

战略性投资机会来临，黄金进入新一轮牛市

有色金属行业

推荐 维持评级

核心观点:

- **黄金是具有极强金融属性的特殊商品，金融周期决定金价的运行规律。**从历史复盘看，金价受其自身的供需结构影响较小，金融属性已成为黄金定价的主要特性。经济周期影响金融周期，而以广义信贷与货币政策为基础的金融周期，则通过改变投资者对金融资产与实物资产回报预期，进而影响投资者对大类资产的配置需求，从而驱动金价的涨跌。金融周期所影响的美国实际利率、美元周期，是综合分析黄金价格运行规律的有效框架。
- **美联储加息周期结束在望，市场降息预期升温，进入实际利率下行阶段驱动金价上涨。**美国实际利率与黄金价格呈现负相关性。高利率环境下美国经济先行指标走弱，尤其是3月银行业爆雷的外溢效应恐将冲击金融系统，加大美国衰退风险。美国通胀持续下降与经济下行压力加大，使美联储的首要目标很可能从降通胀转移到维持经济发展与金融体系稳定上。3月美联储加息25个基点后暗示加息周期已至尾声，CME利率期货显示市场认为美联储在上半年结束加息后，最快将于7月开始降息，2023年下半年将有两次降息。在进入降息周期或降息预期升温后，美债名义利率的下行速度将快于顽固通胀预期的下行速度，引导美国实际利率的再度下降，确定黄金价格的拐点，驱动黄金价格进入牛市。
- **美元或将进入新一轮下行大周期，利好金价中长期上涨。**黄金价格是美元信用体系的对标，与美元汇率呈现基本同步的相反走势。2022年年底欧洲能源价格的调整，欧盟制造业景气度出现回升，叠加新兴发展体经济在中国疫情政策开放后出现共振向上，使美国经济比较全球经济、欧洲经济的相对优势缩小，导致2022年年底美元指数触顶下跌。从1980年以来，美元指数已经历了2个完整的周期，目前正在第三个周期中。在前两轮周期中，美元分别经历了55个月、80个月的上行周期，而这轮美元上行周期已持续了136个月。在中美贸易战、全球疫情冲击、俄乌战争的影响下，逆全球化趋势抬头，地缘冲突加剧以及全球供应链体系的重塑都将动摇以美元为基石的国际货币体系。沙特伊朗中东大和解、“一带一路”合作等都表明了国际货币体系向多元化发展。美元或将进入新一轮下行大周期，这将支撑金价中长期的上涨。
- **投资策略：**3月美国银行业危机或将扭转美联储的货币政策，美联储加息周期结束在即，并可能在下半年开启新一轮降息周期。降息进程将引导美国实际利率下滑，驱动金价进入新一轮牛市。从1990年以来的美联储5轮加息周期来看，在本轮加息结束至下轮降息周期开启前，黄金绝大多数时间在此过程中收益率出现了明显的改善。在目前美联储加息结束时机愈发确定且美国经济衰退担忧加剧增强降息预期时，黄金很可能迎来新一轮牛市的起点与战略性的投资机遇。从长周期来看，美元指数或将进入下行大周期，利好金价中长期的上涨。3月金价重拾涨势，目前即将突破2000美元/盎司。金价上涨将拉动黄金采选资源型企业业绩，从历史上看，在金价上行阶段黄金板块超额收益明显。目前A股黄金板块估值仍处于历史安全位置，金价进入上涨周期将使黄金股形成戴维斯双击，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰资源（000975）、赤峰黄金（600988）、湖南黄金（002155）、紫金矿业（601899）、华钰矿业（601020）。

分析师

华立

☎: (8621) 20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

阎予露

☎: (8610) 80927659

✉: yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522040004

相关研究

目 录

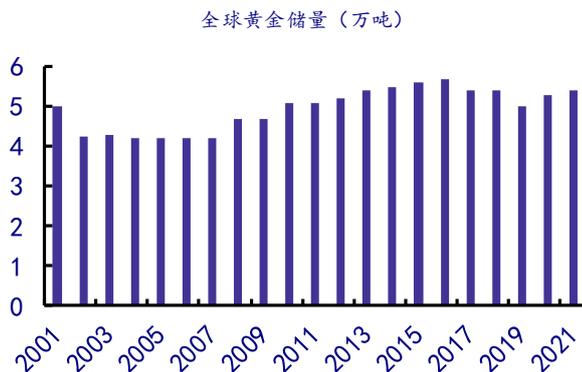
一、黄金是具有金融属性的特殊商品.....	2
二、黄金价格基于经济周期，金融属性定价更为凸显.....	3
(一) 供需平衡表不是黄金价格的决定性因素	3
(二) 宏观经济周期决定黄金价格运行周期	4
三、美联储加息周期结束在望，进入实际利率下行阶段驱动金价上涨.....	6
(一) 无息资产，低实际利率催涨黄金价格	6
(二) 通胀持续回落，美联储加息放缓	8
(三) 高利率下银行业暴雷发酵，衰退风险加剧降息预期升温.....	11
四、美元或将进入新一轮下行大周期，利好黄金价格上涨.....	15
(一) 黄金是对抗美元汇率风险的有效武器	15
(二) 美国经济相对优势收敛，美元由强转弱	16
五、投资策略	18
(一) 目前是配置黄金板块的战略性机遇	18
(二) 黄金价格新上涨周期引发黄金板块价值重塑	20
六、风险提示	23

一、黄金是具有金融属性的特殊商品

黄金是世界上最为稀有、珍贵的金属之一。黄金是以游离状态存在于自然界且无法人工合成的天然产物，以化学物质为唯一存在。黄金的产生机制极其苛刻，其稀缺度是宇宙级的。除了地球中所蕴含的，产生的黄金的唯一途径是两颗中子星融合成黑洞，经过快中子俘获（R过程）产生黄金。经过这个过程，大部分质量都会被融入黑洞就此消失，只有非常少的质量能够转换成黄金，能逃出黑洞引力场的更是少之又少，每一份黄金的产生都意味着这个宇宙一部分的消失。黄金在全宇宙的丰度仅有一百亿分之六。

根据美国地质调查局数据，2018年全球的黄金储量为5.4万吨。自2013年以后，全球黄金的探明储量几乎没有增加。黄金开采需要进行大量的勘探和开发工作，一座矿山平均需要10-20年的准备时间才能有效产出矿石。目前全球60%-70%的黄金产自地表矿，剩余的来自地下。除矿产金的生产外，由于黄金几乎不可摧毁的性质再生金也是黄金供应的重要来源之一。2015年以来全球黄金供应量维持在4600-4800万吨之间，波动较小。2022年全球的黄金总供应量同比增长1.54%至4754.51万吨，其中矿产金产量3611.89万吨，占总供应量的76%。根据世界黄金协会统计，历史上各时期以来共开采黄金20.5万吨，目前仍未开采黄金储量占黄金地面总库存的26.31%，而每年的矿产金的增量仅占黄金地面总存量的1.76%。

图 1：全球黄金储量



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

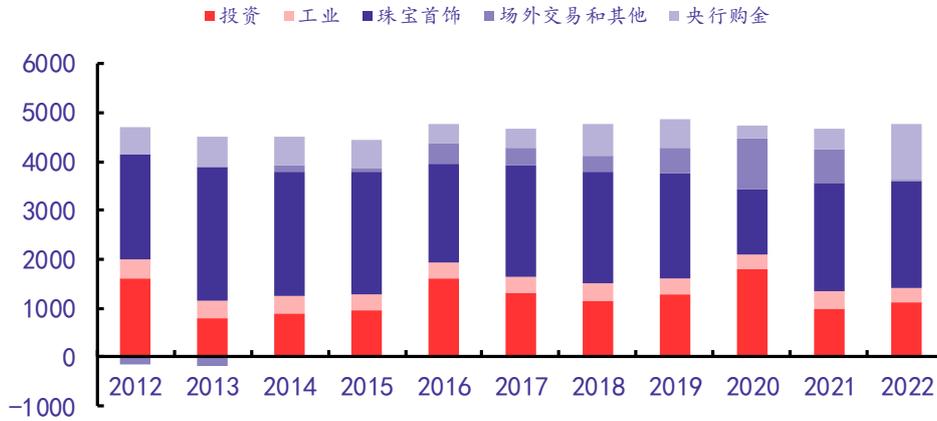
图 2：全球黄金总供应量及增速



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

黄金作为金属的自然特点使其具备了商品属性。黄金拥有金属中最好的韧性与延展性，其化学性质非常稳定，熔点高、挥发性小，天然色彩与光泽亮度好，被视为珍宝而做成珠宝首饰。珠宝首饰一直以来都是黄金的最大需求，2022年其占黄金总需求比例的46%左右。此外，黄金具有非常好的导电与导热性能，不易被氧化，抗弧抗磨能力强，这使黄金在医学、燃料电池催化剂、工程与航天航空、电子等工业领域中也有所应用。

图 3: 全球黄金需求 (吨)



