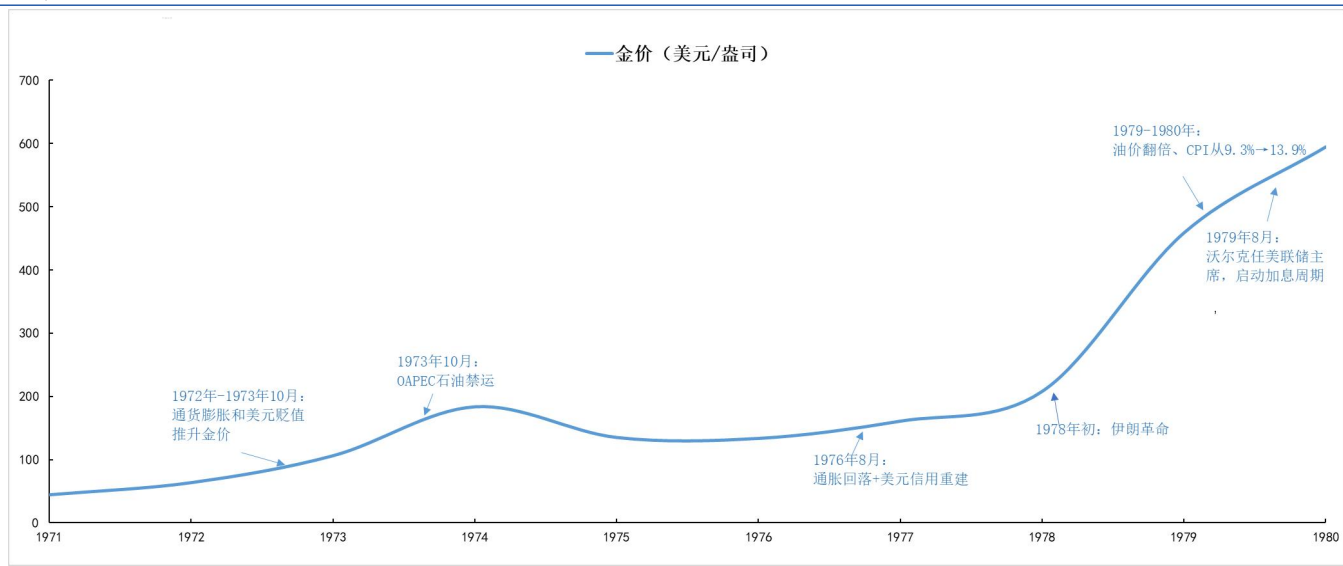


2.3 两次石油危机导致的美国滞胀阶段(1973年至1980年，期间最大涨幅1205%)

布雷顿森林体系崩塌后，黄金的官方固定价格时代终结，金价改由市场供求决定，这为价格飙升打开了制度空间。市场对美元信心的动摇成为金价上涨的根本动力，美国为应对越战和国内支出而持续增长的财政赤字与货币超发，引发了显著的通货膨胀和美元贬值压力。到1972年中期黄金价格升至每盎司60美元左右，到1973年初升至每盎司65.14美元。叠加20世纪70年代的两次石油危机对全球主要经济体造成了剧烈冲击，期间因油价大幅上涨导致的通胀大幅上升，而经济陷入衰退，此段大滞胀时期金价最大涨幅达到1205%至850美元/盎司。

第一次石油危机：1973年10月，第四次中东战争爆发后，为反击美国支援以色列，阿拉伯产油国对美国实施石油禁运并大幅减产，导致油价在短期内从每桶约3美元飙升至1974年1月的11.65美元，涨幅达4倍。这次石油危机触发了二战后最严重的全球经济危机，1973年-1975年美国的工业生产下降了14%。受油价暴涨、通胀攀升及避险情绪推动，黄金价格在1974年底升至阶段性高点197.5美元/盎司。随着1975年美国通胀回落以及美元信用体系开始重建，金价随之回调，到1976年8月跌至104美元/盎司的低点。

图表 17：两次石油危机期间金价复盘

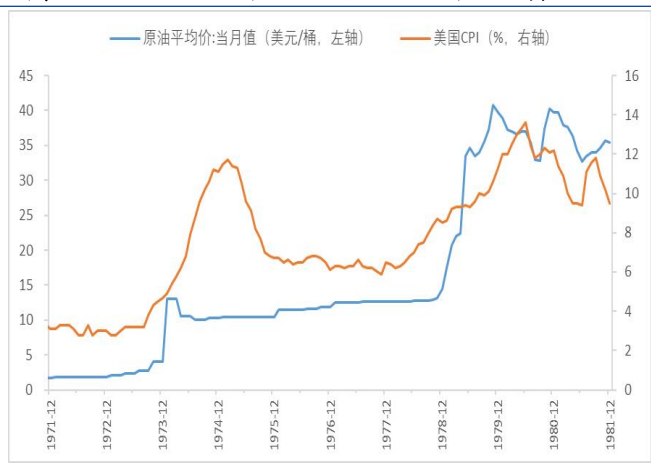


来源：onlygold, 华福证券研究所

第二次石油危机（1979-1980年）由伊朗革命引发，导致伊朗石油日产量从600万桶骤降至100万桶以下，叠加伊拉克原油出口从每日350万桶降至100万桶，全球供应减少了7%，油价在一年内翻倍。美国为抑制通胀，美联储主席沃尔克将利率从10%大幅提升至18.9%的峰值，尽管通胀从1980年4月的近15%小幅降至1980年年底的12.6%，但美国经济因此陷入衰退。在此期间，金价涨幅最大达292%，随后因货币

