金属与材料

证券研究报告
2024 年 04 月 01 日

黄金专题：全球格局的见证者

传统利率定价框架自 22 年之后与黄金走势出现一定偏差，但目前对金价走势仍有较强的解释力度。黄金天然具有避险，抗通胀属性，避险的核心是风险事件对全球经济的外溢影响。抗通胀则体现在风险利率越高，持有黄金的机会成本就越高。中短期来看，若没有更大规模外生风险性事件冲击，黄金仍主要和美元信用体系相关，黄金与美国实际利率之间存在明显的负相关关系，实际利率框架对金价走势仍有较强的解释力度。

黄金站在中长期牛市的起点，去美元化是底层逻辑：大周期看（从 1971 至今划分三个大周期），对比第二次黄金牛市，目前大概率处在黄金牛市的中前期，宏观上有降息预期，高通胀，以及下行的美元指数，且叠加世界各国去美元化，去中心化的背景。小周期（2-3 年）看，美元和美债收益率下行，实际利率可能步入下行周期，叠加地缘政治催生的避险需求。黄金目前大概处于小周期范本上涨阶段的中期，目前已经经历了中美贸易摩擦和全球经济增长的放缓带来的第一轮启动，逐步走向新的高点进程中。

剔除通胀本身影响，系数回归至如今消费水平后，黄金可能运行到 2400 美金/盎司以上。我们通过系数回归，剔除通货膨胀本身对实物资产价格的影响。我们以 1982=100 的 CPI 和 PPI 数据为定基点，得到黄金和 CPI，PPI 定基系数的修正值。恢复当前通胀水平后，可以得到当下黄金弹性的最高点，参照 2021 年 CPI 定基点的值为 2370.71 美元/盎司，参照 2021 年 PPI 定基点的值为 2555.21 美元/盎司。

黄金股和黄金价格历史趋势趋同，但弹性更高。本轮黄金上涨周期开始，黄金股票的弹性约为黄金价格的 2.23 倍。黄金股和黄金价格走势基本一致，这与历史上的趋势拟合基本吻合。我们认为黄金企业利润释放时间滞后于商品表现，因此权益市场与商品市场的表现存在阶段性背离。但随着黄金价格的延续上涨，黄金股资产负债表修复后利润释放将更加顺畅。**建议关注：山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金、中金黄金。**

风险提示：美联储降息的不确定性风险，美国通胀持续性超预期风险，贵金属价格大幅下跌风险，黄金矿山项目投产不及时风险。

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

行业走势图

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《金属与材料-行业研究周报:低空经济崛起，哪些材料受益？》2024-03-31
2 《金属与材料-行业研究周报:消息扰动+宏观催化，铝价稳步上行》 2024-03-24
3 《金属与材料-行业研究周报:英伟达 2024GTC 重磅成果发布，铜缆高速连接及 PEEK 材料迎发展机遇》2024-03-24

内容目录

1. 黄金定价逻辑.....4
1.1. 黄金的抗通胀能力.....4
1.2. 黄金的避险属性.....4
1.3. 黄金的商品属性.....5
1.4. 2022 年之后的差异性.....7
2. 不同周期视野下黄金的同与不同.....8
2.1. 黄金历史大周期的复盘.....9
2.2. 大周期下的小周期范本.....11
2.3. 当下的黄金处于历史上大周期和小周期的阶段.....12
2.4. 黄金和其他大宗商品的异同.....13
3. 相关受益标的.....14
3.1. 山东黄金.....14
3.2. 银泰黄金.....16
3.3. 赤峰黄金.....18
3.4. 中金黄金.....20
4. 投资建议.....22
5. 风险提示.....23

图表目录

图 1：黄金价格和美元十年期 tips 走势图.....4
图 2：黄金价格和地缘政治风险，地缘政治行为指数跟踪.....5
图 3：黄金供需和价格走势的关系.....5
图 4：全球美元储备和黄金储量变化情况.....6
图 5：央行季度购金量，吨.....6
图 6：黄金不同来源的供应量.....6
图 7：黄金不同需求变化占比.....7
图 8：2022 年以来实际收益率定价模型出现偏差（左轴：美元/盎司；右轴：逆序，%）.7
图 9：全球央行黄金储备和美元储备走出剪刀差.....8
图 10：1975 年至今黄金走势.....9
图 11：1975-1980 年黄金价格走势,美元/盎司.....9
图 12：1981-2000 年黄金价格走势.....10
图 13：2001-2012 年黄金走势,美元/盎司.....10
图 14：2012-2018 年黄金价格走势,美元/盎司.....11
图 15：2018 至今黄金价格走势，美元/盎司.....11
图 16：次贷危机时期黄金价格走势.....11
图 17：黄金和原油价格走势.....13
图 18：黄金和铜价格走势.....13

图 19：黄金和白银价格走势 13
图 20：黄金和天然气价格走势 13
图 21：黄金和 CPI 定基的修正指数 14
图 22：黄金和 PPI 定基的修正指数 14
图 23：山东黄金营收分产品占比 16
图 24：山东黄金毛利分产品占比 16
图 25：山东黄金营收及同比增速 16
图 26：山东黄金毛利及同比增速 16
图 27：合质金营收毛利及毛利率 18
图 28：银泰黄金资产负债率 18
图 29：赤峰黄金营收及同比增速 19
图 30：赤峰黄金近年净利润情况 19
图 31： 赤峰黄金产销量（千克） 19
图 32：2022 年赤峰黄金毛利占比情况 19
图 33：中金黄金营收及同比增速 22
图 34：中金黄金净利润及同比增速 22
图 35：中金黄金分业务毛利贡献（亿元） 22
图 36 中金黄金分板块毛利率 22

表 1：2022 年报山东黄金资源量 14
表 2：山东黄金各矿山产量 15
表 3：2022 年银泰黄金分矿山资源量 16
表 4：公司 2022 年产销情况 17
表 5：银泰黄金各矿山产能情况 17
表 6：2022 年赤峰黄金资源量及产能情况 18
表 7：2022 年赤峰黄金产销情况 19
表 8：2022 年中金黄金资源量及产能梳理 20

1. 黄金定价逻辑

随着布雷顿森林体系的解体，美元脱离与金本位制的挂钩，以美元计价的黄金价格首次被允许自由波动。进入信用货币时代，黄金作为储备货币作用的职能依然有效。全球货币信用体系出现波动时，黄金对法定货币替代效应会有所抬升。当前具有全球储备货币地位的主权货币是美元，因此就会体现出对美元的替代。这个替代取决于两方面，一是中短期美元主权信用，二是长期以美元为代表的国际货币结算体系稳定性。

黄金是零信用风险的实物类货币资产，因此黄金主要有两重属性，一是抗通胀属性，二是避险属性。黄金作为一种特殊的大宗商品，不仅具有普通商品的工业属性而且也还兼具货币属性，且占据主导地位。正是由于这种特殊的性质，使得黄金作为零信用风险的实物类货币资产，具有两重典型属性，一是抗通胀属性，二是避险属性。其中，避险属性主要是基于黄金强货币资产的特征。

1.1. 黄金的抗通胀能力

无风险利率可以被视为持有黄金的机会成本，因此无风险利率越高，持有黄金的机会成本越高，无风险利率与黄金价格在历史上呈现出较为显性的负相关关系。黄金作为实物资产还具备非常好的抗通胀属性，通胀越高，黄金价格越贵，两者之间呈现出正相关关系。而名义无风险利率与通胀率之间的差正好是实际利率，相互抵消后，最终可以看出，黄金与美国实际利率之间存在明显的负相关关系。黄金定价机制底层框架依然是实际利率。我们可以通过跟踪美元十年期 tips 来跟踪实际利率。

图 1：黄金价格和美元十年期 tips 走势图

资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

1.2. 黄金的避险属性

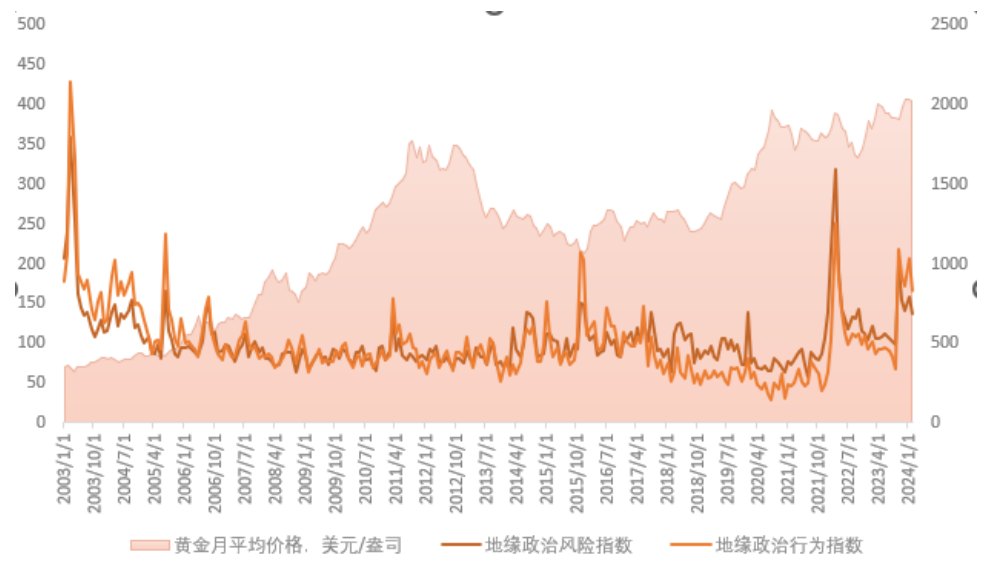
避险需求是指在面临不确定性或危机时，投资者倾向于转移资金到相对安全和稳定的资产，以保护自己的财富和收益。避险需求出现时，投资者可能会减少对股票、商品、货币等风险资产的需求，增加对美国国债、黄金、美元等避险资产的需求，以规避风险，达到保值增值的目的。例如当地区冲突加剧时，会增加投资者对美国国债的需求，推高美国国债的价格，降低美国国债的收益率。黄金价格通常会上涨，美元指数通常会上涨。

风险事件有大小之分。同样是地缘政治纷争，俄乌冲突会严重冲击全球经济和资本市场，而卡塔尔外交问题等，国际社会关注度较低。**风险事件的影响分短期和长期。**通常来说，风险事件爆发后，黄金价格更多是“脉冲式”上涨，不久后便会回落。市场的避险情绪是短暂的，当突发消息被充分消化后，情绪自然也就恢复平静。黄金价格能否有更长久的表

现，关键还是要看风险事件是否会持续加剧并产生持续影响。即使是俄乌冲突这样的大事件，黄金价格的上涨期也较为短暂。2022 年 2 月 24 日俄乌冲突爆发，3 月 9 日黄金价格便开始回落，3 月 15 日时已回吐了冲突爆发后的大部分涨幅。在此之后，对于黄金价格走势而言，俄乌冲突事件本身，如军事进展、双方沟通等，重要性逐渐淡化；市场更关心的是俄乌冲突对全球经济的外溢影响，例如欧洲因能源短缺而遭遇高通胀，不得不收紧货币政策等。

