

金属材料组
 分析师：李超（执业
 S1130522120001）
 lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋
 songyang@gjzq.com.cn

深度复盘：实际降息前黄金股相对收益最高

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。美联储停止加息或者即将停止加息的时间点开始直到美联储开始首次或第二次降息的时间点是黄金股票配置的最佳时间区间，此区间内黄金股票的相对收益更为明显。从黄金股票实现相对收益的速度快慢以及幅度来看，在此区间内，最快实现最大相对收益的阶段为美联储释放降息信号时间点至首次或第二次实际降息时间点。

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。美联储一轮降息周期的第二或第三次降息时间点开始直到预期美联储流动性边际收紧的时间段，黄金价格的相对涨幅会超过前一时间段。此时间段内黄金股票虽然依然存在绝对收益，但是相对收益显著低于前一时间段，且相对收益获取难度较大，需要承受较大的区间波动。另外，这一时间段内对择股的要求显著提高，如果选择的标的的基本面一般则可能没有相对收益，只有未来几年产量增速显著超预期的标的才能实现显著超额收益。

流动性放松时点较易把握，流动性收紧时点需多重数据验证。过去两轮最优配置时段内，美联储释放流动性的时间点与全球性重大风险事件关联度较高，且在实际宽松前均存在相关信号出现。而在流动性边际收集时点，可能与当时的经济数据有关，或与美联储货币政策工具的切换有关，流动性收紧的时间点只能后验判断。从这一点来看，一轮黄金价格上涨周期高点的判断也存在后验性。

流动性的量和价同样重要，降息+扩表的货币政策组合对金价和黄金股票更友好。在2006年4月-2007年12月，美联储货币政策的量价组合为（准备）降息+扩表，期间金价涨幅达到40%左右，黄金股票相对收益为400-800%。而在2018年8月-2019年8月，美联储货币政策的量价组合为（准备）降息+缩表，期间金价涨幅达到25%左右，黄金股票相对收益40-120%。

黄金权益交易已进入右侧时点，把握降息前的相对收益最易获得阶段。虽然目前市场预期5月份还存在25BP的加息幅度，但是从2022年11月美联储降低加息幅度以后，金价和黄金股票已经进入右侧交易机会，5月份的加息与否并不影响这一判断。对于年内美联储是否降息以及何时降息，其对于黄金股票更多来说是相对收益最易获得阶段结束时的判断。从历史复盘来看，一旦美联储实际首次或第二次降息，意味从此开始黄金股票相对收益获得难度加大，需要寻找市场内此前被低估的高成长性标的。建议关注山东黄金、紫金矿业、中金黄金、招金矿业等标的。金价上涨带动白银价格同步走强，建议关注白银龙头盛达资源。

风险提示

银行风险事件继续发酵，全球流动性出现紧缩。

美联储加息高度超预期，美国经济状况超预期。

美国通胀快速走弱，导致实际利率大幅抬升。

内容目录

一、2006-2013 年复盘	4
1. 2006 年 4 月-2007 年 12 月复盘	4
2. 2008 年 1 月-2008 年 12 月复盘	5
3. 2009 年 1 月-2011 年 12 月复盘	6
4. 2012 年 1 月-2013 年 12 月复盘	8
二、2018-2020 年复盘	9
1. 2018 年 8 月-2019 年 8 月复盘	9
2. 2019 年 8 月-2020 年 12 月复盘	11
三、前两轮大周期复盘结论	12
1. 停止加息至开始降息时间段为黄金股票配置最优时间段	12
2. 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	12
3. 流动性放松时点较易把握，流动性收紧时点需多重数据验证	13
4. 流动性的量和价同样重要，降息+扩表的货币政策组合对金价和黄金股票更友好	13
四、2022-2023 年复盘及后续展望	13
1. 2022 年 1 月-2023 年 3 月复盘	13
2. 后续展望:黄金权益交易已进入右侧时点，把握降息前的相对收益最易获得阶段	15
五、投资建议&投资标的	16
六、风险提示	16

图表目录

图表 1: 2006-2007 年利率、金价与股价	4
图表 2: 2006-2007 年美国 GDP 与 PCE 物价指数	4
图表 3: 2006-2007 年金价涨跌幅与黄金股票相对收益	5
图表 4: 2008 年利率、金价与股价	6
图表 5: 2008 年美国 GDP 与 PCE 物价指数	6
图表 6: 2008 年金价涨跌幅与黄金股票相对收益	6
图表 7: 2009-2011 年利率、金价与股价	7
图表 8: 2009-2011 年美国 PCE 物价指数与失业率	7
图表 9: 2009-2011 年金价涨跌幅与黄金股票相对收益	8
图表 10: 2012-2013 年利率、金价与股价	8
图表 11: 2012-2013 年美国失业率与新增非农就业 (千人)	8
图表 12: 2012 年金价涨跌幅与黄金股票相对收益	9
图表 13: 2018-2019 年利率、金价与股价	10
图表 14: 2018-2019 年美国 GDP 与 PCE 物价指数	10
图表 15: 2018-2019 年金价涨跌幅与黄金股票相对收益	11
图表 16: 2019-2020 年利率、金价与股价	12
图表 17: 2019-2020 年美国 GDP 与 PCE 物价指数	12
图表 18: 2019-2020 年金价涨跌幅与黄金股票相对收益	12

图表 19: 全球负收益率债券规模占比	12
图表 20: 2022-2023 年利率、金价与股价	14
图表 21: 2022-2023 年美国 GDP 与 PCE 物价指数	14
图表 22: 2022 年 11 月至今金价涨跌幅与黄金股票相对收益	14
图表 23: 全球央行黄金需求量 (吨)	15
图表 24: 全球央行净购金情况 (1-2 月)	15
图表 25: 全球黄金 ETF 持有量及金价	15
图表 26: 短期金价表现归因模型 (GRAM)	15
图表 27: 金价与美债长期实际利率 (右轴, 逆序)	16
图表 28: 扣除通胀以后得美元黄金金价 (美元/盎司/CPI)	16

当地时间3月22日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到4.75%至5%之间，为2007年10月以来的最高水平。

美联储会议纪要显示，为了实现最大就业及让通货膨胀率回落至2%的目标，委员会决定加息。这也是自2022年3月以来第九次加息，联邦公开市场委员会指出，未来的加息并不确定，将在很大程度上取决于未来的相关数据。

美国劳工部公布的3月非农数据显示，3月美国非农就业人口增幅放缓至23.6万人，低于预期的23.9万人，且为2020年12月以来最小增幅。失业率为3.5%，预估为3.6%。平均时薪环比增长0.3%，预估为增长0.3%。数据公布后FedWatch显示，交易员预计美联储5月维持利率不变的概率为43.2%，加息25个基点至5.00%-5.25%区间的概率为56.8%。

目前市场预期5月还将加息25BP，本轮美联储加息周期或行至尾声，而金价也在近期SVB等事件催化下站上2000美元/盎司的整数关口，后续金价的走势判断我们已经在今年1月13日发布的贵金属行业深度报告《金牛将启，银亦相随》中系统阐述。本报告作为我们贵金属系列深度报告的第二篇，通过历史复盘2006-2013年和2018-2020年两轮金价和黄金股票价格波动趋势，发现黄金价格和股票价格的交易思路和时间节奏上存在较大差异。以下我们将分时间区间通过历史复盘的形式总结金价和黄金股票价格的运行规律差异，为本轮金价上行周期中黄金股票交易提供部分思路。