政策收紧见顶回落。

图表 18: 石油危机期间美国 CPI 与原油走势



来源: 同花顺 ifind, 世界银行, 美国劳工局, 华福证券研究所

图表 19: 石油危机期间美国 CPI 与黄金走势

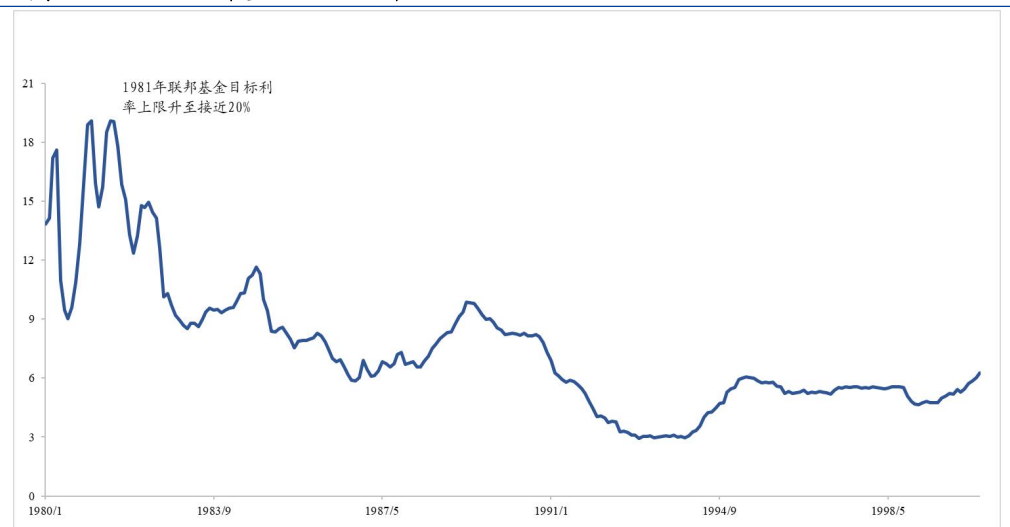


来源: 同花顺 ifind, 伦敦金银市场协会, 美国劳工局, 华福证券研究所

2.4 高增长与信息技术革命阶段（1980-1999 年，期间跌幅达 70%）

在美联储主席保罗·沃尔克实施的激进加息政策推动下，美元指数在 1980 至 1985 年间大幅走强，这显著提升了持有黄金的机会成本，从而压制了以美元计价的黄金价格。为缓解美元过度强势带来的问题，美国等五国于 1985 年签署《广场协议》，协议后美元虽短暂走弱，但进入 90 年代后重拾强势。与此同时，美国经济在供给侧改革、科技产业发展的推动下进入高增长、低通胀的繁荣期，这种环境有利于股市，对黄金则相对不利。在上述多重因素共同作用下，黄金市场经历了漫长的熊市，价格从 1980 年的高点 850 美元/盎司跌至 1999 年的低点 252.8 美元/盎司，累计跌幅达 70%。

图表 20: 美国联邦基金目标利率上限（%）



来源: 美国联邦储备委员会, 华福证券研究所

图表 21: 1980-2000 年间美元指数和黄金走势



来源: ifind, 世界黄金协会, 华福证券研究所

2.5 互联网泡沫破裂与金融危机阶段 (2000-2011 年, 期间最大涨幅为 640%)

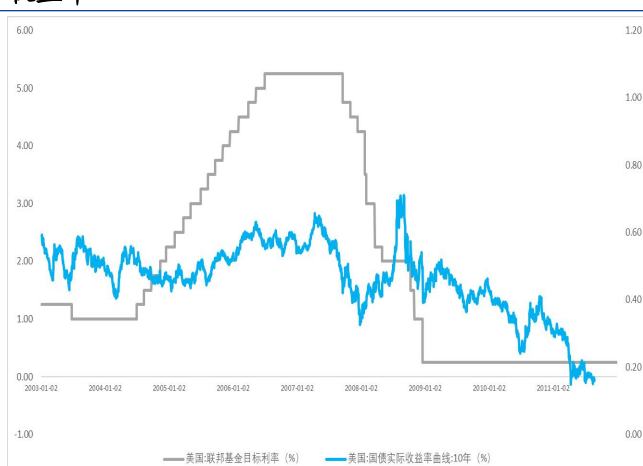
2000 年互联网泡沫破裂引发经济衰退, 加之 2001 年“9·11”恐怖袭击推动避险情绪, 共同开启了黄金的十年牛市。为应对经济下行, 美联储将联邦基金利率从 2000 年的 6.5% 大幅降至 2003 年的 1%, 压低了传统资产回报率; 同时, 2003 年伊拉克战争爆发等地缘政治风险持续发酵, 进一步凸显了黄金的避险属性。美国为战争承担的巨额支出扩大了债务规模, 宽松货币政策导致美元贬值, 共同推动金价从 2001 年最低约 256 美元/盎司升至 2007 年最高的 841.1 美元/盎司。

2008 年全球金融危机后, 美联储及多国央行推出史无前例的宽松政策, 包括接近零的利率、量化宽松 (QE) 以及大规模银行救助, 引发市场对通胀和美元贬值的担忧, 实际利率深入负值区间。叠加 2010-2011 年欧债危机的冲击, 黄金作为保值资产受到狂热追捧, 价格于 2011 年触及 1895 美元/盎司的历史峰值。至此, 2000 年至 2011 年间黄金最大涨幅为 640%, 成为全球表现最亮眼的资产之一。

图表 22: 期间美元指数与黄金走势



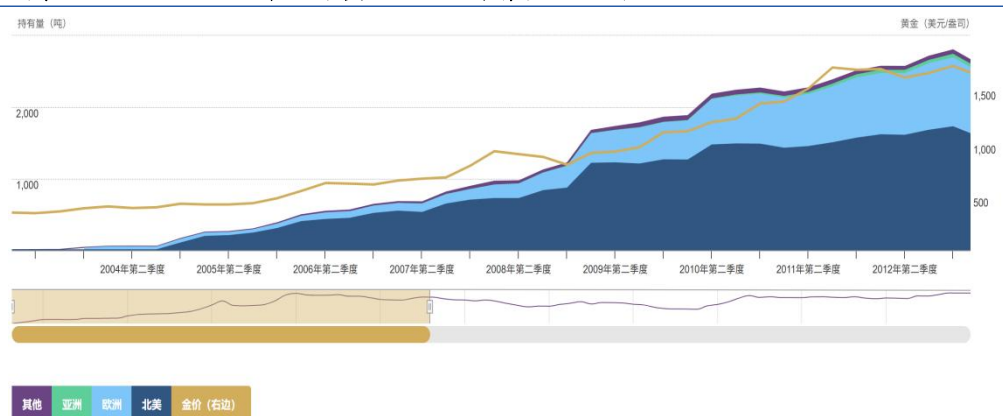
图表 23: 美国联邦基金目标利率与 10 年期美债实际收益率



黄金 ETF 发行：为投资者提供便捷、低成本的黄金投资工具

黄金 ETF 的诞生，旨在解决实物黄金投资在存储、安全和流动性方面的难题，让投资者无需持有实体黄金，也能通过证券账户便捷地参与市场。2003 年，首只黄金 ETF 于澳大利亚问世。而真正推动其走向主流的关键节点在 2004 年，SPDR 黄金 ETF 在纽交所上市，开创了在证券交易所交易黄金的新模式。这种创新工具由实物黄金全额支持，显著降低了投资门槛。其发展极为迅速。在早期发展中，2009 年是资金净流入最强劲的年份，净流入达 639.4 吨，这主要得益于 2008 年金融危机后市场流动性的恢复以及量化宽松政策释放的资金大量涌入。2010 年后美联储推出 QE2、QE3，但黄金 ETF 流入量逐渐放缓，因市场对宽松政策的边际效应脱敏。到 2012 年第四季度，全球黄金 ETF 总持仓量已达到 2803 吨。从地区分布看，北美市场占据主导地位，占比高达 62%（约 1727.6 吨）；欧洲次之，占比 34%（约 963.8 吨）；亚洲及其他地区份额较小。2012 年四季度持仓量中，SPDR ETF 占比为 48%（1350.8 吨），为最主要的黄金 ETF。

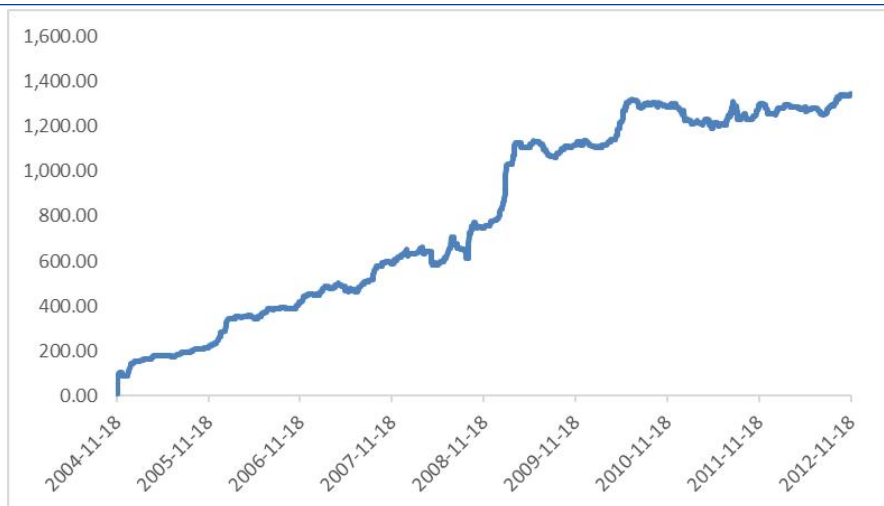
图表 24：2003-2012 年全球黄金 ETF 持有量与金价



来源：世界黄金协会，华福证券研究所



图表 25: 2004-2012 年 SPDR 黄金 ETF 持有量 (吨)



来源: ifind, 华福证券研究所

2.6 后危机时代的熊市周期 (2012 年至 2016 年, 期间最大跌幅为 41%)