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

随着时代的发展, 黄金被赋予了货币属性, 并逐步演化成如今可作为资产配置与投资工具的金融属性。“货币天然不是黄金, 但黄金天然不是货币”, 黄金体积小、重量轻, 便于分割与携带的特点, 具有天然成为货币的潜质, 具备储备功能与支付功能。而后人类社会、金融制度与货币体系在经历了金银本位制、金本位制、金汇兑本位制、布雷顿森林体系、非货币化、数字化货币等一系列的进化演变, 虽然使黄金在实际上去除了货币化, 但历史的渊源使在当前的信用货币制度下, 各国央行将黄金作为官方储备以应对预防经济危、自然灾害的保险措施与国际支付, 民众则将黄金作为可投资进行增值、保值的金融资产。而这使黄金以往的货币属性脱变成成为目前的金融属性, 并使黄金成为了重要的大类资产资产配置品种之一。

图 4: 黄金作为投资工具的需求及增速



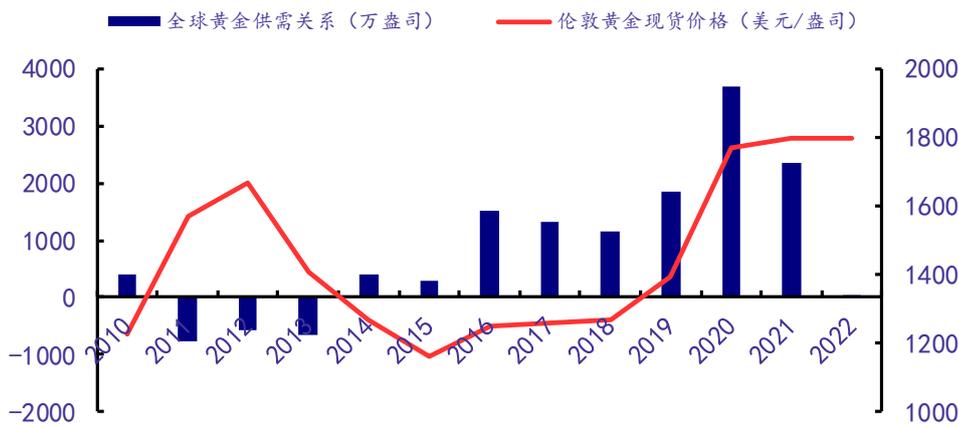
资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

二、黄金价格基于经济周期, 金融属性定价更为凸显

(一) 供需平衡表不是黄金价格的决定性因素

黄金价格受其自身的供需结构影响较小。布雷顿森林瓦解，黄金价格与美元正式脱钩后，黄金作为信用货币一定程度上的替代品，是信用货币在信用缺失情况下保值、增值的投资工具。因此，不同于其他铝、锌、镍等大宗金属，由于黄金在商品中特有的投资需求，这使黄金的金融属性远超其他有色金属大宗商品。黄金的价格不像其他的大宗商品金属价格那样容易受金属的供需结构所影响。根据黄金价格与黄金供需平衡表的关系所显示，黄金的供需状况并不是黄金价格的决定性因素。在黄金的定价中，金融属性的影响力与决定性要远高于其商品属性。

图 5：供需平衡结构不是黄金价格的决定因素

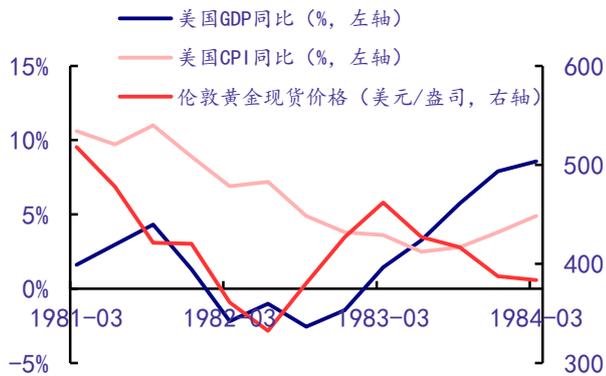


资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

(二) 宏观经济周期决定黄金价格运行周期

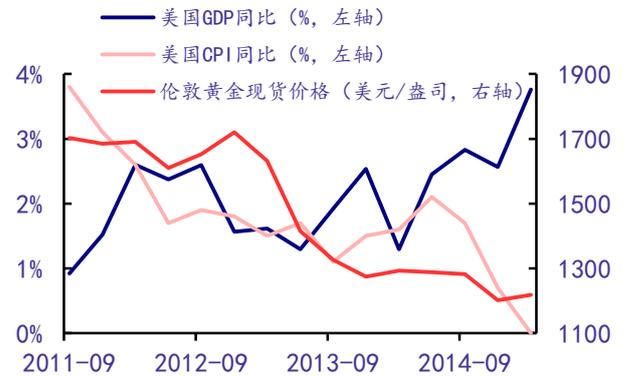
黄金价格的长期波动与宏观经济周期密切相关。自 1971 年布雷顿森林体系瓦解，美元与黄金价格脱钩后，黄金价格开始大幅波动。从历史走势来看，黄金价格的运行周期与美国宏观经济周期有较大的关联。在美国经济强劲，并保持低通胀的上升周期中，黄金价格往往比较低迷：如 20 世纪 80 年代初里根政府执行新自由主义政策调整经济促使美国经济快速恢复，并且沃尔克执行货币紧缩政策拉低美国通胀，黄金价格由 1980 年均价 614.36 美元/盎司的高点下跌 48.35% 至 1985 年均价 317.33 美元/盎司的低点；以及在次贷危机后美国经济开始复苏，并且逐步退出 QE 并在 2015 年开始加息周期，黄金价格从本轮的高点最多下跌 44.62%。而在美国经济疲软，通胀较高的阶段，处于衰退周期，黄金价格则通常处于牛市中：如 20 世纪 70 年代的石油危机令美国经济陷入滞胀困境，金价由 40 美元/盎司最高上涨至 1980 年初的 850 美元/盎司，涨幅高达 2025%；此外，2007 年次贷危机升级为全球性的金融危机危机重创美国经济，迫使美联储开启四轮量化宽松救市，金价也从 657.5 美元/盎司上涨 188% 至 2011 年近 1900 美元/盎司的高点。而在最近一次 2020 年疫情导致美国经济衰退与金融市场流动性缺少，美联储迅速行到将目标基准利率降至零利率，并再次开启无限量 QE 托底经济与金融市场，黄金价格从 1451 美元最高上涨至 2075 美元创下历史新高。

图 6：20 世纪 80 年代初美国经济复苏，金价下跌



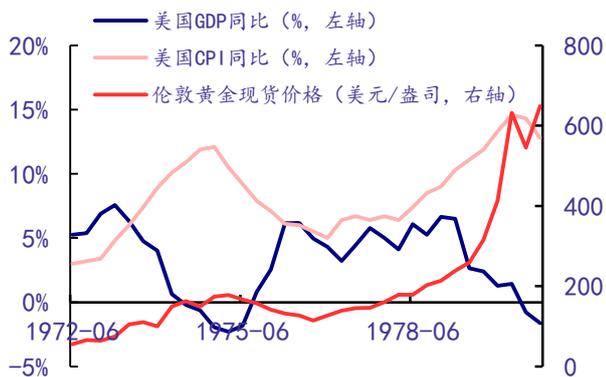
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：次贷危机后美国经济复苏逐步退出 QE，金价下跌



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：20 世纪 70 年代美国经济陷入滞涨，金价大幅上涨



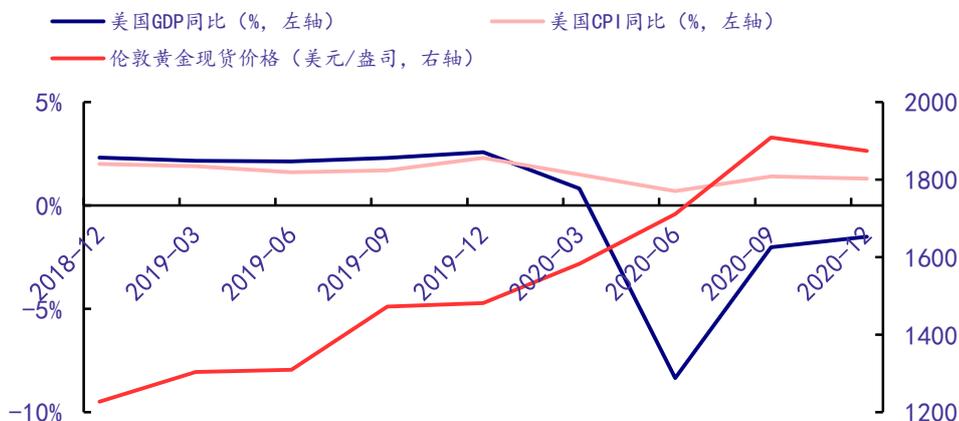
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：2007 年金融危机美国经济衰退开启量化宽松，金价大涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

