



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）

分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）

lichao3@gjzq.com.cn

wangqinyang@gjzq.com.cn

掘“金”系列（六）：当我们交易金银比时，交易的是什么？

行情回顾

本月（1.23~2.22）由于美国1月非农及CPI数据超预期表现，同时1月FOMC会议上鲍威尔对于3月降息预期的反击，导致降息预期推迟，黄金价格涨后回落。本月伦敦现货黄金价格最高涨至2053.25美元/盎司，收于2018.60美元/盎司，伦敦现货白银价格与黄金价格走势有所分化，最高涨至23.23美元/盎司，收于23.07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19.4%至2366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2521美元/盎司。

投资观点

（1）当我们交易金银比时，交易的是什么？

金银比=黄金价格/白银价格，由于黄金金融属性强而商品属性弱，白银兼具商品属性与金融属性，因此金银比可以看做剔除了金融属性的、具备商品属性的指标。

白银的金融属性定价以黄金为锚，商品属性在供需层面体现为工业需求和投资性需求。我们认为：

- ①金银比修复之前白银供需基本面需要逐步好转，即从供需过剩逐步转向平衡甚至短缺，同时伴随白银库存逐步下降。
- ②金银比的修复需要通过黄金价格的快速上涨激发白银价格拉升。
- ③金银比的修复需要意外的刺激因素，但这种外部因素难以预测，因此虽然修复的过程是确定的，但是发生的时点更多取决于市场投资者的情绪。
- ④当白银的投资需求被上述外部因素激发时，白银价格涨幅超过黄金，才能看到金银比的持续修复。若未能激发较强的投资需求，白银价格仅会表现为短期内小幅上涨和回落。
- ⑤白银投资需求的激发需要逐步积累。伴随多次的短期上涨和下跌，白银价格中枢逐步抬升，叠加供需基本面好转，可能会出现金银比的修复。

短期金银比修复条件不充分。当前黄金价格未有快速上涨，白银交易所库存小幅下降，白银ETF持仓需求下降而期货持仓增长。总体来看，当前金银比修复条件尚不充分。

黄金主升浪或将成为激发白银投资需求的触发因素。我们预计美联储正式释放降息信号（降低除联邦基金目标利率外的其他货币政策工具利率）后，黄金价格将迎来主升浪，届时或将成为白银价格快速上涨的触发因素。

（2）美国通胀及就业市场韧性仍存，美联储打击过早降息预期，OIS隐含利率曲线回升

美国1月CPI同比3.1%，高于预期的2.9%，低于前值的3.4%，核心CPI同比3.9%，高于预期的3.7%，维持前值不变。美国1月新增非农就业人数35.3万人，高于预期的18.7万人，高于前值的33.3万人。

鲍威尔在美联储1月FOMC会议发布会上对市场的3月降息预期进行反击，美国1月非农及CPI数据均超市场预期，市场降息预期回落，驱动OIS隐含利率曲线明显上移。当前Fed Watch工具显示2024年3月、5月维持联邦基金目标利率不变的概率分别为90%和62.3%，市场定价2024年6月开始降息，降息25BP概率为52.6%，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、当我们交易金银比时，交易的是什么？	6
1.1 供需基本面&市场情绪共同影响银价	6
1.2 白银研究框架及逻辑	9
1.3 当前是否满足金银比修复条件？	10
二、降息预期波动，黄金价格涨后回落	13
三、降息预期推迟，OIS 隐含利率曲线上移	15
3.1 实际利率上涨压制黄金价格	15
3.2 美联储持续缩表	16
3.3 美国 1 月通胀超预期	17
3.4 降息预期推迟，驱动 OIS 隐含利率曲线回升	20
3.5 主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线	21
3.6 全球黄金累库	22
四、央行购金降温，黄金 ETF 流出大幅增加	23
4.1 全球央行购金持续放缓	23
4.2 1 月黄金 ETF 持仓流出大幅增长	25
4.3 黄金相对比价未达历史高位	25
4.4 2023 年全球黄金实物供给过剩	27
4.5 世界白银协会预测 2023 年白银短缺 4420 吨	27
五、行业新闻及重点公司公告	28
5.1 行业新闻	28
5.2 重点公司公告	28
六、行业重点公司估值	28
七、风险提示	30

图表目录

图表 1：1979 年金银比明显修复	6
图表 2：1971 年白银供需转向短缺	6
图表 3：1970-1993 年交易所库存（吨）及金银比	6
图表 4：1975 年后 COMEX 期货持仓（万盎司）大幅上涨	6
图表 5：1994-1998 年、2003-2006 年、2009-2011 年金银比明显修复	7
图表 6：2005-2008 年供需缺口扩大	7
图表 7：1996-2011 年白银库存（吨）与金银比	7



图表 8:	2012-2019 年白银库存 (吨) 和金银比正相关.....	8
图表 9:	2005-2011 年白银期货持仓 (万盎司) 大幅上涨.....	8
图表 10:	2020 年金银比修复.....	8
图表 11:	2021-2022 年白银供需缺口扩大.....	8
图表 12:	2022 年白银去库 (单位: 吨).....	8
图表 13:	2020-2022 年白银期货持仓 (万盎司) 下降.....	8
图表 14:	1972-1990 年白银交易所库存与金银比正相关.....	9
图表 15:	1992-2023 年 COMEX 银库存与金银比正相关.....	9
图表 16:	白银投资性需求与银价正相关.....	9
图表 17:	包括投资需求的供需改善时银价涨幅明显.....	10
图表 18:	传统供需平衡对银价解释力较弱.....	10
图表 19:	近期黄金价格未出现快速上涨.....	11
图表 20:	2H2021-2022 年白银库存去库 (单位: 吨).....	11
图表 21:	2021-2022 年光伏用银量加速提升.....	11
图表 22:	预计 2024 年光伏耗银量为 6730 吨.....	12
图表 23:	我们预计 2024-2025 年全球白银包括金融属性的供需缺口扩大.....	12
图表 24:	2021 年来白银 ETF 持仓量下降 (单位: 吨).....	13
图表 25:	当前白银期货持仓未达高位 (万盎司).....	13
图表 26:	黄金价格.....	13
图表 27:	白银价格.....	14
图表 28:	通胀调整的金价 (CPI: 1982-1984 年=100).....	14
图表 29:	黄金价格模型各指标对金价贡献 (单位: 美元/盎司).....	14
图表 30:	模型预测 2024 年金价上涨 19.4%至 2366 美元/盎司.....	15
图表 31:	2024 年初至今贵金属行业指数-3.68%.....	15
图表 32:	近一个月贵金属行业指数+8.89%.....	15
图表 33:	金价&实际利率.....	16
图表 34:	2023 年以来金价&实际利率.....	16
图表 35:	联邦基金目标利率&美联储资产.....	16
图表 36:	全球负利率债券规模占比.....	16
图表 37:	美联储资产负债表 (截至 2024 年 2 月 21 日).....	17
图表 38:	美国 CPI&核心 CPI 同比.....	17
图表 39:	美国 PCE&核心 PCE 同比.....	17
图表 40:	美国核心 CPI 各分项权重.....	18
图表 41:	美国核心 CPI 分项同比 (%).....	18
图表 42:	美国核心 CPI 分项环比 (%).....	18



图表 43: 美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比.....	18
图表 44: 美国新增非农就业人数 (千人)	19
图表 45: 美国失业率&职位空缺率.....	19
图表 46: 服务新增非农就业分项 (千人)	19
图表 47: 生产新增非农就业分项 (千人)	19
图表 48: 市民工人雇佣成本同比 (%)	20
图表 49: 私营企业雇佣成本同比 (%)	20
图表 50: 州和地方政府雇佣成本同比 (%)	20
图表 51: 其他主要经济体 CPI 同比.....	20
图表 52: 美国通胀预期期限结构 (%)	21
图表 53: 美国 PCE 预测 (%)	21
图表 54: 美债期限结构 (%)	21
图表 55: OIS 隐含利率 (%)	21
图表 56: 主要经济体制造业 PMI.....	22
图表 57: 主要经济体服务业 PMI.....	22
图表 58: 主要经济体 GDP 增速.....	22
图表 59: 主要经济体近两年 GDP 增速.....	22
图表 60: COMEX 黄金非商业持仓.....	23
图表 61: COMEX 黄金非商业净持仓.....	23
图表 62: 黄金库存.....	23
图表 63: COMEX 白银总持仓.....	23
图表 64: 白银库存.....	23
图表 65: LBMA 金银库存.....	23
图表 66: 全球央行黄金储备.....	24
图表 67: 全球央行季度购金量.....	24
图表 68: 全球央行购金需求.....	24
图表 69: 2023 年主要购金&售金国家 (吨).....	24
图表 70: 中国央行黄金储备.....	25
图表 71: 黄金和美元占全球外汇储备比重.....	25
图表 72: 全球黄金 ETF 持仓.....	25
图表 73: 全球黄金 ETF 持仓流量.....	25
图表 74: 金铜比与美债名义利率.....	26
图表 75: 近两年金铜比.....	26
图表 76: 金油比与 VIX 指数.....	26
图表 77: 近两年金油比.....	26



图表 78: 金银比与美元指数	27
图表 79: 近两年金银比	27
图表 80: 黄金供需平衡	27
图表 81: 白银供需平衡	28
图表 82: 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	29
图表 83: 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	29
图表 84: 行业重点公司估值表 (收盘价: 元; PE: 倍; 截至 2024 年 2 月 23 日收盘)	30



一、当我们交易金银比时，交易的是什么？

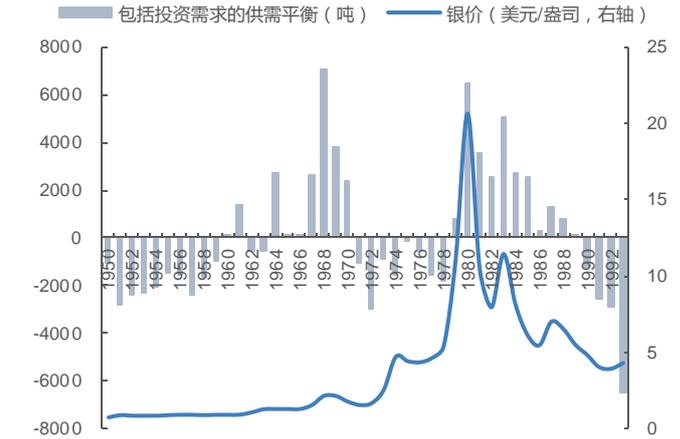
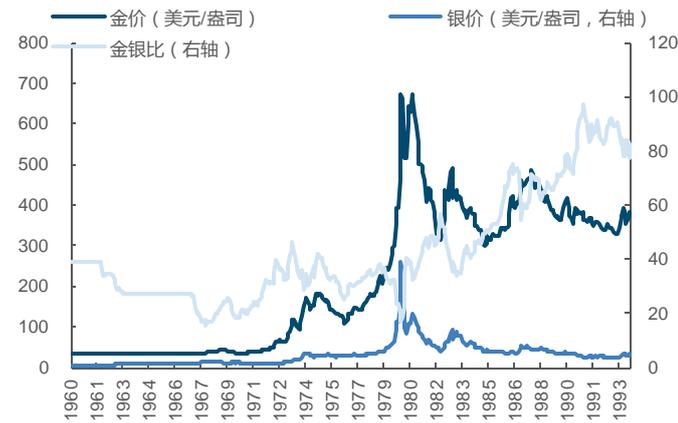
1.1 供需基本面&市场情绪共同影响银价

(1) 1950-1993 年

1971 年以前金银价格主要受政府政策干预，1971 年白银供需从过剩转向短缺，同时金价急速上涨激活白银投资需求，银价上涨后虽然供给增加，但投资需求大幅增加吸收新增供给。

图表1：1979 年金银比明显修复

图表2：1971 年白银供需转向短缺

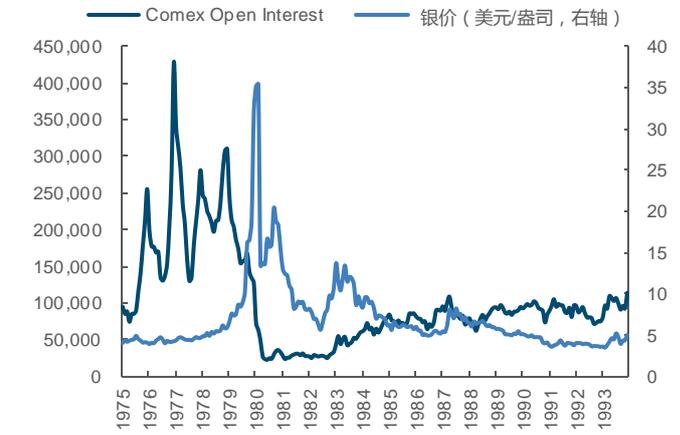
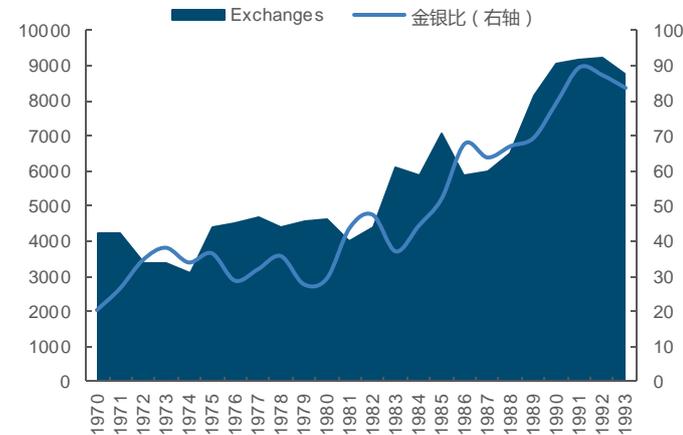


来源：Wind，国金证券研究所

来源：世界白银协会，国金证券研究所

图表3：1970-1993 年交易所库存 (吨) 及金银比

图表4：1975 年后 COMEX 期货持仓 (万盎司) 大幅上涨



来源：世界白银协会，Wind，国金证券研究所

来源：Wind，Bloomberg，国金证券研究所

(2) 1994-2018 年

20 世纪 90 年代开始白银工业需求复苏，供需缺口扩大，金价阶段性上涨激发白银投资需求，金银比从 1991 年至 1998 年持续修复。

2003-2008 年白银供需缺口呈现扩大趋势，同时黄金价格再度拉升，市场投资性需求释放，金银比在 2003-2007 年持续修复。此后美联储开启降息周期，黄金价格迎来暴涨，白银投资需求再度激发，2009 年开始金银比显著修复。金银比修复同时，期货持仓均有明显上升。

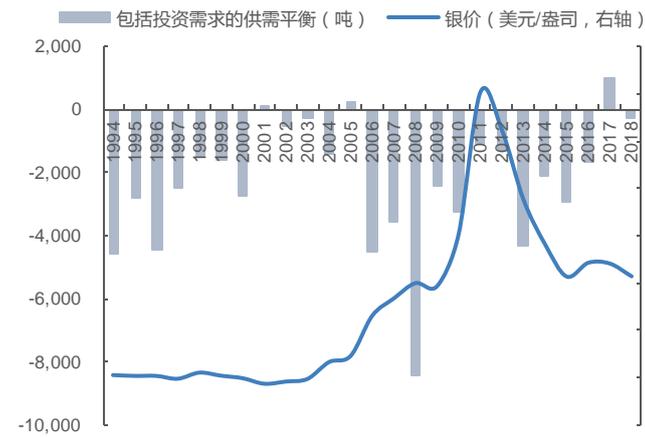


图表5: 1994-1998年、2003-2006年、2009-2011年金银比明显修复



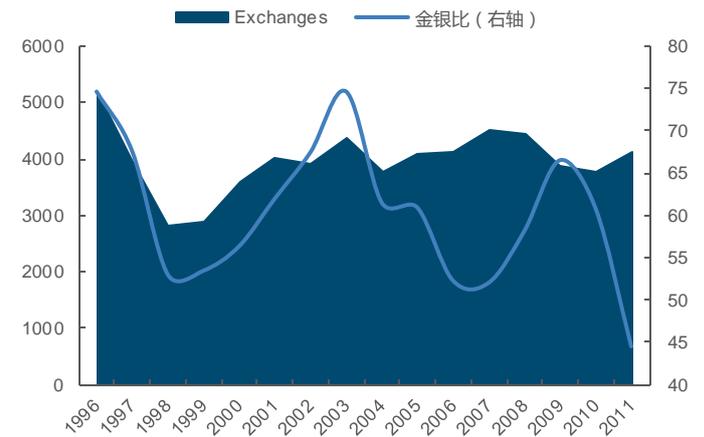
来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 2005-2008年供需缺口扩大



来源: 世界白银协会, 国金证券研究所

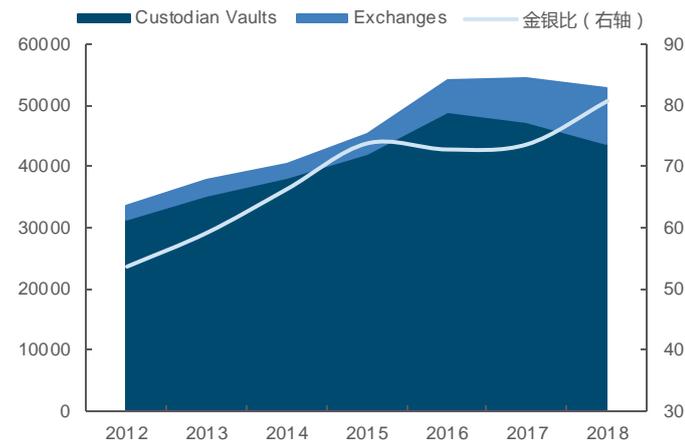
图表7: 1996-2011年白银交易所库存(吨)与金银比



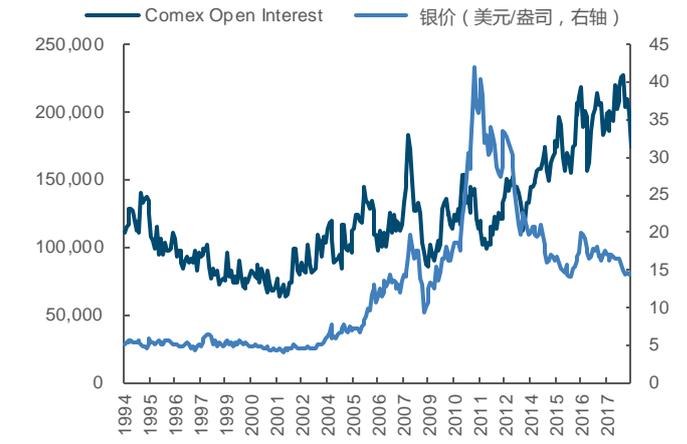
来源: 世界白银协会, Wind, 国金证券研究所



图表8: 2012-2019年白银库存(吨)和金银比正相关



图表9: 2005-2011年白银期货持仓(万盎司)大幅上涨



来源: 世界白银协会, 国金证券研究所

来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

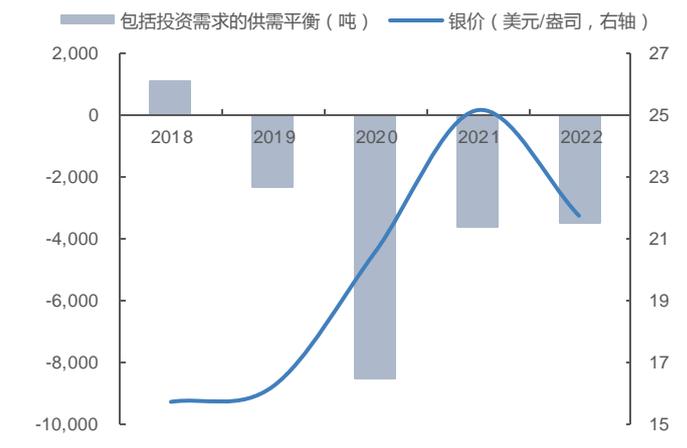
(3) 2019-2022年

2020年疫情后美联储紧急降息扩表, 黄金价格急速拉涨激发白银投资需求, 包括投资需求的供需平衡改善, 金银比修复。

图表10: 2020年金银比修复



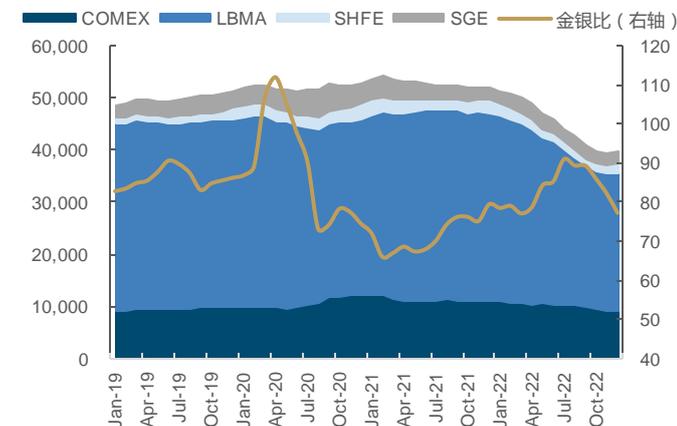
图表11: 2021-2022年白银供需缺口扩大



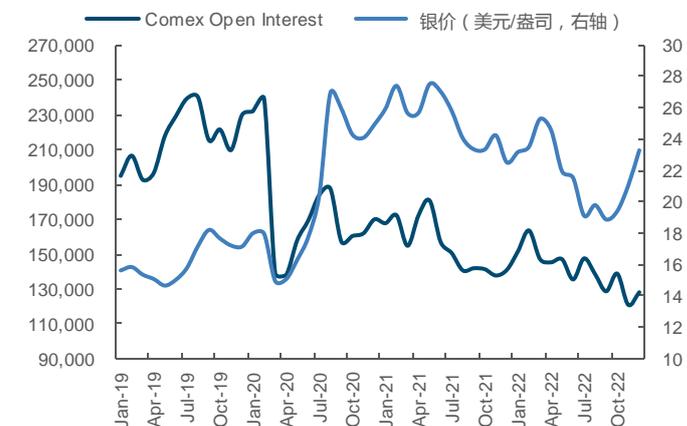
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 世界白银协会, 国金证券研究所

图表12: 2022年白银去库(单位: 吨)



图表13: 2020-2022年白银期货持仓(万盎司)下降



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

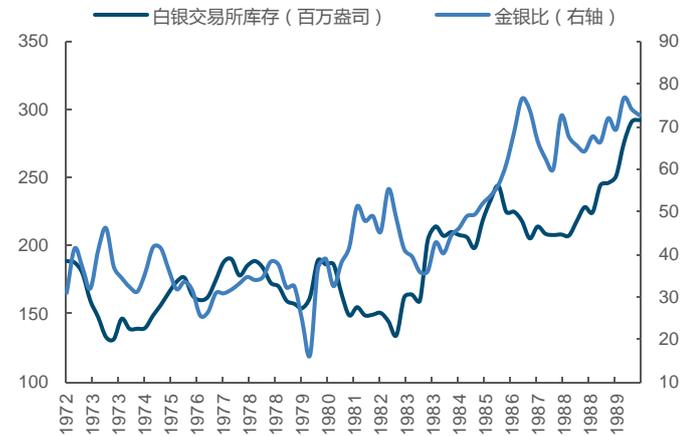


1.2 白银研究框架及逻辑

金银比=黄金价格/白银价格，由于黄金金融属性强而商品属性弱，白银兼具商品属性与金融属性，因此金银比可以看做剔除了金融属性的、具备商品属性的指标。通过对比历史金银比与白银交易所库存，发现二者存在高度正相关关系，金银比的上涨常伴随着白银供需的恶化，金银比修复对应白银供需平衡的改善。

图表14: 1972-1990年白银交易所库存与金银比正相关

图表15: 1992-2023年COMEX银库存与金银比正相关



来源：世界白银协会，同花顺 iFind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

白银兼具金融属性与商品属性，双重属性决定白银有以下研究逻辑：

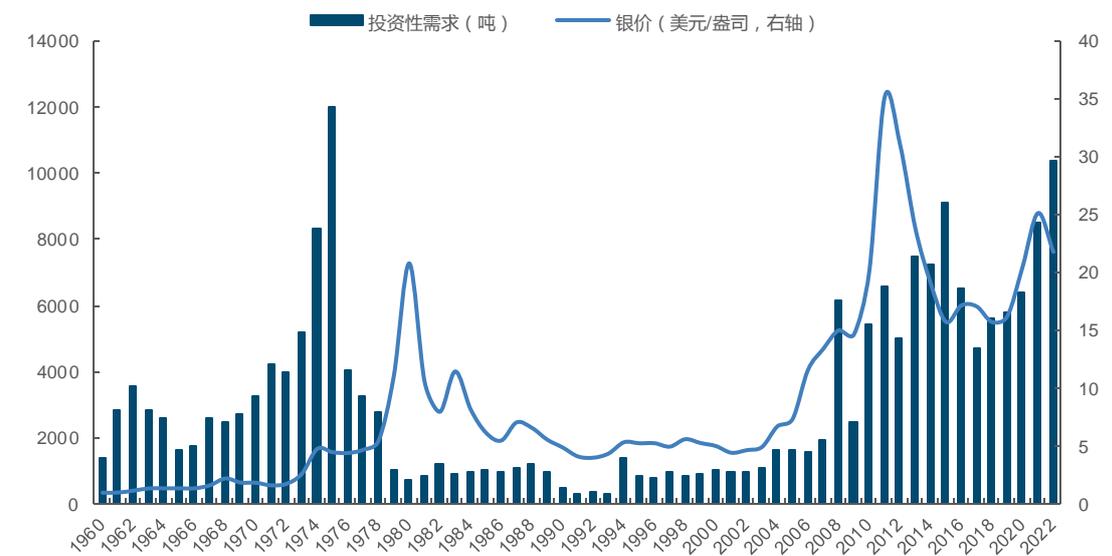
- (1) 白银金融属性定价以黄金为锚。
- (2) 白银商品属性：

①传统供需平衡=矿山银+再生银+其他供给-工业性需求

②包括投资需求的供需平衡=矿山银+再生银+其他供给-工业性需求-投资性需求（包括银币、银条、ETP 库存构建等）

其中投资性需求受到价格和市场情绪的影响，有可能为负，即市场上投机者抛售白银。复盘历史白银投资性需求和银价，发现二者存在较为明显的正相关关系，主因白银金融属性的存在，白银价格大幅上涨时，投资性需求会显著提升，进一步推升银价。

图表16: 白银投资性需求与银价正相关



来源：世界白银协会，Wind，国金证券研究所

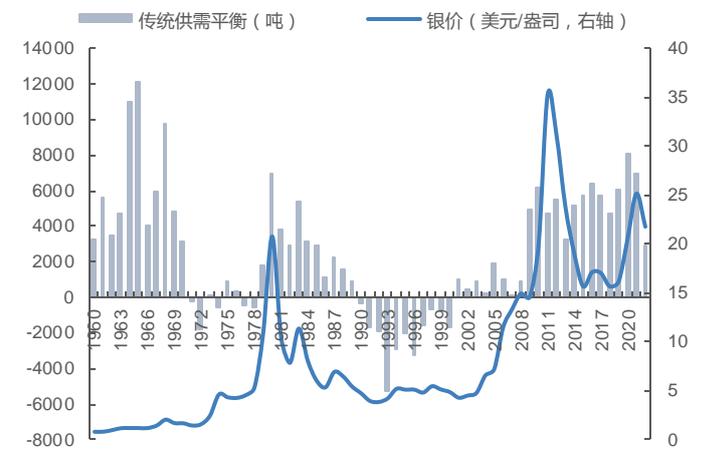
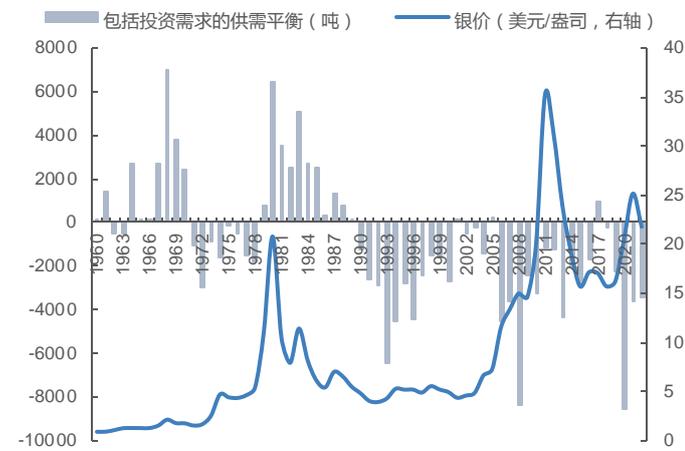
注：投资性需求包括银币、奖章、银条、ETP 库存构建。



由于白银的投资性需求存在,因此仅考虑工业性需求的传统供需平衡变动与银价的相关性较弱,而包括投资需求的供需平衡改善常伴随银价的上涨。

图表17: 包括投资需求的供需改善时银价涨幅明显

图表18: 传统供需平衡对银价解释力较弱



来源: 世界白银协会, Wind, 国金证券研究所

来源: 世界白银协会, Wind, 国金证券研究所

根据白银的商品属性和金融属性,以及对于历史金银比的复盘,我们认为:

- (1) 金银比修复之前白银供需基本面需要逐步好转,即从供需过剩逐步转向平衡甚至短缺,同时伴随白银库存逐步下降。
- (2) 金银比的修复需要通过黄金价格的快速上涨激发白银价格拉升。
- (3) 金银比的修复需要意外的刺激因素,但这种外部因素难以预测,因此虽然修复的过程是确定的,但是发生的时点更多取决于市场投资者的情绪。
- (4) 当白银的投资需求被上述外部因素激发时,白银价格涨幅超过黄金,才能看到金银比的持续修复。若未能激发较强的投资需求,白银价格仅会表现为短期内小幅上涨和回落。
- (5) 白银投资需求的激发需要逐步积累。伴随多次的短期上涨和下跌,白银价格中枢逐步抬升,叠加供需基本面好转,可能会出现金银比的修复。

1.3 当前是否满足金银比修复条件?

根据上述对于白银研究逻辑的分析,我们认为当前判断金银比是否满足修复条件,需要关注以下三个指标:①黄金价格;②白银的供需状况(库存);③白银投资需求(白银ETF和期货持仓)。

2022年以来由于美联储紧缩货币政策,美债实际利率上行对黄金价格产生压制。当前美联储本轮加息已经结束,但由于美国通胀和就业市场韧性仍存,市场对于美联储的降息预期波动较大,黄金价格走势震荡,尚未出现短期内的大幅上涨。



图表19: 近期黄金价格未出现快速上涨



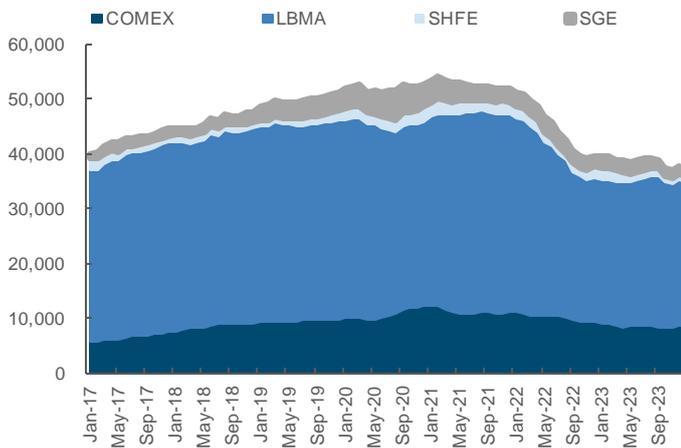
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

供需基本面看, 从 2021 年下半年至 2022 年, 主要交易所白银库存急剧下降, 从 2021 年 6 月的 5.3 万吨降低至 2022 年底的 4 万吨, 交易所库存反映的白银供需状况明显改善。我们认为上述时期白银需求的增加主要源于光伏和珠宝用银量的提升, 据世界白银协会统计, 2021 年光伏对银需求量 3421 吨, 珠宝对银需求量 5645 吨, 二者合计同比增长 16%; 2022 年光伏对银需求量约为 4364 吨, 珠宝对银需求量为 7281 吨, 二者合计同比增长 28%。

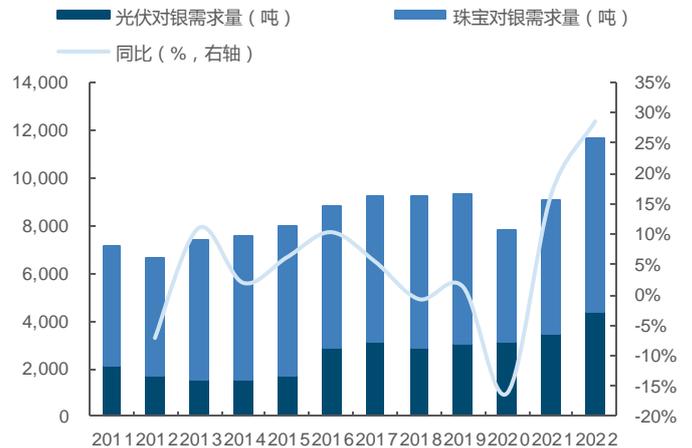
2023 年下半年以来, 主要交易所白银有所去库, 库存从 2023 年 6 月的 3.9 万吨降低至 2024 年 1 月的 3.7 万吨, 库存反映的白银供需平衡有所改善。

图表20: 2H2021-2022 年白银库存去库 (单位: 吨)

图表21: 2021-2022 年光伏用银量加速提升



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



来源: 世界白银协会, 国金证券研究所

光伏用银主要集中在 p 型电池片、TOPCon 电池片和异质结电池片。据中国光伏行业协会统计, 2022 年 p 型电池片正银消耗量降低至约 65mg/片, 背银消耗量约 26mg/片; n 型 TOPCon 电池双面银浆 (铝) (95%银) 平均消耗量约 115mg/片; 异质结电池双面低温银浆消耗量约 127mg/片, 中国光伏行业预测未来光伏电池片单片耗用银浆量将逐年降低。

参考国金电新组对未来全球新增光伏装机容量及各技术路线市占率的预测, 考虑到电池片生产组件存在损耗, 在容配比为 1.2:1、电池片需求量: 组件产量=1.05 的假设下, 我们预计 2024 年光伏用银量将增加 30%至 6730 吨, 2025 年将提升 10%至 7413 吨。


图表22: 预计 2024 年光伏耗银量为 6730 吨

	2022 年	2023E	2024E	2025E
全球新增光伏装机容量 (GW)	240	380	490	588
全球组件产量 (GW)	288	456	588	706
全球电池片需求量 (GW)	302	479	617	741
PERC 电池市占率	88%	70%	20%	6%
PERC 电池片需求量 (GW)	266	335	123	44
PERC 电池片功率 (W/片)	7.64	7.71	7.71	7.78
PERC 电池片耗银量 (mg/片)	91	84	79	75
TOPCon 电池市占率	8%	23%	70%	80%
TOPCon 电池片需求量 (GW)	25	110	432	593
TOPCon 电池片功率 (W/片)	7.92	7.99	8.06	8.13
TOPCon 电池片耗银量 (mg/片)	115	105	98	91
异质结电池市占率	1%	2%	4%	6%
异质结电池片需求量 (GW)	2	10	25	44
异质结电池片功率 (W/片)	10.45	10.61	10.76	10.91
异质结电池片耗银量 (mg/片)	127	105	90	85
光伏对银需求量 (吨)	3,557	5,195	6,730	7,413
增速		46%	30%	10%

来源: 中国光伏行业协会, 国金证券研究所测算

不考虑银价上涨对于再生银产量增长的促进以及对投资性需求的影响, 我们预计 2024-2025 年全球白银包括投资需求的供需缺口将有所扩大。仅考虑供需缺口对于交易所库存的影响, 我们预计到 2025 年主要交易所白银库存将降低至约 2.2 万吨。

图表23: 我们预计 2024-2025 年全球白银包括金融属性的供需缺口扩大

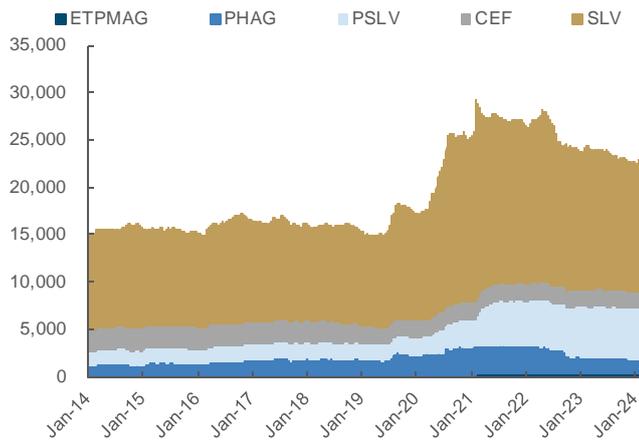
单位: 吨	2022 年	2023E	2024E	2025E
矿产银	25,580	26,347	27,138	27,952
再生银	5,617	5,859	6,111	6,374
政府净销售	53	53	53	53
总供应量	31,250	32,259	33,302	34,379
工业	17,309	18,947	20,482	21,166
其中: 光伏	3,557	5,195	6,730	7,413
其他	13,752	13,752	13,752	13,752
摄影	855	855	855	855
银饰	7,281	6,205	6,763	7,372
银器	2,286	1,732	2,078	2,494
实物净投资	10,354	9,611	10,957	10,957
净套保需求	557	-	-	-
总需求量	38,642	37,350	41,135	42,843
供需平衡	-7,392	-5,091	-7,834	-8,464

来源: 世界白银协会, 中国光伏行业协会, 国金证券研究所测算

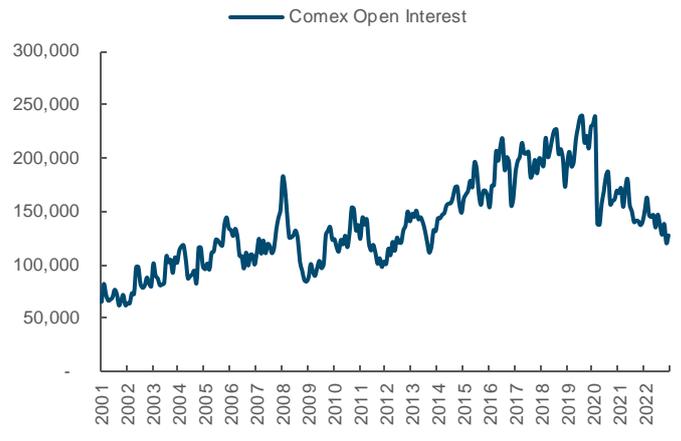
投资需求方面, 2021 年以来白银 ETF 持仓量波动下降, 2023 年降幅有所收窄但持仓量尚未出现增长。COMEX 期货持仓量从 2023 年底的 13.14 亿盎司增长至 2 月 13 日的 15.25 亿盎司。



图表24: 2021 年来白银 ETF 持仓量下降 (单位: 吨)



图表25: 当前白银期货持仓未达高位 (万盎司)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

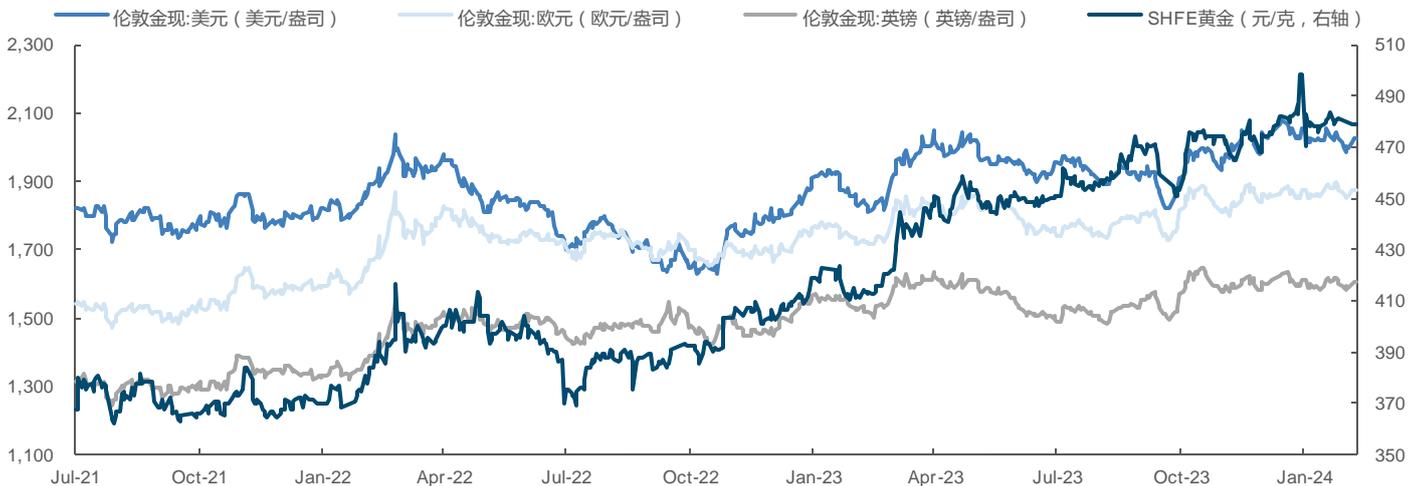
根据上述分析, 当前黄金价格未有快速上涨, 白银交易所库存小幅下降, 白银 ETF 持仓需求下降而期货持仓增长。总体来看, 当前金银比修复条件尚不充分。

我们预计美联储正式释放降息信号(降低除联邦基金目标利率外的其他货币政策工具利率)后, 黄金价格将迎来主升浪, 届时或将成为白银价格快速上涨的触发因素。但目前来看, 金银比的修复“为时过早”。

二、降息预期波动, 黄金价格涨后回落

本月(1.23~2.22)由于美国1月非农及CPI数据超预期表现, 同时1月FOMC会议上鲍威尔对于3月降息预期的反击, 导致降息预期推迟, 黄金价格涨后回落。伦敦现货黄金+0.05%至2024美元/盎司, COMEX黄金价格-0.55%至2018.60美元/盎司, SHFE黄金价格+0.13%至479.12元/克。伦敦现货白银+3.64%至23.07美元/盎司, COMEX白银价格+5.13%至23.17美元/盎司, SHFE白银价格+1.97%至5942元/千克。

图表26: 黄金价格



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

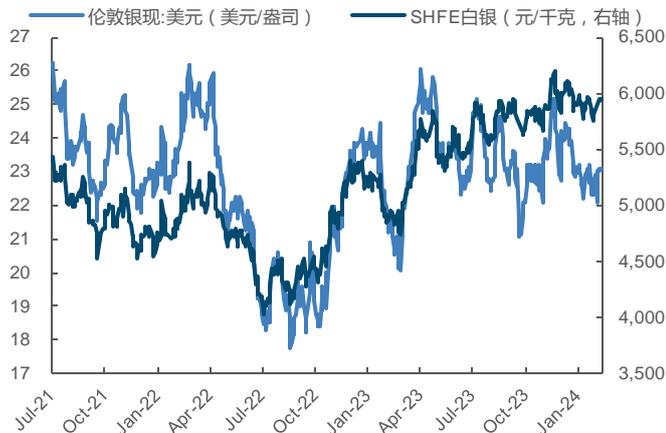
通过将黄金价格剔除美国CPI(1982-1984年=100)以后的价格作为黄金的实际价格, 实际金价自1968年以来经历了三轮大幅上涨周期, 1980年实际金价接近880美元/盎司/CPI, 2011年实际金价达到780美元/盎司/CPI, 2020年实际金价接近760美元/盎司/CPI。从实际金价过去三轮历史高点观察, 我们认为黄金或存在某种实际价值量的绝对最高值, 或对应全球黄金总资源量或可采储量, 这一最高值基本位于760-880美元/盎司/CPI。

2024年1月实际金价约为659.51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2024年1月名义金价(2034.04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2330-2700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27: 白银价格



图表28: 通胀调整的金价 (CPI: 1982-1984年=100)

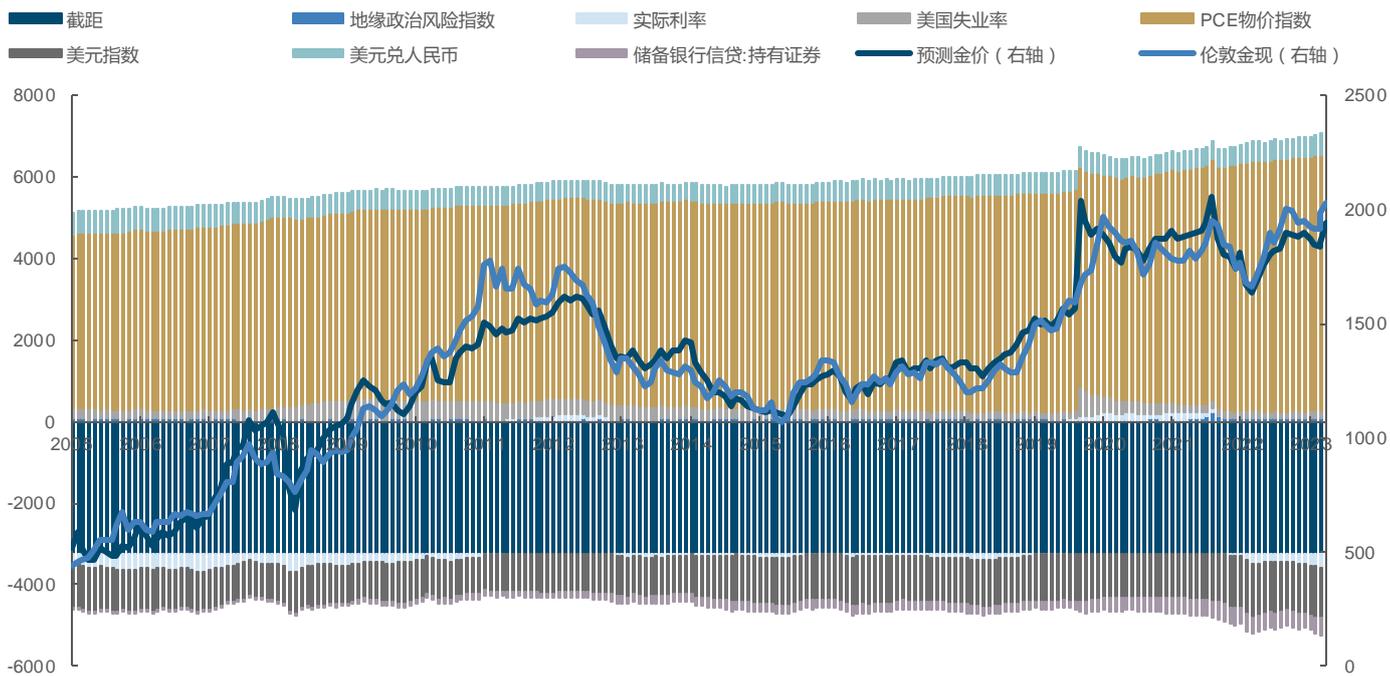


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

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29: 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 19.4% 至 2366 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 2521 美元/盎司。



图表30: 模型预测 2024 年金价上涨 19.4%至 2366 美元/盎司

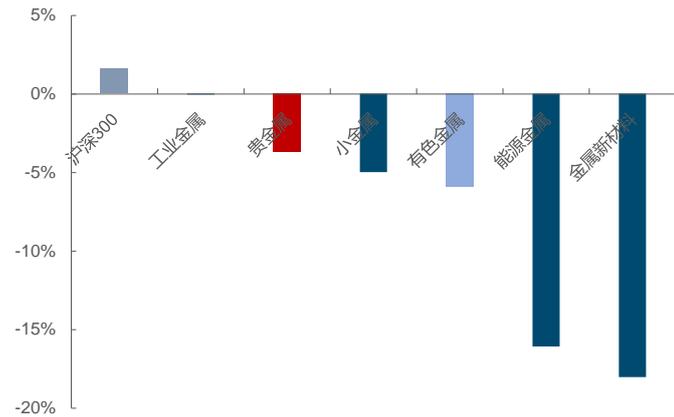
	2023 年	2024E	2025E
地缘政治风险指数	131	120	100
实际利率 (%)	1.7	1.4	1.2
美国失业率 (%)	3.7	4.1	4.1
PCE 物价指数	122	125	127
美元指数	101	90	90
美元兑人民币	7.1	6.8	6.8
储备银行持有证券 (百亿美元)	722	626	626
模型预测金价 (美元/盎司)	1,982	2,366	2,521
涨幅		19.4%	6.6%

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

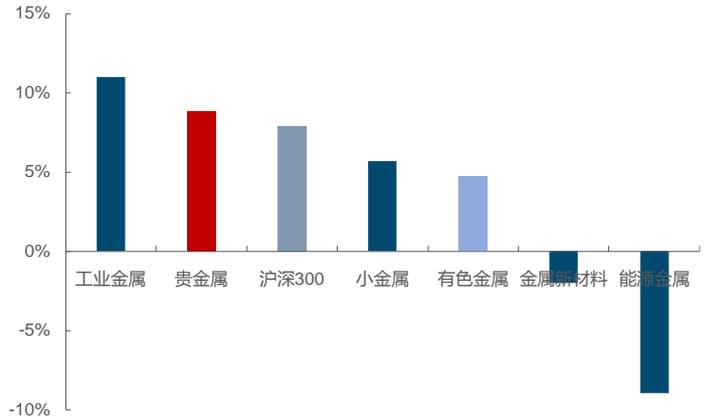
2024 年初至 2 月 22 日, 沪深 300 指数+1.62%, 申万有色金属行业指数-5.87%, 申万贵金属行业指数-3.68%, 相对沪深 300 指数超额收益-5.30%。近一个月, 沪深 300 指数+7.88%, 申万有色金属行业指数+4.73%, 申万贵金属行业指数+8.89%, 相对沪深 300 指数超额收益 1.01%。

图表31: 2024 年初至今贵金属行业指数-3.68%



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表32: 近一个月贵金属行业指数+8.89%



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

三、降息预期推迟, OIS 隐含利率曲线上移

3.1 实际利率上涨压制黄金价格

美债长期平均实际利率上涨 9BP 至 2.21%。美联储 1 月 FOMC 会议维持联邦基金目标利率区间在 5.25%-5.50%，鲍威尔在发布会上对市场的 3 月降息预期进行反击，同时表示会在 3 月会议上讨论放缓缩表的问题。美国 1 月非农及 CPI 数据均超市场预期，导致降息预期有所回落，实际利率上涨压制黄金价格。



图表33: 金价&实际利率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表34: 2023年以来金价&实际利率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

3.2 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-1.24%至7.63万亿美元。

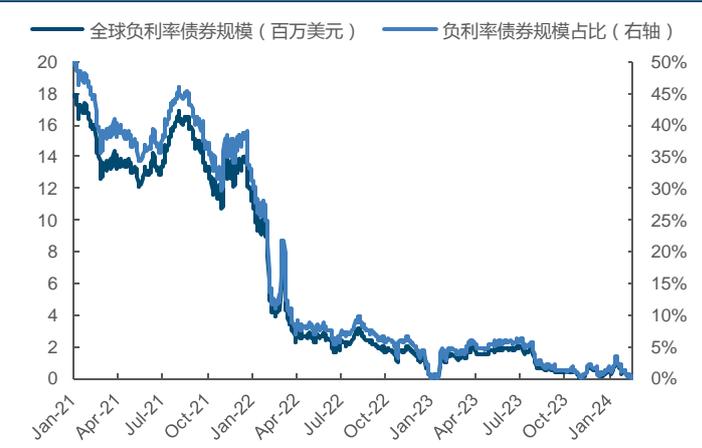
全球负利率债券规模降低99.92%至714亿美元,负利率债券占全球国债规模比重降低2.59个百分点至0%。

图表35: 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36: 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37: 美联储资产负债表 (截至 2024 年 2 月 21 日)

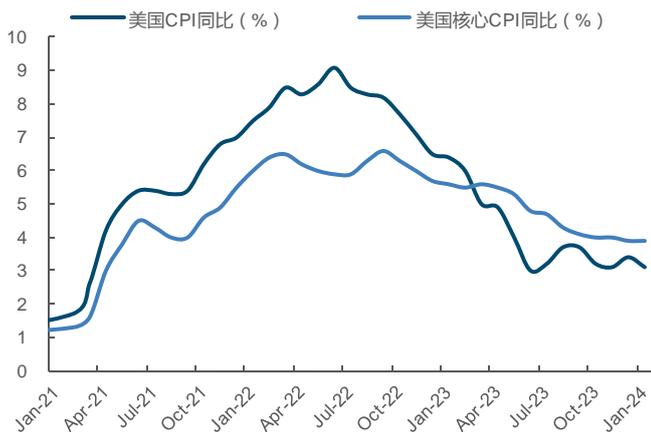
占比	单位: 百万美元	2024/2/21	周环比	月环比	年同比	2024/2/14	2024/1/24	2023/2/22
100.00%	总资产	7,632,466	-52,209	-95,541	-799,639	7,684,675	7,728,007	8,432,105
98.86%	储备资产	7,545,469	-52,332	-95,412	-800,428	7,597,801	7,640,881	8,345,897
92.74%	持有证券	7,077,988	-34,081	-75,305	-908,899	7,112,069	7,153,293	7,986,887
61.07%	国债	4,661,421	-31,074	-60,881	-702,870	4,692,495	4,722,302	5,364,291
0.03%	联邦机构债务证券	2,347	0	0	0	2,347	2,347	2,347
31.63%	住房抵押支持证券	2,414,220	-3,067	-14,424	-206,028	2,417,227	2,428,644	2,620,248
3.59%	未摊销溢价	274,368	-655	-2,482	-34,081	275,023	276,850	308,449
-0.33%	未摊销折扣	-25,568	-61	-116	2,081	-25,507	-25,452	-27,649
0.00%	回购协议	1	1	1	1	0	0	0
0.00%	外国官方	0	0	0	0	0	0	0
0.00%	其他	1	1	1	1	0	0	0
2.23%	贷款	169,867	-581	-4,024	154,504	170,448	173,891	15,363
0.19%	主街贷款计划净持仓	14,809	-323	-585	-7,577	15,132	15,394	22,386
0.00%	市政流动性工具净持仓	1	0	0	-5,588	1	1	5,589
0.00%	期限ABS贷款工具净持仓	0	0	0	-1,953	0	0	1,953
0.00%	浮动盈亏	-337	-26	12	-40	-311	-349	-297
0.00%	央行流动性互换	215	-12	-9	-178	227	224	393
0.45%	其他储备资产	34,125	-16,594	-12,904	1,302	50,719	47,029	32,823
0.24%	外币计价资产	18,041	109	-186	358	17,932	18,227	18,399
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
0.69%	未偿回国库券货币	52,714	4	56	1,145	52,700	52,658	51,569
53.84%	总负债 (不含准备金)	4,109,371	-37,835	-128,927	-1,339,181	4,147,206	4,238,298	5,448,552
30.54%	流通货币	2,330,768	2,610	1,291	28,702	2,328,158	2,329,477	2,302,066
11.98%	逆回购协议	914,625	9,033	-65,444	-1,556,732	905,572	980,069	2,471,357
4.45%	外国官方和国际账户	339,743	9,563	-766	-17,765	330,240	340,509	357,508
7.53%	其他	574,882	-450	-64,678	-1,538,967	575,332	639,560	2,113,849
0.01%	财政部持有现金	466	30	59	363	436	407	103
12.48%	存款 (不含准备金)	952,730	-51,367	-55,048	308,902	1,004,097	1,007,778	643,828
0.00%	存款机构持有的定期存款	0	0	0	0	0	0	0
10.33%	美国财政部普通账户	788,759	-43,121	-26,400	337,452	831,880	815,159	451,307
0.13%	外国官方	9,687	0	-2	252	9,687	9,689	9,435
2.02%	其他	154,283	-8,248	-28,647	-28,803	162,531	182,930	183,086
0.10%	财政部对信贷机构的捐助	7,438	0	0	-7,909	7,438	7,438	15,347
-1.27%	其他负债和资本项目	-96,658	1,837	-9,787	-112,508	-98,495	-86,871	15,850
46.16%	准备金	3,523,095	-14,374	33,386	539,542	3,537,469	3,489,709	2,983,553

