



贵金属行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

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：王钦扬（执业 S1130523120001）

wangqinyang@gjzq.com.cn

掘“金”系列（五）：美联储或提前放缓缩表，黄金股主升浪时点渐近

行情回顾

本月（12.21~1.24）前期市场对于美联储降息预期强化，但从1月中上旬开始由于美国非农及CPI数据超预期表现，同时美联储官员发言打压市场过早的降息预期，受降息预期的波动，金银价格涨后回落。本月伦敦现货黄金收盘价最高涨至2078.40美元/盎司，收于2024.65美元/盎司，伦敦现货白银收盘价最高涨至24.46美元/盎司，收于22.77美元/盎司。

基于黄金价格模型，我们预计2024年黄金价格相对于2023年模型预测金价上涨19.3%至2355美元/盎司，2025年黄金价格相对于2024年模型预测金价上涨6.6%至2510美元/盎司。

投资观点

（1）海外黄金股：金价上涨同时业绩释放带来更好市场表现

美联储正式降息1-2次后，黄金价格仍有上涨，但A股黄金股相对收益缩窄且股价波动率增加。一方面降息预期兑现，股价有所反应；另一方面是因为黄金价格较高，激励黄金生产企业开采品位较低的矿石，使得克金成本超预期上涨，同时矿石品位较低也会导致矿产金产量有所下降。

对比2006-2008年和2018-2020年海外黄金上市公司的股价表现及生产经营数据，发现股价表现较好、股票相对收益跟随黄金价格在美联储实际降息后持续上涨的公司（2006-2008年为巴里克黄金和金罗斯黄金，2018-2020年为安格鲁阿散蒂和哈莫尼黄金），业绩（EBITDA）能够跟随黄金价格上涨较好释放，即使每盎司现金成本出现上涨，也能实现“增收增利”。

（2）美联储或将“提前”放缓缩表

美联储负债结构发生转变。从2023年6月暂停债务上限至今，美联储资产负债表规模缩减0.71万亿美元，同期逆回购规模缩减1.57万亿美元，逆回购缩减规模超过美联储资产负债表收缩规模。

美联储负债结构转换的原因一方面是暂停债务上限后，财政部扩大发债规模，大量短期国债的发行导致资金流出逆回购；另一方面是持有美联储隔夜逆回购机会成本上升，导致银行向美联储购买逆回购变得“不划算”。

美联储或将“提前”放缓缩表。当前仍处于准备金过剩状态，但考虑到2019年曾发生回购危机，当前随着ON RRP的下降，总体流动性状况或将出现更多不确定性，与历史上美联储政策环境进行对比，当前与2019年情况较为类似，美联储或将在正式开始降息前先放缓或停止缩表。

（3）美国通胀及就业市场韧性仍存，通胀预期显著回落

美国12月CPI同比3.4%，高于预期的3.2%，高于前值的3.1%，核心CPI同比3.9%，高于预期的3.8%，低于前值的4%。美国12月新增非农就业人口21.6万人，高于预期的17万人，10月和11月新增非农合计下修7.1万人。

美国12月CPI数据和非农数据超预期，显示出美国通胀和劳动力市场韧性仍存，但通胀预期期限结构曲线显著下移，2023年12月除20年期通胀预期偏高为2.42%，其余期限通胀预期均维持在2.1%-2.2%，相较于美联储2%的通胀目标逐步接近。当前Fed Watch工具显示市场定价2024年5月开始降息，降息25BP概率为55.1%，较此前有所推迟。

投资建议

供需因素影响弱化后，金价分析将在中观层面重回实际利率框架。在实际利率框架下，当前正处于美联储停止加息到明确释放降息信号前的黄金股右侧配置期，并且黄金股相对收益尚未兑现全部金价上涨预期，预计美联储明确释放降息信号后黄金股将迎来主升浪行情。当前由于美国总体流动性状况存在不确定性，美联储放缓或停止缩表进程或将提前，这与2019年情况类似，逐步接近正式释放降息信号及黄金股主升浪行情启动点。建议关注**银泰黄金、山东黄金、中金黄金、招金矿业、赤峰黄金**等标的。

风险提示

美联储紧缩货币政策反复，黄金公司业绩不及预期，美国经济超预期向好。



内容目录

一、海外黄金股：金价上涨同时业绩释放带来更好市场表现.....	5
二、美联储或将“提前”放缓缩表.....	6
三、降息预期波动影响，金银价格涨后回落.....	8
四、降息预期有所推迟，OIS 隐含利率曲线上移.....	10
4.1 实际利率上涨压制黄金价格.....	10
4.2 美联储持续缩表.....	11
4.3 美国 12 月通胀超预期.....	12
4.4 市场降息预期扰动，驱动 OIS 隐含利率曲线回升.....	15
4.5 主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线.....	16
4.6 全球黄金累库.....	17
五、央行购金放缓，黄金 ETF 流出增加.....	18
5.1 全球央行购金热度降温持续.....	18
5.2 12 月黄金 ETF 持仓流出有所增长.....	20
5.3 黄金相对比价未达历史高位.....	20
5.4 央行购金支撑前三季度实物黄金需求.....	22
5.5 世界白银协会预测 2023 年白银短缺 4420 吨.....	22
六、行业新闻及重点公司公告.....	23
6.1 行业新闻.....	23
6.2 重点公司公告.....	23
七、行业重点公司估值.....	23
八、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：2006-2008 年海外主要黄金上市公司相对收益复盘.....	5
图表 2：2018-2020 年海外主要黄金上市公司相对收益复盘.....	5
图表 3：巴里克黄金 2006-2008 年主要经营数据.....	6
图表 4：金罗斯黄金 2006-2008 年主要经营数据.....	6
图表 5：安格鲁阿散蒂 2018-2020 年主要经营数据.....	6
图表 6：哈莫尼黄金 2018-2020 年主要经营数据.....	6
图表 7：逆回购降幅超过美联储缩表规模（单位：十亿美元）.....	7
图表 8：暂停债务上限后美国财政部发行大量短期国债（单位：十亿美元）.....	7
图表 9：SOFR-ON RRP 利差扩大.....	7



图表 10:	当前准备金处于过剩状态	8
图表 11:	2019 年 9 月美国短期货币市场出现流动性风险	8
图表 12:	黄金价格	8
图表 13:	白银价格	9
图表 14:	通胀调整的金价 (CPI: 1982-1984 年=100)	9
图表 15:	黄金价格模型各指标对金价贡献 (单位: 美元/盎司)	9
图表 16:	模型预测 2024 年金价上涨 19.3%至 2355 美元/盎司	10
图表 17:	2024 年初至今贵金属行业指数-10.14%	10
图表 18:	近一个月贵金属行业指数-9.15%	10
图表 19:	金价&实际利率	11
图表 20:	2023 年以来金价&实际利率	11
图表 21:	联邦基金目标利率&美联储资产	11
图表 22:	全球负利率债券规模占比	11
图表 23:	美联储资产负债表 (截至 2024 年 1 月 17 日)	12
图表 24:	美国 CPI&核心 CPI 同比	12
图表 25:	美国 PCE&核心 PCE 同比	12
图表 26:	美国核心 CPI 各分项权重	13
图表 27:	美国核心 CPI 分项同比 (%)	13
图表 28:	美国核心 CPI 分项环比 (%)	13
图表 29:	美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比	13
图表 30:	美国新增非农就业人数 (千人)	14
图表 31:	美国失业率&职位空缺率	14
图表 32:	服务新增非农就业分项 (千人)	14
图表 33:	生产新增非农就业分项 (千人)	14
图表 34:	市民工人雇佣成本同比 (%)	15
图表 35:	私营企业雇佣成本同比 (%)	15
图表 36:	州和地方政府雇佣成本同比 (%)	15
图表 37:	其他主要经济体 CPI 同比	15
图表 38:	美国通胀预期期限结构 (%)	16
图表 39:	美国 PCE 预测 (%)	16
图表 40:	美债期限结构 (%)	16
图表 41:	OIS 隐含利率 (%)	16
图表 42:	主要经济体制造业 PMI	17
图表 43:	主要经济体服务业 PMI	17
图表 44:	主要经济体 GDP 增速	17



图表 45: 主要经济体近两年 GDP 增速.....	17
图表 46: COMEX 黄金非商业持仓.....	18
图表 47: COMEX 黄金非商业净持仓.....	18
图表 48: 黄金库存.....	18
图表 49: COMEX 白银总持仓.....	18
图表 50: 白银库存.....	18
图表 51: LBMA 金银库存.....	18
图表 52: 全球央行黄金储备.....	19
图表 53: 全球央行季度购金量.....	19
图表 54: 全球央行购金需求.....	19
图表 55: 2023 年主要购金&售金国家 (吨).....	19
图表 56: 中国央行黄金储备.....	20
图表 57: 黄金和美元占全球外汇储备比重.....	20
图表 58: 全球黄金 ETF 持仓.....	20
图表 59: 全球黄金 ETF 持仓流量.....	20
图表 60: 金铜比与美债名义利率.....	21
图表 61: 近两年金铜比.....	21
图表 62: 金油比与 VIX 指数.....	21
图表 63: 近两年金油比.....	21
图表 64: 金银比与美元指数.....	22
图表 65: 近两年金银比.....	22
图表 66: 黄金供需平衡.....	22
图表 67: 白银供需平衡.....	23
图表 68: 从前两轮周期最高水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置.....	24
图表 69: 从前两轮周期平均水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置.....	24
图表 70: 行业重点公司估值表 (收盘价: 元; PE: 倍; 截至 2024 年 1 月 24 日收盘).....	25



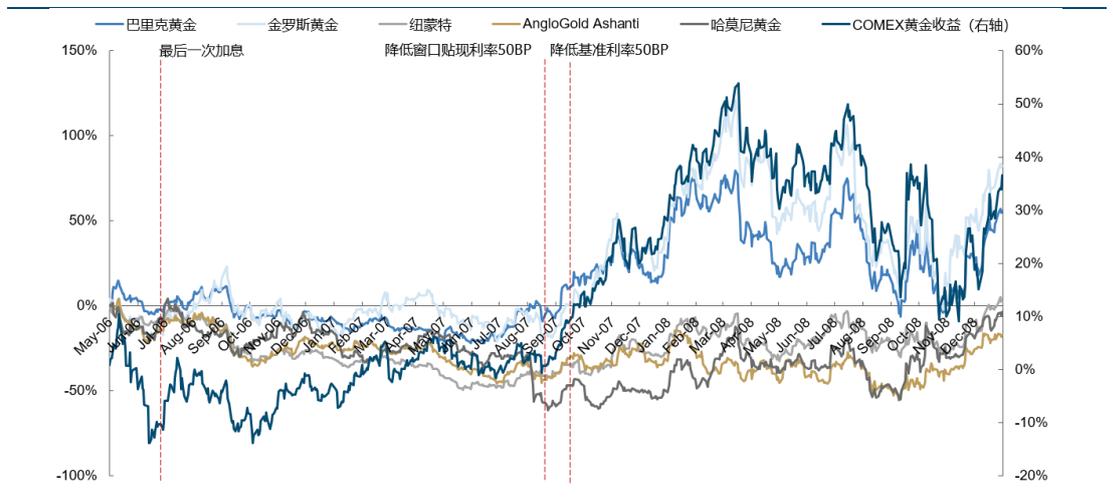
一、海外黄金股：金价上涨同时业绩释放带来更好市场表现

在我们 2023 年 12 月发布的报告《贵金属行业年度报告：右侧配置期，布局主升浪》中，我们发现在 2006.05-2007.11 和 2018.09-2019.09 的两轮复盘周期中，在美联储正式降息 1-2 次后，黄金价格仍有上行，但 A 股黄金公司相对收益有所收窄，且股价波动率增加。我们认为一方面是因为降息预期兑现，股价有所反应；另一方面是因为黄金价格较高时，黄金企业更有动力开采品位较低的矿石，使得克金成本超预期上涨，同时矿石品位较低也会导致矿产金产量有所下降。

海外黄金上市公司相对收益在黄金价格上涨周期中是否也有同样的表现？为探究这一问题，我们对上述两轮复盘周期中海外主要黄金上市公司的股价表现及经营情况进行复盘，发现不同公司的股价表现较为分化。

2006-2008 年，美联储于 2007 年 8 月 17 日降低窗口贴现利率 50BP、正式释放降息信号后，巴里克黄金、金罗斯黄金股价相对收益跟随黄金价格上涨，未在黄金价格达到顶点前回落，区间相对收益最大达到 80-120%。

图表1：2006-2008 年海外主要黄金上市公司相对收益复盘

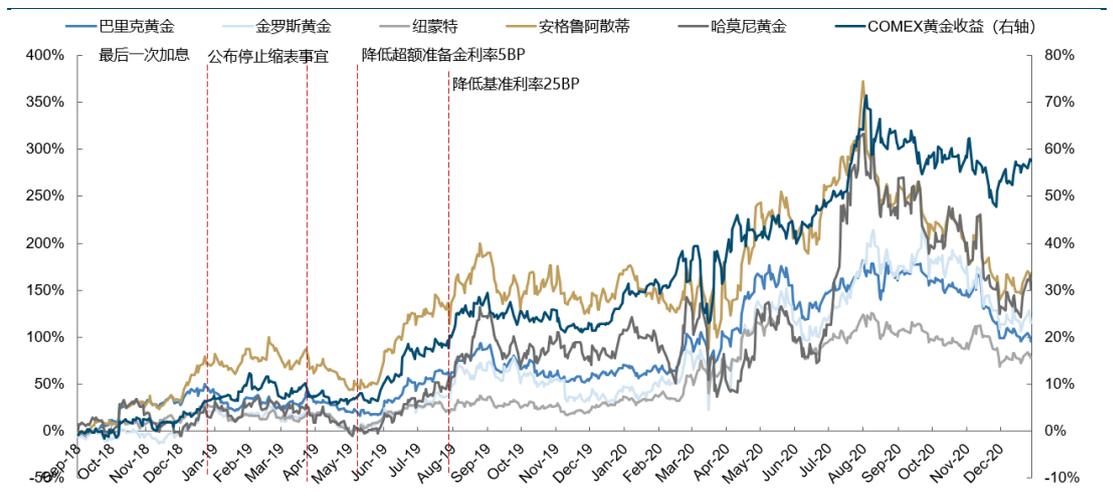


来源：同花顺 iFinD, Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

注：海外黄金上市公司相对收益为相对于标普 500 指数超额收益。

2018-2020 年，美联储于 2019 年 5 月 2 日降低超额准备金利率 5BP、正式释放降息信号后，海外主要黄金上市公司相对收益跟随黄金价格上涨，2018-2019 年安格鲁阿散蒂公司区间最高相对收益达到约 200%。

图表2：2018-2020 年海外主要黄金上市公司相对收益复盘



来源：同花顺 iFinD, Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

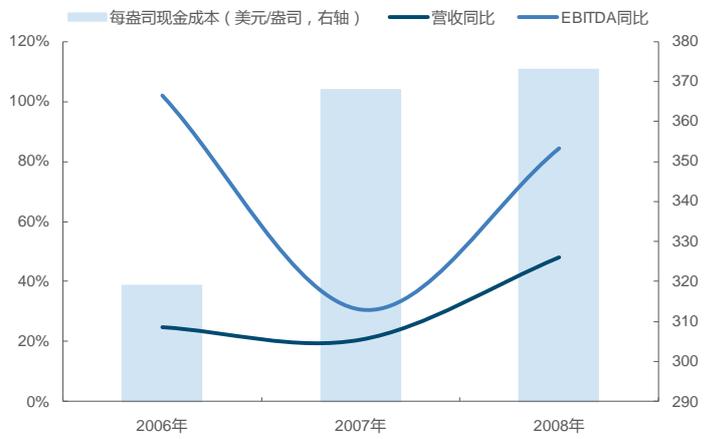
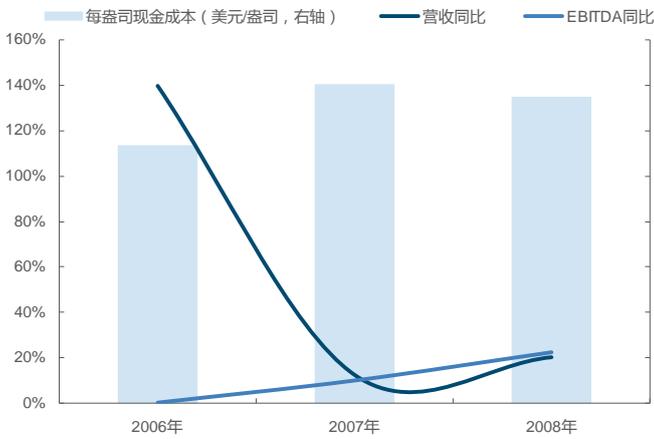
注：海外黄金上市公司相对收益为相对于标普 500 指数超额收益。



通过复盘海外主要黄金公司 2006-2008 年和 2018-2020 年的经营情况，我们发现股价表现较好、股票相对收益跟随黄金价格在实际降息后持续上涨的公司，业绩（EBITDA）能够跟随黄金价格上涨较好释放，即使每盎司现金成本出现上涨，也能实现“增收增利”。

图表3: 巴里克黄金 2006-2008 年主要经营数据

图表4: 金罗斯黄金 2006-2008 年主要经营数据

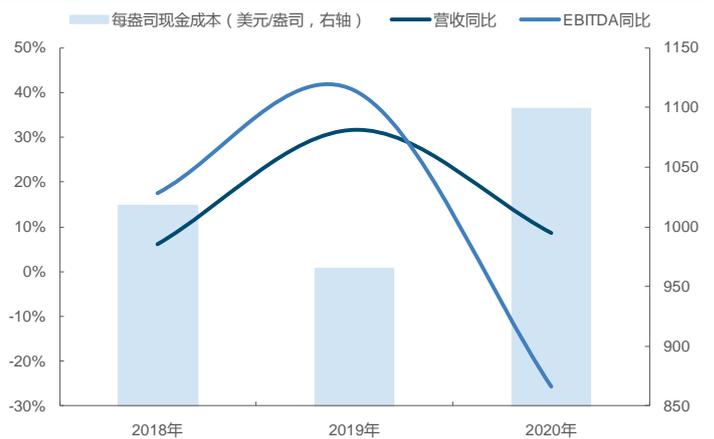
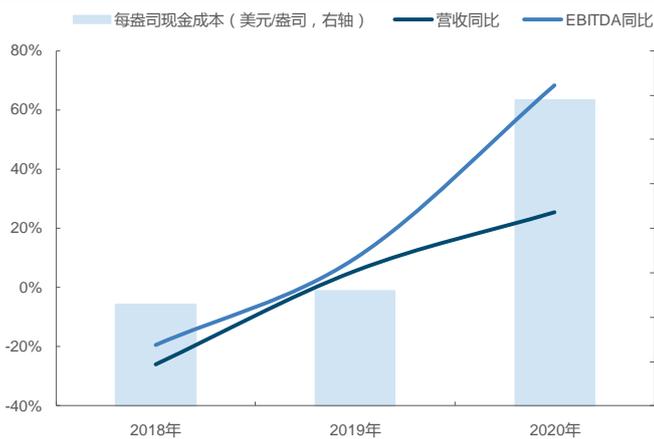


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表5: 安格鲁阿散蒂 2018-2020 年主要经营数据

图表6: 哈莫尼黄金 2018-2020 年主要经营数据



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二、美联储或将“提前”放缓缩表

近日，达拉斯联储主席洛根发表公开演讲，表示当前美联储总体流动性充足，但是考虑到隔夜逆回购 ON RRP 的下降，总体流动性状况或将出现更多不确定性，因此目前是恰当的 (appropriate) 时机调整缩表节奏，应该减缓缩表步伐 (slow the pace) 以避免 ON RRP 减少至低水平。

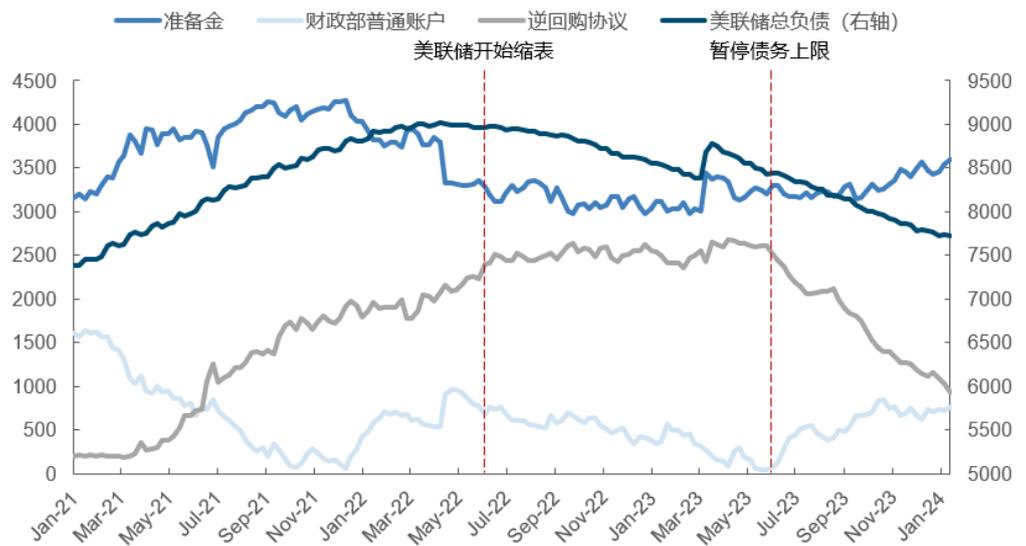
逆回购降幅超过美联储缩表规模。从 2022 年 6 月美联储开始缩表至今，美联储资产负债表规模缩减 1.24 万亿美元，同期逆回购规模缩减 1.29 万亿美元。从 2023 年 6 月暂停债务上限至今，美联储资产负债表规模缩减 0.71 万亿美元，同期逆回购规模缩减 1.57 万亿美元，财政部普通账户扩张 0.70 万亿美元，逆回购缩减规模超过美联储缩表规模。

逆回购协议、财政部普通账户和准备金均为美联储资产负债表负债端项目，其中财政部普通账户为美国财政部在美联储的存款，主要资金来源为联邦政府的税收收入及发行国债等获得的资金，主要用于各类财政支出。

暂停债务上限前后，美联储负债端结构发生转变。暂停债务上限前，伴随美联储缩表进程，财政部普通账户规模收缩，一方面是因为美联储对于到期国债不再续作，另一方面债务上限限制了财政部发债规模。暂停债务上限后，财政部大量发债，在美联储的存款明显上升，同期美联储持续缩表，负债总规模下降，逆回购大量流出。



图表7: 逆回购降幅超过美联储缩表规模 (单位: 十亿美元)



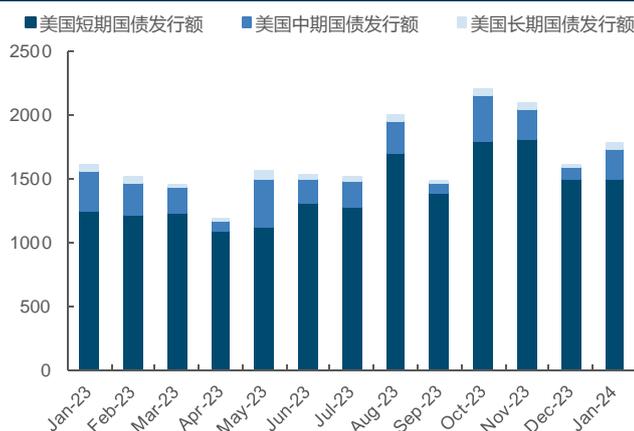
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美联储负债结构转换的原因一方面为暂停债务上限后，财政部扩大发债规模，大量短期国债的发行导致资金流出逆回购；另一方面为持有美联储隔夜逆回购机会成本上升，导致银行向美联储购买逆回购变得“不划算”。

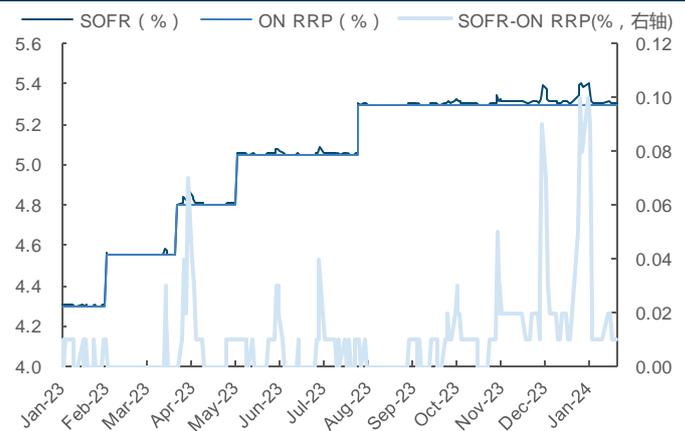
2023年6月美国债务上限暂停，美国财政部开始大量发行短期国债。从2023年6月至2024年1月23日，财政部共发行14.19万亿美元国债，其中短期国债12.27万亿美元、中期国债1.64万亿美元、长期国债0.28万亿美元，大量发行的短期国债增加了隔夜逆回购协议的替代资产供给。同时美联储持续缩表进程，不再对持有到期的国债进行续作，实质上增加了对于金融机构的国债供给，进一步压缩逆回购规模。

美国银行购买隔夜逆回购收益率为ON RRP，同时负债端资金成本为SOFR利率，2023年下半年SOFR-ON RRP利差扩大，银行购买美联储公开逆回购变得“不划算”，资金倾向于从美联储公开逆回购流出，导致逆回购规模收缩。

图表8: 暂停债务上限后美国财政部发行大量短期国债 (单位: 十亿美元)



图表9: SOFR-ON RRP 利差扩大



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

当前美国流动性整体较为宽松。参考国金宏观组2024年1月发布的报告《短板原理：美联储缩表的终点有多远？》，根据纽约联邦储备银行的研究，2010年以来，当准备金下降到商业银行总资产的11%以下时，准备金短缺，当这一比例大于14%时，准备金过剩。故大致可以将11-14%视为准备金充足区间。当前准备金/商业银行总资产约为15.21%，广义准备金（主要为准备金+逆回购）占商业银行总资产的比例约为19.68%，仍处于准备金过剩状态。

2019年曾发生回购危机。2019年9月16日是美国企业缴纳第三季度税款的截止日期，并



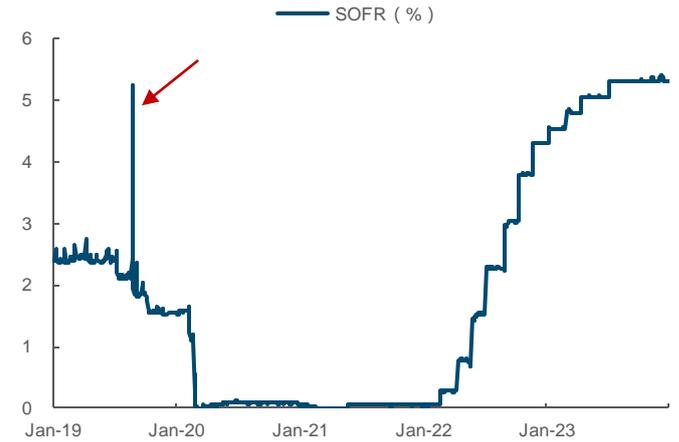
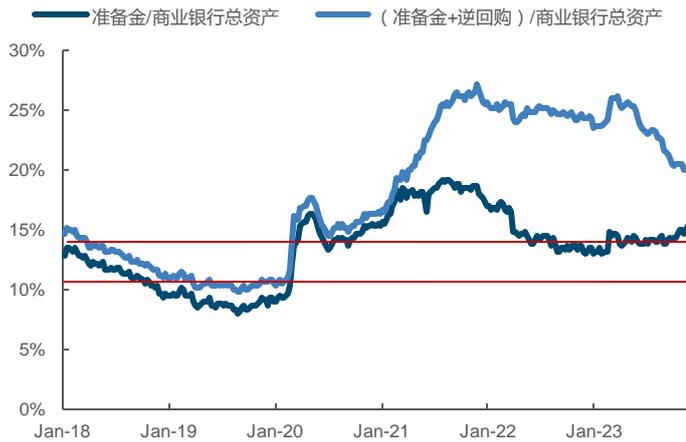
且在前一周美国财政部进行了大量的国债拍卖，交易商需要在9月16日当日支付540亿美元的款项，由于企业缴税导致回购市场资金供给减少，交易商支付需求导致资金需求量增加，2019年9月16日SOFR利率飙升，短期货币市场出现流动性风险。

为避免出现回购危机等不确定性，美联储或提前“放缓”缩表。虽然当前仍处于准备金过剩状态，但根据国金宏观组《短板原理：美联储缩表的终点有多远？》，2023年10-12月月末流动性压力的显性化表明，流动性存在一定的结构性短缺特征，考虑到2019年曾出现回购危机，美联储本次或“提前”放缓缩表，并在准备金相对充裕的时候结束缩表。

对比当前与美联储历史上的加息降息周期，我们认为当前与2019年的情况较为类似，出于对流动性不确定性的担忧，美联储或将在开始降息前先放缓或停止缩表。

图表10: 当前准备金处于过剩状态

图表11: 2019年9月美国短期货币市场出现流动性风险



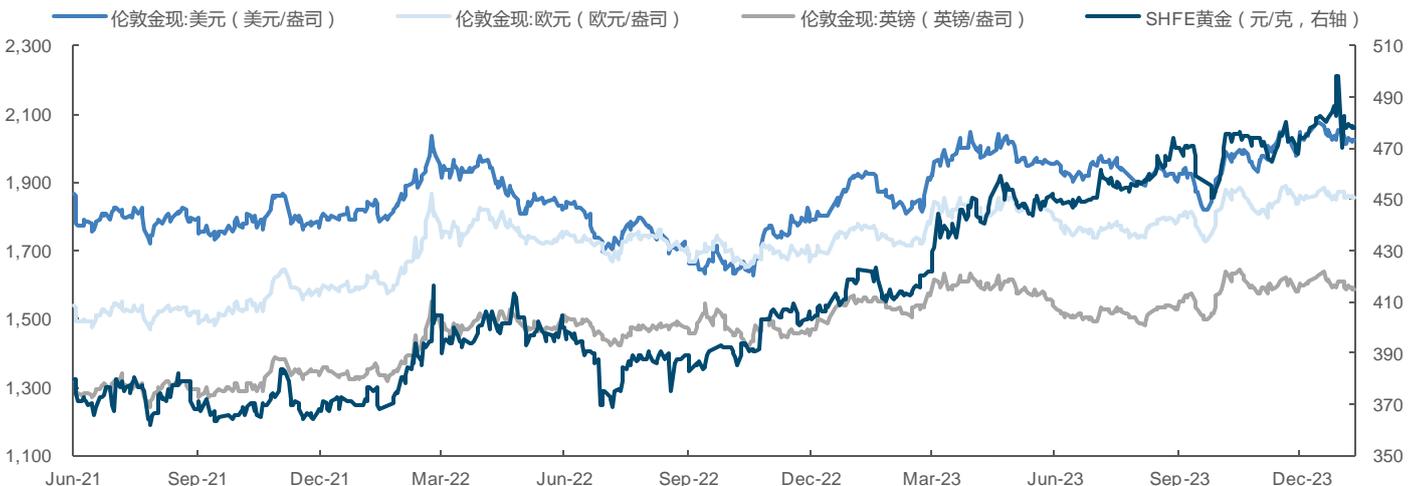
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

三、降息预期波动影响，金银价格涨后回落

本月(12.21~1.24)前期市场对于美联储降息预期强化，从1月中上旬开始由于美国非农及CPI数据超预期表现，同时美联储官员发言打压市场过早的降息预期，受降息预期的波动，金银价格涨后回落。伦敦现货黄金-0.84%至2024.65美元/盎司，COMEX黄金价格-1.63%至2010.10美元/盎司，SHFE黄金价格+0.56%至477.94元/克。伦敦现货白银-5.85%至22.77美元/盎司，COMEX白银价格-7.08%至22.63美元/盎司，SHFE白银价格-3.78%至5853元/千克。

图表12: 黄金价格



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

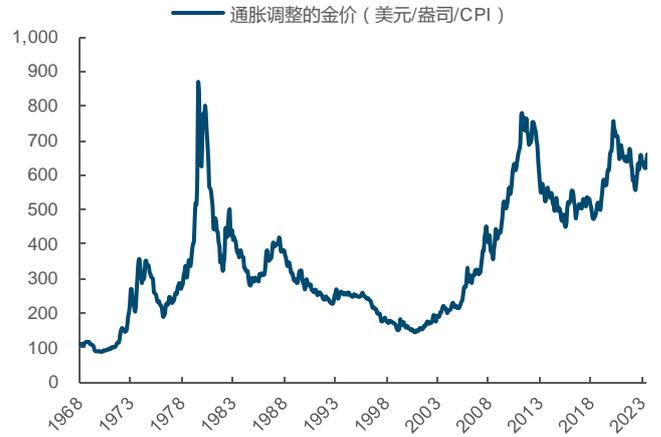
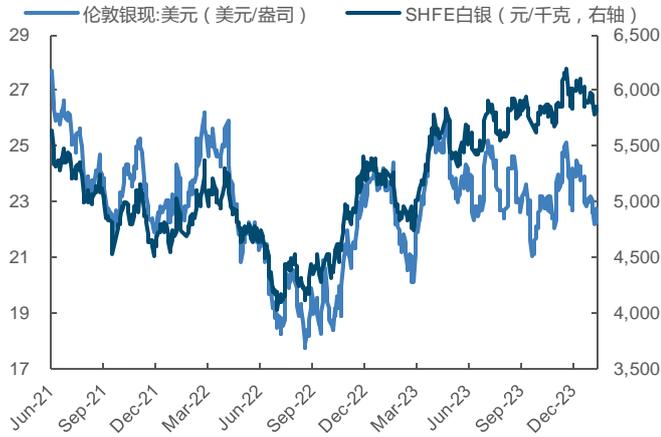
通过将黄金价格剔除美国CPI(1982-1984年=100)以后的价格作为黄金的实际价格，实际金价自1968年以来经历了三轮大幅上涨周期，1980年实际金价接近880美元/盎司/CPI，2011年实际金价达到780美元/盎司/CPI，2020年实际金价接近760美元/盎司/CPI。从实际金价过去三轮历史高点观察，我们认为黄金或存在某种实际价值量的绝对最高值，或对应全球黄金总资源量或可采储量，这一最高值基本位于760-880美元/盎司/CPI。



2023年12月实际金价约为661.55美元/盎司/CPI，相对历史高点的880/780/760美元/盎司/CPI分别还有33%/18%/15%左右的理论上涨空间，如果按此计算相对2023年12月名义金价（2029.29美元/盎司）的上涨空间，在美国CPI指数不变的假设下，本轮名义金价最高或可达2330-2690美元/盎司（实际只要CPI单月同比增速为正，CPI绝对数额就会上升，对应的名义金价区间就会上升）。

图表13: 白银价格

图表14: 通胀调整的金价 (CPI: 1982-1984年=100)

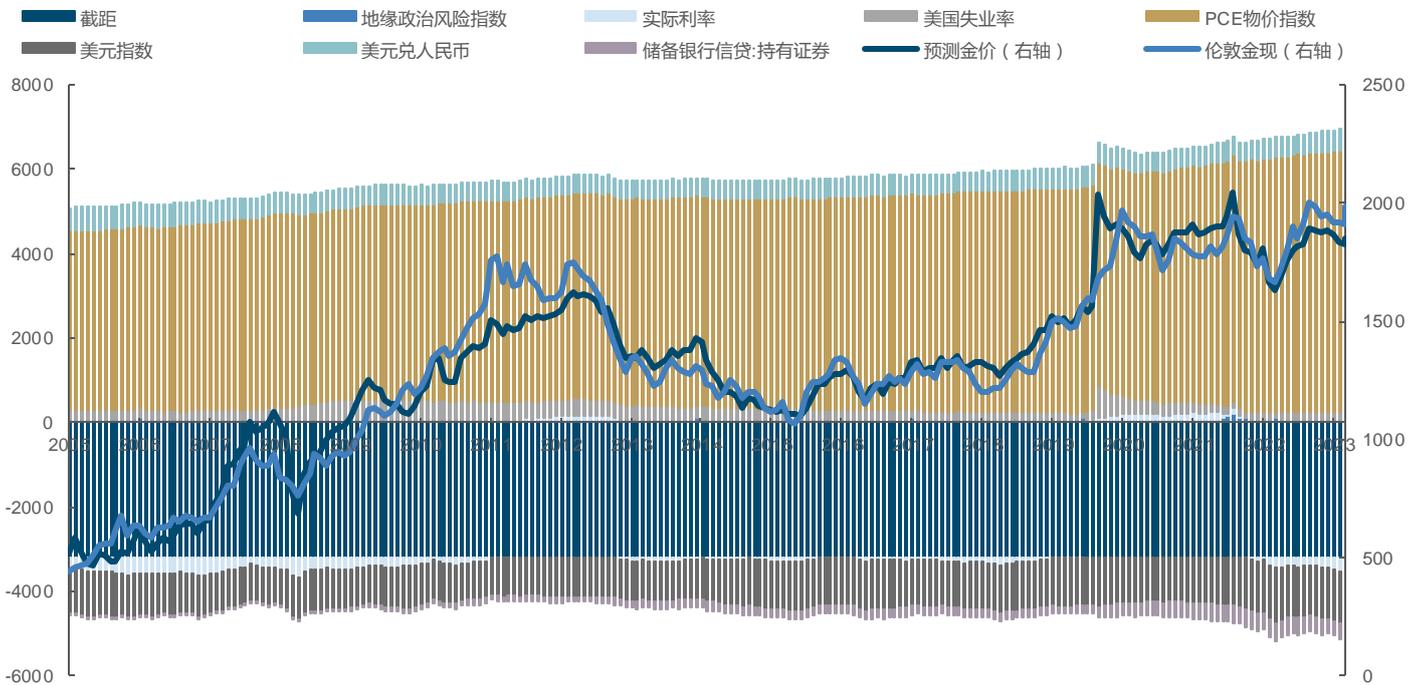


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

根据我们在2023年12月发布的报告《掘“金”系列(四): 加息周期结束, 黄金股右侧配置期确认》中构建的黄金价格模型, 用模型的回归结果拟合出模型预测的金价中枢, 在各影响因素中, PCE物价指数对黄金价格贡献最为显著, 其次是美元指数, 综合来看机会成本和通胀层面对于黄金价格的贡献最大。

图表15: 黄金价格模型各指标对金价贡献 (单位: 美元/盎司)



来源: iFinD, Wind, 国金证券研究所

基于上述黄金价格模型, 我们预计2024年黄金价格相对于2023年模型预测金价上涨19.3%至2355美元/盎司, 2025年黄金价格相对于2024年模型预测金价上涨6.6%至2510美元/盎司。



图表16: 模型预测 2024 年金价上涨 19.3%至 2355 美元/盎司

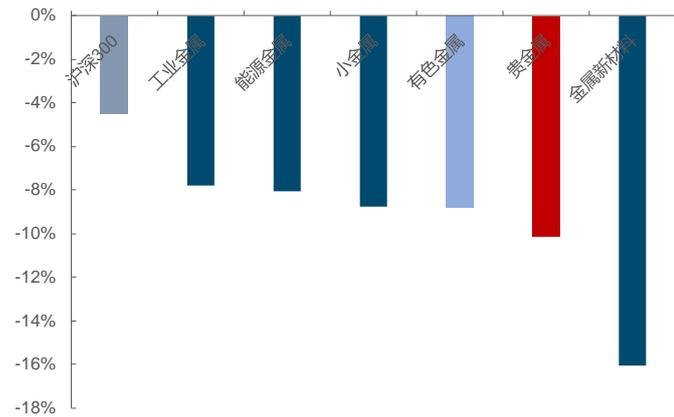
	2023 年	2024E	2025E
地缘政治风险指数	131	120	100
实际利率 (%)	1.7	1.4	1.2
美国失业率 (%)	3.7	4.1	4.1
PCE 物价指数	122	125	127
美元指数	101	90	90
美元兑人民币	7.1	6.8	6.8
储备银行持有证券 (百亿美元)	722	626	626
模型预测金价 (美元/盎司)	1,973	2,355	2,510
涨幅		19.3%	6.6%

来源: iFinD, Wind, 国金证券研究所

注: 2023 年各指标为截至 2023 年 12 月 31 日数据

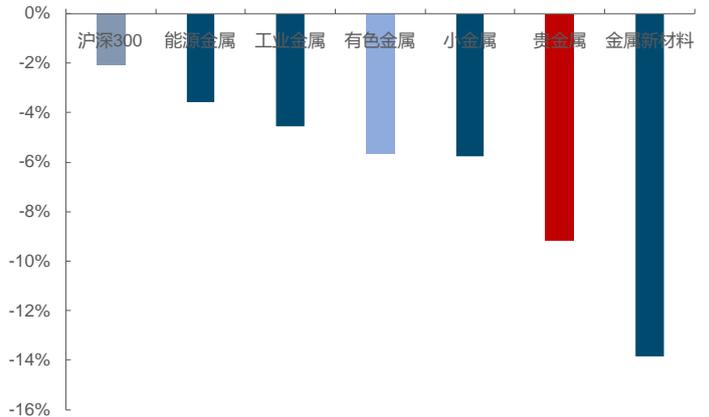
2024 年初至今, 沪深 300 指数-4.49%, 申万有色金属行业指数-8.82%, 申万贵金属行业指数-10.14%, 相对沪深 300 指数超额收益-5.65%。近一个月, 沪深 300 指数-2.10%, 申万有色金属行业指数-5.65%, 申万贵金属行业指数-9.15%, 相对沪深 300 指数超额收益-7.05%。

图表17: 2024 年初至今贵金属行业指数-10.14%



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表18: 近一个月贵金属行业指数-9.15%



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

四、降息预期有所推迟, OIS 隐含利率曲线上移

4.1 实际利率上涨压制黄金价格

美债长期平均实际利率上涨 19BP 至 2.15%。12 月 FOMC 会议美联储维持联邦基金目标利率在 5.25-5.50% 区间, 同时确认本轮加息结束。但之后美国 12 月非农及 CPI 通胀数据超预期, 美联储官员表示当前还没有看到足够的证据支持降息, 导致降息预期有所回落, 实际利率上涨压制黄金价格。



图表19: 金价&实际利率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表20: 2023年以来金价&实际利率



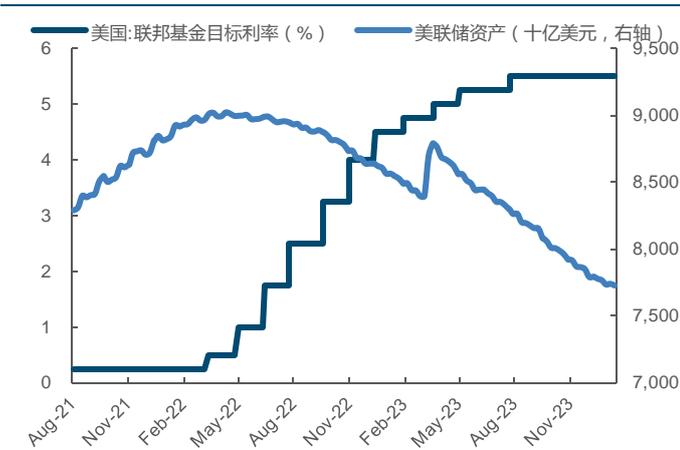
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

4.2 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-0.84%至7.72万亿美元。

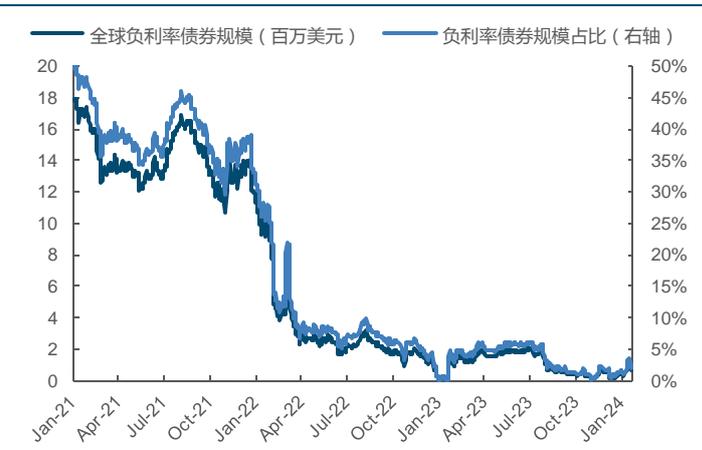
全球负利率债券规模增长129.14%至71.87万亿美元,负利率债券占全球国债规模比重提升1.2个百分点至2.11%。

图表21: 联邦基金目标利率&美联储资产



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表22: 全球负利率债券规模占比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



图表23: 美联储资产负债表 (截至 2024 年 1 月 17 日)

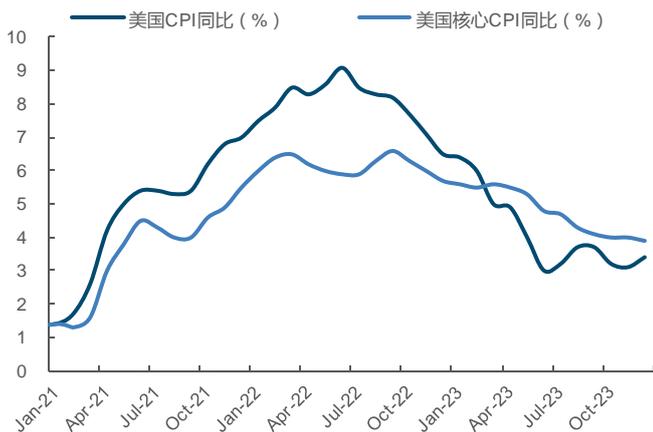
占比	单位: 百万美元	2024/1/17	周环比	月环比	年同比	2024/1/10	2023/12/20	2023/1/18
100.00%	总资产	7,724,607	-12,909	-50,284	-814,407	7,737,516	7,774,891	8,539,014
98.87%	储备资产	7,637,594	-12,702	-50,055	-814,734	7,650,296	7,687,649	8,452,328
92.67%	持有证券	7,158,081	-27,554	-80,087	-920,929	7,185,635	7,238,168	8,079,010
61.16%	国债	4,724,025	-27,490	-68,304	-712,697	4,751,515	4,792,329	5,436,722
0.03%	联邦机构债务证券	2,347	0	0	0	2,347	2,347	2,347
31.48%	住房抵押贷款支持证券	2,431,710	-63	-11,782	-208,230	2,431,773	2,443,492	2,639,940
3.59%	未摊销溢价	277,567	-548	-2,469	-34,689	278,115	280,036	312,256
-0.33%	未摊销折扣	-25,618	99	571	1,789	-25,717	-26,189	-27,407
0.00%	回购协议	0	0	0	-1	0	0	1
0.00%	外国官方	0	0	0	0	0	0	0
0.00%	其他	0	0	0	-1	0	0	1
2.16%	贷款	167,161	14,467	29,899	151,284	152,694	137,262	15,877
0.20%	主街贷款计划净持仓	15,375	-817	-761	-6,895	16,192	16,136	22,270
0.00%	市政流动性工具净持仓	214	0	-2,481	-5,862	214	2,695	5,576
0.00%	期限ABS贷款工具净持仓	46	0	-123	-1,914	46	169	1,960
0.00%	浮动盈亏	-273	47	-12	65	-320	-261	-208
0.00%	央行流动性互换	216	-7	-19	18	223	235	198
0.58%	其他储备资产	44,825	1,611	5,427	2,030	43,214	39,398	42,795
0.23%	外币计价资产	18,129	-221	-283	-817	18,350	18,412	18,946
0.14%	货币黄金	11,041	0	0	0	11,041	11,041	11,041
0.07%	特别提款权	5,200	0	0	0	5,200	5,200	5,200
0.68%	未偿还国库券货币	52,644	14	56	1,145	52,630	52,588	51,499
53.50%	总负债 (不含准备金)	4,132,281	-67,853	-165,322	-1,288,497	4,200,134	4,297,603	5,420,778
30.24%	流通货币	2,335,971	4,530	47	40,940	2,340,501	2,335,924	2,295,031
12.12%	逆回购协议	936,323	-104,821	-187,879	-1,566,939	1,041,144	1,124,202	2,503,262
4.48%	外国官方和国际账户	346,132	-15,051	1,073	-25,452	361,183	345,059	371,584
7.64%	其他	590,191	-89,770	-188,952	-1,541,487	679,961	779,143	2,131,678
0.01%	财政部持有现金	407	12	13	301	395	394	106
12.18%	存款 (不含准备金)	940,521	47,584	36,062	357,579	892,937	904,459	582,942
0.00%	存款机构持有的定期存款	0	0	0	0	0	0	0
10.01%	美国财政部普通账户	773,544	45,688	40,823	396,044	727,856	732,721	377,500
0.13%	外国官方	9,690	-2	2	756	9,692	9,688	8,934
2.04%	其他	157,288	1,899	4,762	-39,220	155,389	162,050	196,508
0.10%	财政部对信贷机构的捐助	7,438	0	-2,873	-7,909	7,438	10,311	15,347
-1.14%	其他负债和资本项目	-88,380	16,098	-10,693	-112,470	-82,282	-77,687	24,090
46.50%	准备金	3,592,326	54,943	115,038	474,990	3,537,383	3,477,288	3,118,236

来源: 同花顺 iFinD, 美联储, 国金证券研究所

4.3 美国 12 月通胀超预期

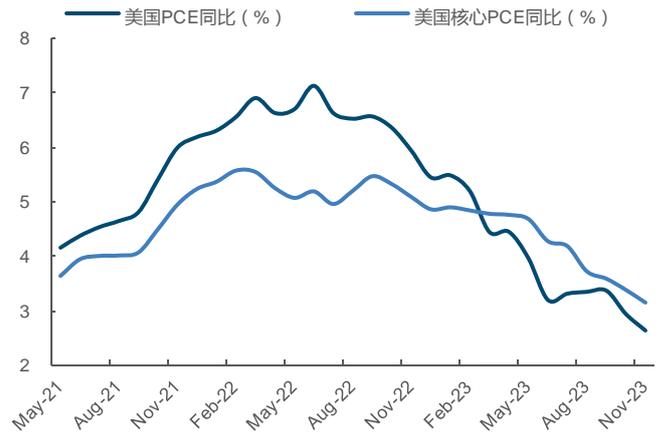
美国 12 月 CPI 同比 3.4%，高于预期的 3.2%，高于前值的 3.1%，核心 CPI 同比 3.9%，高于预期的 3.8%，低于前值的 4%。美国 11 月 PCE 物价指数同比 2.6%，低于预期的 2.8%，低于前值的 2.9%，核心 PCE 同比 3.2%，低于预期的 3.3%，低于前值的 3.4%。

图表24: 美国 CPI&核心 CPI 同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表25: 美国 PCE&核心 PCE 同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

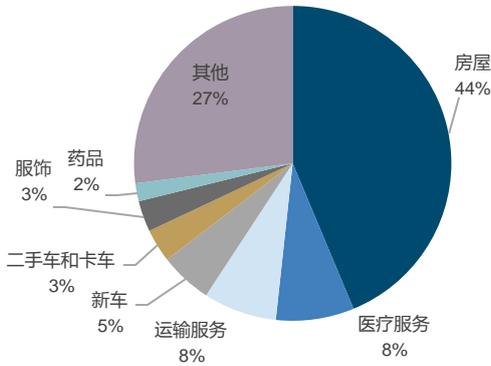
房屋 (Shelter) 在 CPI 中所占比重为 34.75%，在核心 CPI 中所占比重约为 43.73%；医疗服务 (Medical care services) 在 CPI 中所占比重为 6.33%，在核心 CPI 中所占比重约为 7.97%；运输服务 (Transportation services) 在 CPI 中所占比重为 5.95%，在核心 CPI 中所占比重约为 7.49%；新车 (New vehicles) 在 CPI 中所占比重为 4.25%，在核心 CPI 中所占比重约为 5.34%；二手车和卡车 (Used cars and trucks) 在 CPI 中所占比重为 2.72%，在核心 CPI 中所占比重约为 3.42%；服饰 (Apparel) 在 CPI 中所占比重为 2.53%，在核心 CPI 中所占比重约为 3.18%。

美国 12 月核心 CPI 同比 3.9%，环比 0.3%。核心 CPI 分项方面，住房同比+4.8%，同比增

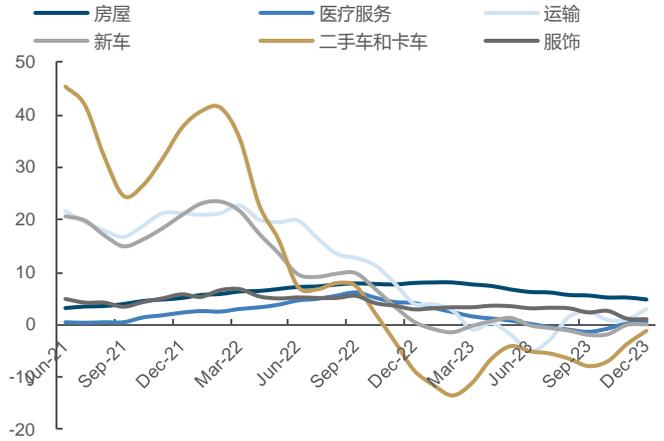


速下降 0.4 个百分点，环比增速维持 0.4%；二手车和卡车同比-1.3%，同比增速上涨 2.5 个百分点；运输同比+2.9%，同比增速上涨 2 个百分点，环比增速维持 0.6%；医疗服务同比+0.5%，同比增速提升 0.3 个百分点，环比增速提升 0.3 个百分点至 0.6%；新车同比+0.2%，同比增速提升 0.1 个百分点。服饰同比增速降低 0.1 个百分点至 1%，环比增速提升 1.4 个百分点至 0.1%。

图表26: 美国核心 CPI 各分项权重



图表27: 美国核心 CPI 分项同比 (%)

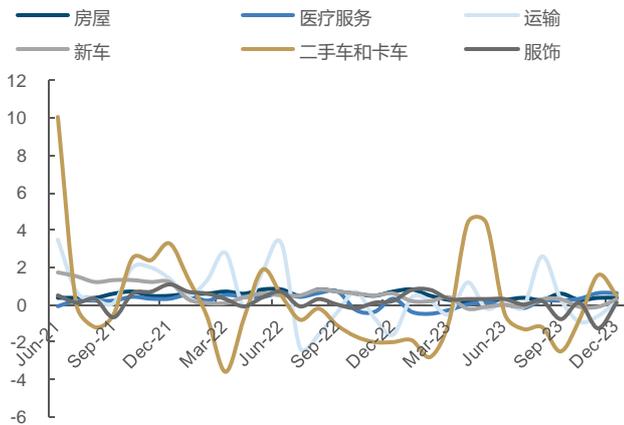


来源: 美国劳工部, 国金证券研究所

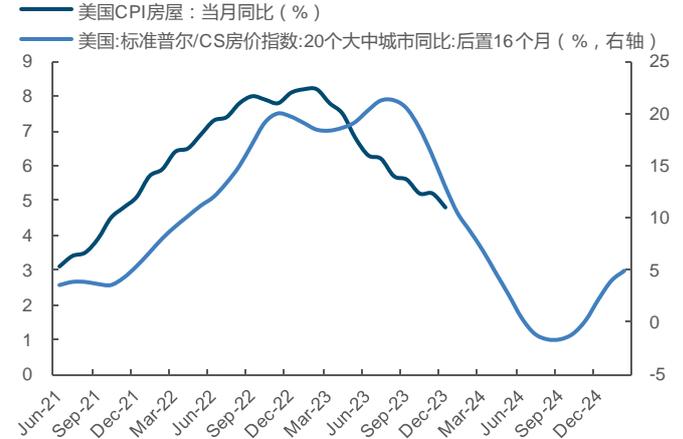
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

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28: 美国核心 CPI 分项环比 (%)



图表29: 美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比



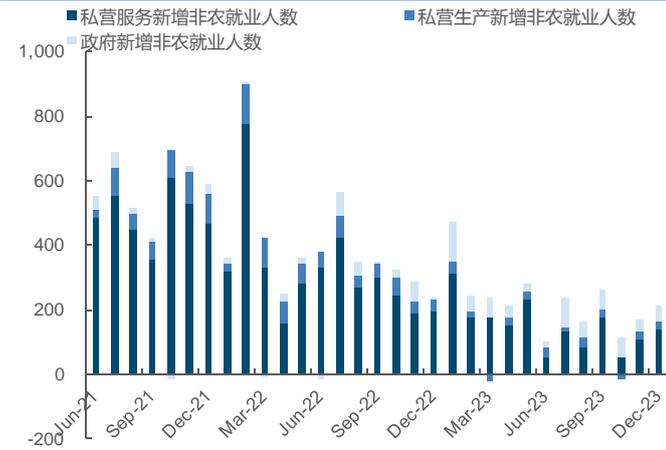
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国 12 月新增非农就业人口 21.6 万人, 高于预期的 17 万人, 同时 11 月新增非农就业人数从 19.9 万人下修至 17.3 万人, 10 月新增非农就业人数从 15 万人下修至 10.5 万人。12 月私营服务领域新增 14.2 万人, 私营生产领域新增 2.2 万人, 政府新增 5.2 万人。美国 12 月失业率 3.7%, 低于预期的 3.8%, 维持前值不变。11 月职位空缺率 5.3%, 维持前值不变。

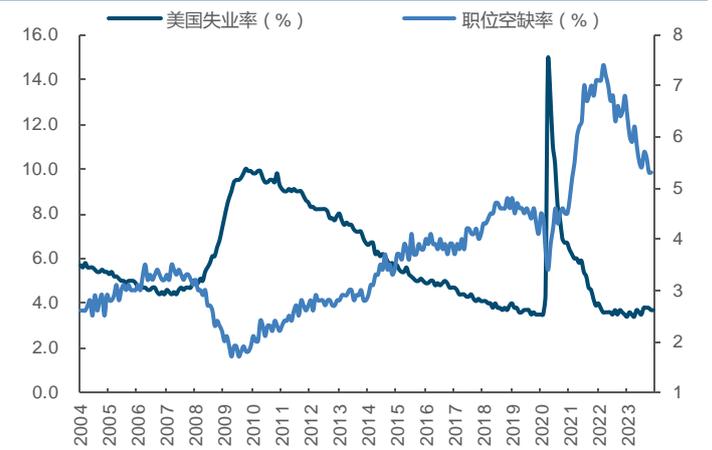


图表30: 美国新增非农就业人数 (千人)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表31: 美国失业率&职位空缺率

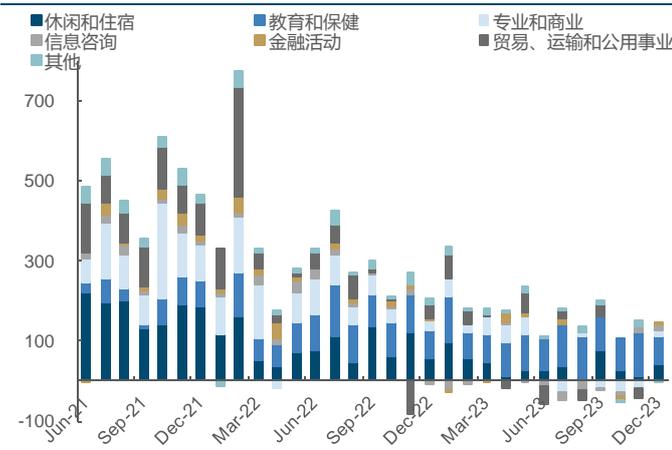


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

对于服务领域, 绝对增量来看, 12月教育和保健新增非农就业7.4万人, 休闲和住宿新增非农就业4万人, 信息咨询新增非农就业1.4万人, 贡献服务领域主要新增非农就业。相对增量来看, 专业和商业(环比+3.2万人)贡献主要环比增量, 教育和保健(环比-3.5万人)贡献主要环比减量。

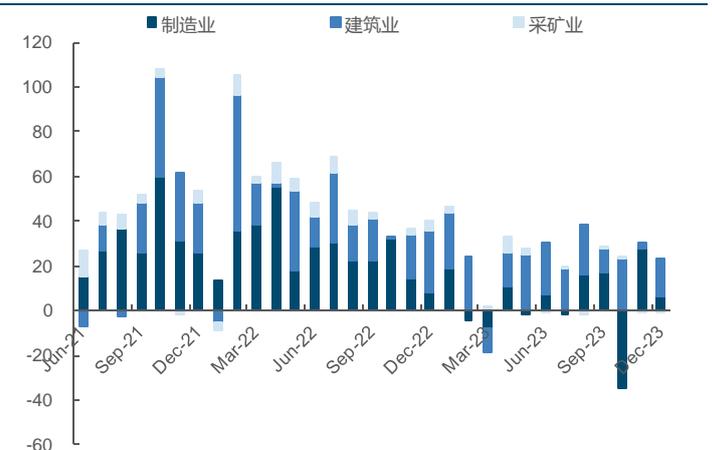
对于生产领域, 绝对增量来看, 12月建筑业新增非农就业1.7万人, 制造业新增非农就业0.6万人, 贡献生产领域主要新增非农就业。相对增量来看, 建筑业(环比+1.5万人)贡献主要环比增量, 制造业(环比-2.2万人)贡献主要环比减量。

图表32: 服务新增非农就业分项 (千人)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表33: 生产新增非农就业分项 (千人)



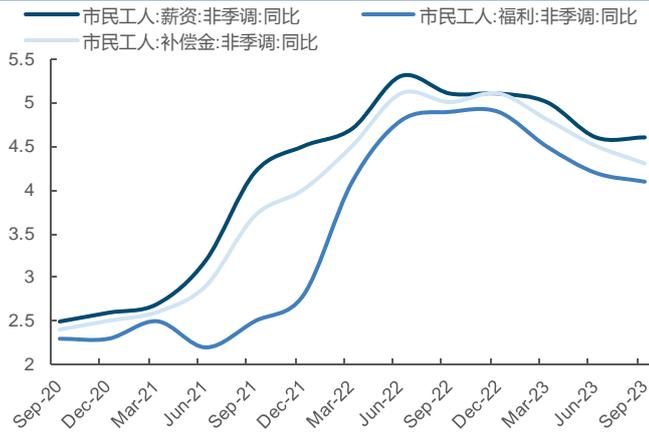
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

薪资分项方面, 3Q2023美国ECI市民工人薪资同比+4.6%, 福利同比+4.1%, 补偿金同比+4.3%; 私营企业薪资同比+4.5%, 福利同比+3.9%, 补偿金同比+4.3%; 州和地方政府薪资同比+4.8%, 福利同比+4.7%, 补偿金同比+4.8%。市民工人、私营企业及州和地方政府雇佣成本同比增速有所回落, 对通胀支撑减弱。

中国12月CPI同比-0.3%, 高于预期的-0.4%, 高于前值的-0.5%。欧元区12月CPI同比2.9%, 符合预期, 高于前值的2.4%。英国12月CPI同比4.0%, 高于预期的3.8%, 高于前值的3.9%。日本12月CPI同比2.6%, 低于前值的2.8%。

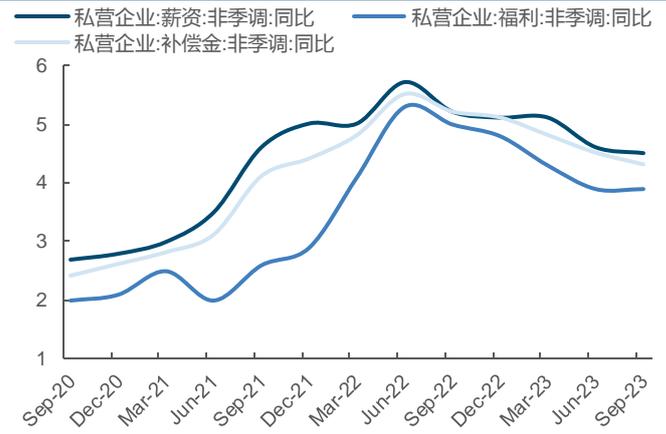


图表34: 市民工人雇佣成本同比 (%)



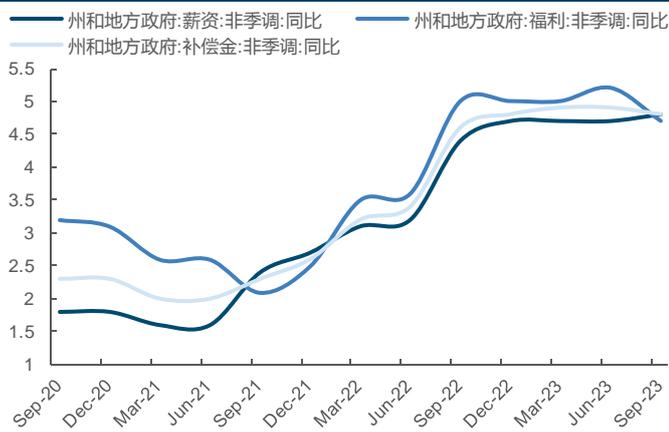
来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 私营企业雇佣成本同比 (%)



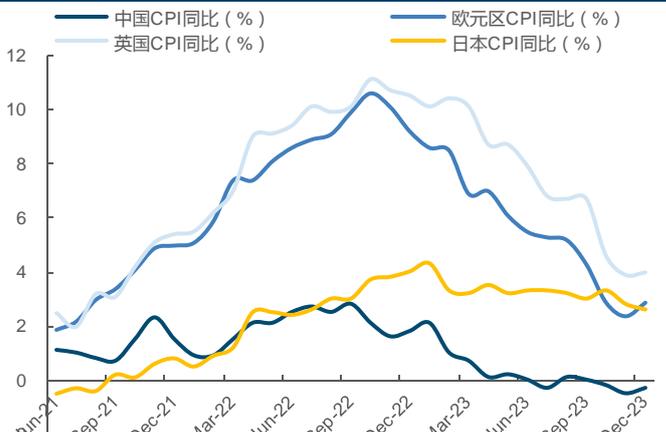
来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 州和地方政府雇佣成本同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 其他主要经济体CPI同比



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

4.4 市场降息预期扰动, 驱动OIS隐含利率曲线回升

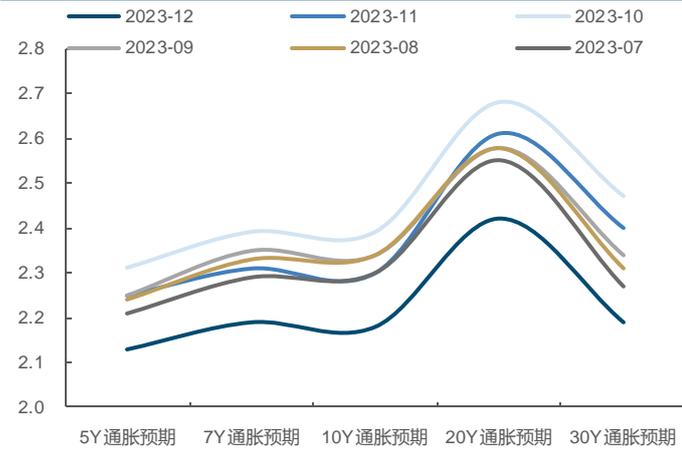
观察过去半年美国通胀保值债券收益率所反映的通胀预期发现, 通胀预期倒挂结构有所改善, 5-30年期通胀预期显著回摆。截至2023年12月, 除20年期通胀预期偏高为2.42%, 其余期限通胀预期均维持在2.1%-2.2%, 相较于美联储2%的通胀目标逐步接近。

美联储12月FOMC例会会议声明维持联邦基金目标利率区间为5.25-5.50%, 维持缩表计划, 确认本轮加息周期结束。12月FOMC会后, 非农及CPI数据超预期表现对市场降息预期产生扰动。美国1月密歇根大学消费者信心指数超预期, 同时通胀预期下降, 美联储官员在公开发言中表示当前还没有看到足够的证据支持降息, 导致市场降息预期持续回落, 驱动OIS隐含利率曲线明显回升。

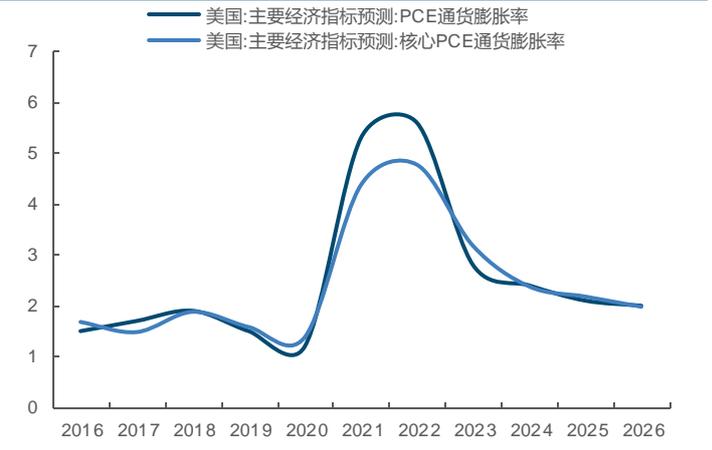
当前Fed Watch工具显示2024年2月、3月维持联邦基金目标利率不变的概率分别为95.9%和39%, 市场定价2024年5月开始降息, 降息25BP概率为55.1%, 较此前有所推迟。



图表38: 美国通胀预期期限结构 (%)



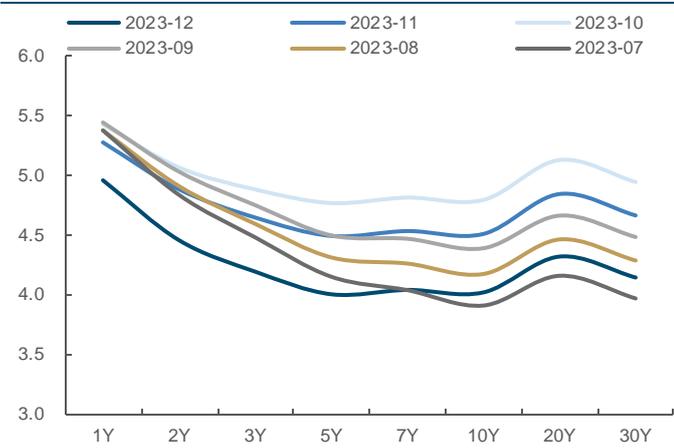
图表39: 美国 PCE 预测 (%)



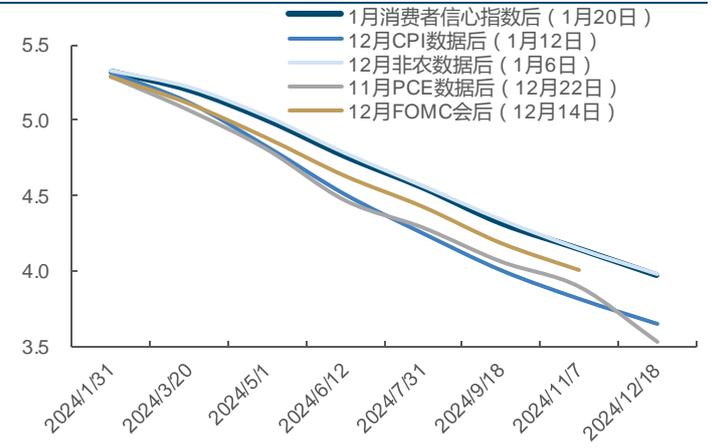
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 美债期限结构 (%)



图表41: 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

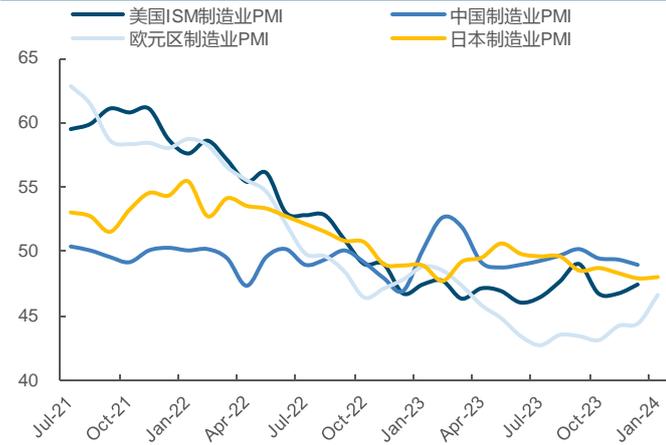
4.5 主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线

主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线。美国 12 月 ISM 制造业 PMI 47.4, 高于预期的 47.1, 高于前值的 46.7。中国 12 月官方制造业 PMI 49, 低于预期的 49.5, 低于前值的 49.4。欧元区 2024 年 1 月 Markit 制造业 PMI 46.6, 高于预期的 44.8, 高于前值的 44.4。日本 2024 年 1 月制造业 PMI 48, 低于预期的 48.2, 高于前值的 47.9。

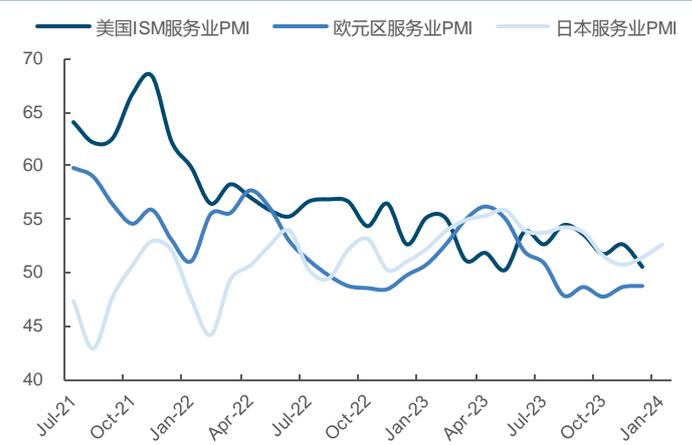
美日服务业 PMI 仍处于扩张区间。美国 12 月 ISM 服务业 PMI 50.6, 低于预期的 52.6, 低于前值的 52.7。欧元区 12 月服务业 PMI 48.8, 高于前值的 48.7。日本 2024 年 1 月服务业 PMI 52.7, 高于前值的 51.5。



图表42: 主要经济体制造业 PMI



图表43: 主要经济体服务业 PMI

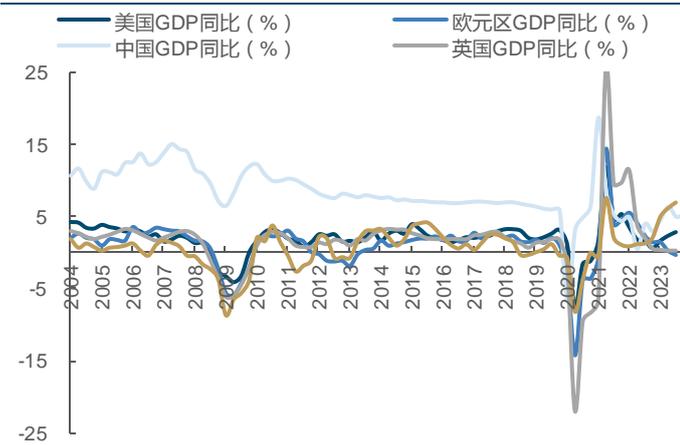


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

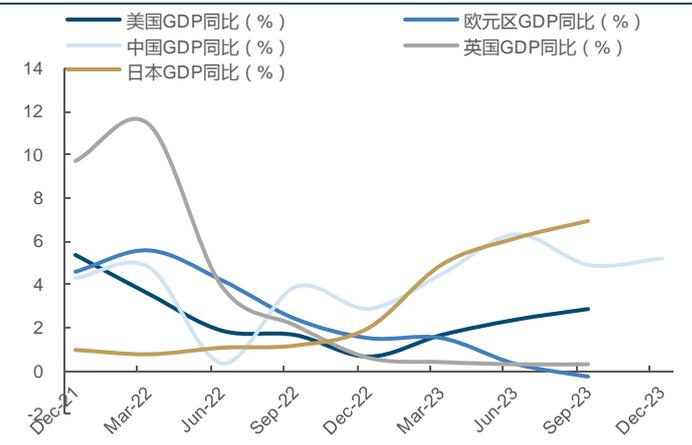
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国第三季度 GDP 同比 3%，高于前值的 2.4%。欧元区第三季度 GDP 同比-0.3%，低于前值的 0.3%。英国第三季度 GDP 同比 0.6%，高于前值的 0.4%。中国第四季度 GDP 同比 5.2%，低于预期的 5.3%，高于前值的 4.9%。日本第三季度 GDP 同比 6.9%，高于前值的 6.1%。

图表44: 主要经济体 GDP 增速



图表45: 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

4.6 全球黄金累库

12月12日至1月16日, COMEX 黄金非商业净多头持仓减少 0.83 万张至 17.99 万张。11月30日至12月31日, LBMA 黄金库存累库 102.55 吨至 8686.40 吨。12月26日至1月24日, COMEX 黄金库存去库 3.85 吨至 619.49 吨, SHFE 黄金库存累库 0.05 吨至 3.13 吨。

12月12日至1月16日, COMEX 白银总持仓减少 0.23 万张至 13.20 万张。11月30日至12月31日, LBMA 白银库存累库 346.90 吨至 26630.79 吨。12月26日至1月24日, COMEX 白银库存累库 38.38 吨至 8609 吨。12月22日至1月19日, SHFE 白银库存去库 94.37 吨至 945.79 吨。



图表46: COMEX 黄金非商业持仓



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表47: COMEX 黄金非商业净持仓



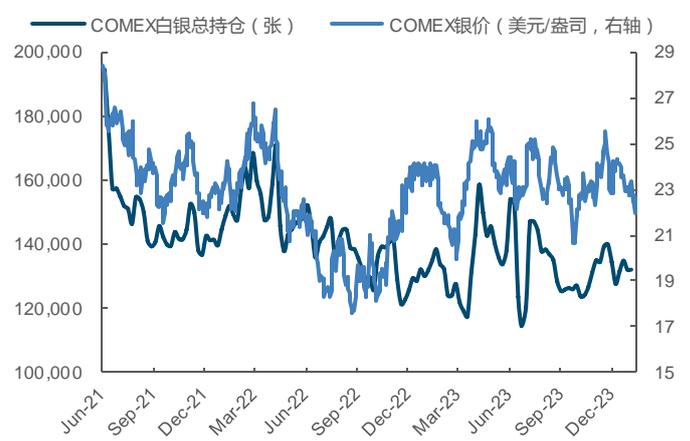
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表48: 黄金库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表49: COMEX 白银总持仓



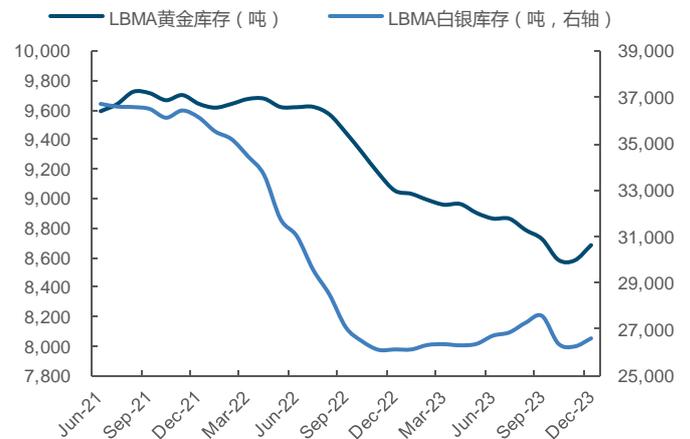
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表50: 白银库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表51: LBMA 金银库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

五、央行购金放缓，黄金 ETF 流出增加

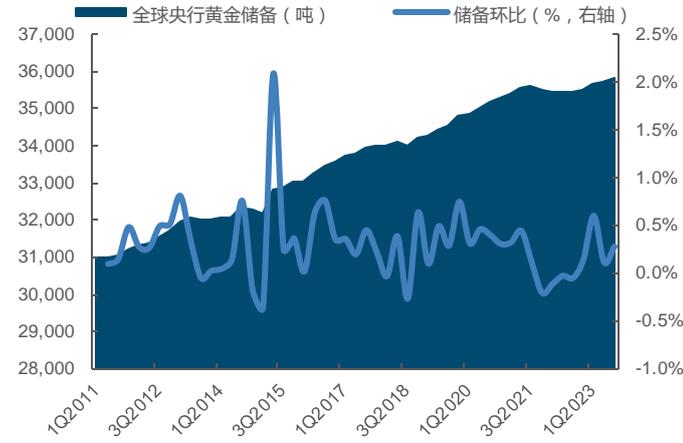
5.1 全球央行购金热度降温持续

11月全球央行购金量 59.64 吨，售金量 15.12 吨，净购金 44.52 吨，环比 10 月净购金量

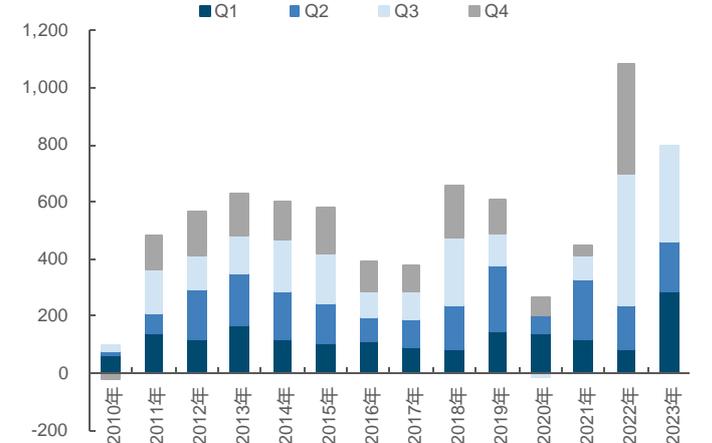


减少 12.05 吨。截至 11 月底，全球官方黄金储备共计 35809.3 吨。3Q2023 全球央行购金 337.09 吨，2023 年前三季度全球央行累计购金 799.58 吨。

图表52: 全球央行黄金储备



图表53: 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 11 月土耳其央行以 25 吨的购金量位居第一。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往国内市场，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。从 6 月开始土耳其一直持续购金，11 月购入 25 吨，但由于前期的大量抛售，2023 年截至 11 月底土耳其央行仍为净售金状态。

从 2022 年 11 月开始定期公布购金量开始，中国人民银行购金量已经达到 278 吨，2023 年截至 11 月底，已经净购金 216 吨，12 月购金 9.1 吨，截至 12 月底，中国官方黄金总储备已达 2235.4 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。

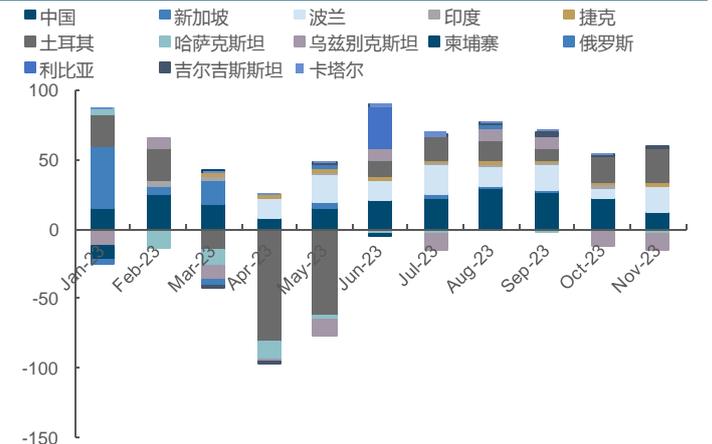
此外，波兰国家银行增持黄金储备 18.7 吨。

11 月央行售金量有所增加，主要为乌兹别克斯坦售金 11.2 吨，哈萨克斯坦售金 3.5 吨。

图表54: 全球央行购金需求



图表55: 2023 年主要购金&售金国家 (吨)



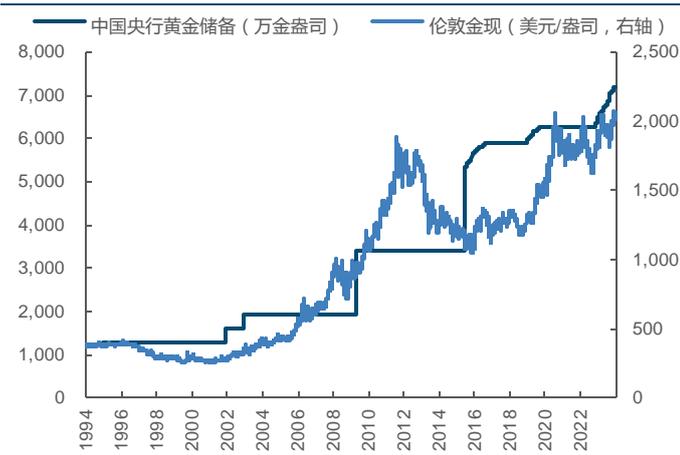
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

2023 年第三季度，黄金在全球官方外汇储备中所占比重为 14.33%，相较于 2023 年第二季度下降 0.06 个百分点。2023 年第三季度，美元在全球官方外汇储备中所占比重为 59.17%，相较于 2023 年第二季度提升 0.30 个百分点。



图表56: 中国央行黄金储备



图表57: 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

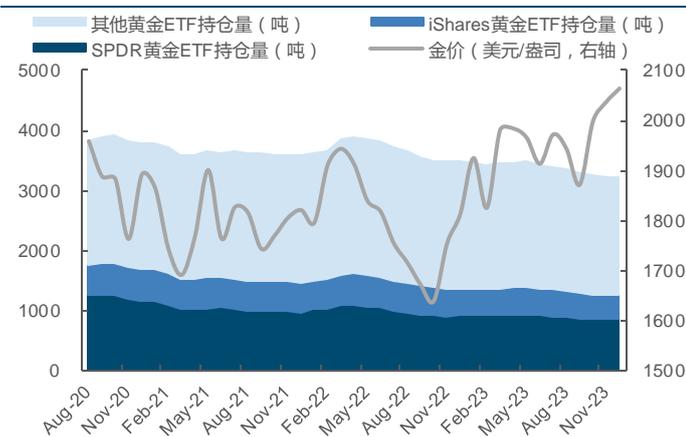
5.2 12月黄金ETF持仓流出有所增长

12月黄金ETF持仓流入25.99吨,流出45.20吨,黄金ETF持仓净流出9.63吨,流出幅度有所扩大,环比11月净流出的9.44吨增加2.04%。其中SPDR持仓量增加2.33吨至878.84吨,iShares持仓量减少0.38吨至398.52吨。截至12月底,全球黄金ETF持仓量3225.45吨,在金价2062.40美元/盎司情况下,全球黄金ETF资产管理规模环比增长1.04%至2143.60亿美元。

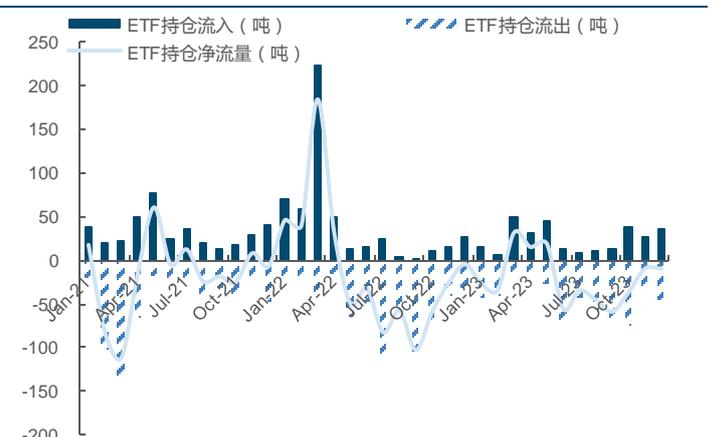
北美地区黄金ETF基金净流入约7.17亿美元,连续第二个月净流入,主要由于美联储加息周期确认结束,美债实际利率和美元汇率下行,持有黄金的机会成本下降,推涨金价,促进黄金ETF流入。

欧洲地区连续第7个月净流出,主要由于欧洲利率处于高位、央行维持鹰派态度,出于对机会成本的考虑,以及欧洲本地货币走强导致以本币计价的黄金价格表现较为疲软,投资者对黄金ETF投资的兴趣受到削弱。

图表58: 全球黄金ETF持仓



图表59: 全球黄金ETF持仓流量



来源: 世界黄金协会, 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

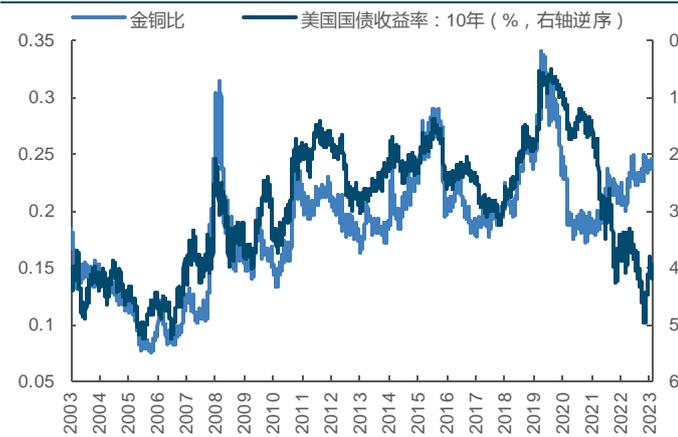
5.3 黄金相对比价未达历史高位

本月(12.21~1.24)金铜比降低至0.24,金油比降低至25.30,金银比提升至88.92,黄金相对其他商品比价尚未达到历史高位。

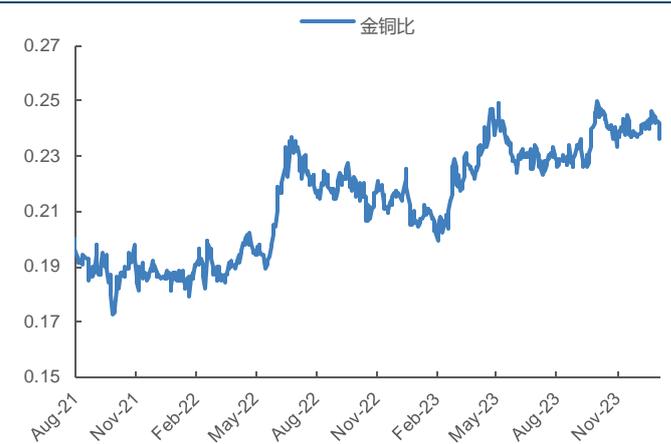
金价-0.84%至2024.65美元/盎司,铜价-0.38%至8562.50美元/吨,金铜比降低至0.24。金价与美国实际利率负相关,而铜价与美国通胀预期存在正相关,铜金比价与美债名义利率走势相关性较强,后期随着美债名义利率回调,预计铜金比价也将有所回调。我们认为2023年铜价将维持高位,2024年有望进一步上涨,因此铜价可以作为衡量金价的相对标尺。在铜价稳中有升的背景下,铜金比的回调需要金价涨幅超过铜价涨幅,因此从相对比价角度来看,金价存在进一步上行动力。



图表60: 金铜比与美债名义利率



图表61: 近两年金铜比

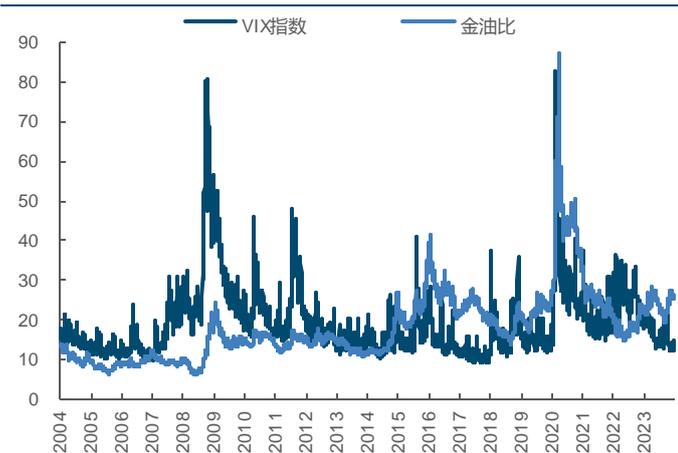


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

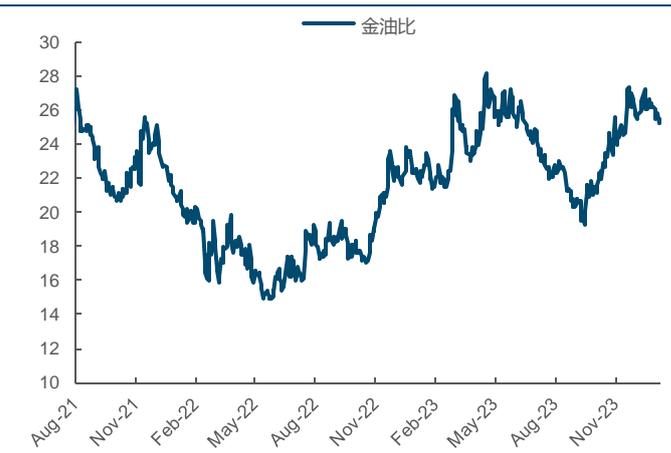
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

金价-0.84%至 2024.65 美元/盎司, 布伦特原油+0.82%至 80.04 美元/桶, 金油比降低至 25.30。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62: 金油比与 VIX 指数



图表63: 近两年金油比



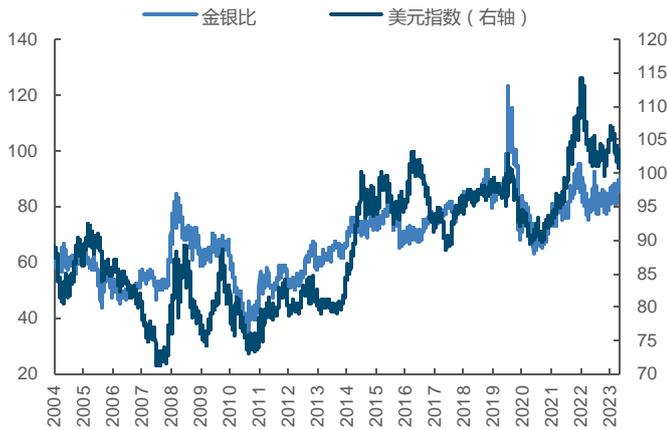
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

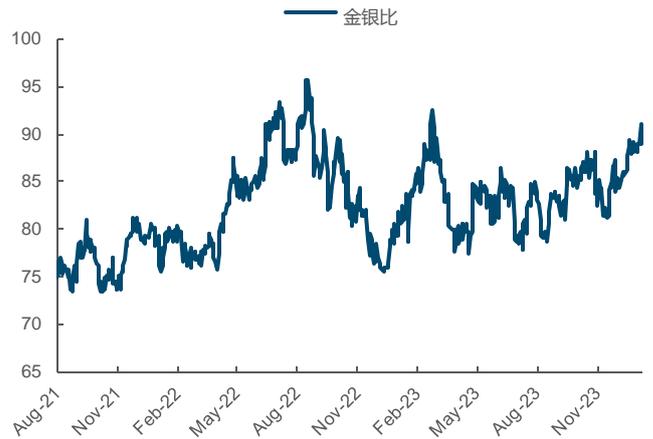
金价-0.84%至 2024.65 美元/盎司, 银价-5.85%至 22.77 美元/盎司, 金银比提升至 88.92。黄金和白银同属贵金属, 但是白银相比于黄金的商品属性更强, 因此金银比可以认为衡量了白银的商品属性。复盘美元指数与金银比的历史趋势, 发现二者存在正相关。因为白银作为工业品的需求主要来自欧洲、日本、中国等非美经济体, 白银相对价格的上涨反映出上述经济体工业需求的提升。



图表64: 金银比与美元指数



图表65: 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

5.4 央行购金支撑前三季度实物黄金需求

供给端, 3Q2023 全球黄金矿产量 971.06 吨, 同比增长 2.32%; 生产商净套保 7.20 吨; 回收金产量 288.80 吨, 同比增长 7.63%; 黄金总供应量 1267.06 吨, 同比增长 6.43%。2023 年前三季度, 全球黄金供应量 3692.38 吨, 同比增长 4.66%, 主要来自于黄金矿产量的增加以及回收金产量的提升。

需求端, 3Q2023 金饰制造消费黄金 578.22 吨, 同比减少 0.76%; 科技领域消费黄金 75.29 吨, 同比减少 2.59%; 投资领域黄金需求 156.89 吨, 同比增长 56.16%; 各国央行购金 337.09 吨, 同比减少 26.52%。2023 年前三季度, 全球黄金需求量 3285.70 吨, 同比减少 3.24%, 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。

综合来看, 3Q2023 全球黄金供需过剩 119.57 吨, 2023 年前三季度供需过剩 406.68 吨。

图表66: 黄金供需平衡

单位: 吨	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023	3Q2023
金矿产量	874.99	929.41	939.94	839.37	889.70	949.05	946.71	860.17	912.70	971.06
生产商净套保	-16.20	-11.82	17.82	25.68	1.65	-26.81	-13.64	37.06	-19.51	7.20
回收金	278.55	292.86	295.07	295.92	285.20	268.32	290.73	312.02	322.89	288.80
总供应量	1,137.34	1,210.45	1,252.84	1,160.97	1,176.55	1,190.56	1,223.80	1,209.25	1,216.07	1,267.06
金饰制造	456.58	515.25	719.55	517.40	493.46	582.62	601.86	512.38	492.79	578.22
科技	79.85	83.42	85.89	81.06	78.33	77.29	72.07	70.14	70.39	75.29
投资	285.83	229.23	300.57	555.88	209.28	100.47	247.42	274.34	255.69	156.89
各国央行和其他机构	209.64	90.56	34.30	82.44	158.57	458.77	382.10	287.69	174.79	337.09
总需求量	1,031.90	918.46	1,140.30	1,236.78	939.64	1,219.16	1,303.46	1,144.55	993.66	1,147.49
供需平衡	105.44	291.99	112.54	-75.81	236.91	-28.60	-79.66	64.70	222.41	119.57

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

5.5 世界白银协会预测 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67: 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

六、行业新闻及重点公司公告

6.1 行业新闻

沙特阿拉伯矿业公司在现有曼苏拉马萨拉金矿附近 100 多公里范围内发现潜在大型高品位金矿。据沙特媒体报道, 沙特阿拉伯矿业公司对位于沙特中部偏西的曼苏拉马萨拉金矿以南绵延 100 公里的区域进行勘探并发现同金矿相似的地质结构和矿床。该公司介绍, 曼苏拉马萨拉金矿附近地层随机钻探获取的两份样本显示, 每吨样本含金量分别达 10.4 克和 20.6 克, 表明可能存在高品位金矿床, 预计整个金矿带长达 125 公里。

英国矿业期刊 (Mining-Journal) 根据欧帕塞 (Opaxe) 钻探数据列出了 2023 年度全球十大钻探成果。从国家和地区看, 这些项目多分布在澳大利亚 (5 个)、加拿大 (4 个), 只有 1 个位于塞尔维亚。从矿种上看, 主要为金矿 (8 个), 其余为铀 (2 个)。

6.2 重点公司公告

赤峰黄金: 公司全资子公司赤峰吉隆矿业有限责任公司通过探转采方式取得赤峰吉隆矿业有限责任公司敖汉旗撰山子金矿采矿许可证, 生产规模为 6 万吨/年, 该采矿许可证有助于提高吉隆矿业采矿规模, 进一步提高未来黄金产量。

紫金矿业: 公司公布 2023 年主要产品产量情况, 2023 年矿山产铜 101 万吨, 同比增长 11%; 矿山产金 67 吨, 同比增长 20%; 矿山产锌 (铅) 46.7 万吨, 同比增长 3%; 矿山产银 412 吨, 同比增长 4%; 当量碳酸锂 2903 吨; 矿山产铁精矿 245 万吨。

中国黄金国际: 公司所属长山壕金矿于 2024 年 1 月 3 日开始全面恢复正常生产运营。公司于 2023 年 11 月 15 日之公告中披露, 长山壕矿计划于第三季度末及第四季度降低开采率, 以加强边坡的管理及维护。目前长山壕矿的边坡维护工作已完成, 采矿、运输、破碎和上矿均已达到正常水准。长山壕矿恢复正常运营为全面提高 2024 年度各项财务及生产指标打下坚实基础。

七、行业重点公司估值

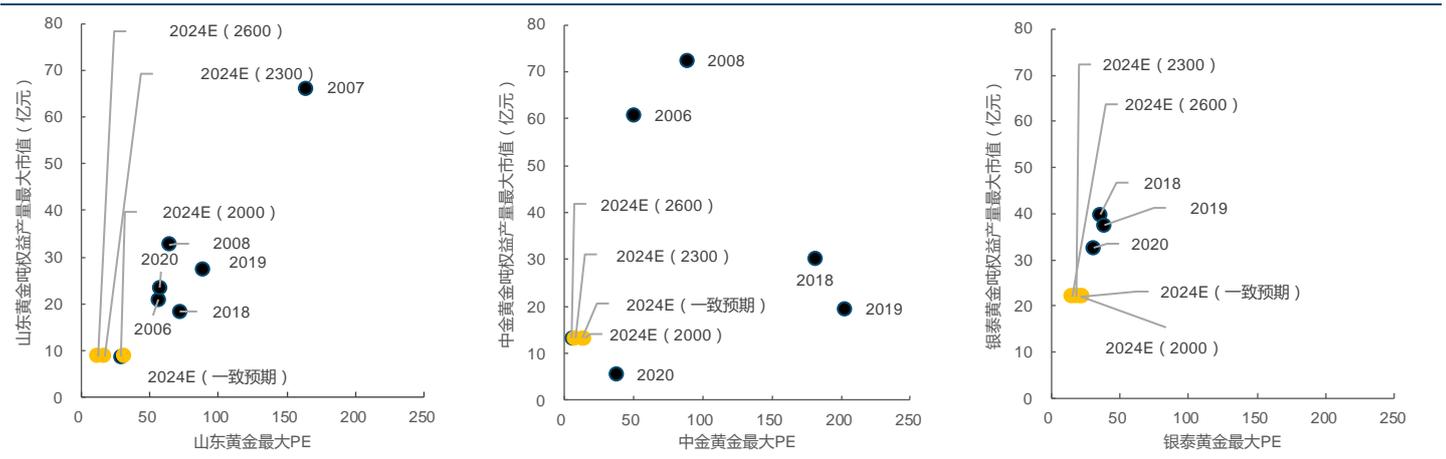
为衡量当前黄金股估值在历史区间的水位, 我们对主要黄金上市公司山东黄金、中金黄金、银泰黄金的吨权益产量市值和 PE 进行对比。

根据我们 2023 年 12 月 8 日发布的报告《贵金属行业年度报告: 右侧配置期, 布局主升浪》, 中金黄金历史及最新市值均为剔除铜矿业后黄金业务的测算市值。同时为保证不同公司估值水平横向、纵向可比, 对各公司历史权益产量按照吨盈利进行调整。

对比结果发现, 当前山东黄金、中金黄金、银泰黄金 2024E 吨权益产量市值和 PE 水平均未达历史高位。



图表68: 从前两轮周期最高水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置



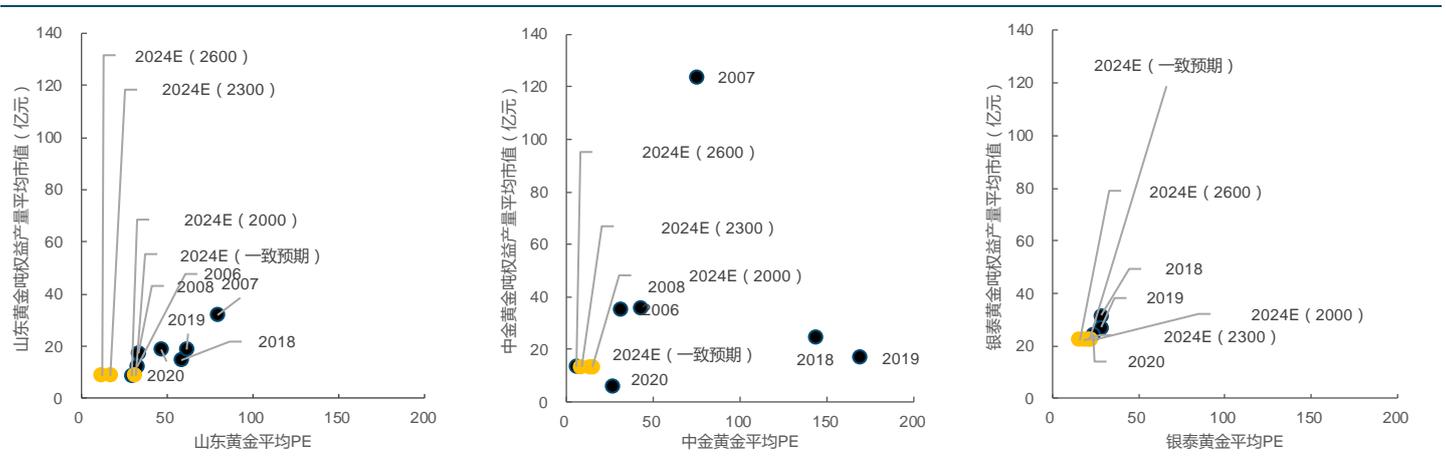
来源: iFind, 国金证券研究所

注: 各公司调整后权益产量=各公司当年实际权益产量*各公司吨金毛利/历史复盘区间山东黄金、银泰黄金、中金黄金平均吨金毛利。

中金黄金历史及最新市值均为剔除铜矿业务后的黄金业务测算市值, 2006-2008 年选择江西铜业和铜陵有色作为可比公司对铜矿业务市值进行测算, 2018-2020 年及当前选择云南铜业、紫金矿业、西部矿业和铜陵有色作为可比公司对铜矿业务市值进行测算。

2024 年吨权益产量市值=最新市值/2024 年权益产量, 2024 年 PE 分别为 iFind 一致预期、金价为 2000/2300/2600 美元/盎司时以最新市值计算的 2024 年 PE, PE 及最新市值截至 2024 年 1 月 24 日

图表69: 从前两轮周期平均水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置



来源: iFind, 国金证券研究所

注: 各公司调整后权益产量=各公司当年实际权益产量*各公司吨金毛利/历史复盘区间山东黄金、银泰黄金、中金黄金平均吨金毛利。

中金黄金历史及最新市值均为剔除铜矿业务后的黄金业务测算市值, 2006-2008 年选择江西铜业和铜陵有色作为可比公司对铜矿业务市值进行测算, 2018-2020 年及当前选择云南铜业、紫金矿业、西部矿业和铜陵有色作为可比公司对铜矿业务市值进行测算。

2024 年吨权益产量市值=最新市值/2024 年权益产量, 2024 年 PE 分别为 iFind 一致预期、金价为 2000/2300/2600 美元/盎司时以最新市值计算的 2024 年 PE, PE 及最新市值截至 2024 年 1 月 24 日

根据我们 2023 年 12 月 8 日发布的报告《贵金属行业年度报告: 右侧配置期, 布局主升浪》, 供需因素影响弱化后, 金价分析将在中观层面重回实际利率框架。在实际利率框架下, 当前正处于美联储停止加息到明确释放降息信号前的黄金股右侧配置期, 并且黄金股相对收益尚未兑现全部金价上涨预期, 预计美联储明确释放降息信号后黄金股将迎来主升浪行情。我们认为:

- (1) 黄金股右侧配置期: 从美联储停止加息到明确释放降息信号 (放松除基准利率以外的其他货币政策工具, 非实际降低基准利率) 的时间段为黄金股右侧配置期, 可逐步布局。
- (2) 黄金股主升浪行情启动点: 美联储明确释放降息信号 (放松除基准利率以外的其他



货币政策工具，非实际降低基准利率）为黄金股主升浪行情启动点。

(3) 新增非农就业人数转负是明确释放降息信号的先行指标。前两轮周期中，在新增非农就业人数转负后，美联储都向市场释放了宽松信号，此后金价和黄金股迎来主升浪。新增非农就业人数指标较为明确且易于跟踪，因此可作为提示美联储释放降息信号前的关注指标。

(4) 黄金股相对收益最丰厚时期：在美联储正式降低基准利率以前，黄金股可获得显著超额收益，而正式降息 1-2 次后，相对收益会有所收窄，且股价波动率增加。

(5) 通胀水平和 GDP 增速回落是明确释放降息信号的经济条件。根据历史复盘，美联储降息前通胀水平和 GDP 增速都有较为明显的回落，并且上述指标的降低意味着美国经济增速的降温，美联储为避免经济衰退，将对紧缩政策保持谨慎。

(6) 风险冲击会加速美联储释放降息信号。美联储对于风险冲击引发的流动性紧缩较为敏感，当发生风险事件导致市场避险情绪显著上行、流动性大幅收紧时，即使其他指标并未提示需要降息或扩大宽松，美联储也会加速货币政策转向或扩大宽松程度。

建议关注银泰黄金、中金黄金、山东黄金、招金矿业、赤峰黄金等标的。

图表70：行业重点公司估值表（收盘价：元；PE：倍；截至2024年1月24日收盘）

公司简称	股票代码	收盘价	2023EPS	2024EPS	2025EPS	2023PE	2024PE	2025PE	2024年相对收益	30天相对收益
山东黄金	600547.SH	20.29	0.49	0.65	0.85	41.30	31.32	23.74	-6.79%	-4.69%
中金黄金	600489.SH	8.95	0.61	0.68	0.72	14.64	13.18	12.36	-5.65%	-8.20%
银泰黄金	000975.SZ	13.78	0.56	0.66	0.76	24.69	20.96	18.07	-3.64%	-1.43%
招金矿业	1818.HK	7.83	0.21	0.32	0.54	37.29	24.57	14.48	-14.87%	-13.24%
赤峰黄金	600988.SH	12.32	0.49	0.72	0.86	25.28	17.02	14.30	-7.57%	-9.38%
湖南黄金	002155.SZ	11.36	0.52	0.70	0.92	21.89	16.23	12.29	6.46%	4.81%
四川黄金	001337.SZ	22.98	0.55	0.58	0.58	41.78	39.62	39.62	-12.34%	-16.05%
恒邦股份	002237.SZ	9.32	0.55	0.67	0.87	17.09	13.98	10.67	-9.06%	-9.66%
中国黄金国际	2099.HK	33.85	-0.10	0.56	0.80	N.A.	60.37	42.54	5.99%	13.01%
华钰矿业	601020.SH	9.26	0.22	0.47	0.66	42.09	19.70	14.03	-5.61%	5.29%
玉龙股份	601028.SH	9.22	0.69	0.83	0.92	13.44	11.11	10.04	-9.42%	-9.11%
兴业银锡	000426.SZ	9.14	0.53	0.96	1.17	17.39	9.56	7.79	5.15%	4.87%
盛达资源	000603.SZ	9.34	0.61	0.63	0.85	15.40	14.88	11.01	-10.99%	-21.20%

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。

八、风险提示

美联储紧缩货币政策反复。我们认为当前美联储停止加息条件已经充分，随着前期紧缩政策的滞后效应逐步显现，通胀、经济增长和劳动力市场的降温将为美联储放松货币政策创造条件。但若因通胀、劳动力市场韧性导致美联储进一步紧缩货币政策，将对黄金价格、黄金公司业绩、黄金股走势产生压制。

黄金公司业绩不及预期。当黄金价格处于高位时，黄金生产企业有动力开采品位较低的矿石，这会导致黄金生产成本上涨，同时或导致黄金产量下降，黄金公司业绩不及预期。

美国经济超预期向好。我们认为美联储明确释放降息信号需要达到部分经济状况条件，而这些条件意味着美国经济边际走弱，而如果后面美国经济超预期向好，则金价相关上涨逻辑将受损。



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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究