

有色行业专题报告之黄金

压制因素弱化，黄金价格中枢有望抬升

中性（维持）

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.
CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **黄金需求平稳，首饰取决购买力，投资需求和价格预期相关：**黄金需求总体平稳，2010~2017年复合增速为2.4%，并于2017年达到4152吨，其中黄金首饰和投资需求是主导下游领域，占比分别为53%和30%。我们分析发现，黄金首饰需求长期和购买力相关，此外和消费习惯也有较大关系，短期价格波动仅导致消费提前或推迟。而投资需求中金条和金币与黄金价格正相关，黄金ETF更多体现价格预期，变动也更为灵敏。
- **黄金资源稀缺，供给弹性较小：**目前全球已开采销售黄金约19万吨，而探明未开采黄金储量约5.4万吨，资源稀缺性较为明显。黄金供给增长较为缓慢，2010~2017年复合增速为0.79%，并于2017年达到4398吨。原生矿产金和再生金是主要供给来源，占比分别为74%和26%，根据我们分析，矿产金和资源开发计划相关，稳步增长，2010~2017年复合增速为2.7%，回收金则和价格趋势相关，价格较高，供给增加，而价格回落供给恢复正常水平。
- **黄金周期伴随经济周期和货币信号，时间跨度较长：**我们发现，黄金价格和美元汇率总体负相关，而美元汇率是美国经济反映，因此，分析美国经济及政策才能把握黄金周期规律。根据历史黄金周期分析，我们认为黄金周期通常有四个特点：1) 黄金周期是经济周期和货币政策共同作用的结果；2) 黄金价格较为明显上涨通常伴随货币政策信号；3) 黄金一个周期时间跨度较长；4) 大行情需要较为极端事件催化。
- **目前黄金或处于新一轮周期的前奏，未来价格中枢有望抬升。**我们认为目前美国经济环境和上世纪90年代末到20世纪初的情况较为相似，处于经济增长和货币政策的转档期，黄金所处的环境好转，但美国经济未进入衰退，货币政策可能有调整，但大幅放松可能性不大，目前未看到重大催化经济事件发生。参照上世纪90年代末到21世纪初黄金价格走势，未来黄金价格中枢逐步抬升的可能性较大。
- **投资建议：**我们认为2019年随着美国经济增长放缓以及货币政策调整的可能性增加，黄金价格压制因素逐步减轻，行业机会大于风险，价格中枢有望上移，黄金股的配置价值显现。建议关注产量弹性较为突出的黄金龙头企业山东黄金、中金黄金。
- **风险提示：**1) 美国及全球经济向好，避险需求减弱的风险。尽管目前全球及美国经济预期转弱，但如果美国经济韧性超预期，或者中国出台稳增长措施取得了较为积极的作用，全球避险的需求将转弱，从而对黄金需求造成不利影响，并对黄金的价格走势产生不利影响；2) 黄金供给增加的风险。如果黄金价格如预期上涨，黄金盈利将好转，可能刺激生产者新扩建的积极性，尤其中国近年来由于黄金较为低迷价格和环保政策，中国黄金供给受到一定压制。而生产者积极性提高后，黄金供给将增加，可能打

压黄金价格表现；3) 黄金首饰消费偏好下降的风险。如果未来随着人们消费习惯的改变，黄金首饰偏好下降后，可能造成包括中国、印度在内的黄金消费下降，从而压制黄金价格。4) 贸易战及地缘政治变化的风险。其他对黄金价格影响的因素包括国际贸易、地缘政治、美国政治形势等，其中目前中美贸易、英国脱欧和美国国内政治关注较高。如果未来中美贸易达成协议、英国脱欧顺利或者美国国内政治形势好转，将对黄金价格有一定的负面影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2019-01-21	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E		2020E
山东黄金	600547	29.47	0.61	0.53	0.74	0.95	48.31	55.60	39.82	31.02	暂未评级
中金黄金	600489	8.22	0.08	0.08	0.12	0.17	102.75	102.75	68.50	48.35	暂未评级

注：未评级公司数据采用wind一致预期

正文目录

一、	黄金简介：从“货币”到“商品”	6
二、	黄金供需分析：供需增长较为平稳	7
2.1	需求：黄金首饰和投资是主要领域，中国印度占比较高	7
2.2	矿产金供给稳步增加，回收金趋稳	14
三、	黄金或处于新一轮上涨前奏，未来价格中枢有望抬升	16
3.1	黄金价格主要由金融属性决定	16
3.2	历史分析：黄金周期伴随经济周期以及货币信号，时间跨度较长	17
3.3	现阶段黄金或处于新一轮周期的前奏	19
四、	投资策略	21
五、	风险提示	21
5.1	美国及全球经济向好，避险需求减弱的风险	21
5.2	黄金供给增加的风险	21
5.3	黄金首饰消费偏好下降的风险	21
5.4	贸易战及地缘政治变化的风险	22

图表目录

图表 1	玫瑰色的黄金饰品	6
图表 2	白色的黄金饰品	6
图表 3	部分国家对黄金制品最低含量要求	6
图表 4	金本位以及布雷顿森林体系	7
图表 5	黄金下游需求情况	7
图表 6	全球黄金需求较为平稳（吨）	8
图表 7	黄金首饰和投资是全球黄金两大需求领域	8
图表 8	中国黄金需求总体上增加（吨）	8
图表 9	黄金首饰、金条是中国黄金消费两大形态	8
图表 10	黄金消费区域分布图	9
图表 11	中长期看，黄金首饰消费和购买力相关	9
图表 12	LME 黄金价格走势（美元/盎司）	10
图表 13	全球黄金首饰领域需求（吨）	10
图表 14	中国黄金首饰领域消费变化（吨）	11
图表 15	印度黄金首饰领域需求（吨）	11
图表 16	各类资产年回报率比较	11
图表 17	黄金投资需求变化情况（吨）	12
图表 18	黄金 ETF 黄金持仓流向及原因分析	12
图表 19	黄金工业需求有所萎缩，2015 年以来趋于稳定（吨）	13
图表 20	电子在黄金工业需求占据主导地位	13
图表 21	2011 年起央行及国际机构为黄金净买入者（吨）	14
图表 22	央行黄金储备排行榜（2018 年三季度）	14
图表 23	已开采销售存量黄金分布情况	15
图表 24	全球黄金储量分布(2017 年)	15
图表 25	全球黄金产量分布(2017 年)	15
图表 26	矿产金和回收金是黄金的主要供给来源（吨）	16
图表 27	全球前十大黄金生产企业(2017 年)	16
图表 28	黄金供需规律小结	17
图表 29	黄金价格走势和美元汇率整体呈负相关	17
图表 30	黄金价格以及背后经济背景	18
图表 31	二战后，美国 GDP 增速变化	19
图表 32	二战后，美国 CPI 变化	19
图表 33	二战后，美国货币供给增速变化	19

图表 34	二战后，美国联邦基准利率变化(%).....	19
图表 35	2013 年以来，美国季度 GDP 变化（折年数）.....	20
图表 36	2013 年以来，美国月度 CPI 变化.....	20
图表 37	2013 年以来，美联储基准利率变化趋势.....	20
图表 38	2013 年以来，美国货币供给增速变化.....	20
图表 39	2013 年以来，美国制造业 PMI 变化.....	20
图表 40	2013 年以来，美国失业率持续下降.....	20
图表 41	主要黄金上市公司产量弹性比较.....	21

一、黄金简介：从“货币”到“商品”

- 黄金化学符号 AU，是一种具有金黄色的稀有贵金属。它具有如下独特性能：
 - 熔点高。熔点为 1640℃，不容易熔化。
 - 传热和导电性能好。在各金属中，导电性仅次于银和铜。
 - 延展和锻造性能优异。具有极强的柔韧性和可锻性，便于铸造加工。
 - 化学性能稳定，抗腐蚀性强。电子分布符合半满规则，化学性质稳定，耐腐蚀能力强。

凭借优异性能，黄金在首饰、电子、牙科等领域具有良好的应用。虽然纯黄金是黄色的，但通过添加铜、银、钯、铑、钴等元素，黄金制品也可呈现出白色、玫瑰色甚至黑色。

图表1 玫瑰色的黄金饰品



资料来源：中华玉网

图表2 白色的黄金饰品



资料来源：日本乐天网站

此外黄金也有约定俗成的计量单位，在重量方面，除了公制单位外，金衡盎司（troy ounce）经常被使用（1金衡盎司=31克）；在纯度方面，通常用K（Carat）表示，其中24K表示纯金，数值越低，代表黄金含量越少，如18K黄金饰品黄金含量为75%。各个国家根据黄金含量制定了不同黄金制品认定标准。

图表3 部分国家对黄金制品最低含量要求

国家	最低含量标准（K）	黄金含量（%）
美国	10	41.7%
法国	9	37.5%
英国	9	37.5%
葡萄牙	9	37.5%
丹麦	8	33.3%
希腊	8	33.3%

资料来源：世界黄金协会

■ 角色变化：从“货币”到“避险属性的商品”

黄金在相当长时间扮演货币或者货币等价物的作用，公元前 550 年，里底亚王国（现在土耳其的一部分）就引入了金币作为流通货币。黄金充当货币历史上比较出名是金本位，按时间分，1660~1819 年为金本位兴起期，1820~1930 为金本位的鼎盛时期，而 1930 年后为后金本位时代，1944 年建立了美元为核心的布雷顿森林体系，1971 年美国宣布停止外国央行以美元兑换黄金，布雷顿森林体系崩溃。

广义的金本位包括了金币本位制、金块本位制、金汇兑本位制以及后来的布雷顿森林体系。由于黄金供给无法满足经济增长需要，金本位最终退出了历史舞台，黄金被赋予的货币功能褪去，回归到带有避险属性的商品。

图表4 金本位以及布雷顿森林体系

名称	特点
金币本位	以一定量的黄金为货币单位铸造金币，黄金铸币作为法定本位币，可自由铸造，具有无限法偿能力，银行券可自由兑换黄金。黄金出入境不受限。
金块本位	银行券替代了金币，银行券可兑换等量黄金，但有金额和用途的限制。
金汇兑本位	银行券作为流通货币，但不能在国内兑换成金块，要先兑换为实施金本位国家货币，再用该国货币兑换黄金。
布雷顿森林体系	黄金与美元挂钩（35 美元兑 1 盎司黄金），其他货币和美元挂钩，实施可小幅调整的固定汇率制，并按 35 美元一盎司的价格向美国兑换黄金。

资料来源：平安证券研究所

二、黄金供需分析：供需增长较为平稳

2.1 需求：黄金首饰和投资是主要领域，中国印度占比较高

黄金需求具有多样性，包括了黄金首饰、工业原料、投资以及储备资产需求。尽管受经济增长以及黄金价格变动影响，全球黄金需求有所波动，但 2010 年以来均保持在 4000 吨以上规模，2010~2017 年黄金消费的复合增速为 2.4%，并于 2017 年达到 4152 吨。

分领域看，全球黄金需求中黄金首饰和投资需求占比最高，其中前者在 2017 年约占 53%，后者约占黄金需求的 30%，工业及其他领域需求占比均不到 10%。

按区域看，中国和印度是全球第一、第二大消费市场，二者市场份额约 40%，其他比较重要的消费地区包括北美、欧洲和中东。

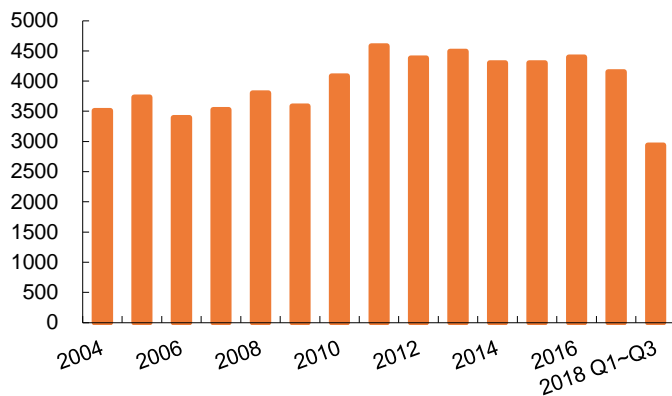
图表5 黄金下游需求情况

项目	需求及产品形态
珠宝首饰	满足装饰，个人形象展示需求。包括各种黄金制品，如手镯、项链、耳环等
投资需求	满足资产保值增值需求，主要包括金币、金条、黄金 ETF

项目	需求及产品形态
工业原料	利用其导电性、抗腐蚀性、延展等性能，电子工业中作为电镀涂层、键合金丝、溅射靶材、混合电路焊料和浆料。此外由于较好的生物兼容性，黄金可作为齿科材料。另外在医药、颜料、环保催化剂等领域也有应用
储备	由各国央行及国际金融组织持有，可用于平衡国际收支、影响汇率水平。以金条、金砖实物黄金为主

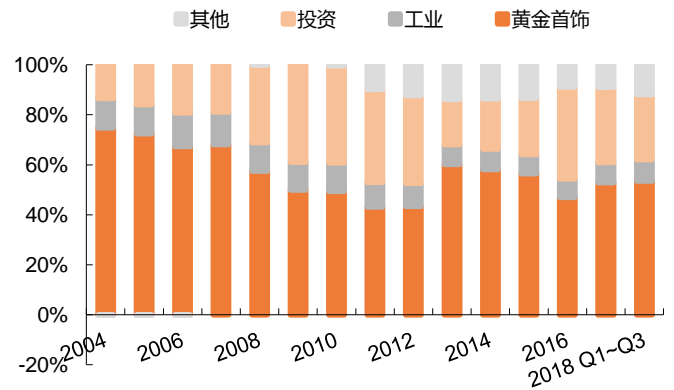
资料来源：平安证券研究所

图表6 全球黄金需求较为平稳（吨）



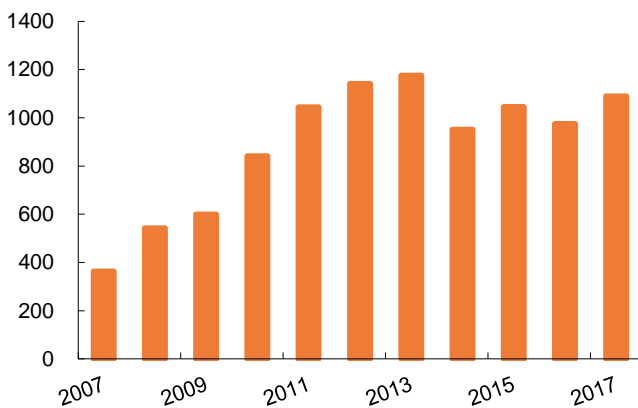
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表7 黄金首饰和投资是全球黄金两大需求领域



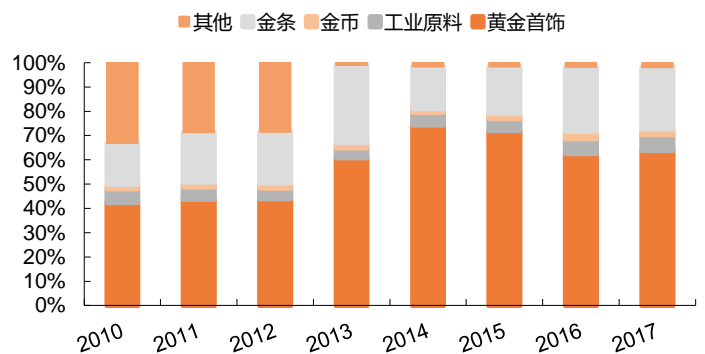
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表8 中国黄金需求总体上增加（吨）



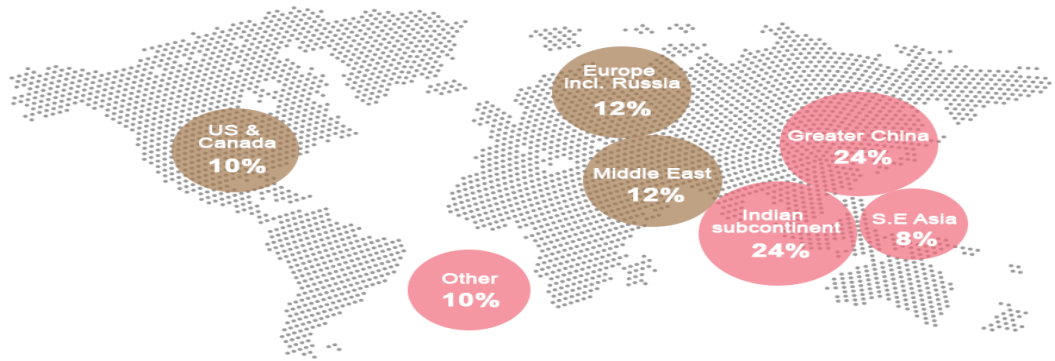
资料来源：中国黄金协会、Wind

图表9 黄金首饰、金条是中国黄金消费两大形态



资料来源：中国黄金协会、Wind

图表10 黄金消费区域分布图



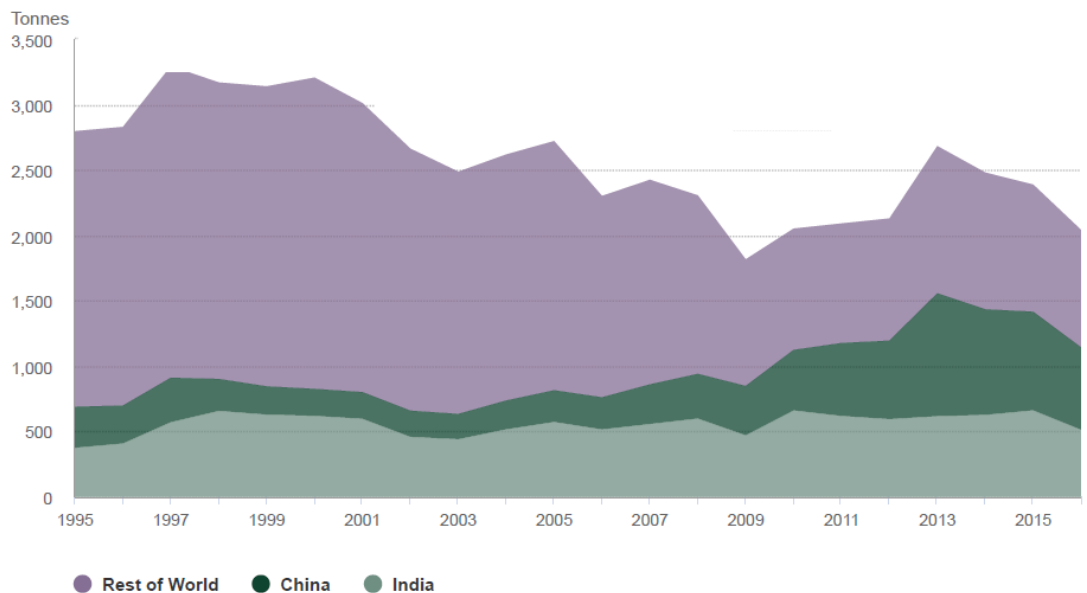
资料来源：世界黄金协会 备注：不包括央行购买和柜台交易

(1) 黄金首饰：长期需求由消费能力决定，近年来总体稳定

由于历史形成对黄金偏好，中国和印度是全球黄金首饰的两大市场，二者约占全球黄金首饰需求量的60%，也对全球黄金首饰需求产生重要影响。

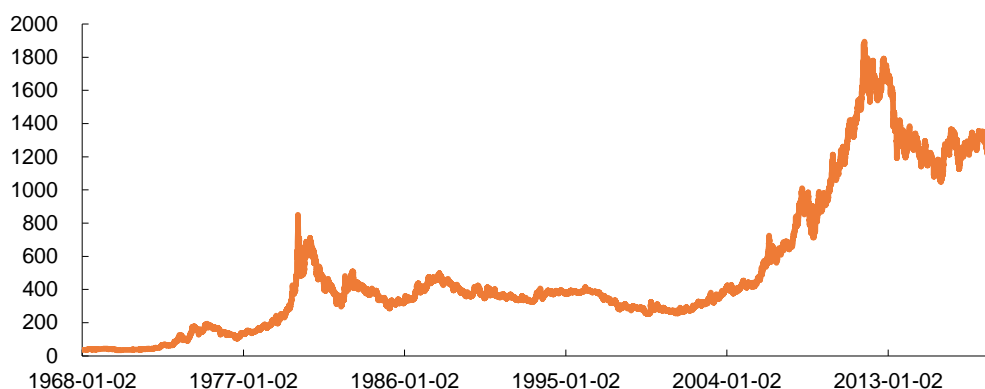
黄金首饰需求受消费习惯、收入水平、价格涨跌影响。中长期看，黄金首饰需求受消费习惯和收入水平影响较大。从世界黄金协会，对1995~2016年全球黄金首饰需求分析看，2001年前，黄金价格低位盘整，且同期经济增长良好，人们黄金购买力提升，全球黄金珠宝首饰需求相对较高，而随着2001~2012年黄金价格大幅上涨，且同期全球经济表现不佳，人们黄金购买力下降，黄金首饰需求受到压制。

图表11 中长期看，黄金首饰消费和购买力相关



资料来源：世界黄金协会

图表12 LME 黄金价格走势（美元/盎司）



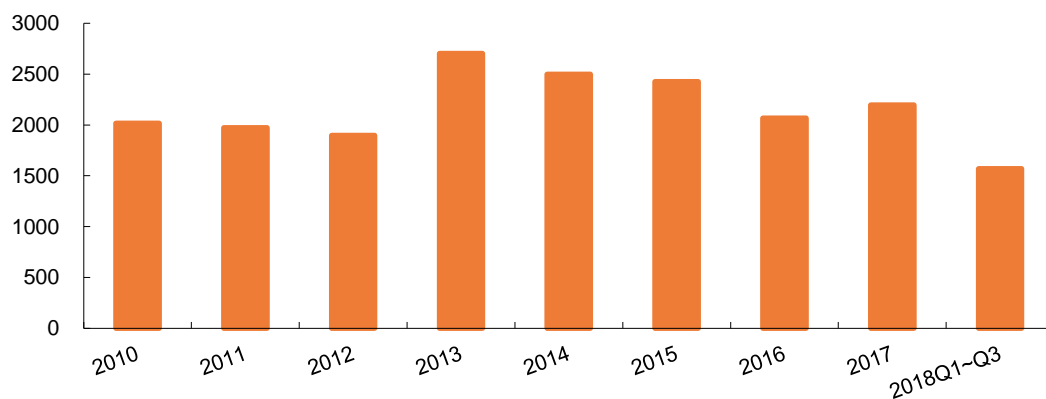
资料来源：Wind、平安证券研究所

但不可忽视的是，黄金首饰短期需求的价格趋势也受黄金价格影响。通常在价格上涨初期，预计价格继续上涨，需求高于正常水平，随后随着购买意愿较强者入场阶段性枯竭，需求低于正常水平，在上涨后期，由于追高者介入，需求又会有所回升。另外在黄金下跌，尤其是急速下跌后，抄底者入场，需求也会短暂增加，如 2013 年二季度随着金价大幅回落，“中国大妈”抢购，导致 2013 年中国黄金首饰需求大增，达到 928 吨，2014 年则恢复到 600 多吨较为正常水平。而在价格相对平稳时期，由于没有价格预期导致的提前消费行为，黄金消费则相对平稳。可以看出，黄金首饰包含了消费以及投机需求，其中投机需求对消费行为提前或者推迟有影响，但不会对黄金需求趋势产生影响。

此外，政策变化对黄金首饰消费也有一定影响。比较典型为 2016 年印度打击“黑钱”（包括非法收入和未报税收入）行动，导致当年印度黄金首饰需求下滑。2017 年印度政府宣布年收入高于 2000 万卢比的贵金属等经纪商不再需要根据反洗钱法案提交交易报告，2017 年黄金首饰消费回暖。

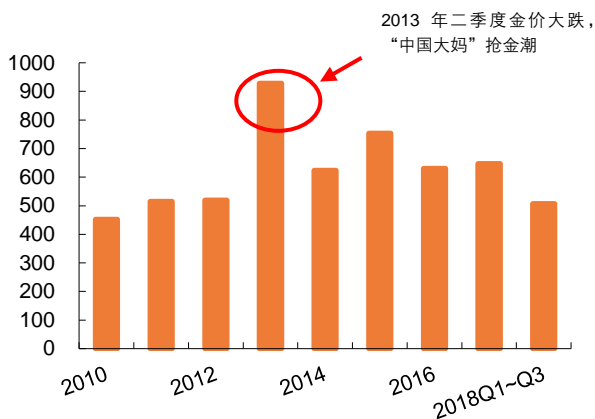
2010 年以来，尽管有价格波动影响，但黄金首饰领域黄金消费总体相对平稳，2010~2017 年复合增速为 1.2%，并于 2017 年达到 2194 吨。

图表13 全球黄金首饰领域需求（吨）



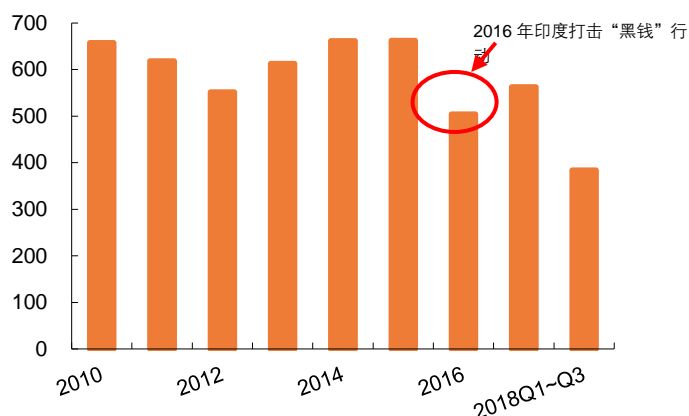
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表14 中国黄金首饰领域消费变化（吨）



资料来源：世界黄金协会

图表15 印度黄金首饰领域需求（吨）

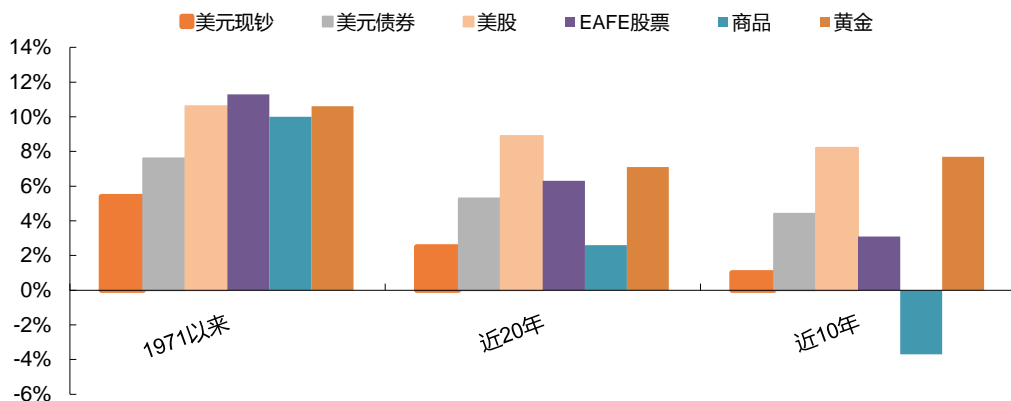


资料来源：世界黄金协会

(2) 投资需求：金币和金条与黄金价格走势趋同，黄金 ETF 体现短期避险需求

黄金作为投资品，可用回报率衡量，尽管黄金是无息资产，但凭借资源稀缺性能，长期看，能抵御货币当局发行货币带来购买力下降的风险，具备较好的保值增值作用。根据世界黄金协会数据，黄金资产近 10 年、20 年以及 1971 年以来回报率和权益市场较为接近，且高于美元现钞和美债，因此黄金的中长期投资价值是比较显著的。

图表16 各类资产年回报率比较



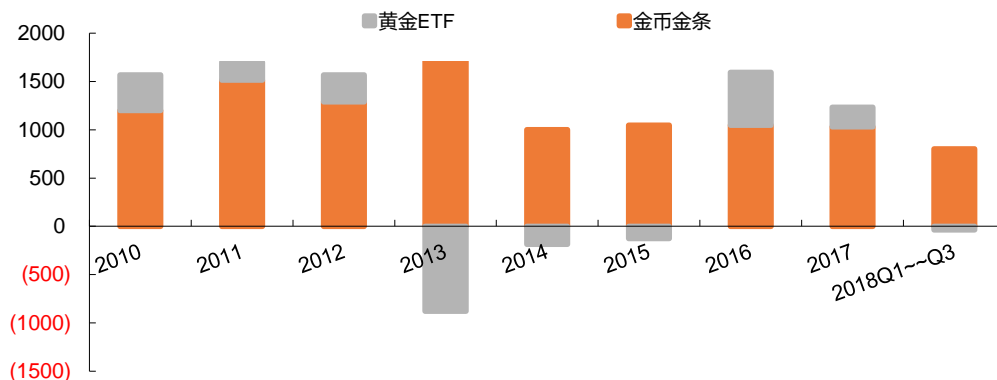
资料来源：世界黄金协会 备注：截至 2016 年

黄金作为投资品主要以金条、金币和黄金 ETF 形式存在。其中金条金币投资者大部分为顺周期，当黄金价格上涨预期较强，则需求量增加，如 2010~2012 年黄金价格上涨，金条金币需求较高，而黄金下降和盘整期，金条、金币需求则主要来自黄金长期投资者，短期投资者入场较少，需求则相对较低，如 2014~2017 年。但我们也注意到 2013 年尽管黄金价格下跌，但金条和金币异常升高，这和前面看到的 2013 年二季度金价大跌导致抄底资金入场相似。

黄金 ETF 则更多体现各个阶段避险需求。如 2010~2012 年由于美联储货币宽松政策，避险需求增加，黄金 ETF 为净流入；而 2013 年由于预期美联储退出 QE，黄金 ETF 流出较大；2016 年加息路径不确定性、美国大选等风险导致 ETF 黄金流入；2017 年尽管美联储加息，但受欧洲大选以及中

东地缘政治影响，黄金 ETF 仍为净流入；2018 年美联储加息态度坚决，前三季度黄金 ETF 黄金持仓为净流出。

图表17 黄金投资需求变化情况（吨）



资料来源：世界黄金协会、平安证券研究所

图表18 黄金 ETF 黄金持仓流向及原因分析

时间	流向	原因
2010~2012 年	流入	美联储 QE 政策
2013 年	流出	美国 OE 政策退出预期
2014~2015 年	流出	美国 QE 逐步退出，2015 年 12 月宣布自 2006 年以来首次加息
2016 年	流入	美联储加息路径不确定性、美国大选、物价上涨担忧
2017 年	流入	尽管美联储加息 3 次，但欧洲大选、中东地缘政治紧张
2018 年前三季度	流出	美联储加息 4 次，美元强势

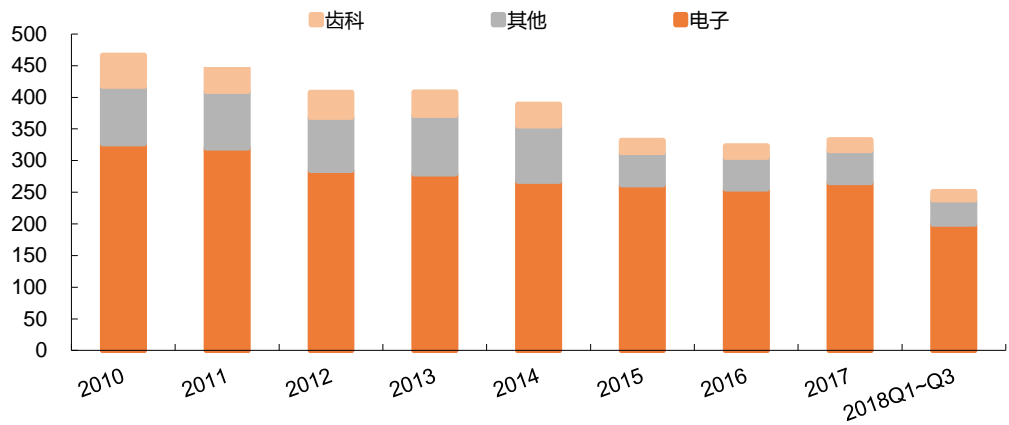
资料来源：平安证券研究所

(3) 工业需求：有所萎缩，近年趋于稳定

黄金工业领域需求包括电子、齿科及其他，其中电子是最重要的应用行业，近年在黄金工业应用的占比约为 80%。

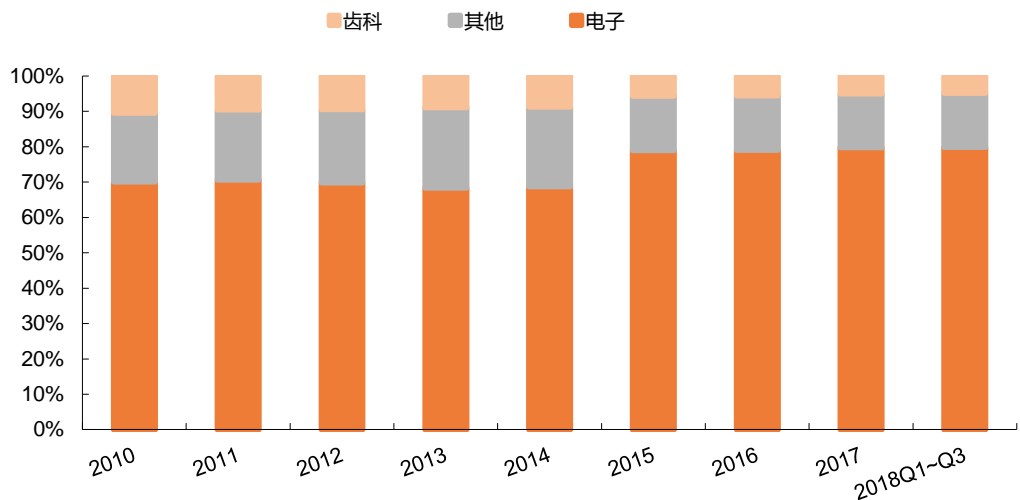
由于价格相对其他材料较高，2010 年以来，全球黄金在工业应用有所萎缩，但 2015 年以来趋于稳定，在 330 吨左右。

图表19 黄金工业需求有所萎缩，2015年以来趋于稳定（吨）



资料来源：世界黄金协会、平安证券研究所

图表20 电子在黄金工业需求占据主导地位

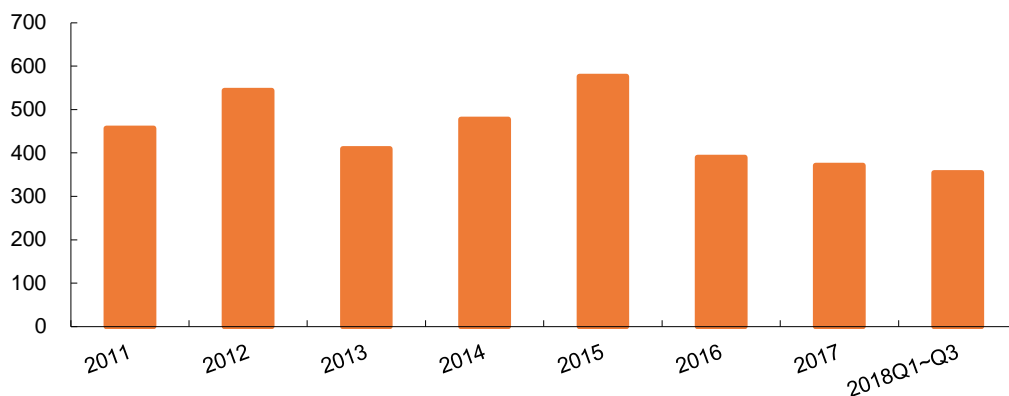


资料来源：世界黄金协会、平安证券研究所

(4) 官方储备需求：2011年起转变为净买入者

央行持有黄金储备主要是为了平衡国际收支平衡，维持或影响汇率水平。上世纪70年代中期全球央行从买入者转变为卖出者，直到2008年金融危机爆发后，全球央行重新回到市场，2011年至今一直净买入黄金。根据世界黄金协会2018年10月数据，全球官方（包括央行及国际组织）黄金储备3.39万吨，其中美国、德国、意大利、法国黄金储备位居前列，均超2000吨，在外汇的占比亦高于50%。

图表21 2011年起央行及国际机构为黄金净买入者（吨）



资料来源：世界黄金协会、平安证券研究所

图表22 央行黄金储备排行榜（2018年三季度）

排名	国家或组织名称	黄金储备（吨）	黄金在外汇占比
1	美国	8133.5	73.5%
2	德国	3369.8	68.9%
3	IMF	2814.0	
4	意大利	2451.8	65.3%
5	法国	2436.0	58.5%
6	俄罗斯	1998.5	16.8%
7	中国	1842.6	2.2%
8	瑞士	1040.0	5.0%
9	日本	765.2	2.4%
10	荷兰	612.5	65.9%

资料来源：世界黄金协会、平安证券研究所

2.2 矿产金供给稳步增加，回收金趋稳

- 黄金资源相对稀缺，供给总量包括已开采的存量黄金和待开采黄金资源

黄金的可能供给总量包括已开采销售的存量黄金以及未开采黄金供给。其中，根据世界黄金协会的数据，到2017年底，全球已经开采的存量黄金约19万吨；黄金首饰是最大的领域，其存量黄金约9万吨，占比48%，私人部分投资和官方储备位列第二和第三、在存量黄金占比分别为21%和17%。

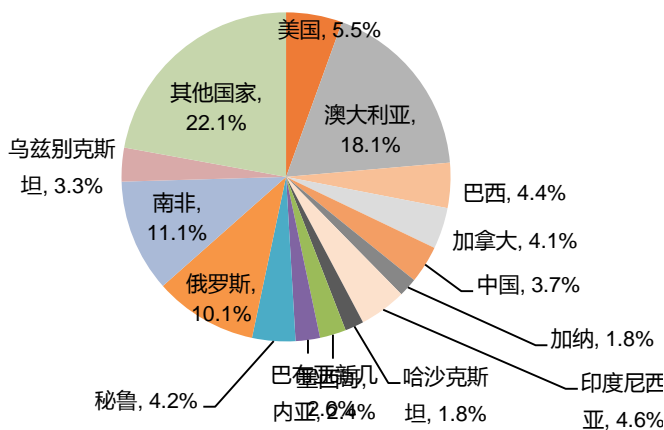
图表23 已开采销售存量黄金分布情况

项目	存量黄金 (吨)	占比
黄金首饰	90718	47.7%
私人部门投资	40035	21.1%
官方储备	32575	17.1%
其他	26711	14.1%
合计	190040	100%

资料来源：世界黄金协会、平安证券研究所

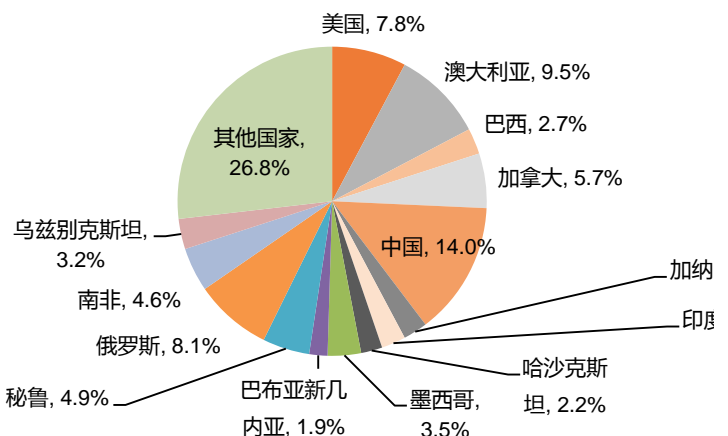
未开采的黄金资源方面，根据美国地质调查局 (USGS) 数据，截止 2017 年全球探明的黄金储量约为 5.4 万吨，且分布较为分散，其中澳大利亚、南非和俄罗斯位居前三位，在全球黄金储量的占比分别为 18%、11%和 10%，其他国家的储量大多低于 5%，而中国在全球黄金储量占比仅 3.7%。矿产金产量区域分布和资源有所差异，总体集中度不高，其中中国、澳大利亚、俄罗斯、美国是全球前四大黄金生产国，占比分别为 14%、9.5%、8.1%和 7.8%，其他国家大多在 5%以下。

图表24 全球黄金储量分布(2017年)



资料来源：USGS、平安证券研究所

图表25 全球黄金产量分布(2017年)



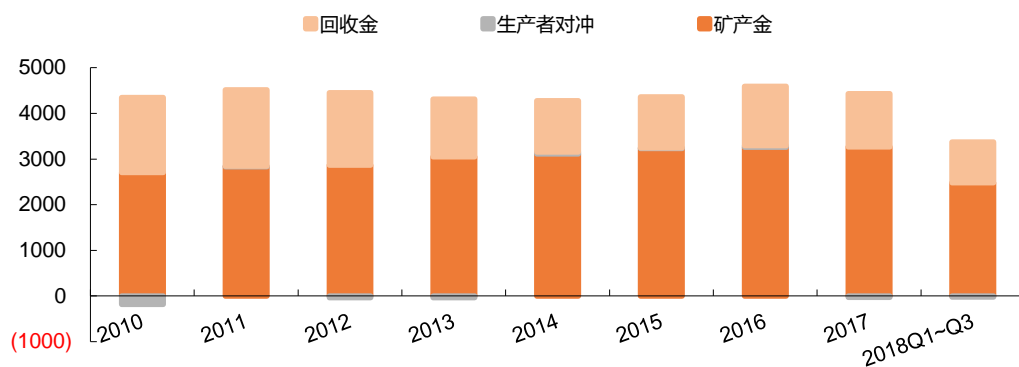
资料来源：USGS、平安证券研究所

■ 供给：矿产金稳步增长，回收金受价格影响，近年趋稳

全球黄金的每年供给包括了新开采的矿产金和回收金以及生产者对冲，其中矿产金和回收金是主要的供给来源，2017年占比分别约为 74%和 26%，而生产者对冲对供给影响很小，2010年以来，在供给占比大多不到 1%。

总体上，黄金供给增长较为缓慢，2010~2017年供给复合增速为 0.79%，并于 2017年达到 4398 吨。分来源看，矿产金供给整体保持稳步增长，2010~2017年供给复合增速为 2.7%；回收金供给和价格则有一定关系，2010~2012年黄金价格上涨，储量黄金持有者卖出套现，导致 2010~2012年回收金供给增加，而 2013年之后，黄金价格较为弱势，回收金的供给回落趋于稳定，维持在 1100~1200 吨。

图表26 矿产金和回收金是黄金的主要供给来源（吨）



资料来源：世界黄金协会 备注：2010年生产者供给包括了官方储备的净卖出，其他时间则不包含官方储备

图表27 全球前十大黄金生产企业(2017年)

排名	公司名称	产量 (吨)	在全球矿产金份额	在全球黄金供给份额
1	巴里克	165	5.05%	3.75%
2	纽蒙特	163	5.00%	3.71%
3	安格鲁阿山弟	117	3.57%	2.65%
4	金罗斯	83	2.53%	1.88%
5	加拿大黄金	80	2.44%	1.81%
6	纽克莱斯特	71	2.17%	1.61%
7	极地黄金	67	2.05%	1.52%
8	金田	67	2.05%	1.52%
9	阿格尼可鹰	53	1.62%	1.21%
10	自由港	44	1.36%	1.01%

资料来源：平安证券研究所

三、黄金或处于新一轮上涨前奏，未来价格中枢有望抬升

3.1 黄金价格主要由金融属性决定

通过对黄金供需分析，我们可以得知，黄金作为普通商品一面，供需基本平稳，对价格的影响相对较小，而带有金融属性的投资、储备等需求则反映了黄金价格预期，是影响黄金价格的决定性因素。

图表28 黄金供需规律小结

变化规律	
需求	总体平稳增加
黄金首饰	长期和购买力相关，短期价波动仅对消费提早和推迟有影响
投资	对宏观经济形势敏感，黄金价格预期影响大
工业	需求有所萎缩
储备	2011年后稳步增加
供给	总体平稳增加
原生	缓慢增加
再生	价格上涨供给增加，价格低迷供给回落

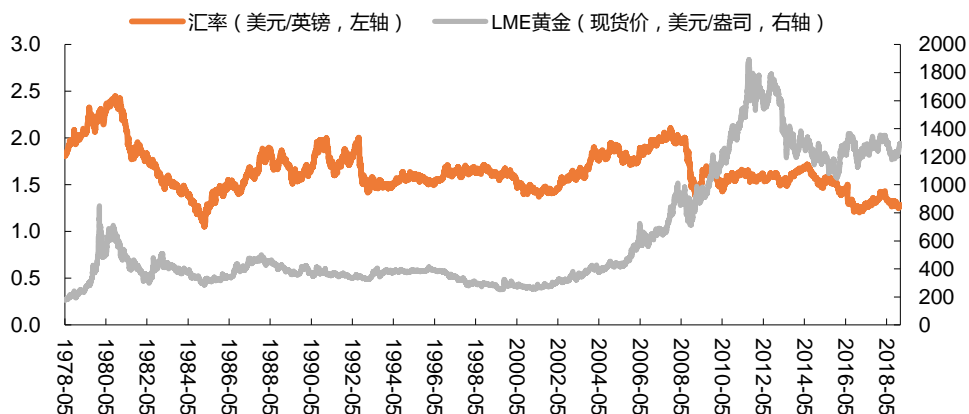
资料来源：平安证券研究所

3.2 历史分析：黄金周期伴随经济周期以及货币信号，时间跨度较长

目前关于黄金价格研究跟踪指标较多，包括美元汇率、美元利率、通胀率、与其他大宗商品比较等。通过历史数据比较，我们看到从利率、GDP 增长以及通胀水平单一指标，很难对黄金价格能有一个规律性判断，如上世纪 70 年代黄金价格上涨，对应的利率水平是上升的，而 2000~2010 年对应美国利率是下降的；同样现象也发生在通胀水平指标上，上世纪 70 年代黄金价格上涨对应的通胀水平上升，而 2000~2010 年黄金价格上涨对应的通胀水平相对稳定。

但我们可以看到，美元汇率和黄金价格的相关性较为显著。从历史数据看，以英镑兑美元作为美元汇率指标，以 LME 黄金现货价格衡量黄金价格走势，可以发现自 1978 年以来，除了个别年份短时间正相关外，大部分时间黄金价格走势和美元汇率强弱基本呈负相关。同时我们也注意到美元汇率是一个结果性指标，它又是由美国宏观经济以及货币政策决定，因此，仅观测美元汇率水平难以判断黄金价格，只有研究美国经济以及政策才能对汇率以及黄金价格能有较好理解。

图表29 黄金价格走势和美元汇率整体呈负相关



资料来源：Wind、平安证券研究所

根据历史黄金价格走势，自布雷顿森林体系解体后，黄金经历了四个周期，1970~1980年快速上涨周期，1981~2000年震荡期；2001~2012年上涨大牛市，2013~2018年震荡走弱。

通过对上述周期分析，我们发现，黄金价格周期背后，具体原因尽管不尽相同，如1970~1980年通胀问题十分突出，而2001~2013年次贷危机是导火索，债务危机是关键词，即使实施QE通胀问题也不突出，但背后的经济背景有一定规律可循。

1) 黄金周期是由经济形势以及货币政策共同作用的结果。黄金牛市通常始自上一轮经济增长后，期间经济增速放缓，前景不明朗，为了应对经济增长压力，政府及货币当局应用价格或数量工具，政策效用不大或失效，美元走弱，推动黄金价格上涨；而在经济增长以及货币政策平稳期，黄金价格受压制。

2) 黄金价格较为明显的上涨期伴随着货币政策信号，如1977~1980年持续加息，2008~2012年低利率以及量化宽松。而当货币政策信号出现反转，黄金价格会出现调整压力，如1981年通胀压力缓解后的降息，2013年退出QE的预期导致了随着黄金价格较大调整。

3) 黄金一个周期时间跨度较大，如1970~1980和2001~2012年牛市时间分别是10年和12年，而1981~2000年熊市时间跨度则约20年。

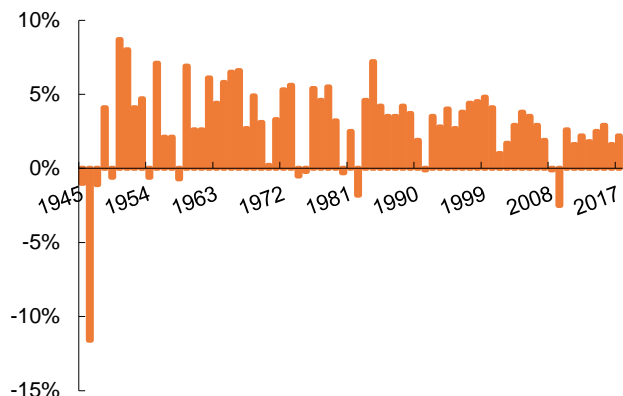
4) 大周期行情通常需要较为极端事件催化，如1970~1980石油危机，2001~2012年次贷危机。

图表30 黄金价格以及背后经济背景

时期	黄金价格周期	美国经济表现及政策
1970~1974年	人为压制释放后，黄金价格开启上涨	布雷顿森林体系崩溃，第一次石油危机爆发。经济增长放缓，通胀上升，美联储被动提高利率水平，相对经济增长，货币供给偏宽松。
1975~1980年	快速上涨，黄金大牛市	第二次石油危机爆发。经济增长波动大，先恢复后衰退，通胀问题突出，美联储被动加息至历史高点，货币供给偏宽松
1981~1990年	黄金价格1980~1984年较大回调，随后震荡	经济增长逐步恢复，并趋稳，高通胀水平得以控制，利率水平回落，并于1985~1990年保持相对稳定，货币供给中性略偏宽松
1991~2000年	1991~1995年上半年稳定，1995年下半年~2000年略有下跌。黄金震荡，小幅走弱	美国经济发展进入黄金期，经济持续较好增长，通胀水平处于较低水平，货币供给偏中性，利率水平相对稳定
2001~2012年	黄金价格步入上升通道，2005年起上涨加速，2008年快速上涨。是黄金21世纪首个大牛市	地缘政治动荡，911事件、伊拉克战争、阿富汗战争，网络泡沫破裂，美国经济放缓，美联储大幅降息，形成低利率环境，2008~2012年几乎处于零利率。次贷危机前货币政策中性略宽，次贷危机后货币政策大幅宽松，2009年~2012年持续QE
2013~2018年	黄金价格回调走弱。2011年~2012年高位震荡。2013年起总体走弱	2013年开始收缩流动性，货币供给增速下降。2015年开始加息。美国经济从次贷危机为逐步弱复苏，货币供给先松后紧。

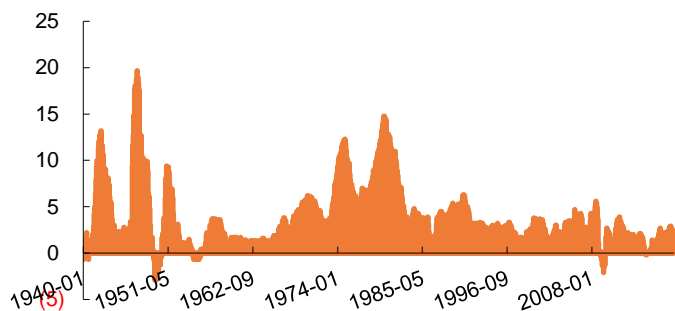
资料来源：平安证券研究所

图表31 二战后，美国 GDP 增速变化



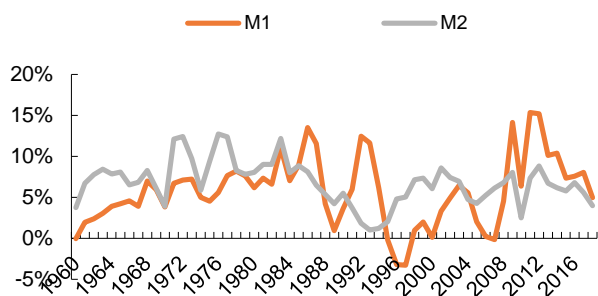
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表32 二战后，美国 CPI 变化



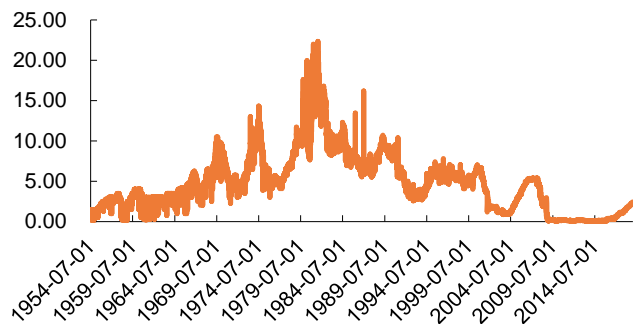
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表33 二战后，美国货币供给增速变化



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表34 二战后，美国联邦基准利率变化(%)



资料来源：Wind、平安证券研究所

3.3 现阶段黄金或处于新一轮周期的前奏

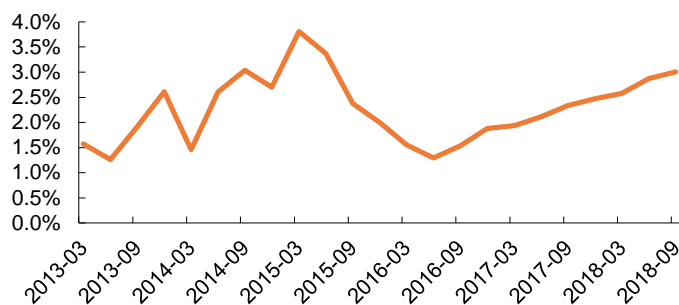
最近一轮黄金价格调整始自 2013 年，为此，我们重点分析 2013 年以来，美国经济及货币政策，对黄金价格做一展望。

通过数据，2013 年以来，美国经济逐步摆脱了对宽松政策的依赖，总体上仍处于复苏过程。2015 年起美国货币政策由宽松转为收缩，2015 年首次加息，同期货币供给进行了收缩，尽管对 2015 年当年经济增长有一定影响，但 2016 年起又进入良性增长轨道。2018 年美国经济增长依然良好，GDP 增速和失业率数据表现亮眼，但贸易战等不利的因素发酵，先行的制造业 PMI 指标有所回落。目前判断美国经济步入衰退还为时尚早，也没有进一步数据支撑，但未来放缓的可能性在增加。

结合美国经济表现，我们认为目前美国经济环境和上世纪 90 年代末到 21 世纪初的情况较为相似，处于经济增长及货币政策可能的转档期。黄金所处的环境好转，但美国经济未进入衰退，货币政策可能有调整，但大幅放松可能性不大，目前未看到重大催化经济事件发生。观察上世纪 90 年代末到 21 世纪初黄金价格表现，可以看到，随着压制价格因素弱化，黄金价格中枢开始抬升，但快速上涨条件仍不成熟。

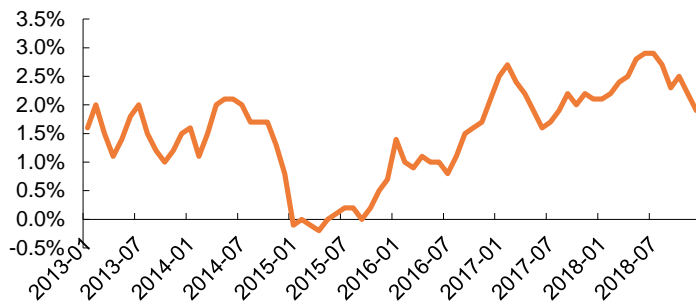
我们判断，目前黄金或处于新一轮上涨周期的前奏，货币政策调整可能带来价格重心逐步提高，但快速上涨仍需更多的催化剂。

图表35 2013年以来，美国季度GDP变化（折年数）



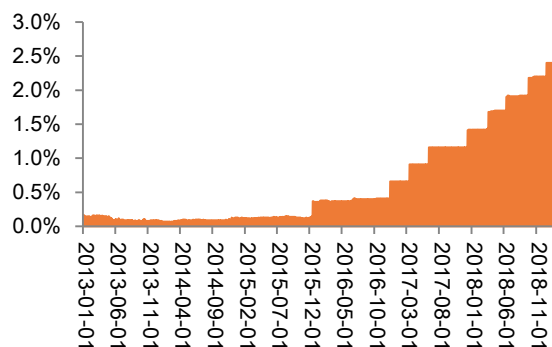
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表36 2013年以来，美国月度CPI变化



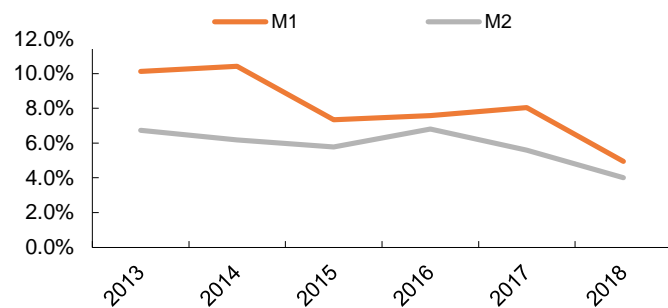
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表37 2013年以来，美联储基准利率变化趋势



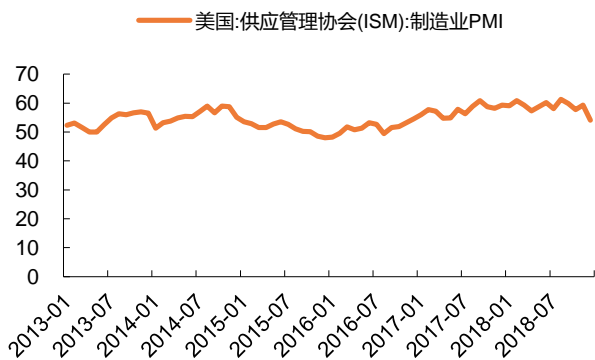
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表38 2013年以来，美国货币供给增速变化



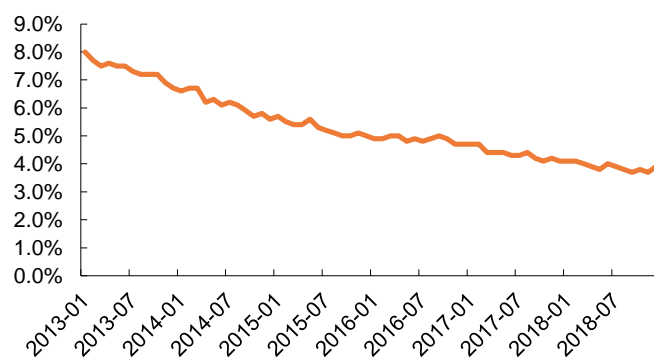
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表39 2013年以来，美国制造业PMI变化



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表40 2013年以来，美国失业率持续下降



资料来源：Wind、平安证券研究所

四、投资策略

综合分析，我们认为 2019 年随着美国经济增长放缓以及货币政策调整的可能性增加，黄金价格压制因素逐步减轻，黄金价格尽管不具备大幅上涨基础，但价格中枢有望上移，黄金股的配置价值显现。作为产销相对稳定子行业，资源以及产量弹性较大的公司受益程度更为明显，建议关注产量弹性较为突出的黄金龙头企业山东黄金、中金黄金。

图表41 主要黄金上市公司产量弹性比较

公司名称	产量（吨）		股本（亿股）	弹性（吨/亿股）
	2017A	2018H1		
山东黄金	35.88	19.39	22.14	1.62
中金黄金	25.39	11.71	34.51	0.74
西部黄金	3.63	-	6.36	0.57
湖南黄金	4.97	2.31	12.02	0.41
紫金矿业	37.48	16.88	230.31	0.16
赤峰黄金	2.06	-	14.26	0.14
荣华实业	0.66	0.15	6.66	0.10

资料来源：平安证券研究所 备注：由于 2018 年各公司年报尚未披露，弹性以各公司 2017 年产量为依据

五、风险提示

5.1 美国及全球经济向好，避险需求减弱的风险

尽管目前全球及美国经济预期转弱，但如果美国经济韧性超预期，或者中国出台稳增长措施取得了较为积极的作用，全球避险的需求将转弱，从而对黄金需求造成不利影响，并对黄金的价格走势产生不利影响。

5.2 黄金供给增加的风险

如果黄金价格如预期上涨，黄金盈利将好转，可能刺激生产者新扩建的积极性，尤其中国近年来由于黄金较为低迷价格和环保政策，中国黄金供给受到一定压制。而生产者积极性提高后，黄金供给或将增加，可能打压黄金价格表现。

5.3 黄金首饰消费偏好下降的风险

黄金首饰和各国历史和文化相关，目前中国和印度由于消费习惯，在全球黄金首饰消费占比较高。如果未来随着人们消费习惯的改变，黄金首饰偏好下降后，可能造成包括中国、印度在内的黄金消费下降，从而压制黄金价格。

5.4 贸易战及地缘政治变化的风险

其他对黄金价格影响的因素包括国际贸易、地缘政治、美国政治形势等，其中目前中美贸易、英国脱欧和美国国内政治关注较高。如果未来中美贸易达成协议、英国脱欧顺利或美国国内政治形势好转，将对黄金价格有一定的负面影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033