来源: 同花顺 iFinD, 美联储, 国金证券研究所

3.3 美国 1 月通胀超预期

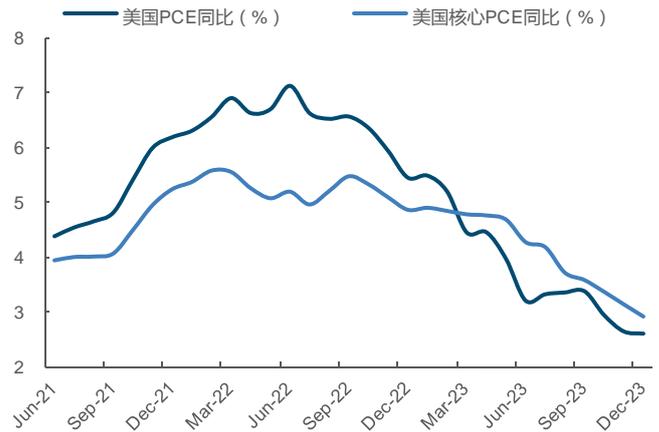
美国 1 月 CPI 同比 3.1%，高于预期的 2.9%，低于前值的 3.4%，核心 CPI 同比 3.9%，高于预期的 3.7%，维持前值不变。美国 12 月 PCE 物价指数同比 2.6%，符合预期，维持前值不变，12 月核心 PCE 物价指数同比 2.9%，低于预期的 3.0%，低于前值的 3.2%。

图表38: 美国 CPI&核心 CPI 同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表39: 美国 PCE&核心 PCE 同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

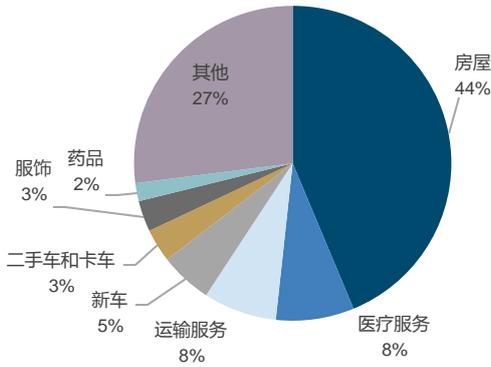
房屋 (Shelter) 在 CPI 中所占比重为 34.75%，在核心 CPI 中所占比重约为 43.73%；医疗服务 (Medical care services) 在 CPI 中所占比重为 6.33%，在核心 CPI 中所占比重约为 7.97%；运输服务 (Transportation services) 在 CPI 中所占比重为 5.95%，在核心 CPI 中所占比重约为 7.49%；新车 (New vehicles) 在 CPI 中所占比重为 4.25%，在核心 CPI 中所占比重约为 5.34%；二手车和卡车 (Used cars and trucks) 在 CPI 中所占比重为 2.72%，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 1 月核心 CPI 同比 3.9%，环比 0.4%。核心 CPI 分项方面，医疗服务同比+1.1%，同比



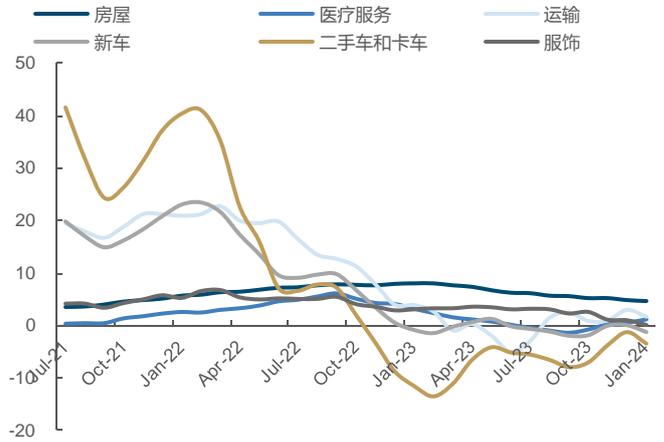
增速提升 0.6 个百分点，环比增速提升 0.1 个百分点至 0.5%。住房同比+4.6%，同比增速下降 0.2 个百分点，环比增速提升 0.3 个百分点至 0.6%；运输同比+1.6%，同比增速下降 1.3 个百分点，环比增速降低 0.7 个百分点至-0.6%；新车同比-1.1%，同比增速下降 1.3 个百分点，环比增速降低 0.2 个百分点至 0；二手车和卡车同比-3.5%，同比增速下降 2.2 个百分点，环比增速降低 4 个百分点至-3.4%；服饰同比+0.1%，同比增速下降 0.9 个百分点，环比增速降低 0.7 个百分点至-0.7%。

图表40: 美国核心 CPI 各分项权重



来源: 美国劳工部, 国金证券研究所

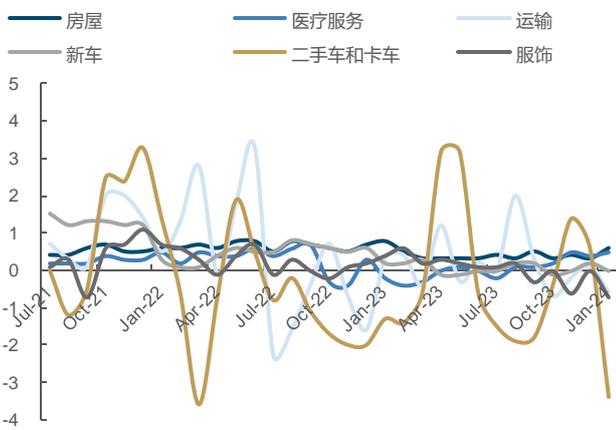
图表41: 美国核心 CPI 分项同比 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

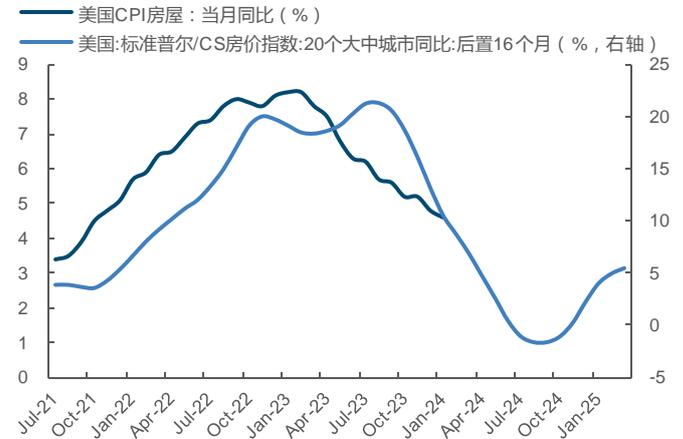
美国 20 个大中城市房价同比后置 16 个月数据与 CPI 房屋分项较好匹配，从这一指标的领先意义来看，预计房屋 CPI 分项将持续走弱，对核心 CPI 的支撑有所减弱。

图表42: 美国核心 CPI 分项环比 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表43: 美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比

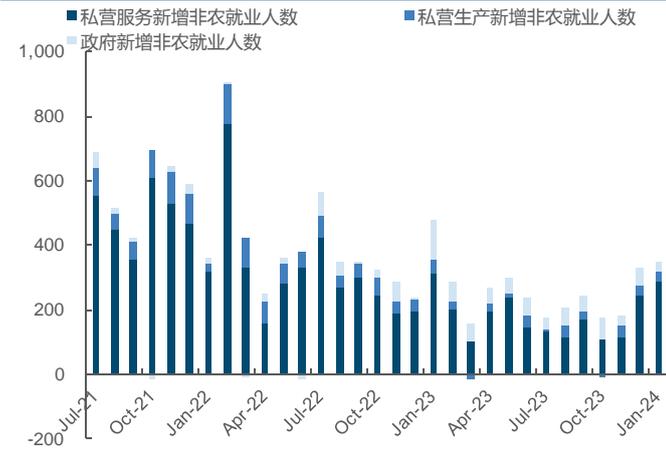


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国 1 月新增非农就业人数 35.3 万人，高于预期的 18.7 万人，高于前值的 33.3 万人，1 月私营服务领域新增 28.9 万人，私营生产领域新增 2.8 万人，政府新增 3.6 万人。美国 1 月失业率 3.7%，低于预期的 3.8%，维持前值不变。12 月职位空缺率 5.4%，维持前值不变。



图表44: 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45: 美国失业率&职位空缺率

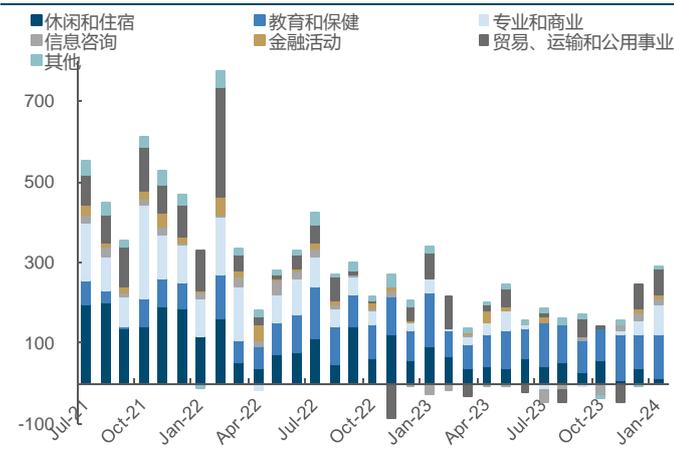


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

对于服务领域, 绝对增量来看, 1月教育和保健新增非农就业11.2万人, 专业和商业新增非农就业7.4万人, 贸易、运输和公用事业新增非农就业6.4万人, 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+3.9万人)贡献主要环比增量, 休闲和住宿(环比-2.7万人)贡献主要环比减量。

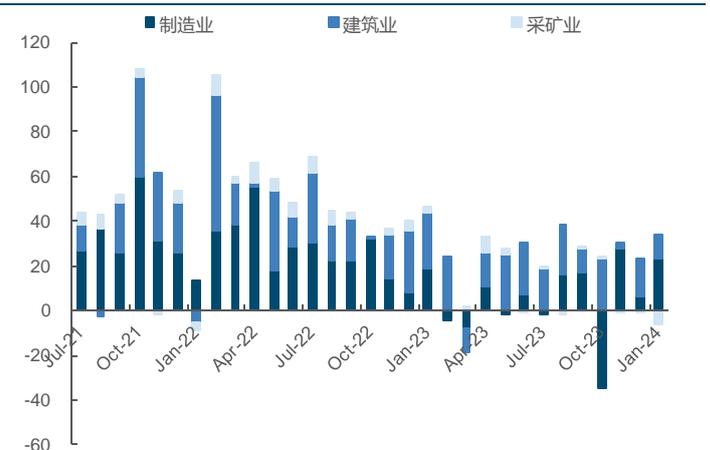
对于生产领域, 绝对增量来看, 1月制造业新增非农就业2.3万人, 建筑业新增非农就业1.1万人, 贡献生产领域主要新增非农就业。相对增量来看, 制造业(环比+1.7万人)贡献主要环比增量, 建筑业(环比-0.6万人)贡献主要环比减量。

图表46: 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47: 生产新增非农就业分项 (千人)



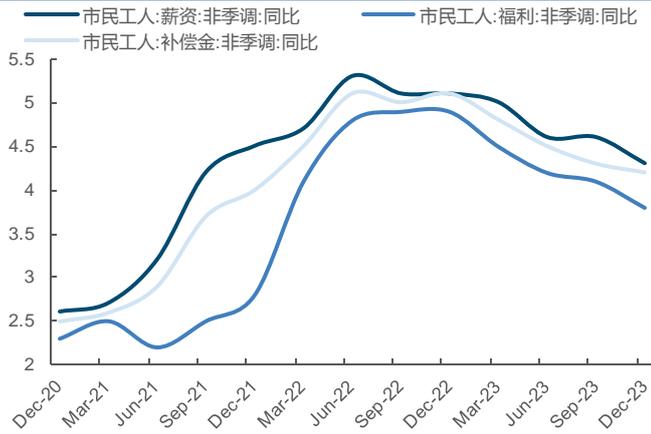
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

薪资分项方面, 4Q2023美国ECI市民工人薪资同比+4.3%, 福利同比+3.8%, 补偿金同比+4.2%; 私营企业薪资同比+4.3%, 福利同比+3.6%, 补偿金同比+4.1%; 州和地方政府薪资同比+4.7%, 福利同比+4.6%, 补偿金同比+4.6%。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1月CPI同比-0.8%, 低于预期的-0.5%, 低于前值的-0.3%。欧元区1月CPI同比2.8%, 高于预期的2.7%, 低于前值的2.9%。英国1月CPI同比4.0%, 低于预期的4.1%, 维持前值不变。日本12月CPI同比2.6%, 低于前值的2.8%。

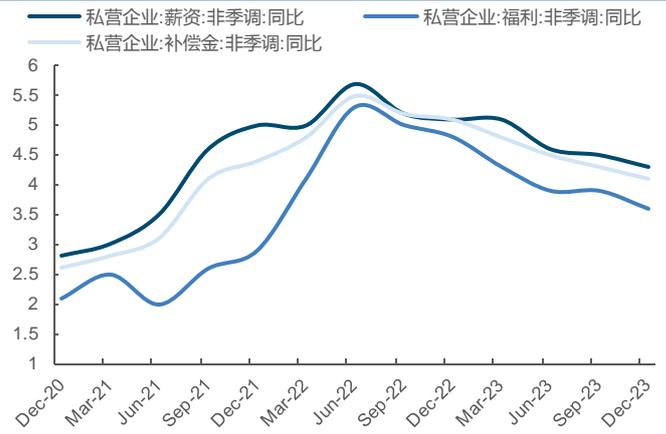


图表48: 市民工人雇佣成本同比 (%)



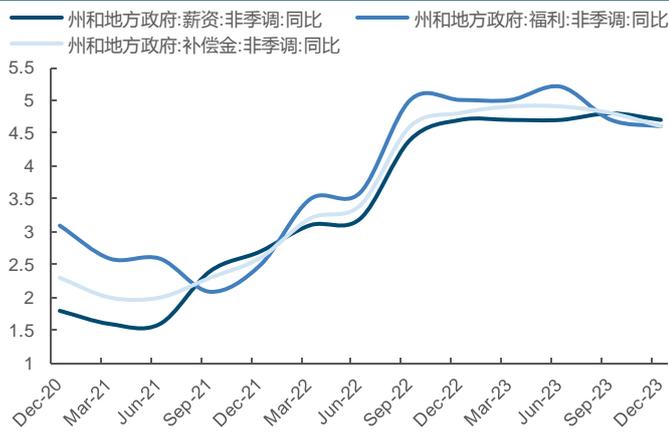
来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 私营企业雇佣成本同比 (%)



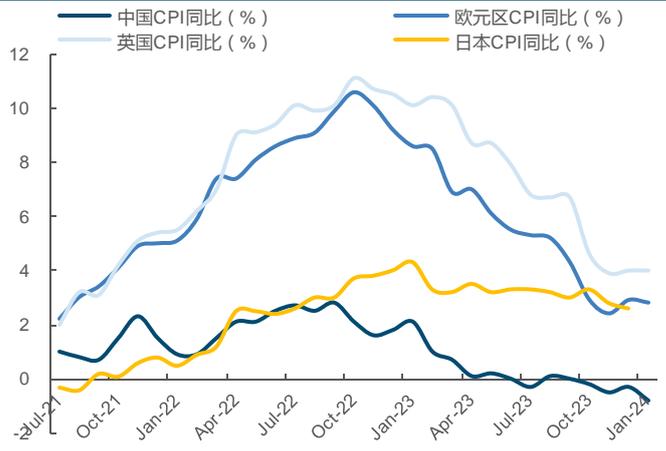
来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 州和地方政府雇佣成本同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表51: 其他主要经济体CPI同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

3.4 降息预期推迟, 驱动OIS隐含利率曲线回升

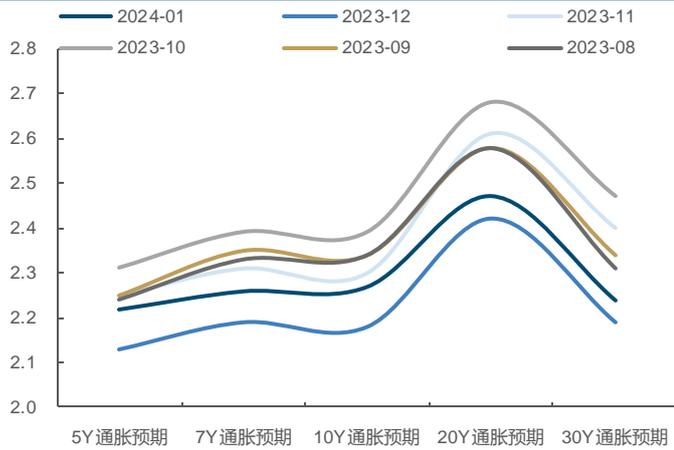
观察过去半年美国通胀保值债券收益率所反映的通胀预期发现, 通胀预期倒挂结构有所改善, 5-30年期通胀预期显著回摆, 但近一个月通胀预期有所回升。截至2024年1月, 除20年期通胀预期偏高为2.47%, 其余期限通胀预期均维持在2.2%-2.3%, 相较于美联储2%的通胀目标仍有一定空间。

美联储1月FOMC会议维持联邦基金目标利率区间在5.25-5.50%, 鲍威尔在发布会上对市场的3月降息预期进行反击, 同时表示会在3月会议上讨论放缓缩表的问题。美国1月非农及CPI数据均超市场预期, 通胀预期有所上行, 导致市场降息预期回落, 驱动OIS隐含利率曲线明显上移。虽然1月美国零售销售数据不及预期, 数据公布后降息预期有所恢复, 但OIS隐含利率曲线较上月仍有回升。

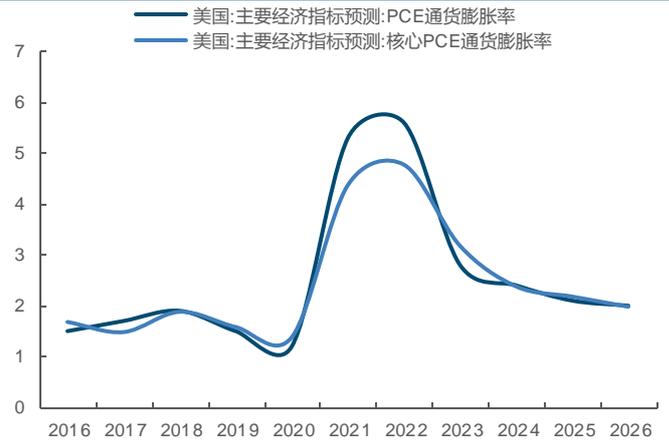
当前Fed Watch工具显示2024年3月、5月维持联邦基金目标利率不变的概率分别为97%和77.3%, 市场定价2024年6月开始降息, 降息25BP概率为49.7%, 较此前有所推迟。



图表52: 美国通胀预期期限结构 (%)



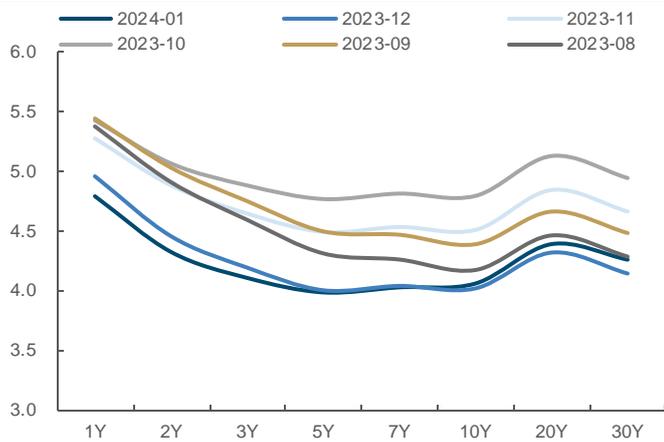
图表53: 美国 PCE 预测 (%)



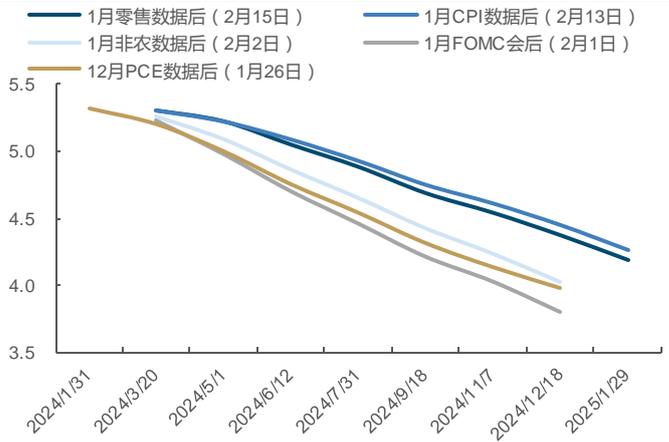
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 美债期限结构 (%)



图表55: 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

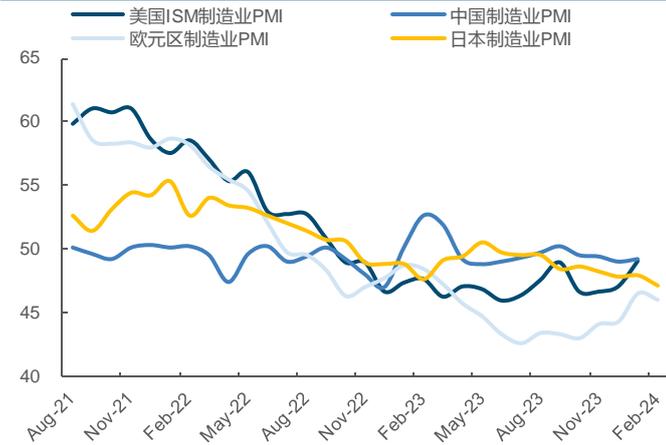
3.5 主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线

主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线。美国 1 月 ISM 制造业 PMI 49.1, 高于预期的 47.2, 高于前值的 47.1。中国 1 月官方制造业 PMI 49.2, 符合预期, 高于前值的 49。欧元区 2 月 Markit 制造业 PMI 46.1, 低于预期的 47, 低于前值的 46.6。日本 2 月制造业 PMI 47.2, 低于预期的 48.2, 低于前值的 48。

美日服务业 PMI 仍处于扩张区间。美国 12 月 ISM 服务业 PMI 53.4, 高于预期的 52, 高于前值的 50.5。欧元区 1 月服务业 PMI 48.4, 低于预期的 49, 低于前值的 48.8。日本 2 月服务业 PMI 52.5, 低于前值的 53.1。

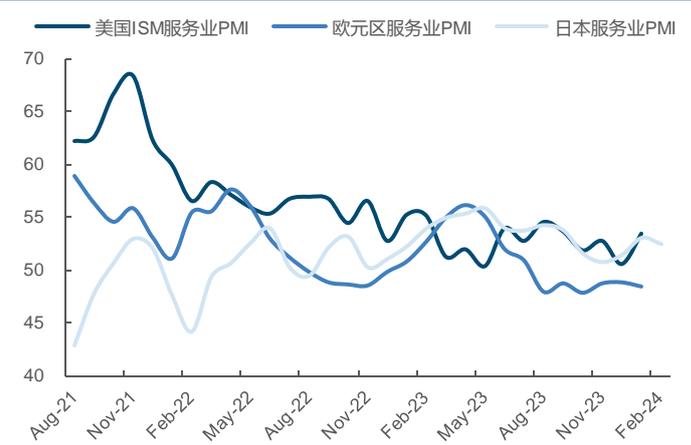


图表56: 主要经济体制造业 PMI



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

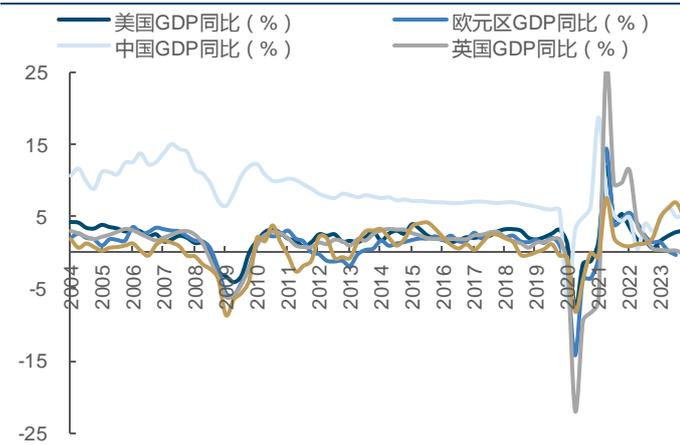
图表57: 主要经济体服务业 PMI



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

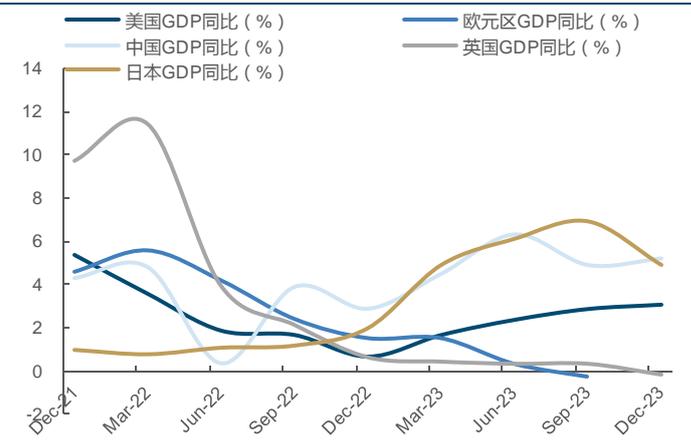
美国第四季度 GDP 同比 3.1%，高于前值的 2.9%。欧元区第三季度 GDP 同比-0.3%，低于前值的 0.3%。英国第四季度 GDP 同比-0.2%，低于前值的 0.3%。中国第四季度 GDP 同比 5.2%，低于预期的 5.3%，高于前值的 4.9%。日本第四季度 GDP 同比 4.9%，低于前值的 6.9%。

图表58: 主要经济体 GDP 增速



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表59: 主要经济体近两年 GDP 增速



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

3.6 全球黄金累库

1月16日至2月13日，COMEX 黄金非商业净多头持仓减少 4.87 万张至 13.12 万张。12月31日至1月31日，LBMA 黄金库存去库 51.73 吨至 8634.67 吨。1月23日至2月22日，COMEX 黄金库存去库 52.29 吨至 567.24 吨，SHFE 黄金去库 0.02 吨至 3.10 吨。

1月16日至2月13日，COMEX 白银总持仓增加 2.06 万张至 15.25 万张。12月31日至1月31日，LBMA 白银库存去库 303.01 吨至 26327.78 吨。1月23日至2月22日，COMEX 白银库存累库 76.50 吨至 8715 吨。1月12日至2月9日，SHFE 白银库存去库 40.76 吨至 1061.98 吨。



图表60: COMEX 黄金非商业持仓



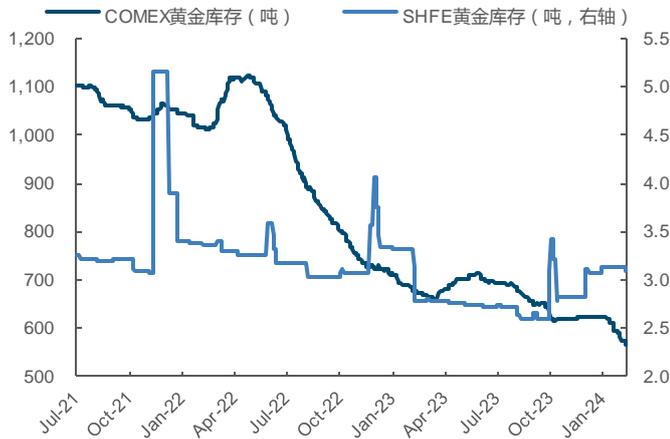
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表61: COMEX 黄金非商业净持仓



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表62: 黄金库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表63: COMEX 白银总持仓



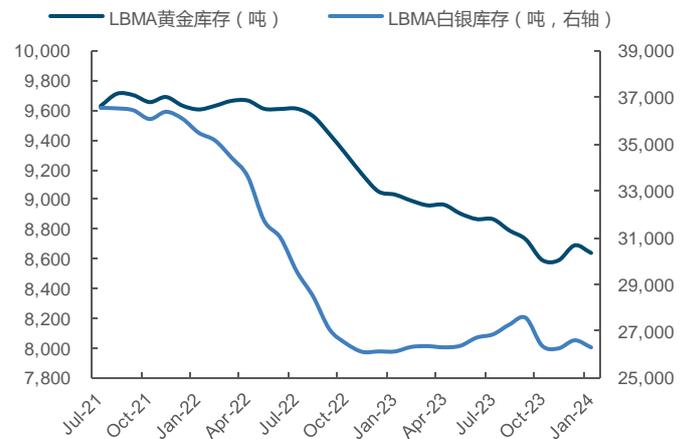
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表64: 白银库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表65: LBMA 金银库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

四、央行购金降温，黄金 ETF 流出大幅增加

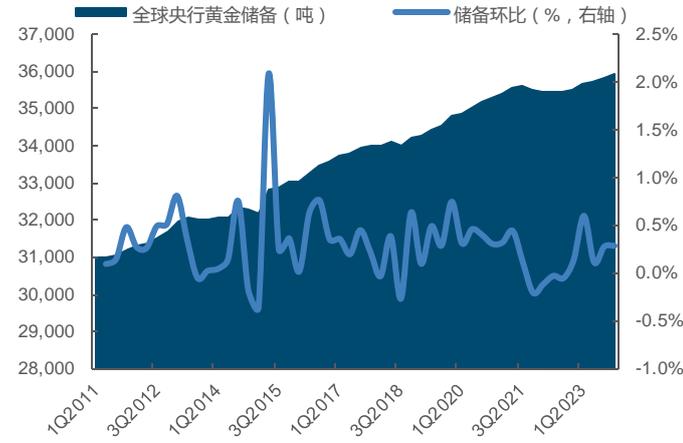
4.1 全球央行购金持续放缓

12月全球央行购金量 42.06 吨，售金量 12.04 吨，净购金 30.02 吨，环比 11 月净购金量

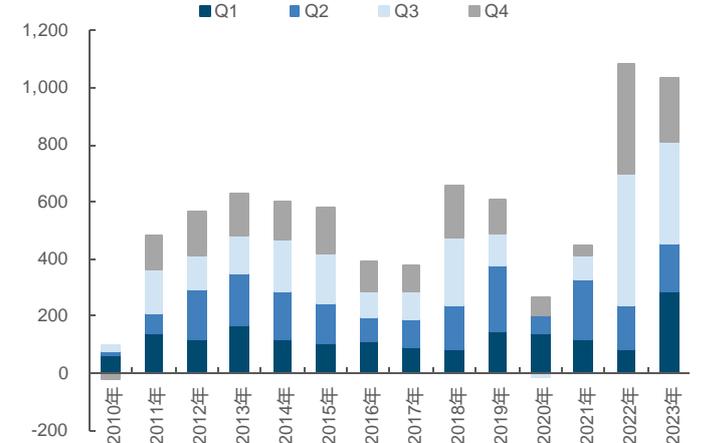


减少 14.5 吨。截至 12 月底，全球官方黄金储备共计 35927.4 吨。4Q2023 全球央行购金 229.41 吨，2023 年全球央行累计购金 1037.38 吨。

图表66: 全球央行黄金储备



图表67: 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 12 月土耳其央行以 17.7 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。从 6 月开始土耳其一直持续购金，12 月购入 17.7 吨，但由于前期的大量抛售，2023 年截至 12 月底土耳其央行仍为净售金状态。

从 2022 年 11 月定期公布购金量至 2024 年 1 月，中国人民银行购金量已经达到 297 吨，2023 年净购金 224.9 吨，2024 年 1 月购金 9.9 吨，截至 2024 年 1 月底，中国官方黄金总储备已达 2245.3 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。

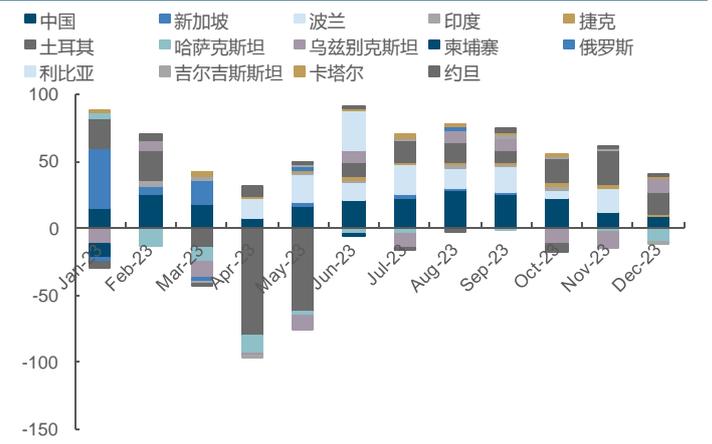
此外，乌兹别克斯坦增持黄金储备 9.3 吨。

12 月央行售金量有所减少，主要为哈萨克斯坦售金 10.04 吨，吉尔吉斯斯坦售金 1.77 吨。

图表68: 全球央行购金需求



图表69: 2023 年主要购金&售金国家 (吨)



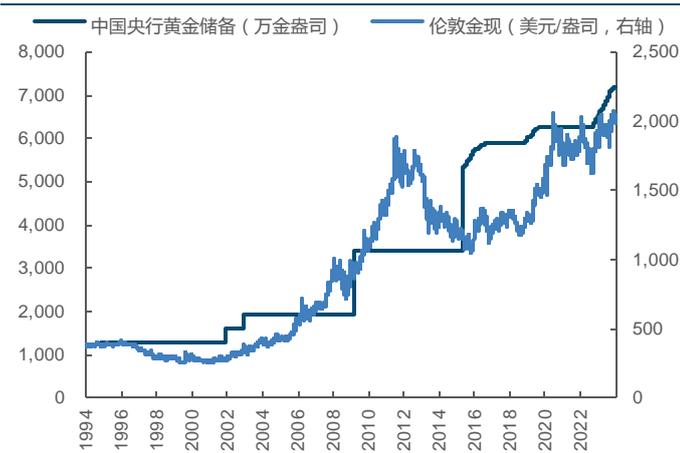
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

截至 2023 年底，黄金在全球官方外汇储备中所占比重为 15.55%，相较于 2023 年第三季度末提升 1.2 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70: 中国央行黄金储备



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表71: 黄金和美元占全球外汇储备比重



来源: 世界黄金协会, 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

4.2 1月黄金ETF持仓流出大幅增长

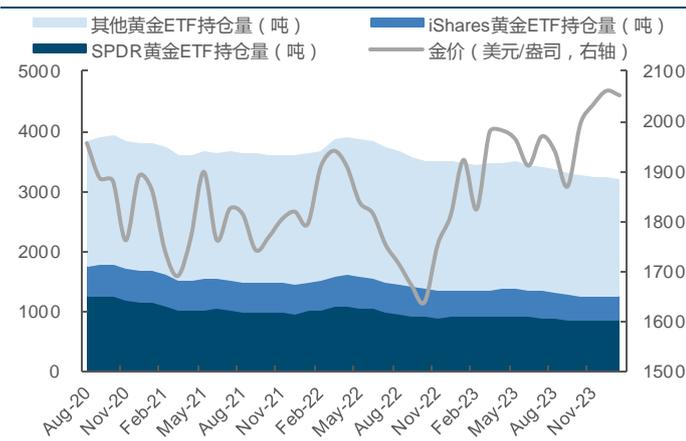
1月黄金ETF持仓流入10.73吨, 流出61.76吨, 黄金ETF持仓净流出51.03吨, 流出幅度有所扩大, 环比12月净流出增加41.4吨。其中SPDR持仓量减少27.98吨至850.86吨, iShares持仓量减少3.44吨至395.08吨。截至1月底, 全球黄金ETF持仓量3174.56吨, 在金价2053.25美元/盎司情况下, 全球黄金ETF资产管理规模环比降低2.03%至2100.25亿美元。

北美地区黄金ETF基金净流出约23亿美元, 主要由于近期美联储官员对于降息预期的打压及较强经济数据导致市场降息预期推迟, 美元和美债收益率反弹, 对黄金价格形成压制, 造成黄金ETF流出。

欧洲地区连续第8个月净流出, 1月净流出7.3亿美元, 环比2023年12月流出的20亿美元大幅收窄。

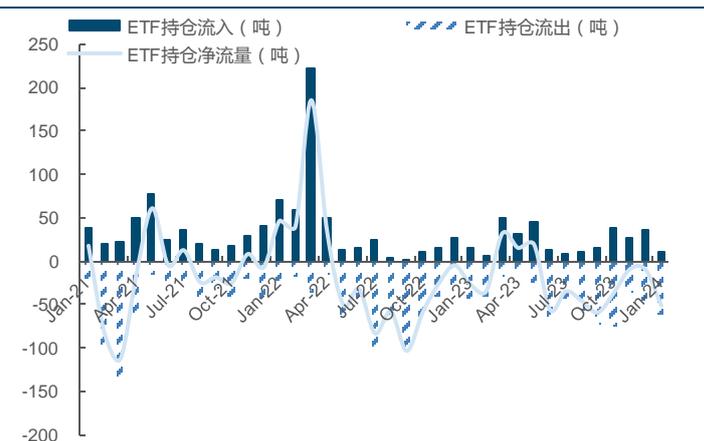
亚洲地区净流入2.15亿美元, 为连续第11个月流入。主要由于中国股市和人民币走势偏弱, 投资者对于黄金的投资兴趣提升, 促使中国黄金ETF基金领跑亚洲地区的流入趋势。

图表72: 全球黄金ETF持仓



来源: 世界黄金协会, 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表73: 全球黄金ETF持仓流量



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

4.3 黄金相对比价未达历史高位

本月(1.23~2.22)金铜比降低至0.24, 金油比降低至24.19, 金银比降低至87.73, 黄金相对比价尚未达到历史高位。

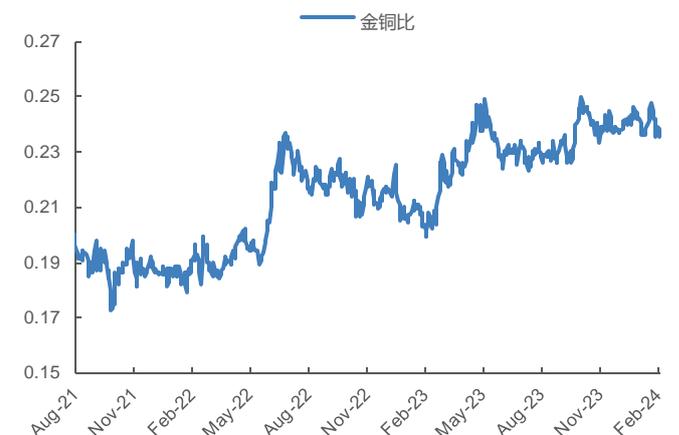
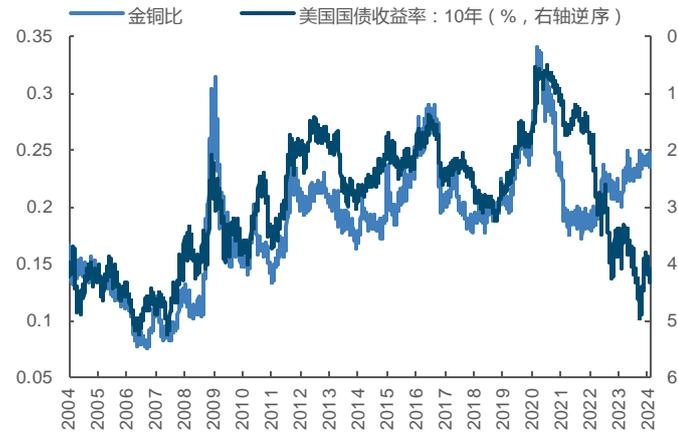
金价+0.05%至2024美元/盎司, 铜价+2.14%至8584.5美元/吨, 金铜比降低至0.24。金价与美国实际利率负相关, 而铜价与美国通胀预期存在正相关, 铜金比价与美债名义利率走势相关性较强, 后期随着美债名义利率回调, 预计铜金比价也将有所回调。我们认为2023年铜价将维持高位, 2024年有望进一步上涨, 因此铜价可以作为衡量金价的相对标尺。在铜价稳中有升的背景下, 铜金比的回调需要金价涨幅超过铜价涨幅, 因此从相对比



价角度来看，金价存在进一步上行动力。

图表74：金铜比与美债名义利率

图表75：近两年金铜比



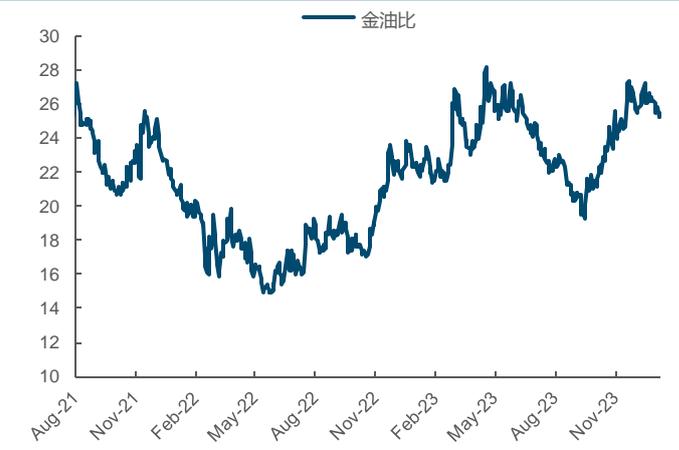
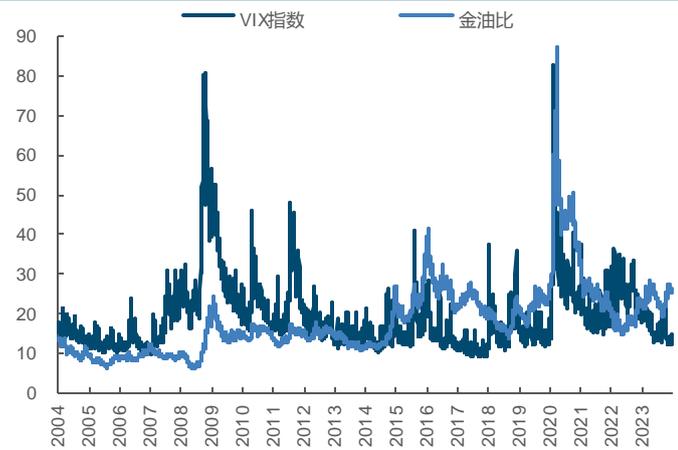
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

金价+0.05%至 2024 美元/盎司，布伦特原油+5.18%至 83.67 美元/桶，金油比降低至 24.19。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76：金油比与 VIX 指数

图表77：近两年金油比



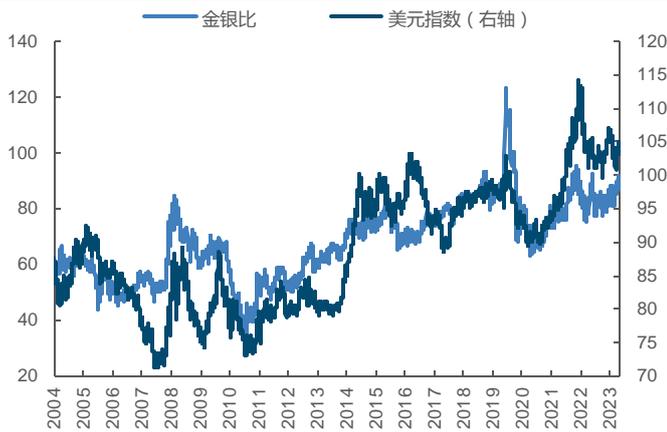
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

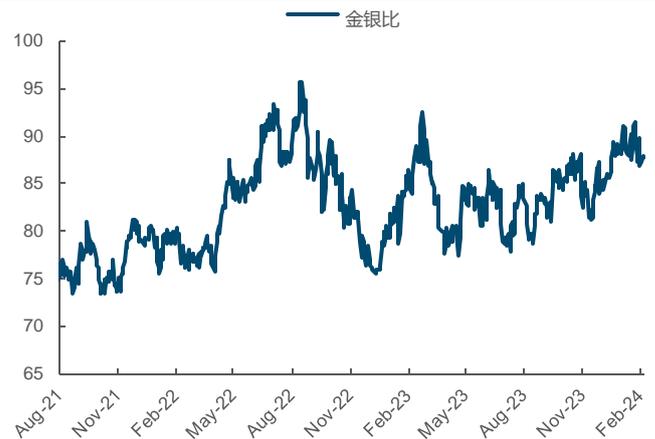
金价+0.05%至 2024 美元/盎司，银价+3.64%至 23.07 美元/盎司，金银比降低至 87.73。黄金和白银同属贵金属，但是白银相比于黄金的商品属性更强，因此金银比可以认为衡量了白银的商品属性。复盘美元指数与金银比的历史趋势，发现二者存在正相关。因为白银作为工业品的需求主要来自欧洲、日本、中国等非美经济体，白银相对价格的上涨反映出上述经济体工业需求的提升。



图表78: 金银比与美元指数



图表79: 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

4.4 2023 年全球黄金实物供给过剩

供给端, 4Q2023 全球黄金矿产量 930.77 吨, 同比减少 1.68%; 生产商净套保-22.35 吨; 回收金产量 312.93 吨, 同比增长 7.65%; 黄金总供应量 1221.36 吨, 同比减少 0.2%。2023 年全球黄金供应量 4898.77 吨, 同比增长 3.09%, 主要来自于生产商净套保供应量的增加以及回收金产量的提升。

需求端, 4Q2023 金饰制造消费黄金 581.54 吨, 同比减少 3.38%; 科技领域消费黄金 80.64 吨, 同比增长 11.88%; 投资领域黄金需求 258.25 吨, 同比增加 4.39%; 各国央行购金 229.41 吨, 同比减少 39.96%。2023 年全球黄金需求量 4448.35 吨, 同比减少 5.33%, 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, 此外金饰制造和科技消费均同比有所下降, 同时全年央行购金量相比 2022 年下滑。

综合来看, 4Q2023 全球黄金供需过剩 71.52 吨, 2023 年供需过剩 450.41 吨。

图表80: 黄金供需平衡

单位: 吨	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023	3Q2023	4Q2023
金矿产量	929.41	939.94	839.37	889.70	949.05	946.71	852.54	908.97	952.12	930.77
生产商净套保	-11.82	17.82	25.68	1.65	-26.81	-13.64	39.42	-19.79	19.74	-22.35
回收金	292.86	295.07	295.92	285.20	268.32	290.70	312.03	323.51	288.86	312.93
总供应量	1,210.45	1,252.84	1,160.97	1,176.55	1,190.56	1,223.77	1,203.99	1,212.69	1,260.73	1,221.36
金饰制造	515.25	719.55	517.40	493.46	582.62	601.86	512.26	492.99	581.24	581.54
科技	83.42	85.89	81.06	78.33	77.29	72.07	70.80	71.05	75.33	80.64
投资	229.23	300.59	555.85	209.31	100.49	247.39	272.99	257.48	156.41	258.25
各国央行和其他机构	90.56	34.30	82.44	158.57	458.77	382.10	287.69	167.05	353.23	229.41
总需求量	918.47	1,140.33	1,236.75	939.66	1,219.18	1,303.43	1,143.75	988.57	1,166.20	1,149.83
供需平衡	291.98	112.52	-75.78	236.89	-28.62	-79.66	60.25	224.12	94.53	71.52

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

4.5 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81：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

五、行业新闻及重点公司公告

5.1 行业新闻

海桥黄金公司黄金推定资源量增加。据 Mining.com 报道，海桥黄金公司 (Seabridge Gold) 更新其在加拿大不列颠哥伦比亚省东北部的 KSM 铜金项目科尔 (Kerr) 和铁铠铺 (Iron Cap) 矿床资源量更新结果。推测资源量增加了 590 万盎司金、33 亿磅铜、5540 万盎司银和 5100 万磅钼。推定资源量增加了 30 万盎司金、2 亿磅铜、350 万盎司银和 200 万磅钼。

黄金生产商利润率或将上行。据 Mining-Journal 报道，蒙特利尔银行资本市场 (BMO Capital Markets) 研究认为，由于通胀得到控制和生产率提高，今后黄金生产商利润率将上升。经过对每家公司 2024 年经营预期的详细分析，BMO 估计，2023 年金矿企业的黄金可持续生产成本上升 8.5% 至 1298 美元/盎司，2024 年预计下降 14% 至 1118 美元/盎司。

1 月白银产量下滑。据 SMM 调研统计，2024 年 1 月 1# 白银的产量是 1306.123 吨（其中矿产银的产量为 979.123 吨），较上个月下降 217.882 吨，环比降低 14.3%，同比增加 3.5%。

5.2 重点公司公告

四川黄金：公司发布 2023 年度业绩快报，预计公司 2023 年实现营业收入 6.29 亿元，同比+33.13%，实现归母净利润 2.10 亿元，同比+46.35%，主要系本期黄金价格上涨及金精矿、合质金销量增加所致。

山东黄金：公司发布关于收购西岭金矿探矿权暨关联交易的公告，公司拟收购控股股东山东黄金集团全资子公司山东黄金地质矿产勘查有限公司所持有的山东省莱州市西岭村金矿勘探探矿权，标的矿权的转让价款共计人民币 103.34 亿元，西岭金矿探矿权评审备案黄金资源量 592.19 吨，评估利用可采黄金储量 443.98 吨。

盛达资源：公司控股子公司内蒙古银都矿业有限责任公司于近日收到赤峰市自然资源局出具的《关于〈内蒙古自治区克什克腾旗拜仁达坝（北矿区）银多金属矿勘探报告〉矿产资源储量评审备案的复函》，根据《〈内蒙古自治区克什克腾旗拜仁达坝（北矿区）银多金属矿勘探报告〉矿产资源储量评审意见书》（赤自然资储评字[2024]001号），截止 2023 年 11 月 30 日，银都矿业“内蒙古自治区克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿普查”探矿权（勘查面积：1.43 平方公里）范围内资源量为：共生铅锌银矿查明资源量（探明+控制+推断）：矿石量 204.9 万吨，银金属量 212 吨，平均品位 119.50 克/吨；铅金属量 20,912 吨，平均品位 1.19%；锌金属量 41,874 吨，平均品位 2.09%。伴生组份查明资源量（探明+控制+推断）：矿石量 186 万吨，银金属量 7 吨，平均品位 32.41 克/吨；铅金属量 453 吨，平均品位 0.17%；锌金属量 218 吨，平均品位 0.45%；铜金属量 1,500 吨，平均品位 0.10%。

六、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、

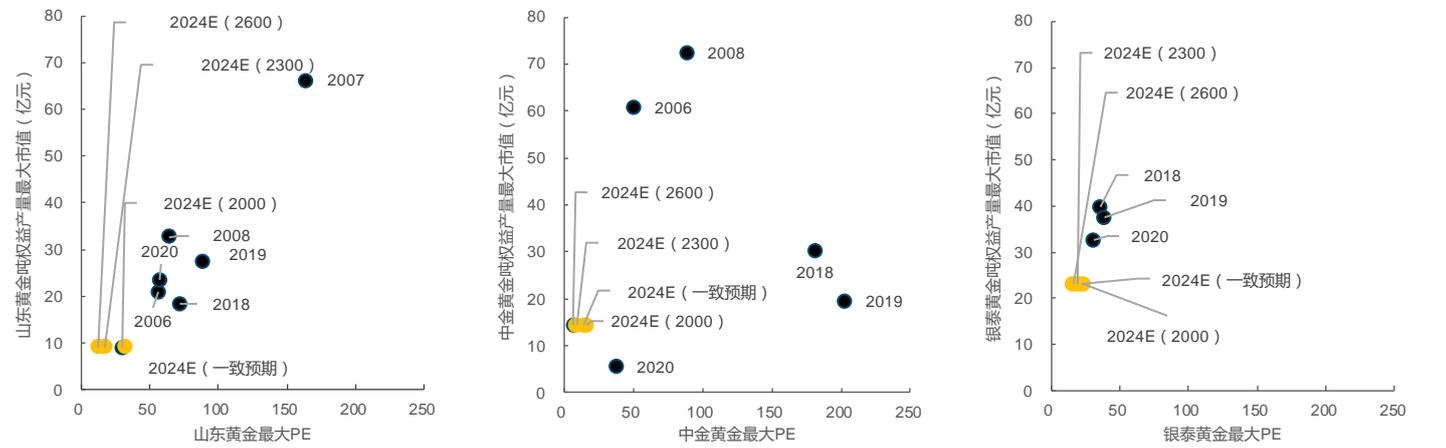


银泰黄金的吨权益产量市值和 PE 进行对比。

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务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82：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



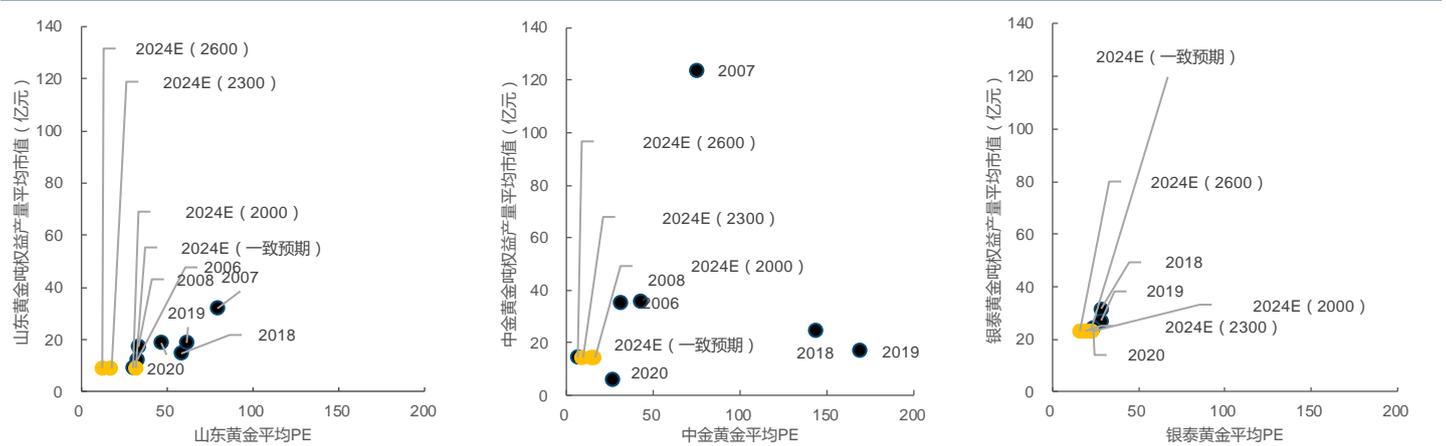
来源：iFind，国金证券研究所

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 2 月 22 日

图表83：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 2 月 22 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84：行业重点公司估值表（收盘价：元；PE：倍；截至 2024 年 2 月 23 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	21.92	0.49	0.66	0.86	44.93	33.35	25.34	-5.77%	-8.45%
中金黄金	600489.SH	10.47	0.61	0.68	0.73	17.18	15.42	14.44	3.50%	-0.20%
银泰黄金	000975.SZ	14.76	0.56	0.65	0.77	26.59	22.67	19.23	-3.22%	-6.62%
招金矿业	1818.HK	8.37	0.24	0.34	0.55	34.76	24.94	15.33	-15.42%	-3.93%
赤峰黄金	600988.SH	13.10	0.50	0.72	0.87	26.26	18.09	14.99	-8.11%	-14.93%
湖南黄金	002155.SZ	11.85	0.54	0.70	0.90	22.07	16.93	13.13	4.75%	1.63%
四川黄金	001337.SZ	22.29	0.55	0.58	0.58	40.53	38.43	38.43	-20.95%	-22.91%
恒邦股份	002237.SZ	9.54	0.54	0.62	0.95	17.67	15.39	10.04	-13.12%	-17.99%
中国黄金国际	2099.HK	36.90	-0.10	0.50	0.80	N.A.	73.62	45.86	9.03%	5.49%
华钰矿业	601020.SH	7.70	0.22	0.47	0.66	35.29	16.39	11.70	-26.86%	-27.40%
玉龙股份	601028.SH	8.85	0.69	0.83	0.92	12.90	10.66	9.64	-18.99%	-23.13%
兴业银锡	000426.SZ	8.97	0.54	0.97	1.18	16.70	9.28	7.59	-2.83%	-8.34%
盛达资源	000603.SZ	9.08	0.59	0.63	0.86	15.27	14.47	10.52	-19.45%	-21.93%

来源：Wind，国金证券研究所

注：行业重点公司 EPS 均为 iFind 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。

七、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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究