避险数据我们可以通过地缘政治风险，地缘政治行为指数跟踪。

图 2：黄金价格和地缘政治风险，地缘政治行为指数跟踪

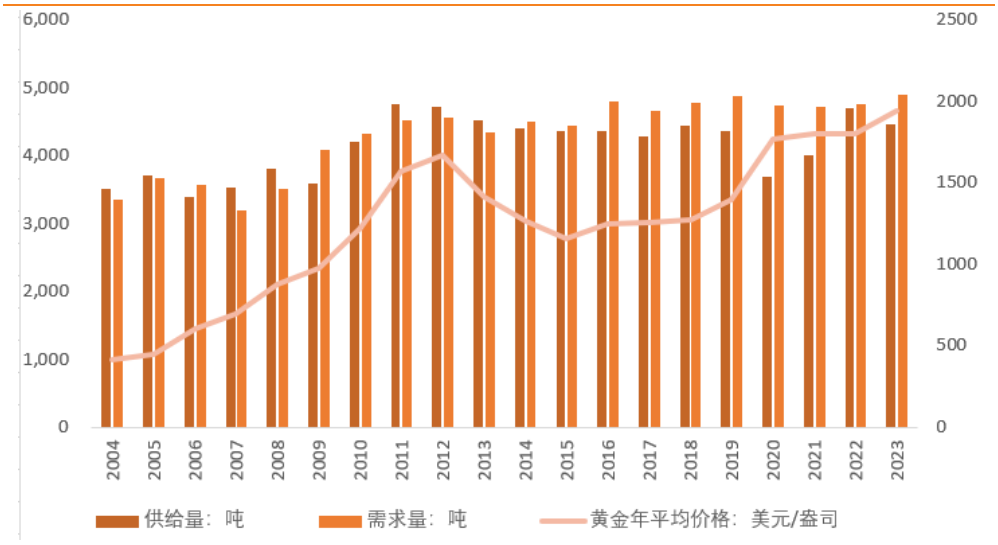


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

1.3. 黄金的商品属性

“黄金天然是货币，货币天然不是黄金”，黄金作为大宗商品的一员，供需状况自然是分析黄金价格的基础，但是黄金又与一般的大宗商品不同，有着相对独特的定价逻辑。黄金的供给包括矿产金、再生金、生产商净套保，黄金的需求包括金饰制造、科技用金、私人投资、央行购金。

图 3：黄金供需和价格走势的关系

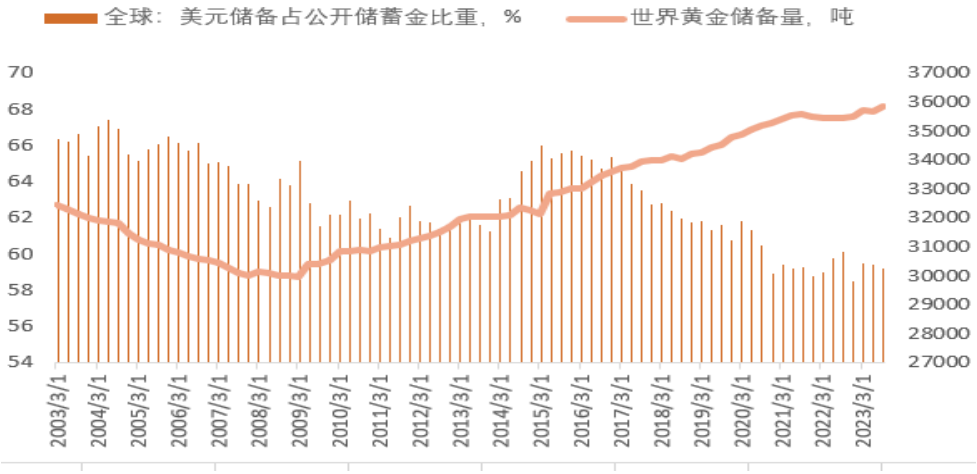


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2020 年以来逆全球化、去美元化思潮加深，各国央行大幅增加购金规模，扩大了黄金在美

元体系之外的价值。如果以外汇储备代表美元信用体系的需求，那么黄金储备则代表了美元信用体系之外的需求。2008 年开始，世界黄金储备量逐年增加，世界各地央行加大对黄金的购入，相对应的，美元储备在世界各地的储备占比逐渐降低。长周期来看，黄金价格与美元指数的相关性将会逐渐削弱。国际货币信用体系的变化从量变到质变，过程漫长并且非线性，当前美元在全球市场仍具有主导作用。

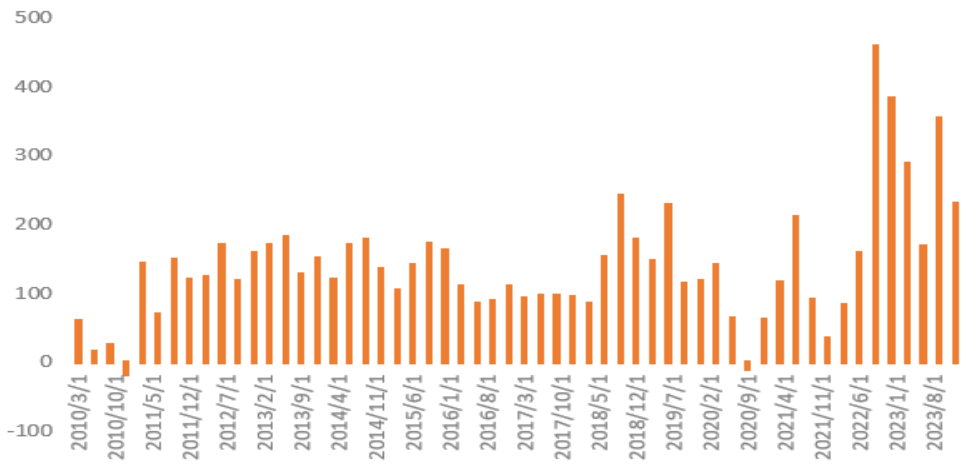
图 4：全球美元储备和黄金储量变化情况



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

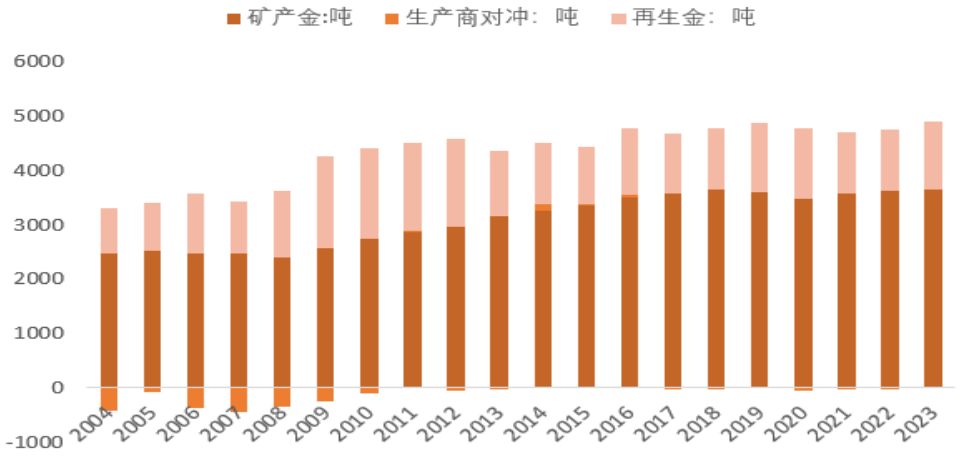
各国央行希望降低美元在外汇储备中占主导地位所带来的风险，央行黄金购买量继续创下纪录。2022 年央行购金贡献了主要需求增量，我们认为央行购金可视作全球资管机构资产配置策略的映射，购金量增加一般对应着金价上行周期。

图 5：央行季度购金量，吨



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

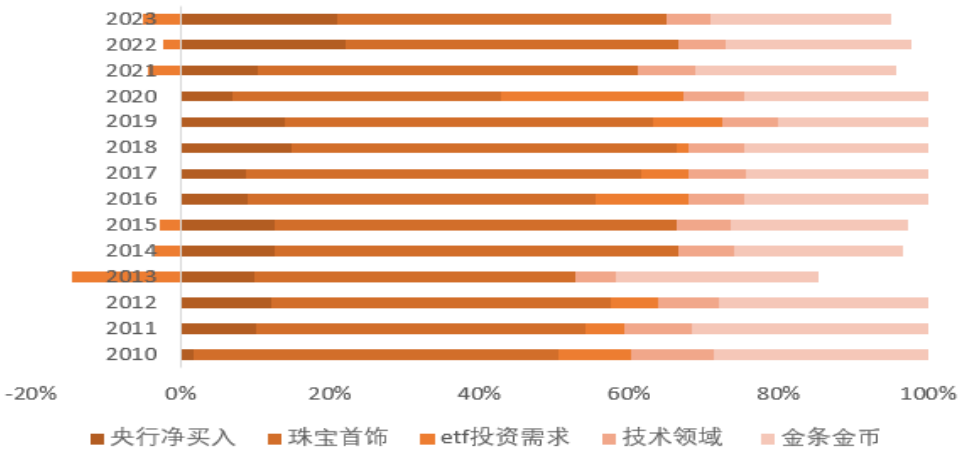
图 6：黄金不同来源的供应量



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

相较于其他商品，供应变化对金价变化的解释力有限。金矿年产量已从 2010 年的 2754.47 吨增至 2023 年底的 3644.41 吨，并且金矿产量地理分布区域也在不断扩大。这种大范围均匀分布确保了黄金初级供应稳定，减少了供应冲击带来风险。

图 7：黄金不同需求变化占比



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

疫情后全球央行对黄金增量需求有所增加，需求结构变化很大，2010 年之后黄金的需求占比由投资主导。

1.4. 2022 年之后的差异性

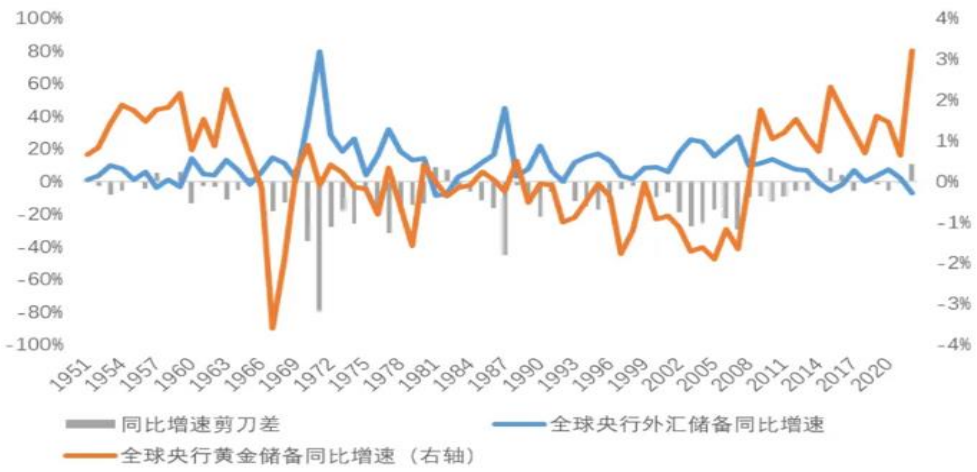
美债实际收益率的定价模型自 2022 年后出现一定偏差。可以采用实际利率表征黄金的金融属性，用 VIX 指数表征市场的避险情绪，两个因子对黄金价格的回归系数都非常显著。但 22 年下半年至今，两者发生了大幅偏离，比较明显的表现是 2022 年 8 月 1 日至 2024 年 2 月 20 日，十年期美债的实际收益率从 0.09%上升至 1.95%，而同期 COMEX 黄金价格从 1772.4 美元/盎司上涨至 2029.1 美元/盎司，两者反而呈现出一定的正相关性。

图 8：2022 年以来实际收益率定价模型出现偏差（左轴：美元/盎司；右轴：逆序，%）

资料来源：WIND,天风证券研究所

22 年后定价模型的失效或因为央行购金行为增强。俄乌冲突爆发后，美国与西方世界冻结俄罗斯央行美元外汇储备，导致非美经济体国家对美元安全性产生质疑。地缘政治环境变化背景下，多国开始加大力度增加黄金、特别提款权等储备资产，推动外汇储备资产多元化，最终表现为 2022 年以来全球央行购金量显著增加。

图 9：全球央行黄金储备和美元储备走出剪刀差



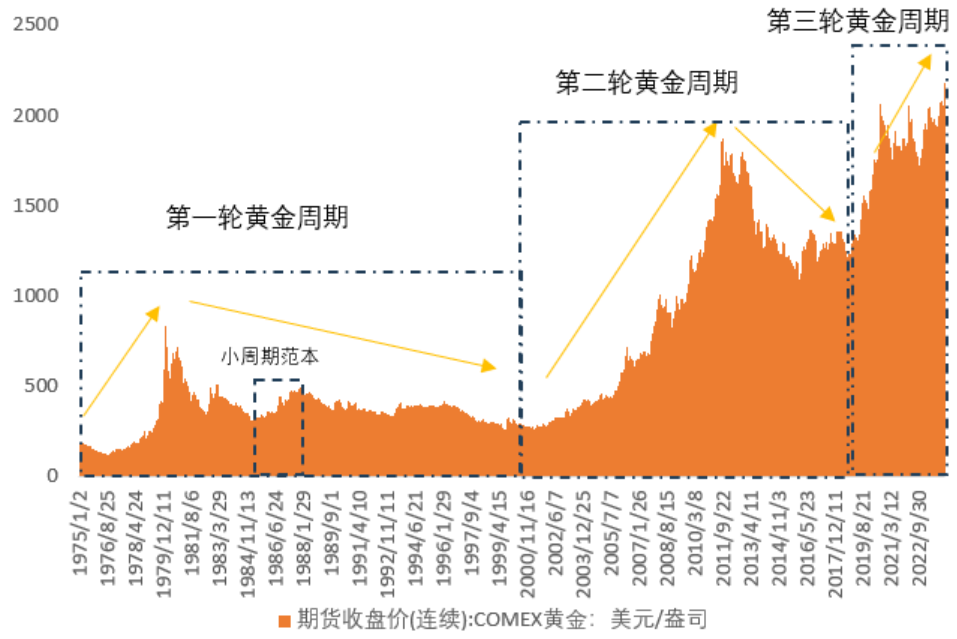
资料来源：WIND，天风证券研究所

当然，国际货币体系转变漫长而非线性，黄金定价机制底层框架依然是实际利率。“去美元化”的趋势正在发生，但依据历史经验，国际货币信用体系的变化从量变到质变，过程漫长并且非线性。如 1872 年美国的 GDP 就已经首次超过英国，而到 1950 年之后英镑在国际结算和央行外储中的地位开始让位于美元。当前美元在全球市场仍具有主导作用，无论是在全球贸易结算，各国央行外汇储备、全球债务计价以及全球资金流动中占比均居首位。中短期来看，若没有更大规模外生风险性事件冲击，黄金仍主要和美元信用体系相关，实际利率框架对金价走势仍有较强的解释力度。