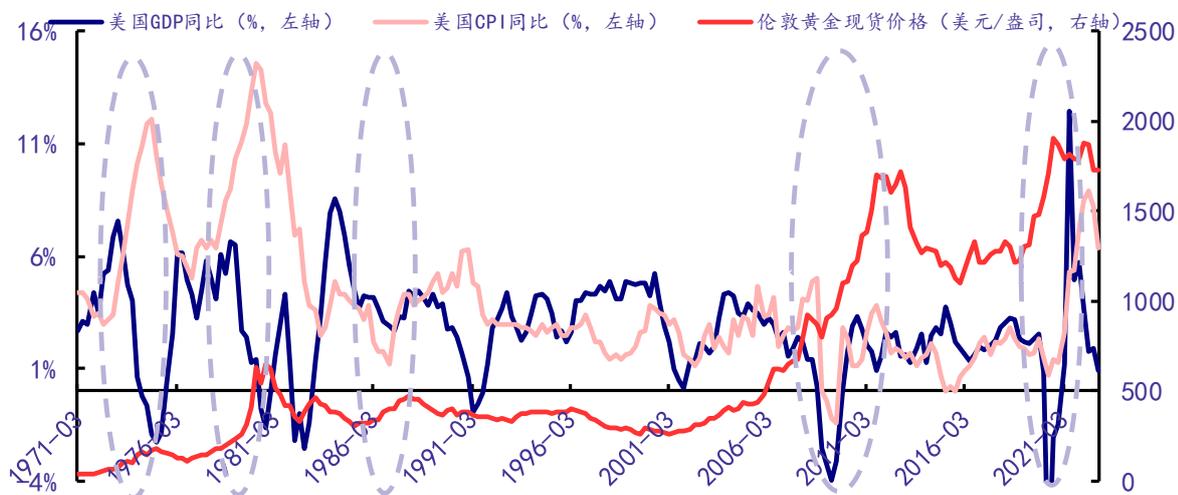
图 10：2020 年疫情导致美国经济衰退，美联储再度寄出“零利率+无限量 QE”，金价创历史新高



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

金融周期决定了黄金价格的运行规律。经济周期影响着金融周期，而以广义信贷与货币政策为基础的金融周期，则通过改变投资者对金融资产与实物资产预期回报率，进而影响投资者对大类资产的配置需求，从而驱动大类资产价格的涨跌。黄金特殊的物理化学性质以及历史传承使其所具备的金融属性，对投资者来说是具有避险、抗通胀、保值增值作用的重要的大类资产之一。我们发现在美联储宽信用、宽货币的金融上行周期，黄金价格往往具有较好的表现；而在紧信用、紧货币的金融下行周期，黄金资产表现较为疲软。因此，金融周期所影响的美国实际利率与美元周期，是综合分析黄金价格运行规律的有效框架。

图 11：宏观经济的运行周期影响中长期黄金价格的波动，美国经济衰退周期往往对应金价上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、美联储加息周期结束在望，进入实际利率下行阶段驱动金价上涨

(一) 无息资产，低实际利率催涨黄金价格

通货膨胀本质上通过影响实际利率，进而影响黄金价格，实际利率时更为直接的影响黄金价格的决定性因素。黄金由于其自身的珍贵性与稀缺性，可以作为价值永恒的代表，在民间一直被视作防通货膨胀的首选资产。每当遭遇恶性通胀时，黄金价格都有较好的表现。但是通胀率并不直接决定于黄金价格，在美国经历温和通胀阶段时以通胀稳步的上行周期中，由于央行的加息，黄金价格往往处于弱势。

图 12: 黄金价格与美国通胀率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

美国实际利率与黄金价格呈现高度的负相关性。由于黄金是无息资产，持有黄金将损失投资其他资产可获取的收益率，形成机会成本。而衡量美国最基本生息资产的收益率即为美债的实际利率。当美债实际利率上涨时，持有黄金的机会成本增加；而当美债实际利率下降甚至低于零时，持有黄金资产较其他生息资产的相对收益率或比较优势增加，黄金资产对投资者的吸引力增强，黄金价格上涨。因此，黄金价格与美债实际利率呈负相关关系。美债的实际收益率为美国名义利率与美国通胀的差值。从历史数据看，过去 15 年至今黄金价格与美国实际利率的相关系数更是高达-0.91。

图 13: 黄金价格与美国实际利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

美联储持续大幅加息带动美国实际利率上行，压制 2022 年下半年黄金价格走弱。2022 年年初在俄乌冲突爆发推升通胀预期进而阶段性拉低美国实际利率后，催涨黄金价格。但美国通胀持续走高，美国 9 月 CPI 同比上涨 9.1%，创下 40 年新高。高通胀的压力使美联储在 2022 年中旬加快了加息节奏，美联储在 6 月至 11 月超预期连续 4 次大幅加息 75 个基点，拉动美国 10 年期国债名义利率由 6 月的 3.09% 上行至 11 月高点的 4.22%，并在通胀预期基本稳定的情

况下带动美国 10 年期国债实际利率 0.59% 由上行至 1.69%，美元指数上涨至 114 创下 20 年新高，使 2022 年下半年黄金价格出现了明显的下跌。尽管 2022 年年底美联储放缓加息，使美国实际利率下降促成了金价的反弹。但美国通胀的韧性使美联储再度转鹰令市场提升了本轮加息周期的利率峰值与高利率持续时间的预期，美国实际利率重新上行造成了金价在 2023 年 2 月的大幅下跌。

图 14：美联储连续 4 次加息 75 个基点拉动实际利率上行驱动下半年黄金价格下跌 200 多美元

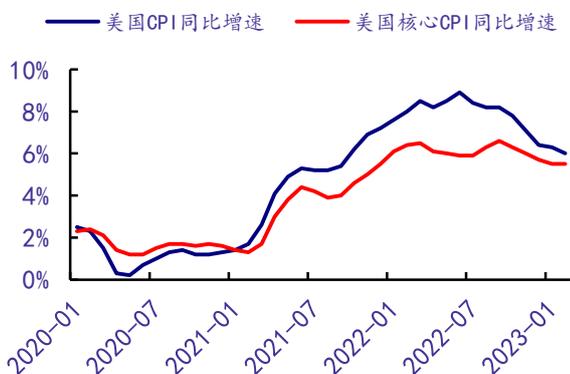


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）通胀持续回落，美联储加息放缓

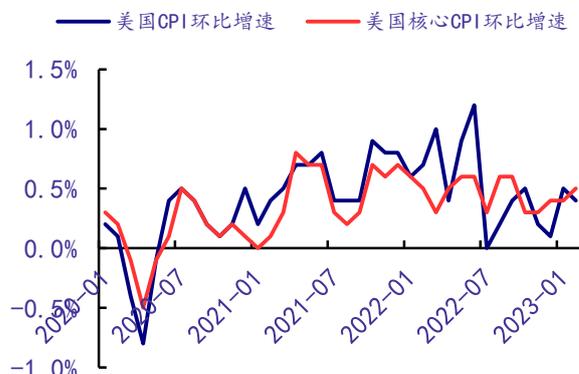
美联储通胀或已见顶后续大概率回落。在高通胀的压力下，美联储已将降低通胀数据作为其的核心任务。在连续的大幅加息后，美国通胀同比从 2022 年 6 月增长 9.1% 到顶后开始逐步下滑。美国 2023 年 2 月 CPI 同比增长 6%，预期 6%，前值 6.4%；CPI 环比上涨 0.4%，预期为 0.4%，前值为 0.5%。剔除能源食品的美国核心 CPI 2 月同比增长 5.5%，预期 5.5%，前值 5.6%；核心 CPI 环比上涨 0.5%，预期为 0.4%，前期为 0.4%。美国 2 月通胀数据创造了自 2021 年 9 月以来的最小同比增幅，且 CPI 同比增速已经连续 8 个月下降。

图 15：美国 CPI 与核心 CPI 同比增速



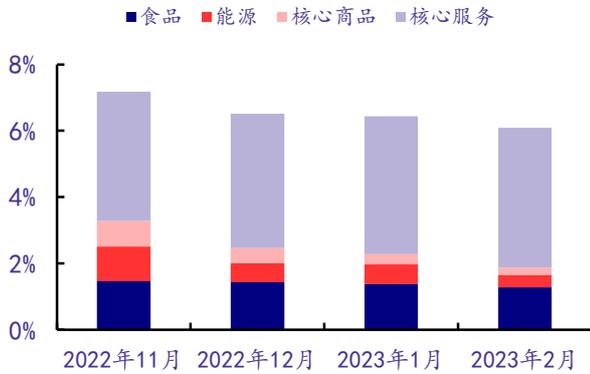
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：美国 CPI 与核心 CPI 环比增速



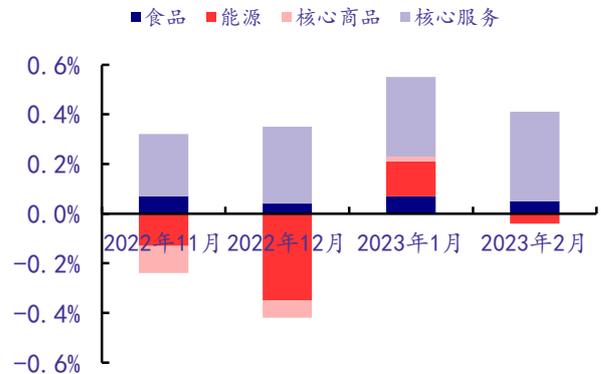
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17: 美国 2 月 CPI 同比增长贡献度



