

► **期限利差倒挂复盘，历史总在重演。**期限利率倒挂是指在加息周期中，经济预期悲观，长端利率增速落后于短端，期限结构往往趋向平坦化甚至倒挂。通过梳理 1980 年以来美国共经历的 6 次期限利率倒挂，每一轮利差倒挂后的 1-2 年内通常伴随着经济的下滑，从历次倒挂后出现衰退来看，GDP 见底平均滞后利差倒挂开始时间约 18.7 个月，期限利差倒挂反映美国经济增长内生动能不足，为美国经济衰退的前置信号，且由于加息带来的美元回流和利率上升，对发展中国家经济发展影响较大，往往引发全球范围内的经济衰退或经济危机。

► **期限利差倒挂后伴随货币政策宽松。**在加息后期，随着长短期利率利差逐渐收窄直至倒挂，经济逐步出现放缓迹象，美联储为了保持经济稳定，货币政策通常会在期限利差倒挂之后 3-6 个月内停止加息从而转向宽松。可以看到 1988.12-1990.3，2000.2-2000.12，2005.12-2007.6，2019.8 四次利差倒挂后，美联储分别于 1989 年 6 月、2001 年 1 月、2007 年 9 月、2019 年 9 月开启了降低联邦基金目标利率的进程，较利差倒挂开始时间分别滞后 6、11、21、1 个月，降息开始时间平均滞后利差倒挂开始时间约 9.8 个月。

► **期限利差倒挂期间黄金资产表现良好。**加息后带动名义利率上行，较高的利率会对股票市场的估值产生压力，同时市场对于经济增长放缓预期也在提升，引发美股拐点的降临，利差倒挂开始时间平均领先美股回调时间约 7.8 个月。美股见顶承压，黄金及黄金股票走势通常会出现拐点。

► **衰退预期或掣肘加息，黄金配置时机来临。**本轮美联储加息周期的初期，10 年期-2 年期利率差于 2022 年 4 月初出现倒挂迹象，根据历史经验分析，反映了经济衰退的预期，美国经济增长指标已出现乏力迹象。当前在通胀持续超预期的环境下，美联储鹰派货币政策或将面临两难，年内实行 6 次加息次数有可能见顶。我们认为，加息预期当前已被市场充分反应，债券交易结果已经反应经济衰退预期，美国经济基本面的弱化或将持续牵制加息进程，若加息不及预期，黄金价格上行压力将大幅减弱，届时将出现通胀上行，但名义利率上行不及预期的局面，实际利率将进一步下行，黄金将走出一轮上涨行情，维持对行业的“推荐”评级。

► **重点推荐：**招金矿业、赤峰黄金、银泰资源、山东黄金。

► **风险提示：**金属价格大幅下跌；公司项目进度不及预期；生产安全风险；海外矿山所在国政治风险。

#### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600988.SH	赤峰黄金	20.69	0.47	0.50	1.19	44	41	17	推荐
01818.HK	招金矿业	7.36	0.32	0.01	0.33	23	736	22	推荐
600547.SH	山东黄金	21.70	0.52	-0.09	0.52	42	/	42	推荐
000975.SZ	银泰黄金	10.44	0.45	0.46	0.71	23	23	15	推荐
601899.SH	紫金矿业	12.13	0.25	0.60	1.04	49	20	12	推荐
600489.SH	中金黄金	8.27	0.32	0.41	0.46	26	20	18	推荐
002155.SZ	湖南黄金	11.31	0.19	0.30	0.56	60	38	20	推荐
002237.SZ	恒邦股份	11.15	0.38	0.40	0.56	29	28	20	推荐
000603.SZ	盛达资源	13.76	0.42	0.64	0.80	33	22	17	推荐
02099.HK	中国黄金国际	27.82	1.80	4.32	4.96	15	6	6	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，汇率取 0.1571 美元/人民币，1.2881 港币/人民币

注：股价为 2022 年 4 月 15 日收盘价；山东黄金，紫金矿业，湖南黄金，恒邦股份，中国黄金国际已披露 21 年年报

推荐

维持评级



**分析师：邱祖学**

执业证号：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理：张建业**

执业证号：S0100120080003

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

#### 相关研究

1. 黄金行业深度报告：黄金配置来了

# 目录

<b>1 期限利差倒挂复盘，历史总在重演 .....</b>	<b>3</b>
1.1 利差倒挂成因，衰退预期压制长端利率 .....	3
1.2 利差倒挂通常伴随经济衰退或经济危机 .....	4
1.3 历次期限利差倒挂时期梳理 .....	5
<b>2 期限利差倒挂后伴随货币政策宽松 .....</b>	<b>13</b>
<b>3 期限利差倒挂期间金价表现良好 .....</b>	<b>14</b>
<b>4 衰退预期或掣肘加息，黄金配置时机来临 .....</b>	<b>16</b>
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>19</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>20</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>20</b>

## 1 期限利差倒挂复盘，历史总在重演

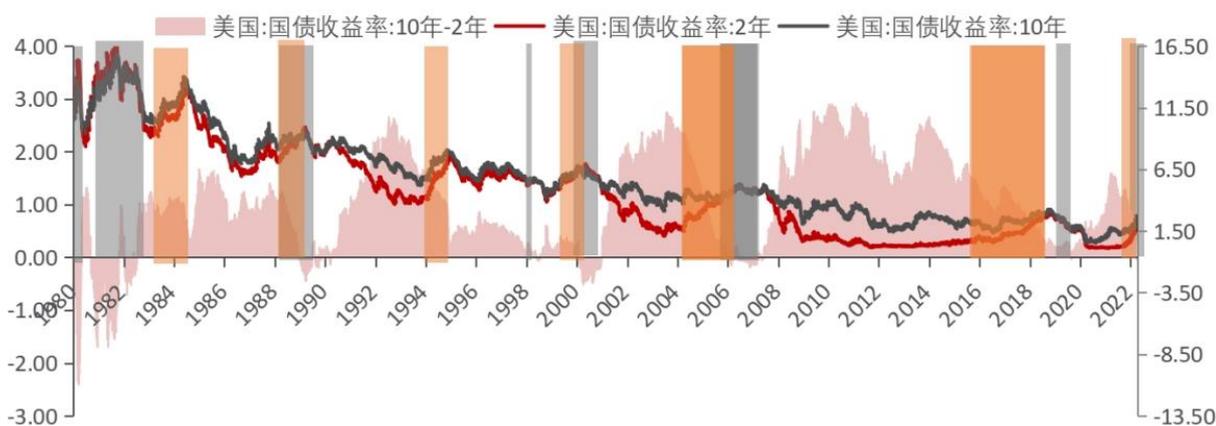
通过梳理 1980 年以来美国共经历的 6 次期限利率倒挂，从利率来看，每一轮利差倒挂均会带来加息进程的终止以及新一轮降息周期的开启，从资产价格来看，由于利率倒挂往往会伴随着经济衰退甚至危及的发生，因此黄金价格也有较大概率迎来上涨趋势。

### 1.1 利差倒挂成因，衰退预期压制长端利率

**加息阶段，美国期限结构往往趋向平坦化。**美国利率的传导体系为联邦基金利率—短端利率—长端利率，短端利率受经济增长、货币政策等因素的影响较大，与联邦基金利率相关性高。在加息周期中，美联储通过加息以控制通胀，短端利率会跟随加息推进而联动地出现提升。而长端利率还反映市场对经济前景的预期，初期会跟随短端利率上行，但上行速度慢于短端利率，进而导致加息周期中收益率曲线趋向于平坦化，期限利差逐步收窄。

**美联储加息周期中期限利差倒挂，暗含着经济下行压力较大。**回顾历史来看，“美联储货币政策收紧—美债长短端收益率倒挂—经济衰退”存在一定的传导机制。从美债收益率变化可以看出，美债收益率曲线的倒挂通常发生在经济扩张期的末期和衰退期的开端。1980 年至今，美债收益率共出现 6 次倒挂：1980.1-1982.7,1988.12-1990.3,1998.5-1998.8,2000.2-2000.12,2005.12-2007.6,2019.8。综合来看，加息使市场对未来经济预期悲观，进一步引发长端利率的上升速度慢于短端利率，期限利差出现倒挂，随之带来经济大幅下行。

图 1：美联储加息周期中，期限结构趋向于平坦化（%）



资料来源：wind，Bloomberg，民生证券研究院

注：灰色阴影部分表示期限利差倒挂阶段，黄色阴影表示美联储加息周期

左轴：美国国债收益率 10 年-2 年，右轴：美国国债收益率 2 年、美国国债收益率 10 年

## 1.2 利差倒挂通常伴随经济衰退或经济危机

从历次倒挂后出现衰退来看，GDP 见底时点较利差倒挂起始时间滞后约 18.7 个月。自 1980 年以来，美债期限利差倒挂通常紧随着一轮经济下行周期，1980 年 1 月-1982 年 7 月、1988 年 12 月-1990 年 3 月、1998 年 5 月-1998 年 8 月、2000 年 2 月-2000 年 12 月、2005 年 12 月-2007 年 6 月期限利差平均倒挂约 76BP、16BP、3BP、27BP、8BP，而美国 GDP 同比增速分别于 1982 年 9 月、1991 年 3 月、1998 年 9 月、2001 年 12 月、2009 年 6 月见底，GDP 见底与利差倒挂开始时间分别滞后了 21、16、4、23、42 个月。即一般在倒挂开始 1-2 年内，美国经济大概率进入衰退。但由于新冠疫情爆发，外部经济环境走弱，2019 年利差倒挂后仅 6 个月就提前进入衰退。

图 2：期限利差倒挂后，经济通常会进入衰退期（单位：%）

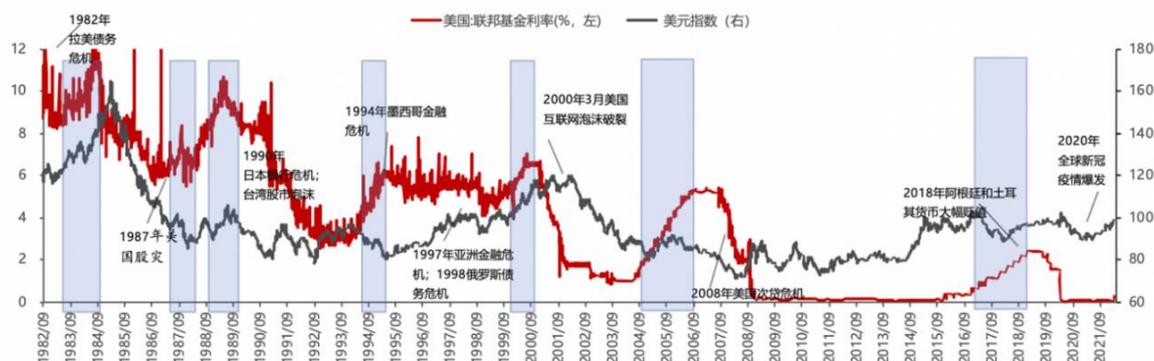


资料来源：wind，民生证券研究院

注：灰色阴影部分表示期限利差倒挂阶段，黄色阴影表示美联储加息周期

**期限利差倒挂伴随经济危机风险加剧：**由于利差倒挂通常发生在加息后期，而美联储加息对于美国国内而言，会刺破资产泡沫，对于新兴经济体一方面会加重其外债负担，另一方面会导致资本外流，引发债务及货币危机，因此期限利差倒挂后常会伴随着经济危机的爆发，而当经济危机对美国国内经济产生负面影响后，美联储往往会停止加息以对冲危机的影响，我们发现，最近 6 轮美债倒挂，除 98 年与 19 年两次美联储未处于加息周期外，其余时期倒挂发生后的 3-6 个月，美联储均停止了加息以应对经济下行压力。

图 3：每次危机当美国难以独善其身时，联储往往会停止加息甚至降息



资料来源：wind，民生证券研究院

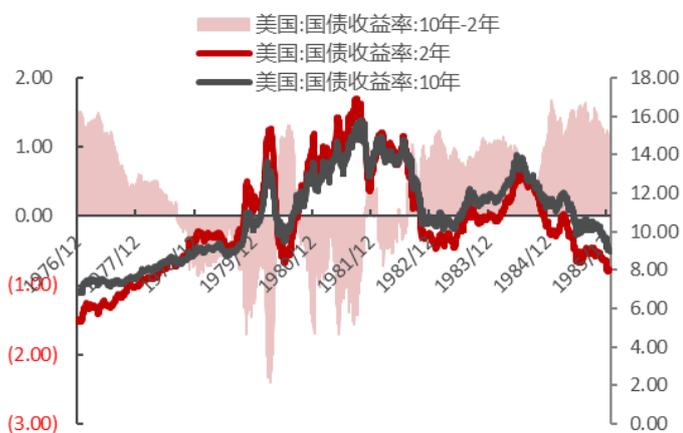
注：蓝色阴影表示美联储加息周期

### 1.3 历次期限利差倒挂时期梳理

第一次利差倒挂：1980年1月-1982年7月，从加息进程来看，1976-1979年美国联邦基金利率持续抬升，自1978年8月起长短债利差已经出现倒挂，但由于石油危机导致了美国的高通胀，名义利率不断攀升，美联储也维持了紧缩的货币政策，但经济疲弱导致长端利率上涨动力不足，期限利差持续出现倒挂。这一轮利差倒挂一直持续至1982年8月方才正式结束，自1982年9月起联邦基金基准利率开始下调。

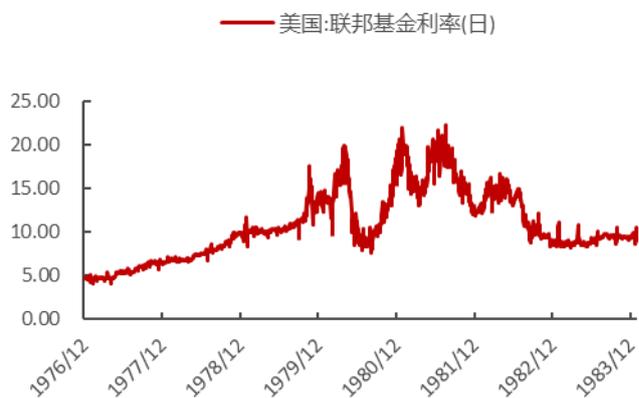
从资产价格来看，1979-1980年爆发的第二次石油危机引发了西方主要国家的经济衰退，带来了全球避险情绪高涨，这一时期黄金价格出现了一轮大行情，金价自1979年初上涨至1980年最高位834美元/盎司，涨幅达到近4倍。

图 4：1976-1985 年长短债收益率曲线（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：1976-1983 年联邦基金利率（%）



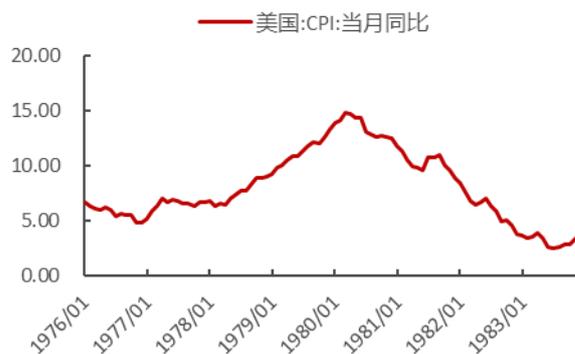
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：1976-1983 年 GDP 增长率（%）



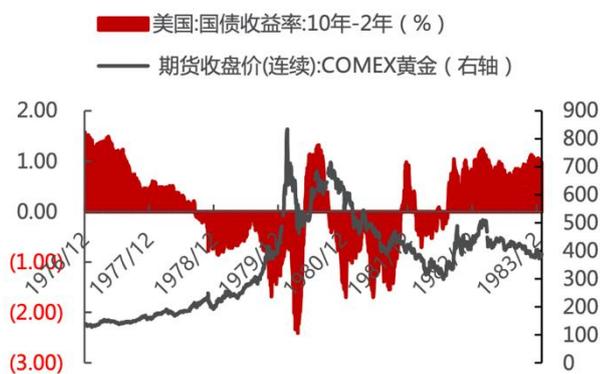
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：1976-1983 年 CPI 增长率（%）



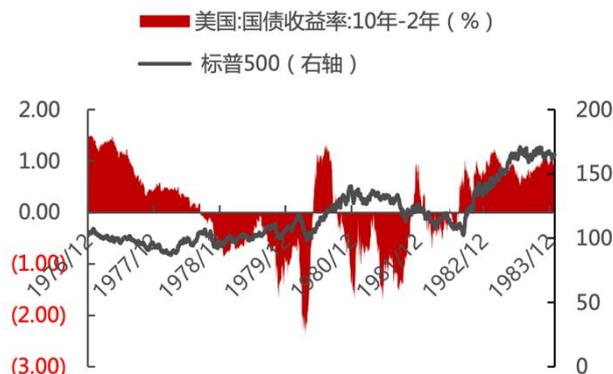
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：1976-1983 年 COMEX 黄金价格（美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

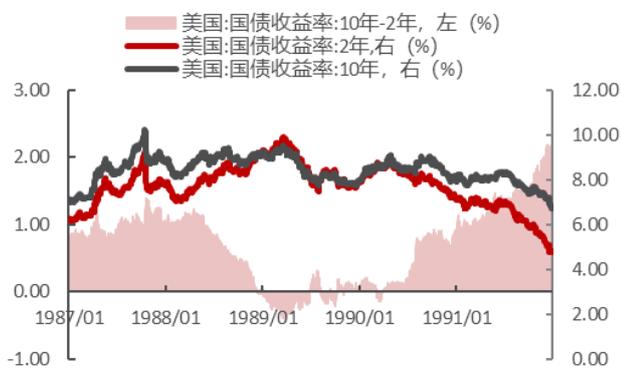
图 9：1976-1983 年标普 500 指数



资料来源：wind，民生证券研究院

第二次利差倒挂：1988年12月-1990年3月，从加息进程来看，美联储自1987年开始加息，87年末至88年上半年由于股灾美联储紧急降息，但此后又一路加息至1989年5月的9.81%。而在加息末期美国经济增速出现放缓，导致长端利率因预期较为悲观而上涨乏力，出现利差倒挂。自1989年6月起美联储就开始下调目标利率，进入降息周期。

从资产价格来看，88-90年利差倒挂后期，美国经济增速已出现放缓，并且1990年8月又爆发海湾战争，导致美股出现两次较大幅度的回调，但与美股走势相反，黄金价格则出现两次上涨。

**图 5：1987-1991 年长短债收益率曲线**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 12：1987-1991 年 GDP 增长率 (%)**

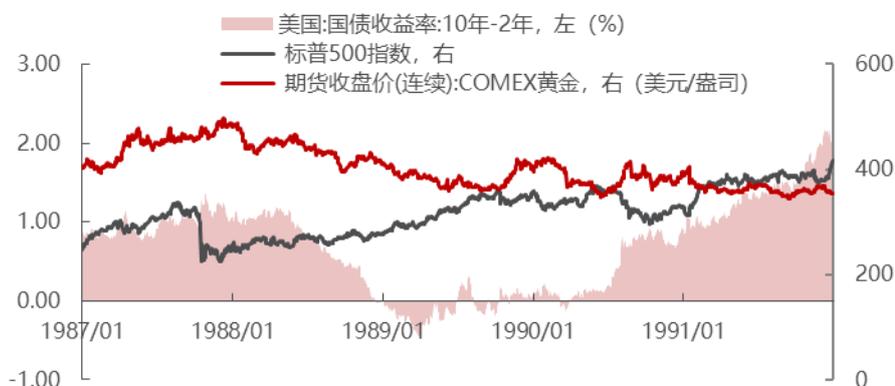

资料来源：wind，民生证券研究院

**图 11：1987-1991 年联邦基金目标利率 (%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 13：1987-1991 年 CPI 增长率 (%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 14：1987-1991 年标普 500 指数与 COMEX 黄金价格**


资料来源：wind，民生证券研究院

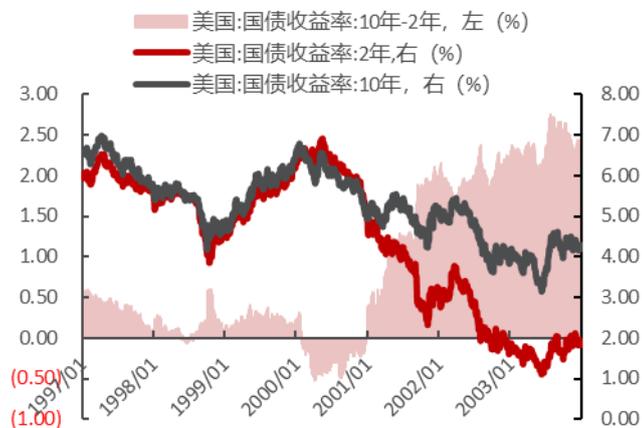
注：左轴：美国国债收益率 10 年-2 年，右轴：COMEX 黄金价格，标普 500 指数

**第三次利差倒挂：1998 年 5 月-2000 年 12 月，互联网泡沫破裂，黄金价格迎来上涨。**这一时期包含 1998 年 5 月-1998 年 8 月与 2000 年 2 月-2000 年 12 月两个阶段，由于间隔时间近，且经济环境相似，因此可合并进行分析。

从加息进程来看，1992-1999 年美国经济增长，GDP 平均增速 3.81%，以互联网企业为代表的新兴经济快速发展，计算机行业指数增长高于工业行业指数增长。为抑制经济过热，美联储自 1999 年开始加息，联邦基金利率累计上调 175BP，导致短端利率快速提升。但此次加息后经济增速很快出现放缓，至 2000 年 3 月互联网泡沫破灭，纳斯达克指数大跌，经济增速也持续下滑，市场悲观预期导致长端利率增长较缓，期限利率出现倒挂。同时美联储自 2001 年开始降息，至 2003 年 6 月将联邦基金利率下调至 1%，共降息 550BP。

从资产价格来看，由于互联网泡沫的破裂，美股大跌，标普 500 指数于 2000 年 3 月见顶、2002 年 10 月跌至底部 776.76，跌幅近 50%。而在这一时期，COMEX 黄金价格走势则较为稳健，上涨 12%至 320 美元/盎司。

**图 15：1997-2003 年长短债收益率曲线（%）**



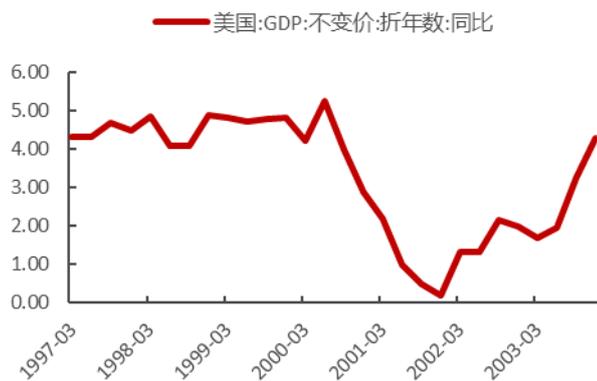
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 16：1997-2003 年联邦基金目标利率（%）**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图 17：1997-2003 年 GDP 增长率（%）**



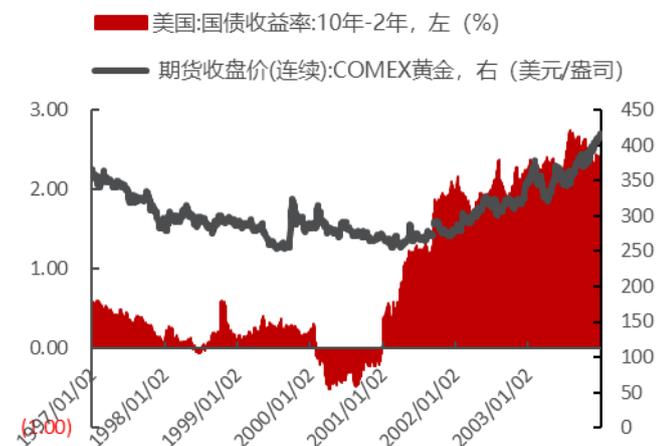
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 18：1997-2003 年 CPI 增长率（%）**



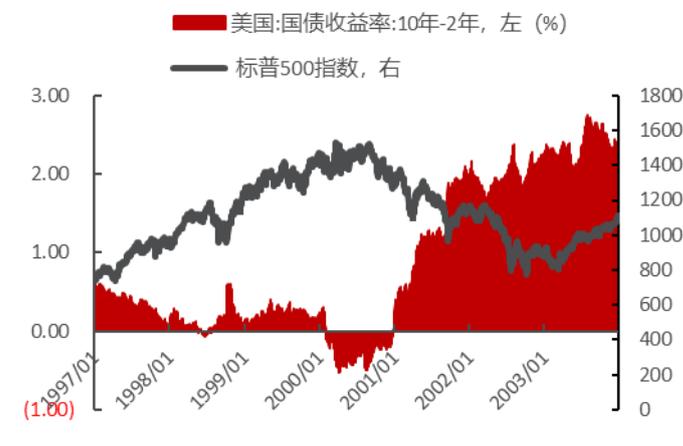
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：1997-2003 年 COMEX 黄金价格（美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：1997-2003 年标普 500 指数

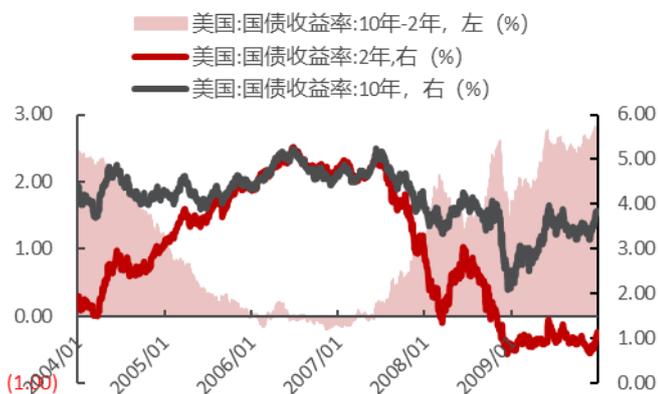


资料来源：wind，民生证券研究院

第四次利差倒挂：2005 年 12 月-2007 年 6 月，从加息进程来看，2004 年起美国经济开始复苏，美联储开始加息，这轮加息周期累积加息 425BP，但此轮加息周期中长端利率与短端利率的联动关系相对较弱，导致加息后期短端利率已在较高水平，而长端利率增长仍较为缓慢。由于这一时期美国政府鼓励贷款买房，诱发了房地产泡沫，但 GDP 增速却在逐年放缓，最终紧缩的货币政策刺破了资产泡沫引起次贷危机，因此美联储自 2007 年 9 月起开始启动降息。

从资产价格来看，在这轮利差倒挂周期中，标普 500 指数在 2007 年 10 月见顶，而黄金价格则是在 2008 年 3 月达到阶段性的高位，在美股出现震荡下行初期，黄金价格表现出了良好的走势。

图 21：2004-2009 年长短债收益率曲线（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：2004-2009 年联邦基金目标利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 23 : 2004-2009 年 GDP 增长率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 24 : 2004-2009 年 CPI 增长率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 25 : 2004-2009 年 COMEX 黄金价格 (美元/盎司)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26 : 2004-2009 年标普 500 指数



资料来源：wind，民生证券研究院

第五次利差倒挂：2019 年 8 月，从加息进程来看，2018 年，美联储年内四次加息并持续缩表，10 年期美债利率由年初的 2.4% 上升至 11 月的 3% 左右。2019 年初，美联储意识到加息过度，态度开始转向，3 月表达暂停加息意图，6 月暗示降息，随后 7 月、9 月两次降息，8 月正式停止缩表。10 年期美债收益率也从 19 年初的 2.7% 回落至 9 月初的 1.5%。

从资产价格来看，由于美联储降息，货币市场面临流动性短缺，短端利率下行速度慢于长端，因此出现降息周期中的倒挂，2019 年 8 月末期限利差短暂为负后出现回升。美股在倒挂期间 1-2 周时间内波动有所加大，此后恢复上行趋势，黄金价格在衰退预期下整体呈现上行态势。

图 27：2018-2022 年长短债收益率曲线（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 29：2018-2022 年 GDP 增长率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 28：2018-2022 年联邦基金目标利率（%）



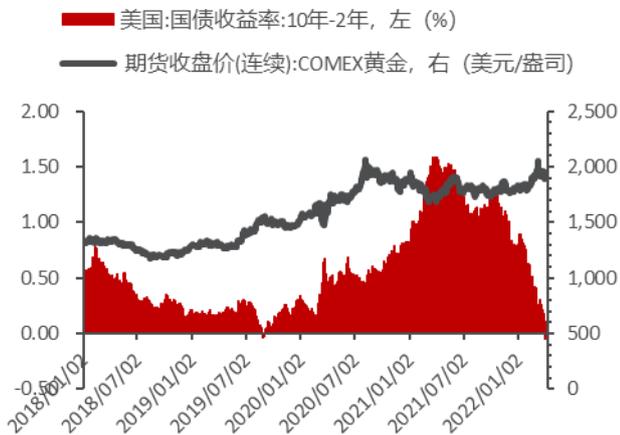
资料来源：wind，民生证券研究院

图 30：2018-2022 年 CPI 增长率（%）



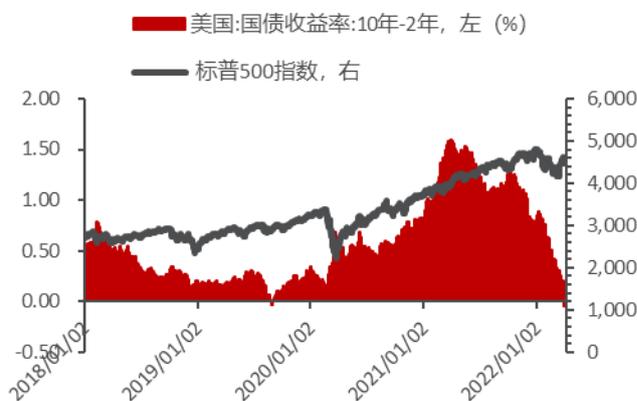
资料来源：wind，民生证券研究院

图 31 : 2018-2022 年 COMEX 黄金价格 (美元/盎司)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 32 : 2018-2022 年标普 500 指数



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 期限利差倒挂后伴随货币政策宽松

在加息后期，随着长短期利率利差逐渐收窄直至倒挂，经济逐步出现放缓迹象，美联储为了刺激经济，货币政策通常转向宽松，降息开始时间平均滞后利差倒挂开始时间约 9.8 个月。可以看到，1988.12-1990.3，2000.2-2000.12，2005.12-2007.6，2019.8 四次利差倒挂后，美联储分别于 1989 年 6 月、2001 年 1 月、2007 年 9 月、2019 年 9 月开启了降低联邦基金目标利率的进程，较利差倒挂开始时间分别滞后 6、11、21、1 个月。

图 33 : 期限利差倒挂后，加息进入尾声，联邦基金目标下降 (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：灰色阴影部分表示期限利差倒挂阶段

**表 1：美国长短债利差倒挂表征经济走弱，货币宽松**

<b>1980.1-1982.7</b>	<b>GDP:不变价:同比</b>	<b>CPI:当月同比</b>	<b>联邦基金利率</b>
利差倒挂期间均值	0.60%	11.01%	14.73%
利差倒挂后 6 个月均值	-0.86%	5.13%	9.63%

<b>1988.12-1990.3</b>	<b>GDP:不变价:同比</b>	<b>CPI:当月同比</b>	<b>联邦基金目标利率</b>
利差倒挂前 6 个月均值	4.0%	4.12%	7.88%
利差倒挂期间均值	3.5%	4.88%	9.09%
利差倒挂后 6 个月均值	2.1%	5.07%	7.88%

<b>1998.5-1998.8</b>	<b>GDP:不变价:同比</b>	<b>CPI:当月同比</b>	<b>联邦基金目标利率</b>
利差倒挂前 6 个月均值	4.48%	1.55%	5.50%
利差倒挂期间均值	4.10%	1.70%	5.25%
利差倒挂后 6 个月均值	4.85%	1.57%	5.00%

<b>2000.2-2000.12</b>	<b>GDP:不变价:同比</b>	<b>CPI:当月同比</b>	<b>联邦基金目标利率</b>
利差倒挂前 6 个月均值	4.76%	2.58%	5.05%
利差倒挂期间均值	4.14%	3.44%	6.08%
利差倒挂后 6 个月均值	1.68%	3.37%	4.79%

<b>2005.12-2007.6</b>	<b>GDP:不变价:同比</b>	<b>CPI:当月同比</b>	<b>联邦基金目标利率</b>
利差倒挂前 6 个月均值	3.32%	3.63%	3.63%
利差倒挂期间均值	2.46%	3.03%	4.75%
利差倒挂后 6 个月均值	2.10%	3.18%	4.50%

<b>2019.08</b>	<b>GDP:不变价:同比</b>	<b>CPI:当月同比</b>	<b>联邦基金目标利率</b>
利差倒挂前 6 个月均值	2.13%	1.85%	2.50%
利差倒挂期间均值	2.22%	1.73%	1.88%
利差倒挂后 6 个月均值	1.60%	1.83%	0.75%

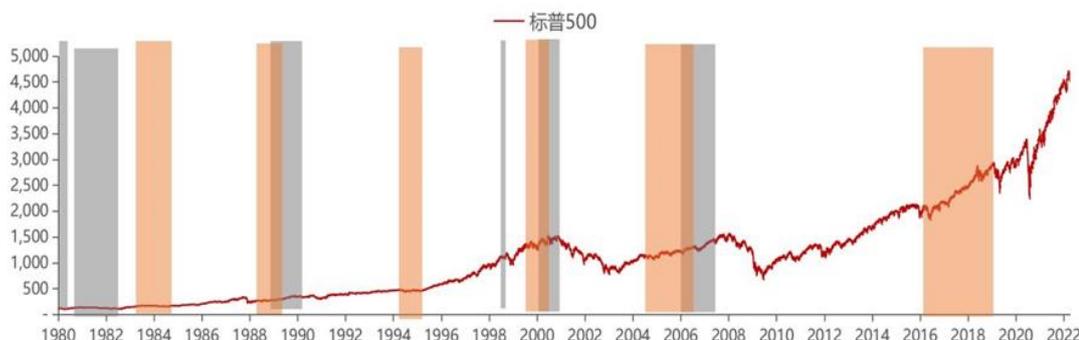
资料来源：Wind, 民生证券研究院

### 3 期限利差倒挂期间金价表现良好

利差倒挂开始时间平均领先美股回调时间约 7.8 个月。加息后带动名义利率上行，较高的利率会对股票市场的估值产生压力，同时市场对于经济增长放缓预期也在提升，引发美股拐点的降临。期限利差倒挂进一步强化了经济下行的预期，因此对股票市场向下的压力更大。1988.12-1990.3，2000.2-2000.12，2005.12-2007.6，2019.08 四次利差倒挂后，标普 500 指数分别于 1990 年 7 月、2000 年 9 月、2007 年 10 月、2020 年 2 月出现下调，较利差倒挂开始时间分别滞后 8、

7、11、5个月。2022年在4月1日10年期-2年期期限利差首次倒挂以来，标普500指数已经开始呈现持续性下滑。

图 34：期限利差倒挂通常为美国下行的先行指标



资料来源：wind，民生证券研究院

注：灰色阴影部分表示期限利差倒挂阶段，黄色阴影表示美联储加息周期

**美股见顶承压，黄金及黄金股票走势通常会出现拐点。**作为大类资产配置的可品种，美元、美债、美股、黄金存在隐形替代关系。当经济预期转差时，美股指数转头下行，市场风险情绪提升，作为风险资产的替代品，黄金的避险属性和投资价值开始凸显，同时反映美国黄金类股票走势的金甲虫指数也出现同步上涨。类似的2000年标普500见顶，黄金价格及黄金股指数达到底部；2008年市场发生系统性风险初期，标普500已出现拐点，而黄金股指数则迎来一轮上涨。

图 35：历史复盘，美股见顶时期黄金股往往走势较好



资料来源：wind，民生证券研究院

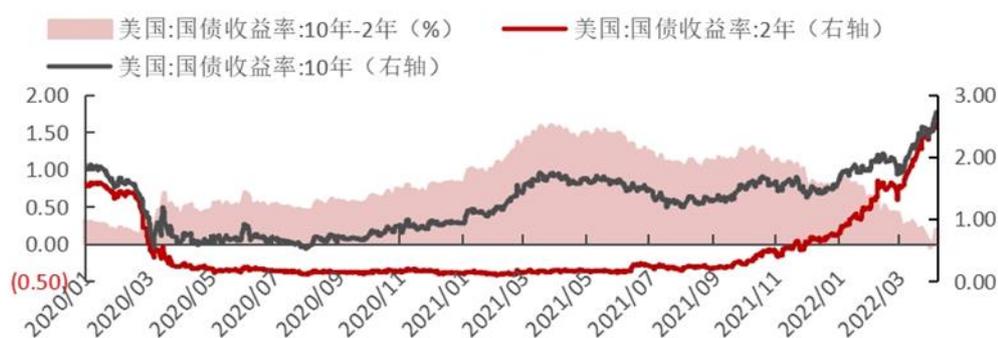
注：灰色阴影部分为历史上美股承压，黄金及黄金股票走势良好阶段

左轴：标普500指数，右轴：金甲虫指数、COMEX黄金价格

## 4 衰退预期或掣肘加息，黄金配置时机来临

美国期限利差已出现倒挂迹象，衰退信号出现。美债 10 年期-2 年期期限利差自 3 月 1 日以来逐步收窄，4 月 1 日、4 月 4 日分别出现倒挂 5bp、1bp，当前美国通胀高企，美联储加息控制通胀论述强硬，点阵图显示年内将加息 6 次，短端利率有望持续上行，在长端利率上行速率平缓的情况下期限利差或将反复出现倒挂。

图 36：当前美国 10 年期-2 年起利差收窄至 14BP 左右（%）



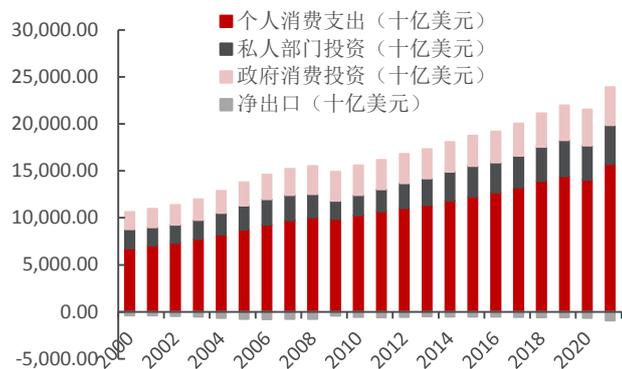
资料来源：wind，民生证券研究院

左轴：美国国债收益率 10 年-2 年，右轴：美国国债收益率 2 年、美国国债收益率 10 年

从美国经济增长来看，投资、消费端指标均反应经济增长动能下降。2021 年 GDP 上升，主要来源于个人消费支出的提高，个人消费支出占 GDP 比例 68.45%，私人部门投资占比 17.91%，政府消费支出占比 17.62%。

从财政支出来看，考虑到美国财政赤字处于历史高位水平，拜登提出的一系列财政刺激法案逐步缩水，根据 CBO 在 2021 年 7 月发布的 2022-2031 年联邦收入和支出预测，预计 2022 财年，美国政府财政总支出将减少到 5.54 万亿美元，同比大幅减少 19.01%。

图 37：2000-2021 年美国 GDP 构成



资料来源：wind，民生证券研究院

图 38：2022 年美国财政支出预计大幅下滑



资料来源：CBO，民生证券研究院

从消费端来看，由于居民薪资增速低于通胀增速，当前美国居民实际人均可支配收入（不变价计算）增速持续处于负区间，密歇根大学消费信息指数降至 10 年以来低位，美国消费作为拉动经济增长三分之二的动能来源，在高通胀和经济悲观预期影响下，已经开始呈现减弱趋势。

图 39：2022 年美国实际个人可支配收入出现下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图 40：美国消费信心指数呈现波动下降趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

从投资端来看，美国私人投资增速自 2021 年 6 月份季调数据已经开始出现下滑，加息带来的流动性收紧或进一步降低投资意愿。美国与住宅投资密切相关的 30 年期抵押贷款利率，自 2022 年初加速上升，即将触及 2018 年的高位，且在加息预期下或将持续上升，预计对房地产销售形成较强压力。

图 41：美国私人住宅投资额逐步下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图 42：美国私人投资增速下行



资料来源：wind，民生证券研究院

我们认为，财政政策方面，美国财政支出 2022 年预计大幅下滑，货币政策方面，在高通胀抑制需求下，加息对经济增长的负面影响或被进一步放大。债券市场交易的长短端利率差已经反映了对经济的悲观预期，美国消费、投资等经济指标已显示增长乏力，当前形势下，美联储的鹰派加息或将受到经济下滑的牵制。

根据历史复盘，为应对经济下行压力，期限利差倒挂后 3-6 个月内美联储通常停止加息，届时美联储加息放缓将导致美债名义利率上行的动能减弱，在高通胀预计长期持续的背景下，或拉动实际利率进一步下行，黄金有望开启新一轮上涨行情，维持对黄金板块的“推荐”评级。

**重点推荐：赤峰黄金、招金矿业、银泰资源、山东黄金。**

## 5 风险提示

**1) 金属价格大幅下跌风险**：若相关矿产品市场价格波动较大，矿产企业可能承受较大经营压力；

**2) 公司项目进度不及预期风险**：受疫情、政策监管等影响，在建项目或不能按时投产；

**3) 生产安全风险**：自然灾害、设备故障、人为失误都可能形成安全隐患；

**4) 海外矿山所在国政治风险**：大多数金矿位于海外，俄乌冲突加剧，部分海外项目所在国家或地区政治、社会结构存在一定不稳定。

## 插图目录

图 1：美联储加息周期中，期限结构趋向于平坦化（%）	3
图 2：期限利差倒挂后，经济通常会进入衰退期（单位：%）	4
图 3：每次危机当美国难以独善其身时，联储往往会停止加息甚至降息	5
图 4：1976-1985 年长短债收益率曲线（%）	6
图 5：1976-1983 年联邦基金利率（%）	6
图 6：1976-1983 年 GDP 增长率（%）	6
图 7：1976-1983 年 CPI 增长率（%）	6
图 8：1976-1983 年 COMEX 黄金价格（美元/盎司）	6
图 9：1976-1983 年标普 500 指数	6
图 10：1987-1991 年长短债收益率曲线	7
图 11：1987-1991 年联邦基金目标利率（%）	7
图 12：1987-1991 年 GDP 增长率（%）	7
图 13：1987-1991 年 CPI 增长率（%）	7
图 14：1987-1991 年标普 500 指数与 COMEX 黄金价格	8
图 15：1997-2003 年长短债收益率曲线（%）	9
图 16：1997-2003 年联邦基金目标利率（%）	9
图 17：1997-2003 年 GDP 增长率（%）	9
图 18：1997-2003 年 CPI 增长率（%）	9
图 19：1997-2003 年 COMEX 黄金价格（美元/盎司）	10
图 20：1997-2003 年标普 500 指数	10
图 21：2004-2009 年长短债收益率曲线（%）	10
图 22：2004-2009 年联邦基金目标利率（%）	10
图 23：2004-2009 年 GDP 增长率（%）	11
图 24：2004-2009 年 CPI 增长率（%）	11
图 25：2004-2009 年 COMEX 黄金价格（美元/盎司）	11
图 26：2004-2009 年标普 500 指数	11
图 27：2018-2022 年长短债收益率曲线（%）	12
图 28：2018-2022 年联邦基金目标利率（%）	12
图 29：2018-2022 年 GDP 增长率（%）	12
图 30：2018-2022 年 CPI 增长率（%）	12
图 31：2018-2022 年 COMEX 黄金价格（美元/盎司）	13
图 32：2018-2022 年标普 500 指数	13
图 33：期限利差倒挂后，加息进入尾声，联邦基金目标下降（单位：%）	13
图 34：期限利差倒挂通常为美国下行的先行指标	15
图 35：历史复盘，美股见顶时期黄金股往往走势较好	15
图 36：当前美国 10 年期-2 年起利差收窄至 14BP 左右（%）	16
图 37：2000-2021 年美国 GDP 构成	17
图 38：2022 年美国财政支出预计大幅下滑	17
图 39：2022 年美国实际个人可支配收入出现下滑	17
图 40：美国消费信心指数呈现波动下降趋势	17
图 41：美国私人住宅投资额逐步下滑	18
图 42：美国私人投资增速下行	18

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：美国长短债利差倒挂表征经济走弱，货币宽松	14

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001