一、2006-2013年复盘

1. 2006年4月-2007年12月复盘

(1) 重要事件时间轴

2006年05月18日，美联储4月议息会议纪要显示，若二季度美国经济数据持续改善，通胀水平逐步升至美联储的目标值，美联储可能在6月会议上加息。

2006年06月03日，美国劳工部公布，5月非农就业人口仅增长3.8万，远不及预期的16万，6月加息概率降至冰点，非农数据主要受到罢工影响。

2006年06月29日，美联储如期加息25基点，随后美联储在声明中暗示，如果通货膨胀形势缓解，可能会停止加息。

2007年04月04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。

2007年07月10日，标普降低次级抵押贷款债券评级。

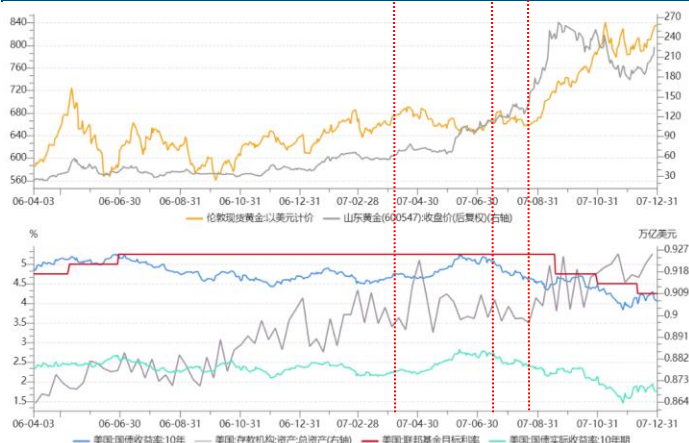
2007年07月16日，华尔街第五大投资银行贝尔斯登关闭了手下的两家对冲基金。

2007年08月06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。

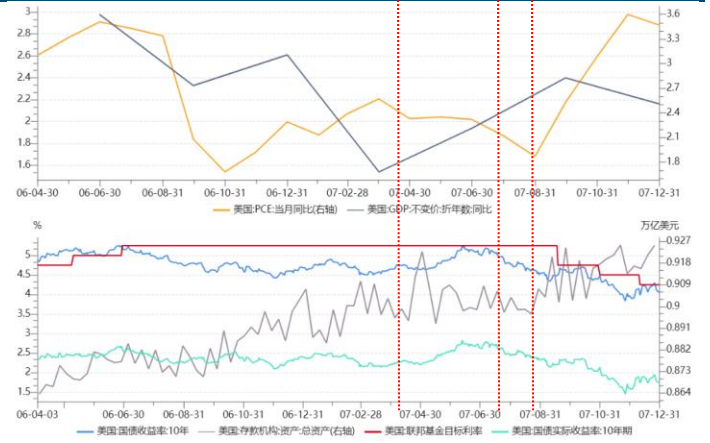
2007年08月17日，美联储降低窗口贴现利率50个基点至5.75%。

2007年09月18日，美联储将联邦基金利率下调50个基点至4.75%。

图表1: 2006-2007年利率、金价与股价



图表2: 2006-2007年美国GDP与PCE物价指数



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

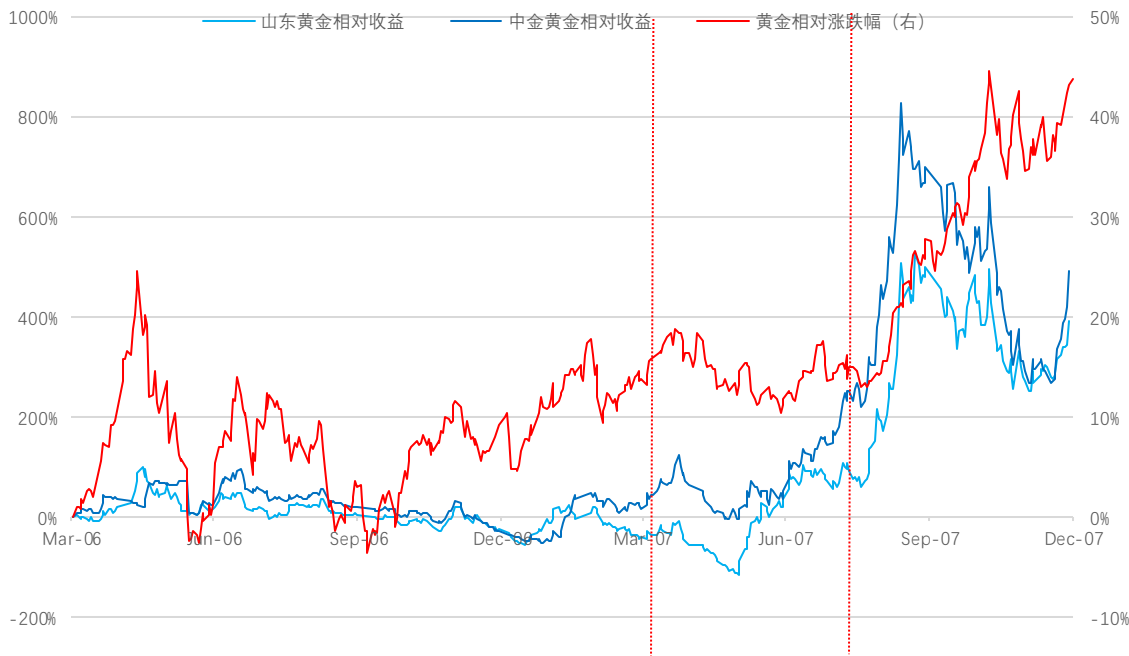
(2) 复盘区间特征

名义利率：2006年5月和6月议息会议之间，市场对于6月是否进一步加息存在困扰，但此期间通胀数据使得市场最终认为6月加息25BP符合预期，而6月议息会议上的暗示让市场预期后续停止加息。因此此后虽然美联储虽然持续未降息，但是10年期市场利率开始逐步下降。2007年8月美联储降低窗口贴现利率，被市场解读为美联储改变货币政策态度，预计很快会有降息操作。

黄金价格：在2007年8月美联储降低窗口贴现利率之前，黄金价格没有趋势性大幅上涨行情，2007年4月金价高点也未超过2006年5月的水平，此期间黄金价格相对涨幅约为20%。2007年8月美联储降低窗口贴现利率使得市场降息预期得到确认，金价自此开始一轮快速上涨，9月议息会议确认降息以后金价继续上涨，区间总体涨幅达到40%左右。

股票价格：2007年6月份开始股票价格逐步表现出相对收益（相对沪深300指数），而黄金股的更明显相对收益体现在2007年8月美联储降低窗口贴现利率之后。与黄金价格不同的是，美联储9月正式降息的时点基本宣告了此区间内黄金股相对收益最容易获得阶段的结束，此后黄金股的相对收益逐步收窄。

图表3：2006-2007年金价涨跌幅与黄金股票相对收益



来源：Wind，国金证券研究所

2. 2008年1月-2008年12月复盘

(1) 重要事件时间轴

2008年01月22日，美联储紧急降息75个基点，至3.50%，这是美联储自1980年代以来降息幅度最大的一次。

2008年01月30日，美联储降息50个基点。

2008年03月11日，美联储再次联合其它四大央行宣布继续为市场注入流动性，缓解全球货币市场压力。

2008年03月17日，美联储意外宣布调低窗口贴现率25个基点，到3.25%。

2008年03月19日，美联储宣布降息75个基点，并暗示将继续降息。

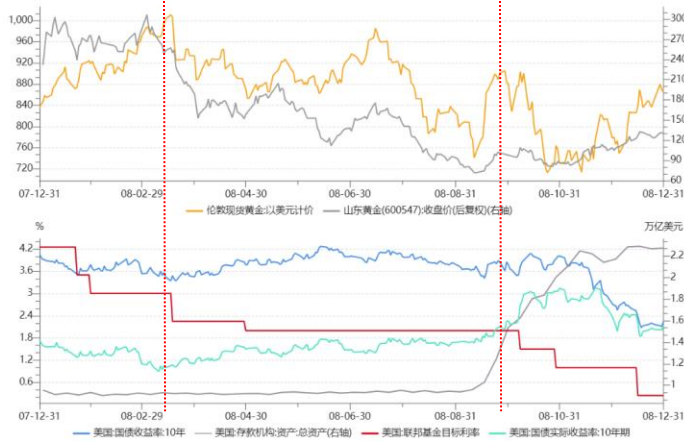
2008年09月15日，美国第四大投资银行雷曼兄弟公司宣布申请破产保护。

2008年10月02日，美国参议院74票对25票通过了布什政府提出的7000亿美元新版救市方案，美参议院投票表决的救市方案总额从原来的7000亿美元提高到了8500亿美元。

2008年10月08日，美联储宣布降息50个基点至1.5%，欧洲央行、英国央行、加拿大央行、瑞典央行和瑞士央行也纷纷降息50个基点。

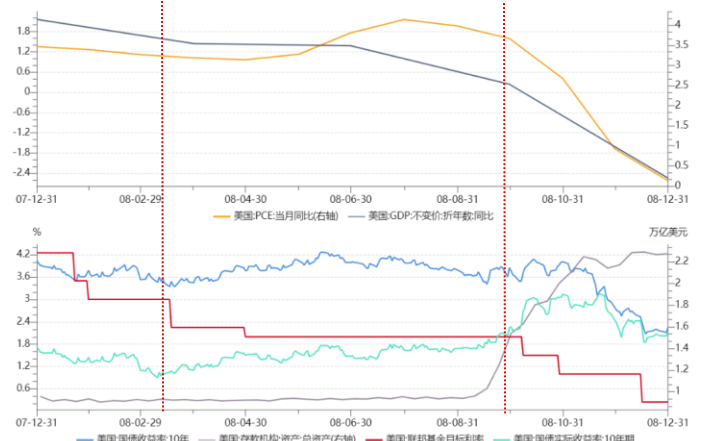
2008年12月16日，美联储将联邦基金目标利率调降至0-0.25%的零利率区间。

图表4: 2008年利率、金价与股价



来源: Wind, 国金证券研究所

图表5: 2008年美国GDP与PCE物价指数



来源: Wind, 国金证券研究所

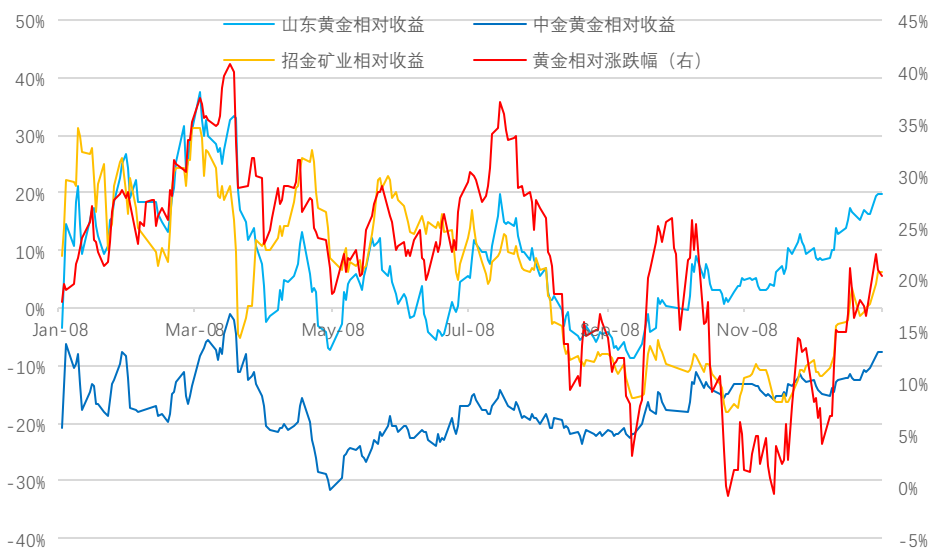
(2) 复盘区间特征

名义利率: 受次贷危机引致的流动性紧缩影响, 美债长短端名义利率在2008年6月以前均出现走高, 而美联储联合其他央行持续释放流动性效用有限, 美国PCE物价指数在2008年5-7月持续走高, 带动通胀预期和美债名义利率进一步走高。2008年7月以后, 相关风险事件进一步演绎, 叠加8月通胀增速下降, 美债名义利率逐步回调。

黄金价格: 2008年3月以后的实际利率抬升对黄金价格形成核心压制, 此区间内黄金价格宽幅震荡, 形成前高后低走势。

股票价格: 相对收益不明显, 且获得难度较大, 需要承受较大波动。

图表6: 2008年金价涨跌幅与黄金股票相对收益



来源: Wind, 国金证券研究所

3. 2009年1月-2011年12月复盘

(1) 重要事件时间轴

2008年11月25日, 美联储首次公布将购买机构债和MBS, 标志着首轮量化宽松政策的开始。

2009年12月08日, 惠誉将希腊信贷评级由A-下调至BBB+, 前景展望为负面。

2010年04月27日, 标准普尔把希腊信用评级从BBB下调为BB+。同日, 同样存在严重债务问题的葡萄牙也遭降级。西班牙的信用评级第二天也被下调。

2010年04月28日, 联储的首轮量化宽松政策正式结束。

2010年05月10日, 欧盟27国财长决定, 联手国际货币基金组织设立一项总额高达7500

亿欧元的稳定机制，帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国，阻止希腊债务危机蔓延。

2010年07月13日，国际信用评级机构穆迪把葡萄牙的信用评级降至A1。

2010年11月04日，美联储宣布启动第二轮量化宽松计划，计划在2011年第二季度以前进一步收购6000亿美元的较长期美国国债。

2010年12月17日，发生在突尼斯的自焚事件成为整个“阿拉伯之春”运动的导火索。

2011年05月16日，美国债务达到法定上限14.29万亿美元。当月，财政部开始采取非常规措施管理财政，以使政府债务在最后期限8月2日到来前不至“断供”。

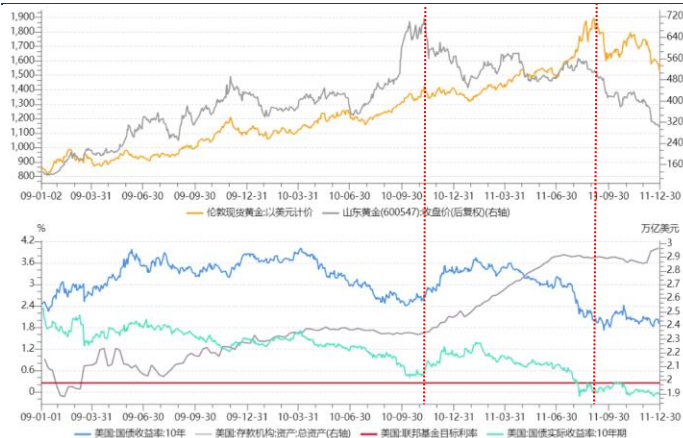
2011年06月23日，美联储宣布维持0-0.25%的现行联邦基金利率不变，价值6000亿美元的新一轮的定量宽松政策(QE3)将如期在6月30日结束。FOMC在声明中未暗示将启动新一轮的定量宽松政策(QE3)。

2011年06月27日，奥巴马与国会参议院领导人就提高债务上限举行会谈。此后，奥巴马就债务上限问题多次会见国会两党领导人，但成果有限。

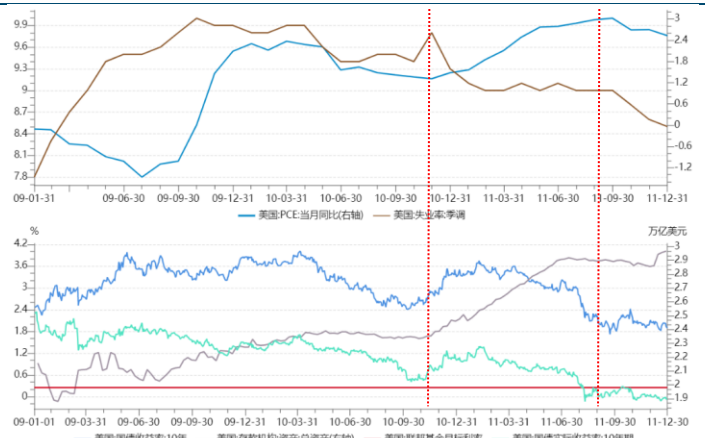
2011年07月31日，经过艰苦谈判，两党终于在提高债务上限方面取得共识。

2011年09月21日，美联储宣布维持0-0.25%的现行联邦基金利率不变。FOMC在声明中宣布将推出价值4000亿美元的扭曲操作(OT)，在2012年6月底之前购买4000亿美元的6年期至30年期国债，而同期出售规模相同的3年期或更短期国债。

图表7: 2009-2011年利率、金价与股价



图表8: 2009-2011年美国PCE物价指数与失业率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

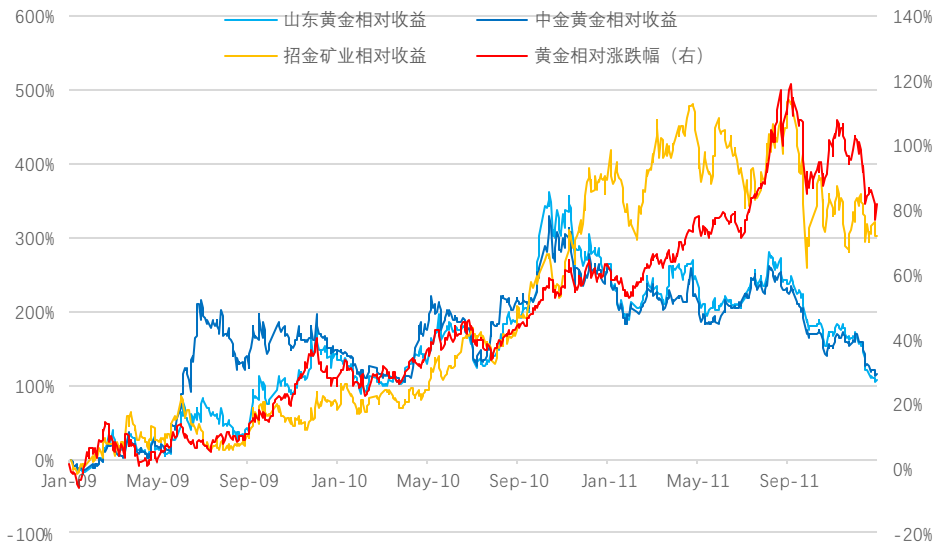
(2) 复盘区间特征

名义利率: 2008年年末启动的QE1使得美联储资产负债表和美国通胀水平同步扩张，在QE1结束以前美债10Y名义利率维持区间震荡，2010年4月QE1结束后至2010年11月QE2开始前，美债名义利率持续走低。2011年6月在QE2结束后，美债10Y名义利率继续走低。

黄金价格: 随着美联储QE1+QE2的轮番实施，叠加欧债危机蔓延，市场实际利率持续走低，助推黄金价格在此区间内持续走高(2011Q1-Q3为美国经济滞胀阶段)。2011年9月的OT操作使得美联储进一步扩表的预期大幅下降，因此黄金价格有所回调。

股票价格: 2010年6-8月伯南克开始向市场暗示推出QE2，而该预期在2010年11月得到兑现，股票的相对收益在QE2宣布前最高。不过这里也要区分A股和H股表现，招金矿业在2011年的股价表现与黄金价格趋势情况较为一致。

图9: 2009-2011 年金价涨跌幅与黄金股票相对收益



来源: Wind, 国金证券研究所

4. 2012 年 1 月-2013 年 12 月复盘

(1) 重要事件时间轴

2012 年 06 月 21 日, 美联储决定将已经到期的扭曲操作 (OT) 延期至年底, 额度再增加约 2670 亿美元。

2012 年 09 月 14 日, 美联储宣布 0-0.25% 超低利率的维持期限将延长到 2015 年中, 将从 15 日开始推出进一步量化宽松政策 (QE3), 每月采购 400 亿美元的抵押贷款支持证券。

2012 年 12 月 13 日, 美联储宣布推出第四轮量化宽松 QE4, 每月采购 450 亿美元国债, 替代扭曲操作, 加上 QE3 每月 400 亿美元的宽松额度, 联储每月资产采购额达到 850 亿美元。

2013 年 05 月 02 日, 美联储宣布, 0-0.25% 超低利率不变, 每月采购 850 亿美元国债和抵押贷款支持证券 (MBS) 的量化宽松政策不变, 随着劳动力市场和通胀前景的变化, FOMC 将增加或减少资产采购的步伐以维持恰当的宽松政策。与此同时美联储高官杜德利等不断表示宽松政策当有所调整, 费城联储主席普罗索、里奇蒙德联储主席莱克等甚至表示要应该立即缩减 QE 规模。

2013 年 05 月 09 日, 有“美联储通讯社”之称的 Jon Hilsenrath 发表了一篇题为“美联储制定退出刺激的计划”的文章。

2013 年 05 月 22 日, 美联储主席伯南克在美国国会发表证词, 首次提及缩减购债 (Taper)。

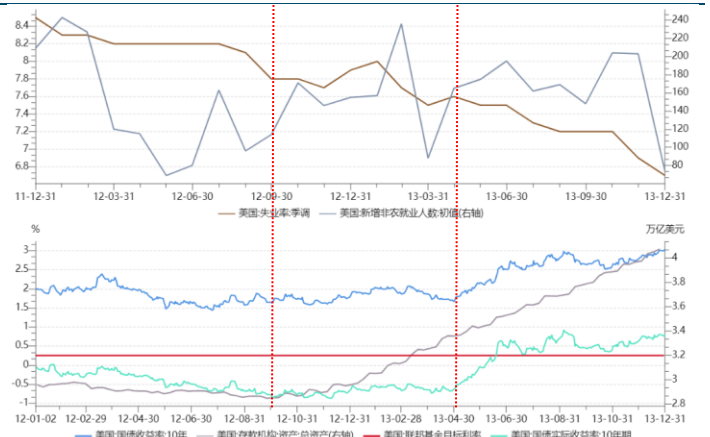
2013 年 12 月 19 日, 美联储利率决议宣布缩减购债规模 100 亿, 逐步退出 QE。

图10: 2012-2013 年利率、金价与股价



来源: Wind, 国金证券研究所

图11: 2012-2013 年美国失业率与新增非农就业 (千人)



来源: Wind, 国金证券研究所

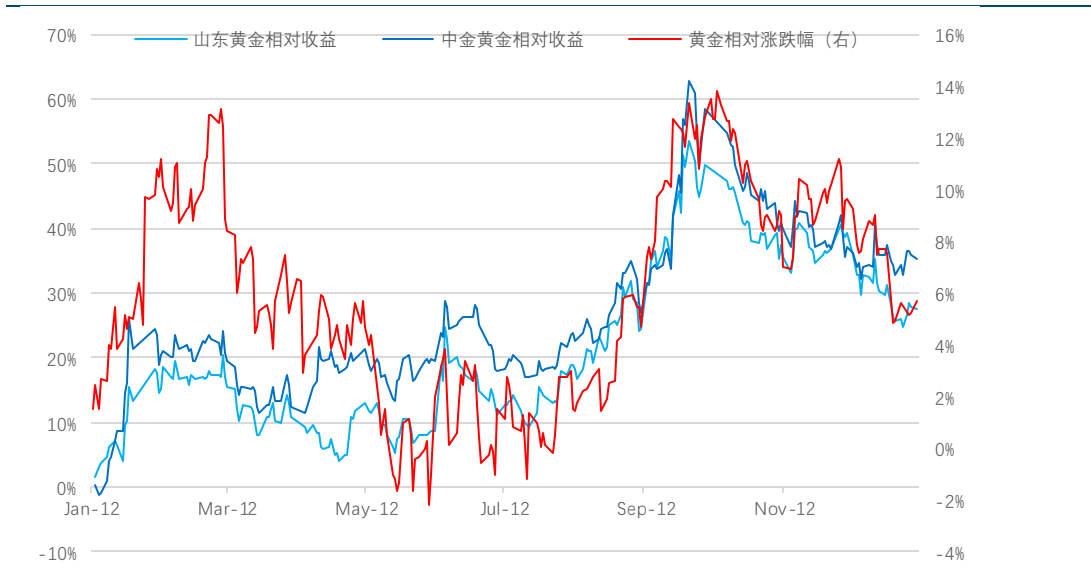
(2) 复盘区间特征

名义利率：2012H1 美联储处于 QE 真空期，新增非农就业人数持续走低，失业率维持高位，实际利率运行区间逐步下降。2012 年 9 月美联储启动 QE3，叠加 Q3 美国新增非农数据逐步改善以及失业率持续下降，美国经济预期逐步向好，名义利率和实际利率运行区间逐步抬升。

黄金价格：2012 年 9 月以前基本维持高位震荡，9 月以后随着经济预期转变金价震荡回落，2013 年 5 月 Taper 预期渐浓，黄金价格出现大幅下跌。

股票价格：2012 年 9 月以前黄金股票相对收益明显，而随着后续经济预期转好，黄金股相对收益逐步收窄。

图表 12：2012 年金价涨跌幅与黄金股票相对收益



来源：Wind，国金证券研究所

二、2018-2020 年复盘

1. 2018 年 8 月-2019 年 8 月复盘

(1) 重要事件时间轴

2018 年 05 月 08 日，美国总统特朗普在白宫宣布美国退出伊核协议。

2018 年 08 月 06 日，美国开始对伊朗开始进行第一次石油制裁。美国总统特朗普签署了一项行政命令，以重启 2015 年达成“伊核协议”后奥巴马政府解除对伊朗的一部分制裁。

2018 年 09 月 17 日，特朗普政府发表声明宣布将于 9 月 24 日起对约 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%。

2018 年 10 月 23 日，“未来投资倡议”大会在沙特首都利雅得开幕。沙特能源部部长和沙特阿美董事长法利赫在会议上表示，该国已将石油产量提高到 1070 万桶/日，接近历史最高水平。沙特有能力在 3 个月内达到 1200 万桶/日的产量，以弥补美国制裁伊朗能源产业带来的供应缺口。

2018 年 11 月 04 日，为了让伊朗在伊核协议上做出妥协，美国对伊朗开启了第二轮的制裁，封锁伊朗所有的石油出口途径，目标实现全世界范围内伊朗石油的零进口。美国在制裁伊朗的同时也给出了八个拥有豁免权的国家和地区：中国、韩国、印度、日本、意大利、土耳其、希腊及中国台湾等国家和地区仍可进口伊朗石油，豁免期限为半年。

2018 年 12 月 07 日，备受关注的欧佩克会议在维也纳召开，主要产油国 7 日晚在会上宣布同意“减产联盟”合计减产 120 万桶/日。在减产配额方面，欧佩克将减产 80 万桶/日，非欧佩克将减产 40 万桶/日。

2019 年 03 月 21 日，美联储公布 2019 年 3 月议息决议。本次会议不加息，并公布停止缩表具体事宜。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4月22日，美国政府在白宫网站上发布声明称：“美国总统特朗普已经决定，不再延长将于5月初到期的‘重大削减豁免条款’。这一决定旨在将伊朗的石油出口降至零，从而剥夺该政权的主要收入来源。”

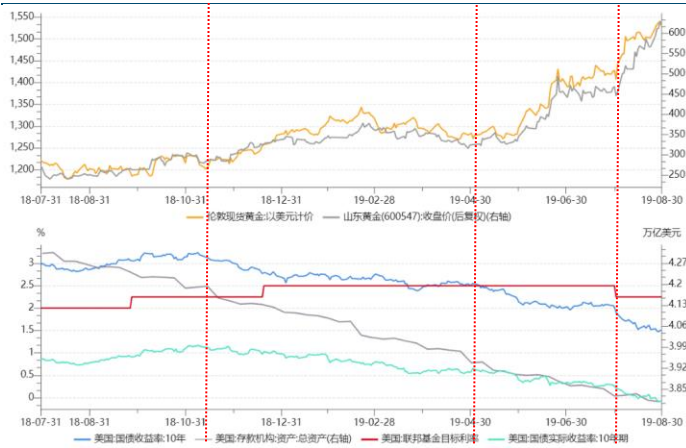
2019年05月02日，美联储公布会议声明，维持联邦基金利率在2.25%-2.5%不变，将超额准备金利率(10ER)从2.4%降至2.35%。

2019年05月22日，美联储公布4月30日—5月1日召开的货币政策会议纪要。会议纪要显示，FOMC重申了以“耐心的方式”确定未来利率调整，这与此前几次会议的表态一致，但仍显示了一定宽松迹象。截至5月22日，芝加哥商品交易所的美联储观察工具显示，FOMC在接下来三次会议上较大概率仍将维持联邦基金利率在2.25%—2.5%的目标范围不变，但到2019年12月份的会议，预测降息的概率开始超过维持利率不变的概率，降息至2.0%—2.25%的概率为43.2%，维持目前利率范围的概率仅31.6%。

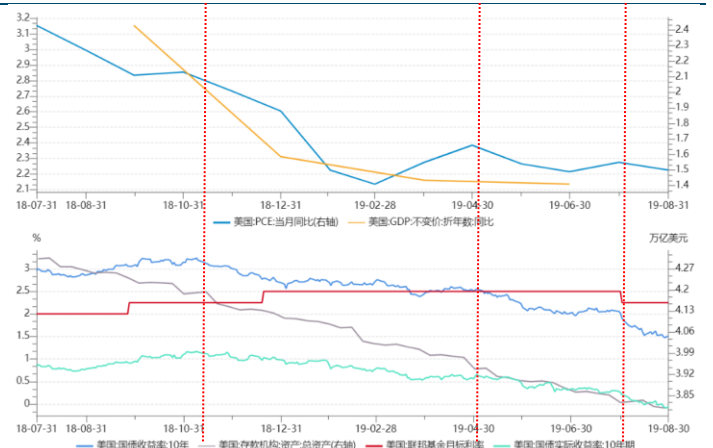
2019年06月20日，美联储公布议息决议，维持联邦基金目标利率区间不变，但开始释放降息信号。在联储17个参与点阵图投票的官员中，有7人认为2019年应该降息一次，1人认为降息两次，8人认为应保持利率不变，1人认为加息一次。

2019年08月01日，美联储宣布降息25个基点，将联邦基金利率目标区间下调至2.00%-2.25%，在降息的同时，美联储FOMC声明还称，将于8月1日结束缩表计划，原定计划是到9月末停止缩表。

图表13：2018-2019年利率、金价与股价



图表14：2018-2019年美国GDP与PCE物价指数



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

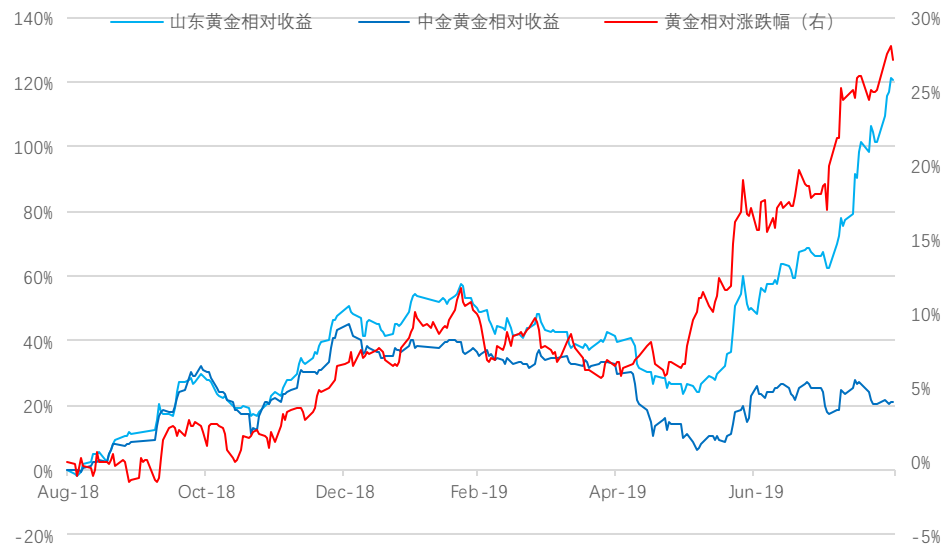
(2) 复盘区间特征

名义利率：2018年8月开始美国对伊朗进行第一次石油制裁，此后油价有所上涨，但沙特增产使得美国制裁带来的缺口弥补，油价在18年年底趋势性下跌，带动市场通胀预期持续走弱。油价下跌带动PCE物价持续下降，带动美债10Y名义利率自2018年11月开始逐步下移，GDP走弱带动实际利率逐步走弱。虽然2018年12月议息会议加息25BP，但是符合当时的市场主流预期。市场利率在美联储完成最后一次加息前就开始下降。2019年4月美国对伊朗石油制裁的进一步加重致使再次进入下跌趋势，PCE物价指数跟随调整实际利率持续下移。

黄金价格：在实际利率的带动下金价逐步走高，且2019年5月末市场对美联储年内降息预期升温，带动金价进一步上涨。

股票价格：此区间内股票价格与黄金价格走势较为一致，但是股票相对收益不及2006-2007年的行情，可能的原因是这一轮金价上涨伴随的是美联储不降息的情况下继续缩表，市场流动性并没有2006-2007年那么充裕。

图表 15: 2018-2019 年金价涨跌幅与黄金股票相对收益



来源: Wind, 国金证券研究所

2. 2019 年 8 月-2020 年 12 月复盘

(1) 重要事件时间轴

2019 年 11 月 20 日, 美联储 FOMC 会议纪要显示, 委员普遍同意, 除非美国经济状况发生重大变化, 否则可能无需再次降息。

2019 年 12 月 12 日, 美联储发布 12 月议息会议声明, 宣布维持联邦基金目标利率 1.50%-1.75% 不变, 点阵图显示美联储已结束降息阶段, 并有望在 2021 年重启加息。

2020 年 03 月 03 日, 美联储突然宣布下调基准利率 50 个基点至 1%-1.25%, 以应对新冠肺炎疫情给经济活动带来的风险。

2020 年 03 月 15 日, 美联储降息 100bp 至 0%-0.25%, 并推出 7,000 亿美元的量化宽松计划。

2020 年 03 月 23 日, 美联储开启无限量 QE, 对于美债和 MBS “不限量” 购买。

2020 年 05 月 21 日, 4 月的货币政策会议纪要显示, 一些 FOMC 成员提出了使用 “收益率曲线控制” (YCC) 工具的可能性。

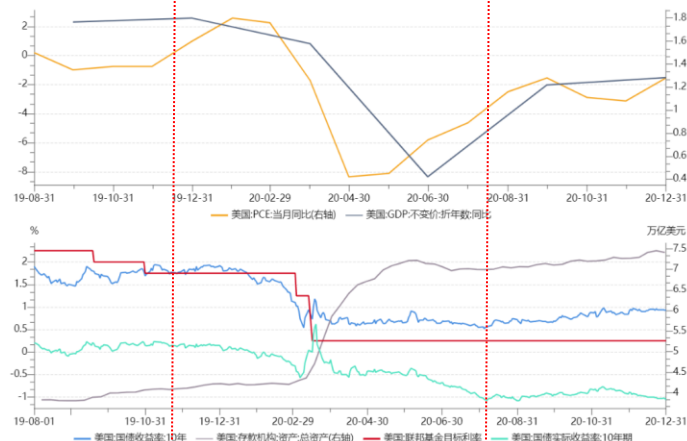
2020 年 06 月 11 日, 美联储议息会议承诺维持当前的资产购买 (国债与 MBS) 速度——下个月将以每月 800 亿 (美债) +400 亿 (MBS) 美元的速度实施资产购买。鲍威尔表示已经听取了有关收益率曲线控制的研究。

2020 年 08 月 07 日, 美国劳工部公布了 7 月非农就业报告, 数据录得新增就业人数为 176.3 万人, 高于预期的 160 万人, 增幅创有记录以来第三高水平。5 月份非农新增就业人数从 270 万人上修至 272.5 万人, 6 月份非农新增就业人数从 480 万人下修至 479.1 万人。

图表16: 2019-2020年利率、金价与股价



图表17: 2019-2020年美国GDP与PCE物价指数



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

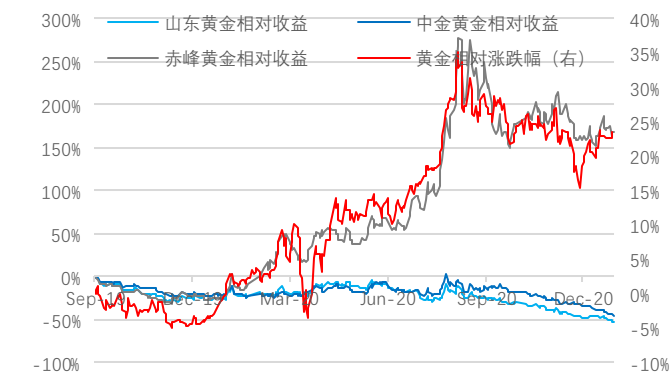
(2) 复盘区间特征

名义利率: 2019Q3-4 油价逐步攀升, 通胀预期持续走高, 带动 10Y 美债名义利率走高, 随着国内疫情逐步显现, 通胀高位运行的情况下, 实际利率加速下行。2020 年开始美联储持续降息叠加无限量化宽松政策, 名义利率带动实际利率持续下行。2020 年 7 月非农数据超预期, 美国经济数据逐步好转, 名义利率和实际利率逐步上移。

黄金价格: 金价在 2020 年 8 月以前整体呈现上涨趋势, 其中 2020 年 3 月受全球流动性危机影响, 出现深 V 走势。复盘区间内黄金涨幅最高达 30% 以上。

股票价格: 复盘区间内金价波动幅度较大, 总体来看大多数黄金股没有相对收益, 在此区间内具备明显相对收益的黄金股, 基本面表现为未来几年产量高增状态, 因此对择股的要求较高。

图表18: 2019-2020年金价涨跌幅与黄金股票相对收益



图表19: 全球负收益率债券规模占比



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三、前两轮大周期复盘结论

1. 停止加息至开始降息时间段为黄金股票配置最优时间段

美联储停止加息或者即将停止加息的时间点开始直到美联储开始首次或第二次降息的时间点是黄金股票配置的最佳时间区间, 此区间内黄金股票的相对收益更为明显。从黄金股票实现相对收益的速度快慢以及幅度来看, 在此区间内, 最快实现最大相对收益的阶段为美联储释放降息信号时间点至首次或第二次实际降息时间点。

2. 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

美联储一轮降息周期的第二或第三次降息时间点开始直到预期美联储流动性边际收紧的时间段, 黄金价格的相对涨幅会超过前一时间段。此时间段内黄金股票虽然依然存在绝对收益, 但是相对收益显著低于前一时间段, 且相对收益获取难度较大, 需要承受较大的区间波动。另外, 这一时间段内对择股的要求显著提高, 如果选择的标的的基本面一般则可能没有相对收益, 只有未来几年产量增速显著超预期的标的才能实现显著超额收益。

3. 流动性放松时点较易把握，流动性收紧时点需多重数据验证

过去两轮最优配置时段内，美联储释放流动性的时间点与全球性重大风险事件关联度较高，且在实际宽松前均存在相关信号出现。而在流动性边际收集时点，可能与当时的经济数据有关，或与美联储货币政策工具的切换有关，流动性收紧的时间点只能后验判断。从这一点来看，一轮黄金价格上涨周期高点的判断也存在后验性。

4. 流动性的量和价同样重要，降息+扩表的货币政策组合对金价和黄金股票更友好

在2006年4月-2007年12月，美联储货币政策的量价组合为（准备）降息+扩表，期间金价涨幅达到40%左右，黄金股票相对收益为400-800%。而在2018年8月-2019年8月，美联储货币政策的量价组合为（准备）降息+缩表，期间金价涨幅达到25%左右，黄金股票相对收益40-120%。

四、2022-2023年复盘及后续展望

1. 2022年1月-2023年3月复盘

（1）重要事件时间轴

2022年03月08日，美国总统拜登发表讲话宣布，禁止从俄罗斯进口石油。

2022年03月16日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.25%至0.5%的水平，符合市场预期。美联储临时主席鲍威尔在货币政策例会后的记者会上表示，美联储官员就缩表事宜的讨论已取得较大进展，最快将在5月宣布开始缩表，速度将快于上一个周期。

2022年05月04日，美联储宣布加息50个基点，将联邦基金利率目标区间上调到0.75%至1%之间。这是自2000年以来加息幅度首次达到50个基点，显示美联储收紧货币政策的紧迫性。美联储公布缩表计划，将从6月份开始以每月475亿美元的速度缩表，其中国债300亿美元，机构债务和机构抵押贷款支持证券（MBS）175亿美元；3个月之后，每个月的缩表力度将扩大至最高950亿美元，其中美国国债600亿美元，MBS350亿美元。

2022年05月31日，欧洲联盟成员国领导人5月30日原则上就禁止进口俄罗斯石油达成一致。

2022年06月02日，欧盟批准对俄罗斯第六轮制裁，包括立即禁止进口75%的俄罗斯石油、在今年年底前将欧盟从俄罗斯进口的石油削减90%等。

2022年06月15日，美联储宣布上调联邦基金利率75bp至1.50-1.75%目标区间，符合近一周CME利率期货市场预期，但显著超出一周前的市场预期和美联储5月会议的引导。

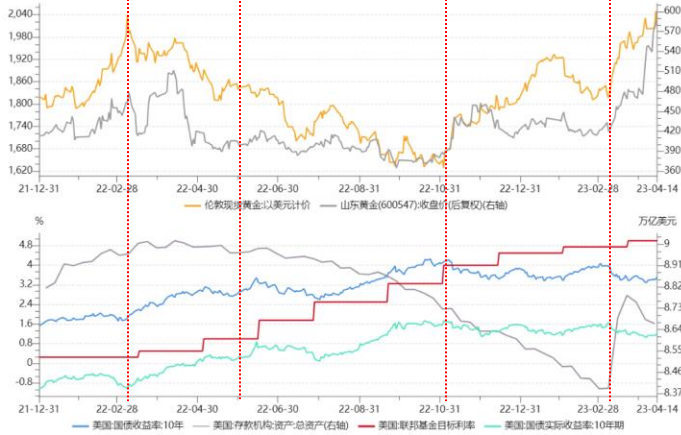
2022年11月02日，美联储11月FOMC会议如期加息75BP。在确定今后的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策对经济和通胀的滞后影响、以及经济和金融发展状况。

2023年03月09日，SVB宣布甩卖资产（出售210亿美元的可供出售证券，并因此遭受18亿美元亏损）+股权融资22.5亿美元。同时间，Silvergate银行宣布倒闭。硅谷银行下跌60%，美国银行股普遍下跌。

2023年03月14日，瑞士信贷集团(Credit Suisse)宣称在2021年和2022财年的报告程序中发现“重大缺陷”。次日，瑞士信贷开盘跌近30%，股价再创历史新低。

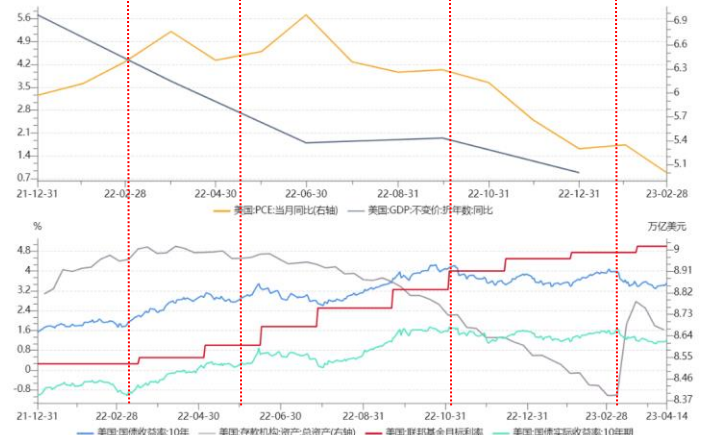
2023年3月23日，美联储在3月议息会议后宣布加息25bp，将联邦基金利率区间提升至4.75-5.0%，缩表上限按计划维持每月950亿美元。

图表20：2022-2023 年利率、金价与股价



来源：Wind，国金证券研究所

图表21：2022-2023 年美国 GDP 与 PCE 物价指数



来源：Wind，国金证券研究所

(2) 复盘区间特征

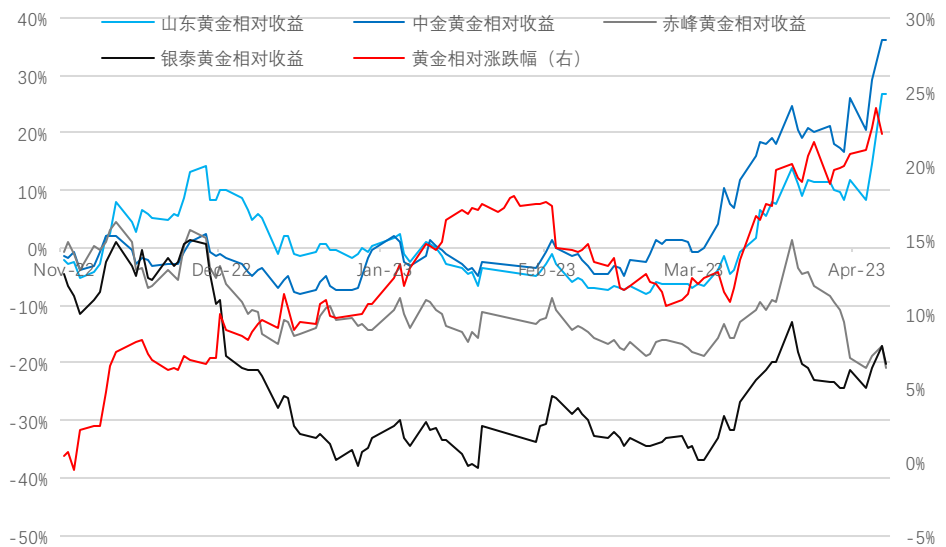
名义利率：2022 年 3 月议息会议为美联储在疫情后的首次加息，加息幅度为 25BP，而此后的两次加息幅度分别为 50BP 和 75BP，而在 2022 年 11 月议息会议美联储在本轮的连续四次 75BP 加息后，对后续加息速度的态度转鸽。以此次议息会议为时间节点，10Y 美债名义利率开始逐步走弱。2023 年 3 月 SVB 事件的爆发使得原本持续收缩的美联储资产负债表突然扩张，此后 3 月议息会议继续加息 25BP 的同时，继续维持缩表。SVB 事件后美债 10Y 名义利率进一步带动实际利率下移。

与前两轮加息周期不同是，本轮加息周期从加息幅度来看经历了由慢到快再到慢的过程，而前两轮我们复盘周期对应的加息周期中，美联储每次加息的时间虽然不固定，但是加息的幅度是固定的，本轮加息周期从加息幅度变化角度来看反而比较类似 1994-1995 年的加息周期。这种加息速率变化是导致本轮金价再次启动上涨的时点早于美联储最后一次或倒数第二次加息。

黄金价格：金价自 2022 年 11 月美联储放缓加息速度以后逐步上涨，而 SVB 事件的爆发使得市场预期美联储或因为信用收缩等原因更快结束加息过程，这使得金价加速上涨。2022 年 11 月至今，金价涨幅超过 20%。

股票价格：本轮金价上行周期中，黄金股票价格与金价的启动时点接近，但是不同标的之间表现差异较大，表现较好的标的在此轮金价上涨过程中的相对收益超过 30%。

图表22：2022 年 11 月至今金价涨跌幅与黄金股票相对收益



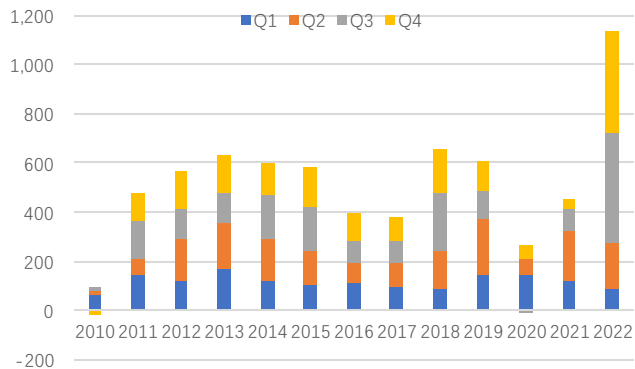
来源：Wind，国金证券研究所

2. 后续展望:黄金权益交易已进入右侧时点,把握降息前的相对收益最易获得阶段

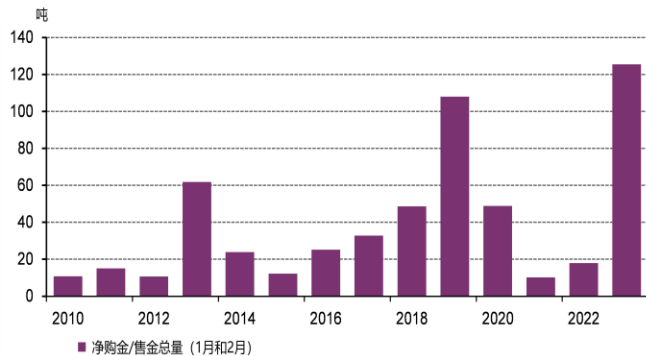
(1) 黄金定价范式升维,信用定价主要供需平衡

2022年三季度开始,全球央行净购金量大幅增长,2022年全球央行黄金需求量为1135.7吨,创2010年以来的新高。据世界黄金协会数据,2023年1-2月,全球央行继1月份购金74吨之后,2月已公布的全球黄金储备数据显示各国央行又合计增储了52吨黄金,这已经是连续第11个月实现净购金,这是至少自2010年以来最强劲的央行购金开局。

图表23:全球央行黄金需求量(吨)



图表24:全球央行净购金情况(1-2月)



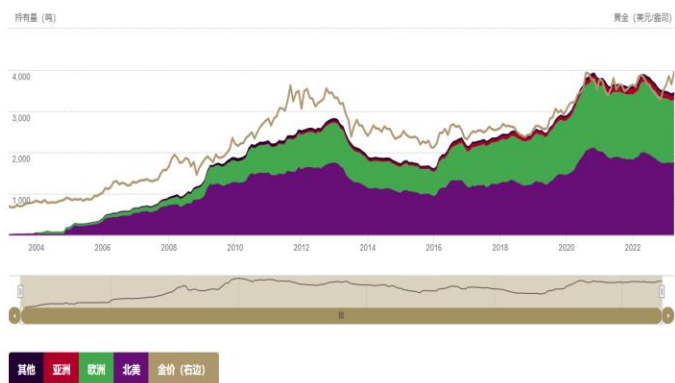
来源:世界黄金协会,国金证券研究所

来源:世界黄金协会官网,国金证券研究所

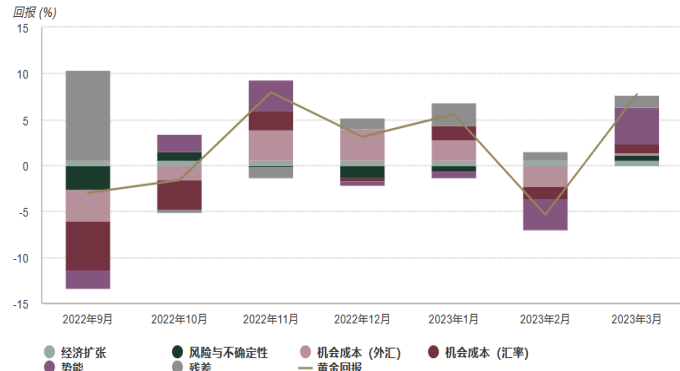
而全球黄金ETF持仓量自2022年4月以后持续下降,2023年3月略有反弹。从黄金ETF持仓量与金价的对比图中可以发现,自2022年11月以来,黄金ETF持仓量与黄金价格出现明显背离。历史来看,二者相互背离曾有发生,但是大趋势上二者相关性较高。而近几个月金价与黄金ETF持仓量的背离,我们认为主要是近期黄金交易定价范式已经从中观框架的全球实际利率定价升维至上层框架的美元信用定价。在逆全球化的时代背景下,美元信用逐步被蚕食导致各国央行对于黄金需求量的激增,进而引致黄金传统供需平衡表发生较大变化,推动金价大幅上涨。

据世界黄金协会,短期金价表现归因模型(GRAM)是有关金价月度回报的多元回归模型,其中包括四类关键的金价表现驱动因素:经济扩张、风险与不确定性、机会成本以及势能,这些驱动因素的相关主题反映了黄金需求背后的动机,更为重要的是投资需求背后的动机。在过去的三个月中,残差这一项均为正值。世界黄金协会Qaurum模型的经验法则,需要约30吨的黄金需求才能使价格上涨1%,而4.8%的累计残值则代表着约为140吨的黄金需求量,这恰好与全球央行目前已报告的增储数字接近。

图表25:全球黄金ETF持有量及金价



图表26:短期金价表现归因模型(GRAM)



来源:世界黄金协会官网,国金证券研究所

来源:世界黄金协会官网,国金证券研究所

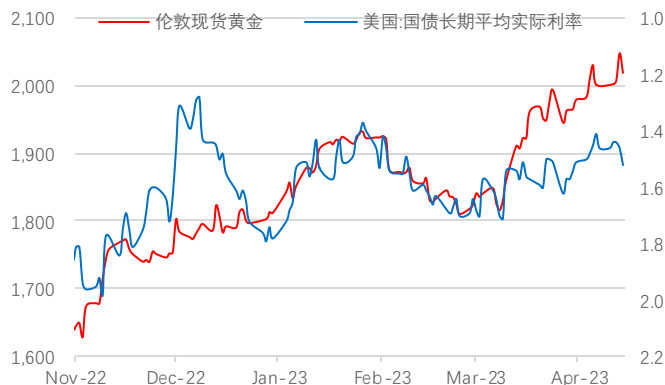
(2) 实际利率框架依然有效,名义金价高度可达2350美元/盎司

如果将短期实际利率相对位置和金价相对位置进行对比,市场可能认为实际利率高度并未出现明显下降,但是黄金价格已经再次突破2000美元/盎司,因此认为传统中观框架中实际利率与金价的负相关性失效。但是如果将2022年11月以来的长期实际利率与金价做对比,可以发现二者依然维持着较为显著的负相关关系,而市场的核心关注点在于二者的相对位置而非方向,因此我们认为后续随着美联储进入降息周期,名义利率的下降仍将带动实际利率下行,推动黄金价格进一步上涨。

通过将黄金价格剔除美国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，2011 年实际金价达到 780 美元/盎司，2020 年实际金价接近 760 美元/盎司。2023 年 3 月实际金价约为 633.7 美元/盎司，相对历史高点的 780 美元/盎司还有 23% 左右的空间，如果按此空间对应 3 月均价 1912.73 美元/盎司，在美国 CPI 指数不变的情况下，名义金价高度可达 2350 美元/盎司。

图表 27: 金价与美债长期实际利率 (右轴, 逆序)



图表 28: 扣除通胀以后得美元黄金金价 (美元/盎司/CPI)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

五、投资建议&投资标的

黄金权益交易已进入右侧时点，把握降息前的相对收益最易获得阶段。虽然目前市场预期 5 月份还存在 25BP 的加息幅度，但是从 2022 年 11 月美联储降低加息幅度以后，金价和黄金股票已经进入右侧交易机会，5 月份的加息与否并不影响这一判断。对于年内美联储是否降息以及何时降息，其对于黄金股票更多来说是相对收益最易获得阶段结束时的判断。从历史复盘来看，一旦美联储实际首次或第二次降息，意味从此开始黄金股票相对收益获得难度加大，需要寻找市场内此前被低估的高成长性标的。建议关注山东黄金、紫金矿业、中金黄金、招金矿业、银泰黄金、湖南黄金、华钰矿业等标的。金价上涨带动白银价格同步走强，建议关注白银龙头盛达资源。

六、风险提示

银行风险事件继续发酵，全球流动性出现紧缩。目前 SVB 事件引发的流动性紧缩预期有所缓和，但是参考 2007 年的贝尔斯登事件，如果后续事件再次发酵，或引发金融系统的流动性风险，进而导致金价出现趋势性下跌。

美联储加息高度超预期，美国经济状况超预期。目前市场预期美联储在 5 月加息 25BP，如果后续美国 CPI 等数据再次出现超预期表现，亦或美国经济数据逐步好转，则实际利率存在上行风险，金价存在下行风险。

美国通胀快速走弱，导致实际利率大幅抬升。以油价同比增速来看，目前油价已经降至俄乌危机前的水平，后续 CPI 可能存在超预期下行的可能性，带动实际利率大幅抬升。

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。

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》，本报告仅供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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402