资料来源: 彭博, 中国银河证券研究院

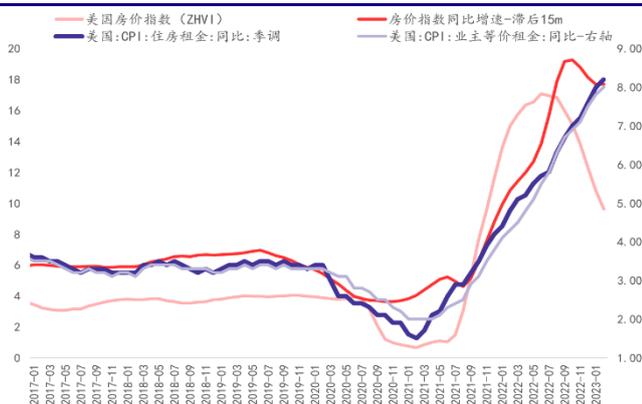
图 18: 美国 2 月 CPI 环比增长贡献度



资料来源: 彭博, 中国银河证券研究院

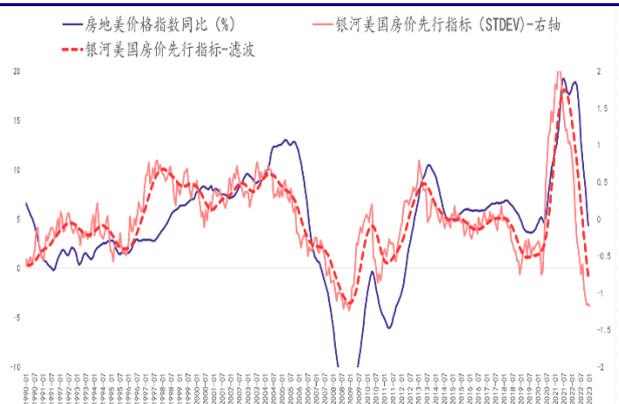
从通胀的分项看, 核心服务是推升美国通胀水平的主要贡献, 而能源环比负增长为整体通胀环比的下行做出了最大贡献, 此外核心商品与食品的通胀压力也在趋势性走弱。能源方面, 美国 WTI 原油价格已下跌至 74.45 美元/桶, 若无反弹明年能源对 CPI 增长的贡献将大幅减弱。在核心服务 CPI 方面, 最大的环比增长贡献来自住房租金分项, 一般美国房租落后房价 12-18 个月左右, 而美国房价已于 2022 年 5 月触底向下, 房租对名义和核心通胀构成的压力有望在下半年出现明显的下降。核心商品中权重较大的美国二手车价格自 2022 年 11 月已进入同比负增长, 也预示着美国核心商品 CPI 增速开始走弱。食品价格整体缓慢下降, 美国食品通胀的增速滞后全球食品价格指数一年左右, 尽管未来该指数还有一个小峰值, 但食品通胀大概率将越过拐点并整体保持回落的势头。能源方面, 美国 WTI 原油价格已下跌至 66.74 美元/桶, 美国天然气价格也跌回至 2.33 美元, 能源价格的大幅下跌将使在 2022 年高基数下能源通胀同比在 2023Q2 后加速下行。

图 19: 美国房租对核心通胀的压力将在下半年下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 美国房价先行指标保持下行



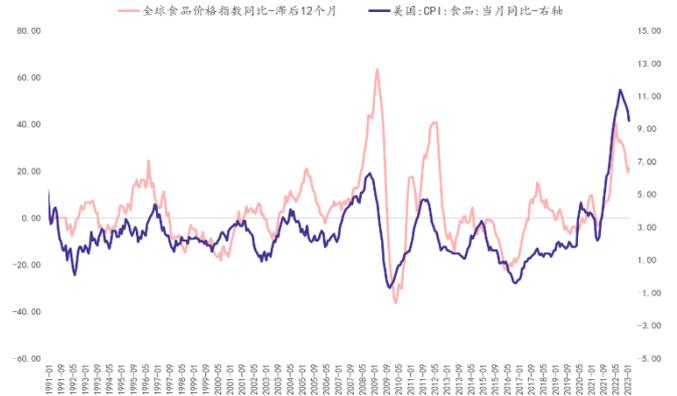
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 美国二手车价格由于高基数下跌 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 食品价格下行幅度可能加大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 原油价格同比增速进入通缩 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 天然气价格的下行将进一步传导 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

此外, 对美国通胀有着长期结构性影响的美国劳动力市场供需紧缺也出现了一定的缓解, 美国职位空缺数自 2022 年 3 月后出现回落。美国劳动力市场紧张对美国薪资增速有一定的引领作用, 美国非农 2 月时薪同比增速 4.6% 低于预期, 环比增速 0.24% 降至一年最低, 这也缓解了市场担忧的美国在 2023 年陷入薪资-物价螺旋式通胀的困境。在高基数以及通胀分项纷纷出现走弱的情况下, 美国 CPI 同比增速或已在 2022 年 6 月见顶, 美国通胀有望在 2023 年持续回落。银河证券宏观团队预计 2023Q1 美国 CPI 同比增速将下降至 5.2%, 2023Q2 将加速下滑至 3.1%。美国通胀的持续回落将打开美联储放缓加息乃至终止加息的空间。

图 25: 美国非农职位空缺数 (千人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 美国非农平均时薪同比与环比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 高利率下银行业暴雷发酵, 衰退风险加剧降息预期升温

美联储激进加息高利率环境下, 美国经济领先指标走弱。美联储史无前例的激进加息, 对美国经济产生了巨大的抑制作用, 美国经济面临衰退的风险逐步加大。在高利率下, 一些美国经济的先行指标开始走弱。美国房地产市场下滑明显, 美国新房与二手房销售在 2022 年 2 月后出现了明显的回落, 目前已跌至接近 2020 年 5 月美国疫情爆发时水平; 2 月美国 ISM 制造业 PMI 指数为 47.7, 在 2020 年 5 月疫情爆发后已连续 4 个月跌至收缩区间。消费方面, 美国 2 月零售销售额环比下滑至-0.4%, 不及预期; 美国 1 月耐用品新增订单同比增速下行至 2.99%; 美国消费者信心指数 2 月也再度下行。从判断美国经济是否衰退最为重要的领先指标就业情况来看, 目前美国失业率处于 1970 年以来的历史底部附近, 在经济放缓的情况下美国失业率很难继续保持低位, 美国 2 月失业率超预期环比上升 0.2 个百分点至 3.6%。

图 27: 美国新房与二手房销量



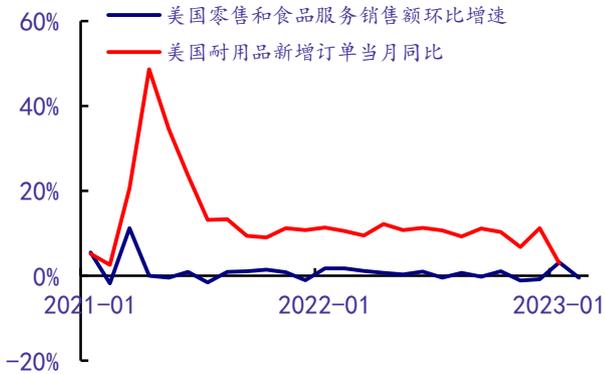
资料来源: 美国商务部普查局, 中国银河证券研究院

图 28: 美国制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 29: 美国零售和食品服务销售额 2 月环比增速超预期下滑



资料来源: 美国商务部普查局, 中国银河证券研究院

图 30: 2 月美国消费者信心指数再度下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 31: 美国失业率 2 月失业率超预期上行

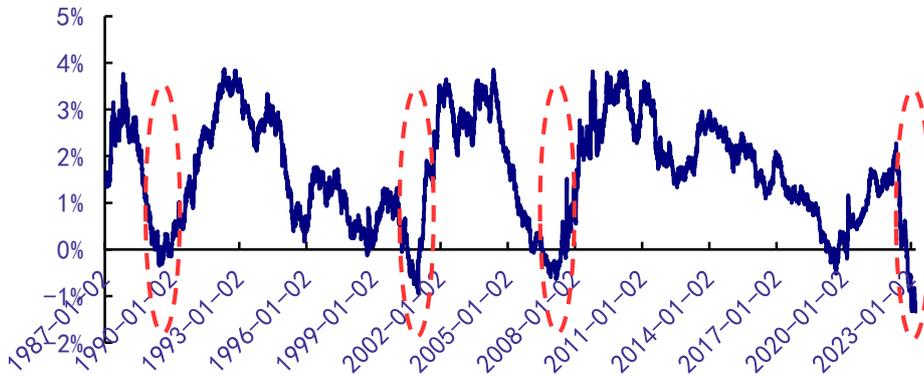


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

高利率环境下，金融市场或比实体经济更具风险。美联储持续加息使美国 10 年期国债收益率与 3 月期国债收益率在 10 月底出现了美债长短期利率的倒挂。一般来说，美债的长端利率因期限更长而要给与更多的风险溢价，使其高于美债的短端利率。一旦美债长短期利率倒挂，则预示市场对于美国经济前景的担忧，减少长期的投融资需求以压低长端利率。从历史数据上看，在 1990 年、2001 年、2008 年、2020 年美国出现衰退前，美国 3 月期与 10 年期国债利率都曾出现过倒挂，在一定程度上是预测美国经济未来出现衰退可能的可靠性指标。而目前美债 10 年期与 3 月期利率的倒挂，且倒挂幅度创下 40 年来最深，或预示了美国经济出现衰退的可能。

图 32: 美债期限利率倒挂是预测美国经济出现衰退的可靠指标

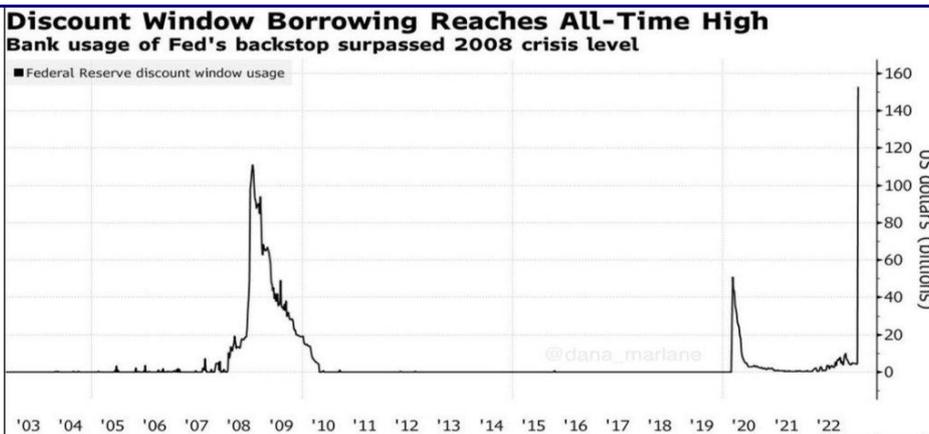
美国10年期国债收益率-美国3月期国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

美联储短时间内的激进加息，使美国银行业风险爆发。美联储创记录的在短期内激进加息，长短期利率倒挂使银行资产端减值亏损、负债端存款流失，美国中小银行的风险逐步暴露。在硅谷银行倒闭后，尽管美国财政部、美联储和联邦存款保险公司(FDIC)迅速采取联合行动，以防止溢效应对整个银行系统的冲击。但在恐慌情绪下，市场波动加剧，银行业股价暴跌，美国中小银行仍遭遇挤兑产生流动性危机，并有从小银行向瑞信等大行业扩散的趋势。美国银行业在挤兑潮中的流动性紧张，迫使美联储通过贴现窗口向银行共提供贷款 1528.5 亿美元，远超前一周的 45.8 亿美元，刷新了 2008 年金融危机期间创下的单周最高纪录 1110 亿美元，也使美联储在量化紧缩期间重新扩表。

图 33: 美联储贴现窗口借款创纪录新高



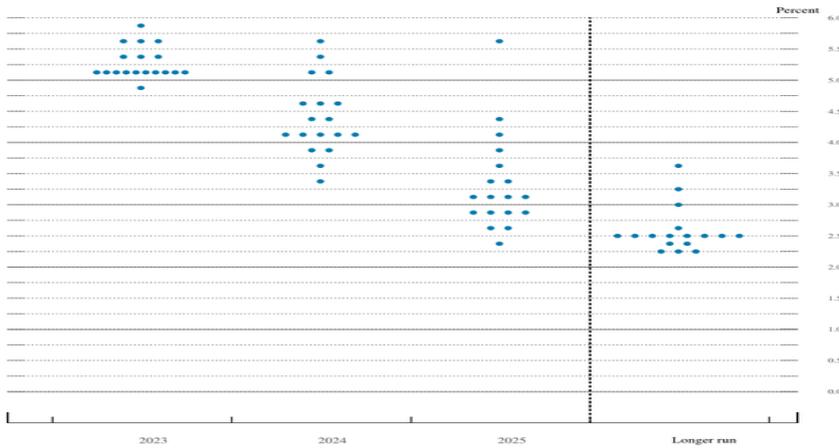
资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

美国银行业危机或将冲击金融系统，或降迫使美联储转变政策。在 2 月美国就业、通胀等一系列经济数据超预期后，美联储态度转鹰，市场担忧美联储或将提升本轮加息周期的利率峰值与延长高利率的时长，芝加哥商品交易所的美联储利率观察工具显示对于 3 月加息 50 个基点的概率高达 80% 以上，并在 2023Q2 还会有 2 次加息，且在 2023 年年内不会降息。但在 3 月美国银行暴雷后，市场担忧美国银行业所遭遇的流动性危机不断发酵最终冲击金融系统造成金融危机乃至经济衰退。美国银行业的暴雷或将迫使美联储停止加息周期甚至是开启降息。

美联储暗示加息周期已至尾声，市场预期降息马上开启。在3月的议息会议上，美联储加息25个基点，令基准的联邦基金利率升至4.75%-5%目标区间，符合市场预期。美联储官员认为当前通胀局面得到改善，在银行业暴雷后经济下行风险增大，暗示加息周期即将结束。而在3月议息会议后美联储最新点阵图显示2023年年底利率预期为5.1%，仅再有一次加息25个基点的空间，本轮加息周期结束在即。尽管美联储主席鲍威尔表示并不预期今年降息，但市场降息预期已起，会后CME利率期货显示市场认为美联储在上半年结束加息后，最快将于7月开始降息，2023年下半年将有两次降息。

图 34：美联储点阵图

Figure 2: FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，中国银河证券研究院

表 1：CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率

FOMC 会议日期	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	56.5%	43.5%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%	52.7%	30.8%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.1%	45.2%	35.3%	6.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.3%	31.1%	39.7%	19.1%	2.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	18.9%	35.3%	29.7%	11.2%	1.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	2.5%	14.1%	30.2%	31.4%	16.9%	4.5%	0.4%
2024/1/31	0.0%	1.8%	10.8%	25.6%	31.1%	21.1%	8.0%	1.6%	0.1%
2024/3/20	1.3%	8.6%	22.0%	29.7%	23.5%	11.2%	3.1%	0.5%	0.0%
2024/5/1	10.0%	22.8%	29.1%	22.2%	10.3%	2.9%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/6/19	16.0%	25.7%	25.9%	16.7%	6.9%	1.7%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/7/31	25.3%	25.9%	17.1%	7.3%	2.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	25.5%	21.9%	12.7%	4.9%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院

美联储的政策转向，由停止加息到开启新一轮降息周期，从而驱动黄金价格进入新一轮牛市。在通胀下行，但银行系统爆雷对金融系统发生冲击的情况下，美联储的首要目标很可能从降通胀转移到维持金融体系稳定上。美联储或将在上半年结束加息，并可能在下半年开启新一轮降息周期，或是下半年美国经济下行压力增大促使降息预期的升温，都将引导美债名义利率的下滑。而全球新旧能源转换以及各国地缘冲突加剧逆全球化使供应链体系重塑造成成本刚性的情况下，本轮美国的通胀韧性将超以往的周期，很难快速回归至2%的美联储长期通胀目标。在进入降息周期或降息预期升温后，美债名义利率的下行速度将快于顽固通胀预期的下行

速度，引导美国实际利率的再度下降，确定黄金价格的拐点，驱动黄金价格进入新一轮牛市。

图 35: 美联储加息放缓→加息终结→开启降息，引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、美元或将进入新一轮下行大周期，利好黄金价格上涨

（一）黄金是对抗美元汇率风险的有效武器

黄金价格是美元信用体系的对标，与美元汇率呈现基本同步的相反走势。在布雷顿森林体系所构建的全球金融体系中，黄金价格由美元锚定为 35 美元/盎司，而其他国家货币通过与美元挂钩确定汇率，以维持全球汇率市场的稳定。而在布雷顿森林体系解体后，黄金价格与美元脱钩，黄金价格与美元的关系不再稳定。美各国央行通过把增持黄金储备作为其国际储备多元化的第一选择，认为持有黄金可以有效对抗美元贬值风险，持有黄金能够为美元汇率的波动提供持久的保护。从理论上来看，美元作为全球黄金交易最为重要的计价货币，假如黄金市场需求与供给保持稳定，那么美元贬值就会导致以美元计价的黄金价格相应上涨。回顾历史，黄金价格与美元指数走势呈现较为明显的负相关性。

图 36: 黄金价格与美元指数呈现负相关走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 美国经济相对优势收敛，美元由强转弱

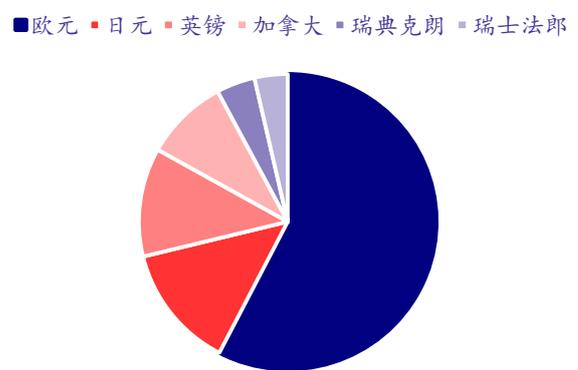
美元汇率本质是反映了美国经济对全球经济的相对强弱。美元指数是用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子世界主要经济体货币的综合变化率，来衡量美元的强弱程度，并间接反映了美国经济相对于全球其他经济体的强弱情况。当美国 GDP 占全球 GDP 比重走高时，美元指数同时上行。而由于在美元指数一揽子主流货币汇率构成中，欧元所占比重最大（高达 57.6%），使欧洲经济与美国经济的相对强弱，以及欧元对美元的汇率变化，很大程度上决定了美元指数的波动方向。

图 37: 美元指数与美国经济占全球 GDP 比重走势基本一致



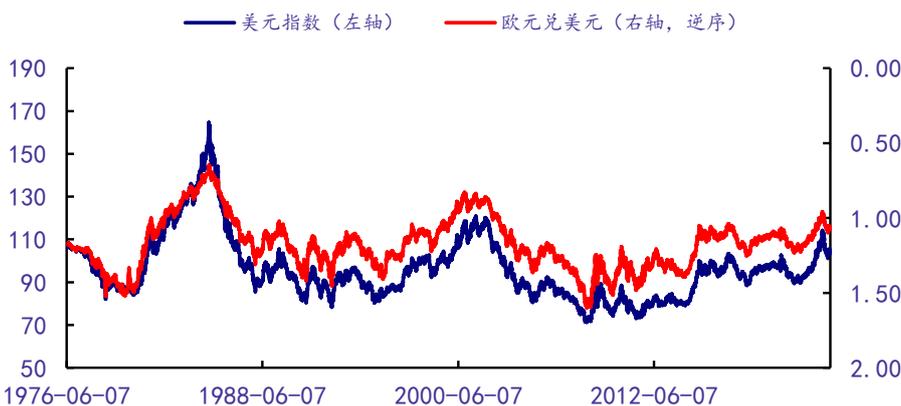
资料来源: Wind, 世界银行, 中国银河证券研究院

图 38: 构成美元指数一揽子货币比重



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

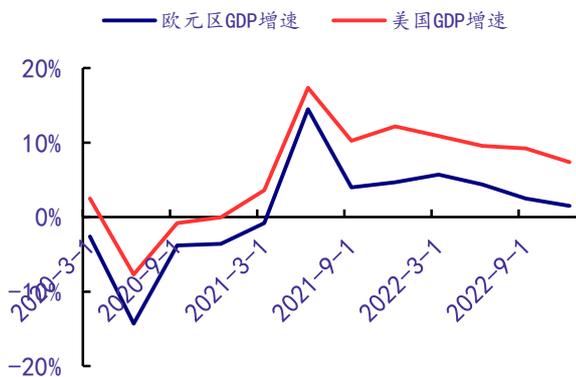
图 39: 美元指数与欧元兑美元汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

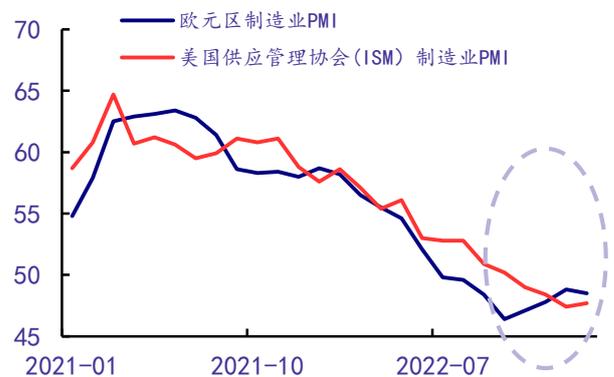
美国经济相对于欧盟的经济优势缩小，银行业危机或成导火索。2022 年俄乌战争爆发，地缘政治动荡以及欧洲能源价格高企使欧洲经济增长乏力。相反美国在充裕流动性以及制造业回流的情况下，经济增长快速恢复。但随着 2022 年年底欧洲能源价格的调整，欧盟制造业景气度出现回升，驱动欧元见底回升。而美国高利率对美国经济增长动能的负面影响将愈发明显，美国银行业的危机更是加大了美国衰退的风险。欧盟与新兴发展体经济在中国疫情政策开放后出现共振向上，将使美国经济比较全球经济、欧洲经济的相对优势缩小，导致美元的走弱。

图 40: 美国 GDP 增速与欧元区 GDP 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

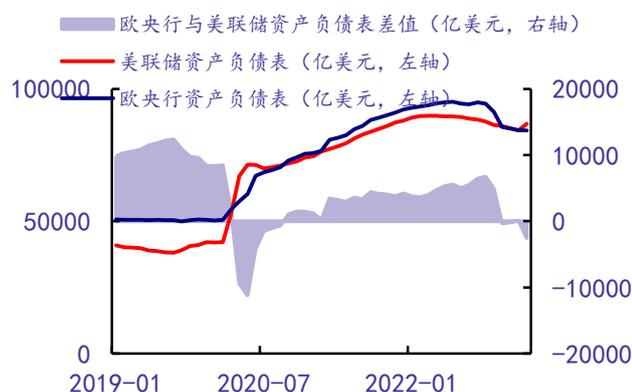
图 41: 美国制造业 PMI 与欧元区制造业 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

而从央行的货币政策来看, 由于之前美国经济的景气度要强于欧元区, 这使美国与欧元区的货币政策节奏错位, 美国的货币紧缩周期要快于欧元区。美联储自 2022 年 3 月开始加息, 6 月开始缩表, 并在 6 月-11 月连续四次大幅加息 75 个基点。而欧央行从 2022 年 7 月才开始加息, 并可能在 2023 年开始缩表。但随着美国经济面临失速的风险后, 美联储在 2022 年底开始放缓加息进程, 在 2022 年 12 月与 2023 年 3 月分别加息 50、25、25 个基点。但欧央行仍保持较快的加息节奏, 在 2022 年 12 月至 2023 年 3 月分别加息 50 个基点。美联储与欧央行资产负债表与利差的缩小, 业将支撑欧元相对美元走强, 压制美元指数。

图 42: 欧美央行资产负债表差值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 43: 欧美央行资产负债表变化与美元指数

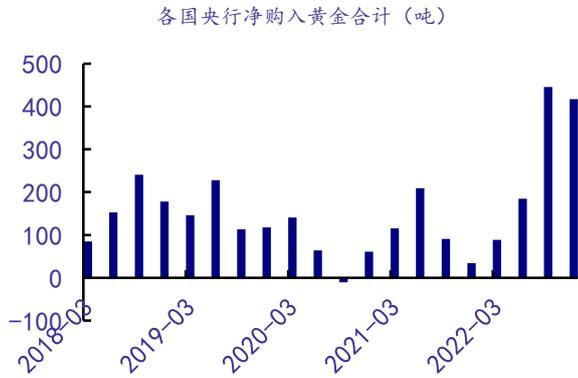


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

全球新格局宏观范式下, 美元指数或将进入新的下行大周期, 利好黄金价格在中长期的上涨。从 1980 年以来, 美元指数已经历了 2 个完整的周期, 目前正在第三个上行周期中运行。在前两轮周期中, 美元分别经历了 55 个月、80 个月的上行周期, 而这轮的美元上行周期已持续了 136 个月。在中美贸易战、全球疫情冲击、俄乌战争的影响下, 逆全球化趋势抬头, 地缘冲突加剧以及全球供应链体系重塑都将动摇以美元为基石的国际货币体系。沙特伊朗中东大和解、“一带一路”合作、金砖国家扩容等都表明了国际货币体系向多元化发展。而美国银行业

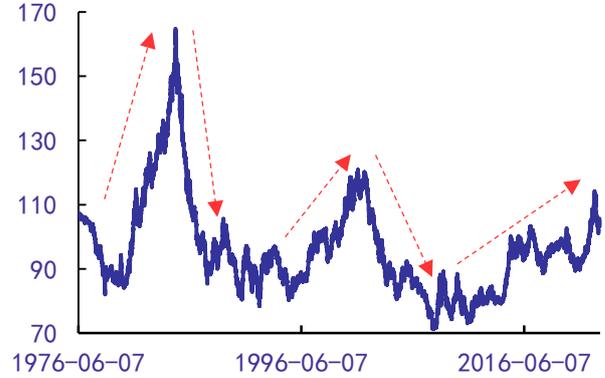
的危机将进一步削弱美元信用，各国央行近期积极储备黄金资产。美元或将进入新一轮下行大周期，这将支撑黄金价格在中长期的上涨。

图 44: 各国央行加大了黄金储备



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 45: 美元指数走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 2: 1980 年以来的美元大周期

