



贵金属行业研究

买入（维持评级）
行业月报
 证券研究报告

金属材料组

 分析师：李超（执业 S1130522120001）
 lichao3@gjzq.com.cn

 分析师：宋洋（执业 S1130523070004）
 songyang@gjzq.com.cn

掘“金”系列（一）：降息趋势不改，央行强劲购金支撑黄金需求

行情回顾

本月（7.18~8.17）金银价格震荡下跌。伦敦现货黄金-3.98%至1896.35美元/盎司，COMEX黄金价格-4.87%至1885.2美元/盎司，SHFE黄金价格+0.2%至457元/克。伦敦现货白银-8.76%至22.71美元/盎司，COMEX白银价格-9.33%至22.75美元/盎司，SHFE白银价格-3.4%至5620元/千克。

投资观点

（1）政策会议纪要短期扰动，通胀及就业数据韧性减弱支持停止加息，市场定价2Q2024开始降息

7月政策会议纪要扰动降息预期。美联储7月如期加息25BP，将联邦基金目标利率上调至5.25-5.5%区间。7月FOMC会议声明认为美国经济温和增长，银行系统稳健，虽然风险事件会导致金融条件收紧，但程度尚不确定。发布会上鲍威尔表示当前通胀水平仍远高于2%，但未表示“通胀压力维持高位”，是否继续加息将依赖于数据，整体表态偏鸽。7月政策会议纪要则显示多数官员认为需要进一步收紧货币政策，对市场的降息预期产生扰动。

核心通胀及预期走弱支持停止加息。实际上，7月FOMC会后美国经济数据显示通胀韧性有所减弱，7月核心CPI和新增非农就业人口均低于预期，二手车、医疗服务、房屋分项同比增速回落，雇佣成本指数ECI显示的劳动力市场薪资增速放缓，对于核心通胀的拖累减弱。核心CPI为美联储最为关注的通胀指标，这一指标的连续回落以及领先指标走弱支撑美联储货币政策“依赖数据”停止加息。

降息趋势不改，定价2Q2024开始降息。受鹰派会议纪要扰动，当前FedWatch工具显示9月FOMC会议不加息的概率为90%，11月、12月、2024年1月不加息概率分别为62.9%、59.1%、51.3%，较此前有所降低。但降息趋势不改，2024年3月降息25BP至5-5.25%区间概率为35.4%，市场定价2024年5月开始降息。

（2）全球央行购金热度持续，上半年购金量创新高，黄金ETF持仓流出放缓，实物需求支撑黄金价格

央行购金热度不减，上半年购金量创历史新高。6月全球央行购金量59.98吨，售金量4.47吨，净购金55.51吨，全球央行经2个月净售金后恢复净购金状态，主因土耳其央行在3-5月为满足国内市场需求大量售金后，在6月重新转为净购金，当月其官方黄金储备增加11.38吨。中国、波兰等国央行均持续购金。截至6月底，全球官方黄金储备共计35730.7吨，全球央行2Q2023购金102.87吨，2023年上半年累计购金386.89吨，创下半年度购金量历史新高，央行大规模购金从需求端支撑黄金价格。

黄金ETF持仓流出放缓。截至7月底，全球黄金ETF持仓量3386.57吨，7月黄金ETF持仓净流出34.44吨，持仓量流出有所放缓。北美地区由于近期通胀数据疲软，投资者预计美联储紧缩周期即将结束，但这种乐观预期导致投资者风险偏好抬升以及股市反弹，或促使投资从黄金转移至股票。由于金价表现强劲，7月黄金ETF资产管理规模增加2%至2148.97亿美元。

投资建议

美联储实际降息前为黄金权益资产相对收益最明显的时间段，目前黄金和黄金股更多为择时问题，而美联储大概率降息时点至实际降息时点为黄金和黄金股涨幅最明显阶段，可提前逐步布局。建议关注**山东黄金、中金黄金、银泰黄金、招金矿业、赤峰黄金**等标的。

风险提示

美联储加息超预期风险，实际利率上行风险，央行购金需求降低风险。



内容目录

一、市场行情回顾.....	5
二、通胀韧性减弱，支持停止加息.....	5
2.1 实际利率提升，短期压制金价.....	5
2.2 美联储持续缩表.....	6
2.3 核心通胀及前瞻指标走弱.....	6
2.4 鹰派会议纪要驱动 OIS 隐含利率曲线上移.....	9
2.5 服务业 PMI 处于扩张区间.....	10
2.6 全球黄金去库.....	11
三、央行购金创新高，黄金 ETF 流出放缓.....	12
3.1 上半年全球央行购金创新高.....	12
3.2 7 月黄金 ETF 持仓流出放缓.....	13
3.3 黄金相对比价未达历史高位.....	14
3.4 央行购金支撑上半年实物黄金需求.....	15
3.5 预测 2023 年白银短缺 4420 吨.....	16
四、行业重点公司估值.....	16
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 黄金价格.....	5
图表 2： 通胀调整的金价（CPI：1982-1984 年=100）.....	5
图表 3： 白银价格.....	5
图表 4： 金价&实际利率.....	6
图表 5： 2023 年以来金价&实际利率.....	6
图表 6： 联邦基金目标利率&美联储资产.....	6
图表 7： 全球负利率债券规模占比.....	6
图表 8： 美国 CPI&核心 CPI 同比.....	7
图表 9： 美国 PCE&核心 PCE 同比.....	7
图表 10： 美国核心 CPI 分项同比（%）.....	7
图表 11： 美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比.....	7
图表 12： 美国新增非农就业人数（千人）.....	7
图表 13： 美国失业率&职位空缺率.....	7
图表 14： 服务新增非农就业分项（千人）.....	8



图表 15: 生产新增非农就业分项 (千人)	8
图表 16: 市民工人雇佣成本同比 (%)	8
图表 17: 私营企业雇佣成本同比 (%)	8
图表 18: 州和地方政府雇佣成本同比 (%)	9
图表 19: 其他主要经济体 CPI 同比	9
图表 20: 美国通胀预期期限结构 (%)	9
图表 21: 美国 PCE 预测 (%)	9
图表 22: 美债期限结构 (%)	10
图表 23: OIS 隐含利率 (%)	10
图表 24: 主要经济体制造业 PMI	10
图表 25: 主要经济体服务业 PMI	10
图表 26: 主要经济体 GDP 增速	11
图表 27: 主要经济体近两年 GDP 增速	11
图表 28: COMEX 黄金非商业持仓	11
图表 29: COMEX 黄金非商业净持仓	11
图表 30: 黄金库存	12
图表 31: COMEX 白银总持仓	12
图表 32: 白银库存	12
图表 33: LBMA 金银库存	12
图表 34: 全球央行黄金储备	12
图表 35: 全球央行季度购金量	12
图表 36: 全球央行购金需求	13
图表 37: 2023 年净购金国家 (吨)	13
图表 38: 中国央行黄金储备	13
图表 39: 黄金和美元占全球外汇储备比重	13
图表 40: 全球黄金 ETF 持仓	14
图表 41: 全球黄金 ETF 持仓流量	14
图表 42: 金铜比与美债名义利率	14
图表 43: 近两年金铜比	14
图表 44: 金油比与 VIX 指数	15
图表 45: 近两年金油比	15
图表 46: 金银比与美元指数	15
图表 47: 近两年金银比	15
图表 48: 黄金供需平衡	15
图表 49: 白银供需平衡	16



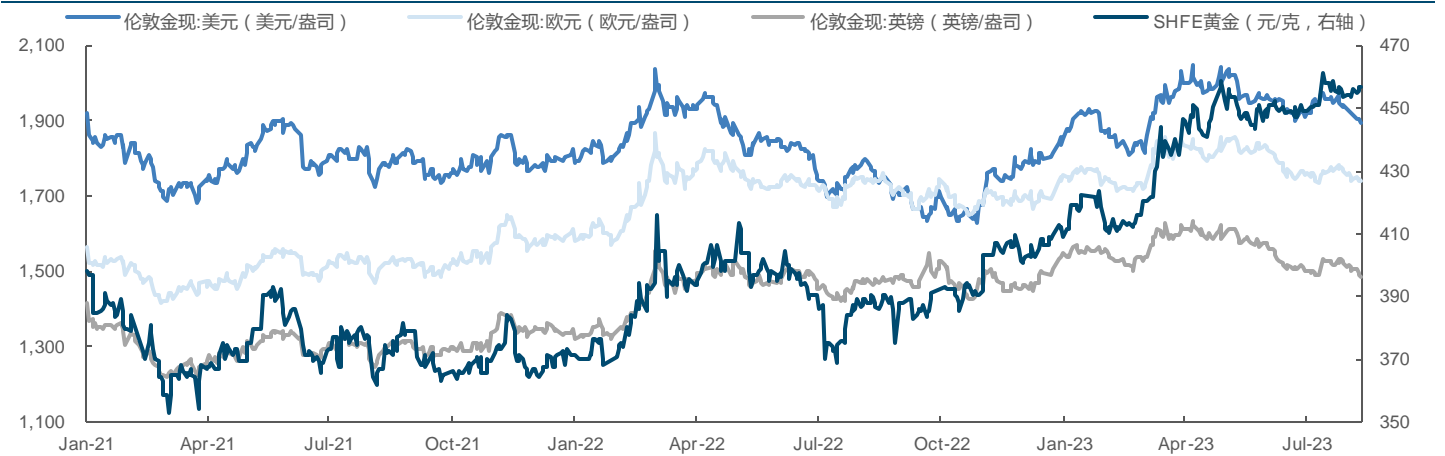
图表 50: 行业重点公司估值表 (收盘价: 元; PE: 倍; 截至 2023 年 8 月 18 日收盘) 16



一、市场行情回顾

本月(7.18~8.17)金银价格震荡下跌。伦敦现货黄金-3.98%至1896.35美元/盎司, COMEX黄金价格-4.87%至1885.2美元/盎司, SHFE黄金价格+0.2%至457元/克。伦敦现货白银-8.76%至22.71美元/盎司, COMEX白银价格-9.33%至22.75美元/盎司, SHFE白银价格-3.4%至5620元/千克。

图表1: 黄金价格



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表2: 通胀调整的金价 (CPI: 1982-1984年=100)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表3: 白银价格



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

二、通胀韧性减弱, 支持停止加息

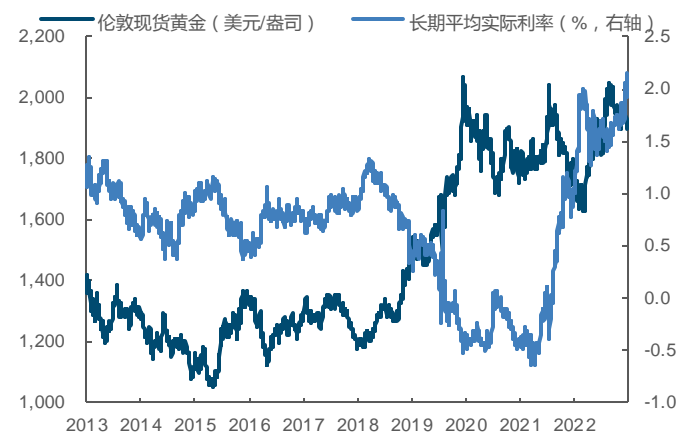
2.1 实际利率提升, 短期压制金价

美债长期平均实际利率提升43BP至2.15%。FOMC 7月例会美联储加息25BP, 将联邦基金目标利率提升至5.25-5.50%区间。

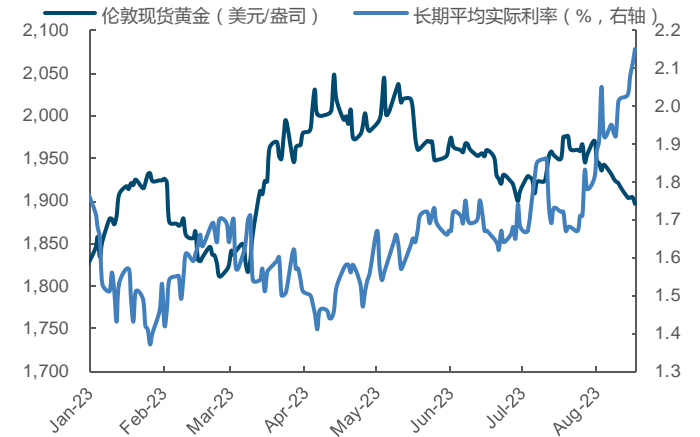
7月FOMC会议声明认为经济保持温和增长, 通胀仍在上行并且需要高度关注通胀风险, 表示银行系统稳健且具有弹性, 风险事件会导致金融条件收紧, 但程度尚不确定。发布会上鲍威尔表示当前通胀水平仍远高于2%, 但未表示“通胀压力维持高位”, 是否继续加息将依赖于数据, 整体表态偏鸽。



图表4: 金价&实际利率



图表5: 2023 年以来金价&实际利率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

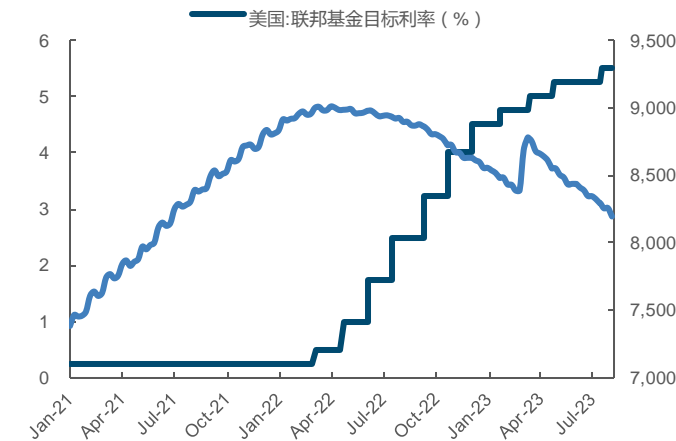
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

2.2 美联储持续缩表

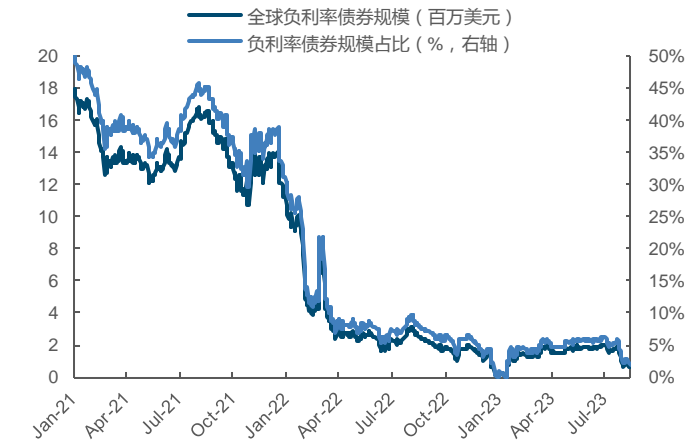
2023 年 3 月因美国银行风险事件导致美联储资产负债表规模扩张近 4000 亿美元, 之后美联储继续维持从 2022 年 6 月开始的缩表计划, 本月资产负债表规模-1.55%至 8.2 万亿美元。

全球负利率债券规模减少 63.58%至 59.76 万亿美元, 负利率债券占全球国债规模比重下降 3.08 个百分点至 1.87%。

图表6: 联邦基金目标利率&美联储资产



图表7: 全球负利率债券规模占比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

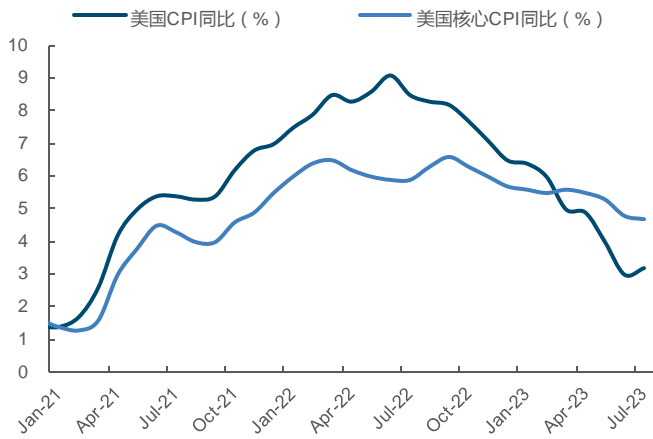
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

2.3 核心通胀及前瞻指标走弱

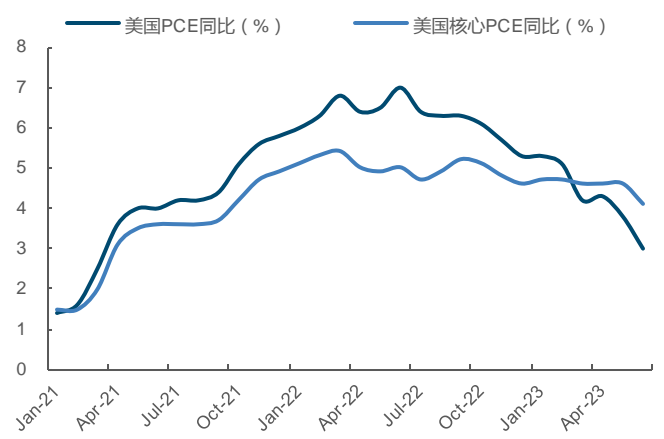
美国 7 月 CPI 同比 3.2%, 低于预期的 3.3%, 高于前值的 3%, 核心 CPI 同比 4.7%, 低于前值和预期的 4.8%。美国 6 月 PCE 物价指数同比 3%, 低于预期的 3.1%, 低于前值的 3.8%, 核心 PCE 同比 4.1%, 低于预期的 4.2%, 低于前值的 4.6%。



图表8: 美国 CPI&核心 CPI 同比



图表9: 美国 PCE&核心 PCE 同比

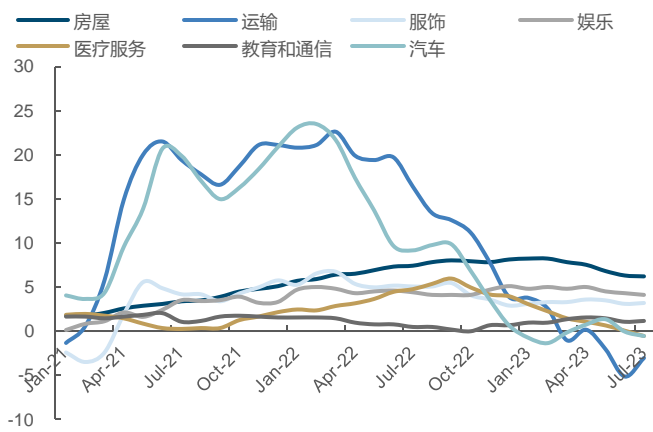


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

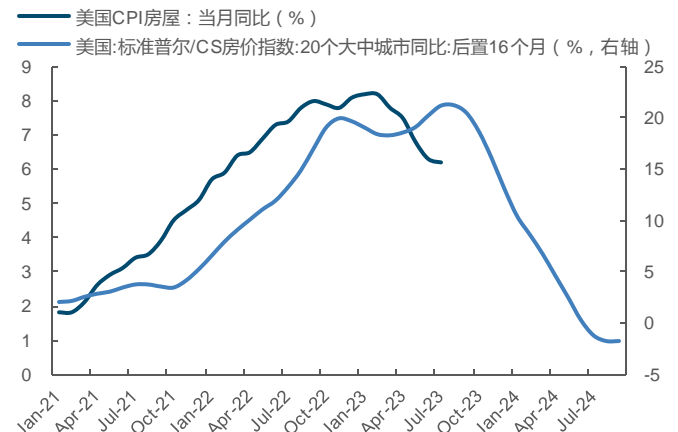
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

核心 CPI 分项方面, 二手车和医疗服务通胀开始回落, 7 月二手车和卡车 CPI 同比-5.6%, 环比-0.2%, 医疗服务分项 CPI 同比-0.5%, 环比-0.1%, 对核心通胀的拖累减弱。美国 20 个大中城市房价同比后置 16 个月数据与 CPI 房屋分项较好匹配, 从这一指标的领先意义来看, 预计房屋 CPI 分项将持续走弱, 对核心 CPI 的支撑有所减弱。

图表10: 美国核心 CPI 分项同比 (%)



图表11: 美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比

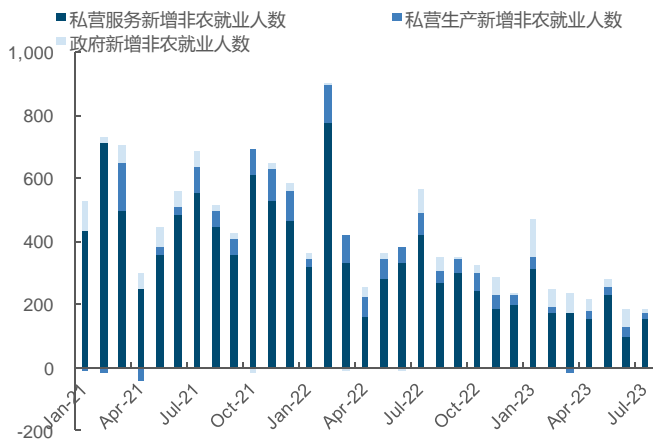


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

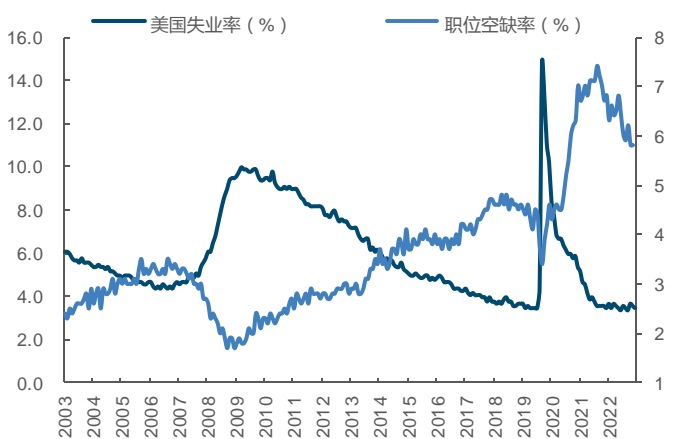
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国 7 月新增非农就业人口 18.7 万人, 低于预期的 20 万人, 高于前值的 18.5 万人; 其中私营服务领域新增 15.4 万人, 私营生产领域新增 1.8 万人, 政府新增 1.5 万人。美国 7 月失业率 3.5%, 低于预期和前值的 3.6%。6 月职位空缺率 5.8%, 环比保持不变。

图表12: 美国新增非农就业人数 (千人)



图表13: 美国失业率&职位空缺率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

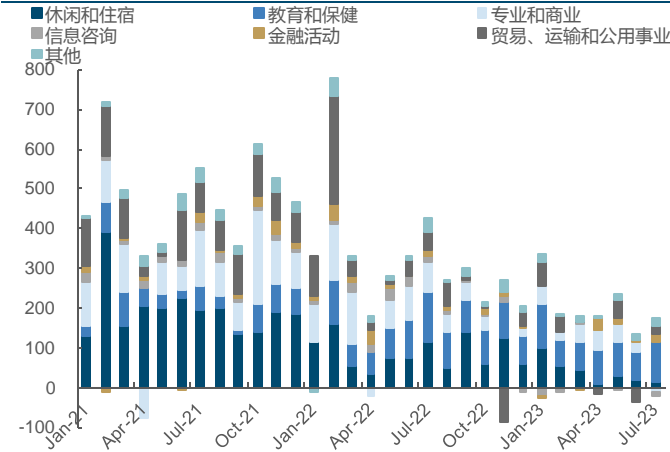
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



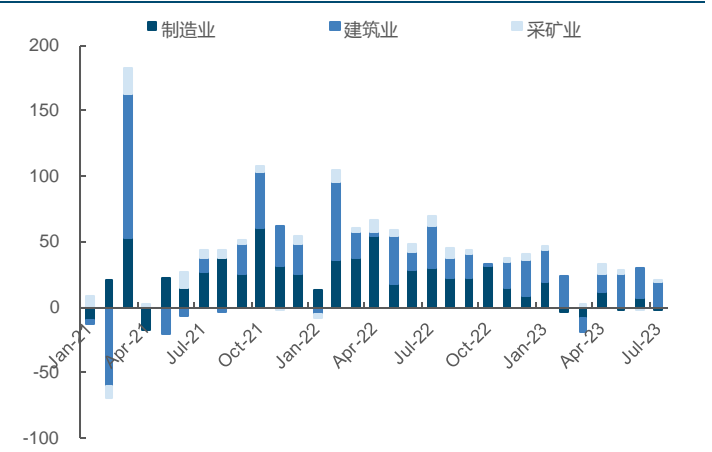
对于服务领域，绝对增量来看，7月教育和保健业新增非农就业10万人，贸易、运输和公用事业新增非农就业1.8万人，贡献服务领域主要新增非农就业。相对增量来看，贸易、运输和公用事业（环比+4.9万人）、教育和保健（环比+2.9万人）贡献主要环比增量。专业和商业（环比-3.1万人）贡献主要环比减量。

对于生产领域，绝对增量来看，7月建筑业新增非农就业1.9万人，贡献生产领域主要新增非农就业。相对增量来看，采矿业（环比+0.2万人）贡献主要环比增量。制造业（环比-0.9万人）和建筑业（-0.4万人）贡献主要环比减量。

图表14: 服务新增非农就业分项 (千人)



图表15: 生产新增非农就业分项 (千人)



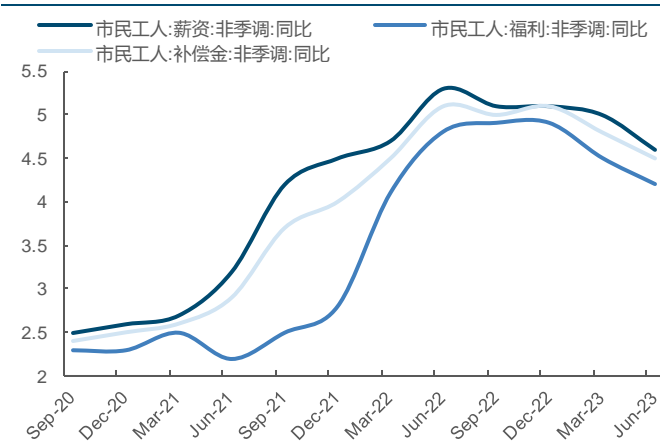
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

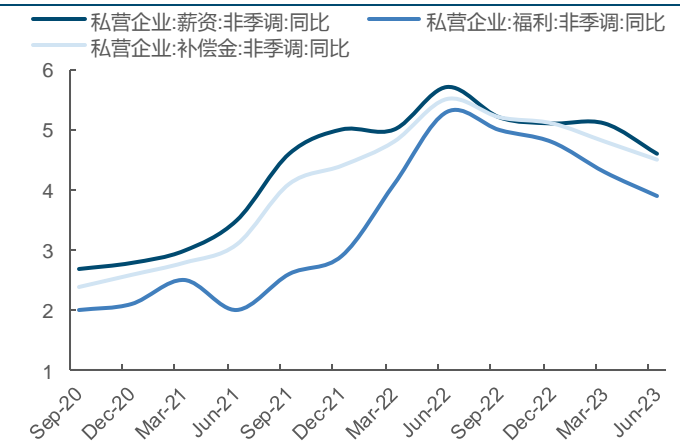
薪资分项方面，2Q2023 美国 ECI 市民工人薪资同比+4.6%，福利同比+4.2%，补偿金同比+4.5%；私营企业薪资同比+4.6%，福利同比+3.9%，补偿金同比+4.5%；州和地方政府薪资同比+4.7%，福利同比+5.2%，补偿金同比+4.9%。市民工人和私营企业雇佣成本同比增速有所回落，对通胀支撑减弱，但州和地方政府雇佣成本同比增速仍保持较强韧性。

中国7月CPI同比-0.3%，高于预期的-0.4%，低于前值的0%。欧元区7月CPI同比5.3%，符合市场预期，低于前值的5.5%。英国7月CPI同比6.8%，符合市场预期，低于前值的7.9%。日本6月CPI同比3.3%，高于预期的2.5%，维持前值不变。

图表16: 市民工人雇佣成本同比 (%)



图表17: 私营企业雇佣成本同比 (%)

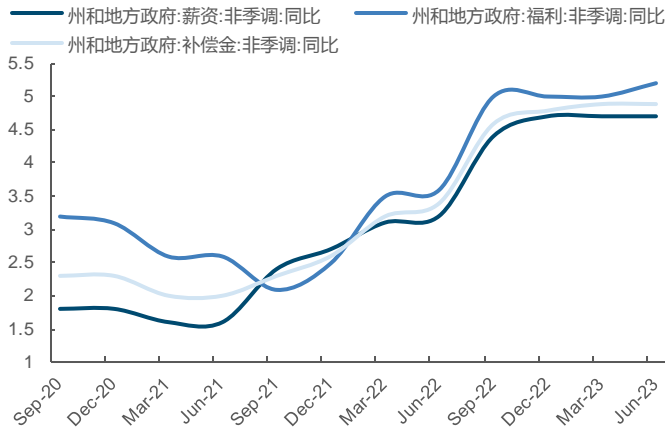


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

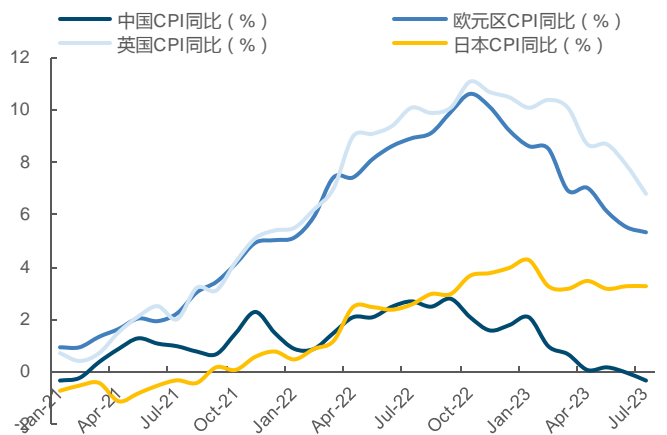


图表18: 州和地方政府雇佣成本同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 其他主要经济体 CPI 同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

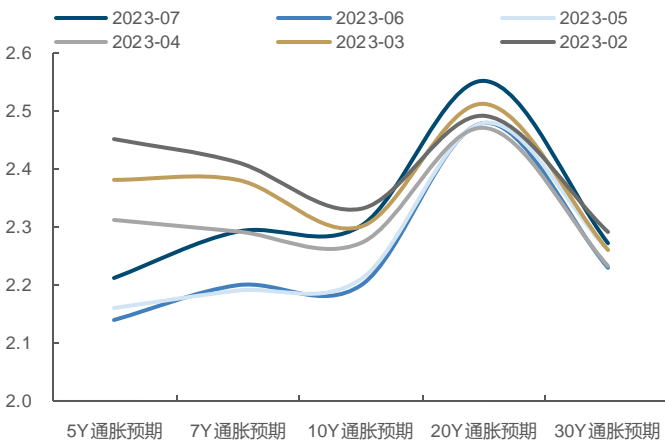
2.4 鹰派会议纪要驱动 OIS 隐含利率曲线上移

观察过去半年美国通胀保值债券收益率所反应的通胀预期发现,通胀预期倒挂结构有所改善,5-7年期通胀预期回摆,但7月有所反弹。截至2023年7月,除20年期通胀预期偏高为2.55%,其余期限通胀预期均维持在2.2%-2.3%,相较于美联储2%的通胀目标仍有一定下行空间。

美联储7月议息会议后,OIS隐含联邦基金目标利率曲线整体有所回调,但在7月会议纪要公布后,OIS隐含利率曲线显著上移。7月会议纪要显示,大多数美联储官员认为通胀面临“重大”上行风险,如更强劲的经济增长、大宗商品价格下跌发生逆转等,同时美联储内部官员撤销对于经济衰退的预测,为美联储继续加息创造条件,但美联储官员对于未来是否进一步加息存在分歧。此外,会议纪要强调了紧缩政策的滞后性程度具有不确定性。鹰派会议纪要的公布动摇市场对于美联储停止加息的预期,Fed Watch工具显示9月FOMC会议不加息的概率为90%,11月、12月、2024年1月不加息概率分别为62.9%、59.1%、51.3%,2024年3月降息25BP至5-5.25%区间概率为35.4%,定价2024年5月开始降息。

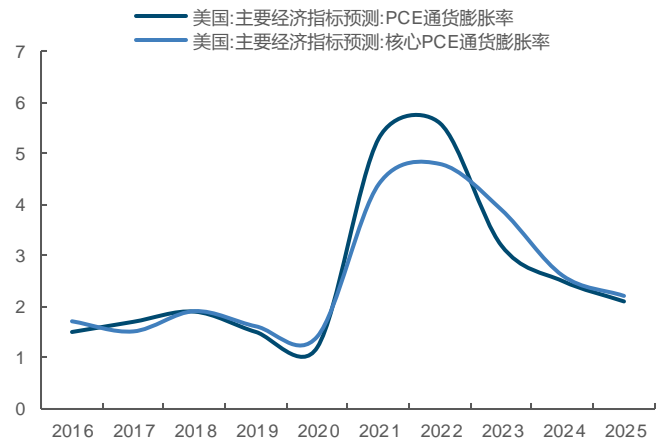
但需要注意的是,7月FOMC会后美国经济数据已经发生变化,通胀数据和新增非农就业均不及预期,7月政策会议纪要对于未来美联储实际货币政策的指导意义需要谨慎对待,经济数据的疲软支持美联储“依赖数据”停止加息。

图表20: 美国通胀预期期限结构 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

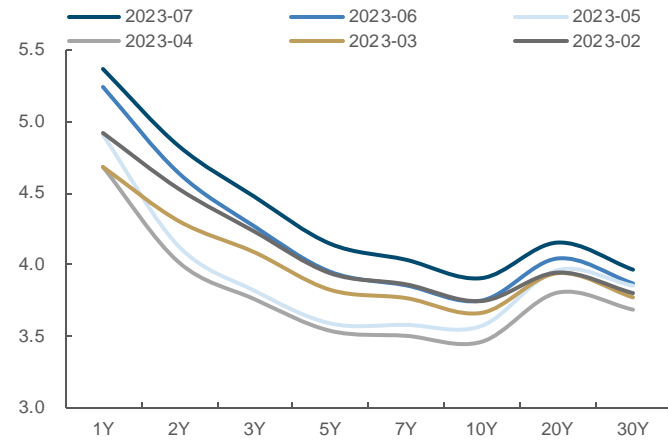
图表21: 美国 PCE 预测 (%)



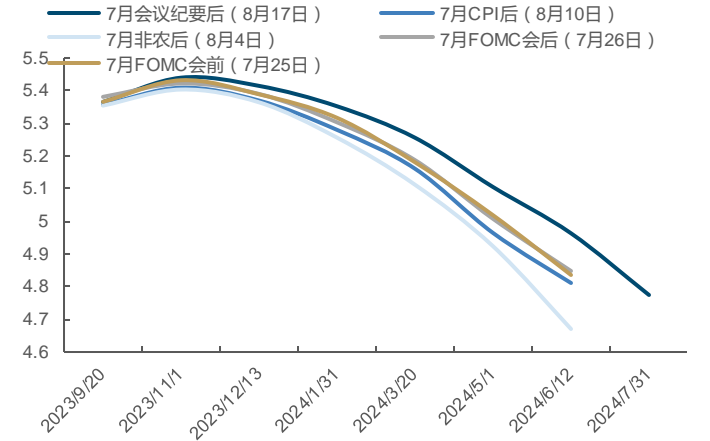
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



图表22: 美债期限结构 (%)



图表23: OIS 隐含利率 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

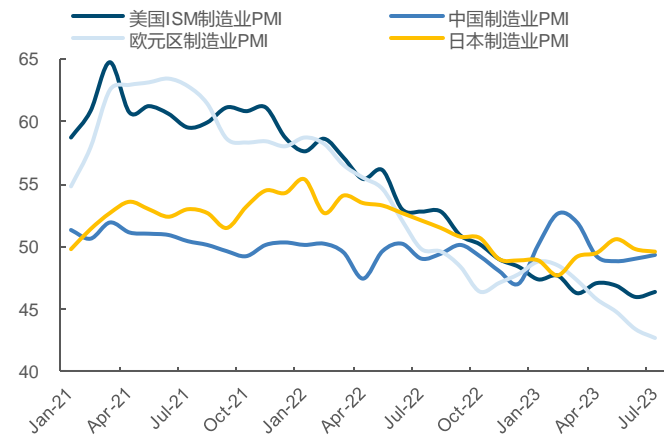
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

2.5 服务业 PMI 处于扩张区间

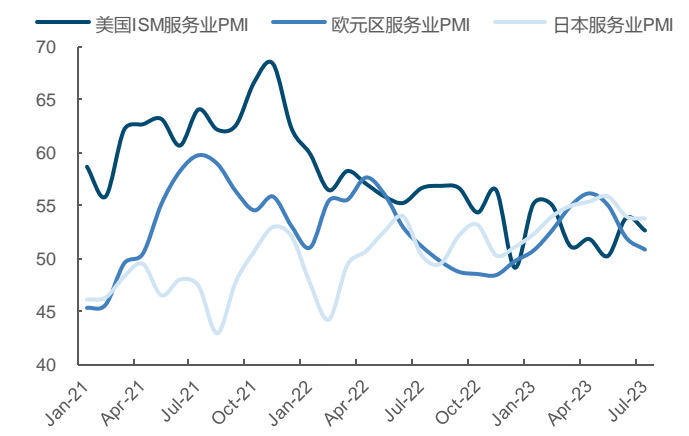
主要经济体制造业 PMI 位于荣枯线之下。美国 7 月 ISM 制造业 PMI 46.4, 低于预期的 46.8, 高于前值的 46。中国 7 月官方制造业 PMI 49.3, 高于预期的 49.2, 高于前值的 49。欧元区 7 月 Markit 制造业 PMI 42.7, 符合市场预期, 低于前值的 43.4。日本 7 月制造业 PMI 49.6, 高于预期的 49.4, 低于前值的 49.8。

主要经济体服务业 PMI 仍处于扩张区间。美国 ISM 服务业 PMI 52.7, 低于预期的 53, 低于前值的 53.9。欧元区 7 月服务业 PMI 50.9, 低于预期的 51.1, 低于前值的 52。日本 7 月服务业 PMI 53.8, 低于预期的 53.9, 低于前值的 54。

图表24: 主要经济体制造业 PMI



图表25: 主要经济体服务业 PMI



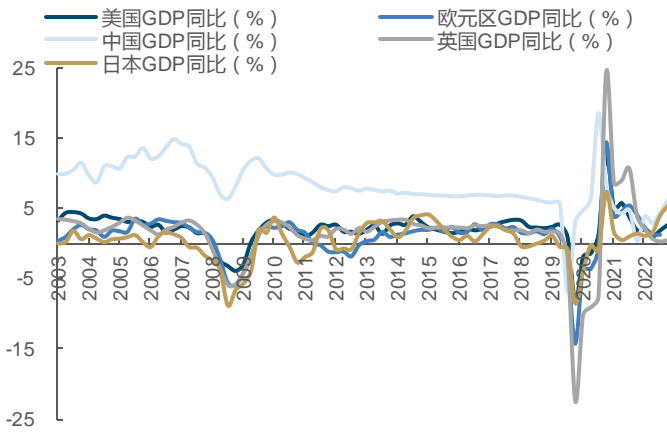
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

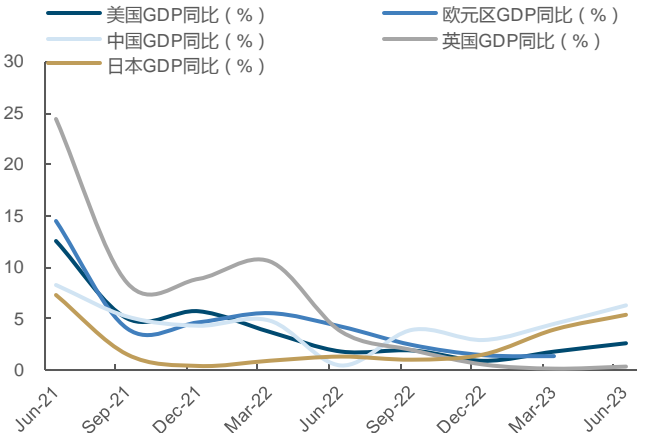
美国第二季度 GDP 同比 2.6%, 高于前值的 1.8%。欧元区第一季度 GDP 同比 1.3%, 低于前值的 1.4%。英国第二季度 GDP 同比 0.4%, 高于前值的 0.2%。中国第二季度 GDP 同比 6.3%, 高于前值的 4.5%。日本第二季度 GDP 同比 5.4%, 高于前值的 4%。



图表26: 主要经济体 GDP 增速



图表27: 主要经济体近两年 GDP 增速



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

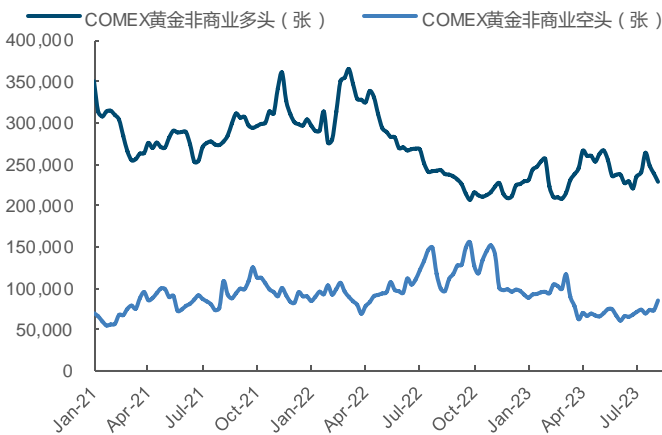
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

2.6 全球黄金去库

7月11日至8月8日, COMEX 黄金非商业净多头持仓减少 2.28 万张至 14.3 万。6月30日至7月31日, LBMA 黄金库存去库 0.56 吨至 8864.44 吨。7月18日至8月17日, COMEX 黄金库存去库 13.78 吨至 679.06 吨, SHFE 黄金库存去库 0.04 吨至 2.69 吨。

7月11日至8月8日, COMEX 白银总持仓增加 1.73 万张至 13.76 万张。6月30日至7月31日, LBMA 白银库存累库 138.32 吨至 26885.99 吨。7月18日至8月17日, COMEX 白银库存累库 86.16 吨至 8699.87 吨。7月14日至8月11日, SHFE 白银库存累库 115.06 吨至 1484.35 吨。

图表28: COMEX 黄金非商业持仓



图表29: COMEX 黄金非商业净持仓

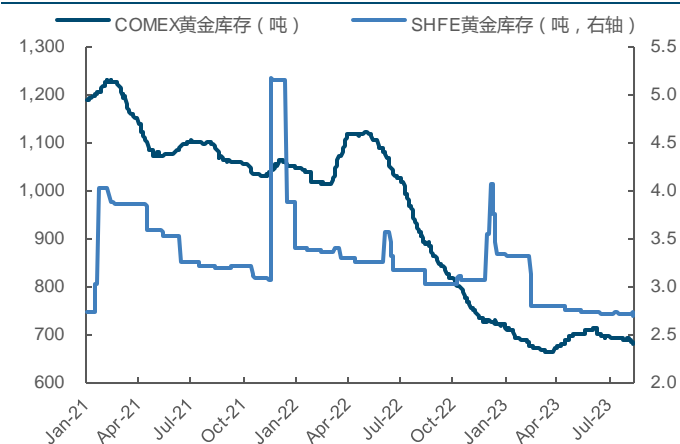


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

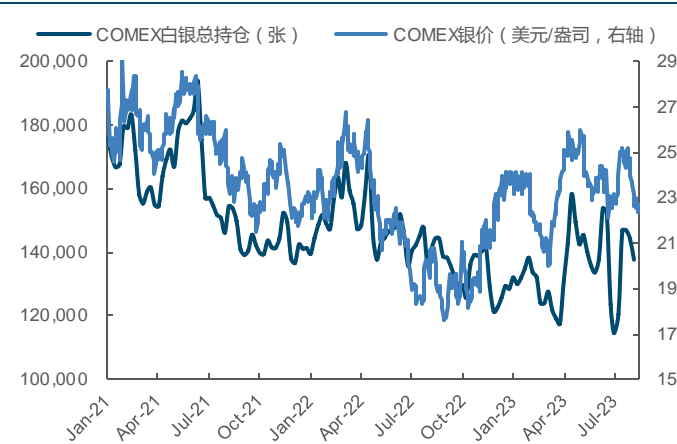
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



图表30: 黄金库存



图表31: COMEX 白银总持仓



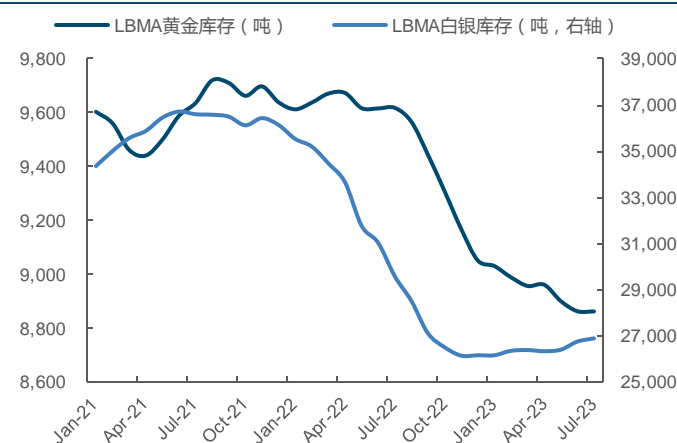
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表32: 白银库存



图表33: LBMA 金银库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

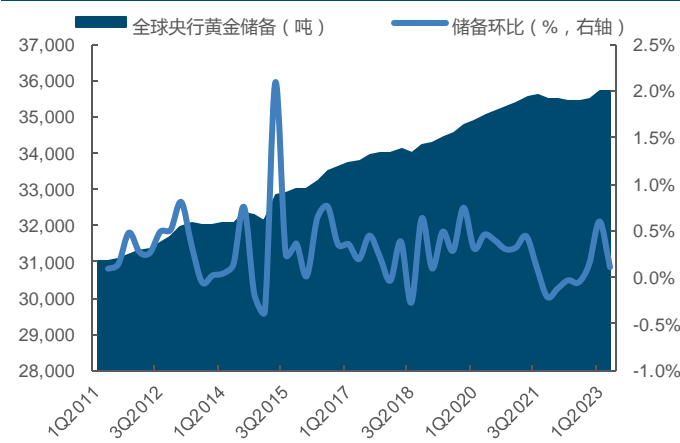
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

三、央行购金创新高, 黄金 ETF 流出放缓

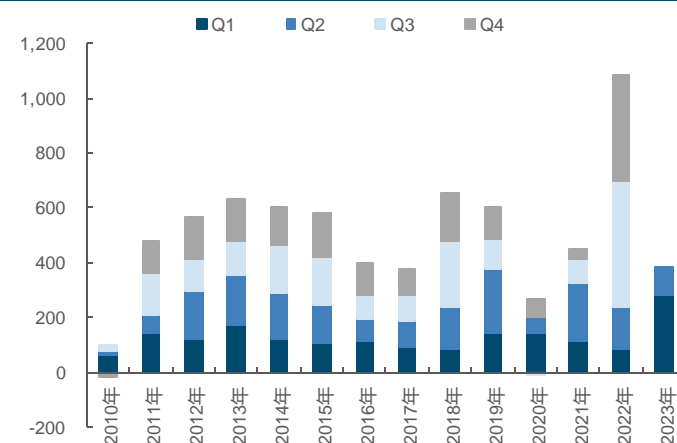
3.1 上半年全球央行购金创新高

6月全球央行购金量59.98吨, 售金量4.47吨, 净购金55.51吨, 截至6月底, 全球官方黄金储备共计35730.7吨。2Q2023全球央行购金102.87吨, 2023年上半年全球央行累计购金386.89吨。

图表34: 全球央行黄金储备



图表35: 全球央行季度购金量





来源：世界黄金协会，国金证券研究所

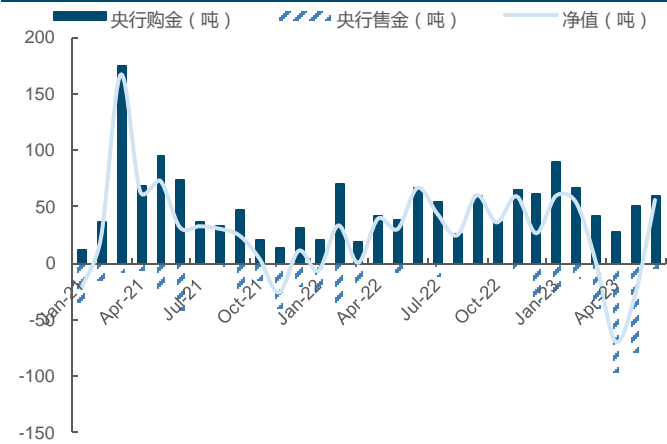
来源：世界黄金协会，国金证券研究所

2023 年上半年，中国人民银行持续购金，6 月购金 21.2 吨，上半年黄金储备共增加 103 吨，截至 6 月底，中国官方黄金总储备已达 2113 吨。中国央行从 2022 年 11 月开始公布购金，主要是出于储备资产多元化的考量、近年来黄金稳定的回报和对冲金融风险的能力。

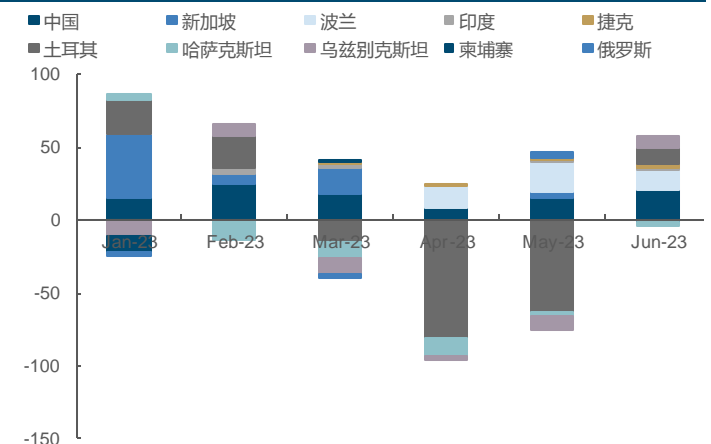
土耳其央行从 2023 年 4 月开始大量抛售黄金，主要是因为当地临时暂停部分黄金进口，为满足国内市场对于金条、金币和金饰的需求，土耳其央行将黄金储备销向国内市场，4-5 月土耳其央行净售金 144 吨，造成全球央行黄金储备减少。6 月土耳其恢复净购金 11 吨。

波兰国家银行 2022 年表示将计划增加 100 吨黄金储备。该行 2023 年以来增持黄金 48 吨，6 月购金 14 吨，为连续第三个月购入黄金。

图表36：全球央行购金需求



图表37：2023 年净购金国家（吨）

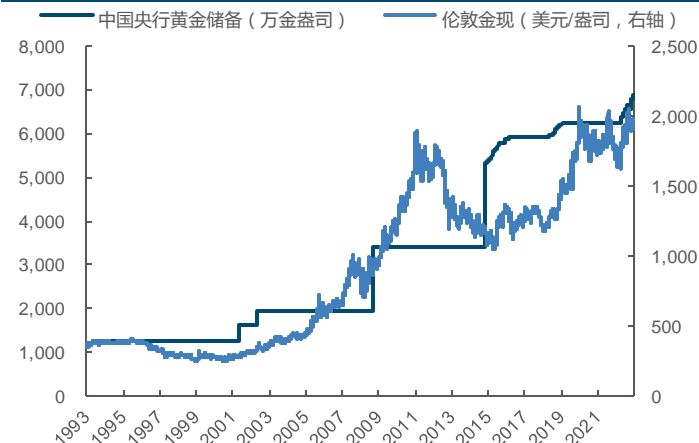


来源：世界黄金协会，国金证券研究所

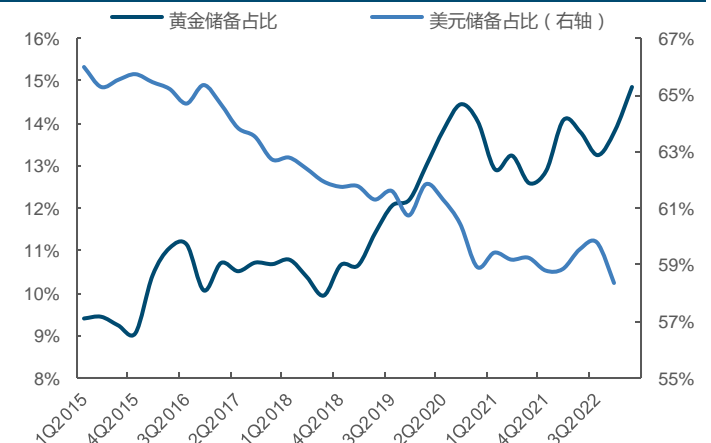
来源：世界黄金协会，国金证券研究所

2023 年第一季度，黄金在全球官方外汇储备中所占比重提升至 14.84%，相较于 2022 年第四季度提升 1.03 个百分点。2022 年第四季度，美元在全球官方外汇储备中所占比重降至 58.36%，相较于第三季度降低 1.44 个百分点。

图表38：中国央行黄金储备



图表39：黄金和美元占全球外汇储备比重



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

来源：世界黄金协会，同花顺 iFinD，国金证券研究所

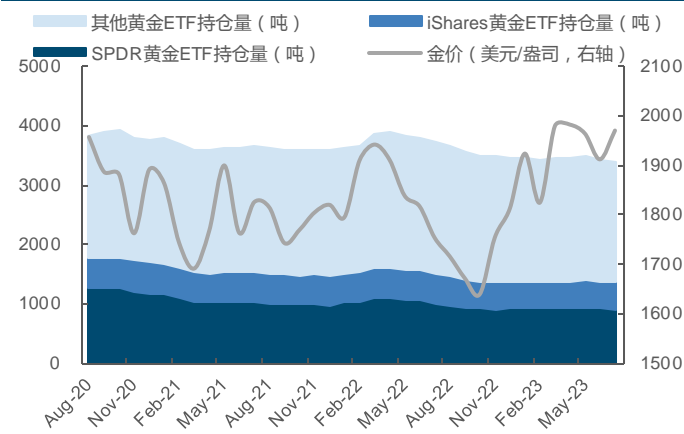
3.2 7 月黄金 ETF 持仓流出放缓

7 月黄金 ETF 持仓流入 7.85 吨，流出 42.29 吨，黄金 ETF 持仓净流出 34.44 吨，其中 SPDR 持仓量减少 15.03 吨至 899.63 吨，iShares 持仓量减少 5.67 吨至 440 吨。截至 7 月底，全球黄金 ETF 持仓量 3386.57 吨，在金价 1970.65 美元/盎司情况下，全球黄金 ETF 资产管理规模增加 2%至 2148.97 亿美元。

7 月全球黄金 ETF 持仓量流出有所放缓，除亚洲外全球其他所有地区的黄金 ETF 均有流出。北美地区由于近期通胀数据疲软，投资者预计美联储紧缩周期即将结束，但这种乐观预期导致投资者风险偏好抬升以及股市反弹，或促使投资从黄金转移至股票。



图表40: 全球黄金ETF持仓



图表41: 全球黄金ETF持仓流量



来源: 世界黄金协会, Wind, 国金证券研究所

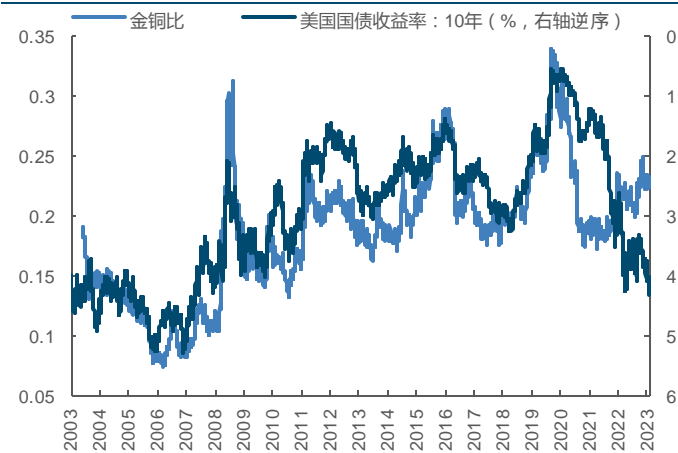
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

3.3 黄金相对比价未达历史高位

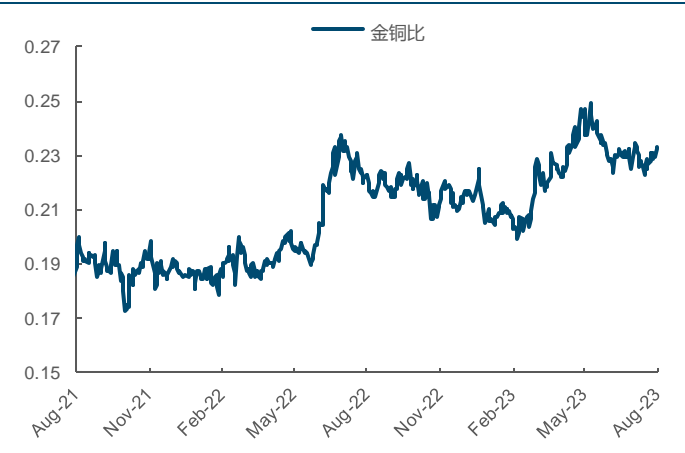
本月(7.18~8.17)金铜比提升至0.23, 金油比降低至22.82, 金银比提升至83.9, 黄金相对其他商品比价尚未达到历史高位。

金铜比降低至0.23。金价与美国实际利率负相关, 而铜价与美国通胀预期存在正相关, 铜金比价与美债名义利率走势相关性较强, 后期随着美债名义利率回调, 预计铜金比价也将有所回调。我们认为2023年铜价将维持高位, 2024年有望进一步上涨, 因此铜价可以作为衡量金价的相对标尺。在铜价稳中有升的背景下, 铜金比的回调需要金价涨幅超过铜价涨幅, 因此从相对比价角度来看, 金价存在进一步上行动力。

图表42: 金铜比与美债名义利率



图表43: 近两年金铜比



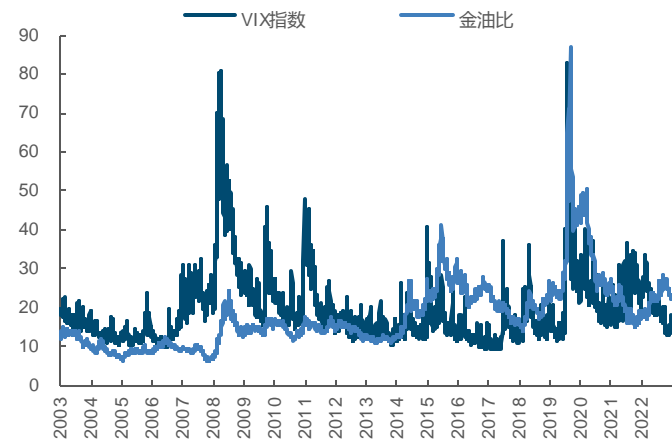
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

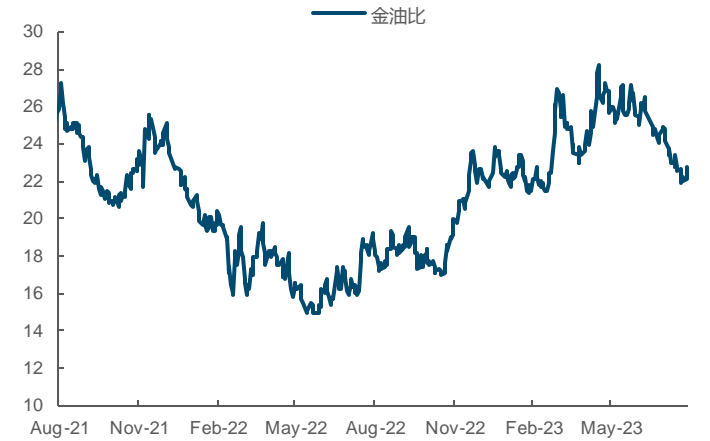
金价-3.98%至1896.36美元/盎司, 布伦特原油+5.64%至84.12, 金油比降低至22.54。黄金和原油同属大宗商品, 长期趋势一致: 经济繁荣期需求促使油价上涨, 通胀预期上涨推升金价; 经济衰退会导致需求减弱, 油价下跌, 通胀预期下降带动金价下跌。但原油与经济形势的相关性强于黄金, 黄金对于风险的敏感性大于原油, 金油比与VIX指数存在正相关, 金油比提升意味着全球风险提升、经济增速放缓。



图表44: 金油比与 VIX 指数



图表45: 近两年金油比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

金价-3.98%至 1896.36 美元/盎司, 银价-8.76%至 22.71 美元/盎司, 金银比涨至 83.52。黄金和白银同属贵金属, 但是白银相比于黄金的商品属性更强, 因此金银比可以认为衡量了白银的商品属性。复盘美元指数与金银比的历史趋势, 发现二者存在正相关。因为白银作为工业品的需求主要来自欧洲、日本、中国等非美经济体, 白银相对价格的上涨反映出上述经济体工业需求的提升。

图表46: 金银比与美元指数



图表47: 近两年金银比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

3.4 央行购金支撑上半年实物黄金需求

供给端, 2Q2023 全球黄金矿产量 923.37 吨, 同比增长 3.83%; 生产商净套保 9.48 吨; 回收金产量 322.33 吨, 同比增长 12.96%; 黄金总供应量 1255.18 吨, 同比增长 6.68%。2023 年上半年, 全球黄金供应量 2460.11 吨, 同比增长 5.27%, 主要来自于生产商净套保的增加以及回收金产量的提升。

需求端, 2Q2023 金饰制造消费黄金 491.31 吨, 同比减少 0.44%; 科技领域消费黄金 70.38 吨, 同比减少 10.15%; 投资领域黄金需求 256.12 吨, 同比增长 19.79%; 各国央行购金 102.87 吨, 同比减少 35.13%。2023 年上半年, 全球黄金需求量 2062.22 吨, 同比减少 5.55%, 主要是因为 2022 年第一季度全球风险事件导致的不确定性加剧导致了黄金投资需求的激增, 带来高基数效应导致 2023 年第一季度黄金投资需求同比大幅回落。但另一方面 2023 年上半年全球央行购金达到 386.89 吨, 同比增长 60.53%, 创下历史新高。

综合来看, 2Q2023 全球黄金供需过剩 334.5 吨, 2023 年上半年供需过剩 397.89 吨。

图表48: 黄金供需平衡

单位: 吨	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023
金矿产量	833.67	876.53	930.95	941.48	838.43	889.33	950.38	948.49	857.14	923.37
生产商净套保	4.84	-16.20	-11.82	17.82	25.99	1.96	-26.50	-13.32	36.10	9.48



单位: 吨	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023
回收金	269.68	278.55	292.86	295.07	295.92	285.34	268.58	290.73	311.69	322.33
总供应量	1,108.18	1,138.88	1,211.99	1,254.38	1,160.35	1,176.64	1,192.46	1,225.90	1,204.94	1,255.18
金饰制造	538.96	456.58	515.25	719.55	517.40	493.46	582.62	601.86	511.54	491.31
科技	81.04	79.85	83.42	85.89	81.06	78.33	77.29	72.07	70.12	70.38
投资	178.80	289.16	231.71	304.36	558.36	213.80	103.84	250.80	275.86	256.12
各国央行和其他机构	115.61	209.64	90.56	34.30	82.44	158.57	458.77	381.83	284.02	102.87
总需求量	914.40	1,035.23	920.94	1,144.10	1,239.26	944.16	1,222.53	1,306.56	1,141.55	920.68
供需平衡	193.78	103.65	291.05	110.28	-78.91	232.48	-30.08	-80.67	63.39	334.50

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

3.5 预测 2023 年白银短缺 4420 吨

据世界白银协会预测,2023 年全球矿产银 2.62 万吨,同比增长 2.4%;回收银 5632.84 吨,同比增长 0.28%;全球白银总供应量 3.19 万吨,同比增长 2.01%。工业领域白银需求量 1.79 万吨,同比增长 3.58%;银饰需求量 6205.15 吨,同比减少 14.78%;银器需求量 1732.46 吨,同比减少 24.22%;实物净投资需求 9610.98 吨,同比减少 7.18%;全球白银总需求量 3.63 万吨,同比减少 6.07%。2023 年全球白银供需短缺 4419.81 吨。

图表49: 白银供需平衡

单位: 吨	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023E
矿产银	27,894	27,987	26,861	26,447	26,021	24,329	25,741	25,580	26,192
回收银	4,569	4,529	4,572	4,619	4,603	5,163	5,452	5,617	5,633
净套保供应	68	-	-	-	432	264	-	-	-
官方部门净销售	34	34	31	37	31	37	47	53	53
总供应量	32,565	32,550	31,464	31,104	31,088	29,794	31,240	31,250	31,878
工业	13,791	14,849	16,028	15,900	15,853	15,200	16,429	17,309	17,928
摄影(硝酸银)	1,188	1,079	1,008	977	955	837	862	855	821
银饰	6,298	5,882	6,103	6,317	6,264	4,681	5,645	7,281	6,205
银器	1,813	1,664	1,848	2,087	1,907	970	1,266	2,286	1,732
实物净投资	9,620	6,622	4,846	5,148	5,816	6,370	8,522	10,354	9,611
净套保需求	-	373	34	230	-	-	109	557	-
总需求量	32,712	30,469	29,866	30,659	30,796	28,058	32,833	38,643	36,298
供需平衡	-146	2,081	1,599	445	292	1,736	-1,592	-7,393	-4,420

来源: 世界白银协会, 国金证券研究所

四、行业重点公司估值

美联储实际降息前为黄金权益资产相对收益最明显的时间段,目前黄金和黄金股更多为择时问题,而美联储大概率降息时点至实际降息时点为黄金和黄金股涨幅最明显阶段,可提前逐步布局。建议关注山东黄金、中金黄金、银泰黄金、招金矿业、赤峰黄金等标的。

图表50: 行业重点公司估值表 (收盘价: 元; PE: 倍; 截至 2023 年 8 月 18 日收盘)

公司简称	股票代码	收盘价	2023EPS	2024EPS	2025EPS	2023PE	2024PE	2025PE	2023 年相对收益	30 天相对收益
山东黄金	600547.SH	23.83	0.52	0.68	0.87	45.88	35.13	27.51	26.64%	2.62%
中金黄金	600489.SH	10.23	0.60	0.68	0.72	17.00	14.97	14.16	27.17%	-1.85%
银泰黄金	000975.SZ	13.05	0.58	0.71	0.83	22.61	18.46	15.63	20.47%	9.39%
招金矿业	1818.HK	10.08	0.28	0.37	0.56	36.43	27.04	17.92	18.39%	0.50%
赤峰黄金	600988.SH	14.72	0.53	0.78	0.89	27.66	18.82	16.53	-16.19%	13.54%
湖南黄金	002155.SZ	11.48	0.63	0.81	1.01	18.13	14.09	11.36	-9.09%	-7.44%



公司简称	股票代码	收盘价	2023EPS	2024EPS	2025EPS	2023PE	2024PE	2025PE	2023 年相对收益	30 天相对收益
四川黄金	001337.SZ	31.27	0.55	0.56	0.55	56.48	56.01	56.85	208.53%	2.45%
恒邦股份	002237.SZ	11.23	0.57	0.71	0.85	19.74	15.93	13.24	8.81%	3.00%
中国黄金国际	2099.HK	27.90	0.22	0.71	0.77	129.35	39.08	36.08	24.10%	-4.97%
华钰矿业	601020.SH	8.78	0.28	0.72	0.55	31.07	12.27	16.01	-21.39%	-4.20%
兴业银锡	000426.SZ	8.62	0.58	1.03	1.33	14.87	8.36	6.51	43.81%	-10.68%
盛达资源	000603.SZ	13.19	0.65	0.78	0.93	20.39	16.90	14.18	7.28%	12.59%

来源：Wind，国金证券研究所

注：行业重点公司 EPS 均为 Wind 一致预期。除招金矿业、中国黄金国际收盘价为港币外，其余公司收盘价均为人民币元。相对收益为相对沪深 300 指数超额收益。

五、风险提示

美联储加息超预期风险。目前市场预期美联储本轮加息进入尾声，定价 2024 年初开始降息。如果后续美国 CPI 等数据再次出现超预期表现，则美联储存在进一步加息可能性，对金价形成压制。

实际利率上行风险。美国财政部超预期发债，而美债需求疲软且评级下调，造成美债收益率强势上涨压制金价。若美国经济数据逐步好转或通胀数据超预期下行，将带动实际利率大幅抬升。

央行购金需求降低风险。2022 年以来全球央行大幅购金，全球央行黄金储备呈增长趋势，需求端给予金价向上支撑。若央行购金需求降低，或将导致金价存在下行风险。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究