2. 不同周期视野下黄金的同与不同

我们将从布雷顿森林体系瓦解之后，黄金经历的三次上涨和两轮下跌，每一轮涨跌视为一个黄金周期，在大的黄金周期下每 1-3 年会存在一个小的波动周期定义为小周期。

图 10：1975 年至今黄金走势

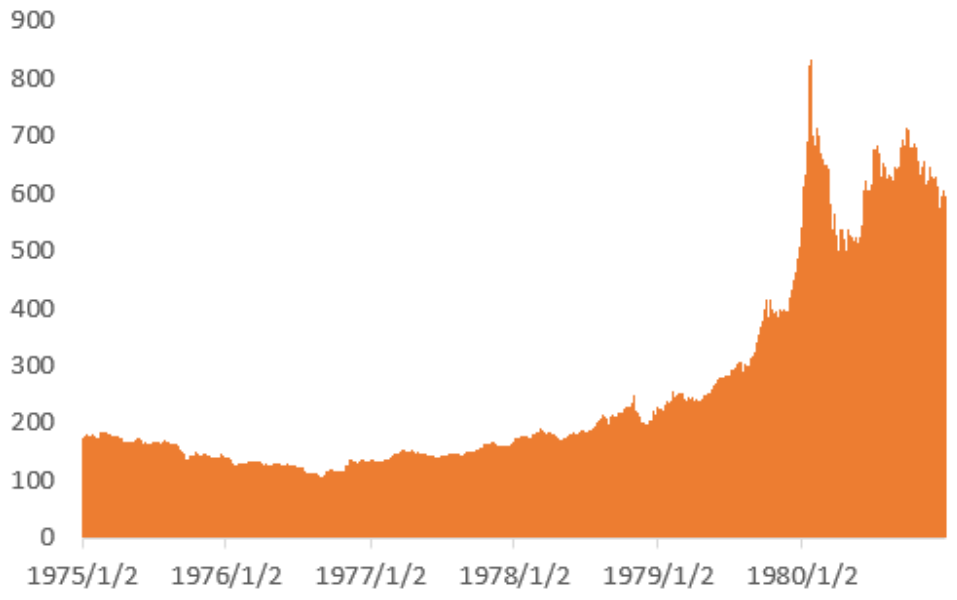


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2.1. 黄金历史大周期的复盘

1971-1980 年：第 1 轮黄金牛市。1971 年 8 月，尼克松总统宣布美元与黄金脱钩，标志着布雷顿森林体系的解体。黄金自此摆脱了固定汇率的束缚，价格开始由市场供求关系决定。随后，1972 年伦敦金价从 46 美元/盎司飙升至 64 美元，1973 年突破了 100 美元大关，到 1979 年达到了 500 美元/盎司。1979 年下半年，伦敦金价在六个月内暴涨 180%，并于 1980 年 1 月 20 日达到历史最高点，每盎司 850 美元。

图 11：1975-1980 年黄金价格走势,美元/盎司

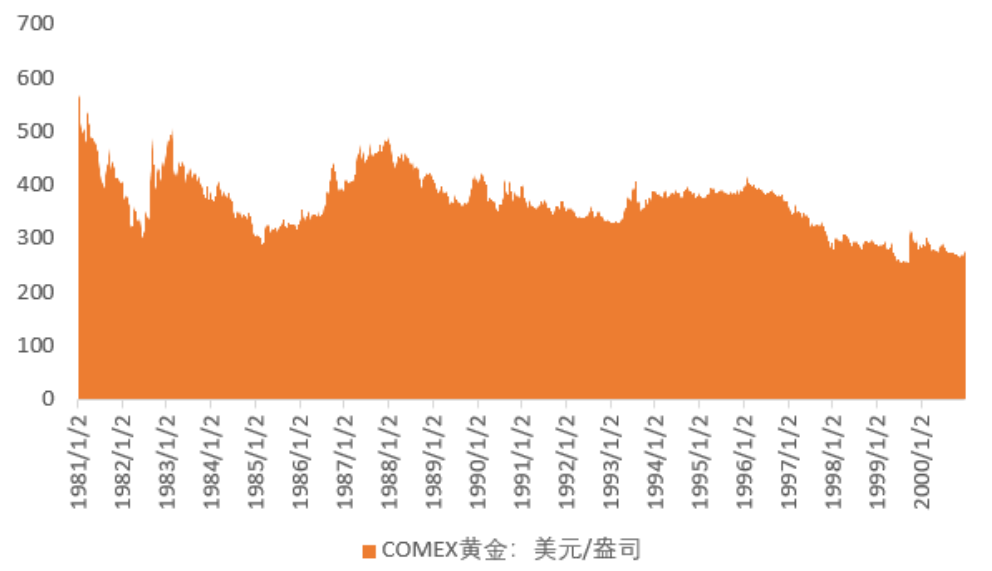


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

1981-2000 年：第 1 轮黄金熊市。1981-1984 年，强势美元政策和美联储加息，抑制了黄

金的投资需求。1985-1987 年，广场协议后美元开始贬值，黄金上涨。1988 年 2 月到 1989 年 5 月，卢浮宫协议签订，美元维持振荡走势，但美联储短暂加息进程使得黄金下跌。1989 年 6 月到 2000 年，美元升值叠加各国央行抛售黄金，使得黄金价格震荡下行。

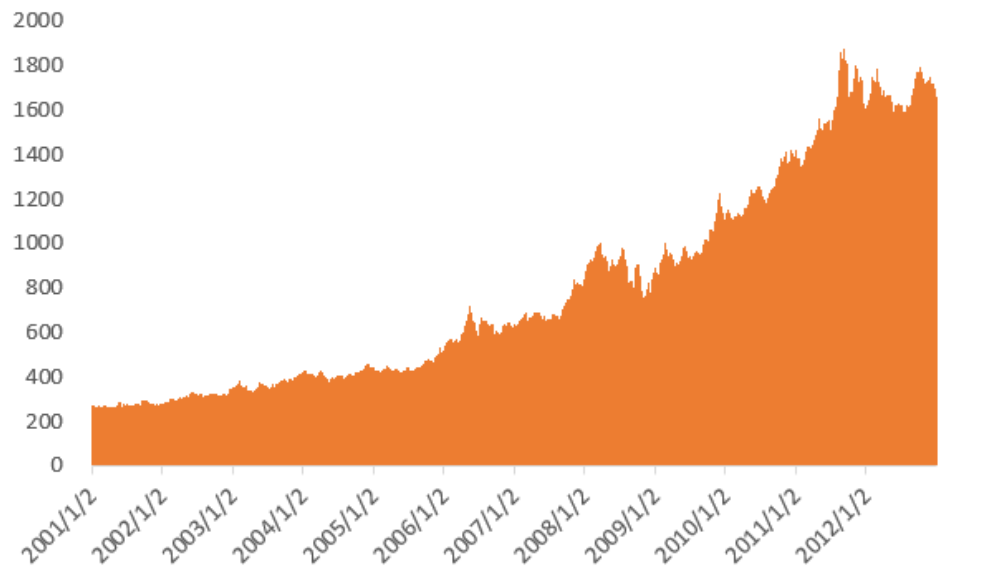
图 12：1981-2000 年黄金价格走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2001-2012 年：第 2 轮黄金牛市。尤其在 2005 年后，美国次贷危机的酝酿和全球金融危机的爆发，激发了市场对黄金的避险需求。2008 年危机后，黄金摆脱初期抛售压力，价格大幅度上涨，成为投资“避风港”。随着全球央行的量化宽松政策和通胀预期上升，黄金价值进一步提升。自 2010 年起，金价稳居 1100 美元以上，2011 年 9 月 6 日更创下 1920 美元的历史新高，受央行购金和珠宝需求增长的双重推动。

图 13：2001-2012 年黄金走势,美元/盎司

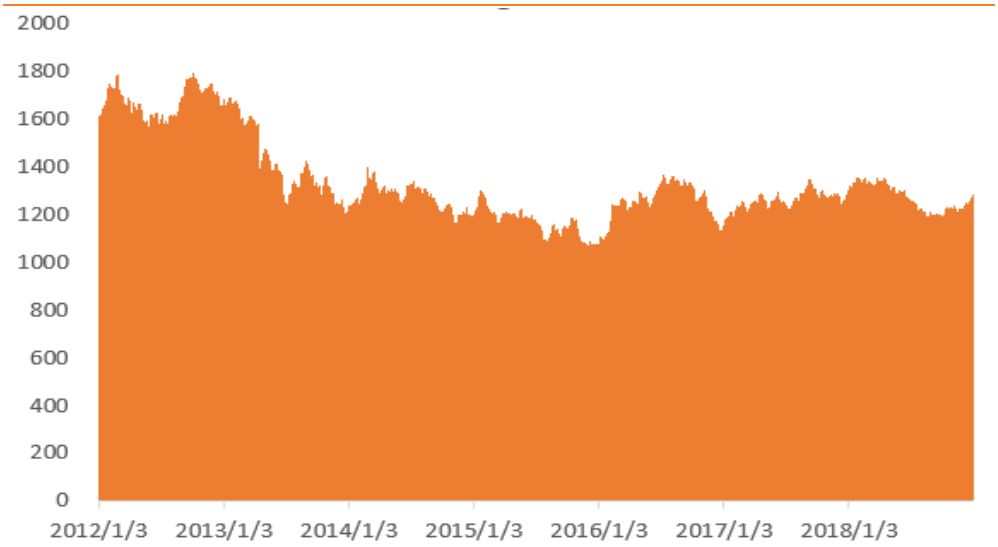


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2012-2018 年：第 2 轮黄金熊市。2012 年，黄金价格以 1569.70 美元/盎司开盘，年度涨幅达 6.7%，但随后几年进入熊市。2013 年金价大幅下跌，年度跌幅达 12%，这阶段的主要影响因素是美国有意推行强美元政策。2015 年，美联储加息年底得到确定，国际黄金现货市场开于 1184.37 美元/盎司，收于 1061.10 美元/盎司，创六年新低。总体来看，2012 年

至 2018 年，金价震荡下行。

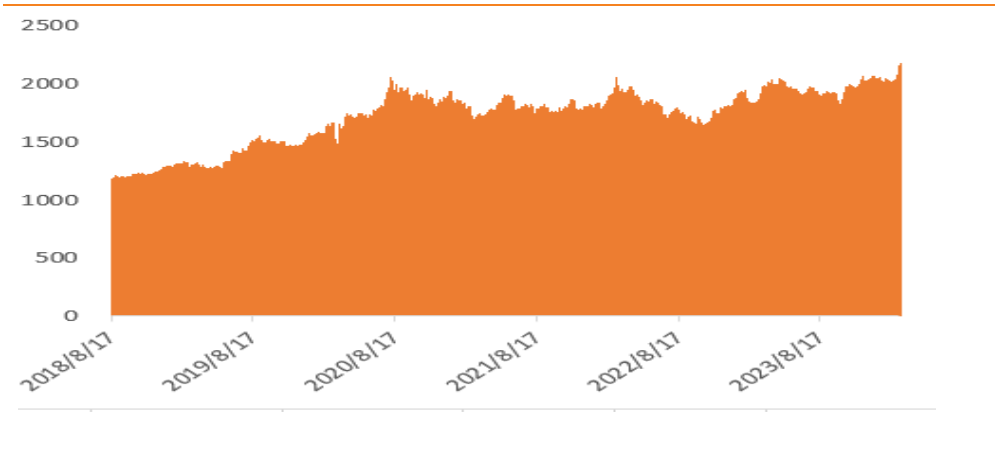
图 14：2012-2018 年黄金价格走势,美元/盎司



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2018 年-至今：第 3 轮黄金牛市：2018 年，随着中美贸易摩擦和全球经济增长的放缓，黄金价格应声上涨。2019 年，美联储调整货币政策，于 7 月 31 日启动降息，推动金价进一步攀升。2020 年，新冠疫情全球蔓延，各国央行实施大规模宽松政策应对经济衰退，黄金价格随之大幅提升，触及历史高点 2089.2 美元/盎司。2022 年，俄乌冲突导致黄金价格短暂冲高至 2078.8 美元，但未能突破前高。随着美联储加快加息步伐，金价回落至 1618 美元附近。到了 2023 年，美联储加息周期接近结束，经济衰退的预期升温，为未来可能的降息创造了条件。

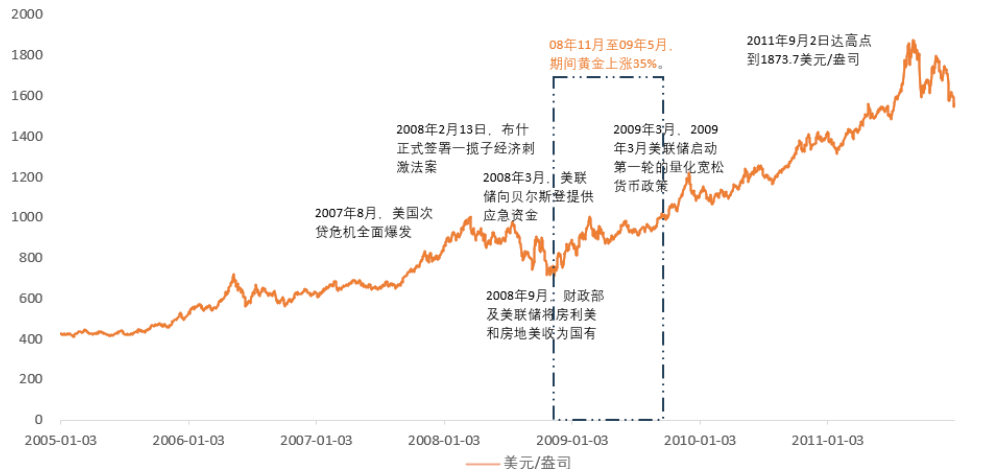
图 15：2018 至今黄金价格走势，美元/盎司



资料来源：：同花顺资讯，天风证券研究所

2.2. 大周期下的小周期范本

图 16：次贷危机时期黄金价格走势



资料来源：同花顺资讯，中国经济网等，天风证券研究所

2008 年 1 月 1 日到 2008 年 3 月 17 日：在次贷危机影响逐步蔓延、美联储连续降息导致美元大幅走低、大宗商品价格上涨、黄金避险能力不断发挥等多方利好因素支持下，黄金市场单边上扬。在贝尔斯登被收购的消息传出后，金价冲到历史最高点 1030.8 美元/盎司。

2008 年 3 月 18 日到 2008 年 7 月 15 日：在市场预期次贷危机最糟糕的时期已经过去，美元结束下跌，油价单边上攻的市场环境下，黄金在 850 美元到 950 美元附近宽幅震荡，对前期上涨过快进行有效调整。最终，在油价冲击历史高位 147.27 美元/桶的带动下，金价再次冲击千关，最高达 987.75 美元/盎司。

2008 年 7 月 16 日到 2008 年 9 月 14 日：大宗商品带动下的全球通胀令美联储减息的举措饱受诟议，一系列监管原油市场投机的举措引燃了油价下跌的导火索。原油价格在经历上半年单边上扬后直线下挫，跌至 91.15 美元，并带动黄金等大宗商品一并下跌。

2008 年 9 月 15 日到 2008 年 10 月：雷曼兄弟申请破产保护，次贷危机迅速演化为百年不遇的金融危机。黄金的避险能力正待展现之际，全球风险资产纷纷结清头寸，持有美元现金为安，黄金市场遭遇抛售以弥补其它风险资产亏损。美元升值、商品价格重挫，都严重打压金价。避险价值成为支撑金价的重要因素，相当程度上抑制了金价的跌幅。

2008 年 10 月-2009 年 2 月：各国央行大举降息、巨额财政注资的联合干预下，市场恐慌气氛稍缓、股市小幅反弹、美元上涨得以停歇。国际市场黄金价格在美元阶段性走强及油价下跌背景下延续上 08 年末的调整走势，并于 1 月 15 日触及年内低点 801.65 美元/盎司。欧美公布的经济数据继续恶化、发达经济体的银行业脆弱不堪、东欧信贷危机露头均显示世界经济经深陷衰退，市场恐慌情绪继续蔓延，避险需求推动美元和黄金联袂上涨。金价于 2 月 20 日年内首次冲至 1005.4 美元/盎司

2009 年 2 月-2009 年 5 月：3 月 18 日美联储宣布将分批购入总额 3000 亿美元的美国国债引发市场强烈的通胀预期，金价应声急涨 60 美元至 970 美元/盎司附近。5 月份公布的主要经济数据、美国银行业压力测试结果，全球股市大幅反弹不断加强经济企稳预期。在避险需求不足与通胀忧虑双重压力下，金价大幅上扬至 990 美元/盎司。

黄金在金融危机的不同阶段依次展示了黄金的抗通胀性、黄金的避险作用、流动性逆转对黄金的冲击、以及黄金的金融属性。

2.3. 当下的黄金处于历史上大周期和小周期的阶段

我们认为目前黄金面临的整体环境是高美元利率环境对经济的负面影响逐渐显现，美债收益率的上行或已接近尾声，美联储有开始降息预期的趋势。美联储目前面临金融状况的进一步宽松和通胀的再次升温，并且要控制逐步升温的实际利率。黄金同样受到了俄乌冲突，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/268041047020006053