美元指数周期	阶段	时间区间	持续时间 (月)	变化幅度
第一轮周期	上行	1980 年 7 月 25 日- 1985 年 2 月 25 日	55	95.4%
	下行	1985 年 2 月 26 日- 1991 年 2 月 11 日	71	-51.1%
第二轮周期	上行	1995 年 5 月 9 日- 2002 年 1 月 31 日	80	48.8%
	下行	2002 年 2 月 1 日- 2008 年 4 月 16 日	74	-40.6%
第三轮周期	上行	2011 年 5 月 2 日- 2022 年 9 月 27 日	136	56.5%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资策略

(一) 目前是配置黄金板块的战略机遇

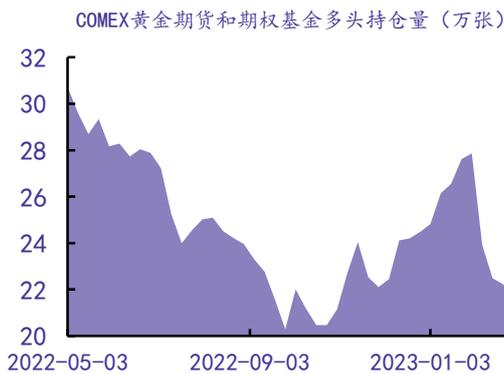
从历史复盘上来看，黄金价格的战略性投资机会并非一定需要进入美联储的降息周期。上一轮黄金牛市（2018 年至 2020 年）的起点发生在 2015-2018 年加息周期的末尾，2019-2020 年降息周期开启之前。而从 1990 年以来的美联储 5 轮加息周期来看，在本轮加息结束至下轮降息周期开启前，黄金绝大多数时间在此过程中收益率出现了明显的改善。因此，在目前美联储加息结束时机愈发确定且美国经济衰退担忧加剧增强降息预期时，黄金很可能迎来新一轮牛市的起点与战略性的投资机遇。Comex 黄金期货与期权基金多头与 SPDR、iShares 等六大黄金 ETF 都在 3 月中旬重新增加黄金持仓，且距此前得持仓高位还有较大增持空间。

图 46：上一轮 2018-2020 年黄金牛市启动于 2015-2018 年加息周期末尾、2019-2020 年降息周期开启前



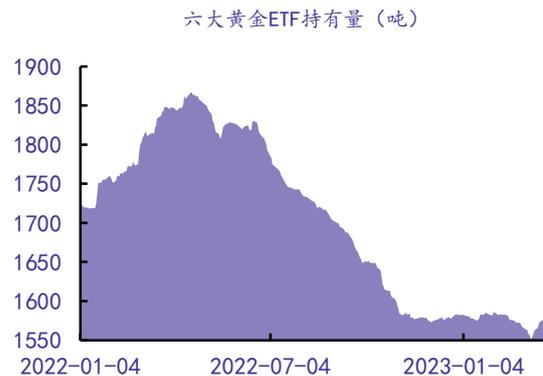
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 47：Comex 黄金期权与期货基金多头持仓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 48：黄金 ETF 持仓量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 3：黄金在加息周期结束至下一轮降息周期开启的过程中收益率有明显改善

美联储加息周期	时间段	黄金收益率	白银收益率
1994 年 2 月 4 日-1995 年 2 月 1 日	加息结束前 6 个月	-1.98%	-12.24%
	加息结束前 3 个月	-1.98%	-11.37%
	加息结束前 1 个月	-1.63%	-3.56%
	加息结束后 1 个月	-0.15%	-4.38%
	加息结束后 3 个月	2.91%	21.81%
	加息结束后 6 个月	1.75%	7.54%
	加息结束至降息开启	2.10%	8.44%
1996 年 1 月 31 日-1997 年 3 月 25 日	加息结束前 6 个月	-8.58%	4.71%
	加息结束前 3 个月	-5.36%	5.82%
	加息结束前 1 个月	-0.99%	-0.37%
	加息结束后 1 个月	-2.10%	-8.22%
	加息结束后 3 个月	-3.19%	-7.64%
	加息结束后 6 个月	-7.15%	-8.06%
	加息结束至降息开启	-15.33%	3.63%

1999年6月30日-2000年5月16日	加息结束前6个月	-6.20%	-1.77%
	加息结束前3个月	-8.76%	-4.30%
	加息结束前1个月	-2.04%	-2.53%
	加息结束后1个月	5.11%	0.90%
	加息结束后3个月	0.13%	-3.20%
	加息结束后6个月	-3.37%	-6.69%
	加息结束至降息开启	-3.21%	-9.59%
2004年6月30日-2006年6月29日	加息结束前6个月	14.86%	16.56%
	加息结束前3个月	4.29%	-4.55%
	加息结束前1个月	-10.79%	-19.53%
	加息结束后1个月	7.34%	10.21%
	加息结束后3个月	1.70%	11.27%
	加息结束后6个月	7.88%	24.28%
	加息结束至降息开启	21.30%	24.86%
2015年12月17日-2018年12月20日	加息结束前6个月	-1.13%	-9.30%
	加息结束前3个月	4.25%	3.79%
	加息结束前1个月	3.00%	2.29%
	加息结束后1个月	1.57%	3.32%
	加息结束后3个月	3.49%	3.72%
	加息结束后6个月	9.51%	3.79%
	加息结束至降息开启	11.67%	8.36%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 黄金价格新上涨周期引发黄金板块价值重塑

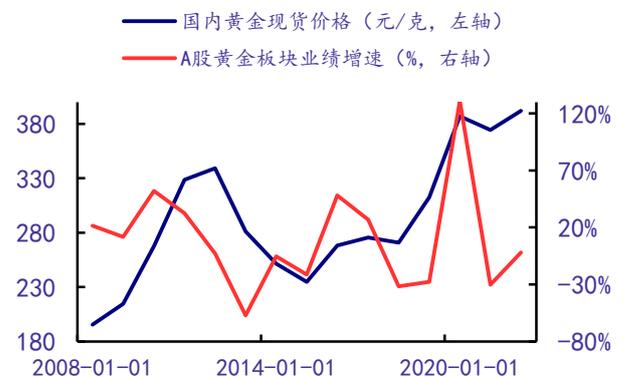
美联储本轮加息周期已行至尾声, 市场降息预期升温。美联储得边际宽松, 将引导美国实际利率得下行, 驱动黄金价格进入新一轮牛市上涨行情。而全球新格局宏观范式下, 国际货币体系向多元化发展将动摇美元得基石地位, 美元指数或将进入新的下行大周期, 利好黄金价格在长期得上涨。金价上涨将会大幅提升黄金企业尤其是黄金采选资源型企业的业绩与盈利能力。

图 49: 黄金价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 50: 黄金价格上涨拉动 A 股黄金板块业绩



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

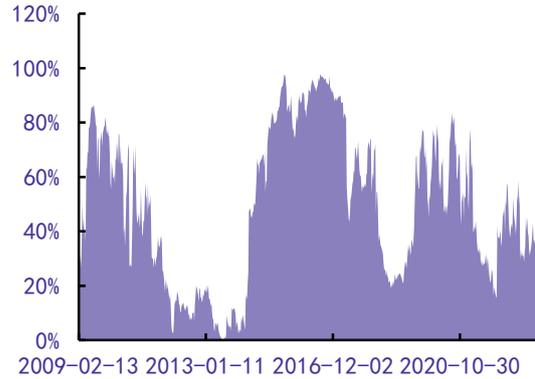
从估值上看，从2008年至今这近15年A股黄金板块的PE（TTM）估值主流是在20-50倍的区间内波动，极端情况下有低至16倍，高至突破60倍。黄金作为周期性的行业，市场一般在周期品价格顶点、周期性企业盈利附近时，给其自身历史上较低的市盈率。而在2011年8月与2020年8月这两轮黄金价格历史峰值创出新高之时，A股黄金板块的PE（TTM）估值分别为36倍、58倍。而在这两轮黄金价格顶峰过去黄金价格下跌，市场快速杀估值阶段，A股黄金板块的PE（TTM）估值没有低于20倍。目前A股黄金板块估值仍处于相对安全的位置，黄金板块的动态市盈率处于近15年41%的历史分位。

图 51: A 股黄金板块动态 PE-Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

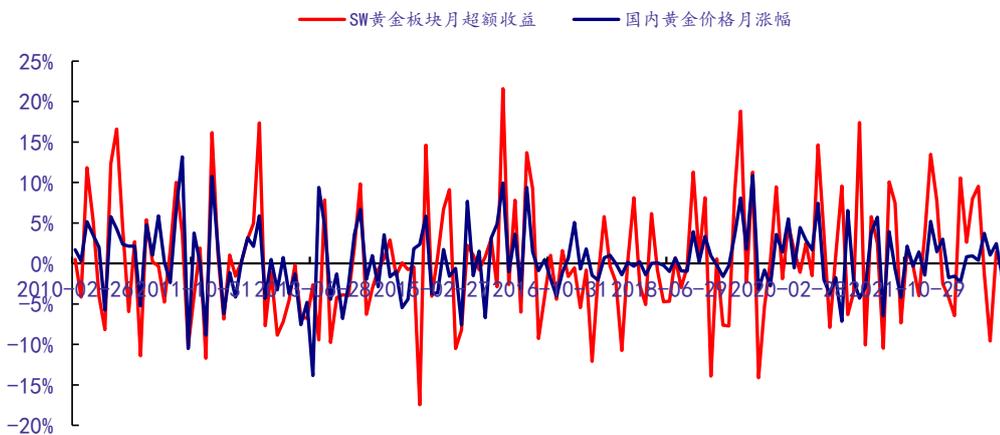
图 52: A 股黄金板块历史 PE (TTM) 分位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从历史上看，黄金价格的上涨是黄金板块行情最为有力的催化剂，2010年以来金价上涨将会给黄金板块带来明显的超额收益，建议关注山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、湖南黄金、紫金矿业、华钰矿业。

图 53: 国内黄金价格涨幅与 A 股黄金板块超额收益率具有较强相关性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 4: A 股黄金行业相关上市公司权益产量与储量

	黄金权益 储量(吨)	自产金权益产量(吨)			2022-2025 权益产量 CAGR	权益黄金产量增量来源	其他金属业务
		2022	2023E	2025E			
山东黄金	1281	31.0	35.2	54.3	20%	集团黄金资产注入, 外延收购黄金资产, 卡蒂诺 namdini 投产, 焦家金矿扩产	
紫金矿业	2373	46.0	60.0	70.0	23%	海域金矿、Rosebel 等矿山投产, 哥伦比亚武里蒂卡等金矿扩产	铜、铅锌、白银、钼、铁精矿, 碳酸锂等
中金黄金	394	15.7	16.4	27.1	31%	集团黄金资产注入	铜、钼、铁精矿
银泰黄金	137.2	6.8	9.3	13.0	39%	吉林板庙子、青海大柴旦等产能利用率提升, 青海大柴旦探转采扩产, 芒市金矿投产	银、铅锌精矿
赤峰黄金	358.4	10.7	12.7	17.7	29%	五龙、吉隆、老挝 Sepon、加纳 Wassa 扩产, 溪灯坪投产	银、铅锌、铜精矿
湖南黄金	144	4.7	5.0	9.7	44%	辰州、金龙、黄金洞内部挖潜扩产, 甘肃加鑫金矿探转采, 集团黄金资产注入	锡精矿、钨精矿
华钰矿业	56.7	0.0	0.8	3.2	328%	塔吉克塔金、贵州泥堡、埃塞俄比亚提格雷投产	锑、锌、铜、铅精矿

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表 5: A 股黄金行业相关上市公司业绩弹性与估值

	不同金价对应 2023 年业绩弹性 (亿元)				不同金价对应 2023 年 PE 估值				不同金价对应 PE 估值下降幅度				PE (TTM)
	目前 金价	黄金价格相对于 2022 年均价			目前 金价	黄金价格相对于 2022 年均价			目前 金价	黄金价格相对于 2022 年均价			
		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%	
国内金价 (元/克)	435	431	470	510	435	431	470	510	435	431	470	510	
国际金价 (美元/盎司)	1944	1986	2167	2347	1944	1986	2167	2347	1944	1986	2167	2347	
山东黄金	18.1	17.0	28.7	40.4	30	31	22	17	64%	60%	71%	78%	54
紫金矿业	41.0	39.0	59.0	79.0	13	13	12	11	17%	16%	23%	28%	15
中金黄金	5.7	5.2	10.0	14.8	17	18	15	13	21%	19%	31%	40%	24
银泰黄金	7.0	6.7	9.6	12.4	20	21	18	16	39%	37%	46%	53%	33
赤峰黄金	5.7	5.3	9.0	12.8	34	36	26	20	59%	55%	68%	75%	80
湖南黄金	1.9	1.8	3.2	4.7	30	31	25	21	31%	29%	43%	52%	43
华钰矿业	1.4	1.4	1.6	1.9	29	29	27	24	49%	48%	52%	56%	60

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以 3 月 22 日收盘价计算; 仅考虑金价对公司业绩与估值影响; 金价上涨幅度相对于 2022 年均价

表 6: A 股黄金行业相关上市公司推荐标的

代码	公司	市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS (元)		PE		PB
				2023E	2024E	2023E	2024E	
600547.SH	山东黄金	883	54	0.46	0.60	46	36	4.2
601899.SH	紫金矿业	3039	15	0.96	1.08	12	11	3.7
600489.SH	中金黄金	480	24	0.52	0.60	19	16	1.9
000975.SZ	银泰黄金	371	33	0.54	0.69	25	19	3.4
600988.SH	赤峰黄金	343	80	0.77	1.17	27	18	6.2
002155.SZ	湖南黄金	185	43	0.66	0.97	23	16	3.2
601020.SH	华钰矿业	83	60	0.70	1.29	21	11	2.9

资料来源: wind, 中国银河证券研究院
注: 以 3 月 22 日收盘价计算

六、风险提示

- 1) 美国经济强于预期;
- 2) 美联储超预期鹰派;
- 3) 美元指数持续上涨;
- 4) 黄金价格大幅下跌。

插图目录

图 1: 全球黄金储量	2
图 2: 全球黄金总供应量及增速	2
图 3: 全球黄金需求 (吨)	3
图 4: 黄金作为投资工具的需求及增速	3
图 5: 供需平衡结构不是黄金价格的决定因素	4
图 6: 20 世纪 80 年代初美国经济复苏, 金价下跌	5
图 7: 次贷危机后美国经济复苏逐步退出 QE, 金价下跌	5
图 8: 20 世纪 70 年代美国经济陷入滞涨, 金价大幅上涨	5
图 9: 2007 年金融危机美国经济衰退开启量化宽松, 金价大涨	5
图 10: 2020 年疫情导致美国经济衰退, 美联储再度寄出“零利率+无限量 QE”, 金价创历史最高	5
图 11: 宏观经济的运行周期影响中长期黄金价格的波动, 美国经济衰退周期往往对应金价上涨	6
图 12: 黄金价格与美国通胀率	7
图 13: 黄金价格与美国实际利率	7
图 14: 美联储连续 4 次加息 75 个基点拉动实际利率上行驱动下半年黄金价格下跌 200 多美元	8
图 15: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速	8
图 16: 美国 CPI 与核心 CPI 环比增速	8
图 17: 美国 2 月 CPI 同比增长贡献度	9
图 18: 美国 2 月 CPI 环比增长贡献度	9
图 19: 美国房租对核心通胀的压力将在下半年下行	9
图 20: 美国房价先行指标保持下行	9
图 21: 美国二手车价格由于高基数下跌 (%)	10
图 22: 食品价格下行幅度可能加大 (%)	10
图 23: 原油价格同比增速进入通缩 (%)	10
图 24: 天然气价格的下行将进一步传导 (%)	10
图 25: 美国非农职位空缺数 (千人)	11
图 26: 美国非农平均时薪同比与环比增速	11
图 27: 美国新房与二手房销量	11
图 28: 美国制造业 PMI 指数	11
图 29: 美国零售和食品服务销售额 2 月环比增速超预期下滑	12
图 30: 2 月美国消费者信心指数再度下行	12
图 31: 美国失业率 2 月失业率超预期上行	12
图 32: 美国失业率 2 月失业率超预期上行	13
图 33: 美联储贴现窗口借款创纪录新高	13
图 34: 美联储点阵图	14
图 35: 美联储加息放缓→加息终结→开启降息, 引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行	15
图 36: 黄金价格与美元指数呈现负相关走势	15
图 37: 美元指数与美国经济占全球 GDP 比重走势基本一致	16
图 38: 构成美元指数一揽子货币比重	16
图 39: 美元指数与欧元兑美元汇率	16
图 40: 美国 GDP 增速与欧元区 GDP 增速	17
图 41: 美国制造业 PMI 与欧元区制造业 PMI	17
图 42: 欧美央行资产负债表差值	17
图 43: 欧美央行资产负债表变化与美元指数	17
图 44: 各国央行加大了黄金储备	18
图 45: 美元指数走势	18
图 46: 上一轮 2018-2020 年黄金牛市启动于 2015-2018 年加息周期末尾、2019-2020 年降息周期开启前	19
图 47: Comex 黄金期权与期货基金多头持仓	19
图 48: 黄金 ETF 持仓量	19
图 49: 黄金价格走势	20

图 50: 黄金价格上涨拉动 A 股黄金板块业绩	20
图 51: A 股黄金板块动态 PE-Bands	21
图 52: A 股黄金板块历史 PE (TTM) 分位	21
图 53: 国内黄金价格涨幅与 A 股黄金板块超额收益率具有较强相关性	21

表格目录

表 1: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率	14
表 2: 1980 年以来的美元大周期	18
表 3: 黄金在加息周期结束至下一轮降息周期开启的过程中收益率有明显改善	19
表 4: A 股黄金行业相关上市公司权益产量与储量	22
表 5: A 股黄金行业相关上市公司业绩弹性与估值	22
表 6: A 股黄金行业相关上市公司推荐标的	23

分析师简介及承诺

分析师：华立，金融学硕士，2014年加入银河证券研究院投资研究部，从事有色金属行业研究。

阎予露，2021年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn