

有色金属

2023年08月04日

黄金定价与预期理论，2023H2 金价走势展望

——行业深度报告

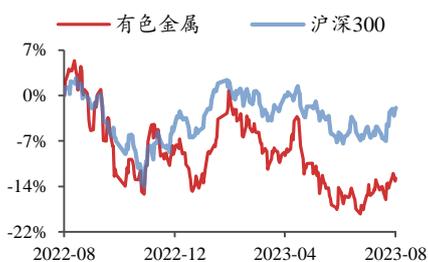
投资评级：看好（维持）

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《政策逆周期调控逐步落地，推荐铝产业链投资机会——行业点评报告》

-2023.8.2

《受益于逆周期调控政策，工业金属需求拐点或将显现——行业周报》

-2023.7.30

《坚定看好 2023H2 贵金属价格上行趋势，关注锡供给收缩催化强度——行业周报》-2023.7.23

● 黄金定价主要受货币属性和金融属性影响

黄金具有商品、货币、金融三重属性，商品属性对金价的影响逐渐淡化，货币属性主导金价的长期走势，金融属性主导金价的短期走势。长期看，黄金作为主权货币的信用背书，随着整体信用规模的不断扩大，金价中枢将不断抬升；短期看，黄金与实际利率和美元指数表现出负相关性，实际利率通过机会成本和避险逻辑与金价呈现负相关关系，美元指数通过计价基础与信用风险对冲与金价呈现负相关关系。实际利率、美元指数能够解释大部分时间内金价的走势，但是黄金仍然受到其他因素的影响。

● 基于预期理论将更好的解释短期黄金定价逻辑

黄金价格波动大多数时间交易的是相对收益预期，波动的原因来自有限资金流动，实际利率和美元指数对金价变动的解释是结果的表现。影响资金流动的预期包括美国货币政策预期、美国经济周期预期、欧洲货币政策预期、通胀预期、避险需求、投机需求。不同维度的预期中总有一个预期发挥主导作用，继而引导有限的资金流向。在无风险事件时，美国货币政策预期、欧洲货币政策预期、经济周期预期对金价的影响较大，在有风险事件时，避险需求对金价起到主导作用，通胀预期根据变化速度对金价产生不同的影响，投机需求则从动量角度影响金价，表现为“锦上添花”或者“釜底抽薪”的作用。

● 美联储货币政策转向时点虽存变数，但美国经济衰退趋势或已相对明朗

短期内市场将主要受美国货币政策预期和经济周期预期的影响。复盘美联储1980年代以来的暂停加息节点，核心通胀水平低位走缓和经济增速下降是美联储暂停加息的基本条件。当前美国核心通胀水平处在高位下降的趋势中，距离低位走缓还有一定时间。美国经济增长压力较大，PMI指数、长短期利率倒挂等经济先行指标暗示衰退将至，但是美国2023Q2的GDP数据不降反增，经济后期如何发展成为市场关注的重点，美联储暂停加息时点或未到达。

● 2023Q3 金价或将显现承压，2023Q4 有望重回上涨通道

在不出现突发事件的前提假设下，短期避险需求对金价影响较小，我们的核心假设包括：（1）美国的核心通胀将延续下行趋势，并在未来出现低位走缓；（2）欧洲通胀顽固，欧洲货币政策将继续加息或者维持高利率以控制通胀水平；（3）原油价格不会因为供应的紧俏大涨而带动通胀预期快速上行；（4）遵从经济先行指标的指引，美国经济会步入衰退。综上，2023H2-2024H1 金价将在美联储货币政策和美国经济衰退预期的逻辑下运行。鉴于美国2023Q2的GDP同比不降反增，这将延迟美国经济衰退的到来，2023Q3 市场将倾向美国经济衰退预期走弱，后续金价将依次受到美国加息预期、退出加息预期、维持高利率预期、降息预期的影响，金价走势或于2023Q3 表现承压，2023Q4 有望重启上涨。综合上述分析，建议重点关注自产金产量丰富且产能扩张的公司。受益标的：紫金矿业，山东黄金，中金黄金，银泰黄金，赤峰黄金，招金矿业。

● 风险提示：美国经济实现软着陆；避险情绪激增；原油价格大涨。

目 录

1、 黄金定价主要受货币属性和金融属性影响.....	
1.1、 商品属性：供给刚性、需求以珠宝金饰为主.....	
1.2、 货币属性：主权货币信用背书是金价上涨的长期逻辑.....	
1.3、 金融属性：实际利率和美元指数与黄金价格呈现负相关关系.....	
2、 基于预期理论的短期黄金定价逻辑.....	1
2.1、 预期变化主导金价短期波动及方向.....	1
2.2、 货币政策预期是最显性的金价影响因素.....	1
2.2.1、 美国货币政策预期.....	1
2.2.2、 欧元区货币政策预期.....	1
2.3、 美国经济周期预期决定金价中期变动趋势.....	1
2.4、 通胀预期根据变化速度对金价产生不同的影响.....	1
2.5、 避险需求出现时对金价起主导作用.....	1
2.6、 投机需求从动量角度影响金价，起“助攻”作用.....	1
3、 黄金近期走势分析与后市展望.....	1
3.1、 2022-2023 年上半年黄金走势分析.....	1
3.2、 美联储暂停加息时点或未到达.....	1
3.2.1、 核心通胀水平低位走缓和经济增长下降是暂停加息的基本条件.....	1
3.2.2、 美联储是否暂停加息需要观察核心通胀数据是否低位走缓.....	2
3.3、 欧洲通胀难下行，大概率将继续加息.....	2
3.4、 美国经济衰退概率较大.....	2
3.5、 美国短期通胀预期有所抬头.....	2
3.6、 2023Q3 金价或表现承压，2023Q4 金价或重回上升通道.....	2
4、 受益标的.....	2
5、 风险提示.....	2

图表目录

图 1： 黄金的需求中珠宝占比最大.....	
图 2： ETF 投资需求量与金价走势密切相关.....	
图 3： 2023 年 1 季度中国和印度占据全球黄金珠宝消费 57.7%.....	
图 4： 中国和印度占据全球黄金总需求的 50%.....	
图 5： 黄金供应以矿产金为主，表现刚性.....	
图 6： 矿产金产量全球分布较为均匀.....	
图 7： 黄金从货币转变为货币的信用背书.....	
图 8： 黄金对主权货币的信用背书作用逐渐增大.....	
图 9： 2023 年 1 季度央行增持黄金需求创纪录，保持上升趋势.....	
图 10： 整体上实际利率与金价呈现负相关关系.....	
图 11： 整体上美元指数与金价呈现负相关关系.....	1
图 12： 实际利率与名义利率相关系数达到 0.93.....	1
图 13： 市场预期通过引导有限资金流动从而影响金价.....	1
图 14： 2013 年以来通胀预期与金价相关系数达 0.4.....	1
图 15： 金价在通胀上行、经济下行期间走势强劲.....	1
图 16： 通胀预期领先 CPI 变动.....	1

图 17: 2013 年以来通胀预期与原油价格相关系数达 0.81.....	1
图 18: 避险需求驱动下金价上涨	1
图 19: COMEX 净多头持仓超过均线伴随着金价较大幅度上涨	1
图 20: 2022-2023 年金价受到避险需求、美联储加息预期、加息暂缓预期主导.....	1
图 21: 1984 年 9 月降息前核心通胀走缓	2
图 22: 1984 年 9 月降息前经济增速放缓	2
图 23: 1989 年 6 月降息前核心通胀走缓	2
图 24: 1989 年 6 月降息前新增非农连续下降.....	2
图 25: 2000 年暂停加息前核心通胀水平走缓.....	2
图 26: 2000 年暂停加息前就业数据向好	2
图 27: 2000 年暂停加息前 GDP 同比回落	2
图 28: 2000 年暂停加息前纳斯达克指数出现大跌.....	2
图 29: 2006 年暂停加息前核心通胀水平走缓.....	2
图 30: 2006 年暂停加息前新增非农数据较差.....	2
图 31: 2006 年暂停加息前 GDP 同比连续回落.....	2
图 32: 2006 年暂停加息前纳斯达克指数出现下跌.....	2
图 33: 2019 年暂停加息前核心通胀水平走缓.....	2
图 34: 2019 年暂停加息前失业率有所上升.....	2
图 35: 2019 年暂停加息前 GDP 同比连续回落.....	2
图 36: 2019 年暂停加息前纳斯达克指数出现下跌.....	2
图 37: 当前核心通胀尚未到达低位	2
图 38: 当前就业市场韧性较强	2
图 39: 当前 GDP 同比未出现回落	2
图 40: 当前纳斯达克指数未下跌	2
图 41: 欧元区核心 CPI 粘性较强	2
图 42: 市场预期欧洲央行将继续加息	2
图 43: 美国 PMI 处于下降趋势	2
图 44: 美国服务业占 GDP 比重较大	2
图 45: 1970 年代以来美国长短期利率倒挂领先于经济衰退.....	2
图 46: 原油价格企稳回升, 通胀预期或将抬头.....	2
图 47: 2023H2-2024H1 金价出现第二种情况概率较大.....	2
表 1: 基本供需结构对金价的影响较小 (黄金供需平衡表, 单位: 吨)	
表 2: 实际利率、美元指数存在无法解释金价变动的时段.....	1
表 3: 美国货币政策预期对美元指数、国债收益率和黄金价格产生影响.....	1
表 4: 欧元区货币政策对美元指数和黄金价格产生影响.....	1
表 5: 美国经济周期预期对美元指数、国债收益率和黄金价格产生影响.....	1
表 6: 美林时钟经济周期下黄金在滞涨和衰退阶段表现亮眼.....	1
表 7: 通胀预期对美元指数、国债收益率和黄金价格产生影响.....	1
表 8: 风险主要包括地缘政治、金融市场和经济周期风险.....	1
表 9: 避险需求对美元指数、国债收益率和黄金价格产生影响.....	1
表 10: CME 市场预期年内维持利率不变概率较大 (8 月 3 日数据)	2
表 11: 2022 年 7 月、10 月依次出现 10Y-2Y、10Y-3M 利率倒挂.....	2
表 12: 受益标的盈利与估值预测	2

1、黄金定价主要受货币属性和金融属性影响

1.1、商品属性：供给刚性、需求以珠宝金饰为主

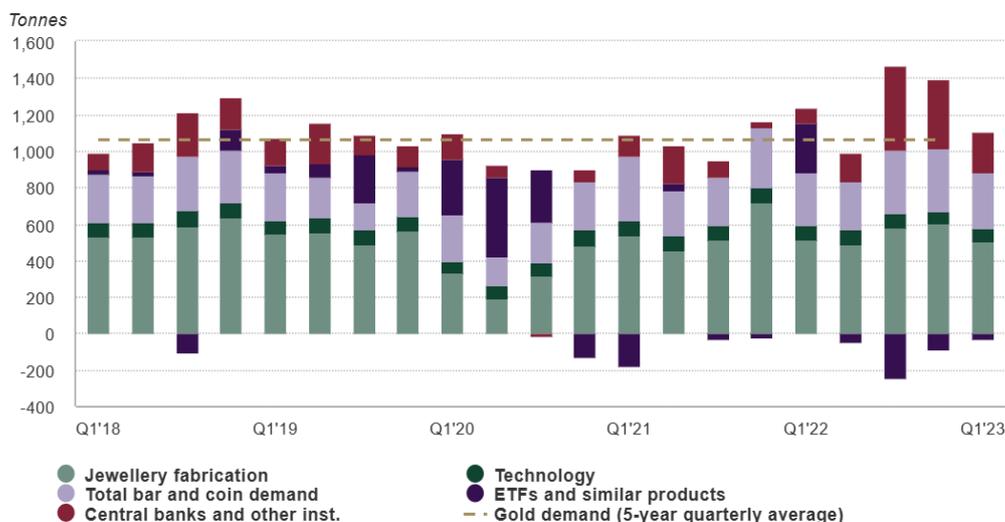
黄金是一种珍贵的金属，历史上一直因其鲜艳的颜色、可塑性和相对稀缺而受到追捧，在工业、医疗、电子和珠宝等领域有着广泛的应用。根据世界黄金协会（World Gold Council）的报告，黄金与其他商品相比具有六大特点：

- 在多个时间跨度上提供了优于其他商品的绝对和风险调整后的回报
- 比其他商品更有效的多元化工具
- 在低通胀时期表现优于商品
- 波动性较低
- 经过验证的价值储藏
- 具有高度流动性

但是，黄金并不是一种典型的商品。它与其他商品之间存在着差异化，这主要源于它的需求和供应结构。

珠宝金饰需求占比最大，投资需求对金价影响最大。黄金的需求包括珠宝、科技、央行购金和投资，珠宝需求占比最大。2023 年 1 季度，珠宝需求占比 43.3%，投资需求占比 23.3%，央行购金需求占比 19.4%。虽然珠宝需求占比最大，但投资需求与黄金价格走势相关性更高，这是因为一方面珠宝需求比较稳定，对金价的影响力度较小；另一方面，黄金投资交易量远超黄金实物需求量，2020 年全球黄金交易总量是实物需求量的 179 倍，这使得黄金价格主要受到投资需求的影响。投资需求中以黄金 ETF 的需求为代表，与金价波动密切相关，可以迅速反映市场投资者对持有黄金的态度变化。央行购金需求我们认为是黄金货币属性的反映，放在下一节中论述。

图1：黄金的需求中珠宝占比最大



资料来源：世界黄金协会

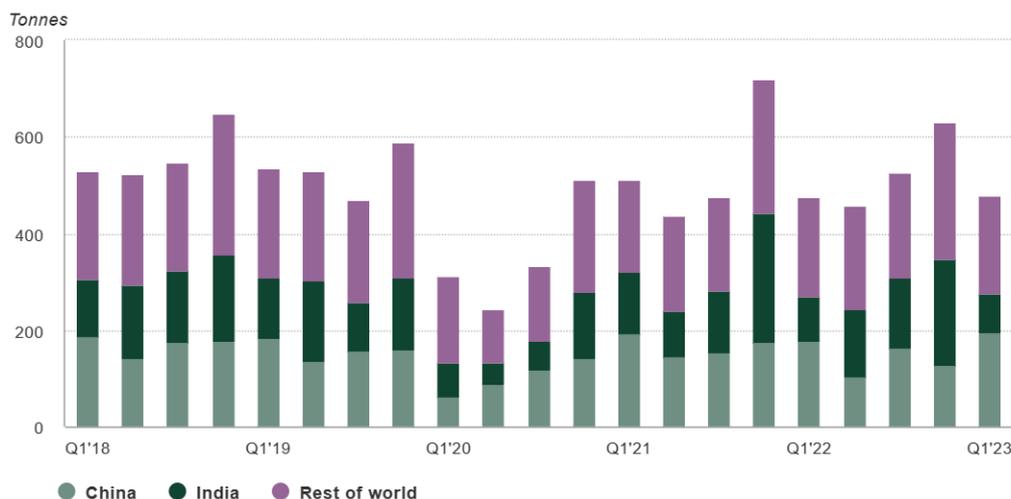
图2: ETF 投资需求量与金价走势密切相关



数据来源: Wind、开源证券研究所

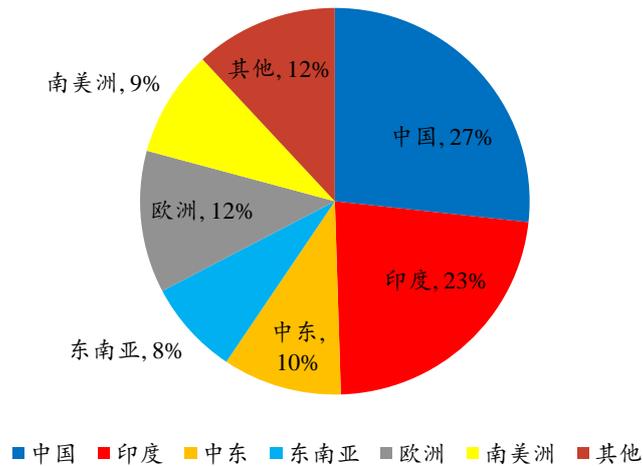
黄金的需求主要来自发展中国家，中国和印度约占全球黄金需求量的50%，主要为黄金珠宝需求。中国和印度约占2011-2020年全球年均黄金需求量的50%。2023年1季度全球金饰需求总量为478吨，中国消费者购买了198吨金饰，同比增长11.4%；印度消费者购买了78吨金饰，同比下降17.2%。除印度和中国外，世界其他地区的金饰需求同比保持稳定。

图3: 2023年1季度中国和印度占据全球黄金珠宝消费57.7%



资料来源: 世界黄金协会

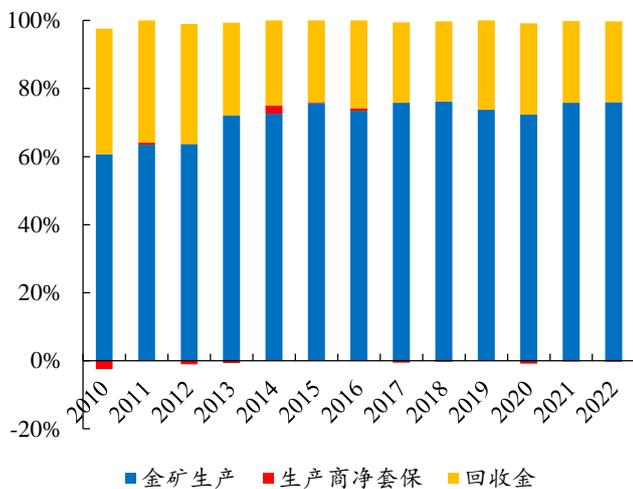
图4：中国和印度占据全球黄金总需求的50%



数据来源：世界黄金协会、开源证券研究所（注：数据为2011-2020年需求均值）

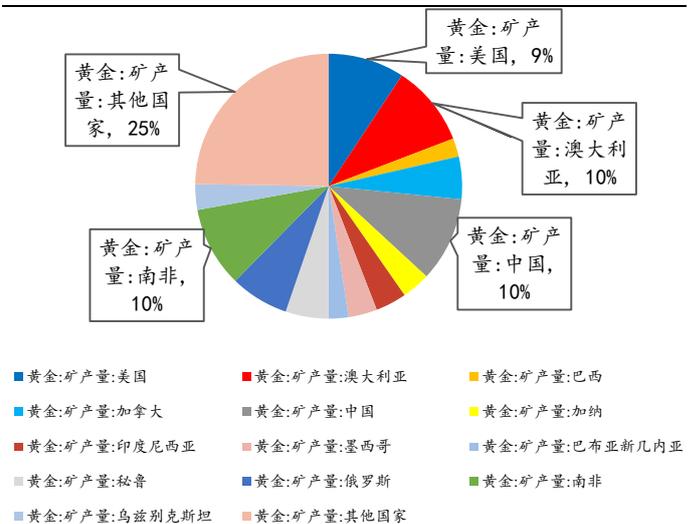
黄金的供应结构表现为以矿产金为主，再生金为辅，其中矿产金产量表现较为刚性。根据世界黄金协会数据，2020年，地面上大约有20.13万吨黄金，矿山产量每年增加约3300吨，相当于每年增加1.8%。由于金矿开采较长的反应周期平滑了对短期金价变化的反馈力度，矿产金产量表现出刚性，且金矿的全球分布较为均匀，因此供需结构对金价的影响较小。

图5：黄金供应以矿产金为主，表现刚性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：矿产金产量全球分布较为均匀



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据为1994-2022年各国矿产金量年均值）

表1：基本供需结构对金价的影响较小（黄金供需平衡表，单位：吨）

	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23
供应					
矿山生产	843.1	894.4	956.3	955.7	856
净生产者对冲	25.9	2.3	-25.9	-13	8.1
矿山总供应量	869	896.6	930.4	942.7	864
回收黄金	296.2	285.3	268.6	290.5	310.4

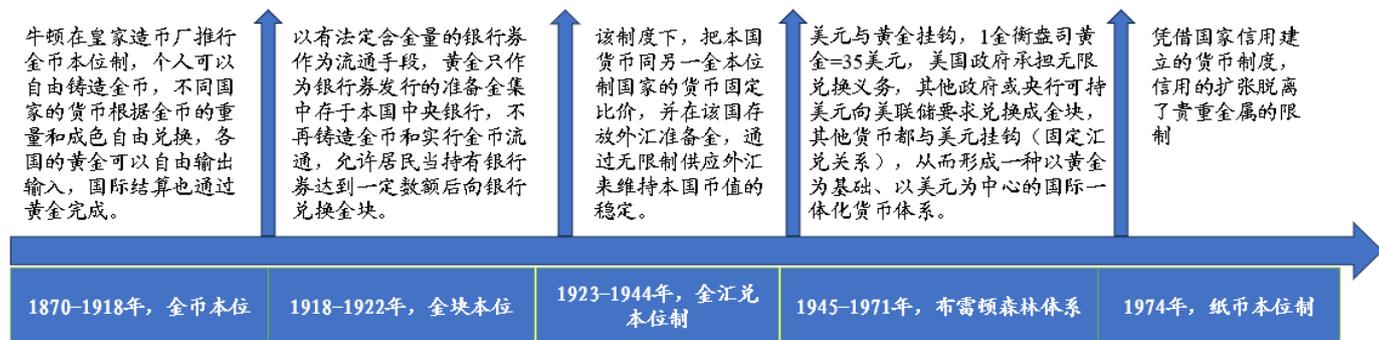
	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23
总供应量	1,165.10	1,182.00	1,198.90	1,233.20	1,174.40
需求					
珠宝制造	516.4	492.3	582.3	601.3	508.6
珠宝消费	475.3	458.4	526.1	629.7	477.9
珠宝库存	41.1	33.9	56.2	-28.4	30.7
科技	81	78.5	77	72.3	70
电子学	66.2	64.6	63.2	58	56
其他工业	12	11.3	11.3	11.9	11.6
牙科	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4
投资	558.4	213.8	103.9	250.6	273.7
金条和金币总需求	287.7	261.2	348	340.3	302.4
实体酒吧需求	183.6	172.8	225.6	222.4	181.9
官方硬币	84.6	70.8	89.4	89	96.5
奖牌/仿币	19.5	17.6	33	28.9	24.1
ETF 和类似产品	270.7	-47.4	-244.1	-89.6	-28.7
中央银行和其他机构	82.7	158.6	458.6	378.6	228.4
黄金需求	1,238.50	943.2	1,221.80	1,302.80	1,080.80
场外交易及其他	-73.3	238.8	-22.8	-69.7	93.6
总需求	1,165.10	1,182.00	1,198.90	1,233.20	1,174.40

数据来源：世界黄金协会、开源证券研究所

1.2、货币属性：主权货币信用背书是金价上涨的长期逻辑

黄金从货币到货币的信用背书，金价中枢将随货币信用的扩张而上升。货币史上先后经历了金币本位制、金块本位制、金汇兑本位制（含布雷顿森林体系）和纸币本位制。黄金与货币的相关性在“布雷顿森林体系”解体之后发生了明显的变化。1978年牙买加协议签订后，金本位彻底退出历史舞台，转而实行纸币本位制，但是以美元为中心的世界货币体系得以保留。纸币本位制是凭借国家信用建立的货币制度，信用的扩张脱离了贵金属的限制，国家可以滥用信用无限扩张货币以解决经济增长的难题，导致存在严重通货膨胀和主权货币信用体系瓦解的风险。而稀缺的黄金资产则不存在这一风险，为维持主权货币的信用，各国央行将持续增持黄金以作为重要的外汇储备，从长逻辑上支撑金价上涨。

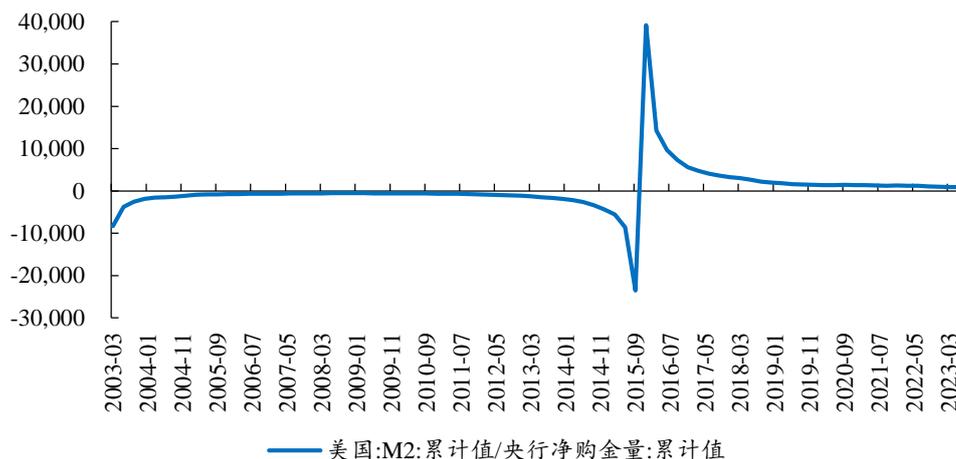
图7：黄金从货币转变为货币的信用背书



资料来源：《货币金融学》第四版（戴国强著）（出版年份：2017年）、开源证券研究所

当前美元成为世界货币，美元信用是黄金价格锚定的重要指标。自 2008 年金融危机以来，金价随着美国 M2 货币供应量的上涨而上涨，这意味着随着美元货币信用的增加黄金价格中枢同步抬升。未来，随着去美元化的进程，黄金价格不再单独锚定美元信用，而将随着全球主权货币信用规模的抬升而继续抬升中枢，即使美元的信用规模出现下降（M2 收缩），长期来看不会对金价的上涨逻辑造成影响。单一货币信用波动对金价的影响通常更显现黄金的金融属性/避险属性，对应金融属性/避险属性放在后面段落详细阐述。

图8：黄金对主权货币的信用背书作用逐渐增大



数据来源：Wind、开源证券研究所

央行持续购金，一方面从黄金供需角度加大黄金的需求，另一方面为不断增加的货币供应量提供信用背书，加强了黄金对冲货币信用的逻辑。自 2008 年金融危机后，各国央行逐步重视将黄金作为外汇储备，连续实现黄金储备的净购买。2022 年，各国央行累计增持 1136 吨黄金，创下 55 年来的新高。2023 年一季度黄金买入量达到 228.4 吨，同比增长 176%，创出 2010 年来的历史新高。我国央行自 2022 年 11 月以来，连续 8 个月增持黄金，累计增持规模达 531 万盎司。

图9：2023 年 1 季度央行增持黄金需求创纪录，保持上升趋势



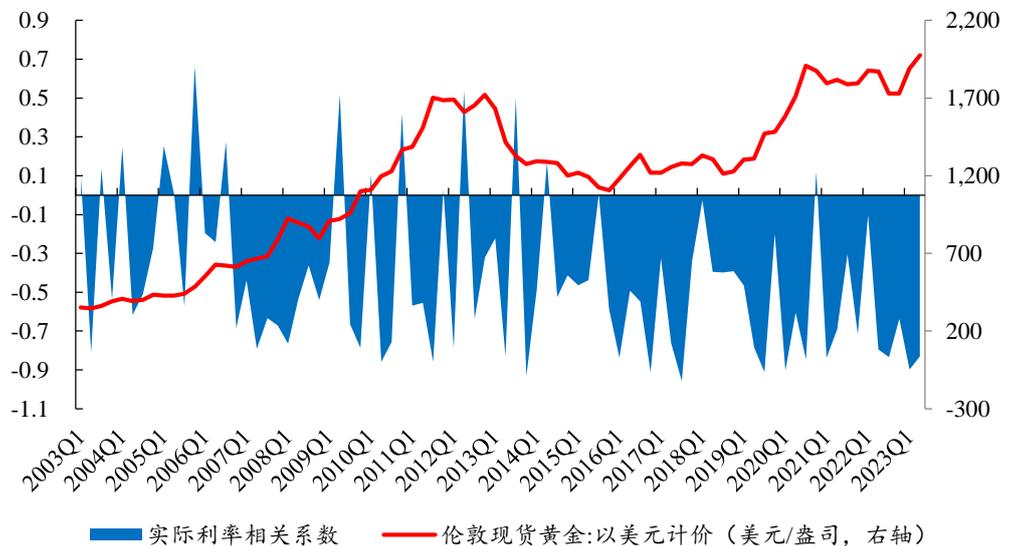
资料来源：世界黄金协会

1.3、金融属性：实际利率和美元指数与黄金价格呈现负相关关系

短期来看，黄金价格受到金融属性的影响较大。黄金具有保值增值的功能、具有零票息的特征使得黄金和其他大部分资产的相关性较差，因此持有黄金具有相对价值。投资者通常购买黄金作为一种分散风险的方式，特别是通过期货合约和衍生品来进行风险对冲。

实际利率通过机会成本和避险逻辑与金价呈现负相关关系。一方面，实际利率代表了持有黄金的机会成本，逻辑上与金价呈负相关关系。另一方面，实际利率的下行，往往伴随着名义利率（国债收益率）的下行或者通胀预期的快速上涨，意味着经济下行和经济运行风险的逐渐暴露，此时避险需求增加，利好黄金。美国作为世界第一大经济体以及美元作为世界货币，使得美国实际利率的变动将对全球的资产收益和经济运行情况产生影响，因此美国的实际利率对金价的影响最大，市场通常用10年期通胀保值债券（TIPS）到期收益率表示实际利率。

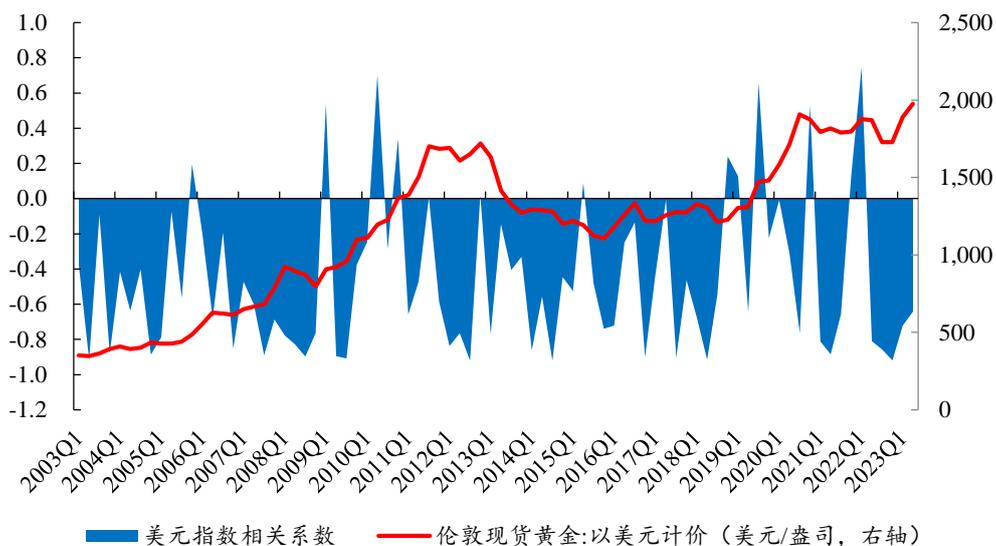
图10：整体上实际利率与金价呈现负相关关系



数据来源：Wind、开源证券研究所

美元指数通过计价基础与信用风险对冲逻辑与金价呈现负相关关系。一方面，黄金用美元计价，因此美元的强弱将直接影响黄金价格，美元强弱变化体现在美元相对与其他主权货币的购买力的变化，一般用美元指数衡量。另一方面，从货币信用的角度，一国主权货币汇率上升即认为其购买力和货币信用上升，这与具有货币属性的黄金形成替代关系，因此如果美元指数上涨，则作为替代品的黄金会承压。一般来讲，美元指数与金价呈负相关关系。

图11: 整体上美元指数与金价呈现负相关关系

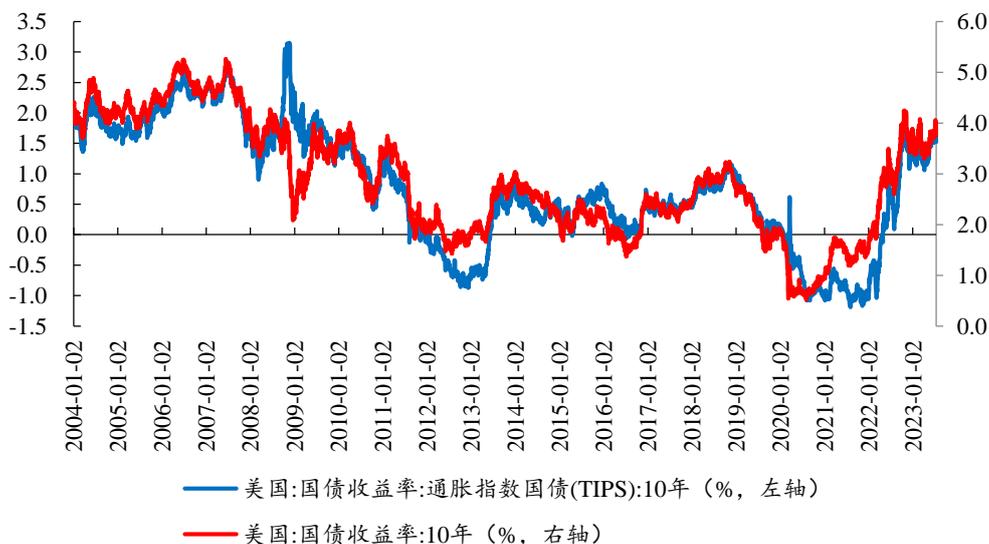


数据来源: Wind、开源证券研究所

实际利率、美元指数能够解释大部分时间内金价的走势，但是黄金仍然受到其他因素的影响。我们以季度为单位拟合 2003-2023 年黄金价格与实际利率、美元指数的斯皮尔曼相关系数，大部分时间金价与实际利率、美元指数均为负相关关系。但是也有一部分时间实际利率、美元指数与金价走势不相关或者正相关。这是因为影响金价的因素众多，实际利率和美元指数权重较大，此外还有避险因素、通胀预期等，当其他因子权重变大时会影响到金价的走势。

实际利率往往是由名义利率即国债收益率决定。我们采用斯皮尔曼相关系数检验 2004 年-2023 年的 10 年期国债收益率与实际利率 (TIPS) 的相关性，相关系数达到 0.93。通胀预期对实际利率的影响较小，斯皮尔曼相关系数仅 0.49。这说明实际利率的变化受到投资者资金流向的影响较大，根本上实际利率的变化是资金流向的表现结果。

图12: 实际利率与名义利率相关系数达到 0.93



数据来源: Wind、开源证券研究所

表2：实际利率、美元指数存在无法解释金价变动的时段

时间	实际利率	美元指数
2003Q1、Q3	不相关、不相关	负相关、负相关
2004Q1	不相关	负相关
2005Q1、Q2、Q4	不相关、不相关、正相关	负相关、不相关、不相关
2006Q1、Q3	不相关、正相关	不相关、不相关
2009Q1、Q2	负相关、正相关	正相关、负相关
2010Q1、Q2、Q4	不相关、负相关、正相关	负相关、正相关、正相关
2011Q3、Q4	负相关、不相关	不相关、负相关
2012Q2、Q4	正相关、负相关	负相关、不相关
2013Q2、Q3	负相关、正相关	不相关、负相关
2014Q2	不相关	负相关
2015Q2、Q3	负相关、不相关	不相关、负相关
2016Q3	负相关	不相关
2017Q2	负相关	不相关
2018Q1、Q4	不相关、负相关	负相关、不相关
2019Q1、Q3、Q4	负相关、负相关、不相关	不相关、正相关、负相关
2020Q1、Q4	负相关、不相关	不相关、正相关
2021Q4	负相关	不相关
2022Q1	不相关	正相关

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：数据在 0.05 显著性水平下不相关

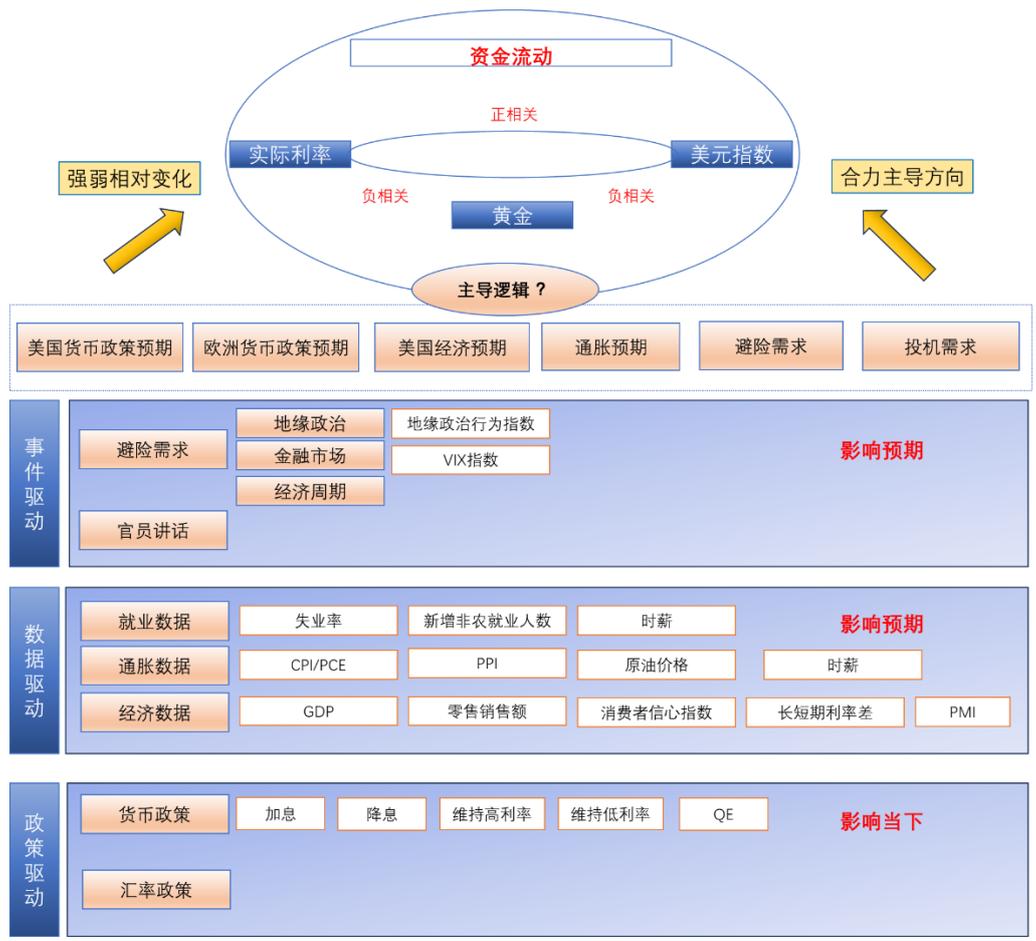
2、基于预期理论的短期黄金定价逻辑

2.1、预期变化主导金价短期波动及方向

黄金价格波动大多数时间交易的是相对收益预期。理性期望理论下，个体在做出决策时，会基于他们的人类理性、可用的信息和过去的经验。该理论认为，人们对经济的当前期望本身就能影响经济未来的状态。该理论是有效市场假说（EMH）的基石。根据理性期望理论，如果产品的价格已经反映了市场预期，那么在决定性结果出现时，价格不会发生较大幅度的波动，反之，如果结果是预期外的，那么价格将会产生比较大的波动。

金价波动原因来自有限资金流动，实际利率和美元指数对金价变动的解释是结果的表现。不同维度的预期中总有一个预期发挥主导作用，继而引导有限的资金流向。影响预期的因子我们总结有美国货币政策预期、美国经济周期预期、欧洲货币政策预期、通胀预期、避险需求、投机需求。资金流向会遵循主导因子的指引，导致实际利率、美元指数与金价发生变动，并产生负相关或者正相关关系。

图13：市场预期通过引导有限资金流动从而影响金价



资料来源：开源证券研究所

2.2、货币政策预期是最显性的金价影响因子

货币政策可以分为常规货币政策和非常规货币政策。常规货币政策包括加息、降息、维持高利率、维持低利率，非常规货币政策主要指量化宽松政策（QE）。货币政策预期对货币、金融资产、经济活动和通胀等方面都有重要的影响，因此投资者往往会交易货币政策预期，货币政策实际上就分为了10种。即加息预期、退出加息预期；维持高利率预期、退出维持高利率预期；降息预期、退出降息预期；维持低利率预期、退出维持低利率预期；QE预期、退出QE预期。

定性指标：议息纪要和央行官员的发言倾向对货币政策预期至关重要。比如2010年8月10日，黄金受到美联储议息会议暗示QE倾向，从1192.5美元/盎司一路上涨到2010年10月17日的1367.5美元/盎司，上涨幅度达14.7%。2013年6月19日，国际金价1372.75美元/盎司，FOMC会议宣布维持现有宽松政策不变，时任美联储主席伯南克明确表示可能2013年稍晚开始放缓QE，2014年可能结束QE，这使得美元大涨，黄金在退出QE预期下迅速下跌到6月28日的1192.0美元/盎司，10天跌幅达13.2%。

定量指标：货币政策锚定的数据跟踪方面，主要考虑就业和通胀数据，比如失业率、新增非农就业人数、CPI同比等；当劳动市场火热、通胀居高不下时，加息压力较大，反之降息概率较大。同时也要观察经济数据，PMI指数、长短期利差等，如果加息导致经济衰退较快，则降息概率加大。

2.2.1、美国货币政策预期

美国货币政策可以直接影响到国债收益率、美元汇率走势，因此，对金价的影响较大。当市场预期美联储货币政策收紧时，投资者要求更高的回报，国债收益率通常会上升，带动实际利率上涨，提高了黄金的持有成本，导致黄金价格下跌。此外，加息也会导致美元有升值的压力，黄金相对承压。当市场预期美联储货币政策宽松时，市场对当前经济普遍悲观，美元走低，国债收益率下降，带动实际利率走低，黄金价格上涨。

表3：美国货币政策预期对美元指数、国债收益率和黄金价格产生影响

货币政策	美元指数	国债收益率	黄金价格
加息预期	上涨	上涨	下跌
退出加息预期	下跌	下跌	上涨
维持高利率预期	保持高位或上涨	保持高位或上涨	保持低位或下跌
退出维持高利率预期	下跌	下跌	上涨
降息预期	下跌	下跌	上涨
退出降息预期	上涨	上涨	下跌
维持低利率预期	保持低位或下跌	保持低位或下跌	保持高位或上涨
退出维持低利率预期	上涨	上涨	下跌
QE 预期	下跌	下跌	上涨
退出 QE 预期	上涨	上涨	下跌

资料来源：开源证券研究所

2.2.2、欧元区货币政策预期

货币政策通常会直接或间接影响国际资金流向，影响程度与资本开放程度有关。资本开放的国家是指允许跨境资本流动的国家，没有或很少有对外汇交易、国际投资、国际借贷等进行限制或管制。资本开放的程度可以用一些指标来衡量，其中一个比较常用的指标是 Chinn-Ito 指数。根据最新的 Chinn-Ito 指数，2020 年资本账户开放程度最高的 10 个国家是美国、英国、奥地利、比利时、丹麦、法国、德国、意大利、荷兰、挪威。因此美国国债收益率和黄金价格不仅需要考虑美国本土的货币政策，还需要分析欧元区货币政策。

欧元区货币政策最直接的影响是欧元兑美元汇率。一方面，欧元的升值会使得以欧元计价的黄金贬值，另一方面，欧元区加息也会增加投资者对欧洲风险资产的喜好，降低黄金的吸引力。由于国际金市用美元计价，最后往往以美元贬值导致黄金升值作为主要逻辑，但是当欧元升值迅速或者预期较强时，会导致国际金价出现横盘甚至下跌，如 2010 年 6 月 7 日-6 月 28 日金价因欧元涨幅过大而下跌。

当市场预期欧洲央行将加息时，欧元兑美元汇率上涨，提振黄金价格；反之，则令金价承压。美国国债收益率通常会受到一定的压力，因为加息意味着欧元区实际利率的上升，从而降低了美国国债的竞争力，降低了美国国债的需求。但是，欧元区加息对美国国债收益率的影响较小，主要通过美元汇率对黄金产生影响。

表4：欧元区货币政策对美元指数和黄金价格产生影响

货币政策	美元指数	黄金价格
加息预期	下跌	上涨
退出加息预期	上涨	下跌

货币政策	美元指数	黄金价格
维持高利率预期	保持低位或下跌	保持高位或上涨
退出维持高利率预期	上涨	下跌
降息预期	上涨	下跌
退出降息预期	下跌	上涨
维持低利率预期	保持高位或上涨	保持低位或下跌
退出维持低利率预期	下跌	上涨
QE 预期	上涨	下跌
退出 QE 预期	下跌	上涨

资料来源：开源证券研究所

2.3、美国经济周期预期决定金价中期变动趋势

美国经济周期是指美国经济在不同阶段（如扩张、衰退、复苏等）之间的波动。经济处于扩张阶段，投资者预期未来经济发展较好，通胀上升，因此要求更高的回报率，使得国债收益率上升；这时美元需求会增加，美元指数上涨；由于风险资产更受欢迎，金价承压下跌。在衰退和滞涨时与该变化相反。

表5：美国经济周期预期对美元指数、国债收益率和黄金价格产生影响

经济周期	国债收益率	美元指数	金价
复苏预期	上涨	上涨	下跌
过热预期	上涨	上涨	下跌
滞涨预期	下跌	下跌	上涨
衰退预期	下跌	下跌	上涨

资料来源：开源证券研究所

根据美林时钟模型，以美国 GDP 数据和 CPI 数据为依据，以年度为单位对 2000 年至 2021 年美国进行周期划分，用 COMEX 黄金期货收盘价、标普 500 指数、10 年期美国国债、CRB 综合现货指数分析了黄金、股票、债券与大宗商品等大类资产的收益表现。在经济周期的视角下，滞涨阶段，黄金表现最为亮眼，大幅领先其他三类资产收益；衰退阶段，黄金依然收益率最高。

表6：美林时钟经济周期下黄金在滞涨和衰退阶段表现亮眼

	黄金	股票	债券	大宗商品	黄金相对于股票的超额收益
衰退	160.44%	151.26%	44.01%	93.66%	9.18%
复苏	5.38%	28.52%	10.69%	-0.08%	-23.14%
过热	32.08%	33.37%	15.74%	53.82%	-1.29%
滞涨	16.40%	-38.49%	4.14%	-33.52%	54.89%
平均	53.58%	43.67%	18.65%	28.47%	9.91%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收益率为年份收益率求和）

数据跟踪方面，主要观察 GDP 同比、零售销售额、消费者信心指数、长短期利差、PMI 等，其中 GDP 同比属于滞后指标、其他指标属于领先指标。

2.4、通胀预期根据变化速度对金价产生不同的影响

通胀预期的上行速度将会对金价产生不同的影响，缓慢抬升时抑制金价，快速抬升时刺激金价上涨。通胀预期是市场对于美国长期通胀水平的预期，市场通常用同期限的国债名义收益率与 TIPS 收益率之差表示盈亏平衡通胀率（BEI）。一方面，

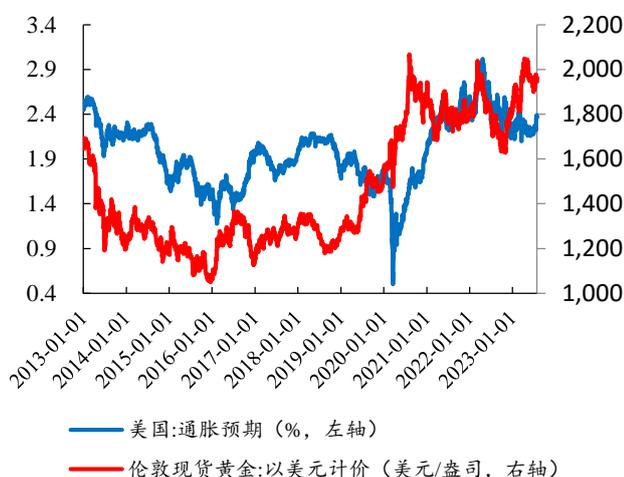
商品本身具有抗通胀的功能，黄金作为一种商品也具备这一功能，当通胀预期快速上涨时，将会带动金价上涨。另一方面，通胀预期又是美联储制定货币政策的参考指标，例如在紧缩周期内，当通胀预期抬头时，美联储会担心通胀的反弹，将会增加美联储延长紧缩周期的决心，从而对金价产生抑制作用。通胀预期的作用取决于其变化速度，当快速变化时对金价起正向作用，当缓慢变化时对金价起负向作用。

表7: 通胀预期对美元指数、国债收益率和黄金价格产生影响

通胀预期	国债收益率	美元指数	金价
快速上行	下跌	下跌	上涨
快速下行	上涨	上涨	下跌
缓慢上行	上涨	上涨	下跌
缓慢下跌	下跌	下跌	上涨

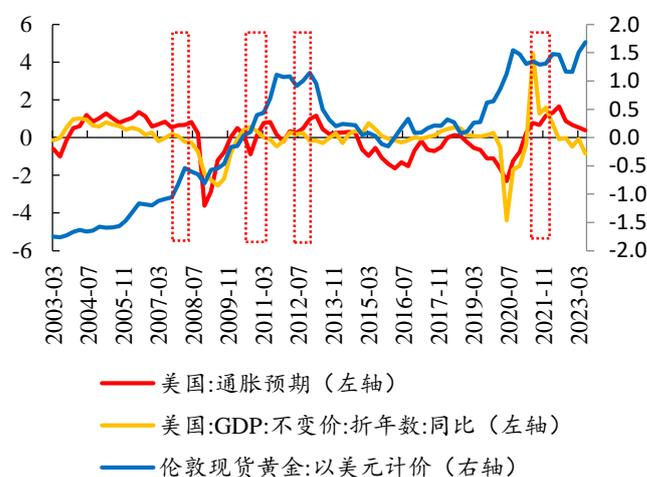
资料来源：开源证券研究所

图14: 2013年以来通胀预期与金价相关系数达0.4



数据来源：Wind、开源证券研究所

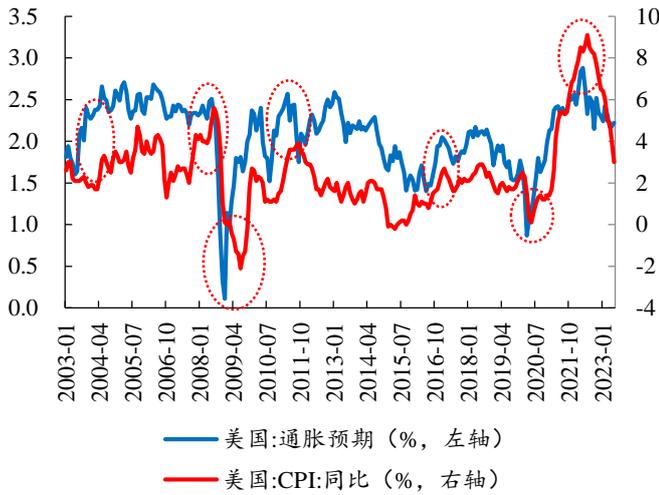
图15: 金价在通胀上行、经济下行期间走势强劲



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据经过标准化

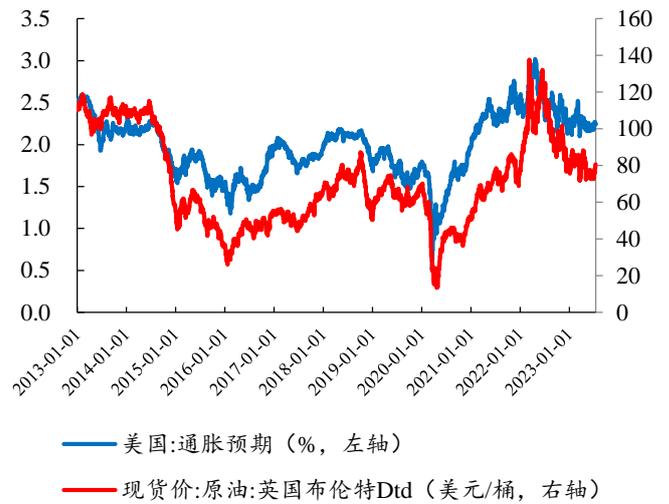
数据跟踪方面，主要关注原油价格。通胀预期通常领先于CPI变化，当通胀预期出现明显上行时，CPI也会随之上行。通胀预期会受到原油价格的影响，逻辑上，原油价格上涨（下跌）时，通胀预期将会上涨（下跌），我们采用斯皮尔曼相关系数检验2013年-2023年的通胀预期与原油价格的相关性，相关系数达到0.81。

图16: 通胀预期领先 CPI 变动



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2013 年以来通胀预期与原油价格相关系数达 0.81



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.5、避险需求出现时对金价起主导作用

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

数据跟踪方面，可以采用 VIX 波动率指数、地缘政治行为指数等指标。VIX 指数是标普 500 指数未来 30 天的隐含波动率，可以反映市场对突发事件的反应程度。当 VIX 指数或者地缘政治行为指数上升时，意味着市场对黄金等避险资产需求增加，带动金价的上涨，但是绝大部分风险事件具有突发性和短暂性的特征，其对金价的影响是不可持续的，因此当风险过后，金价往往迅速迎来回调，回归主要定价逻辑。

表8: 风险主要包括地缘政治、金融市场和经济周期风险

种类	描述	后果
地缘政治风险	某些国家或地区发生战争、恐怖袭击、政治动荡或外交紧张等事件	引发全球市场的恐慌和波动，影响经济增长和贸易往来
金融市场风险	金融市场出现系统性危机、信用危机、流动性危机或资产泡沫破裂等事件	导致市场信心下降，资产价格下跌，金融稳定受到威胁
经济周期风险	经济进入衰退或萧条阶段	导致企业盈利下滑，失业率上升，消费需求下降，通缩压力加剧

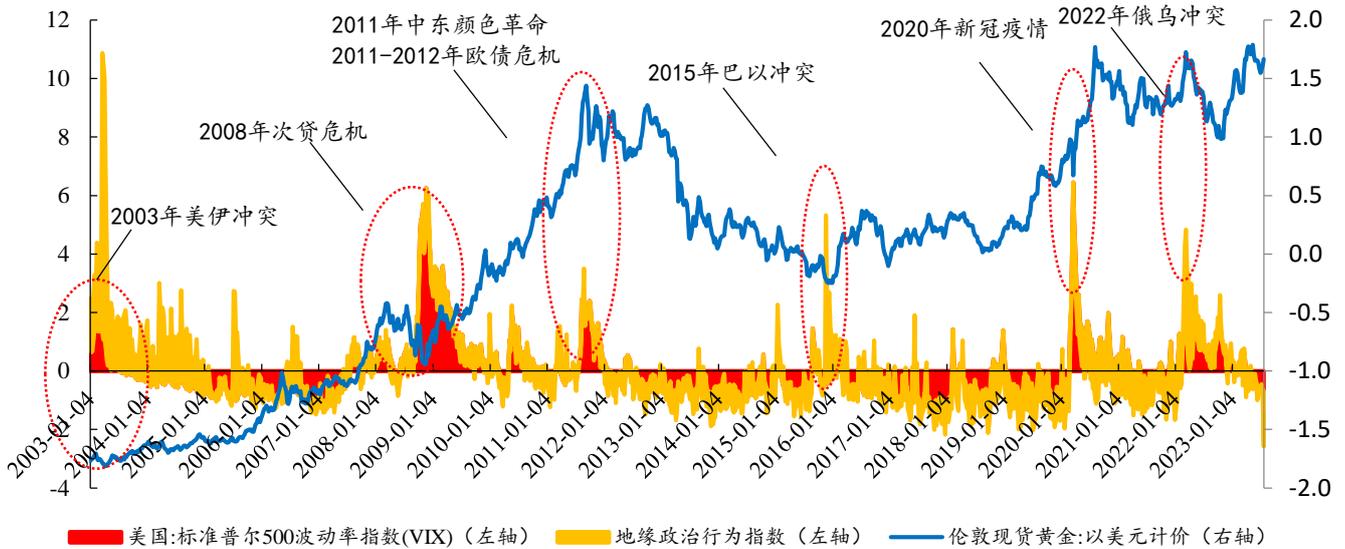
资料来源: 开源证券研究所

表9: 避险需求对美元指数、国债收益率和黄金价格产生影响

避险需求	美元指数	国债收益率	黄金价格
风险升温	上涨	下跌	上涨
维持高风险	维持高位或上涨	维持低位或下跌	维持高位或上涨
风险降温	下跌	上涨	下跌

资料来源: 开源证券研究所

图18: 避险需求驱动下金价上涨



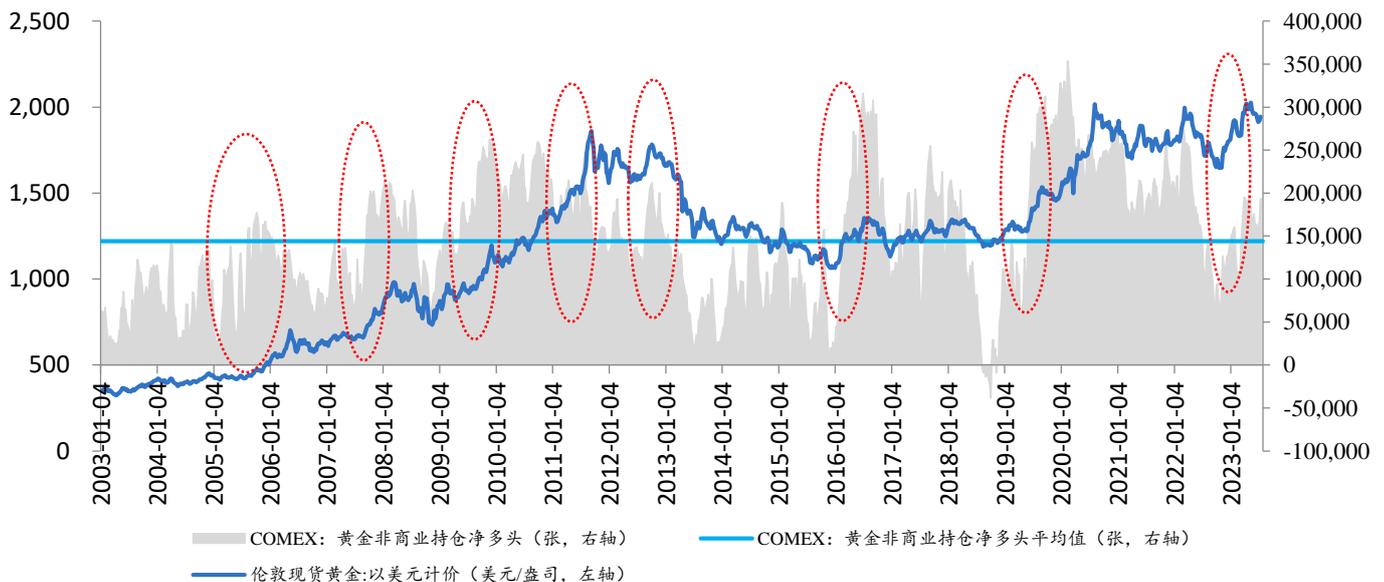
数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据经过标准化)

2.6、投机需求从动量角度影响金价，起“助攻”作用

投机需求通过影响期货市场中投资者的多空头寸来推动金价。多头头寸反映了看涨的情绪，而空头头寸反映了看跌的情绪。投机需求不会率先引起金价的上涨或者下跌，而是表现出“锦上添花”或者“釜底抽薪”的作用，对金价的上涨或者下跌提供动量。

数据跟踪方面，可以观测 COMEX 黄金净多头持仓量、CFTC 净多头头寸。当净多头持仓量上涨时意味着投机需求增加，给金价带来上涨动力。当市场上的净多头头寸持仓量减少时，往往伴随着金价的下跌。

图19: COMEX 净多头持仓超过均线伴随着金价较大幅度上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、黄金近期走势分析与后市展望

3.1、2022-2023 年上半年黄金走势分析

2022 年-2023 年上半年，国际金价分别受到避险需求主导上涨、美联储加息预期主导下跌、加息暂缓预期主导上涨、美联储加息预期主导下跌。

(1) 阶段一，避险需求逻辑：2022 年初-3 月初，金价上涨。在美联储主席鲍威尔暗示加息的讲话中，金价短暂的受到加息预期主导出现下跌，但是 2 月初，俄乌冲突导致黄金的避险逻辑成为主导逻辑，即便在加息预期下，金价依然上行。

(2) 阶段二，美联储加息预期逻辑：2022 年 3 月-2022 年 10 月，金价下跌。随着俄乌冲突没有升级，黄金的避险需求逻辑不再占据主导逻辑，金价随之下跌。2022 年 3 月 10 日，美国 2 月份 CPI 同比创下 40 年来新高，市场重回美联储加息预期逻辑，2022 年 3 月 17 日，美联储加息 25 个基点，随后在美国 CPI 同比连创新高、美联储接连加息下，金价一路下跌。2022 年 5 月 23 日，欧洲央行行长表态将三季度前加息 50 个基点，原油价格上涨，市场在欧洲加息预期的逻辑、通胀预期上行逻辑和美联储加息预期逻辑下产生碰撞，一直到 6 月底，金价横盘。7 月份，原油价格下跌、欧洲受到俄乌战争影响，市场普遍预期欧洲将步入衰退，黄金市场的交易逻辑仍为美联储加息预期逻辑主导，金价快速承压下跌。

(3) 阶段三，美联储加息暂缓预期+美国经济衰退预期逻辑+避险需求逻辑：2022 年 11 月-2023 年 4 月，金价上涨。从 8 月-11 月，美国 CPI 同比数据连续下降，新增非农就业人数下降，PMI 下降，市场担心美联储如此猛烈的加息下会导致经济步入衰退，市场开始交易美联储加息暂缓预期，金价开始上行。2 月 3 日，新增非农就业数据超预期上升，失业率下降，2 月 14 日，美国 1 月 CPI 同比上升，这使得市场短暂交易了加息预期，金价在 2 月份承压下跌。在美国 2 月失业率反弹上升，CPI 符合预期，欧洲央行加息 50BP 的催化下，PMI 降至荣枯线下，叠加 3 月份的银行信贷危机，市场交易避险需求+美联储加息暂缓预期+美国经济衰退预期，金价一路攀升。

(4) 阶段四，美联储加息预期逻辑：2023 年 5 月-2023 年 6 月，金价承压下跌。市场看到美国经济衰退迹象以及 CPI 的快速回落，但是核心 CPI 依然顽固，美国劳动力市场火热，伴随着美国 4 月零售数据超预期上升，核心 PCE 上涨，加息预期逻辑占据主导，金价承压下跌。

图20：2022-2023 年金价受到避险需求、美联储加息预期、加息暂缓预期主导



资料来源：Wind、开源证券研究所

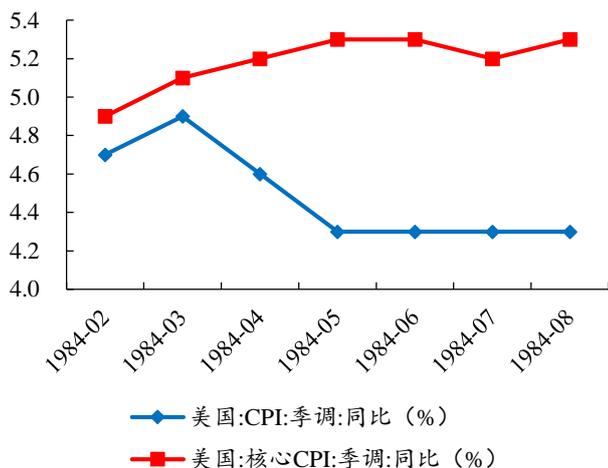
3.2、 美联储暂停加息时点或未达到

3.2.1、 核心通胀水平低位走缓和经济增速下降是暂停加息的基本条件

核心通胀水平低位走缓和经济增速下降是暂停加息的基本条件。1980年代以来，出现了2次美联储暂停加息后转降息的时间段，分别是1984年9月和1989年6月；出现了3次美联储暂停加息并维持较长时间高利率的时间段，分别是2000年6月、2006年7月、2019年1月，维持高利率时常分别为7、13、7个月。5次暂停加息的经济指标中，核心CPI的低位走缓是共同的特征，GDP同比增速下降的概率较大，往往伴随着失业率的上涨和新增非农就业人数的下降。

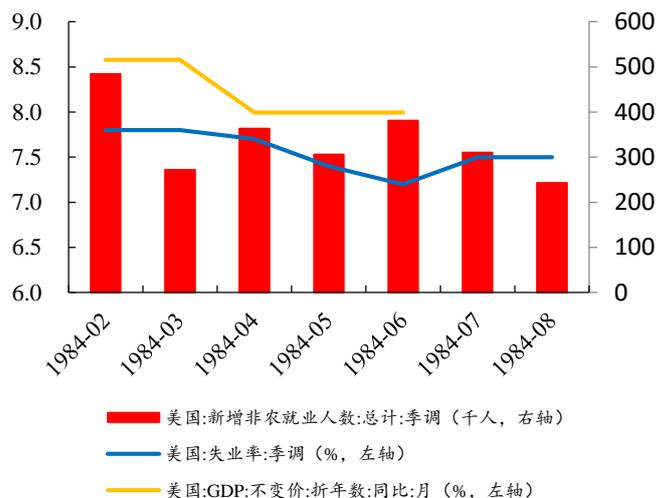
(1)1984年9月，美联储宣布维持联邦基金目标利率下调50个基点至11.00%。观察往前的7个月时间里，核心通胀水平趋缓，整体通胀维持低位不变，CPI同比连续4个月维持在4.3%；失业率有所上升且处于历史高位，GDP同比下降。

图21: 1984年9月降息前核心通胀走缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

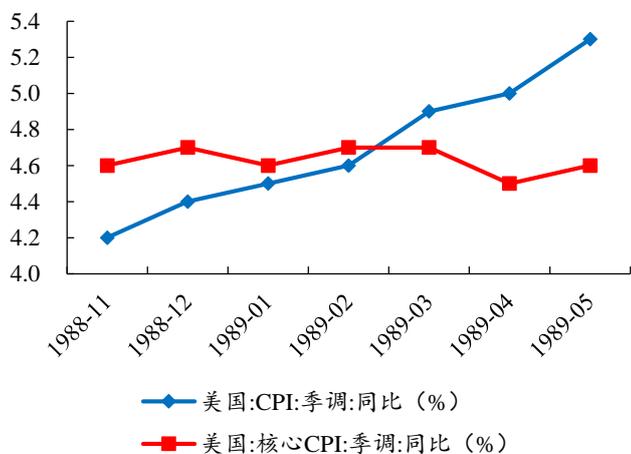
图22: 1984年9月降息前经济增速放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

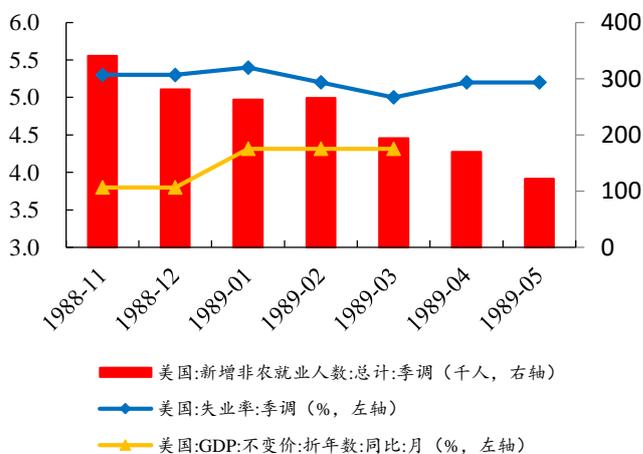
(2)1989年6月,美联储宣布维持联邦基金目标利率下调25个基点至9.5625%。观察往前的7个月时间里,核心通胀水平趋缓,整体通胀上行,核心CPI同比在4.50%上下震荡;失业率有所上升,新增非农就业人数出现稳定、明显的下降,GDP同比上涨。

图23: 1989年6月降息前核心通胀走缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

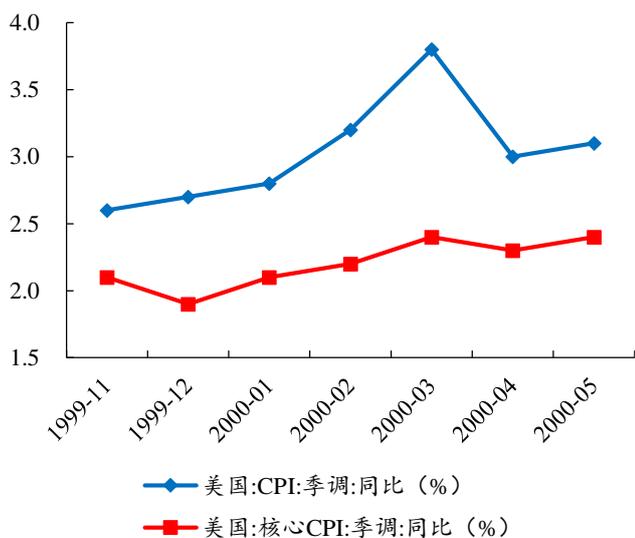
图24: 1989年6月降息前新增非农连续下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

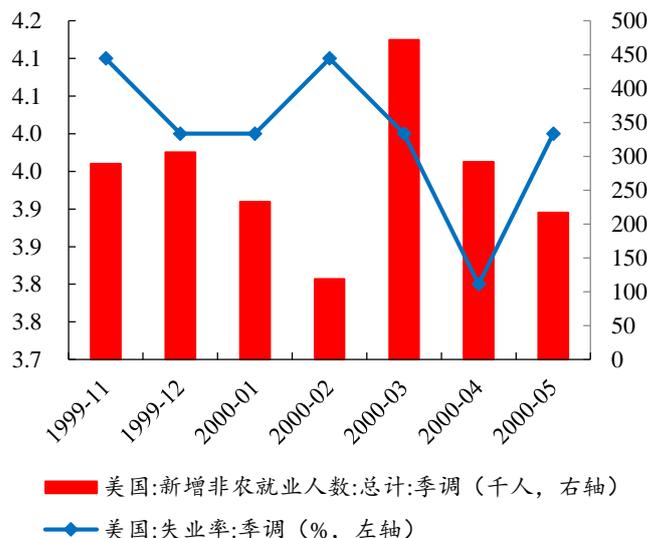
(3) 2000年6月,美联储宣布维持联邦基金目标利率6.25%-6.50%不变,此后连续7个月维持高利率,2001年1月首次降息。我们观察往前的7个月时间里,核心通胀走缓,整体通胀水平逐渐升高;就业市场维持火热,失业率维持低位,新增非农就业人数没有明显下降。经济增速出现较明显下降,零售和食品服务销售额7个月时间下降1.92个百分点,GDP同比从4.83%降至4.23%。我们分析2000年6月暂停加息的原因,一方面是当年为美国总统大选年,美联储为了不给选举造成影响,维持利率不变;另一方面,美国2000年正经历互联网泡沫,2000年3月10日,纳斯达克达到最高点5048.62点,之后的两个月开始急速下跌,一直到5月26日,跌幅达到36.52%,这引起了美联储对经济的担忧。综合考虑通胀水平还处于上升趋势,美联储决定维持高利率不变,观察通胀和经济的进一步发展。

图25：2000年暂停加息前核心通胀水平走缓



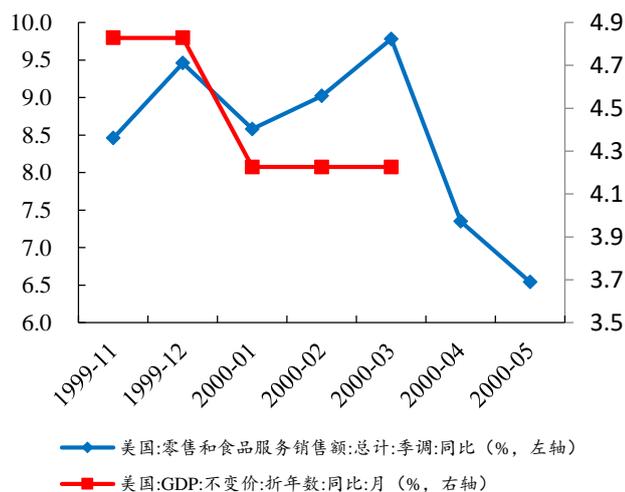
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2000年暂停加息前就业数据向好



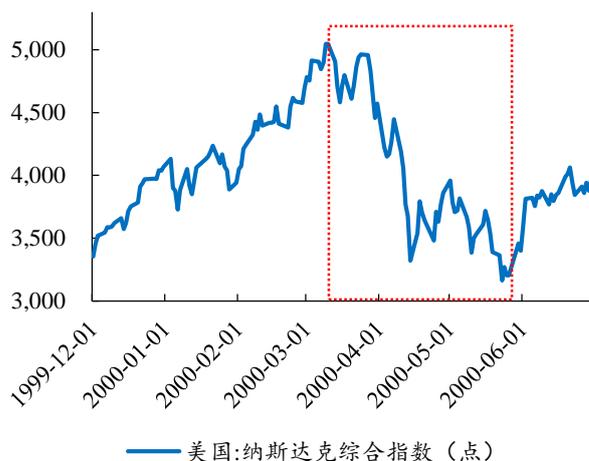
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2000年暂停加息前GDP同比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

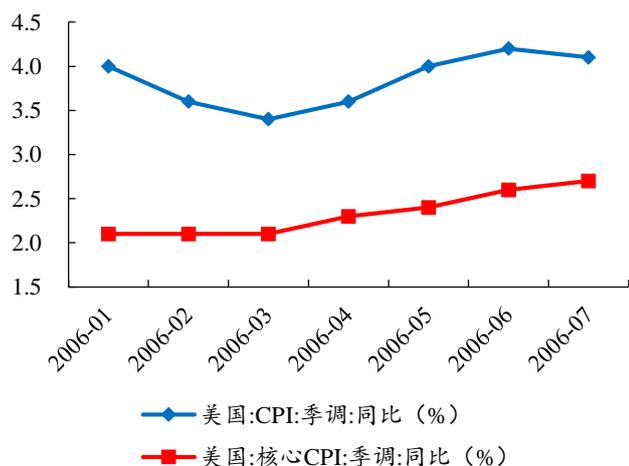
图28：2000年暂停加息前纳斯达克指数出现大跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

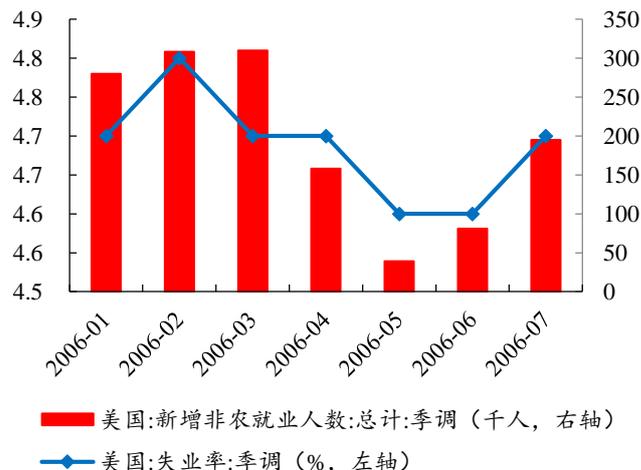
(4) 2006年8月，美联储宣布维持联邦基金目标利率5.00%-5.25%不变，此后连续13个月维持高利率，2007年9月首次降息。往前的7个月时间里，整体通胀水平先下降后缓慢上升，核心通胀水平走缓后温和上涨，CPI从2006年1月的4.0%上涨到2006年7月的4.1%；就业市场出现分化，失业率维持低位，新增非农就业人数出现腰斩，2006年5月新增非农人数仅3.9万人，环比下降75%；经济指标中零售数据7个月最大下跌5.12个百分点，GDP同比下降，纳斯达克指数从最高点2006年4月19日的2370.88点下跌到2006年6月13日的2072.47点，跌幅达12.6%。美联储在2006年8月的议息声明中表明经济增长与年初相比已有所放缓(moderated)，并提到了房地产市场的降温，但是对核心通货膨胀数据的上升表示担忧。

图29：2006年暂停加息前核心通胀水平走缓



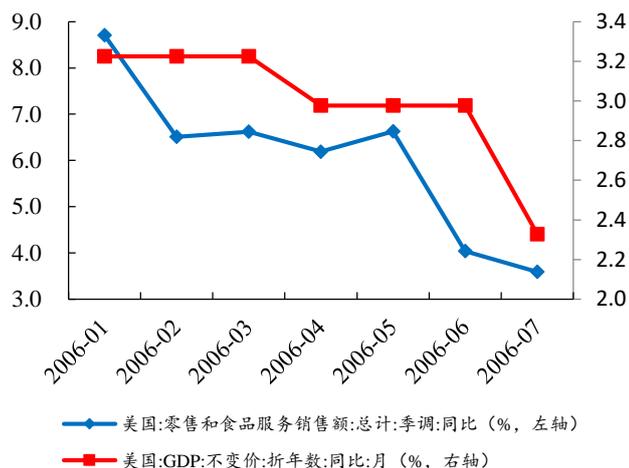
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2006年暂停加息前新增非农数据较差



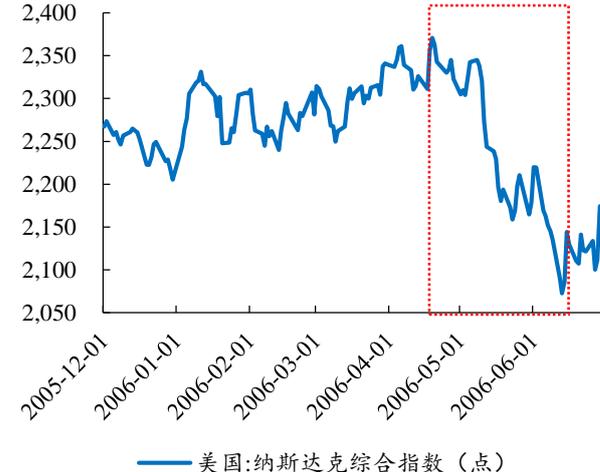
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2006年暂停加息前GDP同比连续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

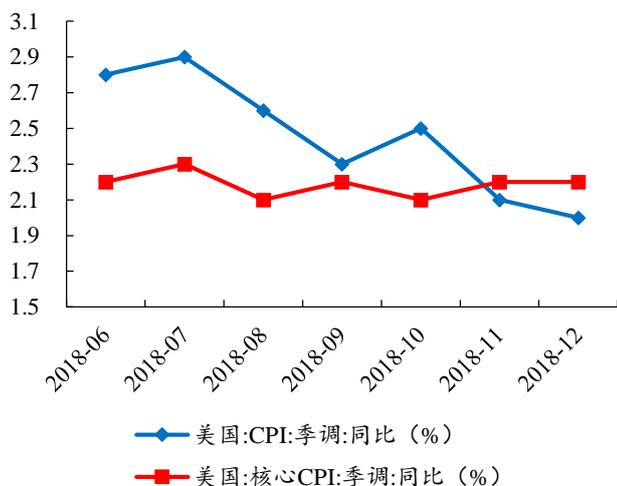
图32：2006年暂停加息前纳斯达克指数出现下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

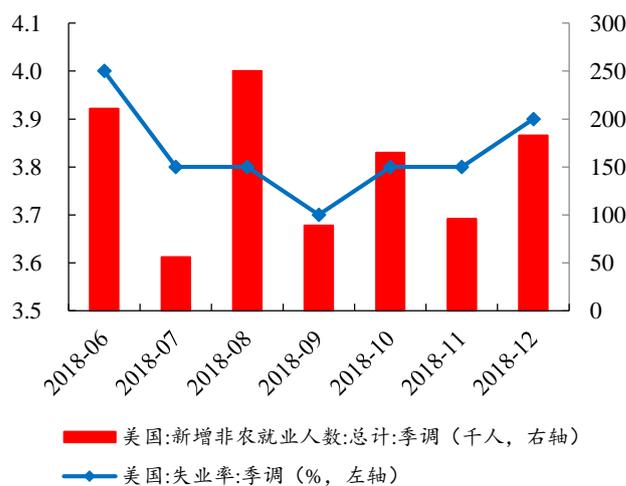
(5) 2019年1月，美联储宣布维持联邦基金目标利率2.25%-2.50%不变，此后连续7个月维持高利率，2019年8月首次降息。往前的7个月时间里，整体通胀水平呈下降趋势，基本达到通胀目标，核心通胀水平走缓，CPI同比从2018年6月的2.8%下降到2018年12月的2.0%，核心CPI同比在2.2%上下震荡；就业市场出现萎缩，失业率连续4个月上涨，但仍处于历史低位，新增非农就业波动加大；经济衰退压力加大，GDP同比三个季度连续下降，零售和商品销售总额同比从2018年7月的6.09%下降到2018年12月的0.78%，下降5.31个百分点，纳斯达克指数也出现了下跌。美联储在2019年1月的议息声明中承认“基于市场的通胀预期有所下降”，下调对美国经济的形容从“强劲 (strong) 增长”到“稳步 (solid) 增长”。

图33: 2019年暂停加息前核心通胀水平走缓



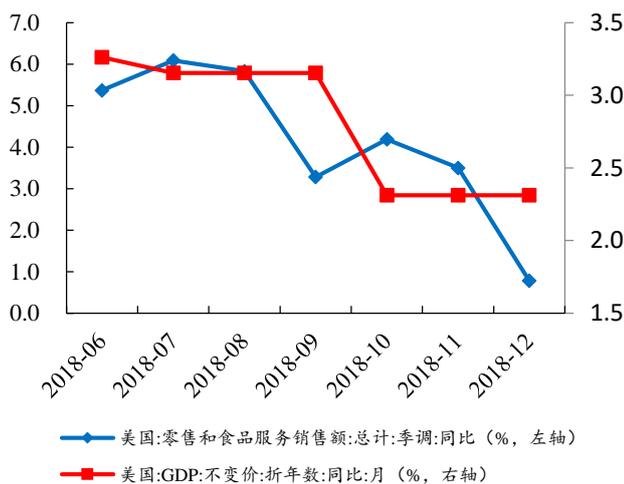
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 2019年暂停加息前失业率有所上升



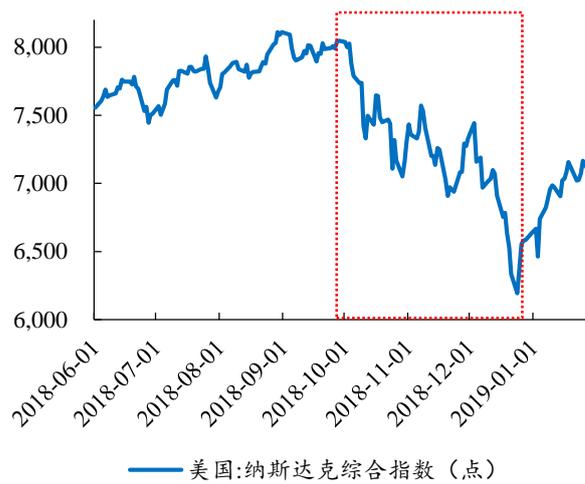
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 2019年暂停加息前GDP同比连续回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 2019年暂停加息前纳斯达克指数出现下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2.2、美联储是否暂停加息需要观察核心通胀数据是否低位走缓

市场预期美联储年内至多加息一次。截至7月FOMC会议,本轮加息自2022年3月开启,共计加息11次,联邦基金目标利率区间从0%-0.25%加息到5.25%-5.50%,累计加息幅度高达525个基点。2023年7月26日,美联储议息纪要表示美国经济活动持续温(moderate)的扩张,就业增长强劲,会后美联储主席鲍威尔发言表示将根据数据决定货币政策的变化,重点关注通胀是否能在低位走平。根据CME预测,市场预期美联储9月加息维持利率不变的概率为82.0%,年内或不再加息。

表10: CME市场预期年内维持利率不变概率较大(8月3日数据)

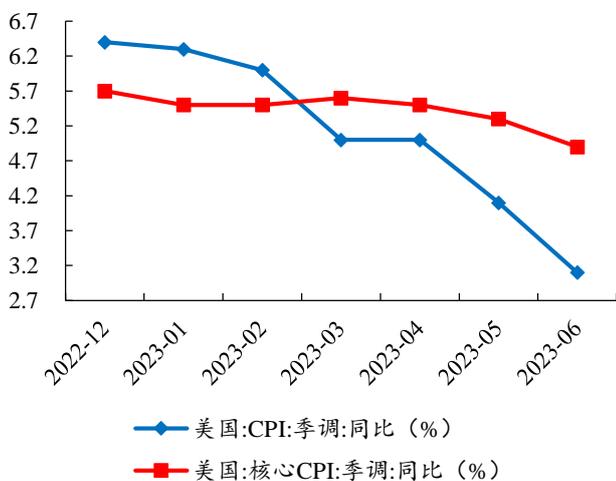
加息日期	距离加息日天数	宽松概率	不变概率	紧缩概率
2023/9/20	48	0.00%	82.00%	18.00%
2023/11/1	90	0.00%	70.63%	29.37%

加息日期	距离加息日天数	宽松概率	不变概率	紧缩概率
2023/12/13	132	9.06%	65.02%	25.92%
2024/1/31	181	29.89%	51.80%	18.31%
2024/3/20	230	56.31%	33.97%	9.73%
2024/5/1	272	85.12%	12.79%	2.09%
2024/6/19	321	90.61%	8.15%	1.24%
2024/7/31	363	96.34%	3.25%	0.41%
2024/9/25	419	98.87%	1.02%	0.11%
2024/11/6	461	99.54%	0.42%	0.04%
2024/12/18	503	99.82%	0.16%	0.01%

数据来源：CME、开源证券研究所

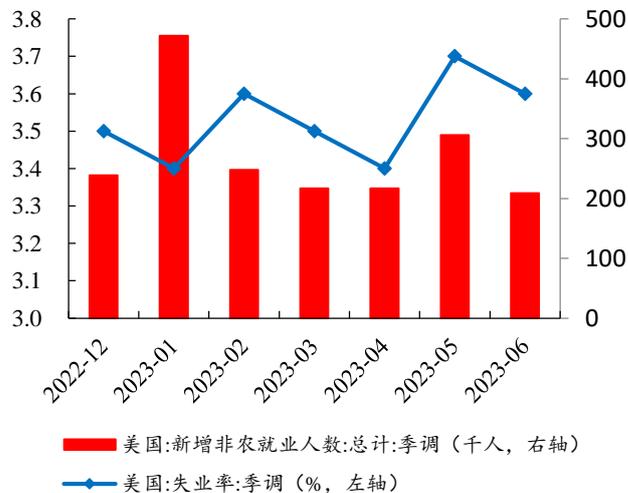
当前美国核心通胀仍然处于高位，美联储暂停加息时点或未到达。美国整体通胀水平回落较快，但是核心CPI与美联储2%的通胀目标仍有一段差距，美国6月末季调CPI同比增长3.1%，季调核心CPI同比增长4.9%；当前就业市场依旧火热，失业率维持低位3.6%，新增非农就业人数20.9万人；纳斯达克指数一路上行；当前美国经济增速下滑尚未确认，虽然零售食品总额同比从7.41%下降到1.49%，下降5.92个百分点，但是美国二季度GDP同比增加2.4%，远超预期1.8%和前值2.0%。在核心通胀水平较高且美国经济增速下滑未得到确认前，美联储或将继续以控制通胀为主要目标，美联储暂停加息时点或未到达。

图37：当前核心通胀尚未到达低位

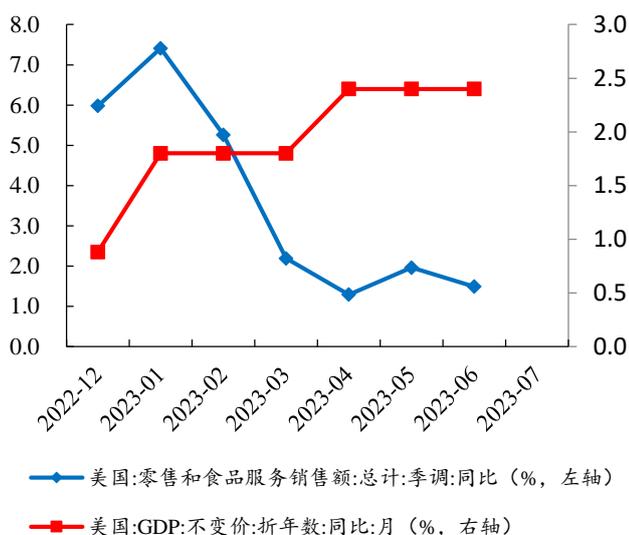


数据来源：Wind、开源证券研究所

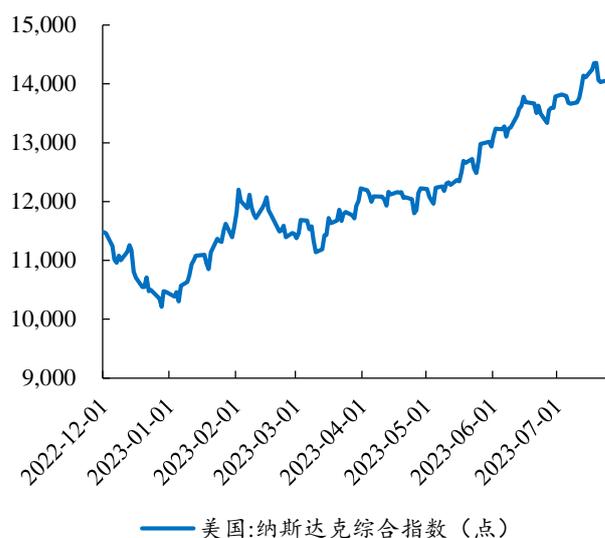
图38：当前就业市场韧性较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：当前 GDP 同比未出现回落


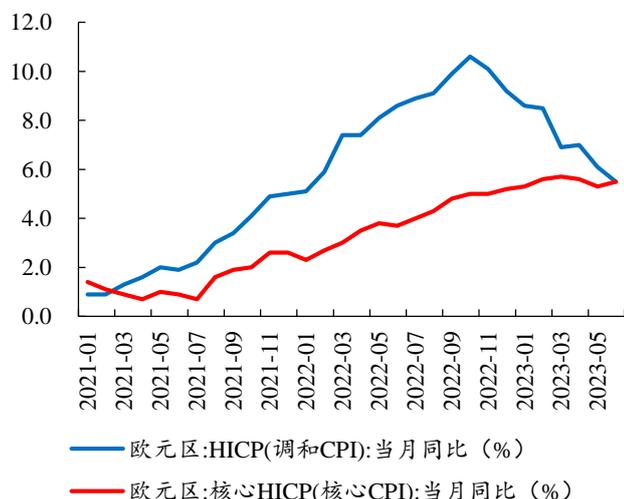
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：当前纳斯达克指数未下跌


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、欧洲通胀难下行，大概率将继续加息

7月27日，欧洲央行宣布将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调25个基点至4.25%、4.50%和3.75%。欧洲央行自2022年7月开启加息进程，截至目前已连续加息九次，共计加息425个基点。欧洲整体通胀虽然处于下行趋势，但是核心通胀水平还处在高位，并没有开启下行。市场对欧元区预期还会加息。

图41：欧元区核心CPI粘性较强


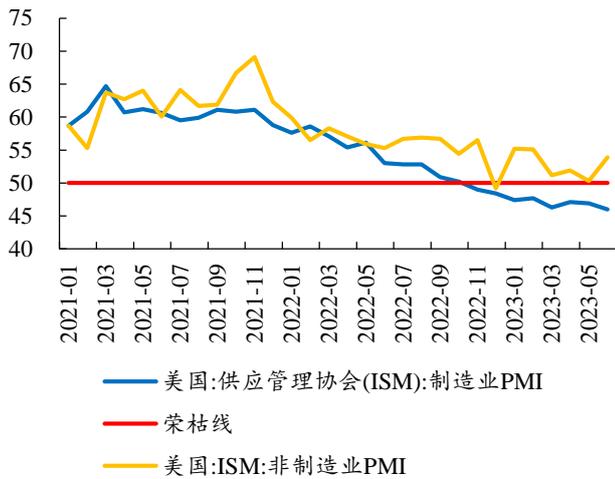
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：市场预期欧洲央行将继续加息

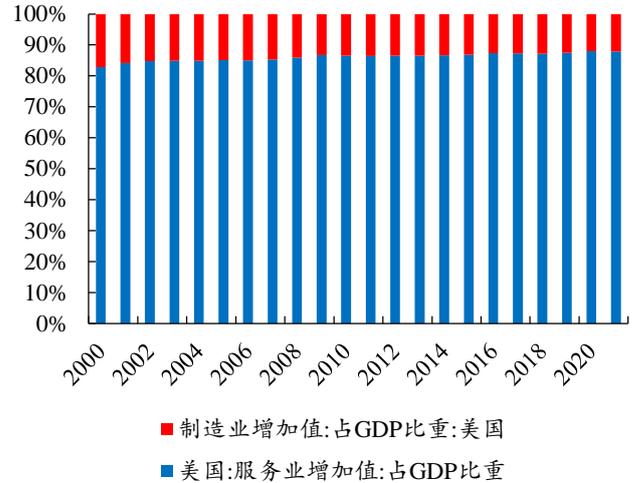

资料来源：Chatham Financial

3.4、美国经济衰退概率较大

美国经济增长压力加大。2021年3月开始美国ISM制造业PMI处于下行通道，2023年6月ISM制造业PMI为46.00，连续8个月在荣枯线以下，情况不容乐观。6月ISM非制造业PMI为53.90，整体处于低位震荡趋势，服务业GDP产出在美国整体经济中占比更大，非制造业PMI的低位震荡预示美国经济增长压力加大。

图43: 美国 PMI 处于下降趋势


数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 美国服务业占 GDP 比重较大


数据来源: Wind、开源证券研究所

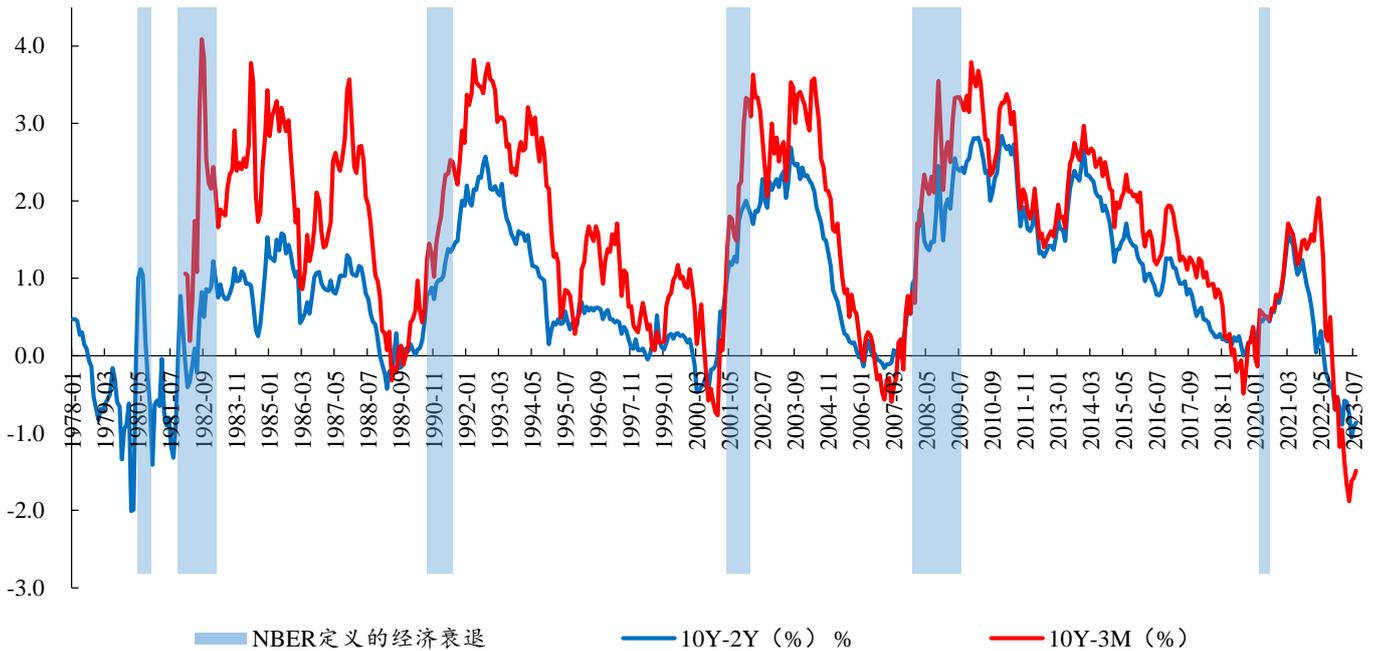
长短期利率倒挂, 暗示美国经济衰退。根据 NBER 定义的经济衰退, 总结 1970 年代以后美国经济衰退和收益率曲线倒挂的间隔时间, 几乎每次经济衰退之前都会出现利率倒挂现象, 10 年期和 2 年期国债收益率首次出现倒挂平均领先经济衰退 12.6 个月, 10 年期和 3 个月国债收益率首次出现倒挂平均领先经济衰退 13.25 个月, 因此出现利率倒挂预示着美国经济衰退的概率较大。其经济学解释在于美长债利率代表美国经济内生增长率, 市场对未来长期经济走势的预期不佳, 转而对短期刺激做出反应, 投资经济内生性增长的机会成本大于长期美债的经济增长收益与通胀溢价, 长期利率低于短期利率, 而内生经济增长动力不足将导致经济衰退。10 年期-2 年期国债收益率首次倒挂、10 年期-3 个月国债收益率首次倒挂分别于 2022 年 7 月、10 月依次出现, 遵从经济先行指标的指引, 我们认为美国经济陷入衰退的概率较大。

表11: 2022 年 7 月、10 月依次出现 10Y-2Y、10Y-3M 利率倒挂

10Y-2Y 首次倒挂 时间	10Y-3M 首次倒挂 时间	经济衰退时间	经济衰退持 续月数	10Y-2Y 领先 月数	10Y-3M 领 先月数
1978.8	-	1980.1	6	5	-
1980.9	-	1981.7	17	10	-
1989.1	1989.5	1990.7	9	18	14
2000.2	2000.7	2001.3	9	13	8
2005.12	2006.2	2007.12	19	24	22
2019.8 (出现 0 值)	2019.5	2020.2	3	6	9
	平均值		10.5	12.6	13.25
2022.7	2022.10	-	-	-	-

数据来源: Wind、NBER、开源证券研究所

图45：1970年代以来美国长短期利率倒挂领先于经济衰退

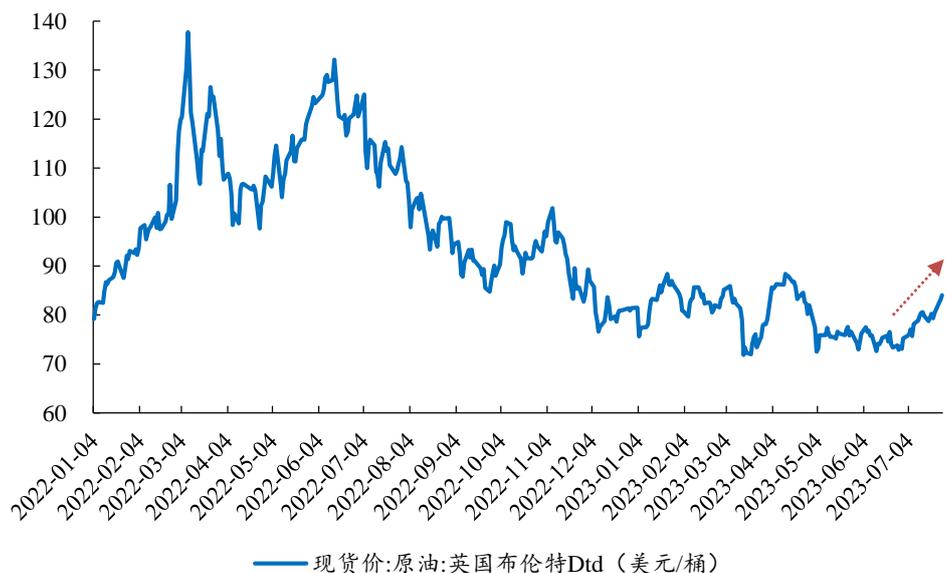


数据来源：Wind、NBER、开源证券研究所

3.5、美国短期通胀预期有所抬头

原油价格企稳回升，通胀预期或将抬头。供给端，随着沙特、俄罗斯等主要产油国的减产计划实施，供应端趋紧预期仍在加强。需求端，美国夏季燃油消费高峰，商业原油去库持续，国际市场原油期货价格将得到有力支撑。目前布伦特原油现货价格已经企稳回升，在油价不迅速上涨的情况下，或将带动美国通胀预期的缓慢上升，加强美国紧缩货币政策预期，使得金价承压。

图46：原油价格企稳回升，通胀预期或将抬头



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.6、2023Q3 金价或表现承压，2023Q4 金价或重回上升通道

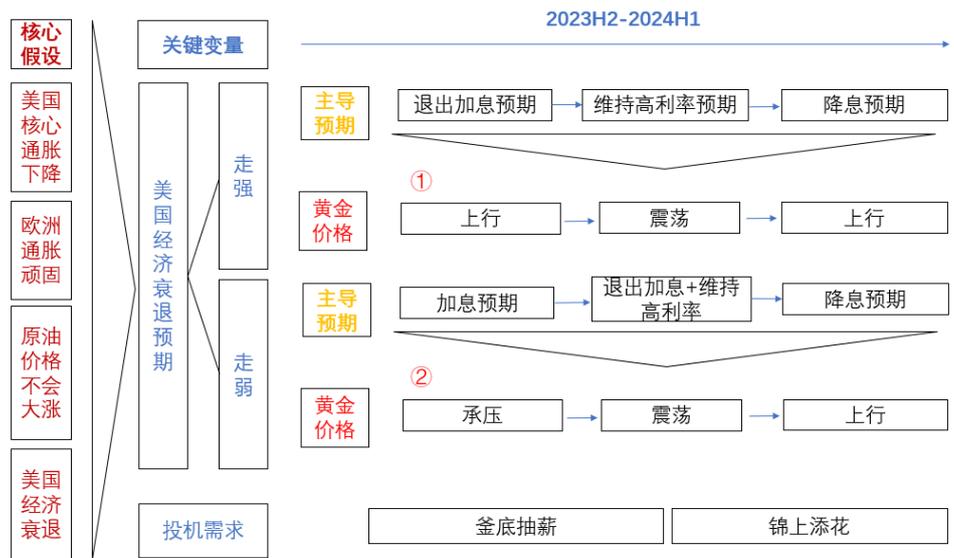
在不出现突发事件及风险事件的前提假设下，短期避险需求对金价影响较小，我们的核心假设包括：（1）美国的核心通胀将延续下行趋势，并在未来出现低位缓；（2）欧洲通胀顽固，欧洲货币政策将继续加息或者维持高利率以控制通胀水平；（3）原油价格不会因为供应的紧俏大涨而带动通胀预期快速上行；（4）遵从经济先行指标的指引，美国经济会步入衰退。综上，2023H2-2024H1 金价将在美联储货币政策和美国经济衰退预期的逻辑下运行，会走出两种稍有不同结果。

第一种：美国经济衰退预期走强。金价将依次受到美国退出加息预期、维持高利率预期、降息预期的影响，出现上行、震荡、上行走势。

第二种：美国经济衰退预期走弱。金价将依次受到美国加息预期、退出加息预期、维持高利率预期、降息预期的影响，出现承压、震荡、上行走势。

两种走势的区别在于金价是否会出现回调，在美国经济陷入衰退的假设下，后市走势趋同。鉴于美国 2023Q2 的 GDP 同比不降反增，这将延迟美国经济衰退的到来，2023Q3 市场将倾向美国经济衰退预期走弱。短期我们预计，金价后续走出第二种推演的概率较大。

图47：2023H2-2024H1 金价出现第二种情况概率较大



资料来源：开源证券研究所

第二种推演详解：

（1）2023Q3，受到美国 GDP 数据不降反增影响，美国衰退预期减弱，美联储加息预期增强，金价或将承压回调。需要关注美联储官员发言和 CPI 数据，关注股市是否出现下跌，或者长短期利率差等其他经济先行指标的变化。

（2）考虑到当前核心通胀距离 2% 的目标差距较大，以及美国经济先行指标的指引，后市大概率将由加息预期向加息退出预期转变，届时黄金将小幅上行。

（3）加息退出预期维持时间不会太久，随着市场对通胀和美国经济的走势逐渐确认，市场预期将转变为维持高利率预期，黄金将同时受到美国经济衰退预期和维持高利率预期的影响，届时黄金将震荡，若欧洲央行此阶段领先美国进入衰退且率

先降息，金价或将震荡回调。

(4) 随着核心通胀的回落，美国经济的衰退越来越被印证。美联储将开启降息周期，金价受到美国经济衰退和降息预期的双重影响，届时金价将乘风启航。

(5) 金价顺势上行后，COMEX 黄金净多头将迅速增加，投机需求有望“锦上添花”，快速补充上涨动量。

4、受益标的

我们认为，GDP 同比属于经济滞后指标，根据 PMI 指数、长短期利率差等先行指标，美国经济衰退概率较大，即使短期内 GDP 数据表现出来经济的韧性，经济衰退亦终将到来，经济衰退叠加美联储降息周期，黄金后市或有较大上涨空间。综合上述分析，建议重点关注自产金产量丰富且产能扩张的公司。**受益标的：紫金矿业，山东黄金，中金黄金，银泰黄金，赤峰黄金，招金矿业。**

表12：受益标的的盈利与估值预测

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601899.SH	紫金矿业	12.74	0.76	0.92	1.12	13.14	13.85	11.41
600547.SH	山东黄金	24.30	0.28	0.52	0.68	68.8	46.79	35.82
600489.SH	中金黄金	10.56	0.44	0.60	0.69	18.75	17.56	15.32
000975.SZ	银泰黄金	13.14	0.40	0.58	0.71	27.26	22.83	18.61
600988.SH	赤峰黄金	14.88	0.27	0.53	0.78	66.58	27.96	19.02
1818.HK	招金矿业	10.66	0.12	0.31	0.42	63.09	34.41	25.21

数据来源：Wind、开源证券研究所

(注：股价为 2023 年 8 月 3 日收盘价；招金矿业货币单位为港元；汇率：1 港币=0.9188 人民币；预测数据来自万得一致预测)

5、风险提示

美国经济实现软着陆；避险情绪激增；原油价格大涨。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn