

黄金深度：大趋势向上行情东风已备，黄金配置正当时

华西证券研究所有色行业首席分析师 晏溶

执业证号：S1120519100004

2023年7月24日

仅供机构投资者使用证券研究报告
请仔细阅读本报告尾部的重要法律声明

目录/Contents

01

黄金供需框架：需求驱动价格，投资需求主导

02

黄金价格框架：信用对冲主导大行情，价格框架切换在于主导属性分主次

03

加息渐尽&衰退渐近，大趋势及中短期因素驱动向上，黄金配置正当时

04

投资建议&风险提示

■ 黄金供需框架：需求驱动价格，投资需求主导，2022年投资及央行购金需求同比大幅增长

黄金供给是存量市场，金价主要由需求驱动。黄金的需求主要为消费需求、储备需求和投资需求，其中金饰消费需求占比最大，但2022年金价上行及我国疫情拖累消费，致使全球金饰需求下滑；黄金投资需求占比近1/4，2022年黄金投资需求同比增长10.5%，是黄金需求强劲增长的重要推动力；黄金因具有国际普遍认可的价值及无信用主权风险的特点，成为央行储备的重要组成，2022年央行购金同比大增152%，创55年来的新高，显示黄金在高通胀、全球地缘政治事件、美元资产风险之下的保值及避险作用。各类需求中黄金投资需求为金价主要的影响因素，央行购金增长显示黄金配置价值抬升。

■ 黄金价格框架：“信用对冲+通胀”主导大行情，价格框架在于不同阶段黄金的主导属性切换

黄金价格影响因素繁多，各因素影响价格的框架路径也在切换。过往黄金牛市显示，不同因素通过对黄金三大不同属性施加影响从而驱动价格，而当多种因素同时存在时，对金价的影响分主次，主导的因素决定了行情的大方向及持续时间，而当主导因素存在时，次要因素可能影响短时金价，但只是大趋势下的小反弹，金价最终回归大趋势走向。其中信用对冲是驱动大级别行情的最为主导因素，美国经济衰退+通胀往往驱动大级别黄金牛市。通胀通过商品属性对金价产生影响，但“买黄金抗通胀”并不总是有效，失效原因在于受到黄金作为无息资产的金融属性干扰，在加息时期，美元资产收益率更高，从而资金从黄金这一资产流出，加之对通胀未来的预期，当下的高通胀难以再作为主导驱动。而避险需求所导致的黄金行情仅仅是短时、小级别的驱动。

■ 加息渐尽&衰退渐近，大趋势及中短期因素驱动向上，黄金配置正当时

多个指标显示二季度消费表现或将走弱；制造业PMI连续8个月低于荣枯线，显示当下美国制造业正面临收缩的挑战；银行业危机暂缓，但造成的信贷紧缩影响仍在，借贷成本及劳动力成本的上行或将影响后续企业的投资。在消费者需求降温、融资成本上升抑制活动、高利率维持的负面效应具有滞后性、银行业危机同样带来信贷紧缩效果等因素之下，降息尚早及高利率维持，令后续经济数据及衰退风险仍值得关注，对于美国经济的担忧及加息预期渐近尾声仍令黄金具有上行基础。目前通胀距离美联储目标仍有空间，7月加息25bp预计仍是大概率事件，在6月通胀继续如预期降温的背景下，9月加息预期有所回落，而在美联储政策关注数据的背景下，后续货币政策仍需关注通胀及就业等数据表现。整体上，通胀继续降温、经济已有走弱，令美联储加息周期接近尾声愈加明晰。“信用对冲+通胀韧性”主导金价大方向，对于美国经济的担忧及加息预期渐近尾声仍令黄金具有上行基础。而从更长期角度看，“去美元化”之下，央行增持亦是有望带动金价，在此过程中黄金价值也愈发凸显。趋势之下，金价仍具有向上弹性，关注黄金投资机会。

投资建议

美国通胀显著降温，加息弊端显性化、经济及就业数据有所走弱，加息或面临尾声、经济降温的大方向较为明晰，“去美元化”关注度提升，关注黄金配置机会。建议关注具有矿山资源优势的黄金大企业，矿山高品位、易采选可带来低成本、高毛利优势，产能即将快速释放可兑现金价上涨利好。

投资角度看，A股受益标的包括：黄金矿山保有资源量国内第二，未来增长路径清晰的【**山东黄金**】；为唯一央企控股的黄金上市公司，大力推进“资源生命线”战略的【**中金黄金**】；旗下金矿众多，新建及扩产将贡献增量的【**招金矿业**】；低成本带来业绩优势，探转采+扩产推进增量可期的【**银泰黄金**】；境内外项目并行推进，为公司贡献矿产金增量的【**赤峰黄金**】；2011-2020年矿产金年均产量2.89吨，2022年提升至5.421吨的【**灵宝黄金**】；做强铅锌铋矿主业并向黄金拓展，2022年塔铝金业实现投产的【**华钰矿业**】。

风险提示

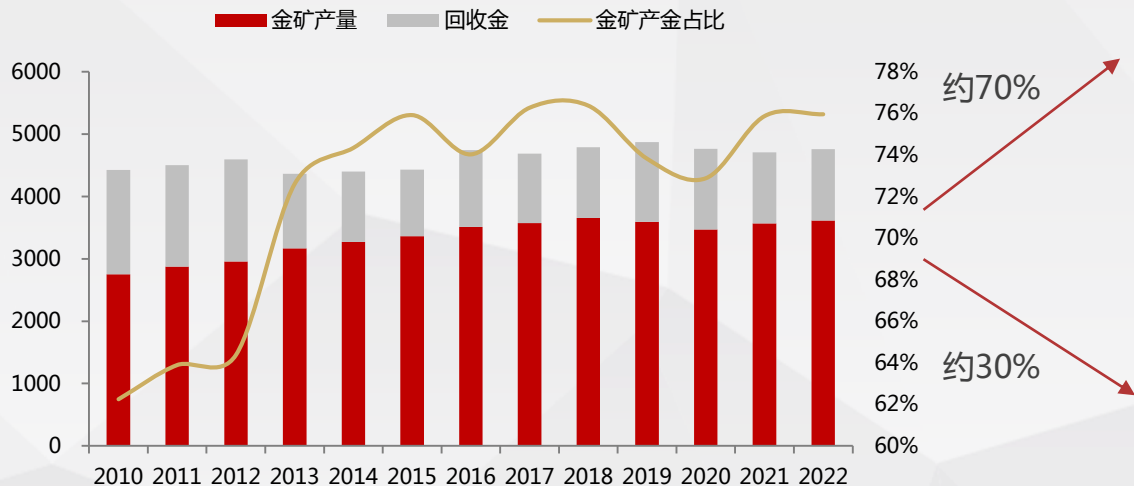
- 1) 美国经济情况超预期转好；
- 2) 美联储加息态度再度激进；
- 3) 美银行业危机超预期变化；
- 4) 俄乌冲突超预期缓和。

01

黄金供需框架：需求驱动价格，投资需求主导

1.1 黄金供应来自于矿山生产及黄金回收两部分

图1：黄金供应来自矿山金与回收金（单位：吨，%）



资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 华西证券研究所

图2：矿山金与回收金



资料来源：世界黄金协会, 华西证券研究所

- 黄金供应来自于矿山生产及黄金回收两部分**：根据世界黄金协会估计，历史上已开采的黄金约有205,238吨，其中大约三分之二在1950年后开采。通过流通与回收，已开采的黄金仍然以某种形式存在于世界上。从历年的黄金供应看，约有70%左右的供应来自于金矿山的开采，而约30%的供应来自于黄金回收，金矿生产是供应来源的主要部分。



1.1 黄金供应来自于矿山生产及黄金回收两部分

图3：金矿勘探到关闭的生命周期全过程



资料来源：世界黄金协会，华西证券研究所

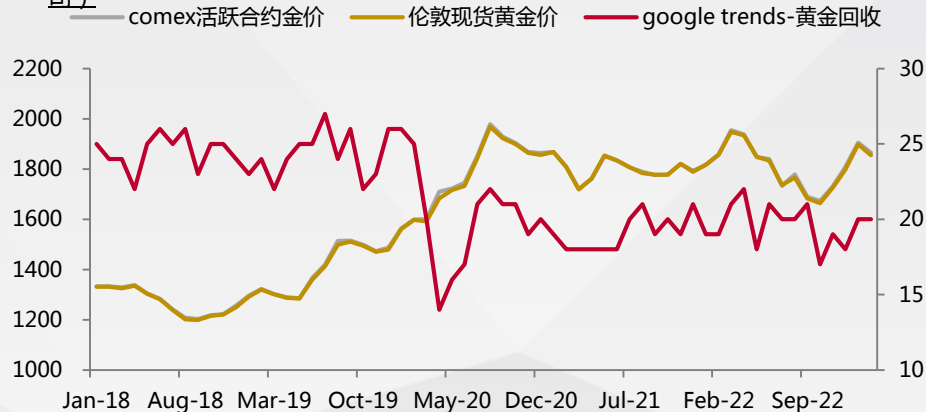
- **金矿的生命周期全流程包括从勘探开发、运营到关闭等环节：**金矿勘探流程复杂，往往需要1-10年的时间，同时发现具有开发价值的金矿几率非常低，根据世界黄金协会的数据，仅有不足0.1%的勘探点可以成为生产矿山，仅有10%的金矿床含金量可达到支持进一步开发的程度，此外还涉及开采条件是否合适等问题。经历基础设施及便利设施建设、许可证及执照办理、雇员等1-5年的金矿开发阶段，才能进入金矿的开采运营。黄金在矿石中常与银、铜等其他金属伴生，矿石经冶炼加工形成不同纯度的金合金，含金量通常为60-90%。
- **矿产金具有供应刚性，金价及成本决定矿山利润：**由于金矿从勘探投入到勘探成果再到开采流程需耗费较长时间，因而金矿供应难以迅速对价格做出反应，短期内金矿产金这一来源具有相对的供应刚性。而开采过程中，开采单位成本的不同是矿山间利润差异的主要因素。

1.1 2022年矿产金恢复增长，金价上涨回收金供应将增加

图4：2010-2022全球矿产金供应量（单位：吨，%）



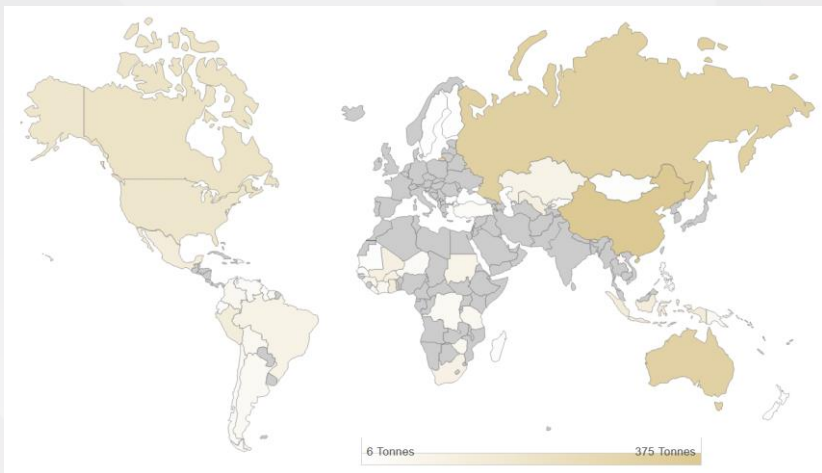
图5：2018年以来金价与黄金收购（单位：美元/盎司）



- 2008年以来全球金矿产量持续增长，经历19-20年矿产量下降之后，近两年金矿产量再度实现增长，但尚未达此前峰值：**自2008年以来，全球金矿产量呈现持续增长的势头，2019-2020年金矿产量呈现负增长，部分受到疫情、开采成本高、剩余金矿开采难度增加等因素的影响。2021-2022年金矿产量再度恢复增长，但未达此前峰值。
- 黄金回收受金价、经济状况及是否具备回收条件等因素影响，22Q4以来金价反弹带动回收金增加：**一般而言，金价表现较好有利于促进黄金回收；在经济疲弱或是政局动荡时期，换取现金的需求也使得对金饰等各种用途的金的回收动力增强。但黄金回收也同时受制于回收条件的影响，交易的流通需要具备正常的市场条件，疫情所导致的地区封锁或是动荡时期交易不畅等都将对黄金回收造成阻碍。自2022年四季度以来，金价显著回升，也带动了回收金的增加。

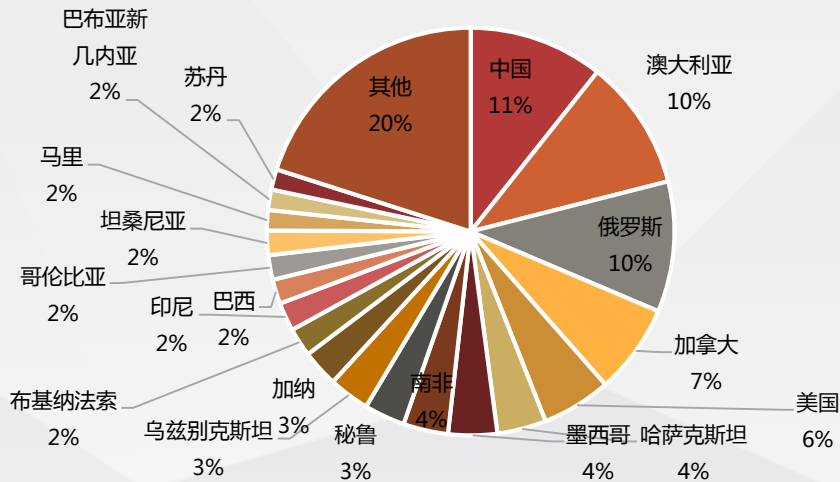
1.2 2022年前五大黄金主产国的黄金产量占全球的45%

图6：2022年全球各地区黄金年产量分布



资料来源：Metals Focus，World Gold Council，华西证券研究所

图7：2022各国金矿产量占比（单位：%）



资料来源：USGS，华西证券研究所

- 中、澳、俄金矿产量占比达1/3，南非经历多年开采金矿产量迅速下滑：**全球金矿资源分布在多个国家，2022年中国、澳大利亚、俄罗斯的黄金产量即占全球的1/3，前五大黄金主产国的黄金产量占比达45%。中国金矿储量约占全球的3.7%，贡献了全球12%的黄金产量。南非金矿储量约占全球的9.2%，是仅次于澳大利亚及俄罗斯的第三大黄金储量国，但由于其经历长时间大量开采之后剩余金矿开采难度增加，同时还存在金矿国有化及劳资关系等商业环境不佳的担忧，导致南非缺乏勘探投资，金矿产量迅速萎缩，2021年产量约占全球的3%。

1.2 2022年全球前十大金矿产量约占全球的9.39%

表1：2022年全球前十大金矿

| 金矿 | 位置 | 公司 | 股东 | 2022年产量/koz | 2022产量/吨 | 2022产量占全球 | 投产时间 |
|------------------------|---------|--------------------------------------|---|-----------------|----------------|--------------|-------|
| Nevada Gold Mines | 美国 | Barrick运营 | Barrick61.5% , Newmont38.5% | 3028.0 | 85.84 | 2.37% | 1985 |
| Grasberg | 印尼 | Freeport McMoran、Inalum | Freeport McMoran 48.8% , Inalum51.2% | 1798.0 | 50.97 | 1.41% | 1960s |
| Muruntau | 乌兹别克斯坦 | 国有公司NGMK | 国有公司NGMK | 1700.0 | 48.20 | 1.33% | 1967 |
| Olimpiada | 俄罗斯 | PJSC Polyus | PJSC Polyus | 1112.7 | 31.55 | 0.87% | 1996 |
| Boddington | 澳大利亚 | Newmont | Newmont 100% | 798.0 | 22.62 | 0.62% | 1987 |
| Kibali | 刚果（金） | Barrick、AngloGold Ashanti、SOK IMO | Barrick 45%、AngloGold Ashanti45%、SOK IMO 10% | 748.9 | 21.26 | 0.59% | 2013 |
| Detour Lake | 加拿大 | Agnico Eagle | Agnico Eagle 100% | 732.6 | 20.77 | 0.57% | 1983 |
| Pueblo viejo | 多米尼加 | Pueblo Viejo Dominicana运营 | Barrick60% , Newmont40% | 713.0 | 20.21 | 0.56% | 1975 |
| Lihir | 巴布亚新几内亚 | Newcrest Mining | Newcrest 100% | 701.8 | 19.90 | 0.55% | 1997 |
| Loulo-Gounkoto complex | 马里 | Barrick | Barrick 80%、马里政府 20% | 683.8 | 19.39 | 0.53% | 1997 |
| 前十大合计 | | | | 12017.9 | 340.71 | 9.39% | |
| 全球总计 | | | | 127963.4 | 3627.76 | | |

资料来源：公司官网，公司财报，INN，Mining Technology，世界黄金协会，华西证券研究所

- 前十大世界级金矿产量占比9.39%，其中前三大金矿占比5.1%：**根据世界黄金协会数据，2022年，全球金矿产量共计3627.7吨（约12796.34万盎司），而全球前十大金矿2022年产量共计12017.9万盎司，约占全球黄金产量的9.39%。全球十大金矿分布在多个国家，其中，Nevada金矿是世界上最大的单一金矿生产综合体，包括Carlin、Cortez、Turquoise、Long Canyon、Phoenix的采矿业务，产量占全球的2.37%；印尼Grasberg及乌兹别克斯坦的Muruntau金矿产量占比分别为1.41%及1.33%，上述三大金矿2022年产量共计占全球金矿供应的5.1%。而排名4-10位的金矿，产量共计占比4.29%。

1.2 2022年海外前四大产金矿国的前五大金矿产量占全球8.30%

表2：2021-22年全球除中国外前四大金矿产国的前五大金矿（单位：千盎司）

| 金矿 | 国家 | 公司 | 股东 | 2021年产量/koz | 2022年产量/koz | 投产时间 | 地区 |
|--------------------------------|------|---|----------------------------|----------------|----------------|-----------|-----------------|
| Boddington Gold Mine | 澳大利亚 | Newmont | Newmont | 696.0 | 798.0 | 1987 | 西澳大利亚 |
| Cadia | 澳大利亚 | Newcrest Mining | Newcrest | 598.7 | 647.8 | 2013 | 新南威尔士州 |
| Fosterville Gold Mine | 澳大利亚 | Agnico Eagle | Agnico Eagle | 509.6 | 338.3 | 2005 | 维多利亚州 |
| Kalgoorlie Super Pit gold mine | 澳大利亚 | KCGM-Kalgoorlie Consolidated Gold Mines | Northern Star | 490.1 | 469.1 | 1989 | 西澳大利亚州 |
| Tanami Mines | 澳大利亚 | Newmont | Newmont | 485.0 | 484.0 | 1983 | 北领地 |
| Carlin Mine Complex | 美国 | Barrick, Newmont | Barrick61.5%, Newmont38.5% | 1500.0 | 1570.7 | 1985 | 内华达州 |
| Cortez Mine Complex | 美国 | Barrick, Newmont | Barrick61.5%, Newmont38.5% | 828.0 | 731.7 | 1996 | 内华达州 |
| Turquoise Ridge Complex | 美国 | Barrick, Newmont | Barrick61.5%, Newmont38.5% | 543.0 | 458.5 | 1988 | 内华达州 |
| Long Canyon Project | 美国 | Barrick, Newmont | Barrick61.5%, Newmont38.5% | 261.0 | 177.2 | 2017 | 内华达州 |
| Fort Knox | 美国 | Kinross | Kinross | 264.3 | 291.2 | 1996 | 阿拉斯加州 |
| Olimpiada | 俄罗斯 | Polyus | Polyus | 1112.7 | 1043.4 | 1996 | 西伯利亚Krasnoyarsk |
| Natalka | 俄罗斯 | Polyus | Polyus | 503.3 | 444.7 | 2018 | 马加丹州 |
| Kupol-Dvoynoye | 俄罗斯 | Highland Gold | Highland Gold | 434.6 | 169.2 | 2008/2013 | 远东Chukotka |
| Blagodatnoye | 俄罗斯 | Polyus | Polyus | 430.3 | 387.8 | 2010 | 西伯利亚Krasnoyarsk |
| Verninskoye | 俄罗斯 | Polyus | Polyus | 292.2 | 296.1 | 2011 | 伊尔库茨克州 |
| Canadian Malartic | 加拿大 | Canadian Malartic GP | Agnico Eagle50%、Yamana50% | 714.8 | 658.8 | 2011 | 魁北克 |
| Detour Lake Project | 加拿大 | Agnico Eagle | Agnico Eagle | 712.8 | 651.2 | 1983 | 安大略省 |
| Meliadine Project | 加拿大 | Agnico Eagle | Agnico Eagle | 391.7 | 372.9 | 2019 | 努纳武特 |
| Brucejack Project | 加拿大 | Newcrest | Newcrest | 345.0 | 250.4 | 2017 | 不列颠哥伦比亚省 |
| Meadowbank Complex | 加拿大 | Agnico Eagle | Agnico Eagle | 324.8 | 373.8 | 2010 | 努纳武特 |
| 总计 | | | | 11437.9 | 10614.8 | | |

资料来源：公司官网，公司财报，GlobalData，Mining Technology，Kitco，中国黄金报，世界黄金协会，华西证券研究所

- **海外前四大金矿产国大矿较多，大矿主要集中于全球性黄金企业**：全球除中国外前四大产金矿国前五大金矿2022年产量共计约1061.48万盎司，约占全球产量的8.30%。而大矿主要集中于Barrick黄金、俄罗斯Polyus、Newmont、Agnico Eagle、Newcrest等全球布局的世界级黄金企业。其中，澳大利亚矿产资源丰富，亦包括金矿，其金矿产量及储量均为全球数一数二，金矿资源分布在各州。根据USGS数据，美国金矿的40余个矿脉分布在11个州，2022年前28大金矿产量占比98%，而内华达州金矿资源丰富，约占全国金矿产量的72%，是主要的黄金产区。而俄罗斯大型金矿多位于西伯利亚、马加丹州、楚科奇地区等严寒区域，同时严寒地区仍有丰富金矿资源尚未开采。而加拿大金矿重点分布及勘探地区畏魁北克、安大略及努纳武特。

1.2 2022年全球前十黄金生产商产量占比25%，紫金首次跻身全球前十大

表3：2022年全球前十大黄金生产企业矿产金产量及后续产量指引（单位：千盎司）

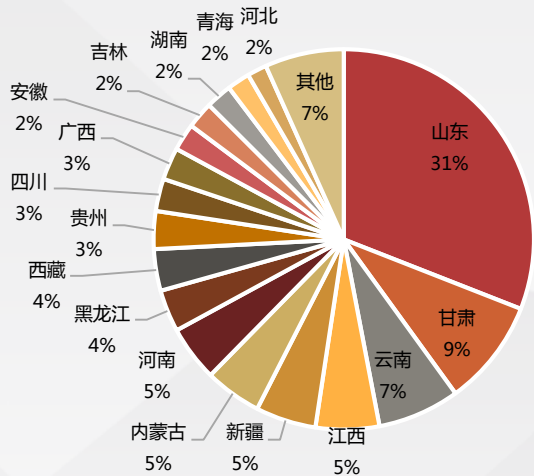
| 公司 | 2022自然年产量 | 产量占比 | 2023指引 | 2024指引 | 2025指引 |
|-------------------|------------------|--------|--------------|-----------|-----------|
| Newmont | 5956.0 | 5.11% | 5700-6300 | | |
| Barrick | 4141.0 | 3.55% | 4200-4600 | | |
| Agnico Eagle | 3135.0 | 2.69% | 3240-3440 | 3350-3550 | 3400-3600 |
| AngloGold Ashanti | 2742.0 | 2.35% | 2450-2610 | | |
| Polyus | 2541.0 | 2.18% | 2800-2900 | | |
| Gold Fields | 2399.0 | 2.06% | 2250-2300 | | |
| Kinross | 2200.2 | 1.89% | 2100±5% | 2100±5% | 2000±5% |
| Newcrest | 2163.1 | 1.85% | 财年：2100-2400 | | |
| 紫金矿业 | 1812.0 | 1.55% | 2315 | | 2894 |
| Freeport-McMoRan | 1811.0 | 1.55% | 1800 | | |
| 前十总计 | 28900.40 | 24.78% | | | |
| 全球总计 | 116633.18 | | | | |

资料来源：公司财报，公司官网，世界黄金协会，华西证券研究所

- 2022年全球前十大黄金生产企业矿产金产量占比达24.78%，公司产量指引显示未来仍有增量：**根据Refinitiv及公司财报披露数据，2022年，全球前十大黄金生产企业矿产金产量达到2890万盎司，较2021年有所增长，而产量占全球比重则达24.78%，仍是接近全球1/4的产量。其中，Newmont及Barrick仍是稳坐前两名，而Agnico Eagle、Ashanti、Polyus、Gold Fields、Kinross、Newcrest虽然产量及排名有所波动，但由于旗下大矿山的产量表现稳健，也仍在前十大金矿生产商之列。而FCX由于其旗下的Grasberg矿在2022年的强劲表现，公司产量同比大增31%，成为2022年全球第十大黄金生产商。展望未来，根据公司提供的指引，Newmont、Barrick、Agnico Eagle三大巨头黄金产量仍将继续增长，令其产量前3的地位更加巩固，Polyus、紫金矿业、Newcrest产量亦有较大增长，其他企业2023年产量指引则不变或有所下调，预计2023年排名仍将变化。
- 2022年紫金矿业首次跻身全球前十大黄金生产企业，后续生产计划显示紫金产量排名仍有望上升：**2021年紫金矿产金产量为47.5吨，根据《中国黄金年鉴2022》，其产量略低于全球第10的Northern Star的49.10吨。2022年，紫金矿业实现矿产金产量56吨，继续同比大幅增长17.89%，并首次跻身全球前十大黄金生产企业。而根据紫金的后续生产计划，预计2023年产量达到72吨，2025年产量计划达到90吨，若生产能顺利实现，年复合增长率将达到17%，在紫金的产量增长高增速下，2023年产量排名有望继续上升。

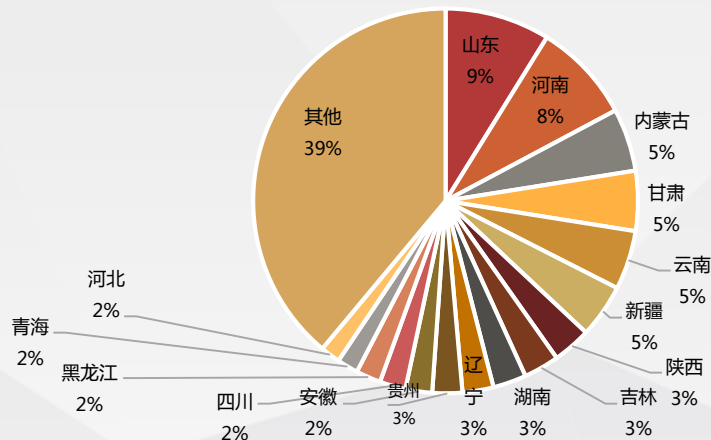
1.3 我国黄金资源分布：山东产量及储量最大，前五大省产量占比1/3

图8：2022年我国黄金资源储量占比（单位：%）



资料来源：自然资源部，华西证券研究所

图9：《中国黄金年鉴2022》：全国黄金产量分布（单位：%）



资料来源：中国黄金协会《中国黄金年鉴2022》，华西证券研究所

- 我国金矿以小型为主，资源分布广阔，金矿总量大，其中山东为最大金矿产地：**我国金矿以小型为主，中大型矿床数量相对较少，但储量大，正逐步勘探发掘。而品位方面，大型金矿以中、低品位为多，中小型金矿品位相对较高。虽我国金矿规模不大，但资源分布广阔，因而金矿产量仍居于全球第一。根据《中国黄金年鉴2022》，2021年我国共25个省区生产矿产黄金，国内黄金资源量200吨以上的省级行政区共有18个，查明黄金储量合计2813.60吨，占全国黄金储量的94.91%；其中山东、甘肃、云南查明黄金储量合计占全国的47%。山东是我国最大的金矿生产地区，也是老牌黄金产区，此外，河南、内蒙古、甘肃、云南等也是我国黄金主要产区，前五大黄金生产地区矿产黄金量占全国总产量的约1/3。

1.3 山东金矿在前十大中占据半壁江山，其安全检查影响逐渐恢复

表4：近年我国前十大金矿产量（单位：吨）

| 金矿 | 位置 | 公司 | 股东 | 2020年产量/吨 | 投产时间 | 2021年产量/吨 | 2022年产量/吨 | 备注 |
|--------|-----|---------|--------|-----------|------|-----------|-----------|-------------------------|
| 焦家金矿 | 山东 | 山东黄金 | 山东黄金 | 7.47 | 1980 | 4.56 | 10.04 | 2022年产量超10万吨，是我国最大金矿 |
| 三山岛金矿 | 山东 | 山东黄金 | 山东黄金 | 7.14 | 1989 | 2.67 | 5.46 | |
| 北衙金矿 | 云南 | 云南黄金集团 | 云南黄金集团 | 6.70 | 1985 | | | |
| 李坝金矿 | 甘肃 | 陇南紫金 | 紫金矿业 | | 2020 | 4.9 | | 10000t/d采选系统于2020年底实现投产 |
| 长山壕金矿 | 内蒙古 | 内蒙古太平矿业 | 中国黄金国际 | 4.65 | 2008 | 4.19 | 4.20 | |
| 新城金矿 | 山东 | 山东黄金 | 山东黄金 | 4.52 | 1980 | 2.22 | 5.69 | |
| 早子沟金矿 | 甘肃 | 招金矿业 | 招金矿业 | 3.91 | 1997 | | | 2022年招金矿业共完成黄金总产量27.35吨 |
| 玲珑金矿 | 山东 | 山东黄金 | 山东黄金 | 3.81 | 1962 | 1.00 | 1.10 | |
| 烂泥沟金矿 | 贵州 | 贵州锦丰矿业 | 中国黄金 | 3.80 | 2006 | | | |
| 大尹格庄金矿 | 山东 | 招金矿业 | 招金矿业 | 3.75 | 1992 | | | 2022年招金矿业共完成黄金总产量27.35吨 |

资料来源：《中国黄金年鉴2021》，中国黄金网，公司财报，矿道网，山西地勘局，华西证券研究所

- **位于产金大省山东的金矿在前十大矿山中占据半壁江山，2021年山东矿山安全检查影响逐渐恢复，焦家金矿仍是我国最大金矿**：山东是我国金矿储量及产量最大的省份，而我国前十大矿山中山东省内的金矿亦是占据半壁江山；而从公司看，主力矿山位于山东的山东黄金及招金矿业，其旗下金矿亦是在前十大金矿中占据重要地位。2021年初山东烟台两起金矿安全事故导致山东对省内非煤矿山进行安全检查，山东省金矿产量同比降幅超50%，2022年则呈现恢复性增长，山东黄金旗下矿山更是在项目建设及产能提升的影响下创产量新高。其中，焦家金矿产量突破10万吨，仍是我国最大在产金矿；新城矿业产量亦是较2020-2021年实现大幅增长；三山岛金矿产量显著回升，玲珑金矿产量小幅增长，但均未恢复至2020年的产量。而根据公司披露，招金矿业旗下位于山东的大尹格庄及夏甸金矿扩能进展顺利，早子沟金矿计划加快深部开拓。此外，根据紫金矿业公告披露，紫金矿业和招金矿业合资拥有的海域金矿，预计2025年投产，达产后年产黄金约15吨至20吨，未来将成为我国的前十大金矿。

1.3 国内前十大企业黄金产量占比达50%，资源并购整合趋势显著

表5：2021-2022年国内前十大黄金生产企业矿产金产量及占比（单位：吨）

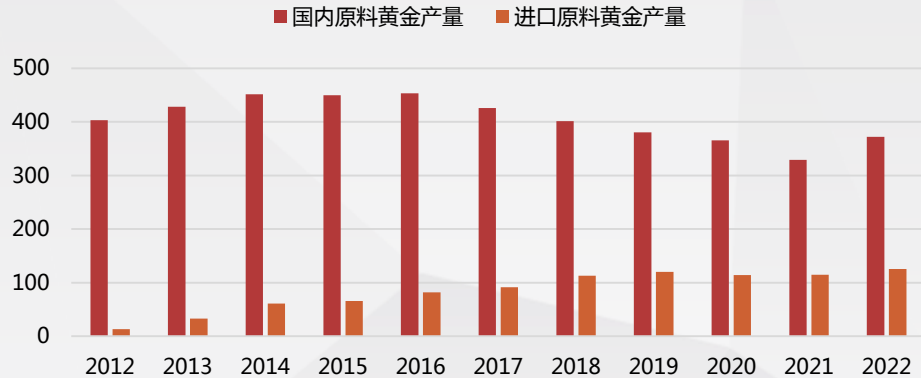
| 公司 | 2021矿产金产量 | 2021矿产金产量占比 | 2022矿产金产量 | 2022矿产金产量占比 |
|----------------|-----------|-------------|-----------|-------------|
| 紫金矿业集团股份有限公司 | 47.46 | 14.43% | 56.36 | 15.15% |
| 山东黄金集团有限公司 | 29.05 | 8.82% | 44.85 | 12.05% |
| 中国黄金集团有限公司 | 35.65 | 10.84% | 34.36 | 9.24% |
| 山东招金集团有限公司 | 11.17 | 3.40% | 13.61 | 3.66% |
| 赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司 | 8.10 | 2.46% | 13.57 | 3.65% |
| 云南黄金矿业集团股份有限公司 | 7.76 | 2.36% | 8 | 2.15% |
| 银泰黄金股份有限公司 | 7.21 | 2.19% | 7.06 | 1.90% |
| 湖南黄金股份有限公司 | 5.16 | 1.57% | 4.61 | 1.24% |
| 灵宝黄金集团股份有限公司 | 4.34 | 1.32% | 5.421 | 1.46% |
| 西部黄金股份有限公司 | 2.31 | 0.70% | 1.47 | 0.40% |
| 全国总计 | 328.98 | 48.09% | 372.05 | 50.88% |

资料来源：《中国黄金年鉴2022》，中国黄金协会，公司官网，公司公告，华西证券研究所

- 2022年我国前十大黄金生产企业黄金产量占比达50%，未来随着金矿的继续扩产，集中度有望继续提升：**根据中国黄金协会数据，2022年国内原料黄金产量为372.048吨，与2021年同期相比增产43.065吨，同比增长13.09%。其中，前十大黄金企业集团矿产金产量189.31吨，占比达50.88%；而山东黄金集团矿产金产量大幅提升，产量排名上升至国内第二。2022年，国内黄金产量呈现恢复态势，同时，紫金、山金、招金、赤峰、灵宝等公司产量呈现增长，资源集中度较2021年提升，未来仍有技改、扩建、新增等项目，主要生产企业集团的产量有望继续增长，前十大黄金生产企业的产量集中度将进一步提升。
- 资源为王，企业境内外并购整合趋势显著，进一步助力资源向大集团企业集中：**作为资源为王的行业，大型黄金企业集团境内外资源并购整合的趋势显著，大集团企业资源量进一步增长及集中。境内方面，紫金矿业收购新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿、山东海域金矿30%权益、招金矿业20%股权，山东黄金收购银泰黄金控制权、竞得甘肃陇南大桥金矿采矿权，赤峰黄金收购昆明新恒河矿业51%股权，区域资源整合推进令黄金生产集中度进一步提升。境外方面，2022年紫金收购南美洲苏里南Rosebel金矿，赤峰黄金收购金星资源，紫金、山金、赤峰、灵宝的境外矿山资源同样同比大幅增长。资源整合之下，前十大黄金企业集团集中度将进一步提升，目前我国形成大型企业主导的格局。

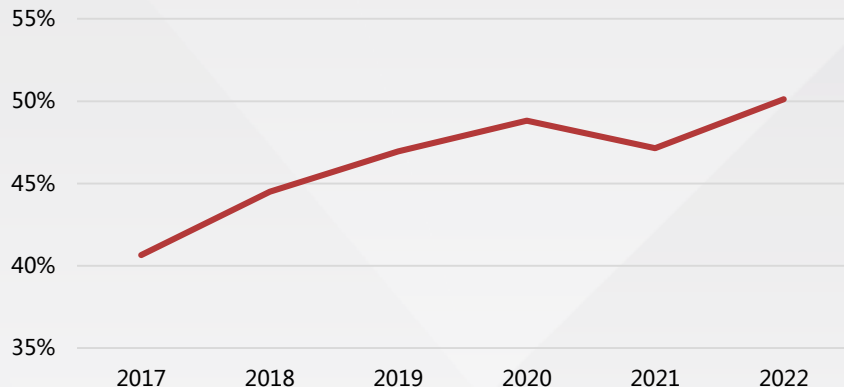
1.3 国内黄金产量自2017供给侧改革后开始下滑，海外并购矿山获资源成趋势

图10：2012-2022年国内原料黄金及进口原料黄金产量变化（单位：吨）



资料来源：中国黄金协会，华西证券研究所

图11：2017-2022年大型黄金集团企业境内矿山产量占比（单位：%）



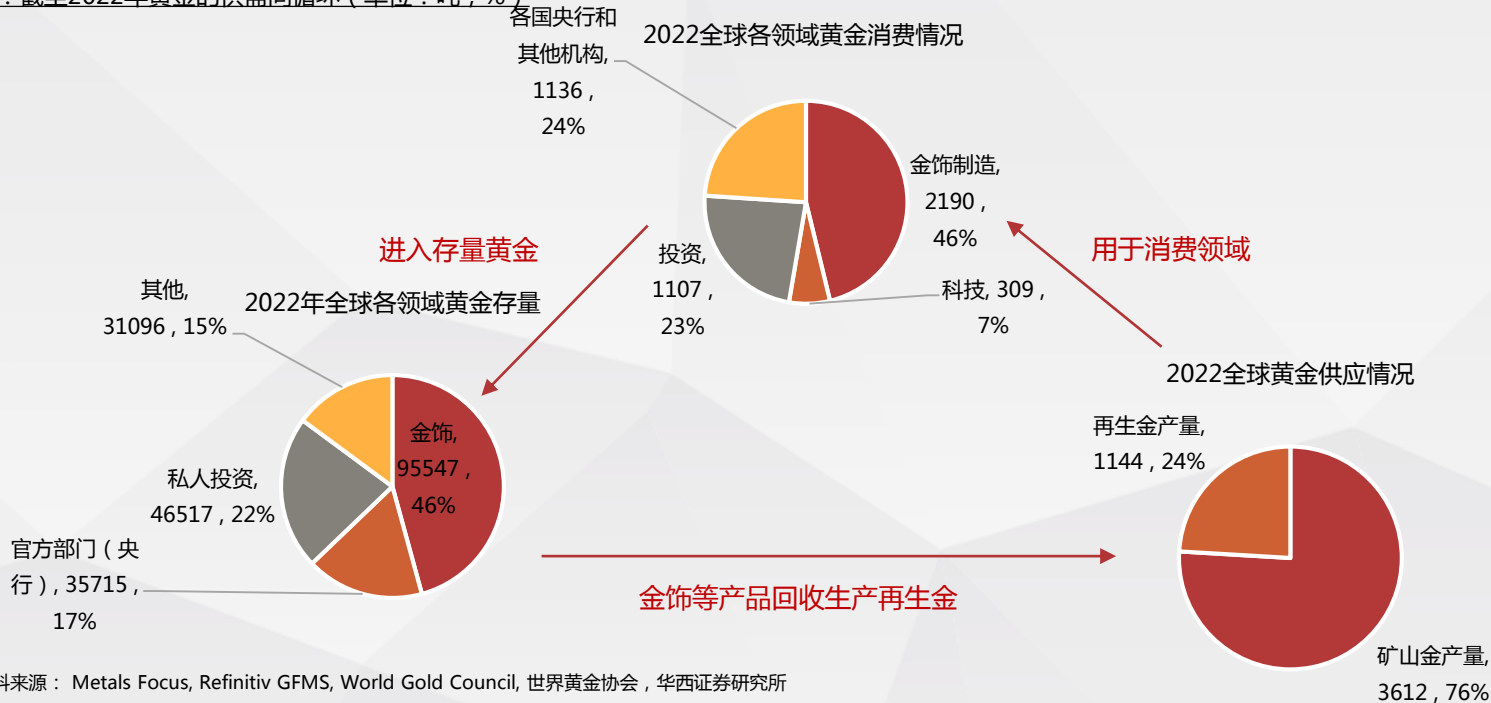
资料来源：中国黄金协会，华西证券研究所

- 2016年之前我国连续十年成为全球最大黄金产国，2017年之后供给侧改革推进令我国黄金矿山产量呈现持续下滑：**2016年之前，我国黄金行业持续发展，国内黄金原料产量持续增长，根据中国黄金协会数据，截至2016年，我国连续10年成为全球最大黄金产国，在2016年达到最高产量453.49吨。而2017年之后，我国供给侧改革持续推进，2017年国家出台环保税、资源税政策、自然保护区等生态功能区内矿业权清退，在此影响下2017年国内原料黄金产量自2000年以来首次出现大幅下滑，此外还有氰渣作为危险废物管理、矿山资源枯竭等因素，国内黄金矿山不断转变发展方式，部分处于自然保护区内的矿山进行有序退出，一些技术装备落后的矿山减产或关停整改，由规模速度型向质量效益型转变，而在此过程中国内原料黄金产量也持续下降。2020年，新冠疫情冲击多个主要产金省的矿山生产；2021年山东烟台金矿安全事故引发停产安全检查，河南灵宝对中小型黄金企业进行整顿，两大国内黄金主产区的事件扰动导致2021年产量再度下滑；而2022年国内黄金矿山从2020-2021年扰动中恢复，加之新项目投产达产，带来产量的同比回升。

- 随着国内原料黄金产量的下降，我国大型黄金企业集团产金集中度提升，同时“走出去”并购矿山步伐加快：**随着我国原料黄金产量的下滑，一方面是大型黄金集团境内矿山的产量集中度持续提升，根据中国黄金协会数据，2022年大型黄金企业（集团）境内矿山矿产金产量148.066吨，占全国的50.12%；另一方面是进口原料黄金的产量持续呈现上升趋势，已成为我国原料黄金的重要补充方式，我国企业走向海外并购矿山从而补充国内原料黄金供应不足的问题成为获取原料端资源的趋势，2022年大型企业境外矿山实现矿产金产量51.048吨，同比增长32.14%。

1.4 黄金供应是存量市场，主要关注各类需求的变动

图12：截至2022年黄金的供需间循环（单位：吨，%）

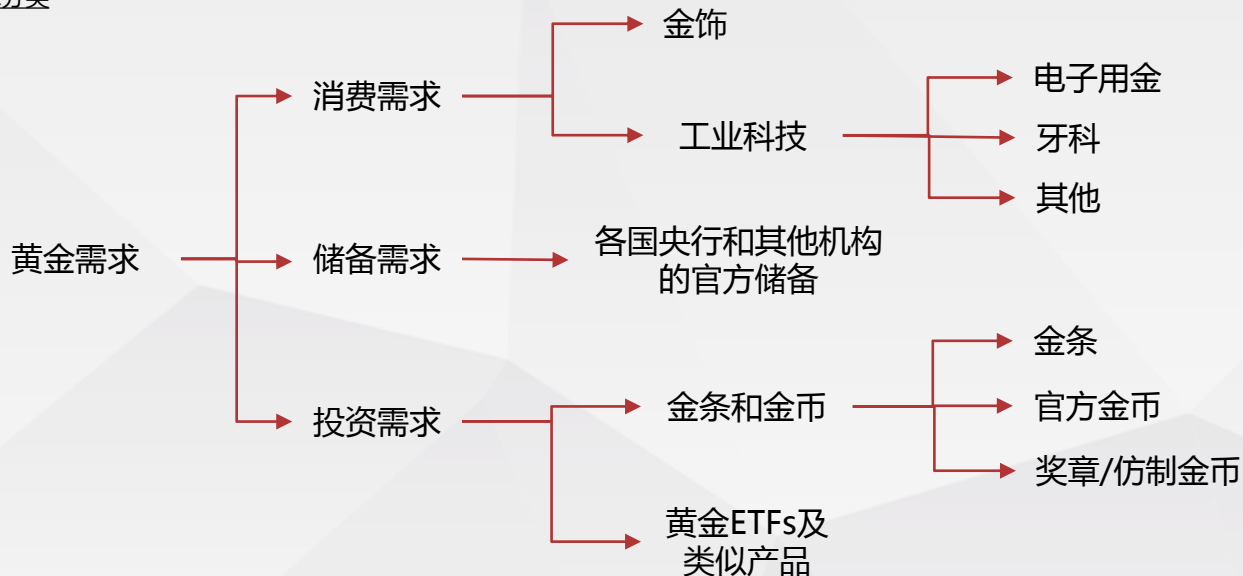


资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council, 世界黄金协会，华西证券研究所

- 黄金供应是存量市场，因而供应对价格并无明显影响，主要关注各类需求的变动：**黄金供应由矿山产金及再生金两部分构成，流入金饰制造、投资需求、各国央行储备以及牙科、电子等各个消费领域，并加入各消费领域的存量黄金中。由于黄金不易损耗，因而开采出的黄金仍以某种形式存在于世界上。而通过对消费领域的黄金进行回收（大部分是金饰），部分消费领域的黄金以再生金的形式循环进供应中，进入下一轮的供需循环。黄金的特性决定了其供应是存量市场，因而与传统商品不同，黄金供应对价格影响并不明显，价格更多受对黄金的消费或是投资等需求的影响。

1.4 黄金需求分类

图13：黄金需求分类

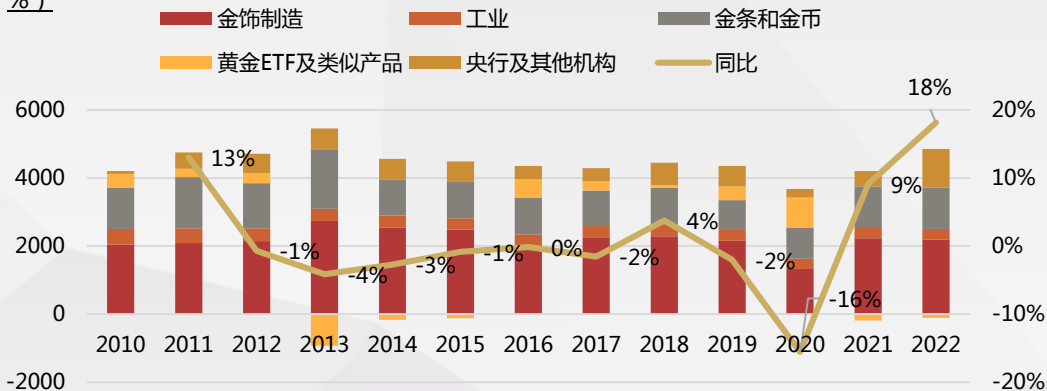


资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 华西证券研究所

- 黄金的需求主要分为消费需求、储备需求和投资需求三个方面：**其中消费需求包括金饰、电子、牙科等行业的用金需求，全球经济的发展速度与状况决定了黄金的工业及居民消费需求。2022年，全球黄金的消费需求占比达52.70%，其中金饰制造占黄金总需求的46.19%。储备需求是各国央行用于防范金融风险而进行的黄金官方储备。而黄金的投资需求包括购买金条金币、黄金ETFs等产品 用于满足投资者储值及保值的需求，包括对抗通货膨胀，面对经济衰退以及国际地缘政治问题等政治、经济和金融风险时的避险需求等。

1.4 2022年黄金需求强劲增长，央行购金为需求主要增量

图14：2010-2022年全球黄金需求构成及同比（单位：吨，%）

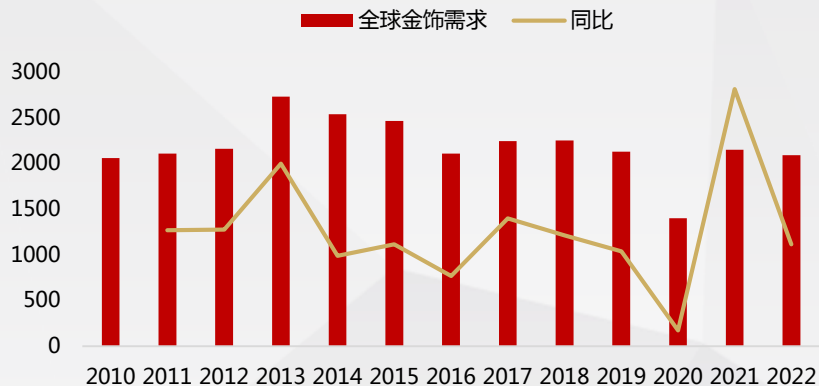


资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, ICE Benchmark Administration, 世界黄金协会，华西证券研究所

- 2022年黄金需求为近十年来增长最强劲的一年，总需求达到与2011年相似的峰值水平：**2022年，全球黄金总需求大幅增长18%至4740.7吨，需求增速为近十年最高水平，总需求量与2011年的4746.4吨相当，接近近十年来的峰值。其中，2022Q4需求大幅提升，为近十年单季度需求的最高值，从而对2022年全年需求的高增长有较大贡献。
- 2022年投资储备需求增长而消费需求下降，央行购金需求大幅增长贡献主要增量：**分领域看，央行购买需求（同比增长685.58吨或152.31%）及金币金条的投资需求（同比增长26.23吨或2%）呈现增长，而金饰制造需求（同比下降40.88吨或1.83%）、工业科技需求（同比下降21.67吨或6.56%）则呈现下降。2022年投资及储备需求为消费增长的主力，央行购金需求在2022年下半年大幅增长，是2022年需求强劲增长的主要贡献项；金币金条需求增长及黄金ETF持仓的降幅同比减小亦有贡献。而消费需求不佳则拖累总需求增长，金价飙升影响了金饰需求，全球经济状况疲弱则制约了工业科技的用金需求。

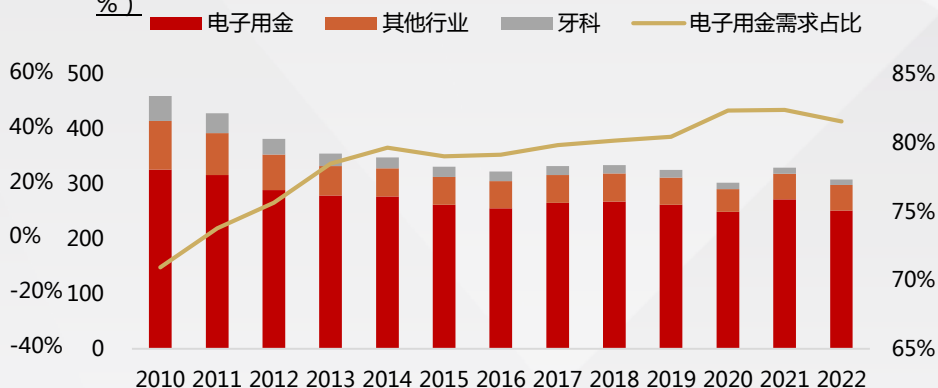
1.4 消费需求：2022年金饰及工业消费在金价及需求影响下回落

图15：2010-2022全球金饰消费变化（单位：吨，%）



资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 华西证券研究所

图16：2010-2022年黄金的工业需求及占比（单位：吨，%）



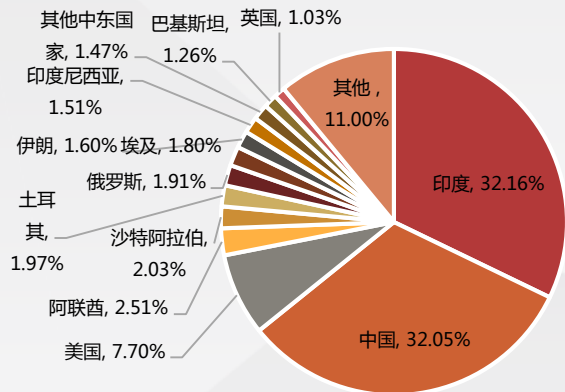
资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 华西证券研究所

■ **2022年全球金饰需求下滑3%，主因是国内疫情拖累消费及金价高企抑制需求：**根据世界黄金协会数据，2022年全球金饰需求为1866.8万吨，同比2021年下滑3%，主因是国内疫情拖累消费及金价高企抑制需求。2020年，作为两大金饰消费国的中国和印度显著受到疫情、经济疲弱以及高金价的抑制，金饰需求创多年以来的低点，2021年随着经济回暖以及疫情封锁的放宽，金饰需求回暖。而2022年，虽我国年初疫情防控较好从而带动金饰需求强劲复苏，但随后的疫情再度拖累金饰需求；加之四季度金价高企也令全球金饰需求承压，全年而言我国金饰需求下降14.4%，中国作为金饰消费大国对全球市场的拖累显著。

■ **2022年工业科技需求占比6.5%，同样有所回落，其中电子行业占比80%以上：**由于黄金具有柔软性好、易锻造和延展的特性，良好的导电和导热性能，以及极佳的抗化学腐蚀和抗变色性等属性，其他金属难以替代，被广泛应用消费电子产品的半导体芯片涂层、键合线，以及汽车行业等工业领域。根据世界黄金协会数据，2022年黄金的工业科技需求308.5吨，同比下降6.56%，其中电子行业用量占比达81.58%，仍是最大的消费领域，电子行业用金需求同比下降7.49%。

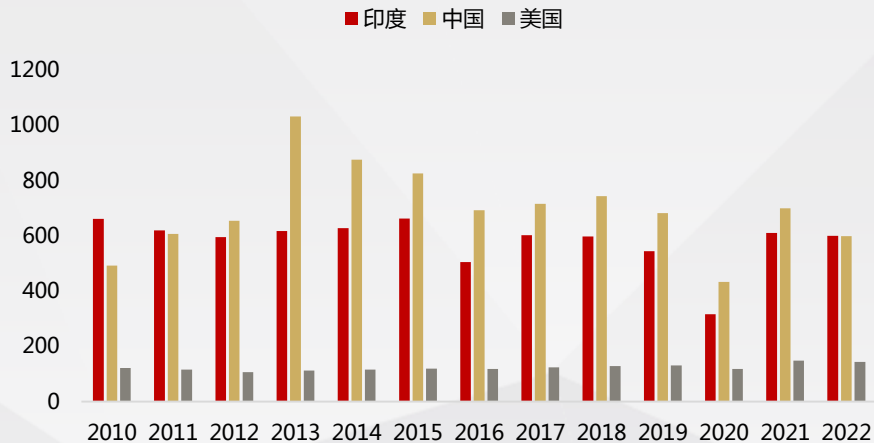
1.4 消费需求：中印的金饰需求占全球金饰总需求的64%

图17：2022年金饰需求占比（单位：%）



资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 华西证券研究所

图18：2010-2022金饰消费变化（单位：吨）



资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 华西证券研究所

- 得益于传统文化及投资需求，中印是全球最大金饰消费国：**金饰需求在黄金下游消费中占比最大，2022年全球金饰需求占比46%，较2021年的56%高位回落，但仍是最大消费构成。出于黄金在中印传统文化中赋予寓意，节日、婚礼等情景下具有购买黄金的传统需求，同时黄金首饰能满足储值增值的需要，因而中国和印度是全球最大的两个金饰消费国，2022年各占全球金饰需求约32%。经济势头向好、消费者可支配收入提升，有利于对金饰消费的增加；但金饰作为可选消费品，金价走高也抑制其需求。此外，由于足金金饰也同时被视为投资资产，因而金价上涨还利好这一投资金饰需求。

1.4 投资需求：发展历程决定了黄金在世界信用体系中的地位

图19：不同时期黄金角色的历史演变

- **金本位制出现之前：**
 - 黄金稀缺性及不易损耗从而具有的总量恒定性，使其成为普遍接受的一般等价物。但由于黄金过于稀缺，仅在大额交易中使用，白银及其他金属是更为普遍的货币；同时，黄金被作为权利及财富的象征被帝王或宗教神权独占储藏，黄金的流通市场较小
- **金本位时期：1816-1930s**
 - 19世纪金矿资源的大量发现及开采使得黄金供给大幅增加，黄金生产力的发展使之开始具有流通基础，进入金本位时期。1816年英国率先建立金本位制，到1900年，除中国和部分中美洲国家外，所有国家都加入了金本位制，直至一战才被打破。在以黄金为本位货币的货币制度下，黄金可在一国之内作为流通货币使用，也可作为国际贸易的支付手段
 - 1914-1918的一战、1930s的经济危机冲击下金本位制崩溃，各国加强贸易管制，禁止黄金自由买卖和进出口，部分国家实行“金块本位制”或“金汇兑本位制”，极大压缩了黄金的货币功能，使之退出国内流通支付，但仍在国际中作为世界货币充当最后的支付手段，同时仍受到严格管制、国与国间贸易壁垒森严，黄金市场流通机制被严重抑制
- **布雷顿森林体系时期：1944-1971**
 - 为结束战后国际货币体系混乱与动荡局面，1944年建立起布雷顿森林体系，在这一体系中美元与黄金挂钩，美国承担以官价兑换黄金的义务；各国货币与美元挂钩，美元处于中心地位，起世界货币的作用，实际是一种新的金汇兑本位制。美元是布雷顿森林体系的主角，而黄金是稳定体系的最后屏障，因而金价及流动仍受到严格控制
 - 美国试图借此机会使美元取代黄金，从而成为国际贸易支付的唯一手段，同时该体系的正常运转与美元信誉及地位密切相关。但由于1960s开始美国深陷越南战争，国际收支恶化、财政赤字巨大，美元信誉受到冲击，美国黄金储备大幅流出，美国无力维持每盎司35美元的黄金官价，开始实行双价制；挤兑压力下，1971年美国停止以美元向美国兑换黄金的义务。美元不断贬值，欧洲市场持续抛售美元而采购黄金，最终西方国家放弃固定汇率，开始实行浮动汇率，布雷顿森林体系崩溃，开启黄金非货币化进程。
- 这一时期黄金价格受各国严控，黄金市场仅是国家进行黄金管制的一种调节工具

1.4 投资需求：发展历程决定了黄金在世界信用体系中的地位

图19：不同时期黄金角色的历史演变

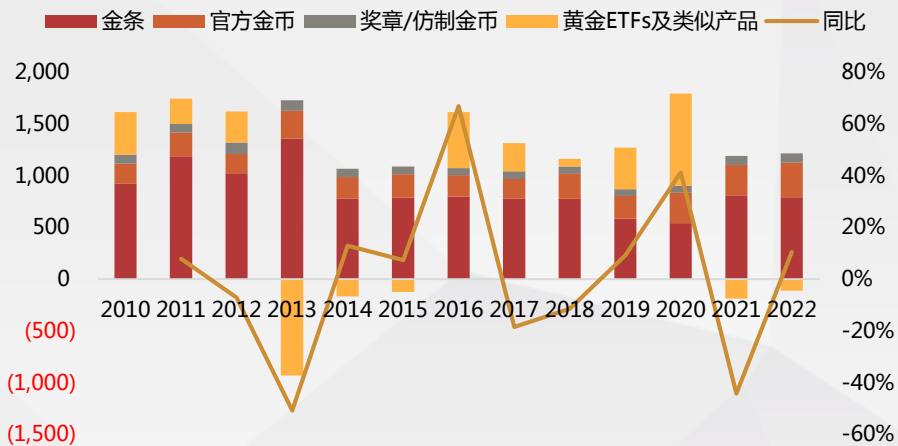
- **牙买加协议签订，信用本位时期：1978之后**
 - 1975年1月1日美国结束了自1933年开始长达41年的黄金持有禁令，1974年12月31日comex市场上也开始进行黄金期货交易
 - 1978年《牙买加协议》生效，标志着黄金正式非货币化。协议规定，废除黄金条款，取消黄金官价，可按市价自由进行黄金交易，取消会员国间及与IMF之间须用黄金清算债权债务的义务；处理IMF所持黄金，用出售黄金所得设立信托基金用于援助发展中国家，会员国购回，以及向市场出售；提高特别提款权的国际储备地位，使特别提款权逐步取代黄金和美元；会员国自由选择汇率制度，可实行浮动汇率制度等。
 - 布雷顿森林体系解体之后，黄金价格摆脱35美元/盎司的官价，黄金市场逐步恢复流动性，价格大幅上涨。随着金融自由化浪潮席卷及黄金市场持续开放，黄金市场向国际化发展，形成了以伦敦为黄金交易中心并连接全球的运作模式。1982年COMEX引入黄金期权、伦敦黄金期货市场开业，1988年伦敦黄金市场重组，传统封闭的黄金期货业务逐步向其它金融机构开放。1993年以后出现多样化黄金衍生工具及融资工具，世界黄金市场工具及作用更加多元。

资料来源：世界黄金协会，上期所，华西证券研究所

- **黄金作为被世界各国普遍接受的一般等价物，始终在世界货币体系有重要地位：**①金本位出现前及金本位时期，黄金是被世界普遍认可的货币。②布雷顿森林体系时期，美元与黄金挂钩，美国有义务以“1盎司黄金=35美元”向各国承兑黄金，美元处于中心地位，而黄金是稳定体系的最后屏障；后期随着美元持续贬值，欧洲国家持续抛售美元兑换黄金，美元并未能取代黄金成为国际支付的唯一手段，黄金仍在世界的货币体系中扮演重要角色。③虽然牙买加协议生效标志着黄金的非货币化，但在信用货币体系之下，黄金作为具有实际价值的硬通货，其价值仍为全世界所认可。在美元为普遍认可的世界货币这一世界信用货币体系的背景下，黄金对标美元信用体系，在风险事件发生时与美元风险信用对冲从而保持资产稳定安全，因而实际仍具有一定的货币性。
- **黄金角色的历史演变决定了黄金作为资产所具有的商品、货币及投资三个属性：**从历史发展进程看，黄金在资产中的角色由商品，逐步转变为一般等价物货币，在信用本位时期非货币化之后，黄金与货币发行流通脱钩，金价大幅波动，实物黄金及期货期权等黄金衍生品成为投资的资产选择。而上述三个属性也构成对黄金的需求。

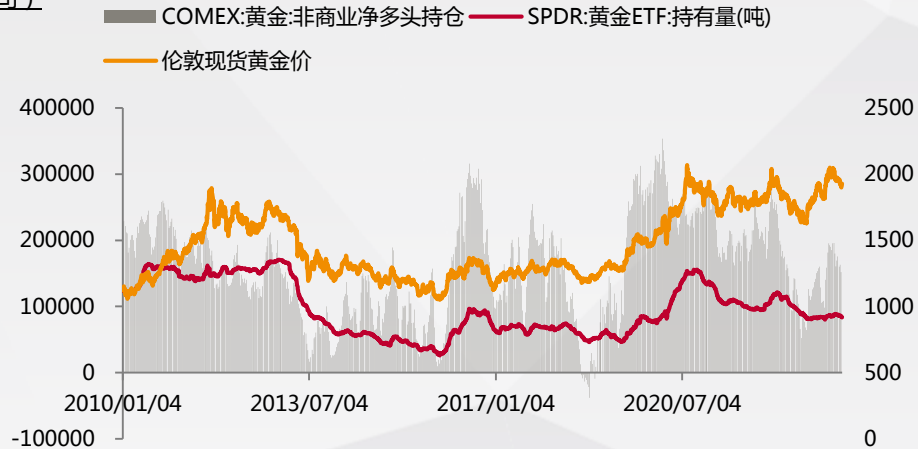
1.4 投资需求：2022年同比增长10.5%，占黄金总需求的23%

图20：2010-2022年黄金的投资需求（单位：吨）



资料来源：Wind，Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 华西证券研究所

图21：2010年至今金价与持仓（单位：张，吨，美元/盎司）



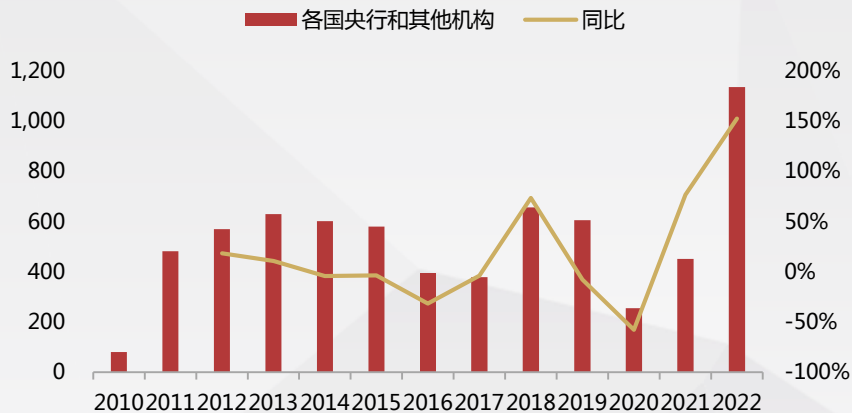
资料来源：Wind，华西证券研究所

■ **黄金投资需求为金价主要的影响因素**：投资黄金资产是投资于黄金的商品属性、金融属性及货币属性三种性质所可能带来的收益，是黄金风险对冲及投机需求的体现，也是金价最主要的影响因素。由于黄金与大宗商品或是权益市场相关性并不高，尤其是风险事件发生时期作为避险资产走势较为独立，因而往往在投资组合的资产池中配置黄金以分散风险，可起到降低风险时期资产波动及提高投资组合表现的作用。可配置的资产包括金币金条等实物黄金或是黄金ETF，其中，实物黄金流动性相对较差，SPDR作为全球最大的黄金ETF基金，被动跟踪伦敦金的价格，其持仓增减代表市场对于黄金投资需求的变动，并对金价造成影响。此外，COMEX黄金非商业净多持仓也表征市场对黄金的投机情绪。

■ **2022年黄金投资需求占比近1/4，同比增长10.5%，是2022年黄金需求强劲增长的重要推动力**：根据世界黄金协会统计，2022年全球黄金投资需求为1106.8吨，同比增长10.47%，占黄金需求的23%。其中，金币及金条投资升至9年来最高点，同比增长2.20%；黄金ETF流出较2021年放缓。个人投资需求的增加以及ETF流出放缓是2022年黄金需求强劲增长的一大推动力。

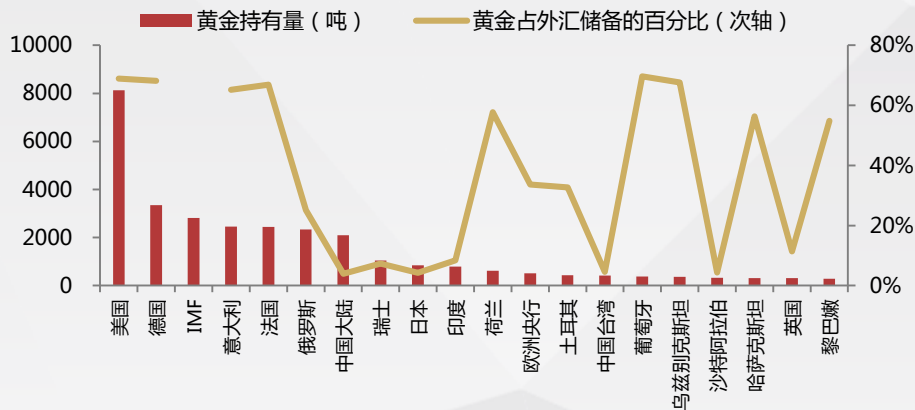
1.4 储备需求：2022年央行购金大幅增长152%，是最大的增量

图22：2022年央行购金同比增长152%（单位：吨，%）



资料来源：国际货币基金组织, IMF IFS, 世界黄金协会, 华西证券研究所

图23：截至2023年6月官方黄金储备前20国/地区（单位：吨，%）



资料来源：国际货币基金组织, IMF IFS, 世界黄金协会, 华西证券研究所

■ **黄金因具有国际普遍认可的价值及无信用主权风险的特点，成为央行储备的重要组成：**虽然布雷顿森林体系瓦解后黄金与美元脱钩，但时至今日黄金由于其天然的货币特征以及国际普遍认可的价值，从而仍保持一定的货币属性，央行可通过收购与抛售控制货币存量、平衡国际收支与汇率。在货币属性下，黄金具有流动性好的特点，风险事件发生时仍具备较好的安全与流动性也使黄金成为优质的外汇储备。此外，黄金相对纸币而言，不受发行国家信用及偿付能力影响，因而具有内在稳定性及对抗通胀的特性，在国际政治经济局势动荡时期仍是相对安全稳定的资产。安全、稳定、保值、流动性好等特点令黄金成为各国必不可少的战略储备。作为储备而言，收益并非最主要的目的，因而央行持有的黄金储备大多数时候维持相对稳健，当经济面临风险时部分国家甚至会选择通过抛售黄金减缓资金筹集压力。此外，黄金和美元均具备国际货币特性，而出于对美元信用及美元资产风险的担忧也促使部分国家降低美元储备，转而提高黄金储备。

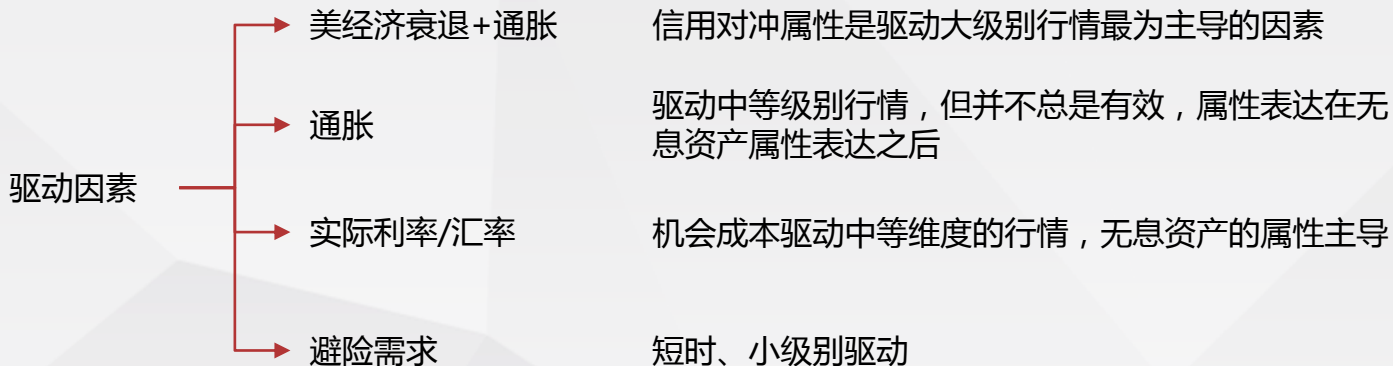
■ **2022年央行购金同比大增152%，创55年来的新高，显示黄金在高通胀、全球地缘政治事件、美元资产风险之下的保值及避险作用：**2022年，全球央行的购金需求达1135.7吨，同比2021年增长152%，并创55年以来的新高；其中，单三季度购金量就接近2021年全年央行购金，四季度央行购金同样强劲，下半年央行购金总量达862.2吨，带动全年央行购金乃至黄金需求的强劲增长。央行购金大幅增长，显示在高通胀、地缘政治事件影响、美元资产风险之下，黄金因其保值及避险作用受到各国央行增持，以使外汇储备多元化并分散资产风险。

02

黄金价格框架：信用对冲主导大行情，价格框架切换在于主导属性分主次

2 黄金的价格框架：多种因素通过对黄金不同属性的影响主导价格

图24：黄金价格驱动因素框架

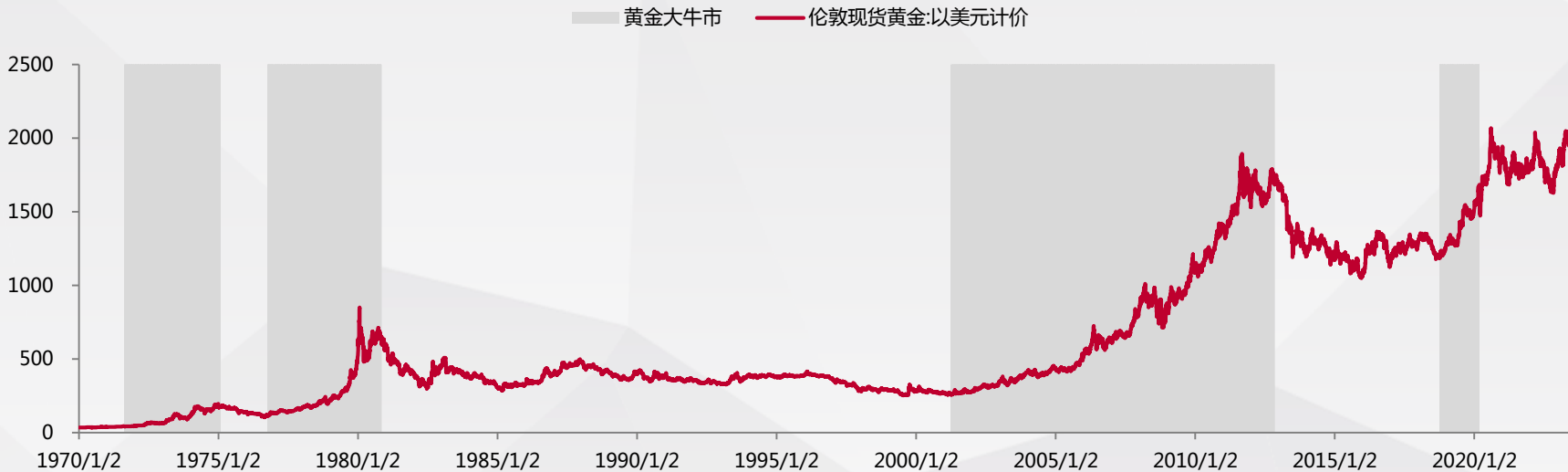


资料来源：华西证券研究所

- 黄金的价格驱动主要是由黄金的不同属性占据主导地位的不同，而在不同时期主导因素的切换令金价有不同的表现：**由于黄金供给是存量市场，金价主要由需求驱动，而结合过往行情，各类需求中主要是投资需求驱动行情。黄金价格影响因素繁多，各因素影响价格的框架路径也在切换。不同因素通过对黄金三大不同属性施加影响从而驱动价格，而当多种因素同时存在时，对金价的影响分主次，主导的因素决定了行情的大方向及持续时间，而当主导因素存在时，次要因素可能影响短时金价，但只是大趋势下的小反弹，金价最终回归大趋势走向。其中信用对冲是驱动大级别行情的最为主导因素，美国经济衰退+通胀往往驱动大级别黄金牛市。通胀通过商品属性对金价产生影响，但“买黄金抗通胀”并不总是有效，失效原因在于受到黄金作为无息资产的金融属性干扰，在加息时期，美元资产收益率更高，从而资金从黄金这一资产流出，加之对通胀未来的预期，当下高通胀难以再作为主导驱动。而避险需求所导致的黄金行情仅仅是短时、小级别的驱动。

2.1信用对冲属性带来的长周期配置机会：经济下行期超额收益显著

图25：1970年之后历次黄金大牛市的起点往往是美国经济开启下行时期（单位：美元/盎司）

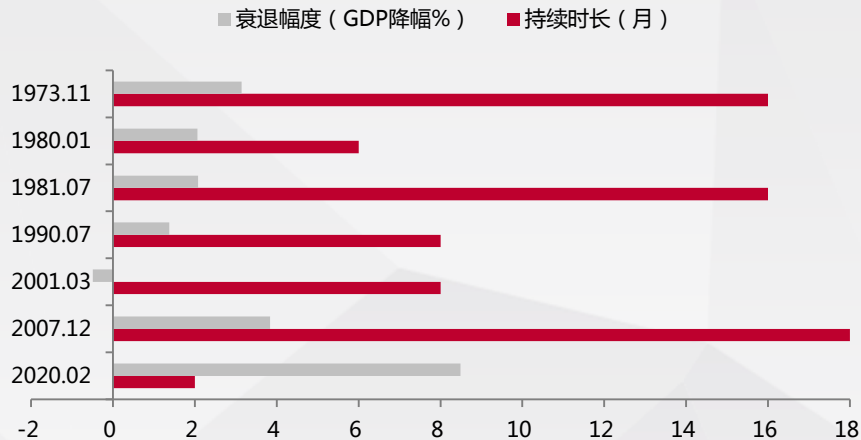


资料来源：NBER, BEA, wind, 华西证券研究所

- 长周期看黄金牛熊，信用对冲属性主导黄金大行情，金价长牛时期往往呈现美国经济下行+高通胀特性：**在当下的信用体系之下，作为世界普遍认可其价值的实物载体，黄金具有显著信用对冲的属性；而美元作为世界货币，其背靠美元信用体系及美国经济，因而当美国面临经济下行周期，黄金凸显其对美元及美国经济的信用对冲属性，具有较好的超额收益，而在美国经济表现向好时期，美元资产收益率走高，黄金信用对冲属性则难以展现吸引力，呈现逆周期特征。
- 纵观1970年之后的几轮黄金大牛市，均是始于美国进入经济下行期，金价呈现出黄金的信用对冲属性主导大周期的特征。**此外，美国衰退最终能否支撑黄金走出长期牛市，取决于衰退是否持续、通胀是否在商品属性上形成合力，走出金价上行的大周期往往伴随着通胀的上行。

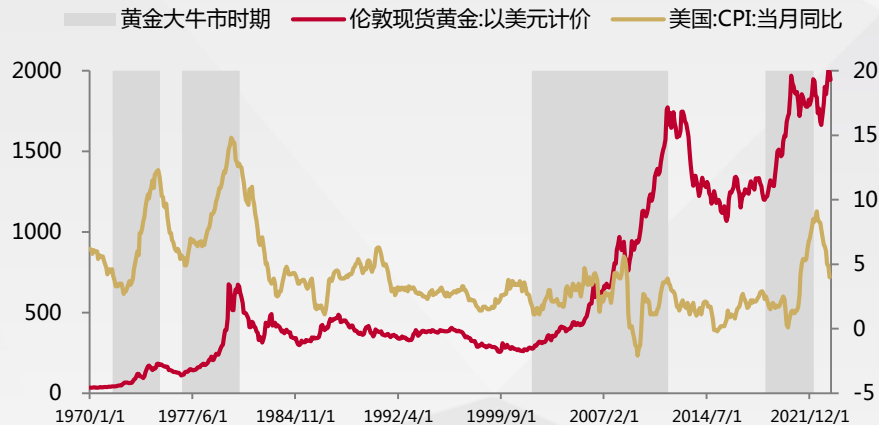
2.1信用对冲属性带来的长周期配置机会：经济下行期超额收益显著

图26：1970年之后美国衰退幅度及持续时长



资料来源：NBER, BEA, wind, 华西证券研究所

图27：黄金信用对冲驱动的大牛市时期往往伴随高通胀（单位：美元/盎司，%）



资料来源：wind, 华西证券研究所

■ **回顾1970年之后美国的历次衰退，美国经济下行伴随高通胀往往驱动黄金大级别行情，直至美国经济重新上行，黄金牛市结束：**

■ **(1) 1973-1982：美国深陷滞胀，经济衰退，金价上行**

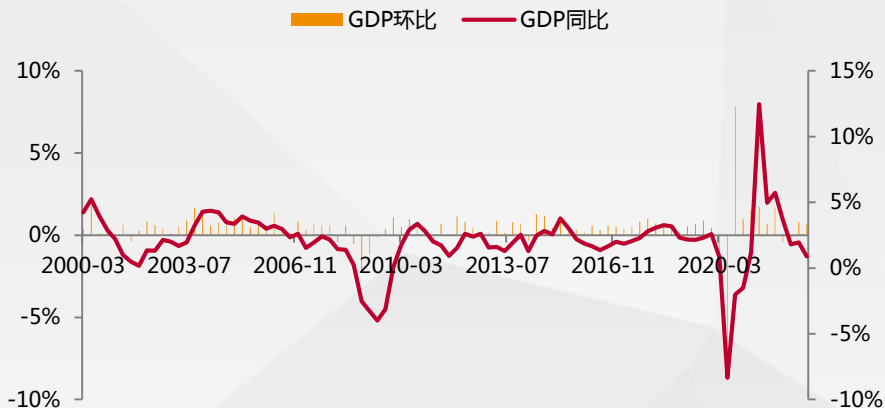
■ **1973.11-1975经济衰退**：布雷顿森林体系瓦解，美元持续贬值，彼时扩张性货币政策下M2快速增长，叠加扩张性的财政政策，推动通胀；同时，自然灾害导致的粮食减产酝酿粮食危机，中东战争爆发下能源短缺并引发石油危机，供应问题导致通胀持续上行，而当时美联储的加息态度及力度难以抑制通胀。与此同时经济疲弱，制造业及GDP持续下滑，失业率攀升，美国陷入滞胀，引发经济衰退。

■ **1980.1-1982**：1979年第二次石油危机爆发，油价飙升打击美国经济，赤字剧增；滞胀延续，沃尔克短时间大幅推升利率以抑制通胀，弱需求叠加货币政策极度紧缩，制造业下行，失业率飙涨，经济衰退。

■ **本轮黄金牛市的结束**：80年代计算机革命迎来爆发，科技公司崛起，计算机的广泛应用与科技革命推动社会生产力的发展，大量资金流向信息产业从而消化了通胀，并极大带动美国经济复苏，黄金信用对冲属性趋弱，结束本轮牛市。

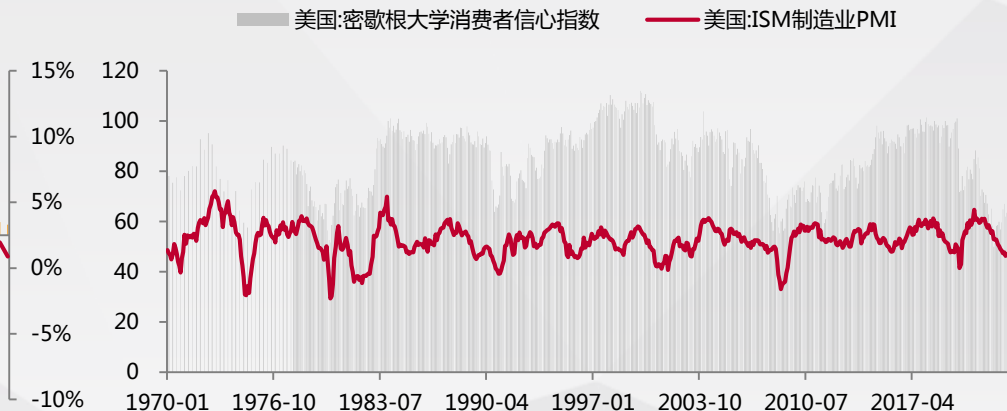
2.1信用对冲属性带来的长周期配置机会：经济下行期超额收益显著

图28：2000年至今美国GDP环比（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图29：1970年至今美国制造业PMI与消费者信心指数



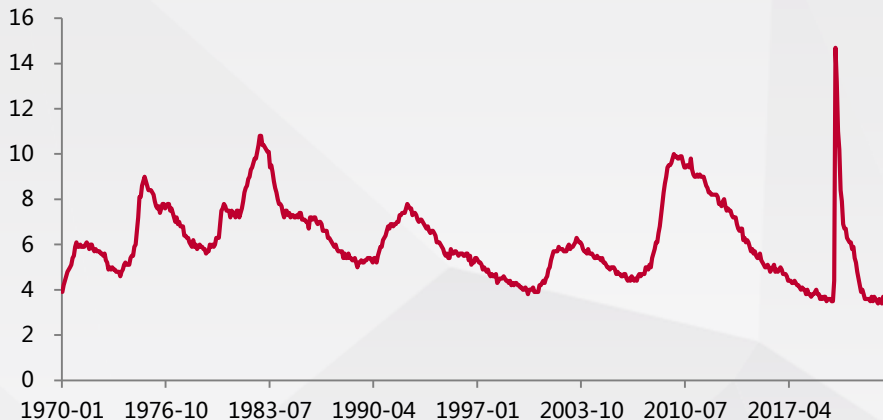
资料来源：wind，华西证券研究所

■（2）2001-2012：两次泡沫破裂引发经济衰退，金价上行

- **2001.3-2001.11**：互联网革命中对新技术过度投资但并未如预期产生高回报，互联网泡沫破裂，经济下滑逐渐由高新技术领域波及其他经济领域，经济低迷。同年9.11恐袭打击航空、旅游、保险等多个行业，并向制造、零售等其他部门蔓延，且带来巨额财产损失，美国陷入经济衰退。为推动经济增长以解决衰退问题，当局开始刺激地产，大量发放次级贷款并持续降息，房价疯涨并逐渐引发地产泡沫，同时高油价也助推高通胀，看似暂时解决经济困局，然实则为08年次贷危机埋下伏笔。
- **2007.12-2009.6**：次贷危机爆发，并通过衍生品蔓延至经济，引发全球系统性金融危机，资产缩水程度超过大萧条时期。
- 本轮黄金牛市的结束：中国大幅购买美债从而提供资金、持续出口提供廉价商品从而压制通胀，美国度过金融危机；同时智能手机普及、移动设备使用爆发成为新的科技革命，带来经济复苏，黄金信用对冲属性趋弱，本轮黄金牛市趋近尾声。

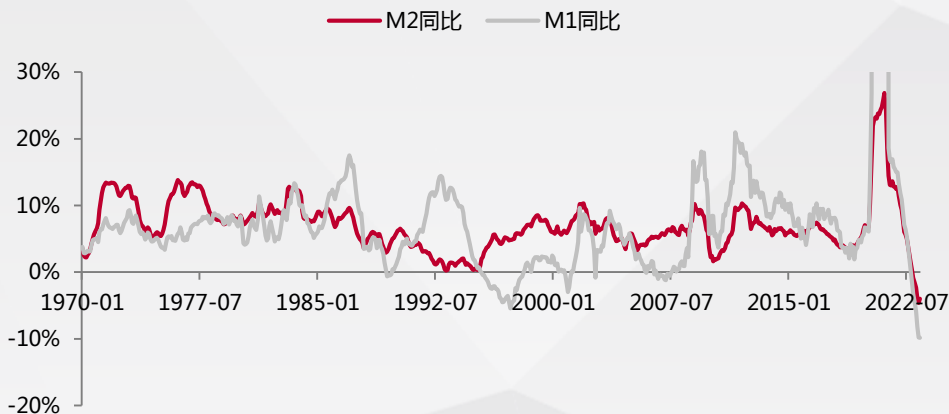
2.1信用对冲属性带来的长周期配置机会：经济下行期超额收益显著

图30：1970年至今美国季调失业率（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图31：1970年至今美国M1、M2同比（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

■（3）2018年底-至今：经济衰退苗头叠加疫情及战争冲击供应链，至今仍在衰退担忧中，金价上行

■ **2020.2**：市场关于美国本次衰退的担忧自2018年底就已开始，实际已有衰退的苗头，美国在2019年时隔十年重新降息，2020年新冠疫情是导火索，疫情延续之下的供应链危机及冲突战争导致的能源危机深化衰退动力，美国为刺激经济大规模放水，宽松的货币政策加之供应链问题难以迅速解决，导致大幅通胀抬升，至今市场仍在持续对衰退的担忧。

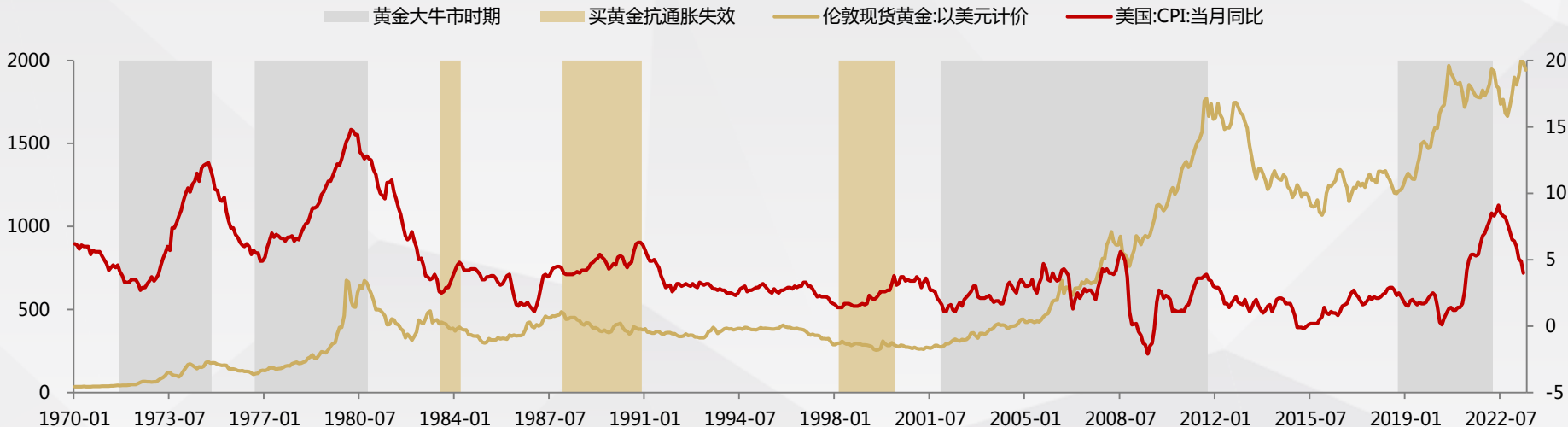
■ 而美国经历衰退但未出现黄金牛市的行情，也往往是由于黄金信用对冲属性的驱动受到美国经济强劲上行动力的打断：

■ **1990.7-1991.3**：1987年股灾影响在先，后有1989储贷危机之下爆发银行倒闭潮，1990第三次石油危机中油价带动通胀上行，经济增速走弱、失业率上行。

■ **经济衰退被打断**：此前计算机革命对信息技术的大量投入为基础，1990年开始爆发互联网革命，作为率先在美国兴起的科技革命再次带动美国经济繁荣，通胀也呈现回落，金价未走出大行情。

2.2 “买黄金抗通胀”：商品属性驱动中等级别行情，但并不总是有效

图32：买黄金抗通胀并不总是有效（单位：美元/盎司，%）

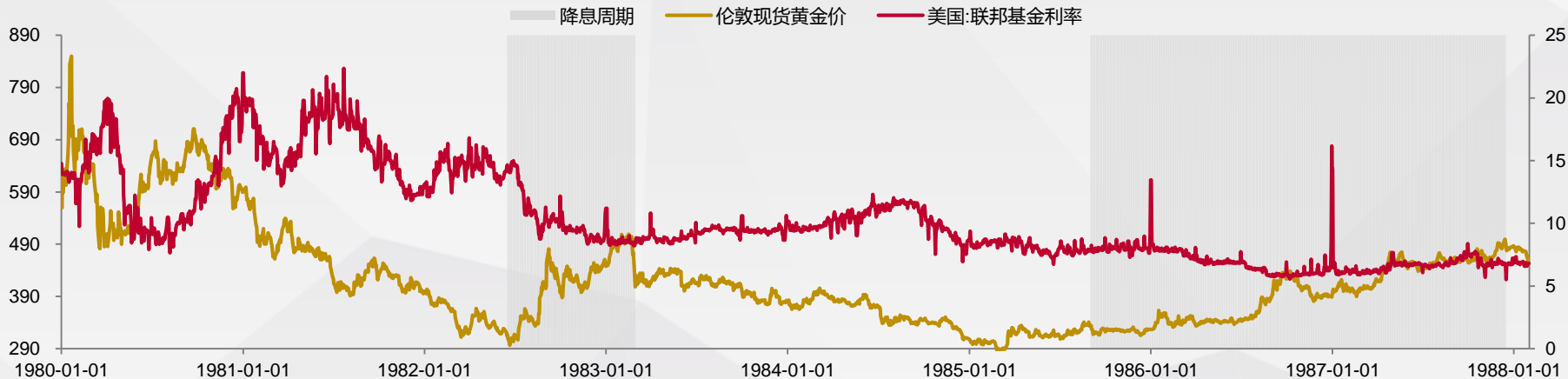


资料来源：wind，华西证券研究所

- 传统认为买黄金抗通胀，但通胀与金价的关系并不总是有效，在于不同时期黄金不同属性占主导：**由于黄金具有保值作用，黄金具有的商品属性也使金价在多数通胀期间有上涨表现，从而表现出抗通胀的属性，但高通胀推升金价这一相关性并不总是有效，在于黄金具有多重属性，其中商品属性并不占据主导时，通胀未必推升金价。
- 信用对冲驱动的黄金大牛市之下，黄金呈现较好的抗通胀效果，但大牛市之外买黄金抗通胀并不总是有效，在于彼时黄金的金融属性更加主导：**在黄金大牛市期间，黄金信用对冲发挥主导作用，美国经济衰退+通胀高企，往往驱动金价大幅上涨，此时商品属性在信用对冲背景下有较好表现，通胀带动金价上涨，呈现出较好的抗通胀效果。而牛市之外的金价与通胀并不总是有较好的正相关性，在1983-1984，1988-1990，1998-2000这三段时期表现出明显的相关性失效。而这三段时期均是处于美联储的加息周期，在加息周期中，黄金更多表现出金融属性，也即其无息资产的属性，超过了其商品属性。黄金作为无息资产，其机会成本是实际利率，在美元加息周期中，资金趋向于收益率更高的资产，从而金融属性占据主导，干扰了其商品属性的表达，从而资金从黄金这一资产流出，加之对通胀未来的预期，当下的高通胀难以再作为主导驱动，是“买黄金抗通胀”失效的原因。

2.3 美联储加息：无息资产的属性主导，机会成本驱动中等维度的行情

图33：1980年至今美联储降息周期金价表现（单位：美元/盎司，%）

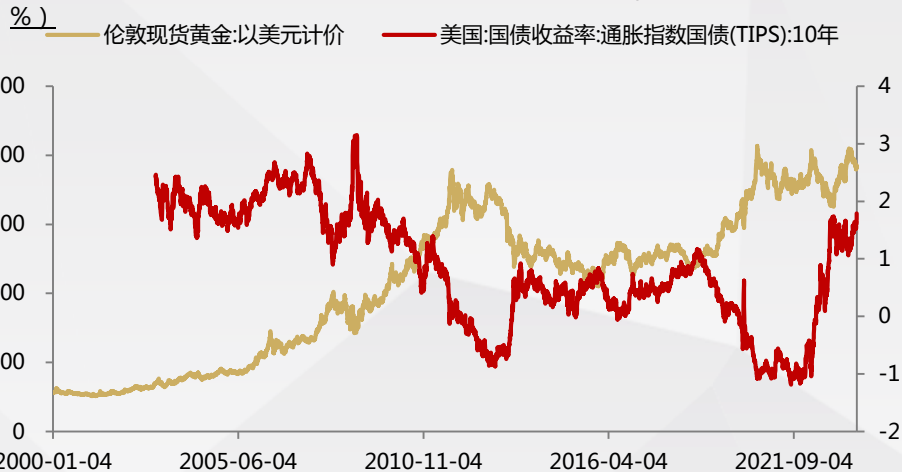


资料来源：wind，华西证券研究所

- **金价与美元的关系是其无息资产属性的体现**：黄金被视为安全的无息资产，而实际利率或是汇率则是黄金的机会成本，因而美元加息导致美元收益率走高时，黄金由于相对收益更低，资金趋于更高收益的资产促使市场资金转而投向此类资产。
- **加息驱动的行市从时间维度或是行情维度而言都小于信用对冲属性所驱动的大行情**：观察几轮大牛市之外的黄金小牛市，其中1982-1983年，以及1985-1987年的两轮行情主要是美联储降息周期驱动的行市，重新转入加息周期之后金价上涨行情结束。其中，1982-1983年行情期间，1981年美国的经济仍面临下行压力，GDP表现再度走差，为刺激疲弱的经济美联储多次降息，金价在此轮降息周期期间最高涨幅达70%。而1985-1987年行情期间，1984年9月美联储再度进入降息周期直至1987年；同时1985年G5达成广场协议，以联合干预外汇市场的方式促使美元贬值，美元指数回落，金价最高涨幅达58%。
- **而黄金牛市时期叠加美元加息周期时期金价表现也显示，信用对冲属性更为主导**：在历次黄金大牛市期间的加息周期，多次呈现加息及金价上涨同时出现的局面，因而在更大维度而言，仍是信用对冲属性在主导金价。加息因素则是在中等维度这一级别之下对金价走向更为决定性。

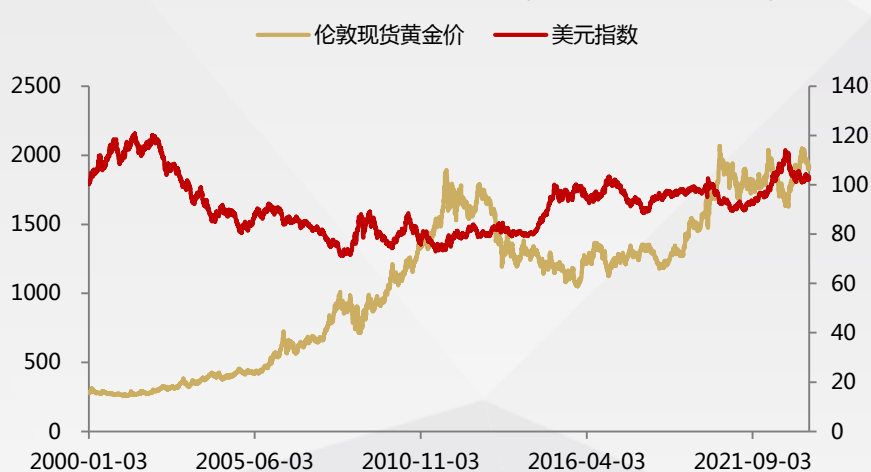
2.3 美联储加息：无息资产的属性主导，机会成本驱动中等维度的行情

图34：2007年年中之后，金价与美国实际利率高度负相关（单位：美元/盎司，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图35：美元指数与黄金价格的负相关相对稍弱（单位：美元/盎司，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

- 对标美元时，实际利率是持有黄金的机会成本，实际利率与金价走势呈现显著的负相关体现了黄金金融属性驱动：**根据伯南克的三因素模型，十年期国债收益率=实际短期利率+期限溢价+通胀预期。当对标美元时，剔除通胀因素的美元实际利率才是持有黄金的机会成本，而这一机会成本与金价显著负相关，高度解释了黄金的金融属性。由于美国财政部发行的通货膨胀保值债券TIPS，其本金定期根据CPI调整，从而可抵御通胀风险。由于TIPS作为国债可视作无风险资产，同时剔除通胀风险，因而可视为实际利率的衡量，通常使用的是10年期TIPS的收益率。自2007年中以来，10年期TIPS的收益率与金价走势呈现显著的负相关关系，显示了金融属性对金价的影响。
- 美元指数与金价的关系在于汇率是持有黄金的机会成本，而美元指数与金价的相关性相较于实际利率：**美元指数是按6种货币对美元汇率变化的几何加权平均值计算，用以衡量美元在国际外汇市场对一揽子货币的汇率变化情况。同样地，当将汇率视作持有黄金的机会成本时，可以解释美元指数与金价的显著负相关。作为世界货币，美元资产收益率被视作黄金的机会成本，美债收益率和美元指数同样作为美元信用的衡量，但就相关性强弱而言，金价与美元指数的走势负相关性稍弱于实际利率。

2.4 避险需求：风险事件落地后金价表现回归，是短时、小级别驱动

图36：风险事件及伦敦现货黄金价（单位：美元/盎司）

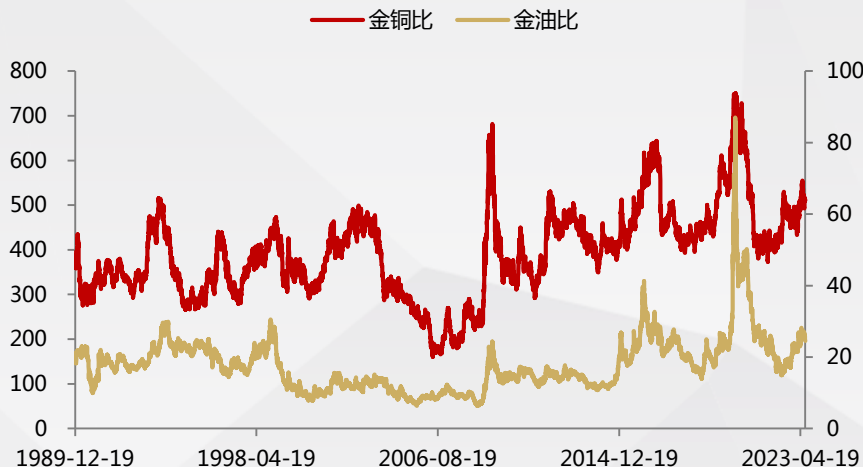


资料来源：wind，华西证券研究所

- 黄金的避险价值源自于其被普遍认可的价值，当风险偏好回归正常金价即回落，决定了单纯由于事件而体现避险价值行情级别小、时间短：**作为世界货币或类世界货币，美元和黄金都是避险资产，但是黄金在避险价值方面的表现更强，在于美元受到背后发行信用货币的主体影响，而黄金则是世界的普遍认可的、不需要背后信用主体支撑的价值实物。正是由于其作为一般等价物的价值被普遍认可，出于对资产在风险事件发生时依旧能保值的需求，当风险事件发生时，市场的风险偏好迅速恶化，对资产流动性、安全性的避险需求激增，推升金价。但事件驱动型的黄金行情，在避险情绪回落、风险偏好回归之后，行情也即结束。纵观历次大级别风险事件，当风险因素落地之后，对黄金的避险需求回落，黄金行情即结束，这决定了单纯由于风险事件导致、从而由避险属性所驱动的行呈现级别小、时间短的特点，难以主导大行情。
- 黄金作为避险商品，主要对冲战争及较大的金融事件风险，金价上涨时机有所差别：**具体看金价在风险事件发生时的表现，战争引发的避险情绪往往在战争落地前受恐慌情绪蔓延而驱动金价上涨，战争落地金价避险价值趋弱；而金融风险黑天鹅事件由于突发性，往往在发生之后引发避险情绪，驱动价格上行。

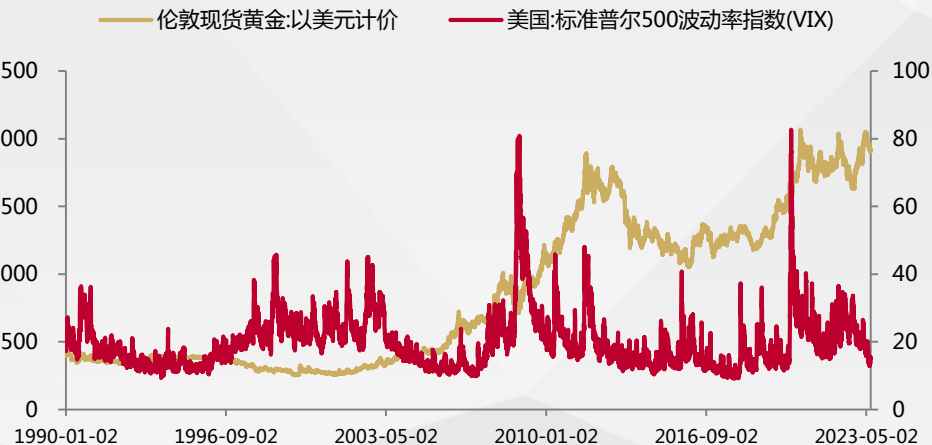
2.4 避险需求：风险事件落地后金价表现回归，是短时、小级别驱动

图37：金油比与金铜比在风险事件时呈现脉冲式上涨



资料来源：wind，华西证券研究所

图38：VIX指数高涨时金价亦有脉冲式上涨（单位：美元/盎司）



资料来源：wind，华西证券研究所

- **金油比或金铜比是衡量黄金避险属性的经典指标，黄金特有的避险属性使得风险事件发生时其价格相较商品出现飙涨：**“商品之王”原油以及对宏观变化反应最灵敏的“铜博士”，是在持有量级及影响两方面均较大的经典大宗商品，而黄金既具有商品属性，同时又具有金融属性，金价与原油价格、铜价的比值，显示了黄金在剔除了商品属性之后，其金融属性的表征。在风险事件发生时，黄金的避险属性所带来的需求驱动价格向上，但商品资产则由于风险偏好极低而表现不佳，甚至遭到资金抛售换取流动性购买黄金，因而风险事件时通常表现为金油比或金铜比的脉冲式上涨，解释了黄金具有避险价值的属性。
- **黄金避险属性的例外在于，面对极度流动性需求时被无差别抛售：**在流动性极度缺乏的时候，为了流动性抛售反而会使价格下跌，如2020年新冠疫情爆发时期，美股多次熔断，恐慌加之为换取流动性，所有资产被无差别抛售。
- **短时避险情绪高涨带动金价短时行情：**从避险情绪角度，恐慌指数VIX用以衡量美股未来波动性，表征市场的避险情绪，当VIX指数短时飙涨时金价亦是呈现短时脉冲上涨，凸显黄金作为避险资产的地位，也同时显示避险情绪所刺激的对黄金避险需求仅是相对短时、小级别的。

03

加息渐尽&衰退渐近，大趋势及中短期
因素驱动向上，黄金配置正当时

3.1 衰退风险仍存：美国经济韧性高，但数据逐渐有走弱迹象

图39：美国2023一季度GDP终值同比向上调整至2%（单位：十亿美元，%）

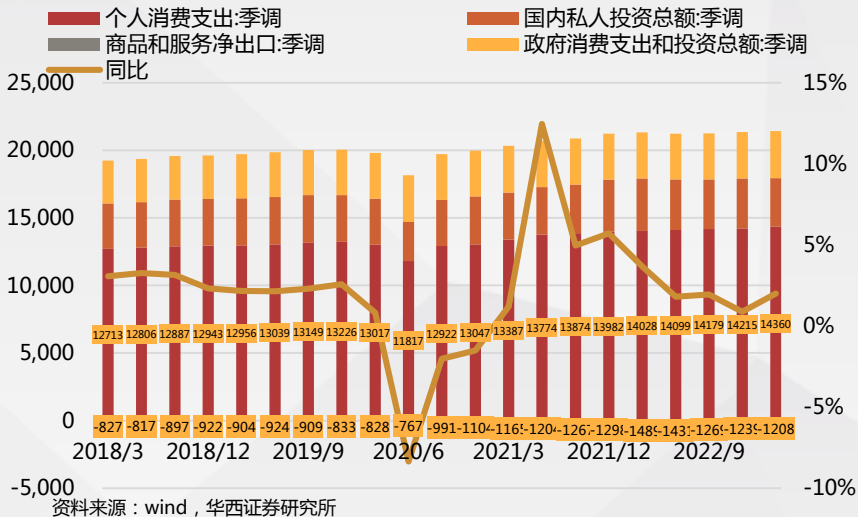
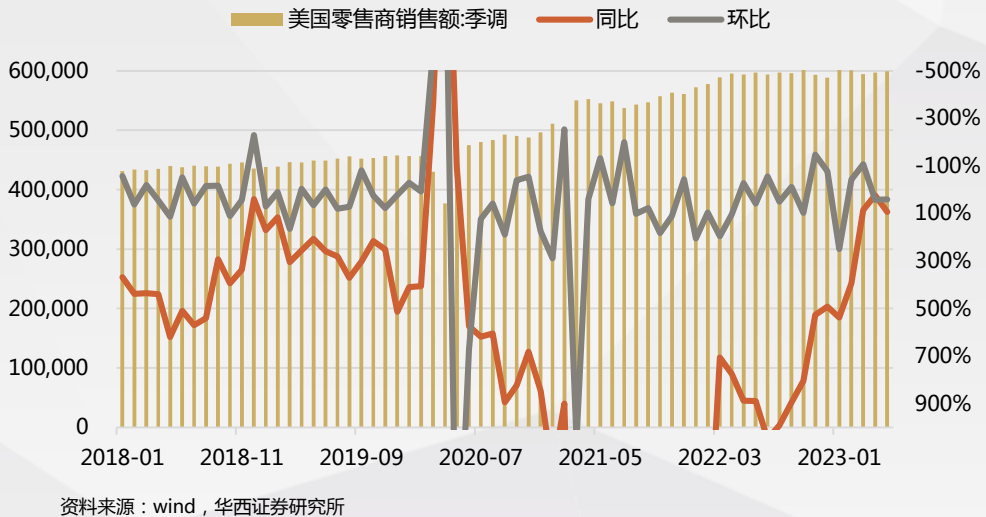


图40：美国零售销售额及环比（单位：百万美元，%）



- 美国一季度GDP再度向上修正至2%，其中占比达70%的个人消费支出贡献最大，但多个指标显示后续表现或将走弱：**美国商务部最终数据显示，2023年第一季度美国GDP同比增长2%，较此前修正值上调0.7个百分点。从分项上看，个人消费支出及商品和服务净出口是主要贡献，其中占美国经济约70%的个人消费支出增长4.2%，较此前修正数据上调0.4个百分点，而非住宅类固定资产投资的增速则较前值有所下调。虽然一季度GDP向上修正，但后续表现或将走弱。一是二季度前两月的进口金额已较一季度有所下降，或显示美国国内消费下降的问题；二是美国零售销售数据同比增速回落，6月环比表现不及预期，而个人消费支出呈现放缓，5月数据同比增长2.08%，增速较前几个月均有放缓；三是科技等行业的裁员潮蔓延、劳动力紧张的缓解均在影响收入，同时目前仍较高的通胀也或将抑制未来的消费支出。

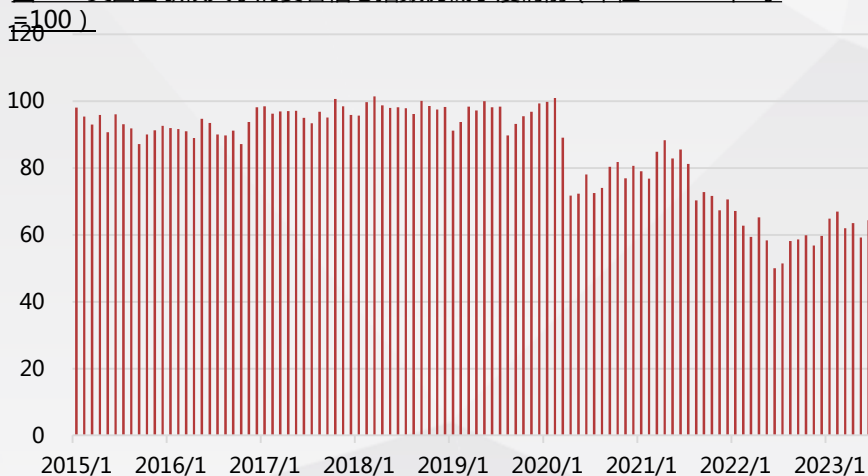
3.1 衰退风险仍存：美国经济韧性高，但数据逐渐有走弱迹象

图41：美国ISM制造业PMI已连续8个月低于荣枯线（单位：%）

| | ISM制造业PMI | 新订单 | 产出 | 就业 | 供应商交付 | 物价 | 自有库存 | 客户库存 | 库存订单 | 新出口订单 | 进口 |
|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2021-01 | 58.70 | 61.10 | 60.70 | 52.60 | 68.20 | 82.10 | 50.80 | 33.10 | 59.70 | 54.90 | 56.80 |
| 2021-02 | 60.80 | 64.80 | 63.20 | 54.40 | 72.00 | 86.00 | 49.70 | 32.50 | 64.00 | 57.20 | 56.10 |
| 2021-03 | 64.70 | 68.00 | 68.10 | 59.60 | 76.60 | 85.60 | 50.80 | 29.90 | 67.50 | 54.50 | 56.70 |
| 2021-04 | 60.70 | 64.30 | 62.50 | 55.10 | 75.00 | 89.60 | 46.50 | 28.40 | 68.20 | 54.90 | 52.20 |
| 2021-05 | 61.20 | 67.00 | 58.50 | 50.90 | 78.80 | 88.00 | 50.80 | 28.00 | 70.60 | 55.40 | 54.00 |
| 2021-06 | 60.60 | 66.00 | 60.80 | 49.90 | 75.10 | 92.10 | 51.10 | 30.80 | 64.50 | 56.20 | 61.00 |
| 2021-07 | 59.50 | 64.90 | 58.40 | 52.90 | 72.50 | 85.70 | 48.90 | 25.00 | 65.00 | 55.70 | 53.70 |
| 2021-08 | 59.90 | 66.70 | 60.00 | 49.00 | 69.50 | 79.40 | 54.20 | 30.20 | 68.20 | 56.60 | 54.30 |
| 2021-09 | 61.10 | 66.70 | 59.40 | 50.20 | 73.40 | 81.20 | 55.60 | 31.70 | 64.80 | 53.40 | 54.90 |
| 2021-10 | 60.80 | 59.80 | 59.30 | 52.00 | 75.60 | 85.70 | 57.00 | 31.70 | 63.60 | 54.60 | 49.10 |
| 2021-11 | 61.10 | 61.50 | 61.50 | 53.30 | 72.20 | 82.40 | 56.80 | 25.10 | 61.90 | 54.00 | 52.60 |
| 2021-12 | 58.80 | 61.00 | 59.40 | 53.90 | 64.90 | 68.20 | 54.60 | 31.70 | 62.80 | 53.60 | 53.80 |
| 2022-01 | 57.60 | 57.90 | 57.80 | 54.50 | 64.60 | 76.10 | 53.20 | 33.00 | 56.40 | 53.70 | 55.10 |
| 2022-02 | 58.60 | 61.70 | 58.50 | 52.90 | 66.10 | 75.60 | 53.60 | 31.80 | 65.00 | 57.10 | 55.40 |
| 2022-03 | 57.10 | 53.80 | 54.50 | 56.30 | 65.40 | 87.10 | 55.50 | 34.10 | 60.00 | 53.20 | 51.80 |
| 2022-04 | 55.40 | 53.50 | 53.60 | 50.90 | 67.20 | 84.60 | 51.60 | 37.10 | 56.00 | 52.70 | 51.40 |
| 2022-05 | 56.10 | 55.10 | 54.20 | 49.60 | 65.70 | 82.20 | 55.90 | 32.70 | 58.70 | 52.90 | 48.70 |
| 2022-06 | 53.00 | 49.20 | 54.90 | 47.30 | 57.30 | 78.50 | 56.00 | 35.20 | 53.20 | 50.70 | 50.70 |
| 2022-07 | 52.80 | 48.00 | 53.50 | 49.90 | 55.20 | 60.00 | 57.30 | 39.50 | 51.30 | 52.60 | 54.40 |
| 2022-08 | 52.80 | 51.30 | 50.40 | 54.20 | 55.10 | 52.50 | 53.10 | 38.90 | 53.00 | 49.40 | 52.50 |
| 2022-09 | 50.90 | 47.10 | 50.60 | 48.70 | 52.40 | 51.70 | 55.50 | 41.60 | 50.90 | 47.80 | 52.60 |
| 2022-10 | 50.20 | 49.20 | 52.30 | 50.00 | 46.80 | 46.60 | 52.50 | 41.60 | 45.30 | 46.50 | 50.80 |
| 2022-11 | 49.00 | 47.20 | 51.50 | 48.40 | 47.20 | 43.00 | 50.90 | 48.70 | 40.00 | 48.40 | 46.60 |
| 2022-12 | 48.40 | 45.10 | 48.60 | 50.80 | 45.10 | 39.40 | 52.30 | 48.20 | 41.40 | 46.20 | 45.10 |
| 2023-01 | 47.40 | 42.50 | 48.00 | 50.60 | 45.60 | 44.50 | 50.20 | 47.40 | 43.40 | 49.40 | 47.80 |
| 2023-02 | 47.70 | 47.00 | 47.30 | 49.10 | 45.20 | 51.30 | 50.10 | 46.90 | 45.10 | 49.90 | 49.90 |
| 2023-03 | 46.30 | 44.30 | 47.80 | 46.90 | 44.80 | 49.20 | 47.50 | 48.90 | 43.90 | 47.60 | 47.90 |
| 2023-04 | 47.10 | 45.70 | 48.90 | 50.20 | 44.60 | 53.20 | 46.30 | 51.30 | 43.10 | 49.80 | 49.90 |
| 2023-05 | 46.90 | 42.60 | 51.10 | 51.40 | 43.50 | 44.20 | 45.80 | 51.40 | 37.50 | 50.00 | 47.30 |
| 2023-06 | 46.00 | 45.60 | 46.70 | 48.10 | 45.70 | 41.80 | 44.00 | 46.20 | 38.70 | 47.30 | 49.30 |

资料来源：wind，华西证券研究所

图42：美国密歇根大学消费者信心指数仍低于疫情前（单位：1966年2季=100）

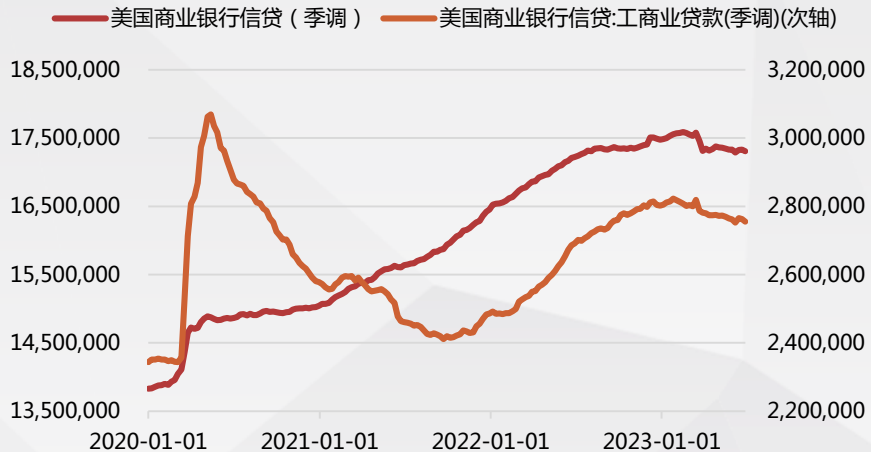


资料来源：wind，华西证券研究所

- **制造业PMI连续8个月低于荣枯线，制造业就业人数亦是有所下滑**：美国6月ISM制造业PMI由5月的46.9降至46.0，已是连续第8个月低于荣枯线。而自2020年5月至2022年10月，该数据一直保持在50以上。这一数据显示当下美国制造业正面临收缩的挑战，而这一收缩也是自大衰退以来持续时间最长的一次。从分项上来看，多个分项指标也在同时走弱。订单指数方面，新订单指数表现依然疲弱，新出口订单表现稍好但也处于收缩区间，显示订单减少的局面；库存指数方面，在借贷成本过高而需求疲弱的背景下，订单减少令库存也在呈现收缩，库存订单收缩则尤其严重。而制造业活动走弱、企业主动去库，也令制造业就业面临挑战，近几个月制造业就业新增人数较此前显著减少，且部分月份新增就业呈现减少，与PMI就业分项显示相似。
- **美国消费者信心指数有回升，但总体大幅低于2019年疫情前水平**：而从美国密歇根大学消费者信心指数看，目前较2022年6月的低点有所回升，显示当下劳动力市场工资韧性仍存及失业率尚可部分对冲高通胀对消费者的影响，但数据整体上仍是低于80，并大幅低于2019年疫情前的水平。

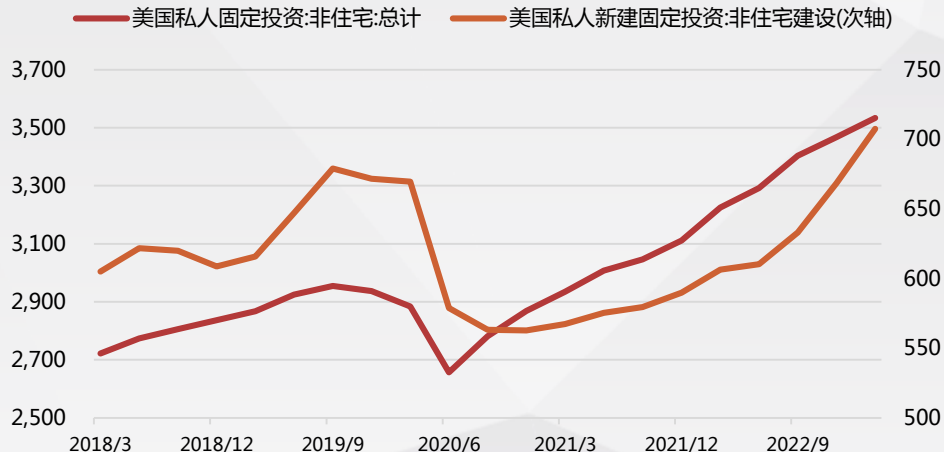
3.1 衰退风险仍存：银行业危机暂缓，但带来的信贷紧缩影响仍在

图43：美国商业银行信贷自3月开始显著下降（单位：百万美元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图44：美国企业固定资产投资截至一季度仍在增长（单位：十亿美元）



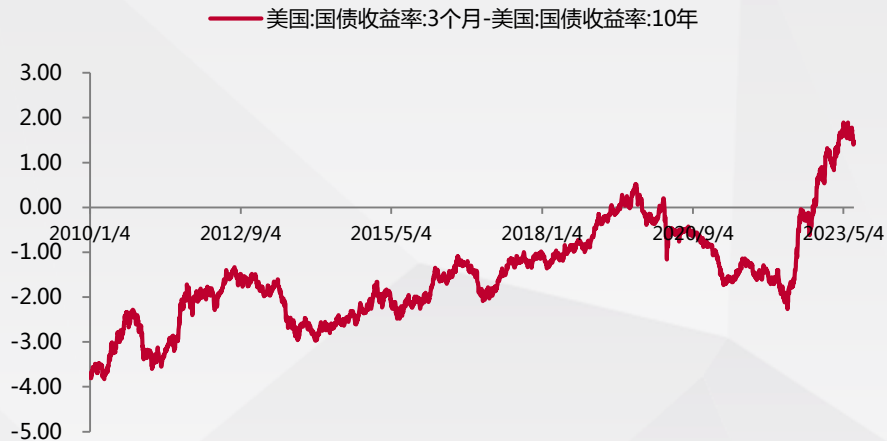
资料来源：wind，华西证券研究所

■ **银行业危机暂缓，但造成的信贷紧缩影响仍在**：今年3月硅谷银行因债券巨额浮亏导致陷入流动性危机从而倒闭，5月签名银行、第一共和银行也相继爆雷，至今美国已有3家区域性银行倒闭，显示维持高利率的负面性。目前银行业危机暂缓，但一方面是当下美国银行业所持的债券浮亏预计增加，而根据6月末CNBC的报道，截至目前美企违约数量居全球第一，而今年违约情况更甚，同时今年递交的破产申请达到2010年以来的最高水平，这令贷款也面临浮亏增加的风险，银行面临盈利压力；另一方面，银行业危机所导致的信贷紧缩影响仍在，美国商业银行信贷自3月开始显著下滑，而工商业贷款则呈现持续下降状态，或将影响后续企业的投资。而美联储7月最新发布的褐皮书显示，由于贷款活动继续走软，银行状况基本低迷；美联储调查显示，银行业危机之后贷款申请遭拒绝的比例显著抬升，而整体的信贷申请数量也降至2020年10月以来的最低。

■ **美国私人固定投资目前仍在增长，但借贷成本及劳动力成本的上行令其面临挑战**：从美国私人非住宅固定投资的数据来看，目前仍在实现增长，但同时也面临着劳动力成本及借贷成本上行的问题，而银行业信贷收紧以及经济面临的走弱预期同样带来风险，令后续的企业投资不容乐观。此外，褐皮书显示，虽然抵押贷款利率上升之下的住宅需求保持稳定，但住宅和商业建筑的建设总体上都略有下降。

3.1 衰退风险仍存：美债收益率倒挂提示衰退风险仍在

图45：2022H2后美债收益率倒挂提示衰退风险（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图46：纽约联储预测-美国未来12个月经济衰退概率（单位：%）

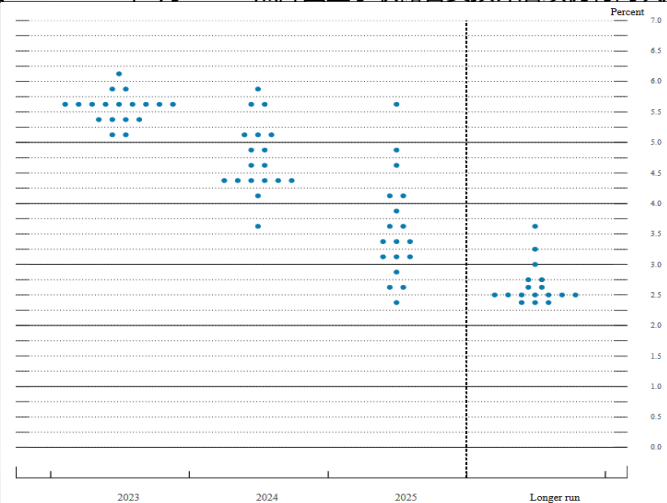


资料来源：wind，华西证券研究所

- 美债收益率持续倒挂提示衰退风险，更长时间更高终点的利率将进一步推升衰退风险：**3个月及10年期美债收益率倒挂往往提示衰退风险，而自去年10月以来倒挂持续存在且有加深，提示衰退风险。目前经济数据已有走弱，而6月FOMC会议纪要显示，美联储官员认为美国经济衰退仍将在今年年底开始。目前通胀距离美联储目标仍有距离，因而降息仍言之尚早。而高利率的负面效应已逐渐显现，且存在滞后性，更长时间在更高利率的维持，将令衰退风险增加，目前根据纽约联储的预测，美国未来12个月经济衰退的概率正持续上行，至2024年5月的经济衰退概率预期已至70%。

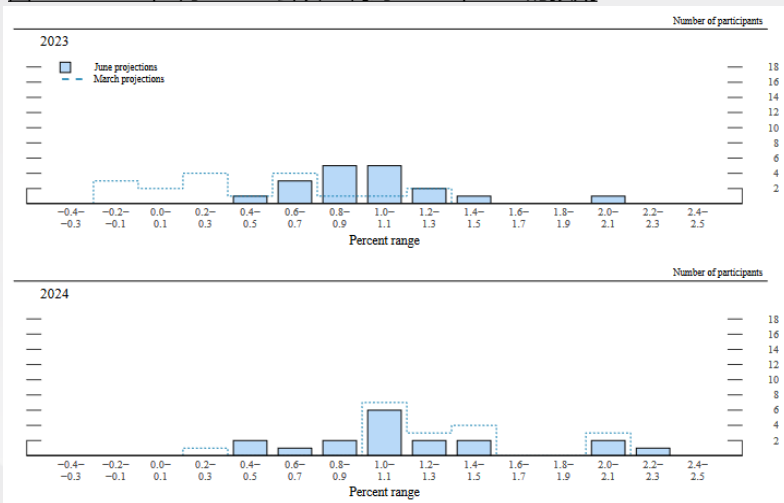
3.2 后续货币政策：6月点阵图显示再加息两次，但关键数据更具决定性

图47：2023年6月FOMC点阵图显示联储官员预计后续仍有两次加息空间



资料来源：美联储，华西证券研究所

图48：2023年6月FOMC会议上调对2023年GDP的预期

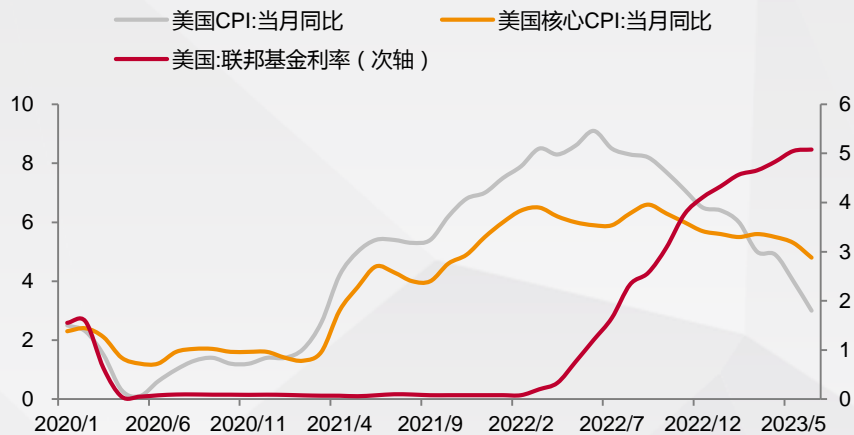


资料来源：美联储，华西证券研究所

- 最新点阵图偏鹰，显示到年末仍有两次加息空间：**为平衡经济风险及抗通胀的压力并评估政策的影响，美联储6月议息会议如预期暂停加息，目前联邦基金利率目标区间在5%-5.25%。而6月FOMC点阵图显示，美联储官员对今年联邦基金利率预测中值从3月的5.1%上升至5.6%，暗示或仍有两次25bp的加息空间，显示对经济数据及就业数据更乐观的预期、议息会议前对核心通胀顽固的更大担忧，令美联储对后续加息的态度发生转变。而对经济及就业的展望方面，3月预期2023实际GDP增长0.4%，而6月上调为1%，但2024-2025年的预期有所下调。目前市场对7月加息25bp仍是最大预期。
- 近期美联储官员鹰派表态是出于预期管理，后续数据将对加息次数更具决定性：**上半年，在银行业危机及债务上限等问题的影响之下，市场对定价过于乐观，甚至预期年内降息，但6月FOMC会议纪要显示几乎所有官员都预计年内继续加息，同时点阵图及官员鹰派表态也令对政策预期存在修正空间。而在通胀如联储预期降温的背景下，官员的表态更多是出于不愿过早对市场乐观表态从而管理未来预期的行为。目前通胀距离美联储目标仍有空间，7月加息25bp仍是大概率事件，而在美联储政策关注数据的背景下，9月加息的概率仍需继续关注后续就业数据及通胀数据。

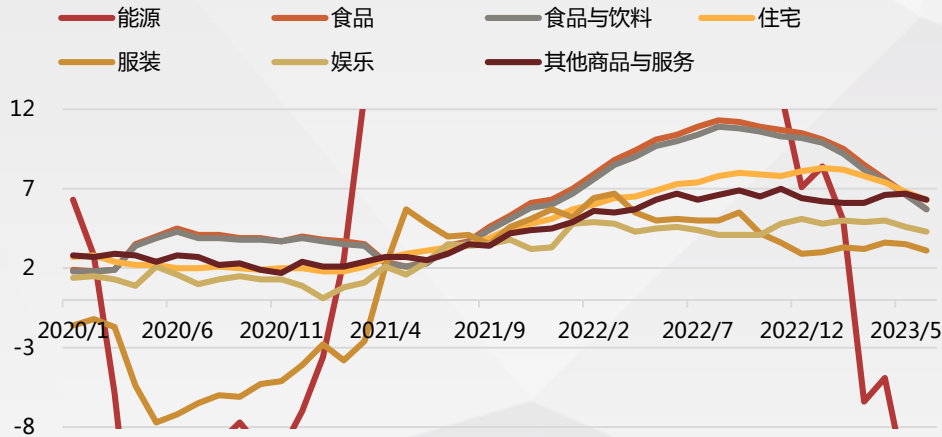
3.2 后续货币政策：通胀已显著放缓，关注核心PCE高粘性

图49：持续加息之下通胀已有降温（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图50：目前美国能源通胀已大幅降温，部分分项仍在相对高位（单位：%）

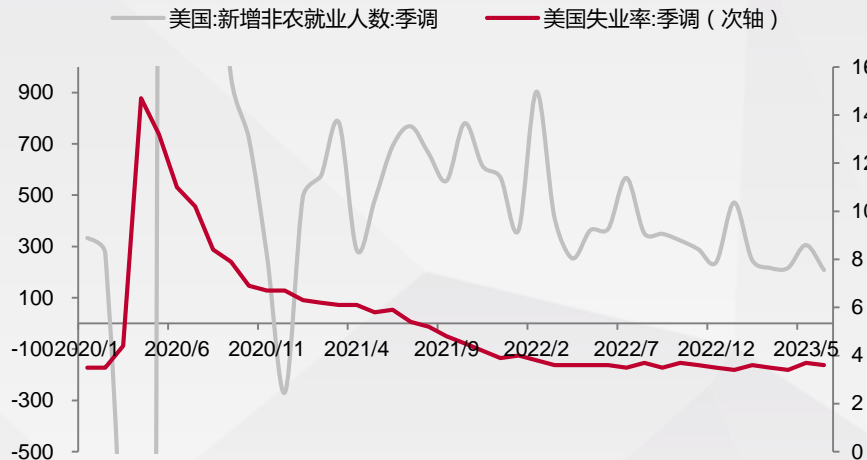


资料来源：wind，华西证券研究所

- **美国6月CPI回到“3时代”，去年高基数及分项增长放缓为通胀降温做出贡献**：美国6月CPI同比增长3%，低于前值的4%及预期的3.1%，为2021年3月以来的最小增幅；6月核心CPI同比增长4.8%，低于预期的5%与前值的5.3%，为2021年11月以来的新低。分项上来看，住房指数仍是最大贡献项，汽车保险指数也有所增长，同时娱乐、服装及个人护理录得增长，主要能源分项指数涨跌互现。从通胀增速降温的原因来看，一是去年基数较高；二是分项有所降温，市场普遍预期的二手车价格走弱确为通胀降温做出贡献，同时机票价格上涨放缓、服务通胀放缓、劳动力市场的紧张降温亦是有所贡献。
- **CPI同比增速已显著降温，令9月加息预期减弱，核心PCE黏性仍高为美联储关注项**：目前美国CPI已显著降温，与此同时，随着中间需求品价格同比下降9%以上，美国6月PPI同比上升0.1%，低于预期的0.4%与前值的1.1%，并为2020年8月以来的新低，显示美联储在抑制通胀方面已有成效。此前由供应链紧张驱动的通胀已告一段落，当下能源通胀已大幅回落，而在劳动力市场紧张趋缓的背景下，劳动力通胀也有望降温，继续朝美联储通胀目标前进。但住宅、食品、其他商品与服务通胀仍在相对高位，且作为美联储最青睐的通胀指标，核心PCE当下黏性仍然较高也仍需继续关注。但通胀的整体降温，令美联储加息周期接近尾声声愈加明晰，目前9月加息的概率已有回落。而有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报记者Nick Timiraos发文点评美国6月CPI数据称，美联储在本月加息后停止加息的可能性增加。

3.2 后续货币政策：就业数据已有走弱，劳动力通胀有所缓和

图51：新增非农就业较前期降温，失业率暂稳（单位：千人，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图52：周度初请失业金人数有所抬升（单位：万人）

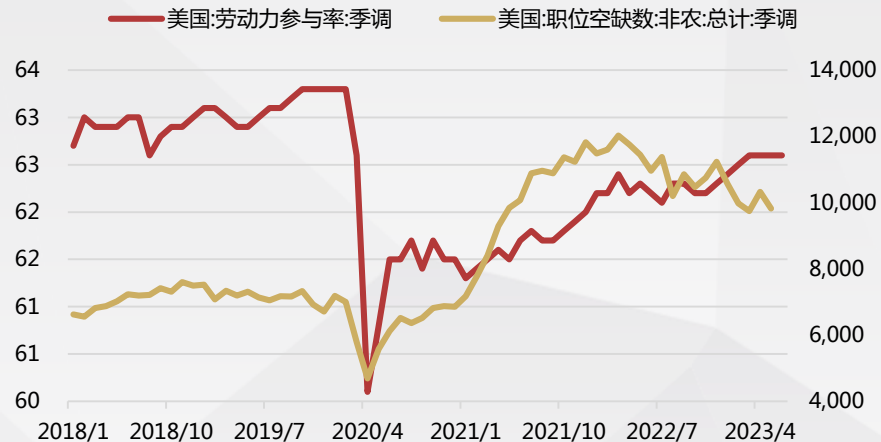


资料来源：wind，华西证券研究所

- **美国6月非农就业低于前值与预期，同时前值进行下修**：美国劳工统计局数据显示，美国6月季调后非农就业人数为新增20.9万人，大幅低于前值的30.6万人，为2020年12月以来的最小增幅。同时非农就业前值33.9万人向下修正至30.6万人，4月非农就业亦是向下修正，修正后，4月和5月新增就业人数合计较修正前低11万人。失业率方面，美国6月失业率为3.6%，仍在相对低位。非农就业前值的下修，显示劳动力市场不如此前数据所显示的那么乐观。
- **周初请失业金人数已较前期有所抬升**：虽然今年马萨诸州存在的欺诈性申报失业金令周初请失业金人数有部分虚假上行，但剔除掉这部分影响之后，初请失业金人数仍是在呈现上行趋势，在年初的低点之后，4月以来的初次申领人数保持在22万人以上，从新增人数可以看到劳动力市场已较前期降温。与此同时，续请失业金人数也同样较去年有所抬升。

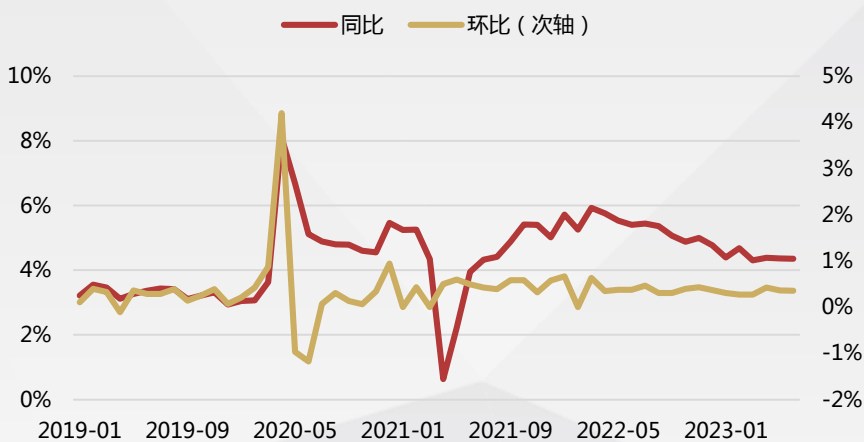
3.2 后续货币政策：就业数据已有走弱，劳动力通胀有所缓和

图53：美国劳动力参与率上升，职位空缺下降（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图54：美国非农平均时薪（季调）同比及环比（单位：%）

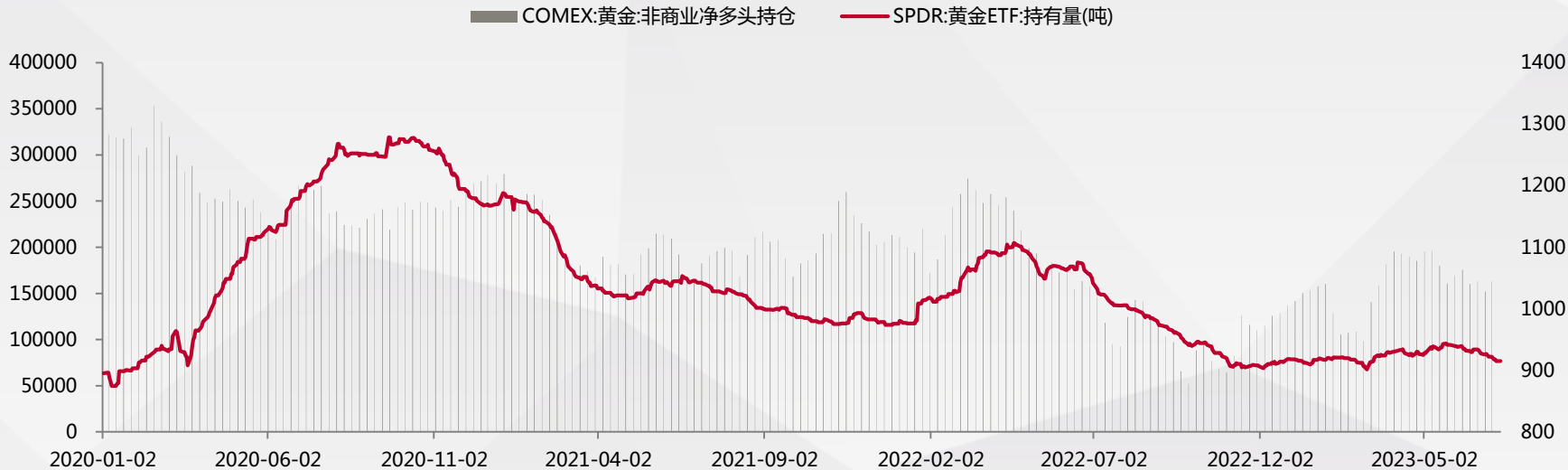


资料来源：wind，华西证券研究所

- 美国职位空缺持续下降，劳动力参与率上行并逐渐接近疫情前水平：**疫情之后，拜登政府刺激之下美国的招工需求得以恢复，需求端雇主大幅招聘，而净移民数量减少、新冠的并发症导致劳动力退出、储蓄较高从而劳动力不急于重返市场等原因下，劳动力供应受限，职位空缺数和可用工人数的比例最高达2：1的高位。但2022年年底以来，非农职业空缺数呈现下降，JOLTS职位空缺5月也出现下行，6月非农平均每周工时由34.3小时略增至34.4小时也反映相似的信号。而与此同时，美国劳动力参与率继续呈现回升状态，并逐渐接近疫情前水平。劳动力参与率上行及职位空缺下行，显示此前存在的劳动力供应紧张问题有所缓解，而在货币政策收紧及部分行业裁员潮的蔓延之下，就业数据将摆脱高空缺和低参与的扰动，逐渐回归并反映真实就业情况。
- 就业紧张已有缓解，劳动力通胀将缓和：**劳动力市场仍是目前联储对于通胀所关注的重要方面，美国6月平均每小时工资为33.58美元，环比仍有上行，而同比增长了4.4%，高于前值的4.3%与预期的4.2%，显示当下劳动力市场紧张或仍对核心通胀有所贡献。但随着劳动力参与率的提升、制造业行业就业趋缓、紧缩的货币政策及需求降温令部分行业的企业面临裁员，劳动力市场的紧张将降温，劳动力通胀也将缓和，通胀压力的缓解令美联储加息压力减小。

3.3 短时面临预期调整，风险延续之下仍具投资价值

图55：目前ETF持仓及COMEX黄金净多持仓显示加息预期变化之后短时面临情绪调整（单位：张，吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

- 目前ETF持仓及COMEX黄金净多持仓显示，美联储表态之下加息预期变化令市场短时面临情绪调整：**黄金避险需求呈现短时、小级别特征，且关于战争所引发的避险价值增长往往在战争落地后呈现利空出尽之后的上涨，此类头寸只能提前布局。目前对黄金的持仓显示去年对俄乌冲突的交易已过，3月对于银行业危机的交易也呈现回落。短时在校正前期过分乐观的预期，消化最新通胀及就业数据并关注美联储货币政策后续走向，存在一定调整。而地缘政治风险持续之下，贵金属仍将发挥避险价值，仍可提前布局。

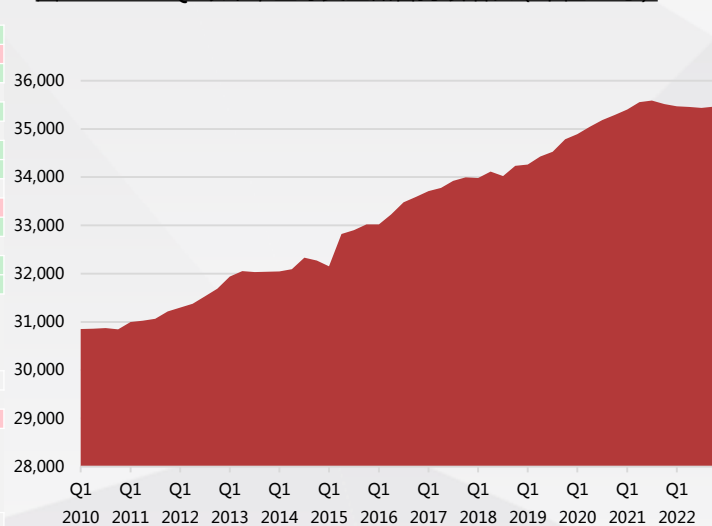
3.4 长期“去美元化”进程推进，黄金价值愈发凸显

图56：2022年以来各国央行黄金储备主要变化情况（更新日期为2023.6）（单位：吨）

| 国家 | 2022.1 | 2022.2 | 2022.3 | 2022.4 | 2022.5 | 2022.6 | 2022.7 | 2022.8 | 2022.9 | 2022.10 | 2022.11 | 2022.12 | 2023.1 | 2023.2 | 2023.3 | 2023.4 | 2023.5 | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|
| 中国大陆 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 32.0 | 30.2 | 14.9 | 24.9 | 18.0 | 8.1 | 15.9 |
| 土耳其 | 10.4 | 21.8 | 4.8 | 5.6 | 13.3 | 7.7 | 11.6 | 8.9 | 10.7 | 8.9 | 19.3 | 24.8 | 23.1 | 22.5 | -15.3 | -80.8 | -62.8 | | |
| 新加坡 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 44.6 | 6.8 | 17.3 | 0.0 | 0.0 | 3.9 |
| 埃及 | 0.0 | 44.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 印度 | 1.3 | 2.5 | 2.5 | 0.9 | 3.7 | 2.8 | 13.4 | 0.0 | 4.1 | 0.9 | 0.0 | 1.1 | 0.0 | 3.7 | 3.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.9 |
| 卡塔尔 | 0.7 | -6.1 | 0.0 | 0.8 | 4.7 | 0.8 | 14.8 | 4.4 | 12.0 | 0.0 | 3.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 伊拉克 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 33.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.3 |
| 俄罗斯 | -3.1 | 0.0 | 6.2 | 18.7 | -3.1 | 3.1 | 3.1 | 0.0 | 3.2 | 3.0 | 0.0 | 0.0 | -3.1 | 0.0 | -3.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 3.1 |
| 阿联酋 | -0.1 | 0.0 | 0.7 | -1.0 | 0.7 | -0.5 | 0.6 | -1.7 | 10.5 | 9.3 | 6.0 | 0.0 | -5.0 | -1.2 | 0.1 | 0.6 | 0.3 | 0.0 | 0.0 |
| 乌兹别克斯坦 | -1.2 | -22.1 | -1.2 | 8.7 | 9.0 | 8.7 | 8.7 | 8.7 | 8.7 | 8.7 | -1.6 | -1.2 | -11.5 | 8.1 | -11.2 | -1.6 | -10.9 | 0.0 | 0.0 |
| 波兰共和国 | -2.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 14.8 | 19.9 | 0.0 |
| 塔吉克斯坦 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 3.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.7 | -0.8 | -0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 吉尔吉斯斯坦 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.9 | 3.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.7 | -0.6 | 1.5 | 0.0 |
| 捷克共和国 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | -0.1 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | -0.2 | 0.5 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.5 | 1.8 | 1.8 | 0.0 | 0.0 |
| 爱尔兰 | 0.5 | 1.2 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 厄瓜多尔 | 0.0 | 0.0 | 2.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 阿曼 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 塞尔维亚 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 菲律宾 | -0.1 | -2.4 | -5.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.9 | 0.7 | 0.4 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 法国 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 欧元区 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | -0.8 | -2.4 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 1.9 | -0.2 | 0.0 | -0.3 | -1.7 | 0.0 | 0.0 |
| 墨西哥 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 海地 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 克罗地亚 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.9 | -1.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 乌克兰 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 马耳他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | -0.2 | 0.2 | 0.0 | 0.0 |
| 蒙古 | -1.3 | -1.1 | 0.4 | 0.2 | -1.1 | 0.1 | 1.0 | 0.8 | -0.4 | -0.3 | -0.9 | -0.5 | -1.3 | 0.1 | -0.2 | 1.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| 德国 | 0.0 | -0.6 | 0.0 | -0.9 | -2.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.2 | 0.0 | -0.5 | -1.8 |
| 柬埔寨 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.3 | 1.5 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | -10.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 哈萨克斯坦 | -17.1 | -5.1 | -12.1 | 5.3 | 6.3 | 4.3 | -11.2 | 2.0 | 6.7 | 2.6 | -3.7 | -28.7 | 3.9 | -13.1 | -10.5 | -13.0 | -2.4 | 0.0 | 0.0 |

资料来源：世界黄金协会，华西证券研究所

图57：2000Q1以来，全球黄金储备持续增长（单位：吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

- “去美元化”需求提升，全球央行购金潮持续，黄金价值愈发凸显：**2000年以来，全球黄金储备持续增长。而近年来，在国际地缘政治风险、经济担忧、事件多发等动荡局势的驱动下，全球央行的购金潮持续。继2022年全球央行购金大幅增长并创新高之后，2023年一季度全球央行黄金储备同比增长176%，再创一季度新高。虽土耳其在近几个月售卖黄金较多，但主要是由于国内需求强劲及黄金进口临时管制，而非央行储备政策的变动。而在“去美元化”道路上，黄金作为全球性储备资产将发挥重要作用。
- 我国央行已连续8个月增持黄金，人民币国际化进程推进：**自去年11月以来，我国央行已连续8个月增持黄金，截至2023年6月末，我国黄金储备达6795万盎司，较5月增加68万盎司，累计增持总额达730亿元。与此同时，降低美元在外汇储备中的占比，减少美联储货币政策带来的冲击。在推进人民币作为国际储备货币的进程中，黄金价值同样凸显。

3.5 总结&展望

- **信用对冲+通胀韧性主导大方向，金价具有长期价格抬升的基础：**黄金大行情往往始于美国经济衰退，并在通胀韧性之下推升价格，而当下美国经济仍面临走弱担忧，通胀走弱但CPI部分分项及PCE仍有一定韧性。消费方面，美国一季度GDP再度向上修正至2%，其中占比达70%的个人消费支出贡献最大，但多个指标显示二季度消费表现或将走弱。而制造业PMI连续8个月低于荣枯线，显示当下美国制造业正面临收缩的挑战，新订单指数表现依然疲弱，库存订单收缩则尤其严重制造业就业新增人数较此前显著减少，且部分月份新增就业呈现减少。银行业危机暂缓，但所持的债券浮亏预计增加；同时造成的信贷紧缩影响仍在，借贷成本及劳动力成本的上行或将影响后续企业的投资。**在消费者需求降温、融资成本上升抑制活动、高利率维持的负面效应具有滞后性、银行业危机同样带来信贷紧缩效果等因素之下，降息尚早及高利率维持，令后续经济数据及衰退风险仍值得关注，对于美国经济的担忧及加息预期渐近尾声仍令黄金具有上行基础。**
- **通胀降温，加息渐尽，机会成本对金融属性压制减弱也令金价具备向上弹性：**目前通胀距离美联储目标仍有空间，7月加息25bp预计仍是大概率事件，在6月通胀继续如预期降温的背景下，9月加息预期有所回落，而在美联储政策关注数据的背景下，后续货币政策仍需关注通胀及就业等数据表现。此前由供应链紧张驱动的通胀已告一段落，当下能源通胀已大幅回落。而美国职位空缺持续下降，劳动力参与率上行并逐渐接近疫情前水平，在劳动力市场紧张趋缓的背景下，劳动力通胀也有望降温，继续朝美联储通胀目标前进。但住宅、食品、其他商品与服务通胀仍在相对高位，且作为美联储最青睐的通胀指标，核心PCE当下黏性仍然较高也仍需继续关注。整体上，通胀继续降温、经济已有走弱，令美联储加息周期将近尾声愈加明晰。
- **加息渐尽&衰退渐近，大趋势向上叠加中短期仍具有向上驱动，黄金配置正当时：**“信用对冲+通胀韧性”主导金价大方向，对于美国经济的担忧及加息预期渐近尾声仍令黄金具有上行基础。而从更长期角度看，“去美元化”之下，央行增持亦是有望带动金价，在此过程中黄金价值也愈发凸显。趋势之下，金价仍具有向上弹性，关注黄金投资机会。

04

投资建议&风险提示

4.1 A+H上市黄金企业经营情况对比

表6：2022年A股上市黄金企业经营情况对比

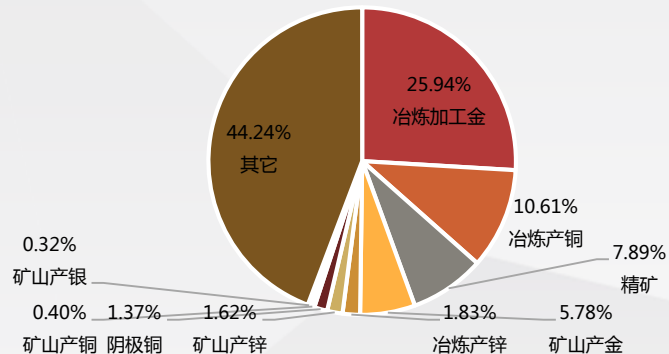
| | 资源量 | 2022年黄金业务营收(亿元) | 黄金业务营收占比(%) | 黄金业务毛利率(%) | 矿产金成本(元/克) | 2022年黄金产量(吨) | 2023产量计划 |
|--------|------------------------------------|-------------------------------|-------------|---------------------------|---------------------------------------|--|--------------------------|
| 紫金矿业 | 储量1191吨 资源量3117吨 | 矿山产金224.19 冶炼加工及贸易金1005.80 | 45.5% | 金精矿59.65% 金锭34.81% | 191.77 | 矿产金：56.36吨 冶炼加工贸易金：258.55吨 | 矿产金72吨 |
| 山东黄金 | 资源量1318.6吨 | 黄金业务474.84 其中自产金151.83 | 94.4% | 黄金行业14.42% 其中自产金43.33% | | 矿产金：38.67吨 外购金：53.05吨 小金条：30.62吨 | |
| 中金黄金 | 保有资源储量金金属量 507.3 吨 | 黄金业务372.40 | 54.1% | 7.45% | | 矿产金：19.93吨 冶炼金：40吨 | 矿产金 19.37 吨 冶炼金34.22吨 |
| 招金矿业 | 黄金资源量1190.81吨 可采储量为482.13吨 | 黄金业务71.19 | 90.3% | 整体销售毛利率33.68% | | 自产金：13.61吨 总黄金产量：27.35吨 | |
| 赤峰黄金 | 金矿石资源量111.91百万吨 (折金金属量约424.36吨) | 黄金业务53.05 | 84.73% | 27.64% | | 矿产金：13.57吨 | 矿产金14.6吨 |
| 中国黄金国际 | 金金属量340.51吨 | 18.63 | 24.21% | 25.81% | 总生产成本1340美元/ 盎司，现金生产成本 803美元/盎司 | 矿产金：7.43吨 | |
| 银泰黄金 | 金金属量173.9吨 | 合质金业务27.09 | 32.33% | 合质金57.37% | 167.54 | 矿产金：7.06吨 | |
| 湖南黄金 | 金金属量144.90吨 | 186.52 | 88.65% | 4% | | 矿产金：4.61吨 标准金 44.88吨，含量金 3.18 吨 | 标准金47.027吨 |
| 灵宝黄金 | 金金属量135.079吨 | 97.97 | 96.19% | 公司整体7.75% | | 矿产金：5.421吨 金锭：24.353吨 | |
| 西部黄金 | 金资源量29.23吨 | 30.14 | 63.45% | 10.97% | | 矿产金：1.16吨 冶炼金：6.56吨 | 标准金5.81吨(含金精矿 折算金属量) |
| 四川黄金 | 金金属资源(储)量81.723吨 | 4.72 | 100% | 51.31% | | 矿产金：1.61吨 | |
| 恒邦股份 | 金资源量150.38吨 | 147.04 | 35.67% | 2.46% | | 矿产金0.1吨 46.76吨(含自产金、冶炼金和合质金) | 标准金47.7吨 |
| 华钰矿业 | 金资源量118.515吨 | 0.28 | 4.9% | | | 金锭75.07千克，金精粉4,165吨 | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

- **银泰黄金、紫金矿业黄金业务毛利率处在第一梯队，中金黄金、赤峰黄金矿山品位优势显著，紫金矿业矿产金产量及增产规划最大**：对比A股上市黄金企业，黄金业务营收达300亿元以上的为山东黄金及中金黄金，100亿元以上的有紫金矿业、湖南黄金。而从毛利率水平看，银泰黄金及紫金矿业黄金业务毛利率水平处于国内上市企业第一梯队，其中紫金矿业毛利率达59.65%，主要得益于其大规模、高品位、易采选的金矿特征，具有显著低成本优势。而从公司旗下矿山金矿品位看，中金黄金及赤峰黄金矿山品位具有显著优势，除公司品位最高的矿山之外，其余金矿品位也较高，根据各公司2021年年报披露的品位数据，我国品位前十的黄金矿山几乎均属于中金黄金及赤峰黄金旗下。而不论从当前矿产金产量或是未来的矿产金增产计划而言，紫金矿业都以其巨大的资源及资产保障位居第一，而招金矿业及山东黄金资源量同样较大。

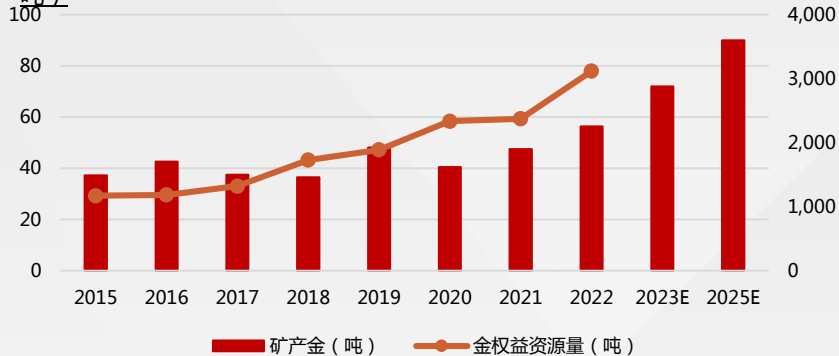
4.2 紫金矿业：手握众多海内外优质金矿产资源，2025年计划产金90吨

图58：2022年紫金矿业营收构成（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图59：紫金矿业2015-2022年矿产金产量及保有权益资源储量（单位：吨）

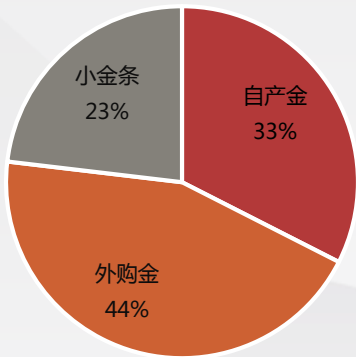


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 手握众多海内外优质金矿产资源，2022年矿产金产量56.4吨：**公司国内金矿资源丰富，同时公司通过海外投资在全球范围内布局了众多品位优质、储量靠前的金矿。截至2022年12月31日，公司权益金矿储量合计1190.99金属吨，权益资源量合计3117.39金属吨。根据中国黄金协会数据，2022年全国矿产金产量295.4吨，公司矿产金产量56.4吨，相当于国内总量的19%。2022年黄金业务销售收入占报告期内营业收入的38.41%，毛利占集团毛利的24.55%。报告期内矿山产金单位销售成本191.77元/克，同比上升8.82%（上年同期176.22元/克）。
- 收购金矿资源版图快速扩张，2025年计划生产矿产金90吨：**2022年，公司继续巩固黄金资产，先后投资并购了南美洲最大在产露天金矿苏里南Rosebel金矿95%权益，根据公司披露，技改建成达产后将形成年产黄金10吨产能；收购中国最大单体金矿海域金矿30%权益及招金矿业20%权益，海域金矿建成达产后预期产金约15-20吨/年；收购蒙古哈马戈泰铜金矿45.9%权益，成为该项目最大的股东，并在未来主导矿山开发运营，哈马戈泰铜金矿估算矿石量约11亿吨，含铜约293万吨、金约243吨，上述项目预计为公司新增权益资源储量金682吨。同时公司多个重点项目持续推进，为实现2025年年产金90吨奠定基础：澳大利亚诺顿金田500万吨低品位金矿堆浸项目于2022年9月建成投产，达产后年新增金约2.5吨；7月11日，据公司公告，董事会同意对新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿项目的采、选、冶及尾矿库等建设工程进行立项，设计采选规模为240万吨/年，露天采矿预计在2024年建成投产，达产后年均产金约3.3吨；山西紫金智能化采选改扩建项目计划2023年完成，年新增矿产金3-4吨；根据公司公告，巴布亚新几内亚波格拉金矿项目于2020年4月受限于采矿权未被批准延期停产，预计今年复产，在复产、达产后矿山预计平均年产黄金21吨。此外，澳大利亚诺顿金田Binduli北低品位堆浸项目实现投料试车，奥罗拉金矿地采一期工程、塔吉克泽拉夫塔罗金矿及贵州水银洞金矿加压氧化项目、山西紫金智能化采选改扩建项目、陇南金山金矿采选工程等有序建设实施。公司计划2025年矿产金产量达90吨，均较2020年水平翻倍，未来产量增量可期。

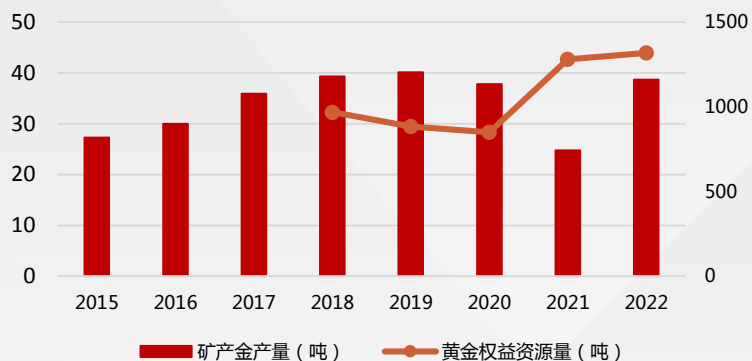
4.3 山东黄金：黄金矿山保有资源量国内第二，未来增长路径清晰

图60：2022年山东黄金营收构成（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图61：山东黄金2015-2022年矿产金产量及保有权益资源储量（单位：吨）

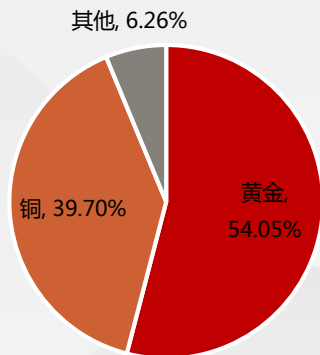


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 黄金矿山保有资源量国内第二，旗下多个金矿连续多年入选全国十大矿山：**山东省是我国重要的黄金资源和产金大省，而其中 90%以上又集中分布在招远、莱州地区。根据公司公告，截至 2022 年 12 月 31 日，公司在招远-莱州地区的保有黄金资源量合计达 855.37 吨，占公司总黄金资源量约 60%，规模化效应突出，资源储量远景可观。同时，公司积极参与全球资源配置，先后收购了阿根廷贝拉德罗金矿、卡蒂诺资源有限公司。根据公司公告，截至 2022 年末，公司主要拥有 14 座国内矿山和 2 座海外矿山，保有黄金资源量 1,431.40 吨，黄金储量 565.18 吨，其保有资源量国内排名第二，仅次于紫金矿业。公司旗下三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿等连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”，公司是国内唯一一拥有四座累计产金突破百吨的矿山企业的上市公司。报告期内，焦家金矿实现年产黄金超过 10 吨，成为全国第一家年产黄金超过 10 吨的单体矿山。
- 2022 年公司矿产金产量为 38.67 吨，未来增长路径清晰：**2022 年公司矿产金产量为 38.67 吨，同比增长 56.06%。与此同时，公司将项目并购与扩建作为稳增长的动力源泉，巩固山东黄金在国内黄金行业的领先地位。根据公司公告，公司计划对焦家金矿等 14 个矿业权进行资源整合及统一开发，项目建成达产后，预计公司可新增浮选金精矿产量 29.006 万吨/年（含金金属量 18.85 吨）；2023 年公司以 8.66 亿元竞得甘肃大桥金矿采矿权，并计划 127.6 亿元收购银泰黄金 20.93% 股份，该交易完成后，将进一步提升山东黄金资源储量；与此同时，根据公司公告，母公司山东黄金集团将有望持续为上市公司注入优质资产，包括嵩县山金公司、西岭金矿探矿权等资源，其中西岭金矿为目前为止国内探获的最大单体金矿床，累计含金金属量约 580 吨。

4.4 中金黄金：唯一央企控股的黄金上市公司，大力推进“资源生命线”战略

图62：2022年中金黄金营收构成（单位：%）

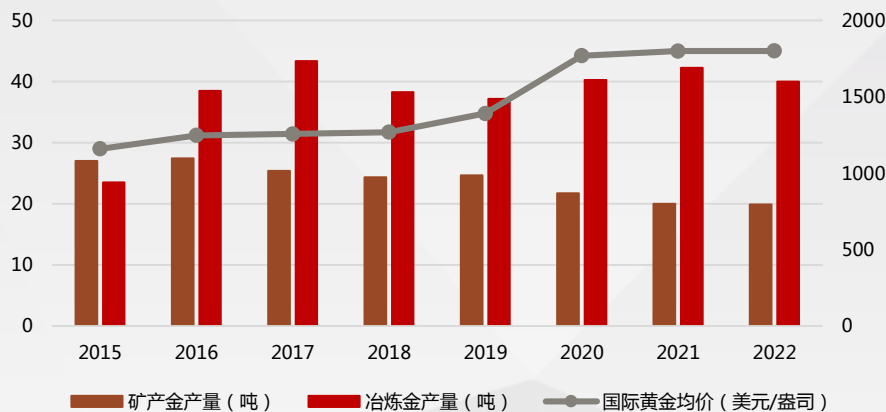


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 唯一央企控股的黄金上市公司，2022年矿产金产量19.93吨**：公司是唯一央企控股黄金上市公司，以黄金业务收入为主。2022年，公司全年生产矿产金19.93吨，比2021年减少0.07吨；冶炼金40吨，比2021年减少2.25吨；矿山铜7.93万吨，比2021年减少2041吨；电解铜39.31万吨，比2021年减少8538吨。公司各项生产经营指标均有所上涨，归属于上市公司股东的净资产258.75亿元，营业收入571.51亿元，利润总额30.48亿元，归属于母公司净利润21.17亿元，较上年度分别增加4.15%、1.87%、20.32%、24.7%。

- 大力推进“资源生命线”战略，多个项目持续推进带来业绩增长点**：截至2022年底，公司保有资源储量金金属量507.3吨，铜金属量226万吨，钼金属量46.96万吨，矿权面积达到640.14平方公里。公司大力推进“资源生命线”战略，2015年公司收购集团持有的凌源日兴矿业，为公司新增8.9吨的黄金储量；2022年公司收购集团持有的西和矿业90.00%股权，推动三洋坝金矿早日开工投产；2023年公司计划48.6亿元协议收购集团持有的莱州汇金矿业100%股权及黄金集团对莱州中金债权，莱州中金持有莱州汇金44%股权，莱州汇金持有纱岭金矿采矿权，该矿评估的金金属量246.81吨，目前仍在基建期，根据中国黄金报社，投产后年产约10吨黄金。

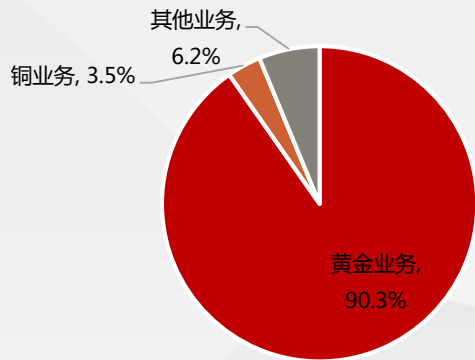
图63：2015至2022年中金黄金产金情况（单位：吨，美元/盎司）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

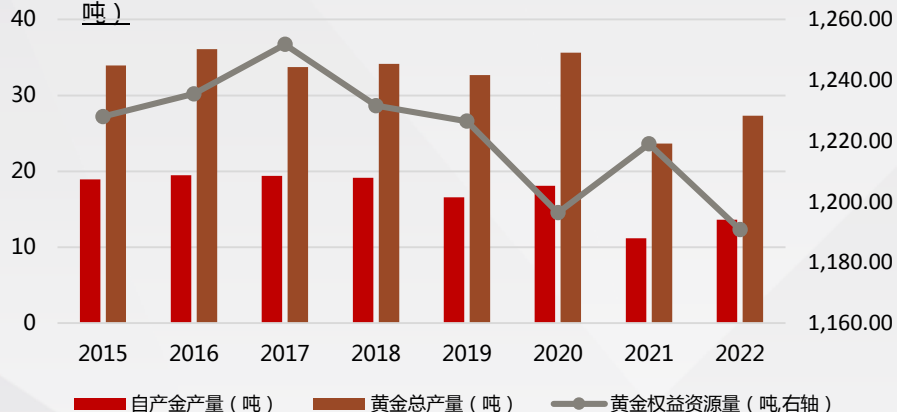
4.5 招金矿业：公司旗下金矿众多，新建及扩产将贡献增量

图64：2022年招金矿业营收构成（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图65：招金矿业2015-2022年自产金产量及保有权益资源储量（单位：吨）

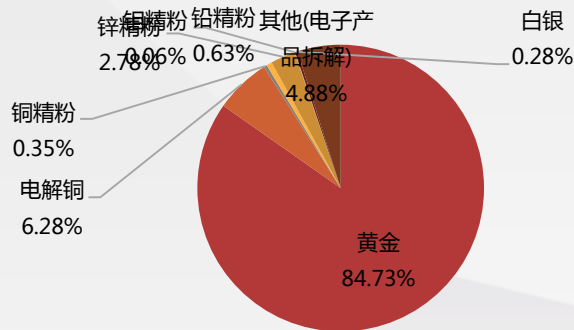


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 受益于矿山产能进一步释放及金价上涨，公司2022年利润同比大幅增长：**2022年，公司锚定复工增产，产能进一步释放，全年黄金产量27.35吨，同比增长15.61%，其中矿产金19.23吨，同比增长52.38%，冶炼加工黄金产量8.11吨，同比下降25.46%。2022年，公司实现营收78.86亿元，同比增长10.93%；公司权益持有人应占溢利4.02亿元，同比增长1092.84%。
- 旗下拥有23座金矿，新建及扩产将贡献增量：**公司旗下矿山众多，拥有23座金矿及2座铜矿，截至2022年底，公司保有黄金资源量1190.81吨，可采储量482.13吨。根据公司年报及《中国黄金年鉴2021》，公司旗下大尹格庄金矿、早子沟金矿、夏甸金矿均实现过超3吨黄金产量，大尹格庄金矿及夏甸金矿等骨干矿山项目扩能进展顺利；海域矿业已取得安全环保“三同时”验收批复，进入全面建设快车道，公司预计2025年建成投产，项目达产后年产黄金约15-20吨，服务年限23年；招金矿业持有铁拓矿业6.7%的股权，铁拓矿业在西非科特迪瓦拥有阿布贾露天金矿项目88%权益，该项目黄金资源量119.1吨，黄金储量52.6吨，根据铁拓官网披露，经过不到18个月的建设周期，阿布贾黄金项目在今年1月投产，于Q1生产了295Kg黄金，Q2生产了485Kg黄金，预计2023H2的黄金产量为3.27-3.73吨，建成后首6年的年平均黄金产量约6.22吨。

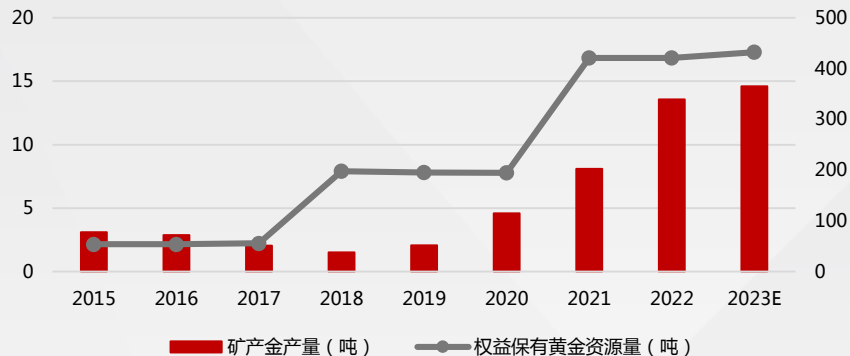
4.6 赤峰黄金：境内外项目并行推进，为公司贡献矿产金增量

图66：赤峰黄金2022年营业收入占比（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图67：赤峰黄金2015-2022年矿产金产量及保有权益资源储量（单位：吨）

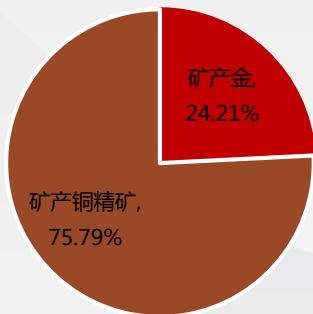


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 境内多个金矿扩建新建推进中，高品位富矿为公司带来低成本优势：**截止2022年末，境内黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业共拥有 8 宗采矿权和12宗探矿权，保有黄金资源量约 52.57 吨。公司所属矿山的矿石品位高，吉隆矿业撰山子金矿金品位14.57 克/吨，华泰矿业红花沟金矿金品位18.89 克/吨，五龙矿业金品位10 克/吨，相比同类黄金矿山企业，黄金生产的单位成本较低，毛利率较高。2022 年，公司启动吉隆矿业撰山子选厂升级改造项目，在原有12万吨/年金矿选矿基础上，新增18万吨/年金矿选矿，最终达到30万吨/年金矿选矿规模，截至目前仍在推进中。五龙矿业3000吨/日选矿厂已于2021年年底正式竣工投产，相应井下技改工程也在顺利进行中，待配套工程开展完成后，公司预计将在2024年形成3000吨/日的采选能力，2个项目带来的增量预计将于2024年开始体现。同时公司于2022年年底收购昆明新恒河矿业51%股权，从而获得大理洱源县溪灯坪金矿45.9%股权，2023年1月28日，洱源溪灯坪金矿14万吨/年采选工程建设项目开工，目前处于建设期。
- 境外项目并收购积极推进，为公司快速贡献黄金产量增量：**公司控股子公司万象矿业所辖 Sepon 铜金矿是老挝最大的有色金属矿山，拥有 1 宗采矿权和1 宗探矿权，探矿成果频出，新发现的稀土资源找矿前景可观。2020 年，万象矿业重启金矿生产，年处理矿石能力可达 300 万吨。自投产以来，选矿回收率持续攻关，2023Q1金选矿回收率约 66.5%，并有进一步提升空间，同时地下采矿工程启动，扩产120 万吨/年的高品位矿石有助于进一步增产降本。加纳Wassa金矿位于著名的阿散蒂金矿带上的成矿有利地段，矿区及外围找矿潜力仍然巨大，公司制定了“日选矿石1万吨，年产黄金1万公斤”的“双万计划”，力争三至五年内成为年产不低于10吨的大型黄金矿山。2022年，公司参与铁拓矿业增发，获得铁拓矿业其增发后10.23%的股权，铁拓矿业旗下的西非阿布贾露天金矿项目在今年1月投产，建成后首6年的年平均黄金产量约6.22吨。

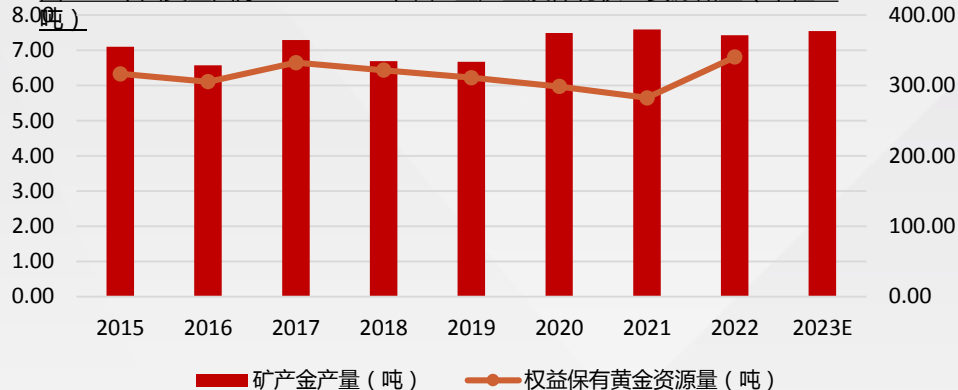
4.7 中国黄金国际：旗下2大矿产产量稳定，2022年生产矿产金7.43吨

图68：中国黄金国际2022年营业收入占比（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图69：中国黄金国际2015-2022年矿产金产量及保有益资源储量（单位：吨）

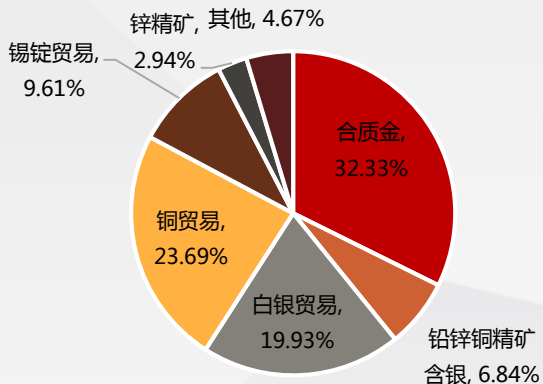


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 长山壕金矿产量稳定，2022年生产黄金4.6吨：**公司旗下矿山主要有内蒙古长山壕金矿及西藏甲玛铜多金属矿，长山壕金矿于2008年7月起开始商业生产，公司持有其96.5%权益，截至2022年12月31日综合计算的矿产资源量为168.21金金属吨。长山壕矿为露天采矿作业，设计开采及处理能力为6万吨/日。2019年7月，长山壕矿根据最新的极限优化结果更新了矿山计划，将生产降至4万吨/日，截至2019年矿山寿命为7年。长山壕金矿床外围和深部资源勘探报告于2021年11月通过了自然资源部储量评审中心组织的专家评审，最新的NI 43-101技术报告于2022年8月19日披露，为未来的深部资源的开发利用研究奠定了基础。2018年后，长山壕矿山产量基本稳定，2022年生产黄金约4.61吨，所开采的矿石平均含金品位0.64克/吨，总生产成本1340美元/磅，同比下滑13%，现金成本803美元/盎司，同比下滑24%。
- 甲玛矿已进入稳定生产阶段，2022年生产黄金2.82吨：**甲玛矿100%权益为公司于2010年12月1日收购，甲玛矿为一个大型铜金多金属矿床，蕴含铜、黄金、钼、银、铅及锌资源，截至2022年12月31日综合计算的矿产资源量为178.19金金属吨，甲玛矿一期及二期分别由2010年9月及2018年7月起开始商业生产。目前，甲玛矿已进入稳定生产阶段，2022年生产黄金2.82吨，同比下滑6%，生产铜8.5万吨，同比下滑2%。

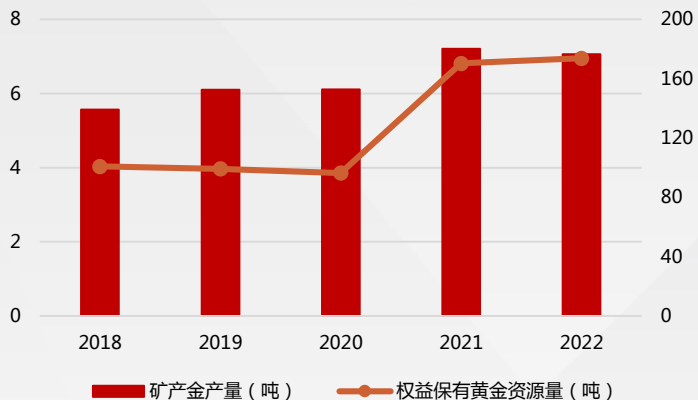
4.8 银泰黄金：低成本带来业绩优势，探转采+扩产推进增量可期

图70：银泰黄金2022年营业收入占比（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图71：银泰黄金2018-2022年矿产金产量及保有权益资源储量（单位：吨）

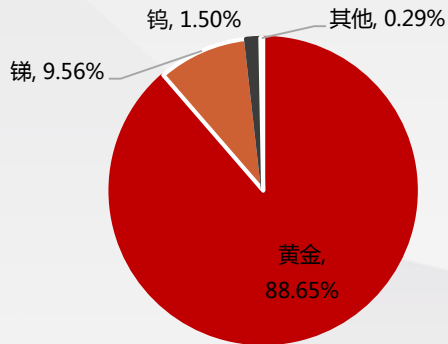


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 公司旗下共拥有4座金矿，2022年矿产金产量7.06吨：**银泰黄金旗下共拥有4个金矿企业，其中黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦为在产矿山，黑河银泰东安金矿是国内品位较高、最易选冶的金矿之一。华盛金矿为银泰黄金2021年9月收购的矿山，为停产待恢复矿山。吉林板庙子保有资源量为金金属量20.59吨，青海大柴旦保有资源量金金属量65.95吨，另有堆存矿石金金属量6.85吨，黑河银泰保有资源量金金属量8.99吨，另有存货矿石量金金属量0.70吨。华盛金矿根据SRK出具的独立技术报告保有控制加推断的资源量金金属量70.67吨。截至2022年末，银泰黄金合计总资源量金金属量173.9吨。根据2022年年度报告数据，2022年公司矿产金产量7.06吨，公司也是黄金矿山中毛利率较高的矿企。
- 探转采+扩产矿山增量可期，未来仍有较多增长点：**一方面，在产矿山的改扩建项目稳步推进，根据公司公告，东安金矿2020年12月颁布的新采矿许可证将生产规模由原来的14.9万吨/年大幅提升至37.5万吨/年；吉林板庙子通过扩产项目投建，2021年处理能力由60万吨/年扩至80万吨/年。青海大柴旦采选规模为100万吨/年，其中青龙沟金矿40万吨/年，滩间山金矿60万吨/年；根据环评报告，青龙沟金矿扩建项目为新增II、III矿带以及323矿段（南）露天转地下开采矿体，建设规模20万吨/年，目前正在推进中；根据公司公告，细晶沟金矿采矿项目，总投资5.8亿元，已完成相关前期核准，正在办理采矿证，计划采矿规模为60万吨/年。另一方面，根据公司公告，公司于2021年9月收购芒市华盛金矿，目前矿山正在进行采矿规模扩大前的备案工作，由10万吨/年申请变更生产规模扩大为120万吨/年。

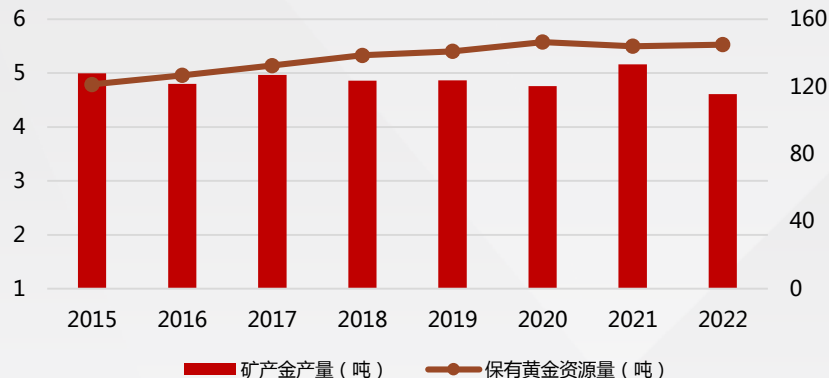
4.9 湖南黄金：金锑业务双轮驱动，内外延伸推动2025年实现自产10吨金目标

图72：2022年湖南黄金营收构成（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图73：湖南黄金2015-2022年矿产金产量及保有权益资源储量（单位：吨）

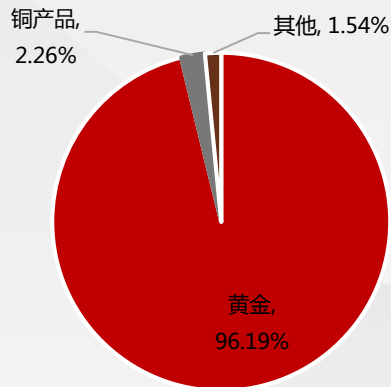


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 金锑业务双轮驱动，自产金近年来维持在5吨左右**：公司致力于打造黄金为支柱、锑为特色国内领先矿业企业的战略定位，聚焦到2025年，力争达到全国黄金行业第五、锑品行业第一，自产黄金10吨，利润10亿元的战略目标。2022年，公司共生产黄金48.06吨，其中自产4.6吨；生产锑品3.07万吨，其中自产1.86万吨。2022年公司黄金产品业务贡献营收186.52亿元，营收占比88.65%，毛利7.46亿元，占比46.52%；锑产品业务贡献营收20.12亿元，占比9.56%，毛利7.76亿元，占比达到48.39%。
- 主力矿山保障自产金产量稳定，内外延伸推动2025年实现自产10吨金目标**：公司的主要黄金生产矿区包括辰州矿业本部沃溪坑口矿区、黄金洞金矿区和龙山金锑矿区。湖南黄金洞矿区现有矿权面积近100平方公里，当前探明并在国土部备案资源储量金金属量69.55吨，2022年黄金洞矿业(合并)生产黄金1.93吨（其中中华家湾金矿生产矿产金575千克），公司规划远期采选规模达240万吨/年，年矿产黄金产量达5吨以上。2023年6月，公司完成龙山金锑矿采矿许可证变更登记工作，开采规模24万吨/年，2021年度，新龙矿业本部自产矿产金851千克。辰州矿业本部沃溪坑口矿区，探明的金矿储量40多吨，2018年底，该矿区历时5年、投资逾3亿元的沃溪坑口千米竖井正式投产运行，能满足深部每年20万吨的出矿生产设计标准，为矿山下一个百年发展奠定了坚实基础。除此之外，旗下甘肃加鑫拥有的4个探矿权已完成矿产资源储量评审备案工作，正在推进采矿权证办理工作，未来将贡献自产金增量；2021年7月1日公司公告与控股股东湖南黄金集团签订《行业培育协议书》，由集团整合开发万古矿区金矿资源，矿山开发成熟后将注入公司，成为实现10吨自产金目标的另一增量。

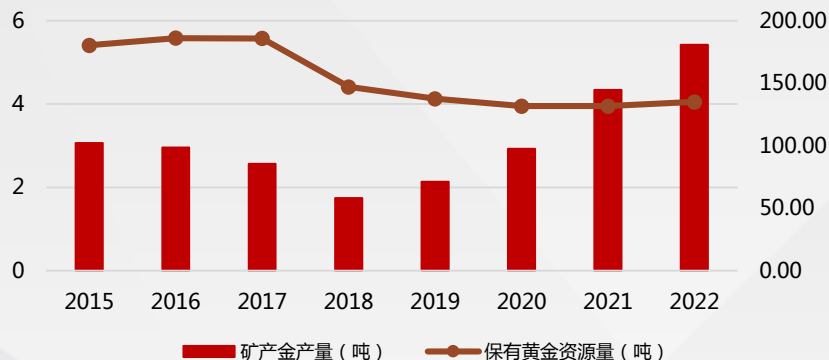
4.10 灵宝黄金：2011-2020年矿产金年均产量2.89吨，2022年提升至5.421吨

图74：2022年灵宝黄金营收构成（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图75：灵宝黄金2015-2022年矿产金产量及保有权益资源储量（单位：吨）

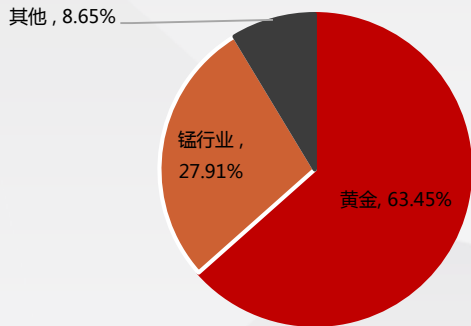


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 公司2011-2020年矿产金年均产量2.89吨，2022年提升至5.421吨：**公司2011-2020年矿产金年均产量2.89吨，近2年公司通过技改扩建等措施进一步释放生产潜能，实现了矿产金产量的大幅提升。2021年采矿分部的整体产量较上年增加约48.3%至4.338吨，2022年公司产量进一步提升，全年完成矿产金5.421吨，增产1.083吨，同比增长25.0%。2022年公司生产金锭约24.353吨，比上年增加约11.101吨或83.8%，除公司自产金增产1.083吨外，主要是因为通过外购合质金加工成的金锭比上年增加约8.835吨。2022年公司黄金产品业务贡献营收97.97亿元，营收占比96.2%，公司2022年毛利为7.85亿元，毛利率为7.75%。
- 截至2022年末公司黄金资源量为135.079金吨，旗下老湾金矿区增储潜力大：**截至2022年12月31日，灵宝黄金拥有35个采探矿权，面积240.75平方公里，总黄金储备及资源量约135.079金吨，旗下拥有桐柏兴源、灵宝鸿鑫、灵宝南山、哈巴河华泰、赤峰金蟾、富金矿业六大矿山生产基地。桐柏兴源矿业旗下的老湾金矿区位于桐柏县淮源镇，由老湾金矿、上上河金矿等五个采矿权和一个探矿权整合而成，矿区面积9.7024平方公里，资源储量30.114吨金金属量，现今年处理原矿10万t/a。据中国黄金协议官方信息，2022年灵宝黄金与河南省有色地矿局第三地质大队合作开展的老湾金矿区生产勘探、深部详查工作，目前成矿预测金资源量已可达500吨以上，为河南第一大的超大型金矿，未来可为公司进一步提高金精矿自给率。

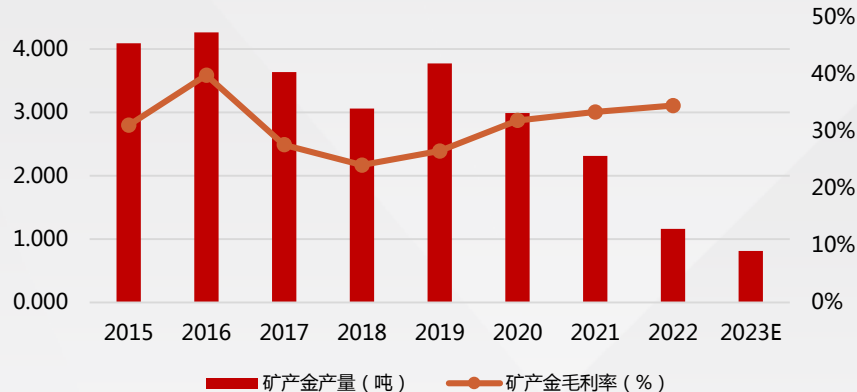
4.11 西部黄金：近年来受安全事故整改影响产金量下降，为大股东托管大型在建金矿

图76：2022年西部黄金营收构成（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图77：西部黄金2015-2022年矿产金产量及毛利率情况（单位：吨，%）



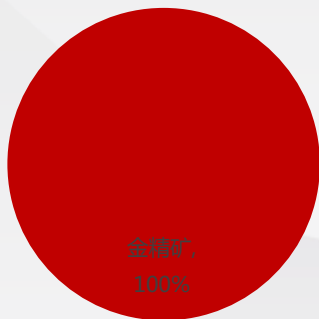
资料来源：公司公告，华西证券研究所

■ **拥有主力金矿3座，但近年来受安全事故整改影响产金量下降**：公司所属主要黄金矿山及探矿权横贯我国重要的成矿带--天山成矿带，拥有哈图金矿、伊犁公司所属阿希金矿和哈密金矿等主要黄金生产矿，截至2022年年末，公司黄金储量为29.23吨。2010年至2020年间，公司矿产金产量一直在3-4吨左右，其中2015-16年产量略超4吨。哈密公司为进一步加强哈密金矿金窝子一带金矿资源的整体规划和开发利用，开展地质勘查和矿权整合工作，2021年5月17日开始停产两年。2021年哈图公司部分主要矿山为进行安全整改和检修，停产61天；2022年哈图公司利用冬季生产设施检修期间，进行全面的隐患排查及整改，冶炼厂生产，采选厂处于停产状态，后于2023年3月29日收到托里县应急管理局向哈图公司出具的《复产复工审查意见》，认为哈图公司具备复产复工条件，准予复工。伊犁公司所属阿希金矿于2022年12月底发生一起井下坍塌事故，目前公开渠道暂未看到复产消息。受以上因素影响，2021年西部黄金自产金数量为2.31吨，2020年自产金数量为1.16吨，2023年计划自产标准金810千克。

■ **为大股东托管大型在建金矿，未来投产后将成为上市公司自产金的增量来源**：据公司公告，2021年12月控股股东新疆有色收购新疆美盛矿业100%股权并先行培育承诺待该矿山实现正式生产经营、产生业务收益前注入上市公司，目前美盛公司由西部黄金托管。新疆美盛矿业拥有新源县卡特巴阿苏金（铜）矿采矿权，根据环评报告，已探明金矿储量89吨，矿床金平均品位2.66克/吨；该矿目前正在建设120万吨/年的采选工程，有望投产后形成年产黄金3吨的规模，成为公司自产金的增量来源。

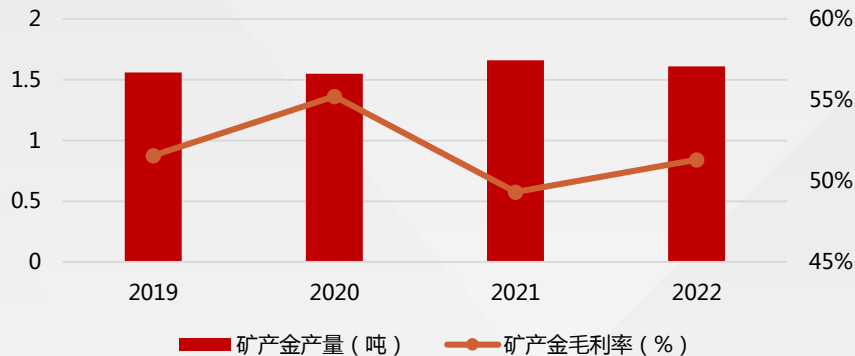
4.12 四川黄金：主要依托梭罗沟金矿，近年来矿产金产量稳定在1.6吨左右

图78：2022年四川黄金营收构成（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图79：四川黄金2019-2022年矿产金产量及毛利率情况（单位：吨，%）

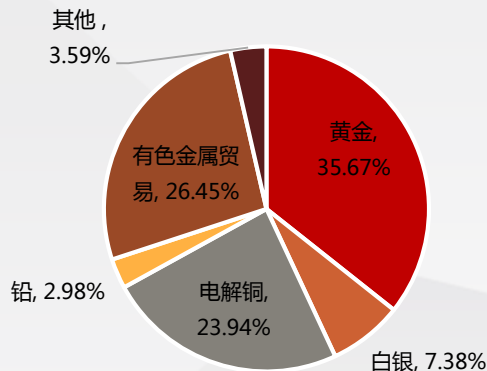


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 2022年公司金精矿营业收入4.72亿元，金精矿毛利率为51.31%**：公司于2023年3月3日上市，主要依托梭罗沟金矿生产金精矿贡献营收，2022年，公司实现金精矿产量29,472.21吨，同比增长9.11%，实现金精矿销量28,996.23吨，同比减少0.46%，公司合质金产销量一直很小，2022年未有合质金产销行为发生。2022年公司金精矿营业收入4.72亿元，同比降低10.16%；净利润1.99亿元，同比增长29.53%，金精矿毛利率为51.31%，同比上年增长5.80%。
- 旗下梭罗沟金矿是四川省内最大在产金矿，近年来公司矿产金产量稳定在1.6吨左右**：公司拥有梭罗沟金矿采矿权和梭罗-挖金沟探矿权位于矿产资源丰富的甘孜-理塘构造带，截至2023年2月，梭罗沟金矿提交各类勘查工作报告9次，累计查明金金属资源(储)量81.723吨，梭罗沟金矿是四川省内最大的在产黄金矿山，具有良好的勘查找矿前景。矿区面积2.1646平方公里，采选规模60万吨/年，2019-2022年公司矿产金产量分别为1.56/1.55/1.66/1.61吨，近年产量均稳定在1.6吨左右。公司计划在未来提高梭罗沟金矿采矿许可证的生产规模，并对梭罗沟金矿选厂进行技改扩能建设，扩大公司生产规模，进一步提升金矿资源的综合利用能力，提高公司产品供应量。

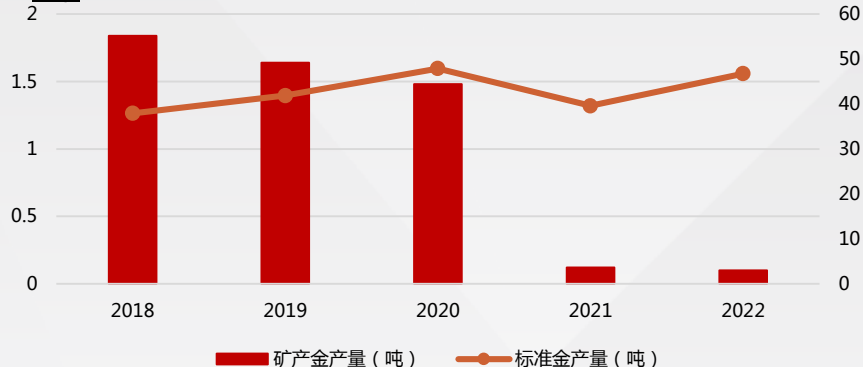
4.13 恒邦股份：目前自产金比例低，未来资源端仍有一定发展空间

图80：2022年恒邦股份金营收构成（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图81：恒邦股份2018-2022年矿产金及标准金产量（单位：吨）

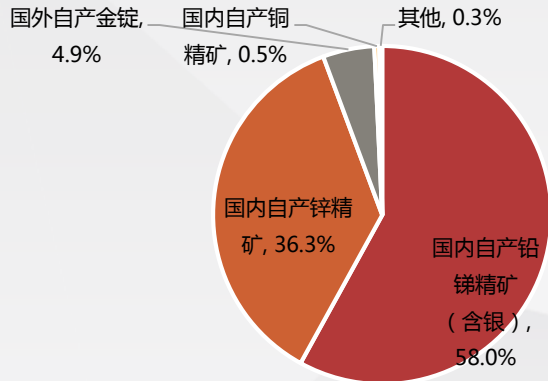


资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 公司以黄金冶炼为主，目前自产金比例较低：**公司的显著优势是贵金属冶炼综合配套能力处于国内领先水平，尤其在复杂矿处理领域保持多项技术国际领先，截至2022年末，公司已具备黄金冶炼能力50吨/年，2022年公司生产黄金46.76吨，2023年计划生产黄金47.70吨。截止2022年末，公司共拥有13座矿山，已查明黄金资源储量150.38吨，其中最大的金矿辽上金矿保有黄金储量为77.14吨。公司矿山资源开发程度不高，当前自产金产量规模较小，2018-2020年年均生产矿产金1.65吨，2021-2022年受山东省开展矿山安全检查造成的停产影响，自产金产量降至0.1吨，受此影响，公司自产金板块收入及毛利率同比大幅下降。
- 随着对外收购及矿山资源开发，资源端仍有一定发展空间：**公司持有万国矿业20.87%股份，为万国矿业第二大股东，2022年万国矿业旗下所罗门群岛金岭矿（探明的黄金储量已达160吨级）正式投产，实现试生产金精矿2,800吨，并出口金锭约149公斤，西藏矿“探转采”工作仍在推进中，万国矿业未来精矿产量的提高或将增厚公司的资源储备，提升整体盈利能力。根据公司公告及披露，辽上金矿为公司主力在建矿山，矿山扩界扩能采选项目关键手续均已获批，建设规模为90万吨/年，考虑一定的回收率预计年产黄金约3吨左右，将于2026年投产。此外，大股东所拥有权益的石坞金矿已完成储量备案的保有金矿资源量矿石量633.4万吨，金属量28.39吨，目前正在由大股东办理权证，在石坞金矿取得采矿许可证、安全生产许可证等证照，具备开采条件后，12个月内启动将江西铜业所持有的江西黄金权益转让给恒邦股份的相关工作。公司目前虽然自产金占比很低，但未来随着对外收购及矿山资源开发，资源端仍有一定发展空间。

4.14 华钰矿业：做强铅锌锑矿主业并向黄金拓展，2022年塔铝金业实现投产

图82：2022年华钰矿业营收构成（单位：%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表7：华钰矿业主要金矿项目及情况

| 项目 | 国家地区 | 黄金资源量 | 项目阶段 |
|---------|-------|----------|-------------|
| 塔铝金业项目 | 塔吉克斯坦 | 49.9金属吨 | 2022年7月正式投产 |
| 埃塞俄比亚项目 | 埃塞俄比亚 | 9.475金属吨 | 建设期 |
| 亚太矿业项目 | 中国贵州 | 59.14金属吨 | 建设期 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

- 做大做强铅锑精矿、锌精矿主营业务，收购黄金项目向贵金属板块拓展：**公司在做大做强铅锑精矿、锌精矿主营业务的同时，向贵金属板块拓展，实现战略转型升级。公司自2017年收购塔铝金业以来，持续开展黄金项目的收购，黄金储量持续增加，塔铝金业项目黄金资源量为49.9金属吨，埃塞俄比亚项目黄金资源量为9.475金属吨，亚太矿业项目黄金资源量为59.14金属吨，公司合计拥有的黄金资源量为118.515吨。2022年，公司国内自产铅锑精矿营收3.27亿元，占比58.0%；国内自产锌精矿营收2.05亿元，占比36.4%；国外自产金锭营收0.28亿元，占比4.9%。同时，公司计划将锑资源做成精品资源，随着西藏新建项目及塔铝金业达产，公司每年将有2.1万吨金属锑产出，将控制全球近15%锑金属供应量。
- 塔铝金业项目2022年投产，达产后将实现年产2.2吨金锭，埃塞俄比亚及亚太矿业项目仍在建设期：**公司黄金项目国内外均有分布，目前仅有塔铝金业项目在产，埃塞俄比亚金矿项目以及泥堡金矿项目处于建设期，具体介绍如下：（1）塔铝金业项目于2022年4月竣工试生产，2022年7月正式投产，预计1-2年项目达产后年产锑1.6万金属吨、金锭2.2金属吨。2022年度计划85万吨，实际采矿量完成89.18万吨，完成年度计划的104.92%；实际选矿量完成52.30万吨，完成年度计划的61.53%。塔铝金业主营产品为金精粉和金锭，2022年产金锭75.07千克，金精粉4,165吨，运往国内的产品主要为金精粉，并于2022年实现首批金精粉报关；境外销售部分主要为金锭。（2）公司持有贵州泥堡项目40%权益，目前贵州亚太矿业拥有一宗采矿权及一宗探矿权，泥堡金矿项目总体设计生产规模100万吨/年。根据公司公告，2022年各项开发建设前期工程进展顺利，目前前期筹备工作已基本完成，具备条件后即可启动开发建设。（3）埃塞俄比亚提格雷金矿项目2022年受经济下行及当地政治环境影响致使未能动工，目前项目各项证照包括环评工作均已完成并取得了政府批文，适时可以启动开发建设。

4.15 投资建议&风险提示

投资建议

美国通胀显著降温，加息弊端显性化、经济及就业数据有所走弱，加息或面临尾声、经济降温的大方向较为明晰，“去美元化”关注度提升，关注黄金配置机会。建议关注具有矿山资源优势的黄金大企业，矿山高品位、易采选可带来低成本、高毛利优势，产能即将快速释放可兑现金价上涨利好。

投资角度看，A股受益标的包括：黄金矿山保有资源量国内第二，未来增长路径清晰的【**山东黄金**】；为唯一央企控股的黄金上市公司，大力推进“资源生命线”战略的【**中金黄金**】；旗下金矿众多，新建及扩产将贡献增量的【**招金矿业**】；低成本带来业绩优势，探转采+扩产推进增量可期的【**银泰黄金**】；境内外项目并行推进，为公司贡献矿产金增量的【**赤峰黄金**】；2011-2020年矿产金年均产量2.89吨，2022年提升至5.421吨的【**灵宝黄金**】；做强铅锌锡矿主业并向黄金拓展，2022年塔铝金业实现投产的【**华钰矿业**】。

风险提示

- 1) **美国经济情况超预期转好**：黄金信用对冲属性叠加通胀往往驱动黄金牛市，若美国经济并未如预期进入衰退，金价面临回落风险；
- 2) **美联储加息态度再度激进**：加息将尽对黄金金融属性抑制减弱带来金价向上弹性，若美联储加息态度再度转为激进，金价仍面临一定压力；
- 3) **美银行业危机超预期变化**：美国银行业危机暂缓，但仍需关注风险；
- 4) **俄乌冲突超预期缓和**：虽避险需求仅驱动小级别行情，但若俄乌冲突超预期缓和将带来金价避险需求的回落，不利于金价短时表现。

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2021年入围新财富最佳分析师评选电力及公用事业行业，2021年新浪金麒麟最佳新锐分析师公用事业行业第二名，2021年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第四名；2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年加入华西证券，澳大利亚昆士兰会计学硕士，两年卖方研究经验。

温佳贝：2022年4月加入华西证券。英国布里斯托大学理学硕士，FRM Holder。

黄舒婷：2022年4月加入华西证券，2年有色金属研究经验，曾就职于招商期货担任有色金属研究员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxqz/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投

资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。