

# 美联储调息与金价、黄金股弹性

行业评级：看好

2023年4月16日

分析师	施毅
邮箱	shiyi@stocke.com.cn
电话	18621369158
证书编号	S1230522100002

## 1、美联储调息与金价

- **加息与金价：** 停止加息前10~后20交易日，金价有望上行，历史涨幅均值约6.0%~6.5%。
- **降息与金价：** 开始降息前50~后35交易日，金价有望上行；历史涨幅均值约20%。

## 2、美联储调息与黄金股

- **加息与黄金股：** 停止加息前15~后10、后30~后50交易日，黄金股股价或上行；前者呈现结构性行情，后者呈现整体上涨行情，二者的黄金股回报排序有所对调。
- **降息与黄金股：** 开始降息前60~后20、后60~后85交易日，黄金股股价或上行；前者呈现整体上涨行情，后者呈现结构性行情，二者的黄金股回报排序有所对调。

## 3、建议关注的区间

- 参考CME FedWatch Fool在4月14日给出的预测数据，假设5月3日为美联储末次加息、7月26日为美联储首次降息，则建议关注的区间如下所示：

参考依据	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
加息结束与金价		■						
降息开始与金价			■					
加息结束与黄金股		■		■				
降息开始与黄金股		■	■	■	■		■	■

# 风险提示

- 1、美联储超预期加息
- 2、黄金股业绩释放不及预期
- 3、历史数据不能预测未来的风险

# 目录

CONTENTS

## 01

### 美联储加息与金价

停止加息前10~后20交易日，金价有望上行  
建议关注4月下旬~5月下旬的金价走势

## 02

### 美联储降息与金价

开始降息前50~后35交易日，金价有望上行  
建议关注5月中旬~6月中旬的金价走势

## 03

### 美联储加息与黄金股

停止加息前15~后10、后30~后50交易日，黄金股股价有望上行  
建议关注4月中下旬~5月下旬、6月中旬~7月中旬的黄金股走势

## 04

### 美联储降息与黄金股

开始降息前60~后20、后60~后85交易日，黄金股股价有望上行  
建议关注4月下旬~8月下旬、10月下旬~11月下旬的黄金股走势

# 引言：美联储近轮次调息周期概览

日期	周期长度	加息次数	联邦基金目标利率变动	加息目的	调息转向的时间间隔
1999-06-30 (首次加息) 至 2000-05-16 (末次加息)	10个月	6次	4.75%→6.50% (+175BP)	互联网泡沫开始膨胀, 加息以抑制	7个月
2001-01-03 (首次降息) 至 2003-06-25 (末次降息)	30个月	13次	6.50%→1.00% (-550BP)	应对互联网金融泡沫破裂、911事件等利空经济与股市的事件	12个月
2004-06-30 (首次加息) 至 2006-06-29 (末次加息)	24个月	17次	1.00%→5.25% (+425BP)	抑制房价上涨导致的经济过热和通货膨胀	14个月
2007-09-18 (首次降息) 至 2008-12-16 (末次降息)	15个月	10次	5.25%→0.25% (-500BP)	应对全球金融危机, 美联储降息	84个月
2015-12-17 (首次加息) 至 2018-12-20 (末次加息)	36个月	9次	0.25%→2.50% (+225BP)	2008年金融危机之后, 无限QE导致长时期的低利率环境, 需要遏制通胀上行	8个月
2019-08-01 (首次降息) 至 2020-03-16 (末次降息)	7个月	5次	2.50%→0.25% (-225BP)	应对全球经济放缓以及贸易不确定因素带给美国经济的下行风险; 此后在疫情期间美联储维持低利率水平	24个月
2022-03-17 (首次加息) 至 2023-05-03 (预计末次加息)	13个月 (预计)	10次 (预计)	0.25%→5.25% (+500BP; 预计)	抑制因疫情后无限QE等因素致使的通胀上行	2个月 (预计)
2023-07-26 (预计首次降息)	-	-	-	应对连续加息、全球经济承压背景下美国经济的衰退压力, 以及出现的银行业风险事件	-

# 01

## 美联储加息 与金价

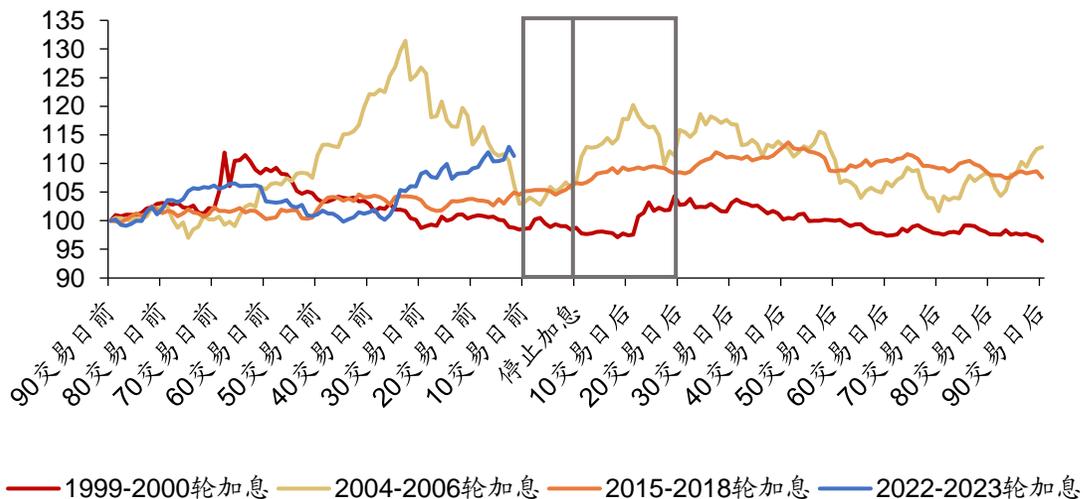
停止加息前10~后20交易  
日，金价有望上行

建议关注4月下旬~5月下  
旬的金价走势

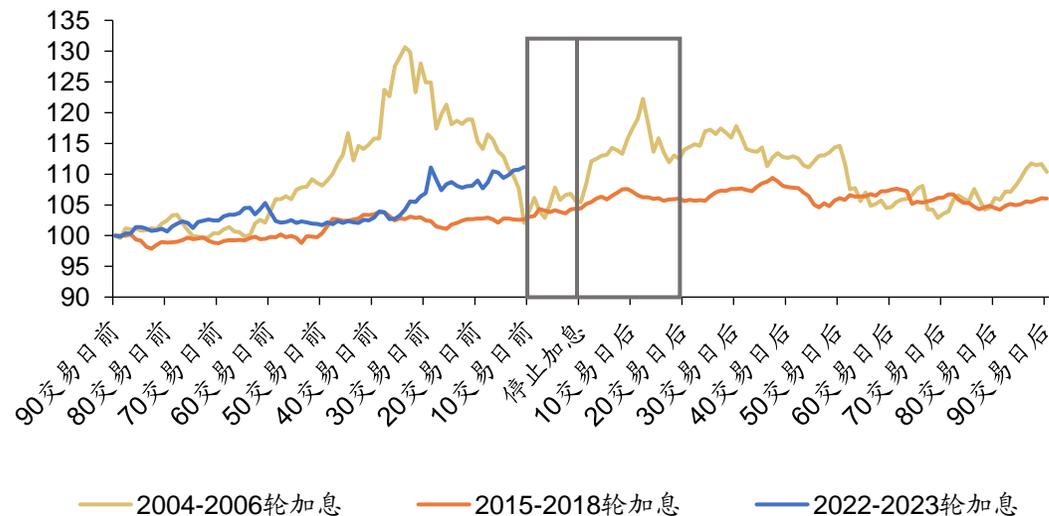
观测停止加息前后各90个交易日

- 整体来看，金价与实际利率负相关，因此美联储进入加息周期会对金价产生压制作用。相反，若美联储进入加息末期乃至停止加息，会减缓实际利率的上行，进而有望利好金价的上涨。**因此，关注并总结美联储加息结束前后的金价走势，或对近期金价走势的研判起到参考意义。**
- 回顾美联储近轮次的加息周期，以停止加息前90交易日为原点，关注180个交易日区间的金价指数化走势。其中，根据CME FedWatch Tool，**假设5月3日为2022-2023轮加息的结束日。**由历史数据可大致得知：
- **在【停止加息前10交易日】至【停止加息后20交易日】区间，金价有望迎来上涨。**

**图：以停止加息前90交易日为原点，180个交易日内的伦敦金价指数化走势**



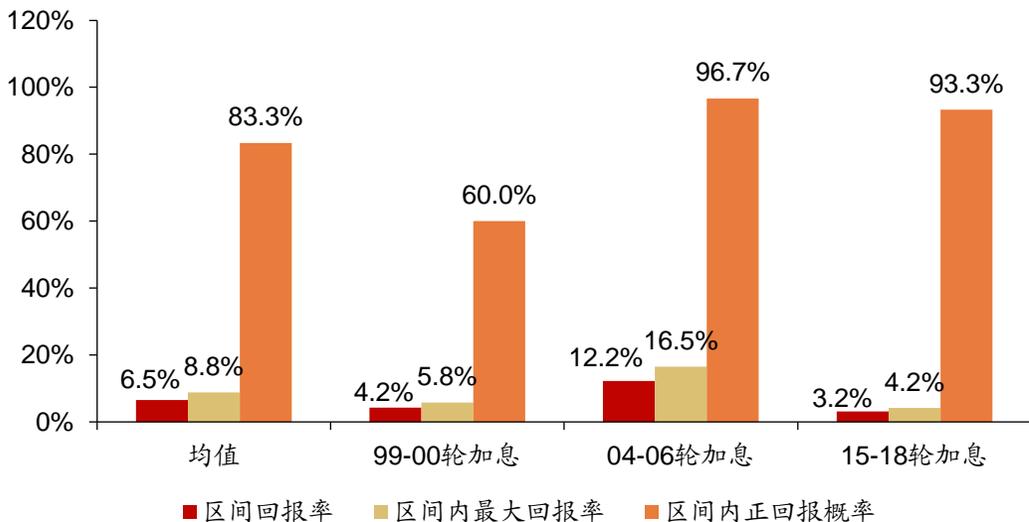
**图：以停止加息前90交易日为原点，180个交易日内的上海金价指数化走势**



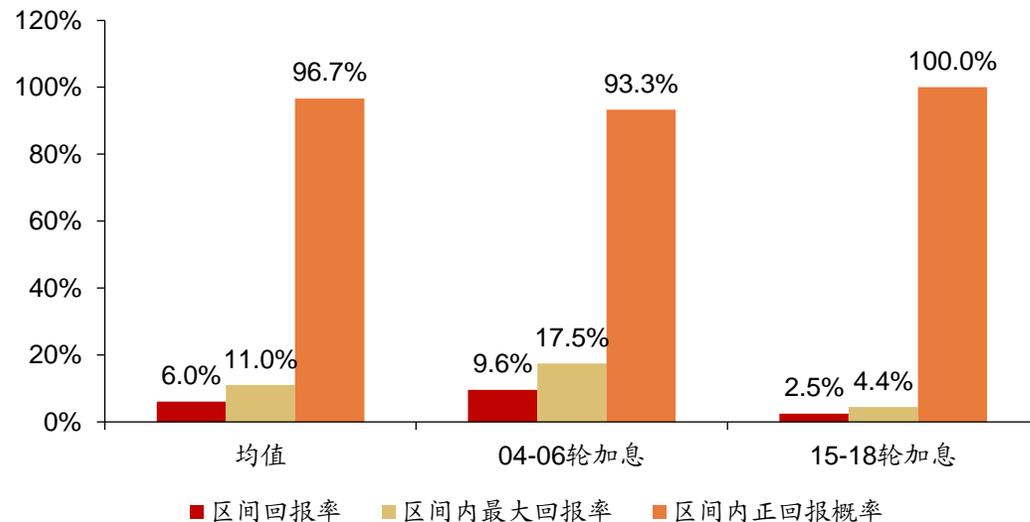
历史加息轮次的区间数据：伦敦金+6.5%；上海金+6.0%

- 进行量化检验，假设在【停止加息前10交易日】买入固定数量的现货黄金，观测终点设置为【停止加息后20交易日】，从历史数据来看均可获得较优秀的回报效果：
- ✓ 区间回报率均值为：伦敦金6.5%；上海金6.0%。
- ✓ 区间内最大回报率均值为：伦敦金8.8%；上海金11.0%。
- ✓ 区间内获得正回报的平均概率为：伦敦金83.3%；上海金96.7%。

图：【停止加息前10交易日】至【停止加息后20交易日】期间伦敦金表现



图：【停止加息前10交易日】至【停止加息后20交易日】期间上海金表现



对应本轮加息周期的【停止加息前10交易日】至【停止加息后20交易日】

➤ **细分注意点：需关注停止加息前60-70交易日开始，金价有没有出现明显的抢跑上涨。**

✓ 如果有，则参考2004-2006轮加息情况，金价在停止加息前30-35交易日的时段或出现阶段性高位，且涨幅较大，或与2006年3月伊朗波斯湾海域军演加剧全球风险担忧有关，对金价造成了短期提振。此后，金价经历回调，并在停止加息10交易日前迎来修复，大概持续到停止加息后10-15个交易日左右，但涨幅不及停止加息前的抢跑涨幅。

✓ 如果没有，则参考1999-2000轮、2015-2018轮加息情况，金价大约在停止加息前10个交易日左右开始整体上涨，持续到停止加息后20个交易日左右。

➤ 从本轮加息来看，金价前期走势介于上述两种情况中间，有部分提前上涨，幅度不及2004-2006轮加息，却高于1999-2000轮和2015-2018轮加息，或与美国经济衰退压力、银行业风险事件等因素的催化有关。因此根据上述经验总结，假设2023年5月3日为美联储本轮的最后一次加息，建议：

✓ 跟踪4月下旬之前的金价走势，以检验观点；

✓ **关注4月下旬至5月下旬（对应本轮周期停止加息的前10交易日至后20交易日）的金价走势。**

# 02

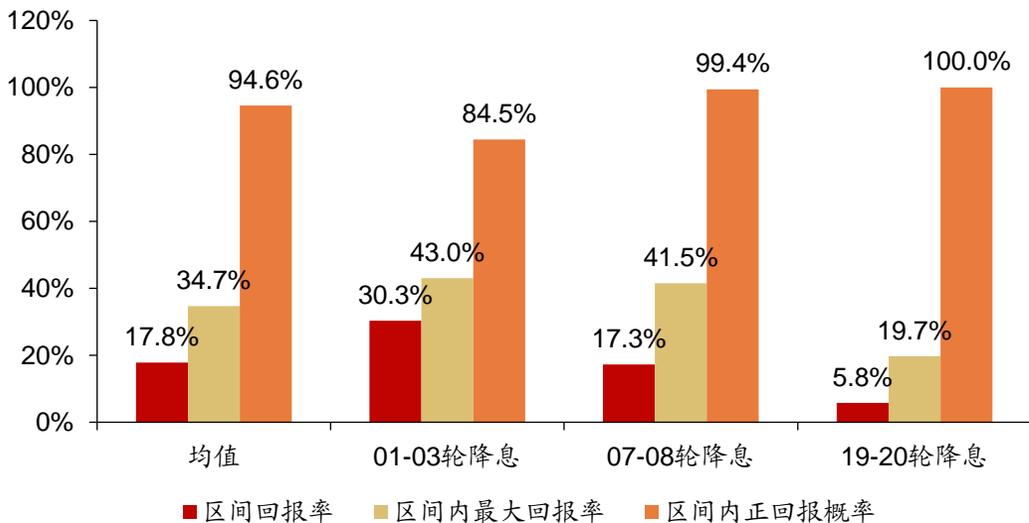
## 美联储降息 与金价

开始降息前50~后35交易  
日，金价有望上行

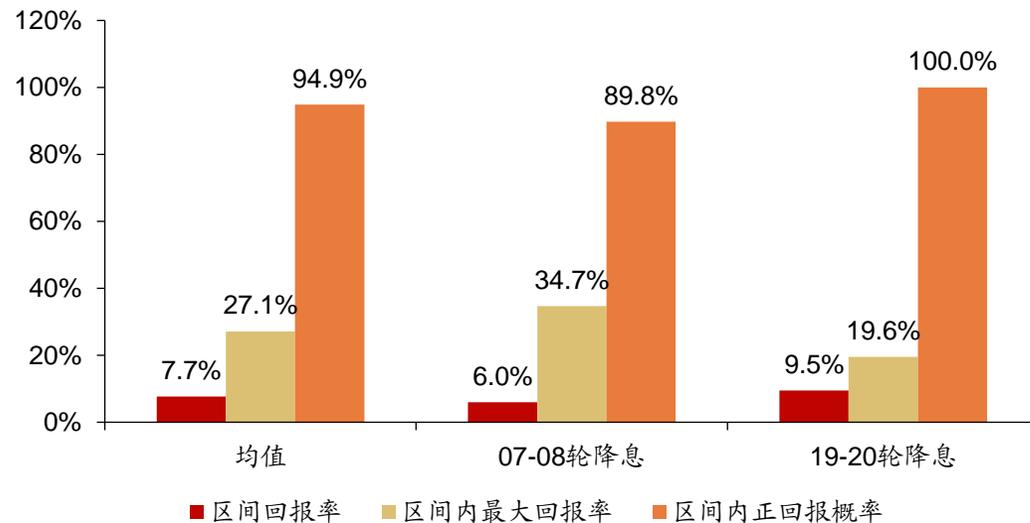
建议关注5月中旬~6月中  
旬的金价走势

- 由金价与实际利率负相关的相同原理可知，若美联储进入降息周期，将直接利于实际利率的下行，进而有望利好金价的上涨。
- 回顾美联储近轮次的降息周期，以首次降息为起点、末次降息为终点，黄金现货价格均有较好的上涨行情，板块配置价值凸显。

图：美联储近轮次降息期间伦敦金价表现



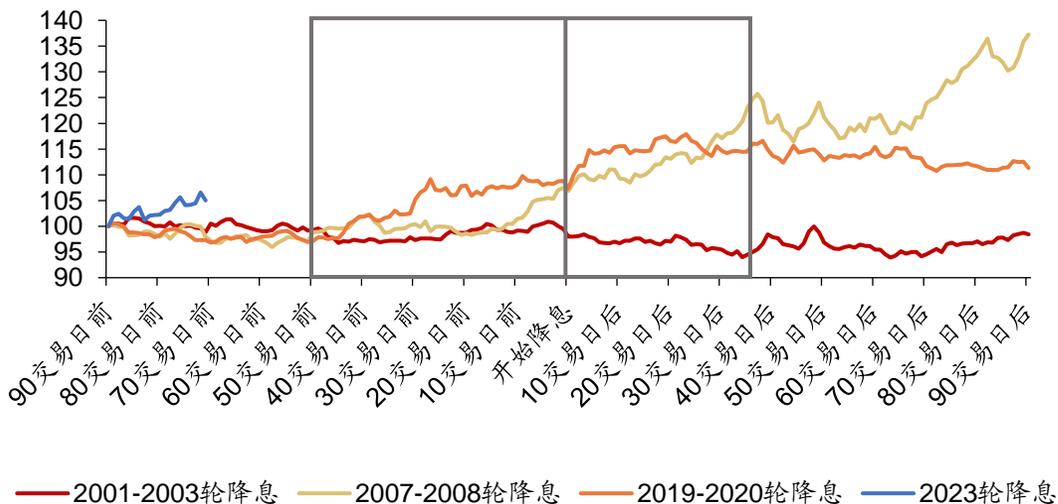
图：美联储近轮次降息期间上海金价表现



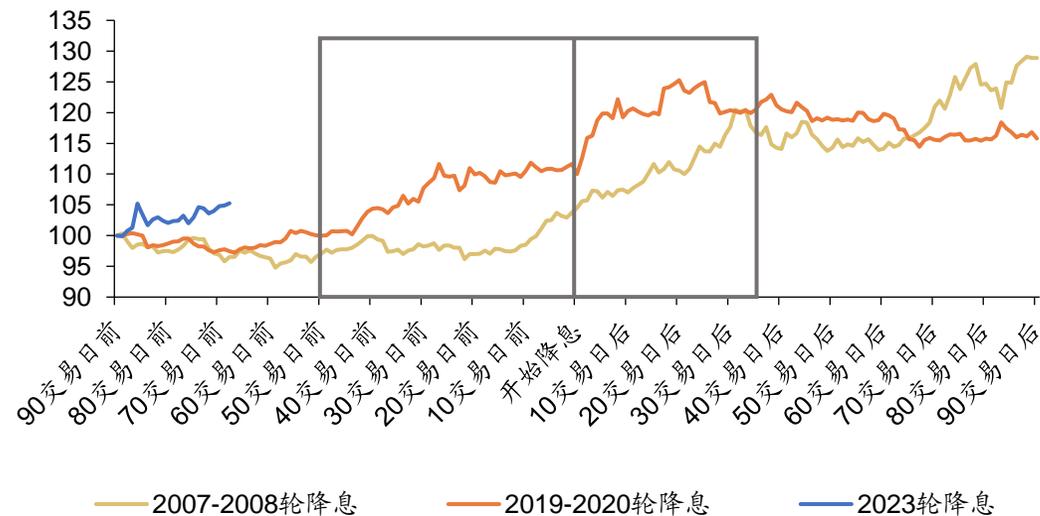
观测开始降息前后各90个交易日

- **进一步寻找确定性区间**，站在降息尚未开始的预期阶段进行分析，以停止加息前90交易日为原点，关注180个交易日区间的金价指数化走势。其中，根据CME FedWatch Tool，**假设7月26日为新一轮降息的开始日**。由历史数据可大致得知：
- 在【开始降息前50交易日】至【开始降息后35交易日】区间，**金价有望迎来上涨**。

图：以开始降息前90交易日为原点，180个交易日内的伦敦金价指数化走势



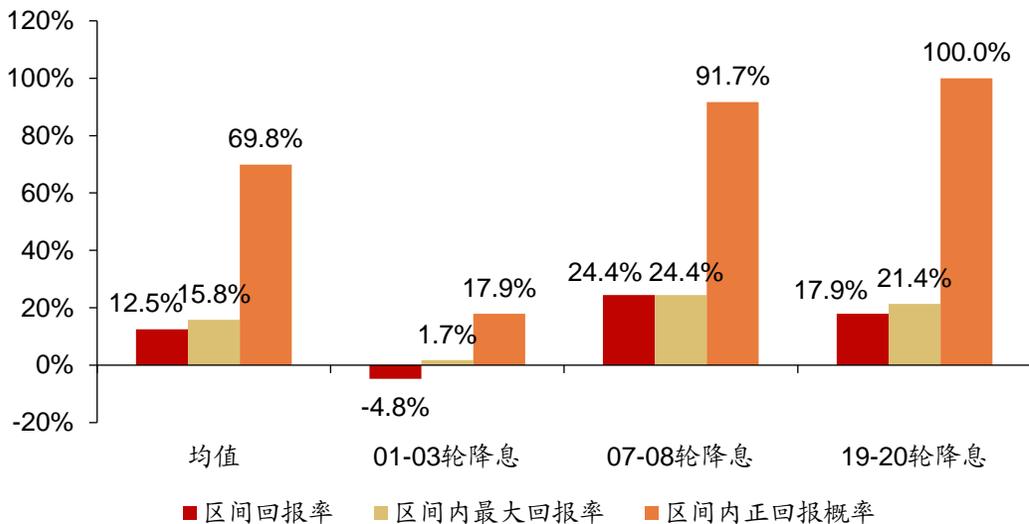
图：以开始降息前90交易日为原点，180个交易日内的上海金价指数化走势



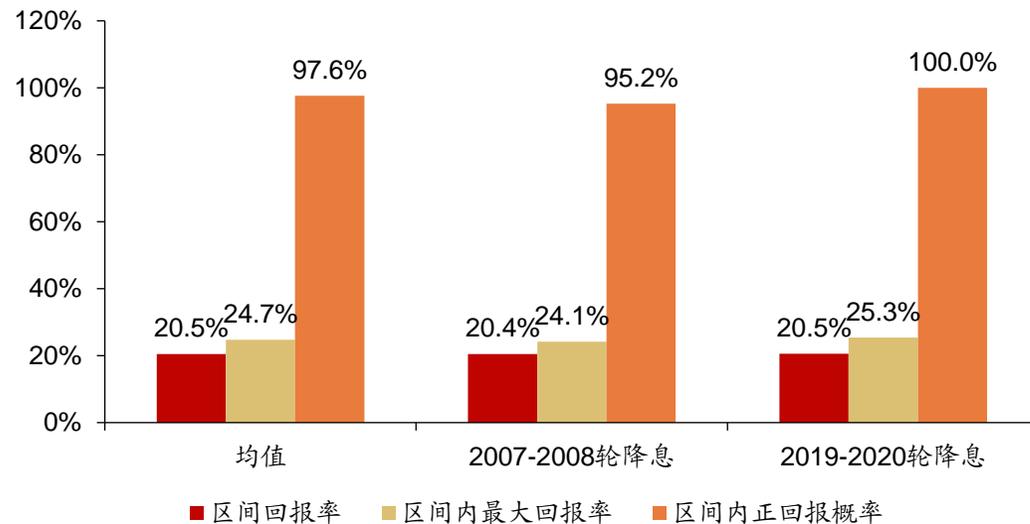
历史降息轮次的区间数据：伦敦金+12.5%；上海金+20.5%

- **进行量化检验**，假设在【开始降息前50交易日】买入固定数量的现货黄金，观测终点设置为【开始降息后35交易日】，从历史数据来看均可获得较优秀的回报效果，且弹性高于加息结束前后的金价弹性：
  - ✓ 区间回报率均值为：伦敦金12.5%；上海金20.5%。
  - ✓ 区间内最大回报率均值为：伦敦金15.8%；上海金24.7%。
  - ✓ 区间内正回报平均概率为：伦敦金69.8%；上海金97.6%。

图：【开始降息前50交易日】至【开始降息后35交易日】期间伦敦金表现



图：【开始降息前50交易日】至【开始降息后35交易日】期间上海金表现



2001-2003轮降息开始前后，美元指数走强压制了金价上行

➤ **细分注意点：需关注开始降息前后美元指数的走势，因为美元指数与金价负相关。**

- ✓ 2001-2003轮降息开始前后（对应2000年8月-2001年5月），科技发展下资本市场对美国经济的中长期预期相对乐观，且亚洲金融危机等事件助力美元走强，使得这期间美元指数由110左右升至近120，对金价上行产生了一定的压制作用。
- ✓ 而对于2007-2008、2019-2020轮降息开始前后（分别对应2007年5月-2008年1月、2019年3月-2019年12月），美元指数分别下降、维持整体稳定，没有对黄金价格的上行产生较大压力。

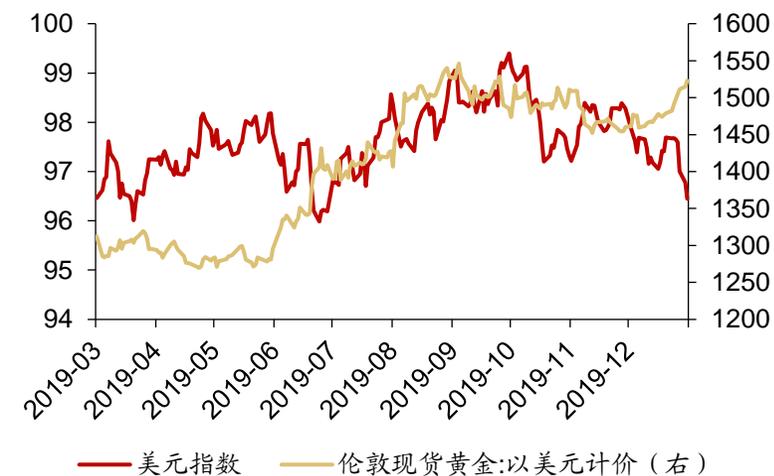
图：2001-2003轮降息开始前后美元指数与金价



图：2007-2008轮降息开始前后美元指数与金价



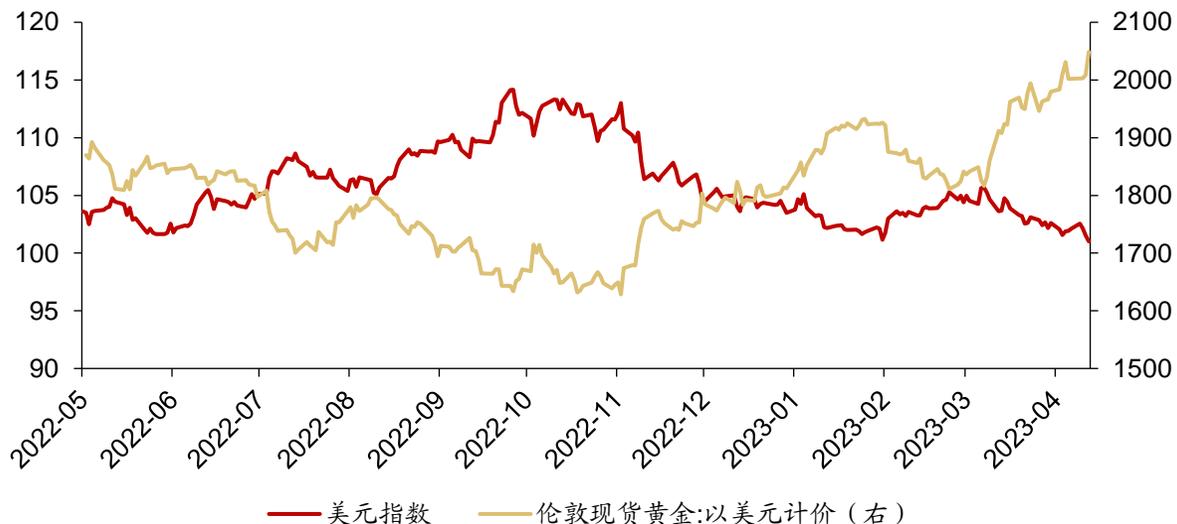
图：2019-2020轮降息开始前后美元指数与金价



## 近期美元指数走弱

- 从本轮的降息预期来看，金价前期弹性大于2007-2008、2019-2020轮降息周期，或与美元指数自2022年10月以来整体处于下行状态、美联储存在停止加息预期等因素有关。
- 因此根据上述经验总结，假设2023年7月26日为美联储本轮的第一次降息，则**建议关注5月中旬-9月中旬的金价走势**。

图：2022年10月以来美元指数整体走弱，未对金价产生压制作用



# 03

## 美联储加息 与黄金股

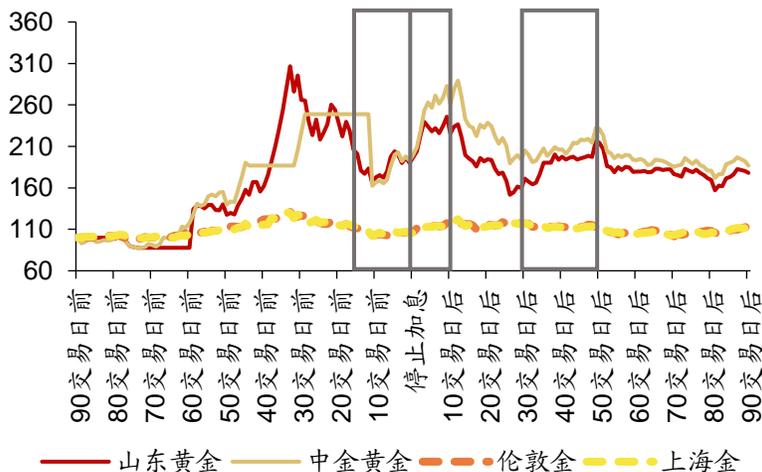
**停止加息前15~后10、后  
30~后50交易日，黄金股  
股价有望上行**

**建议关注4月中下旬~5月  
下旬、6月中旬~7月中旬  
的黄金股走势**

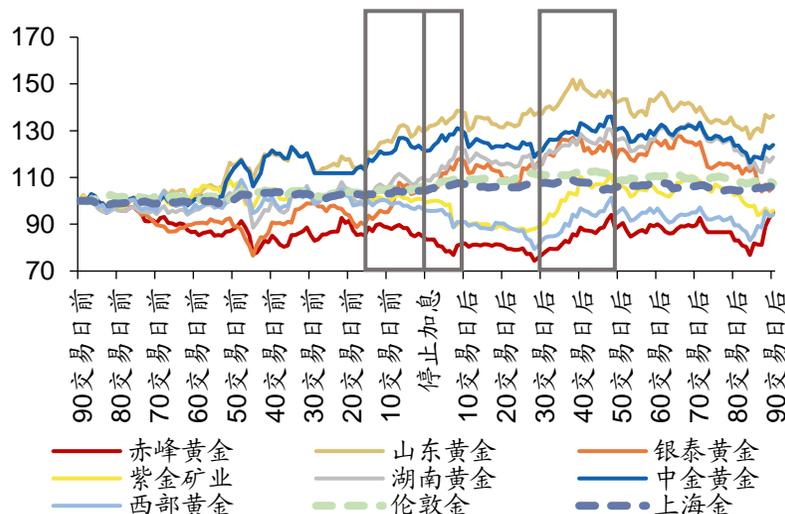
关注美联储加息与黄金股股价的关系

- 回顾历史数据可知，黄金股的股价整体与金价趋于正相关，但往往具备更高的弹性。
- ✓ 具体来说，相比于金价，黄金股的股价在催化因素下可能在短期迎来更大的涨幅，也可能因此前的明显涨幅而迎来暂时调整——或与股价反应更多的预期因素有关，进而可能出现股价与金价走势的短期错位。
- 因此，除关注美联储调息与金价的关系外，针对性地关注美联储加息与黄金股股价的关系同样具有现实意义。
- 针对停止加息时点，易知在【前15-后10】（以下简称“区间1.1”）、【后30-后50】（以下简称“区间1.2”）的交易日区间内可能出现黄金股的上涨。

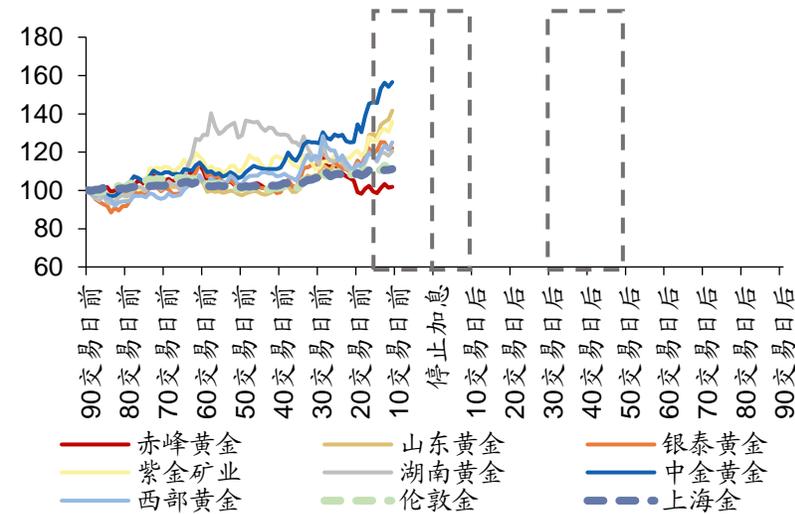
图：2004-2006轮加息结束前后黄金股股价走势



图：2015-2018轮加息结束前后黄金股股价走势



图：2022-2023轮加息结束（预计）前后黄金股股价走势



资料来源：Wind，CME FedWatch Tool，浙商证券研究所。（注1：对于各黄金股，仅讨论和分析其主营业务包括黄金采选与销售后的股价表现（并考虑上市时间），具体时点如下：山东黄金（2003）、中金黄金（2003）、湖南黄金（2007）、紫金矿业（2008）、赤峰黄金（2012）、西部黄金（2015）、银泰黄金（2018）。注2：对于2004-2006轮加息，恰逢中金黄金进行股权分置改革，股票在部分区间内处于停牌状态，于2006年6月14日复盘（即本轮停止加息前11个交易日），期间出现了股价异动，因此为保证分析合理性，不统计中金黄金在2004-2006轮加息结束前15个交易日-后10个交易日内的股价表现。注3：假设2023年5月3日为本轮周期的最后一次加息，CME预测为4月14日数据）。

➤ **区间选择：**针对区间1.1和区间1.2进行分析。

## ➤ 指标构建

- ✓ 区间回报率：末个交易日股价相对首个交易日涨幅，衡量收益；
- ✓ 区间最大回报率：区间最高股价相对首个交易日涨幅，衡量弹性；
- ✓ 区间正回报率：区间股价高于首个交易日的概率，衡量投资稳健性；
- ✓ **综合回报指数：**上述三个指标的加权平均值，权重依次为0.45、0.35、0.2，衡量黄金股的区间综合回报价值。

➤ **我们对于“区间综合回报价值”的定义：**对于指定区间，在区间起点买入股票，由投资者根据市场情况与自身研判自行决定卖出时点（仍落在指定区间内），期间股票可提供收益的能力。该能力可由我们构建的“综合回报指数”衡量——指数越大，股票的“区间综合回报价值”越高。

量化来看，区间1.1呈现结构性行情，区间1.2呈现整体上涨行情，两区间黄金股排序有所对调

**表：区间1.1的黄金股表现**（对于各回报率指标，左列为04-06轮加息数据，右列为15-18轮加息数据）

公司	综合回报指数	区间回报率		区间最大回报率		区间正回报率		相对伦敦金涨幅		相对上海金涨幅		备注
		-		-		-		-		-		
银泰黄金	0.39	-	24.5%	-	26.3%	-	96.0%	-	19.6%	-	20.3%	出于数据可得性，仅山东黄金的综合回报指数采取两轮加息周期的均值，其余公司均采用2015-2018轮加息的相关数据进行计算。
湖南黄金	0.33	-	17.4%	-	18.4%	-	96.0%	-	12.5%	-	13.2%	
中金黄金	0.28	-	9.5%	-	11.5%	-	96.0%	-	4.6%	-	5.3%	
山东黄金	0.26	12.1%	13.9%	22.2%	14.6%	44.0%	96.0%	6.3%	8.9%	8.0%	9.6%	
紫金矿业	0.09	-	-8.9%	-	3.0%	-	60.0%	-	-13.8%	-	-13.1%	
赤峰黄金	0.01	-	-7.6%	-	1.8%	-	20.0%	-	-12.5%	-	-11.8%	
西部黄金	-0.02	-	-8.9%	-	0.4%	-	8.0%	-	-13.8%	-	-13.1%	
<b>均值</b>	<b>0.19</b>	12.1%	5.7%	22.2%	10.8%	44.0%	67.4%	<b>6.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>8.0%</b>	<b>1.5%</b>	

结构性行情

【停止加息前15交易日】  
至  
【停止加息后10交易日】

**表：区间1.2的黄金股表现**（对于各回报率指标，左列为04-06轮加息数据，右列为15-18轮加息数据）

公司	综合回报指数	区间回报率		区间最大回报率		区间正回报率		相对伦敦金涨幅		相对上海金涨幅		备注
		-		-		-		-		-		
紫金矿业	0.37	-	18.4%	-	23.6%	-	100.0%	-	20.7%	-	19.7%	出于数据可得性，仅山东黄金、中金黄金的综合回报指数采取两轮加息周期的均值，其余公司均采用2015-2018轮加息的相关数据进行计算。
赤峰黄金	0.35	-	16.1%	-	22.3%	-	100.0%	-	18.4%	-	17.5%	
西部黄金	0.34	-	15.0%	-	22.1%	-	100.0%	-	17.3%	-	16.4%	
山东黄金	0.32	25.2%	3.9%	26.6%	10.6%	85.0%	100.0%	30.6%	6.2%	27.9%	5.2%	
湖南黄金	0.28	-	8.7%	-	12.6%	-	100.0%	-	11.0%	-	10.1%	
银泰黄金	0.26	-	5.3%	-	10.1%	-	100.0%	-	7.6%	-	6.6%	
中金黄金	0.26	12.5%	7.9%	13.2%	12.1%	65.0%	100.0%	17.9%	10.2%	15.3%	9.3%	
<b>均值</b>	<b>0.31</b>	18.9%	10.7%	19.9%	16.2%	75.0%	100.0%	<b>24.2%</b>	<b>13.1%</b>	<b>21.6%</b>	<b>12.1%</b>	

整体性行情

【停止加息后30交易日】  
至  
【停止加息后50交易日】

资料来源：Wind，CME FedWatch Tool，浙商证券研究所。注1：对于各黄金股，仅讨论和分析其主营业务包括黄金采选与销售后的股价表现（并考虑上市时间），具体时点如下：山东黄金（2003）、中金黄金（2003）、湖南黄金（2007）、紫金矿业（2008）、赤峰黄金（2012）、西部黄金（2015）、银泰黄金（2018）。注2：对于2004-2006轮加息，恰逢中金黄金进行股权分置改革，股票在部分区间内处于停牌状态，于2006年6月14日复盘（即本轮停止加息前11个交易日），期间出现了股价异动，因此为保证分析合理性，不统计中金黄金在2004-2006轮加息结束前15个交易日-后10个交易日内的股价表现。

量化来看，区间1.1呈现结构性行情，区间1.2呈现整体上涨行情，两区间黄金股排序有所对调

➤ **整体来看：**（1）在区间1.1、区间1.2，黄金股的股价有望迎来上涨；两区间之间则可能迎来股价的调整。（2）结合区间1.1，对比分析加息与金价，可以发现相比于金价，黄金股对于停止加息的反应略领先5个交易日，但早结束5-10个交易日。

➤ **结合历史数据，从行业板块的视角看：**

✓ **区间1.2的综合回报指数高于区间1.1**，意味着黄金股可以整体提供更高的综合回报价值。上述结论也可以通过“区间1.2黄金股相对于金价的涨幅更高”来进行交叉验证。

➤ **结合历史数据，从个股的角度来看：**

✓ **对于区间1.1，往往呈现为结构性行情**，部分黄金股走势相对更好（如中金黄金、银泰黄金、山东黄金等）、部分黄金股走势相对承压（如赤峰黄金、紫金矿业等）。这或与该阶段个股之间基本面的差异、前期股价走势以及市场对于加息节奏的判断有关。具体来说，区间1.1大致处于市场对加息是否停止的预判阶段，尚无法完全确定此为末次加息，因此加息停止的预期力量可能无法完全覆盖个股基本面差异和前期股价走势的影响，进而或引领出的结构性行情。

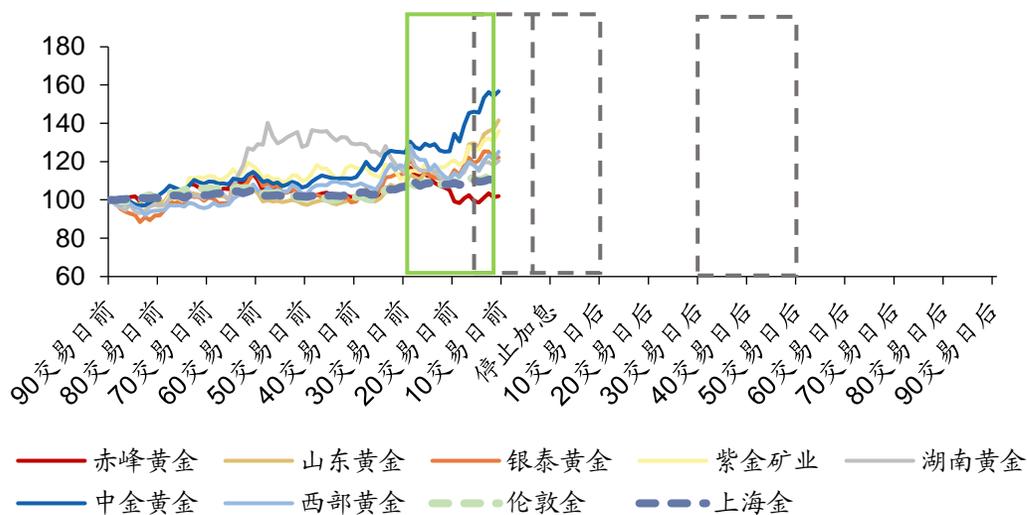
✓ **对于区间1.2，往往呈现为整体上涨行情**，主要黄金股均能提供较高的区间综合回报价值。这或与该阶段市场更加确定加息已结束有关。具体来说，经过30个交易日的研判，市场对于“加息已停止”的观念确定性或增加，进而在此前股价经历调整的背景下，可能引领出板块的整体上涨行情。

✓ **对比区间1.1与区间1.2，黄金股的区间综合回报价值排序可能发生对调**。这或与市场的补涨情绪有关。回顾前2轮加息周期，一方面，在7家黄金股的排序中，区间1.1与区间1.2的第4位均为山东黄金，且综合回报指数均处高位，展现了公司较高的回报价值稳健性；另一方面，区间1.1与区间1.2的前3位、后3位恰好发生对调，可能是因为普涨行情的逻辑下，市场关注到区间1.1股价表现承压的公司，进而为其提供了更强的上涨动力。

分别对应本轮加息周期的区间1.1、区间1.2

- 从本轮加息周期来看，目前正处于区间1.1初期，但前期黄金股走势与此前周期的区间1.1类似，呈现偏结构性行情，中金黄金、山东黄金、紫金矿业等股价涨幅较好。这或与此前市场预期美联储3月即结束加息相关。具体来说，3月出现了硅谷银行破产、瑞信集团拟被瑞银收购等银行业风险事件，市场预期3月23日即为本轮停止加息的可能性上升，因此黄金股近期走出了与此前区间1.1类似的行情。
- 但根据CME FedWatch Tool，目前预期5月3日为本轮停止加息日的概率最高。以此为基础，结合此前周期的复盘数据以及前期各黄金股的走势，我们认为：
  - ✓ 本轮区间1.1（对应4月中下旬至5月下旬）有望继续走出结构性行情；本轮区间1.2（对应6月中旬至7月中旬）有望再次迎来黄金板块的整体行情。
  - ✓ 建议关注山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、紫金矿业、西部黄金、湖南黄金。

图：本轮区间1.1前期，黄金股走出了偏结构性行情



# 04

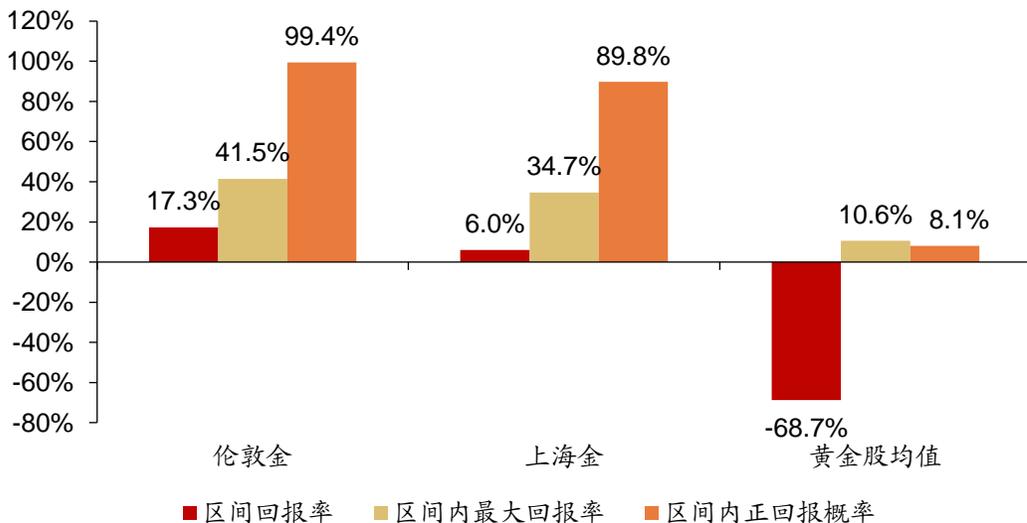
## 美联储降息 与黄金股

开始降息前60~后20、后  
60~后85交易日，黄金股  
股价有望上行

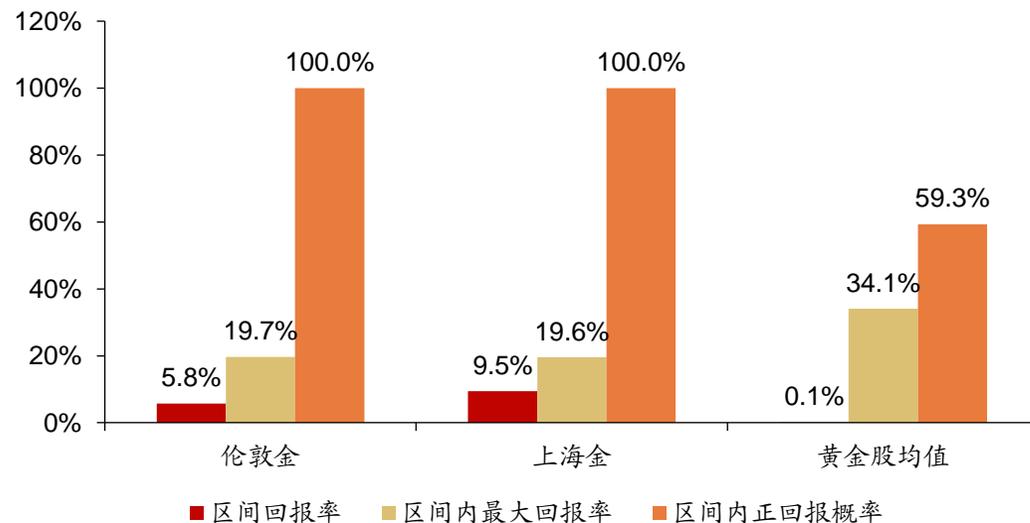
建议关注4月下旬~8月下  
旬、10月下旬~11月下旬  
的黄金股走势

- 回顾历史数据可知，**在美联储前两轮降息的完整周期中，黄金股的区间回报率小于黄金现货**，我们认为主要原因可能有三点：
  - ✓ 相比于金属的现货价格，股价往往具备更高弹性，对于市场预期的反应或更加强烈，因此可能在降息开始之前就已经出现较高涨幅，进入降息周期后再迎来股价调整，进而拉低降息周期的区间回报率。
  - ✓ 降息周期进入中后段后，市场资金可能逐步向其他权益市场渗透，带动金价走势放缓，进而以相对更大的幅度推动黄金股股价的调整。
  - ✓ 降息周期往往持续数月乃至数年之久，期间各黄金板块上市公司的基本面情况可能发生较大变化，进而影响股价的走势和区间回报率情况。
- 因此，除关注美联储调息与金价的关系外，**针对性地关注美联储降息与黄金股股价的关系，并找寻确定性更高的投资机会区间，同样具有现实意义。**

图：2007-2008降息期间，现货黄金与黄金股的表现对比



图：2019-2020降息期间，现货黄金与黄金股的表现对比

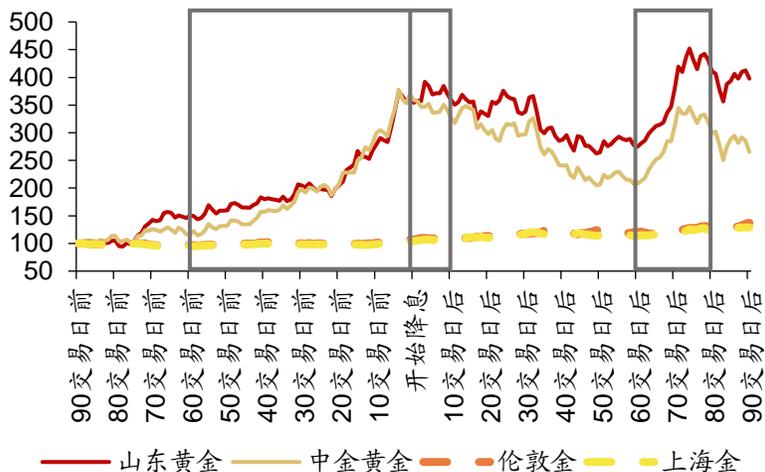


资料来源：Wind，浙商证券研究所（注1：伦敦金价为伦敦金现，上海金价为AU9999收盘价。注2：基于数据可得性，并考虑各公司主营业务包括黄金采选与销售的时间，2007-2008轮降息的黄金股包含山东黄金、中金黄金、湖南黄金；2019-2020轮降息的黄金股包含赤峰黄金、山东黄金、银泰黄金、紫金矿业、湖南黄金、中金黄金、西部黄金）

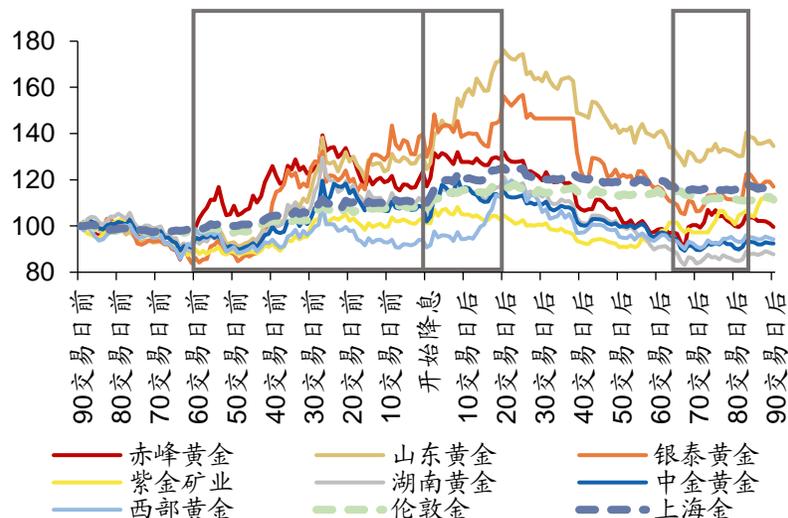
关注美联储降息与黄金股股价的关系

- 针对开始降息的时点，取历史轮次的并集，易知在【前60-后20】（以下简称“区间2.1”）、【后60-后85】（以下简称“区间2.2”）的交易日区间内，可能出现黄金股的上涨。
- 针对区间2.1和区间2.2，同样采用在本文第三章中构建的综合回报指数，用来衡量黄金股的区间综合回报价值。

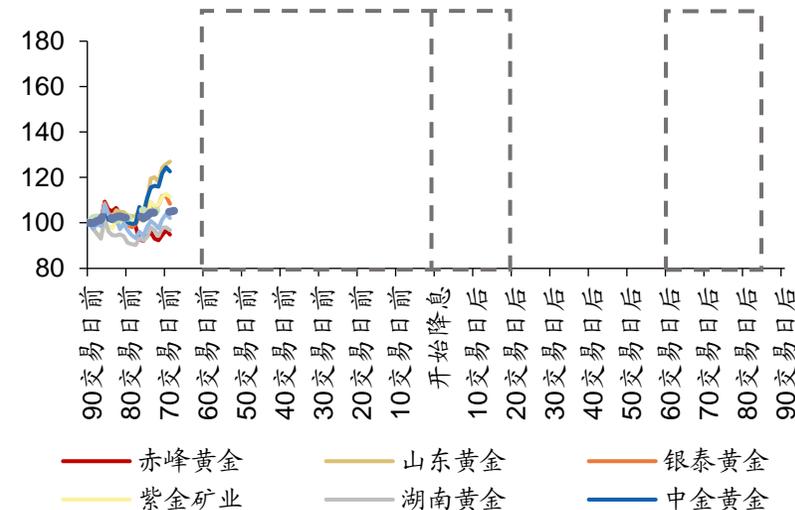
图：2007-2008轮降息开始前后黄金股股价走势



图：2019-2020轮降息开始前后黄金股股价走势



图：2023轮降息开始（预计）前后黄金股股价走势



资料来源：Wind，CME FedWatch Tool，浙商证券研究所。（注1：对于各黄金股，仅讨论和分析其主营业务包括黄金采选与销售后的股价表现（并考虑上市时间），具体时点如下：山东黄金（2003）、中金黄金（2003）、湖南黄金（2007）、紫金矿业（2008）、赤峰黄金（2012）、西部黄金（2015）、银泰黄金（2018）。注2：对于2004-2006轮加息，恰逢中金黄金进行股权分置改革，股票在部分区间内处于停牌状态，于2006年6月14日复盘（即本轮停止加息前11个交易日），期间出现了股价异动，因此为保证分析合理性，不统计中金黄金在2004-2006轮加息结束前15个交易日-后10个交易日内的股价表现。注3：假设2023年7月26日为本轮周期的第一次降息，CME预测为4月14日数据）。

量化来看，区间2.1呈现整体上涨行情，区间2.2呈现结构性行情，两区间黄金股排序有所对调

表：区间2.1的黄金股表现（对于各回报率指标，左列为07-08轮降息数据，右列为19-20轮加息数据）

公司	综合回报指数	区间回报率		区间最大回报率		区间正回报率		相对伦敦金涨幅		相对上海金涨幅		备注
山东黄金	1.08	119.3%	84.7%	160.2%	84.7%	110.0%	86.3%	103.0%	65.8%	104.4%	57.7%	出于数据可得性，仅山东黄金、中金黄金的综合回报指数采取两轮降息周期的均值，其余公司均采用2019-2020轮降息的相关数据进行计算。
中金黄金	1.08	181.0%	21.2%	224.4%	26.8%	98.6%	82.5%	164.7%	2.3%	166.1%	-5.8%	
银泰黄金	0.83	-	80.9%	-	80.9%	-	93.8%	-	62.0%	-	54.0%	
赤峰黄金	0.49	-	32.7%	-	40.2%	-	100.0%	-	13.7%	-	5.7%	
湖南黄金	0.43	-	29.1%	-	38.1%	-	85.0%	-	10.2%	-	2.1%	
紫金矿业	0.30	-	16.0%	-	20.1%	-	78.8%	-	-2.9%	-	-10.9%	
西部黄金	0.20	-	20.9%	-	20.9%	-	17.5%	-	1.9%	-	-6.1%	
均值	0.63	150.1%	40.8%	192.3%	44.5%	104.3%	77.7%	133.9%	21.9%	135.3%	13.8%	

整体性行情

【开始降息前60交易日】  
至  
【开始降息后20交易日】

表：区间2.2的黄金股表现（对于各回报率指标，左列为07-08轮降息数据，右列为19-20轮加息数据）

公司	综合回报指数	区间回报率		区间最大回报率		区间正回报率		相对伦敦金涨幅		相对上海金涨幅		备注
紫金矿业	0.28	-	9.2%	-	11.9%	-	100.0%	-	12.7%	-	11.7%	为剔除2008年经济危机预期对07-08轮降息“区间2”的股价特殊提振作用，所有公司均采用2019-2020轮降息的相关数据来计算综合回报指数。
赤峰黄金	0.21	-	5.1%	-	8.7%	-	76.0%	-	8.6%	-	7.6%	
西部黄金	0.05	-	0.1%	-	1.4%	-	24.0%	-	3.7%	-	2.7%	
银泰黄金	0.05	-	2.6%	-	4.7%	-	12.0%	-	6.1%	-	5.1%	
湖南黄金	0.00	-	-3.0%	-	0.7%	-	8.0%	-	0.5%	-	-0.5%	
山东黄金	0.00	43.3%	-1.7%	65.0%	0.5%	100.0%	4.0%	34.3%	1.8%	33.9%	0.8%	
中金黄金	0.00	38.7%	-3.8%	66.8%	0.6%	100.0%	8.0%	29.7%	-0.3%	29.3%	-1.3%	
均值	0.09	41.0%	1.2%	65.9%	4.1%	100.0%	33.1%	32.0%	4.7%	31.6%	3.7%	

结构性行情

【开始降息后60交易日】  
至  
【开始降息后85交易日】

资料来源：Wind，CME FedWatch Tool，浙商证券研究所。注1：对于各黄金股，仅讨论和分析其主营业务包括黄金采选与销售后的股价表现（并考虑上市时间），具体时点如下：山东黄金（2003）、中金黄金（2003）、湖南黄金（2007）、紫金矿业（2008）、赤峰黄金（2012）、西部黄金（2015）、银泰黄金（2018）。注2：对于2004-2006轮加息，恰逢中金黄金进行股权分置改革，股票在部分区间内处于停牌状态，于2006年6月14日复盘（即本轮停止加息前11个交易日），期间出现了股价异动，因此为保证分析合理性，不统计中金黄金在2004-2006轮加息结束前15个交易日-后10个交易日内的股价表现。

量化来看，区间2.1呈现整体上涨行情，区间2.2呈现结构性行情，两区间黄金股排序有所对调

➤ **整体来看：**（1）在区间2.1、区间2.2，黄金股的股价有望迎来上涨；两区间之间则可能迎来股价的调整。（2）结合区间2.1，对比分析降息与金价，可以发现相比于金价，黄金股对于开始降息的反应略领先10个交易日，但早结束15个交易日。

➤ **结合历史数据，从行业板块的视角看：**

✓ **区间2.1的综合回报指数高于区间2.2**，意味着黄金股可以整体提供更高的综合回报价值。上述结论也可以通过“区间2.1黄金股相对于金价的涨幅更高”来进行交叉验证。

➤ **结合历史数据，从个股的角度来看：**

✓ **对于区间2.1，往往呈现为整体上涨行情。这或与该阶段降息预期及落地的催化作用有关。**具体来说，区间2.1大致涵盖了市场对降息的预期阶段及预期落地阶段，利率的直接下降或催化黄金板块热度，进而部分对冲了个股基本面差异，最终可能引领出整体上涨行情。

✓ **对于区间2.2，往往呈现为结构性行情。这或与该阶段市场的补涨情绪。**具体来说，降息预期及落地的催化作用逐渐反映完全，因此根据历史数据，股价在区间2.1与区间2.2之间可能经历调整。进入区间2.2后，预期落地走向直接现实，降息带来的利率下降拉低黄金的持有成本，股价调整趋于结束，区间2.1涨幅偏后的黄金股或将在补涨情绪下迎来相对更好的反弹表现。

分别对应本轮降息周期的区间2.1、区间2.2

- 从本轮预期的降息周期来看，尚未进入我们的观测区间，但近期黄金股走出了偏结构性行情，中金黄金、山东黄金、紫金矿业等领涨，或与此前市场预期美联储3月即结束加息相关。
- 根据CME FedWatch Tool，目前预期7月26日为本轮停止加息日的概率最高。以此为基础，结合此前周期的复盘数据以及近期黄金股走势，我们认为：
  - ✓ 本轮区间2.1（对应4月下旬至8月下旬）有望继续走出整体行情；
  - ✓ 本轮区间2.2（对应10月下旬-11月下旬）有望再次迎来黄金板块的结构性行情；
  - ✓ 建议关注山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、紫金矿业、西部黄金、湖南黄金。

# 风险提示

- 1、美联储超预期加息
- 2、黄金股业绩释放不及预期
- 3、历史数据不能预测未来的风险

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>