2012 年至 2016 年黄金价格的持续下跌, 核心在于全球宏观政策周期的根本性扭转: 随着美国经济稳步复苏, 2013 年美联储释放退出量化宽松 (QE) 的信号, 彻底逆转了危机后流动性宽松的预期, 动摇了黄金作为抗通胀及避险资产的根本逻辑。与此同时, 美国经济数据向好带动强势美元周期开启, 对以美元计价的黄金形成持续压制。市场风险偏好也发生显著转移, 资金从避险资产流出, 大规模涌入持续走高的美股, 削弱了黄金的投资吸引力。此外, 大型黄金 ETF 持仓的持续性减持, 共同加剧了市场的看空情绪与价格下行压力, 最终导致金价步入深度调整周期。

图表 26: 2012-2016 年黄金价格与美元指数走势



来源: ifind, 伦敦金银市场协会, 华福证券研究所

全球性低通胀环境的持续压制: 黄金通常被视为对冲通胀的工具, 但在此期间, 全球特别是主要发达经济体普遍面临低通胀甚至通缩压力。国际原油等大宗商品价格持续低迷, 进一步巩固了低通胀预期。在这种环境下, 黄金的抗通胀属性难以发挥,



削弱了其吸引力。

图表 27: 2012-2016 年联邦基金利率和美国 CPI 走势



来源: ifind, 美国劳工局, 美联储, 华福证券研究所

2.7 贸易战与新冠疫情(2016 年至 2020 年,期间涨幅最大为 95%)

即使 2016-2018 年处于美联储加息周期,但黄金整体呈上涨趋势,核心原因是美联储加息对金价的压制力被多重更强的支撑因素抵消——实际利率长期处于低位、全球避险需求频发、央行持续购金及全球宽松大环境,黄金并未因加息而形成下跌趋势。

在 2015-2018 年美联储加息周期中,名义利率并未大幅走高,2018 年底名义利率达到 2.25% - 2.5% 的区间,实际利率仍处于低位。且 2019 年美联储结束加息周期,2019 年 8 月美联储开始降息,黄金于 2019 年提前进入上涨通道。2020 年因疫情直接启动无限量量化宽松政策,前期加息的影响快速消退,实际利率跌至负数,黄金上涨斜率进一步提升。



图表 28: 2015-2020 年美国联邦基金目标利率及 10 年期国债实际收益率



来源: ifind, 美联储, 美国财政部, 华福证券研究所

2016-2020 年期间全球风险事件密集爆发: 2016 年特朗普当选后的政策不确定性、美欧、中美贸易摩擦、2018 年全球股市大幅波动、2019 年制造业衰退担忧、英国脱欧拉锯战、伊朗核问题升级、2020 年新冠疫情初期冲击。这些事件反复触发避险资金流入黄金, 直接抵消加息带来的短期压力, 期间金价最大涨幅达 95%。

图表 29: 2016-2020 年黄金价格和美元指数走势

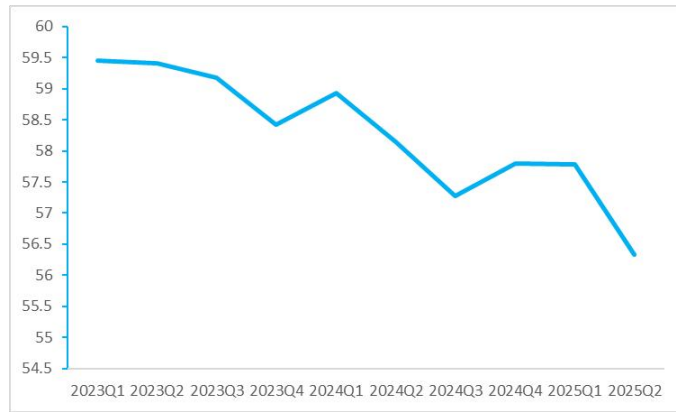


来源: ifind, 世界黄金协会, 华福证券研究所

2.8 降息与去美元化背景下的牛市(2023 年至 2025 年,期间涨幅最大为 137%)

全球正在处于去美元化与逆全球化的进程中并有望不断加速。根据 IMF 官方外汇储备货币构成 (COFER) 数据,2025 年二季度美元占全球外汇储备的份额降至 56.32%, 连续 11 个季度低于 60%, 创近 30 年的新低。

图表 30: 2023 年以来美元占全球外汇储备份额 (季度)



来源: IMF, 华福证券研究所

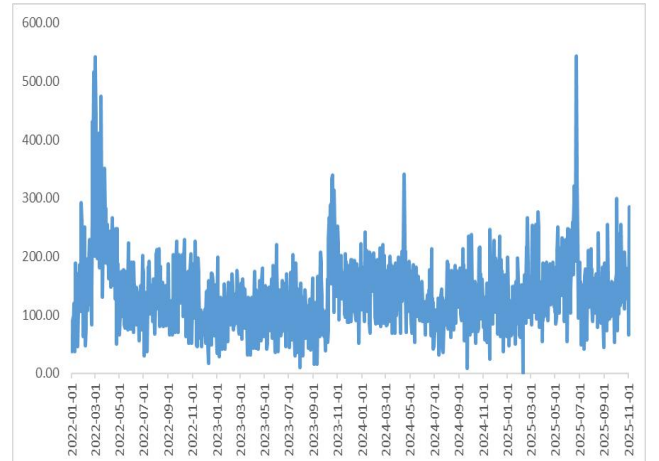
去美元化进程起始于俄乌冲突,并带动了央行的进一步购金潮。美国对俄罗斯的金融制裁,使全球各国深刻意识到过度依赖美元体系的潜在风险,纷纷加快官方储备资产的多元化进程。根据世界黄金协会的数据,自 2020 年第三季度以来,全球央行已连续 20 个季度净购入黄金,购金量更是呈现出前所未有的增长加速态势,成为黄金需求端的关键支撑,代表着全球去美元化趋势不改,全球储备管理正发生深层次、长期性的结构变化。黄金正在成为各国央行的关键战略储备资产。2022-2024 年,每年全球央行购金量均超过 1000 吨,几乎是此前十年年均水平的两倍。央行购金与去美元化的趋势是导致 2022 年 10 月后金价与美国实际利率背离的重要原因。

图表 31: 2017-2024 年全球央行黄金净买入量(吨)



来源: 同花顺 ifind, 世界黄金协会, 华福证券研究所

图表 32: 地缘政治风险指数 (GPR Index)

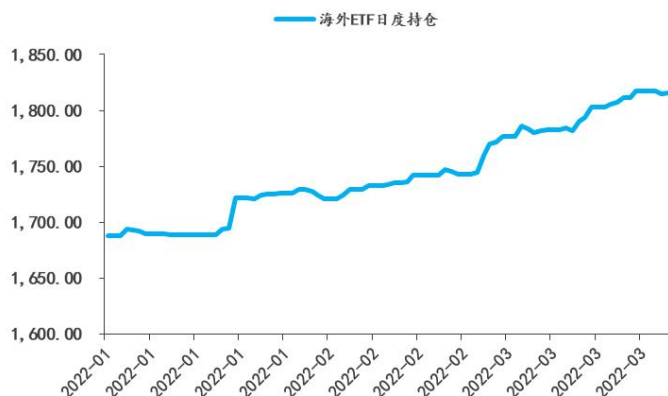


来源: 同花顺 ifind, Dario Caldara and Matteo Iacoviello, 华福证券研究所

2022 年以来,全球地缘政治事件频发,如俄乌战争,巴以冲突,红海危机等,地缘政治风险快速上升,而黄金价值稳定,属于避险资产,所隐含的地缘政治风险溢价被显著推高。历史上突发事件导致的全球避险环境,如 70 年代的两次石油危机、08 年金融危机、11 年油价危机,以及当下的逆全球化背景下的美元信用危机,均出现黄金价格与实际利率背离的情况。最典型的为 2022 年俄乌冲突带来的地缘政治风险,

天然气大涨带来的滞胀担忧，美元货币信任危机等使得 2022 年一季度欧美地区净流入黄金 ETF 高达 284.8 吨，黄金于 2022 年一季度期间最大涨幅为 13%。

图表 33: 2022 年 Q1 海外黄金 ETF 日度持仓 (单位: 吨)



来源: 同花顺 ifind, 华福证券研究所

2024-2025 年全球降息潮持续拉动金价暴涨，金价屡创历史新高。2023 年底点阵图显示至少降息三次，这一信号让市场提前开启降息定价交易。2024 年 3 月美联储主席鲍威尔在国会听证会表态偏鸽，在 FOMC 会议上淡化二次通胀风险，直接点燃市场乐观情绪，市场提前交易降息预期，2024 年于降息前黄金涨幅已经达到 25%。后续 2024 年内美联储累计降息 100 个基点，全球主要央行同步宽松；2025 年美联储再降 75 个基点，进一步压低黄金持有成本。实际利率下行叠加央行持续购金、ETF 资金大幅流入，伦敦现货黄金两年累计涨幅显著，2025 年最高突破 4294 美元/盎司，涨幅最高达到 137%。

图表 34: 2023-2025 年金价与美国名义，实际利率



来源: 同花顺 ifind, 华福证券研究所

2025 年以来市场对美联储货币政策独立性的担忧持续升温。特朗普多次以“口头干预”方式影响美联储决策，并对部分理事施压要求离职。货币政策独立性是美元信用的核心基石，若其独立性受损，可能引发滞胀风险加剧、债务可持续性恶化、

美元国际地位削弱及资本大规模外逃等连锁反应。在此背景下，美元和美债的“避险属性”逐渐下滑，进一步抬升了黄金作为替代避险资产的吸引力。

图表 35：2025 美联储独立性受挑战时间线

日期	事件
2025年3月	特朗普多次呼吁美联储进行降息
2025年4-7月	特朗普公开抨击并威胁解雇美联储主席鲍威尔
2025年8月	白宫突然宣布解除美联储理事丽莎·库克的职务
2025年9月	联邦上诉法院裁定阻止解雇库克，特朗普政府提出上诉
2025年9月	特朗普提名的理事斯蒂芬·米兰宣誓就职并主张通过多次大幅降息 快速接近中性利率

来源：界面新闻，环球网，新华社，新华网，新浪财经，国际金融报，华福证券研究所

图表 36：近年美国国债总额和国债收益率图



3 展望：未来驱动黄金价格的主导因素

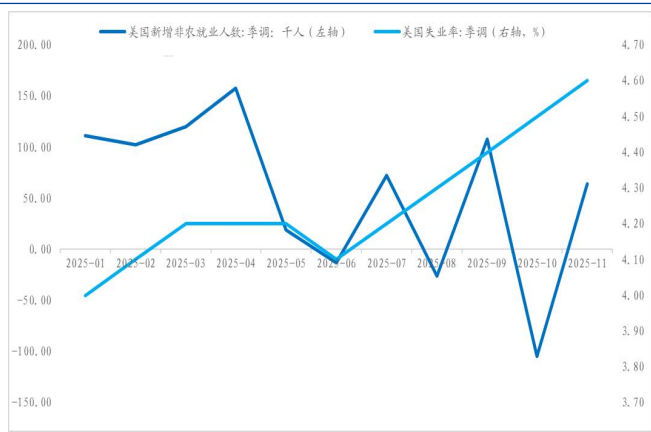
3.1 利率：实际利率下降，美国仍处降息周期中

美国劳动力市场疲软，通胀水平温和上涨，为降息提供良好的土壤。

美国非农就业数据同比大幅下降，劳动力市场疲软。2025 年 1-11 月份，美国季调后新增非农就业人数合计为 61 万，较 2024 年同期的 20.12 万减少 70%，其中下修的非农就业数据人数总计达到了 54.8 万人，10 月份新增非农就业人数为-10.5 万，大幅低于市场预期且为 2020 年 4 月以来的最小值。同时美国 11 月份失业率较上月增加 0.2 个百分点升至 4.6%，创近 4 年来新高。

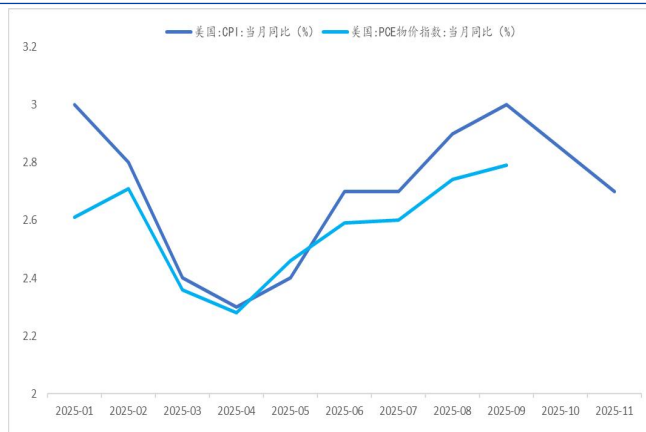
2025 年美国通胀经历了年初的关税担忧，提前采购导致价格上行，CPI 从年初的 3% 降至年中最低的 2.3% 后反弹，表明关税影响整体可控。美国 11 月 CPI 同比 2.7%，低于预期，较美国 9 月 CPI 同比 3.0% 的涨幅有所回落。美国 PCE 同样从年初的 2.7% 降至年中最低 2.3% 后反弹至 2.7%。美国 9 月 PCE 物价指数同比上涨 2.79%，与预期持平，较 8 月的 2.74% 同比增幅略有上升，为 2024 年 4 月以来最高水平。

图表 37：2025 年美国非农新增就业人数及失业率



来源：同花顺 ifind，美国劳工局，欧盟统计局，华福证券研究所

图表 38：2025 年美国 CPI 及 PCE 物价指数

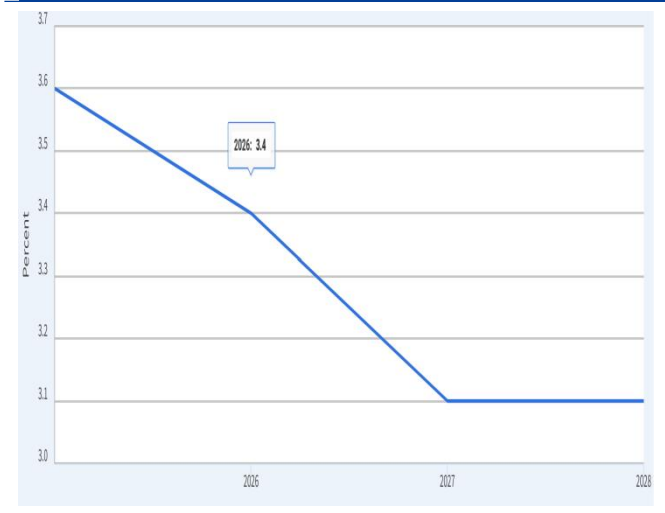


来源：同花顺 ifind，美国劳工局，美国经济分析局，华福证券研究所

在 2024 年和 2025 年分别经历了三次美联储降息后，美联储于 2026 年降息预期维持两次。美联储降息周期中黄金持有机会成本的下降将打开黄金向上的突破空间。

图表 39：2025 年 9 月美联储 SEP 指引

图表 40：CME 利率预测 (12 月 19 日)



来源：圣路易斯联邦储备银行，美国联邦公开市场委员会，华福证券研究所

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	26.6%	73.4%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	45.8%	43.2%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	20.0%	45.2%	32.0%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.9%	33.3%	38.2%	15.1%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	4.8%	18.8%	34.9%	30.8%	10.2%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	2.0%	9.6%	24.3%	33.5%	23.7%	6.7%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.5%	3.2%	12.1%	25.8%	31.9%	20.9%	5.6%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.9%	4.6%	14.1%	26.7%	30.2%	18.6%	4.8%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.1%	0.9%	4.5%	14.0%	26.6%	30.2%	18.7%	4.9%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.1%	1.0%	4.8%	14.4%	26.7%	29.8%	18.3%	4.8%	0.1%	0.0%
2027/4/28	0.1%	1.0%	4.7%	14.1%	26.3%	29.7%	18.6%	5.2%	0.2%	0.0%
2027/6/9	0.1%	0.9%	4.6%	13.8%	25.9%	29.6%	19.0%	5.6%	0.4%	0.0%
2027/7/28	0.5%	2.8%	9.4%	20.1%	27.8%	24.1%	12.0%	2.9%	0.2%	0.0%
2027/9/15	0.3%	1.7%	6.1%	14.8%	24.0%	26.0%	18.0%	7.4%	1.5%	0.1%
2027/10/27	0.3%	1.6%	5.7%	14.0%	23.2%	25.8%	18.8%	8.4%	2.1%	0.2%
2027/12/8	0.3%	1.5%	5.6%	13.8%	22.9%	25.7%	18.9%	8.7%	2.2%	0.3%

来源：CME，华福证券研究所

3.2 美元信用：持续收缩与弱化

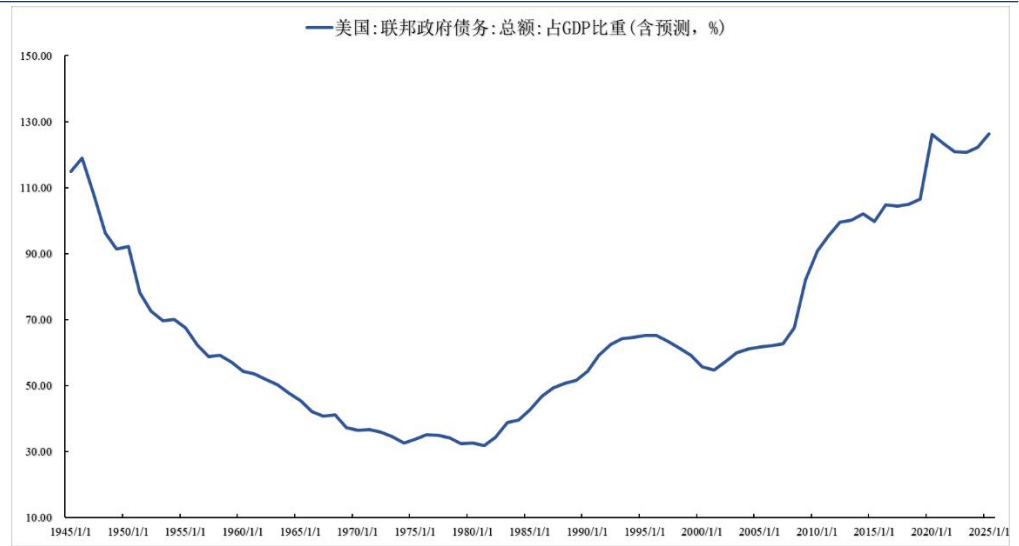
政治压力与人事更迭或削弱美联储独立性，需重视政策路径不确定性及美国债务违约风险对美元信用的持续冲击。

随着特朗普政府加强对美联储的干预，其货币决策的政治色彩日益浓厚。2025 年 8 月特朗普试图解雇理事丽莎·库克的事件，加剧了市场对央行独立性的担忧，未来利率决策可能更多受政治博弈影响。从 2026 年投票委员构成看，鸽派力量预计占据主导。理事会中鲍曼、沃勒及新任理事米兰均倾向宽松政策，若库克职位变动，亲行政当局的席位可能进一步增加。同时，轮值地方联储主席如费城联储主席保尔森也表现出偏鸽派立场，或共同推动降息节奏。

美国正在陷入“财政赤字-发行国债-支付利息-更大财政赤字”的恶性循环。2024 年美国预算赤字占 GDP 比重为 6.6%，2025 财年上半年（2024 年 10 月至 2025 年 3 月），政府财政赤字已超过 1.3 万亿美元，为半年度历史第二高。美国国债规模持续扩大，2025 年 11 月底美国国债规模突破 38.3 万亿美元，债务/GDP 比率超过 120%，25 年美国国债利息或将在 24 年首次超过 1 万亿美元（1.133 万亿美元）后继续增加。



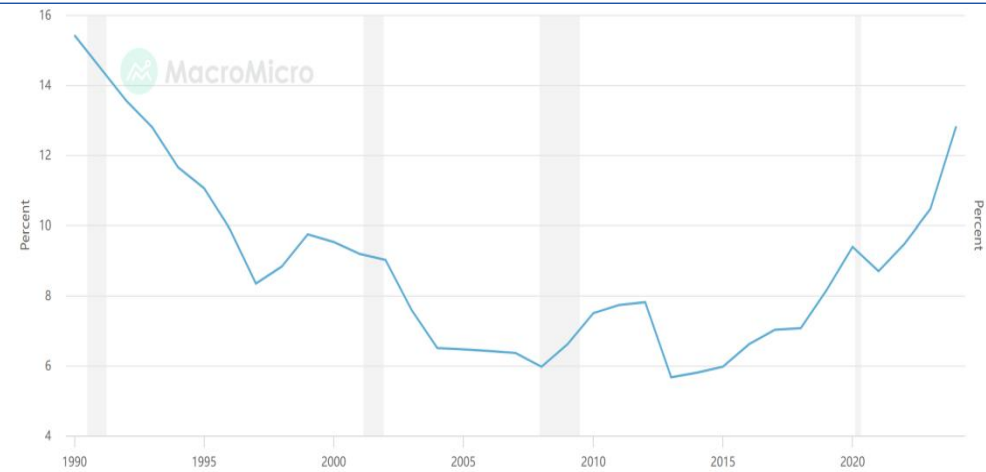
图表 41: 1945 年来美国联邦政府债务占 GDP 比重 (含预测值)



来源: ifind, 华福证券研究所

2010 年后, 随着英国脱欧, 中美贸易战及俄乌冲突等事件, 特别近几年的地缘政治风险升温, 各国央行增加对黄金的储备, 去美元化持续, 黄金占总官方储备资产比例从 7.5% 上升至 24 年的 12.8%, 未来随着美国信用的持续收缩与弱化, 各国央行的黄金储备占比有望继续增长。

图表 42: 黄金占全球官方储备资产比例

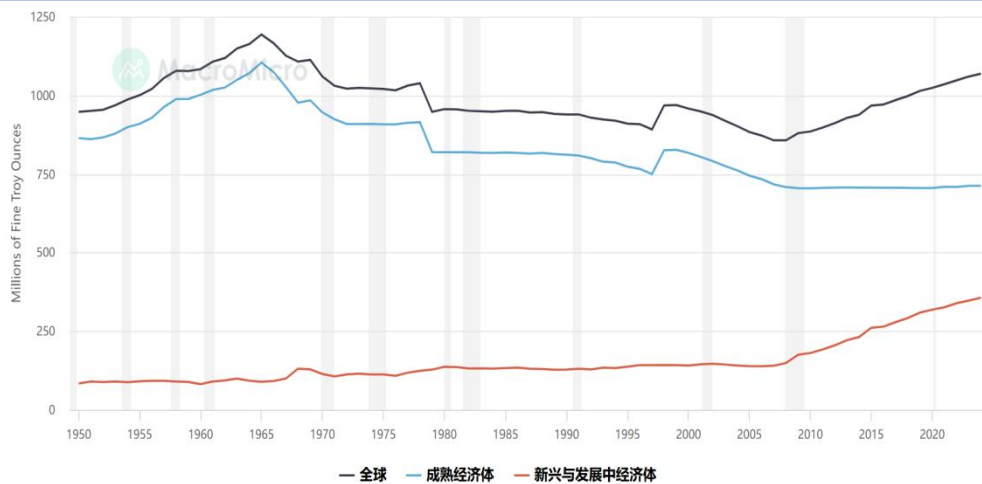


来源: MacroMicro, 华福证券研究所

全球央行购金潮的主要驱动力来自新兴市场, 而成熟经济体的黄金储备体量则保持了整体的稳定。2010 年至今新兴与发展中经济体的黄金储备体量从 5620 吨增长至 2024 年的 1.1 万吨, 但相比成熟经济体的 2.2 万吨储备体量仍有较大差距。



图表 43: 全球主要经济体的黄金储备资产 (百万盎司)



来源: MacroMicro, 华福证券研究所

未来随着美联储继续降息, 持有黄金机会成本的下降, 投资需求有望在 2025 年高增的基数上继续增加。美元信用的持续收缩与恶化导致央行或维持较高的购金水平。我们预计 2026 年黄金价格将在 2025 年 4300 美元/盎司左右峰值水平基础上继续抬升。

4 投资建议：关注矿产金标的，量价齐升有望大幅受益于金价上涨

建议关注矿产金标的，在金价上涨周期中，通过自身产量增长实现量价齐升。A 股山东黄金、中金黄金、赤峰黄金、山金国际、西部黄金、招金黄金。港股紫金黄金国际，招金矿业，万国黄金集团，灵宝黄金，潼关黄金。

图表 44：A 股与港股主要黄金企业利润与估值

证券代码	证券简称	2025E		2026E		2027E		最新市值 (亿元)
		归母净利润 (亿元)	PE	归母净利润 (亿元)	PE	归母净利润 (亿元)	PE	
600547.SH	山东黄金	67	25	84	20	95	18	1679
600489.SH	中金黄金	51	22	66	17	79	14	1109
600988.SH	赤峰黄金	31	19	40	15	47	13	607
000975.SZ	山金国际	35	20	41	17	55	13	688
601069.SH	西部黄金	5	47	14	17	21	11	241
000506.SZ	招金黄金	1	102	3	42	11	12	124
2259.HK	紫金黄金国际	96	41	153	26	179	22	3910
1818.HK	招金矿业	32	34	40	27	57	19	1078
3939.HK	万国黄金集团	14	23	19	17	24	13	319
3330.HK	灵宝黄金	15	15	19	12	25	9	228
0340.HK	潼关黄金	6	22	9	16	11	13	143

来源：市值按照 2025 年 12 月 19 日收盘价计算，盈利预测来源于同花顺 ifind 一致预期，华福证券研究所

5 风险提示

全球主要经济体经济复苏，美国货币政策变化超预期，地缘政治缓和

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn