



假如美国真的衰退，黄金的优势有多大

—— 衰退交易下有色金属行业配置策略

分析师：华立

研究助理：孙雪琪



假如美国真的衰退，黄金的优势有多大

——衰退交易下有色金属行业配置策略

2024年8月29日

核心观点

- **美国劳动力市场超预期下滑，叠加日元套息交易逆转加大了资产价格波动，市场对美国经济衰退预期边际走高，“衰退加以得到强化”**：近期美国制造业 PMI 与劳动力市场超预期下滑，使市场对于美国经济可能“硬着陆”的预期加强。尤其是7月美国非农就业数据的大幅下降，触发了“萨姆规则”，该指标用于预测经济衰退的开始，且自1950年以来成功识别了每次经济衰退的开始，由此引发市场对美国经济衰退的担忧。美国经济“硬着陆”的风险加剧，使得海外股市及铜等大宗商品持续走弱，风险资产全面受挫。而日本央行的加息决议，引发套息交易的反转，对全球资金流动路径产生了显著影响，日元套息交易平仓进一步加大了股市、汇市、商品等金融市场的剧烈震荡，使“衰退交易”得到强化。
- **黄金是美国经济衰退时期理想的资产配置选择，胜率与收益率比较优势显著**：复盘历史1973年以来的七次 NBER 美国经济衰退，黄金在衰退期间相对于其他有色金属大宗商品或其他资产，均具有明显的胜率与收益率优势。按时间维度，以 NBER 衰退开始、结束的时点为划分界限，从预期衰退-实际衰退-衰退结束来分析，黄金在实际衰退期间的比较优势尤为显著，预期衰退和衰退结束后优势有所减弱。在历史七次实际衰退期间，黄金的收益率中位数达6%，高出美债、标普500、铜、原油5、8、18、33pct，胜率也高达71%，除去1980年和1990年的2次衰退以外（历史背景分别对应美联储激进加息和经济温和衰退），黄金的表现均跑赢了美股标普500指数。
- **美国经济衰退时期，A股黄金板块的表现要显著优于大盘**：A股黄金板块在预期衰退和实际衰退期间均有相对不错的表现，衰退开始前6个月、衰退开始前3个月、衰退开始前1个月较上证指数超额收益分别为46%、-1%、14%，且拥有超额收益的胜率均不低于50%，明显强于铜、铝、铅锌板块。在衰退期间，黄金板块仍保持相对优势，较上证指数超额收益达9%，分别高出铜、铝、铅锌板块9、19、14pct，且拥有超额收益的胜率高达100%。而在衰退结束后，黄金板块相对优势减弱，且表现落后于铜板块。
- **投资建议**：美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上明示美联储将于9月开启降息周期，降息临近下黄金价格稳步上涨创出新高，已经站稳了2500美元/盎司的关卡。从金价与估值看，目前A股黄金板块仍处于较为安全位置，且后续仍有上涨空间。假如后续美国经济与就业数据继续恶化，美国经济真的衰退了，或是市场对美国经济衰退预期进一步边际加强，黄金价格表现在胜率与收益率上有望显著优于股票等其他资产，A股黄金板块相对于大盘的优势有望进一步扩大，建议关注紫金矿业（601899）、山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、山金国际（000975）、赤峰黄金（600988）、湖南黄金（002155）等A股黄金板块龙头股。
- **风险提示**：1) 美国经济超出预期的风险；2) 美国新增就业人口超出预期的风险；3) 美联储降息不及预期的风险；4) 美元指数强于预期的风险；5) 黄金价格大幅下跌的风险。

有色金属行业

推荐 维持评级

分析师

华立

☎: 021-20252629

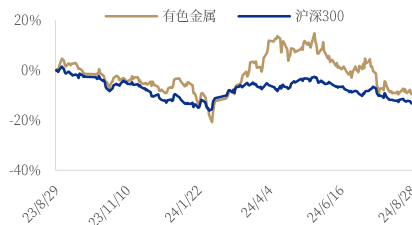
✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

研究助理: 孙雪琪

相对沪深300表现图

2024-8-29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河有色】行业周报_美联储确定降息来临, 有色上涨迎来催化 20240825

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	0.80	1.19	1.46	20	13	11	推荐
600547.SH	山东黄金	0.52	0.89	1.22	53	31	23	推荐
600489.SH	中金黄金	0.61	0.77	0.88	23	19	16	推荐
000975.SZ	山金国际	0.51	0.78	0.95	33	22	18	推荐
002155.SZ	湖南黄金	0.41	0.77	1.03	38	20	15	未评级
600988.SH	赤峰黄金	0.48	0.84	1.07	37	21	17	未评级

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

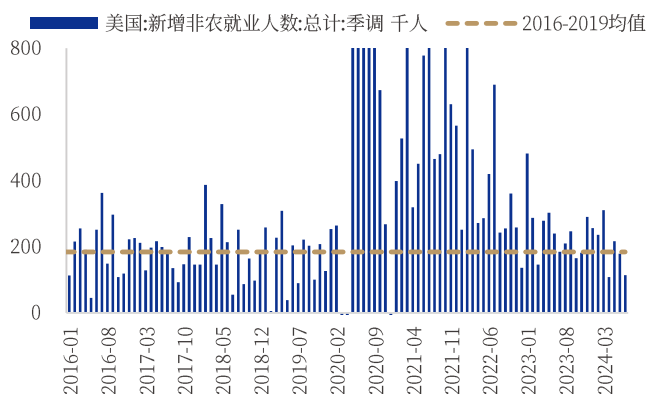
一、 劳动力市场超预期下滑，美国衰退预期边际加强	5
二、 复盘美国衰退历史资产表现，黄金表现相对突出	6
(一) 何为经济衰退?	6
(二) 经济衰退期间，黄金表现占优.....	8
(三) 衰退预期急剧加强引发流动性冲击下，金价表现为先抑后扬.....	12
(四) 实际衰退时黄金相对其他资产比较优势最为突出.....	14
三、 复盘历史经济衰退 A 股表现，黄金板块表现领先	18
四、 投资建议.....	20
五、 风险提示.....	23

一、劳动力市场超预期下滑，美国衰退预期边际加强

近期美国制造业 PMI 与劳动力市场超预期下滑，使市场对于美国经济可能“硬着陆”的预期加强。尤其是 7 月美国非农就业数据的大幅下降，触发了“萨姆规则”，该指标用于预测经济衰退的开始，且自 1950 年以来成功识别了每次经济衰退的开始，由此引发市场对美国经济衰退的担忧。美国经济“硬着陆”的风险加剧，使得海外股市及铜等大宗商品持续走弱，风险资产全面受挫。而日本央行的加息决议，引发套息交易的反转，对全球资金流动路径产生了显著影响，日元套息交易平仓进一步加大了股市、汇市、商品等金融市场的剧烈震荡，使“衰退交易”得到强化。

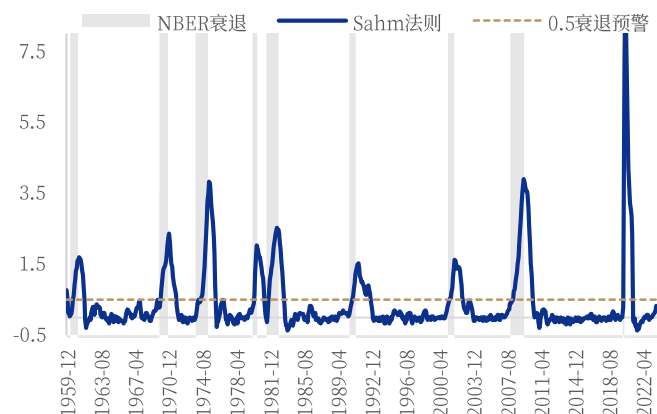
美国非农数据公布后，市场衰退预期大幅强化。美国 7 月 ISM 制造业 PMI 录得 46.8，远不及预期的 48.8，前值为 48.5，萎缩幅度为 8 个月最大。而此前表现极具韧性的美国劳动力市场也在以超预期的速度下行。美国 7 月非农就业人口新增 11.4 万人，低于预期 17.5 万人；6 月新增就业从 20.4 万人下修至 17.9 万人，5 月从 21.8 万人下修至 21.6 万人；美国 7 月失业率 4.3%，高于预期的 4.1%。美国 7 月非农数据大幅不及预期，新增就业创下三年半来最低纪录，且失业率升至近三年最高水平，并触发了基于失业率预测衰退的萨姆规则。非农数据公布后，市场对美国经济预期在边际上由“软着陆”向“硬着陆”转变，市场开始从“降息交易”转向“衰退交易”，十年期美债收益率降 18.2BP 至 3.795% 并接近 2023 年 12 月底的前低，美国三大股指集体大跌，美元指数大幅下行至 103。而伦敦黄金在上行后回落，收 2442 美元/盎司，铜实现小幅收涨 0.4%。

图1：新增非农就业显著降低



资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

图2：Sahm 法则警示经济进入衰退 (%)



资料来源：Fred, 中国银河证券研究院

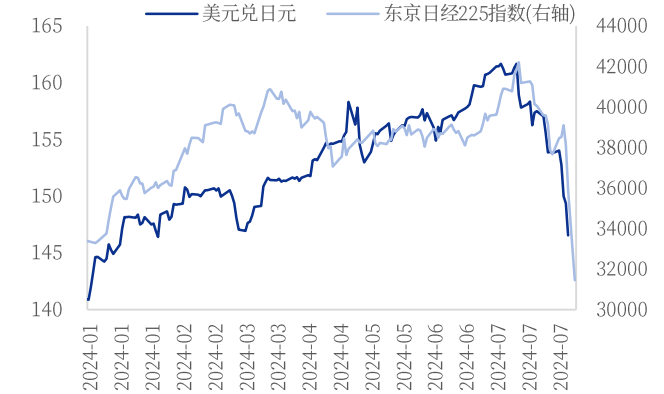
日元套息交易发生逆转，引发全球市场震荡。套息交易（carry trade）是指利用不同资产或货币之间的利率差异来获取收益，日元因日本经济稳定、长期低利率以及货币政策可预测性强成为套息交易最受欢迎货币之一。日本央行在 7 月末的利率决议上，超预期加息 15 个基点，提高了套利交易的融资成本，而在 8 月 1 日-2 日美国不及预期的 PMI 和非农数据引发衰退担忧后，美国股市下跌又挤压了收益端，二者逆转之下带来了大量“套息交易”的反向平仓，导致日元的进一步走强和美股的继续下跌，完成负反馈，局部性冲击下全球市场剧烈波动。8 月 5 日，日经指数跌超 10% 触发熔断，韩国、中国台湾等其他亚洲地区股市，以及美国科技股同步大跌；大宗商品中原油期货、伦敦基本金属、贵金属全线收跌，以比特币为代表的虚拟货币资产亦出现大幅下跌。

图3: 日本央行在7月货币政策会议超预期加息 15bps



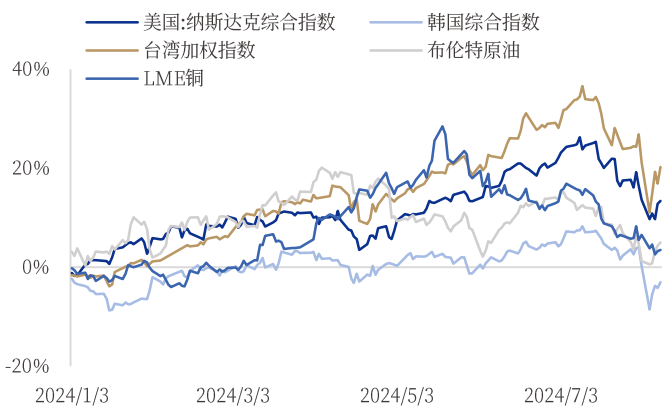
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 日元大幅走强, 日经 225 指数暴跌



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 全球主要权益市场及大宗商品年初至今涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 比特币走弱



资料来源: coindocex, 中国银河证券研究院

二、复盘美国衰退历史资产表现，黄金表现相对突出

(一) 何为经济衰退?

经济衰退通常被定义为整个经济体中经济活动明显减少，这种现象持续数月以上，并在生产、就业、实际收入等多个经济指标上有所体现。对经济衰退的判断并没有全球统一的标准，通常把 GDP 连续两个季度负增长定义为“技术性”衰退，是一个被广泛用作衡量衰退的经验性指标。美国倾向于使用一个更为开放的定义，美国国家经济研究局（NBER）的衰退定义强调“经济衰退涉及经济活动的大幅下降，这种下降会蔓延到整个经济中，并持续数月以上。”这种定义涵盖了衰退的深度、扩散和持续时间三个关键维度，会综合考虑多个经济指标，包括个人实际收入、非农就业、家庭调查就业、个人消费支出、制造与贸易销售以及工业产出。NBER 采取追溯确认的方法，确保在有足够的技术支持后，才会宣布经济周期的高峰或低谷，避免未来需要对经济周期年表进行重大修订，因此具有滞后性。

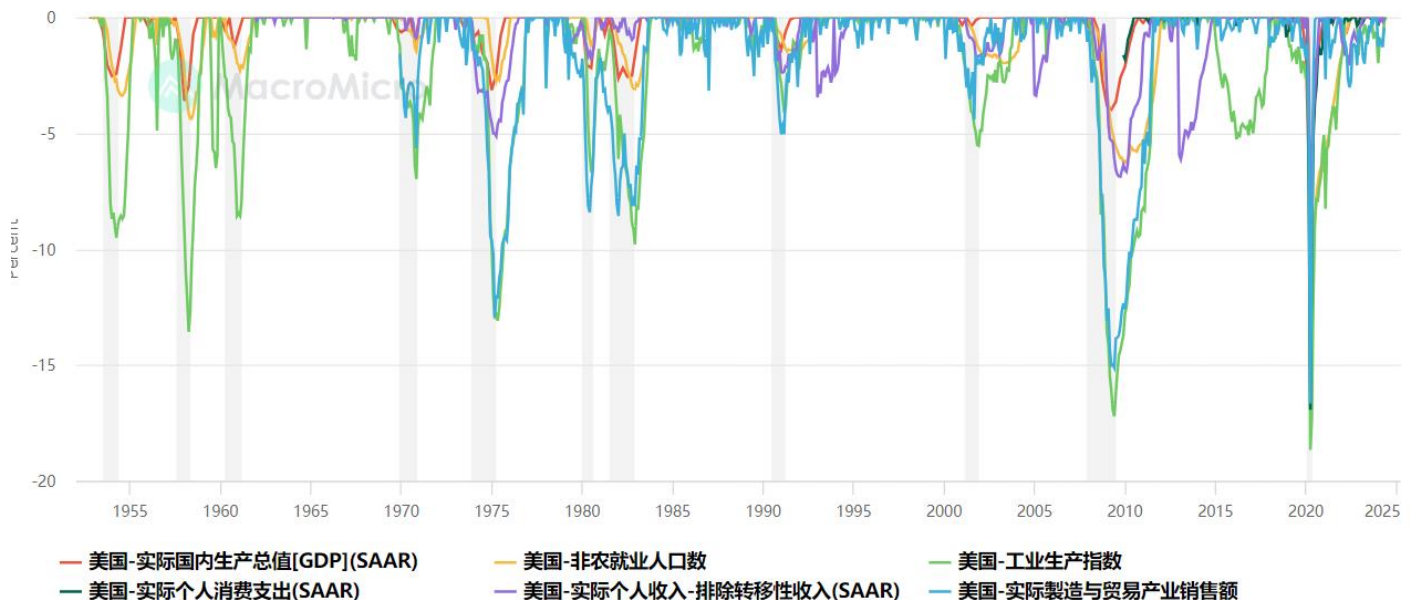
此外，即使出现了 NBER 定义的衰退状态，也不一定意味着经济进入了技术性衰退。自 1948 年以来，根据 NBER 的定义，共发生了 12 次经济衰退，而基于技术性标准连续两个季度 GDP 负增长的衰退则有 10 次。这表明，尽管每次技术性衰退都对应 NBER 衰退，但并非所有 NBER 认定的衰退都伴随技术性衰退。后文中所指衰退期若不加说明，均指 NBER 定义的衰退期。

表1: NBER 和技术性衰退定义下的的美国经济衰退时间表

NBER 衰退周期			技术性衰退周期		NBER 领先技术性衰退开始几个月	NBER 滞后技术性衰退结束几个月
开始时间	结束时间	持续月数	开始时间	结束时间		
1948-11	1949-10	11	1949-01	1949-06	1	4
1953-07	1954-05	10	1953-06	1954-03	-1	2
1957-08	1958-04	8	1957-09	1958-03	1	1
1960-04	1961-02	10	无		-	-
1969-12	1970-11	11	1969-09	1970-03	-3	8
1973-11	1975-03	16	1974-06	1975-03	6	0
1980-01	1980-07	6	1980-03	1980-09	2	-2
1981-07	1982-11	16	1981-09	1982-03	2	8
1990-07	1991-03	8	1990-09	1991-03	2	0
2001-03	2001-11	8	无		-	-
2007-12	2009-06	18	2008-06	2009-06	5	0
2020-02	2020-04	2	2019-12	2022-06	-2	-2

资料来源: NBER, Wind, 中国银河证券研究院

图7: 美国 NBER 衰退观察指标回撤幅度



资料来源: MacroMicro, 中国银河证券研究院

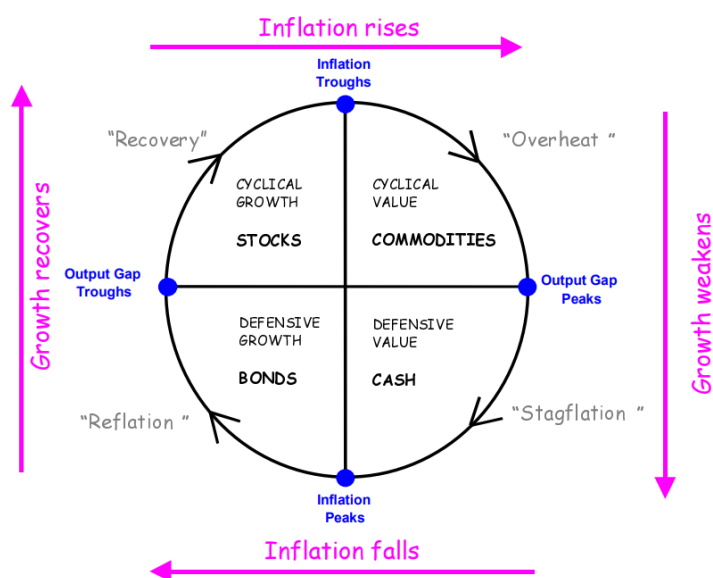
（二）经济衰退期间，黄金表现占优

美林时钟的经济周期理论以经济增速与通货膨胀作为划分依据，将宏观经济周期划分为复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段，不同类型的资产在不同周期阶段轮动中有不同的表现。复苏期：股票>债券>现金>大宗商品；过热期：大宗商品>股票>现金/债券；滞胀期：现金>大宗商品/债券>股票；衰退期：债券>现金>股票>大宗商品。

在经济衰退期，股市因经济前景的不确定性和企业盈利能力的下降而面临压力，投资者会从风险资产撤资，转而寻求相对安全的债券，导致股价下跌，美债价格上涨。经济衰退对大宗商品的影响是复杂且多维度的，衰退期间由于经济活动减缓，对工业金属和能源金属等商品需求下降；但黄金作为避险资产，在经济不确定性和市场波动性增加的情况下，可能会吸引投资者作为保值手段，从而支撑其价格；原油和天然气作为能源大宗商品，其价格在经济衰退期间可能因工业产出和运输需求的减少而下降，但同时也可能受到地缘政治紧张、供应中断或极端天气事件等因素的影响。通过复盘 1970 年以来的 NBER 衰退期，可以观察到衰退期间各类资产表现为：黄金/美债>标普 500>工业金属>原油/天然气，与传统美林时钟衰退时大类资产的配置结论相似。

美林时钟理论将通胀、经济增长作为经济周期的重要划分依据，NBER 定义的经济衰退需考虑的收入消费、就业、生产多方维度，基于周期划分维度不同，美林时钟理论的通胀拐点通常出现在 NBER 定义的衰退周期中，即美林时钟的“滞胀期”后期通常会与 NBER 划分“衰退期”的前期有重叠。因此美林时钟理论中滞胀、复苏阶段不可简单等同于 NBER 衰退周期的衰退开始前、衰退结束后，但我们仍可以观察到 NBER 衰退前后的资产表现与传统美林时钟衰退时大类资产的配置逻辑相似。美债对于经济衰退的反映速度最快，其次为贵金属，且在衰退开始后表现一直领先；而受益于需求恢复的顺周期资产在修复节奏上落后于风险资产股票，具体反弹顺序为：股票>工业金属>能源大宗商品。

图8：美林时钟



资料来源：ML Global Asset Allocation Team, 中国银河证券研究院

基于黄金的三重属性，黄金是经济衰退时期理想的资产配置选择。黄金兼具货币、金融和商品属性，进一步延伸出黄金的价值功能：（1）在经济滞涨时，货币供应量增加导致货币价值下降和物价上涨，黄金能够保持其购买力，帮助投资者抵御通胀侵蚀；（2）黄金作为传统的避险资产，不依赖于任何政府或金融机构的信用，能够保护投资者的资产免受信用风险的影响。同时黄金与美元从长期来看呈负相关性，从而为各国央行提供了规避风险的投资工具；（3）经济衰退时，央行可能会采取降息措施以刺激经济，降低的利率减少了持有黄金的机会成本，使黄金相对于其他生息资产更具吸引力。因此黄金在经济衰退期既能提供风险保护，又能在不稳定的经济环境中寻求资产的稳定增长。

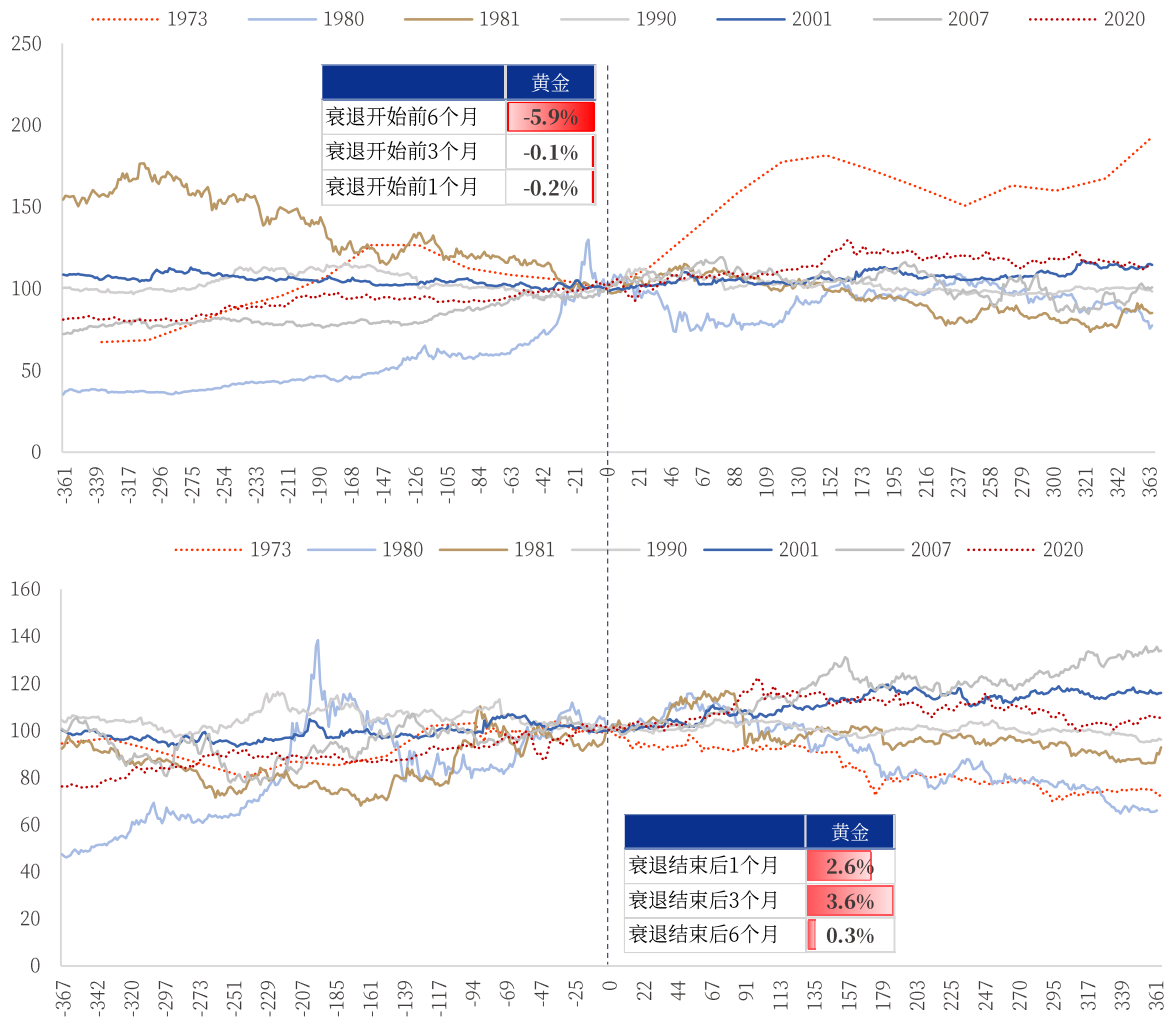
1973年以来的七次经济衰退中黄金收益率中位数为6%，胜率达71%，比较优势显著。随着市场对经济衰退预期的不断强化，风险厌恶情绪上升，投资者纷纷涌向以黄金为代表的传统避险资产，因此在衰退期黄金价格表现的相对优势凸显。伴随衰退时点的临近，黄金资产的收益表现逐渐占优。1973年以来的七次经济衰退期间，黄金收益率中位数为6%，较同为避险资产的美债收益率高出5pct，而标普500、铜铝锌、原油等资产表现均为负；同时黄金的胜率高达71%，略低于美债胜率的100%。而在经济衰退结束后，黄金的配置价值也依旧存在，在衰退后6个月，收益率中位数仍有0.3%。从衰退开始前的6个月直到衰退结束后6个月，黄金收益率中位数为24%，收益率较美债、标普500、原油、铜高出18、12、33、21pct。

表2：黄金在衰退各阶段的表现情况

衰退阶段		1973	1980	1981	1990	2001	2007	2020	行业表现(中位数)	胜率
预期衰退	衰退开始前6个月	-7%	120%	-21%	-12%	-6%	28%	4%	-6%	43%
	衰退开始前3个月	-11%	71%	-17%	0%	-5%	12%	8%	0%	43%
	衰退开始前1个月	-5%	28%	-6%	4%	-3%	6%	0%	0%	43%
实际衰退	衰退开始后1个月	13%	-2%	6%	6%	2%	11%	-1%	6%	71%
	衰退开始后3个月	58%	-21%	6%	3%	5%	10%	-	6%	83%
	衰退结束前3个月	-3%	19%	6%	-7%	0%	1%	-	0%	50%
	衰退结束前1个月	-2%	-6%	3%	-2%	-2%	-5%	7%	-2%	29%
	衰退开始-衰退结束	88%	-6%	8%	-3%	6%	11%	6%	6%	71%
衰退结束	衰退结束后1个月	-6%	3%	5%	1%	2%	3%	3%	3%	86%
	衰退结束后3个月	-7%	2%	-6%	4%	8%	9%	17%	4%	71%
	衰退结束后6个月	-21%	-18%	0%	0%	19%	18%	11%	0%	57%
衰退开始前6个月-衰退结束后6个月		39%	39%	71%	-14%	-14%	19%	69%	24%	71%

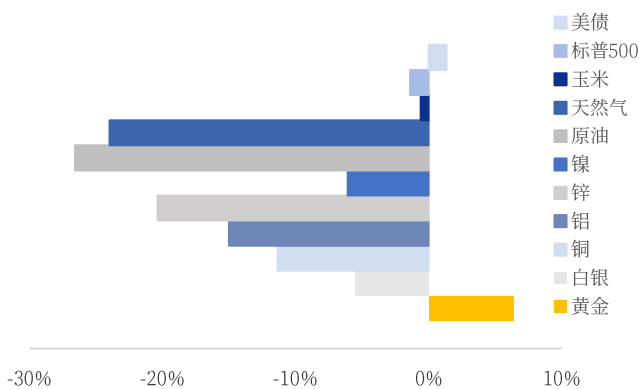
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9: 衰退开始前后金价表现 (衰退开始日记为 DAY0)



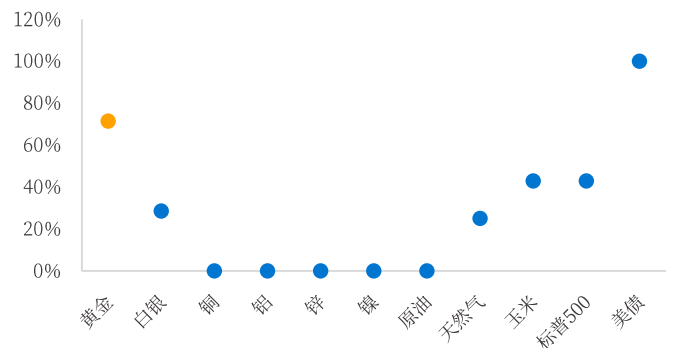
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 衰退期间黄金价格表现优势明显



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 衰退期间黄金胜率

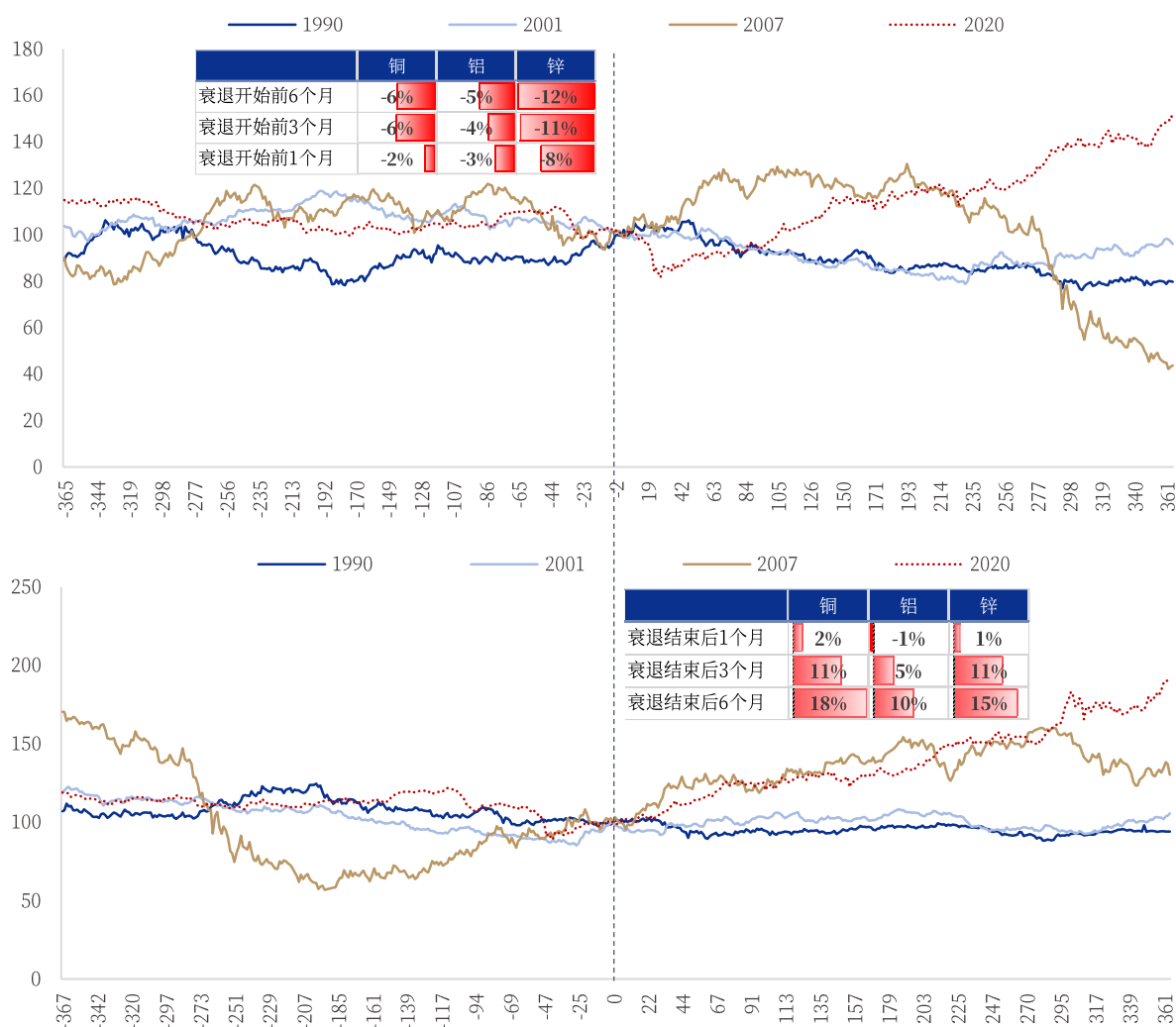


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在经济衰退期间，以铜、铝、锌为代表的工业金属面临着需求减弱的挑战，资产表现不佳。由于包括铜、铝、锌在内的工业金属在建筑、电气和制造业等多个关键领域有着广泛的应用，其需求与全球经济增长紧密相连。当经济放缓时，工业活动减少，导致对工业金属的需求量下降，进而引发商品价格下跌。可以观察到，工业金属在衰退开始前时就有较大幅度的下跌，其中锌价跌幅最为显著，衰退前6个月收益率中位数为-12%。

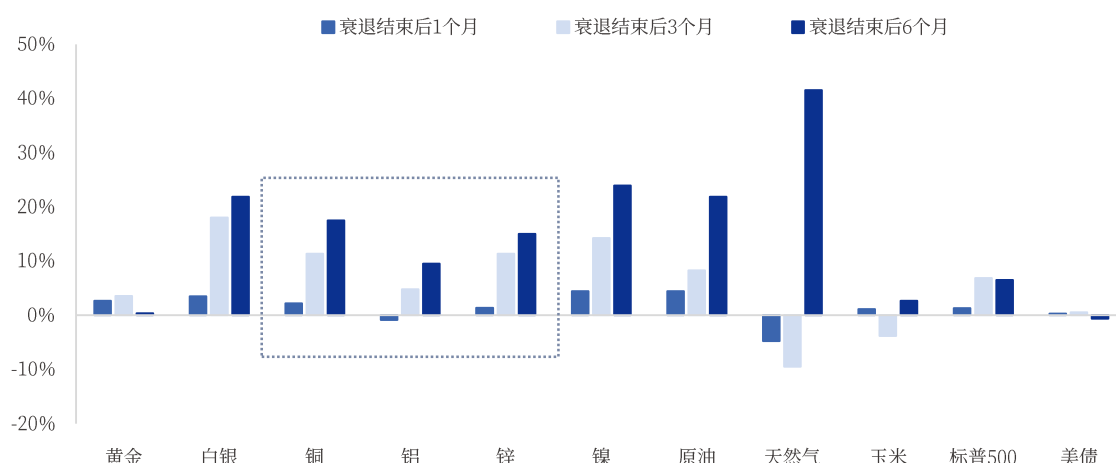
在经济复苏阶段，铜在商品、金融属性共振的作用下表现更优。经济复苏往往伴随着工业产出的增长和基础设施投资的扩大，投资者对经济前景的乐观情绪在经济复苏期间会增强，预期的需求增长促使投资者和企业增加对工业金属的购买，从而导致其价格上涨。在衰退结束后1个月，铜、锌的收益率中位数即为正数，随后以铜、铝、锌为代表的工业金属价格涨幅不断扩大，特别是铜在衰退结束后6个月收益率中位数达18%，高出铝、锌8、3pct，同时较标普500高出12pct，且胜率达75%，相对优势凸显。这一方面要得益于铜广泛的应用场景，基本面预期向好，铜的商品属性推升价格上行；另一方面是货币政策的宽松往往会导致铜价受益，因为低利率环境降低了持有铜等不生息资产的机会成本，铜的金融属性发挥重要作用，推动铜价进一步上涨。

图12: 衰退结束前后铜价格表现 (衰退结束日记为 DAY0)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 衰退结束后工业金属中铜价表现相对领先



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 衰退预期急剧加强引发流动性冲击下, 金价表现为先抑后扬

当市场衰退预期急剧加强, 恐慌情绪升温资产抛售造成流动性危机时, 黄金也会被无差别抛售, 金价在衰退预期加剧初期也将出现下跌, 但其下跌幅度也要小于其他资产。在传统印象中, 当投资者预期经济衰退时, 市场风险偏好下降, 投资者倾向于从高风险资产撤资, 转而投资于被认为更安全、更稳定的资产, 作为传统的避险资产的黄金需求提升从而带动价格上涨。然而, 这种关系在经济衰退时并非一直成立。当宏观基本面持续转弱、或系统性风险提升, 风险事件通常也随之出现, 并进一步加重市场对经济衰退的预期, 如 2008 年金融危机导致雷曼兄弟破产、2020 年疫情爆发后经济活动陷入停滞。衰退初期市场对经济前景预期的突然转折, 或是衰退过程中风险事件的进一步发生, 会使市场衰退预期在短期内在边际上大幅加强, 风险偏好下行抛售风险资产以规避风险, 资产价格快速下跌进而加剧市场的恐慌情绪, 投资者加大抛售力度, 资产价格加速下跌, 形成负反馈引发流动性冲击。极端情况下“现金为王”, 投资者或无差别出售资产以获取短期流动性, 最终导致黄金在内的避险资产价格也出现下跌。但此期间, 黄金价格的下跌幅度一般也要小于股票资产以及原油等其他大宗商品。

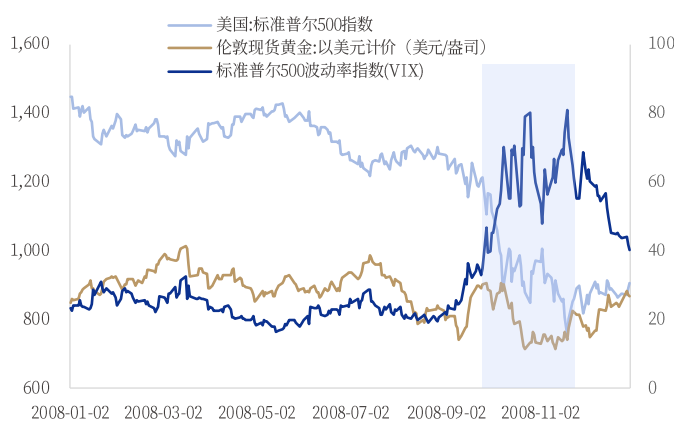
表3: 衰退预期急剧加强时, 金价下跌幅度小于其他资产

	VIX 升幅	黄金	白银	铜	铝	锌	镍	玉米	原油	天然气	标普 500	美债
2008.9.15-2008.11.20	155%	-5%	-13%	-50%	-31%	-33%	-45%	-35%	-48%	-14%	-37%	2%
2020.2.27-2020.3.16	111%	-8%	-28%	-6%	-1%	-3%	-3%	-2%	-39%	4%	-20%	3%
2024.8.2-2024.8.5	65%	-1%	-6%	-3%	0%	-1%	-1%	1%	-1%	-1%	-3%	0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

市场恐慌情绪缓解，流动性危机过后，黄金作为避险资产的属性在衰退时期会再受市场青睐进行资金配置，后续实现大幅上涨。在流动性冲击过后，市场恐慌情绪缓解，投资者或将接受经济衰退的预期，增加对未来经济不确定性的预期，从而冷静思考在衰退期的资产组合配置方案，加大对黄金资产的投资，以对冲潜在的金融风险。此外，若央行为了缓解流动性危机而采取宽松的货币政策，降低利率，也将减少持有现金和债券的吸引力，进一步增加黄金的吸引力。因此一旦流动性危机缓解，市场情绪稳定，黄金作为避险资产的属性会再次受到重视，价格可能会迅速回升（回升时点要早于其他资产），并实现大幅走强。例如，在2008年金融危机期间与2020年疫情爆发，黄金价格在风险事件加大经济衰退预期的初期经历一段下跌后，随着托底经济的财政与货币政策的实施而大幅上涨。

图14：2008年恐慌情绪下黄金短期走弱，随后上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

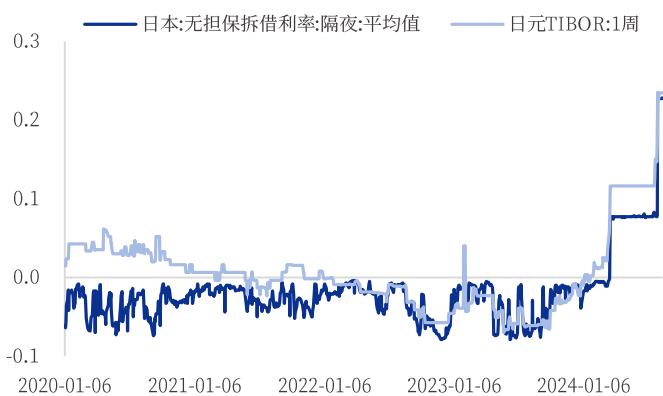
图15：2020年恐慌情绪下黄金短期走弱，随后上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

近期局部流动冲击下黄金价格出现调整，风险缓和后金价再创历史新高。近期美国就业数据大幅下滑触发萨姆规则导致衰退预期加剧，叠加近期日央行的超预期加息决策，引发了日元套息交易的逆转，衰退预期加强下金价也出现下跌。从流动性指标观测，上述全局性的美元流动性冲击表现为 OIS 和商票利差走高、美元走强，这在2008年金融危机导致雷曼兄弟破产与2020年疫情爆发后经济活动陷入停滞时均能观察到此类现象。而当前并未出现美元流动性紧张这一情况，流动性冲击更多停留在局部，主要发生在日元市场。根据世界黄金业协会，2024年上半年亚洲投资者为黄金的强劲走势贡献动力。经济衰退预期增强与日元套息交易平仓，引发的日本股市、汇市等金融市场剧烈震荡与日元流动性紧张，进而导致韩国、中国台湾等其他亚洲地区股票市场动荡与流动性冲击，使亚洲投资者被迫出售上半年净买入较多的黄金资产，导致全球黄金价格出现下跌。随后日本央行副行长内田真一表示，在市场不稳定时，日本央行不会加息。日本央行公开发出的强烈鸽派信号，以及日元套息交易基本被平仓，使得局部流动性冲击逐步平息，叠加美国衰退预期也出现缓和，市场情绪有所回暖，黄金价格迅速反弹再创历史新高。

图16: 日元套息交易引发的流动性冲击更多停留在局部 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 美国流动性并未受到剧烈冲击 (%)



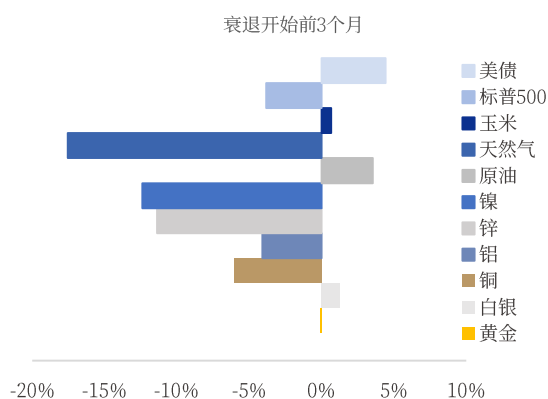
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 实际衰退时黄金相对其他资产比较优势最为突出

衰退的不同阶段对应的资产表现存在分化, 受限于数据统计的局限性, 我们统计了 1970 年后美国共经历的 7 次 NBER 经济衰退, 按时间维度, 以 NBER 衰退开始、结束的时点为划分界限, 从预期衰退-实际衰退-衰退结束, 对各类资产表现进行分析, 具体来看:

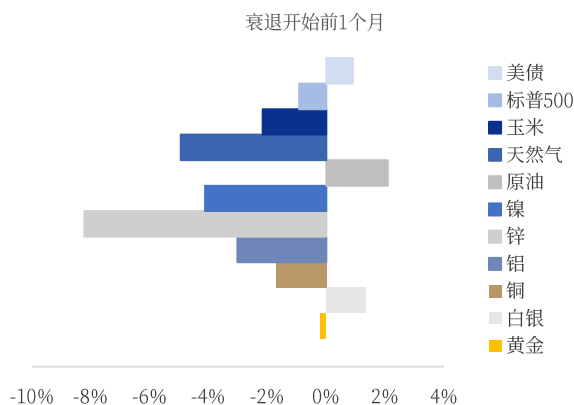
(1) 预期衰退: 在经济正式衰退前, 市场的衰退预期会对资产表现产生影响。在衰退开始前 6 个月, 玉米、美债表现领先, 黄金表现一般; 在衰退开始前 3 个月, 美债、原油及贵金属表现最好, 天然气、能源金属镍、工业金属锌铜铝表现较差, 标普 500 也表现一般; 在衰退开始前 1 个月, 通胀压力仍存, 原油表现领先, 美债、贵金属表现也不错, 天然气、工业金属锌铝铜、能源金属镍表现依然落后。

图18: 衰退开始前 3 个月各类资产收益率中位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 衰退开始前 1 个月各类资产收益率中位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

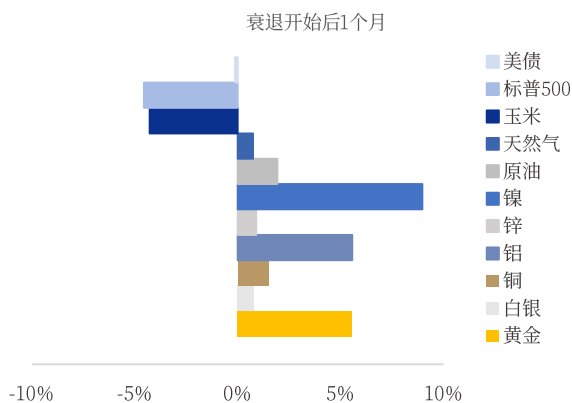
表4: NBER 衰退前 3 个月各类资产收益率表现及胜率

	1973	1980	1981	1990	2001	2007	2020	资产表现 (中位数)	胜率
黄金	-11%	71%	-17%	0%	-5%	12%	8%	0%	43%
白银	13%	113%	-24%	-2%	-5%	8%	1%	1%	57%
铜				14%	-8%	-17%	-4%	-6%	25%
铝				16%	-5%	-4%	-4%	-4%	25%
锌				-12%	-5%	-22%	-11%	-11%	0%
镍				8%	-16%	-14%	-10%	-12%	25%
原油				9%	-2%	18%	-19%	4%	50%
天然气				-9%	-49%	9%	-26%	-18%	25%
玉米	3%	4%	-7%	-8%	-12%	28%	1%	1%	57%
标普 500	-8%	12%	-2%	7%	-12%	-4%	-6%	-4%	29%
美债				5%	1%	5%	4%	4%	100%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

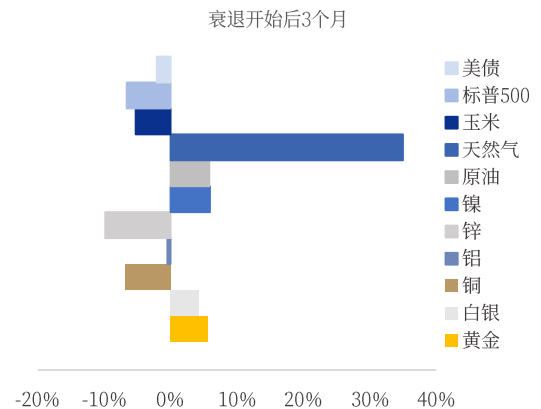
(2) 实际衰退: 进入经济衰退期, 前期市场普遍预期宽松的货币政策来刺激经济, 但价格调整通常滞后于市场变化, 此时通胀仍未见顶。在衰退开始后 1 个月, 货币宽松预期下的能源金属镍、工业金属铝、以及避险情绪下的黄金都有不错的表现, 标普 500、玉米表现最差; 在衰退开始后 3 个月, 天然气、原油受金融危机、地缘政治局势紧张及投机等多种因素的影响仍保持涨势, 黄金表现也不错, 但弱现实需求拖累工业金属锌铜铝表现, 标普 500、玉米表现依然落后。

图20: 衰退开始后 1 个月各类资产收益率中位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

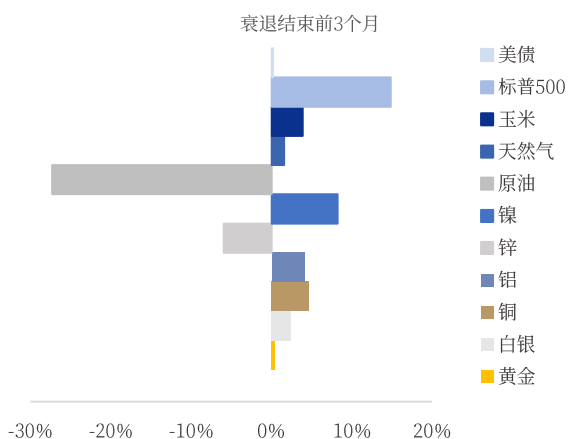
图21: 衰退开始后 3 个月各类资产收益率中位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 因 2020 年衰退期较短计算时剔除)

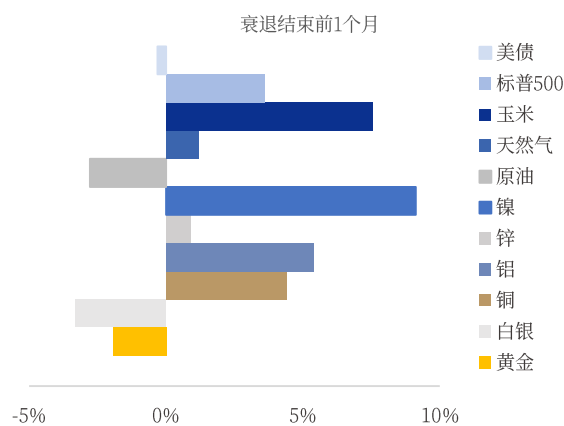
在衰退后期, 市场对宽松货币政策的预期日益增强, 同时通胀也逐步下降。在衰退结束前 3 个月, 标普 500 表现最好, 能源金属镍、工业金属铜铝、玉米开始反弹, 黄金表现一般, 原油表现最差; 在衰退结束前 1 个月, 能源金属镍、玉米、工业金属铝铜大幅反弹, 标普 500 表现也不错, 贵金属、原油表现相对落后。

图22: 衰退结束前3个月各类资产收益率中位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 因 2020 年衰退期较短计算时剔除)

图23: 衰退结束前1个月各类资产收益率中位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

经济衰退期间黄金表现突出，5次跑赢标普500。在经济衰退期间，黄金、美债作为避险资产的需求增加，通常会推高其价格。从历史经验来看，1973年以来的七次经济衰退中，黄金收益率中位数为6%，胜率高达71%，除去1980年和1990年的2次衰退以外，黄金的表现均跑赢了标普500，1980年美联储为应对70年代的严重通胀，采取了较为激进的加息政策，实际利率上升对金价形成压力；1990年的经济衰退较为温和，当时由于全球范围内宏观经济状况良好，全球各央行均为黄金的净卖家。

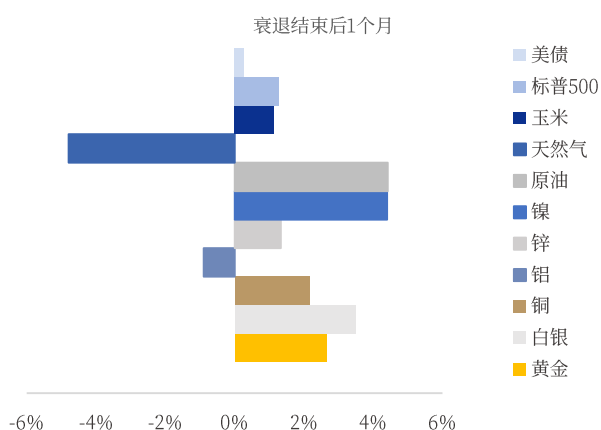
表5: NBER 衰退期间各类资产收益率表现及胜率

	1973	1980	1981	1990	2001	2007	2020	资产表现 (中位数)	胜率
黄金	88%	-6%	8%	-3%	6%	11%	6%	6%	71%
白银	46%	-55%	13%	-21%	-4%	-6%	-11%	-6%	29%
铜				-15%	-7%	-26%	-8%	-11%	0%
铝				-18%	-1%	-32%	-12%	-15%	0%
锌				-20%	-20%	-34%	-4%	-20%	0%
镍				-4%	-8%	-41%	-1%	-6%	0%
原油				-3%	-26%	-27%	-58%	-27%	0%
天然气				-2%	-46%	-49%	14%	-24%	25%
玉米	15%	22%	-30%	-1%	3%	-12%	-16%	-1%	43%
标普500	-13%	7%	7%	6%	-2%	-37%	-1%	-1%	43%
美债				1%	1%	2%	3%	1%	100%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

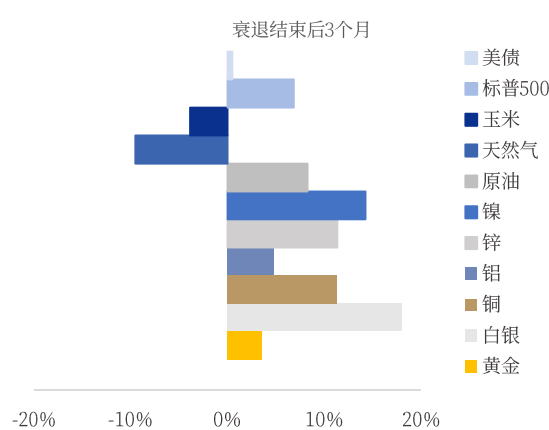
(3) 衰退结束: 衰退结束后，经济增长进入修复阶段，就业率回升，市场需求恢复，经济活力增强。在衰退结束后1个月，原油基于地缘政治因素领涨，能源金属镍表现突出，黄金依然保持优势，工业金属铜锌、标普500也有不错的表现，天然气修复节奏较慢；在衰退结束后3个月，经济增长预期进一步增强，白银领涨，能源金属镍、工业金属锌铜铝进一步修复，原油、标普500表现不错，黄金保持正收益但表现相对落后，天然气仍在修复中；在衰退结束后6个月，黄金表现相对于其他资产的胜率与收益率优势有所减弱，天然气开始领涨。

图24: 衰退结束后1个月各类资产收益率中位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 衰退结束后3个月各类资产收益率中位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表6: NBER 衰退后3个月各类资产收益率表现及胜率

	1973	1980	1981	1990	2001	2007	2020	资产表现 (中位数)	胜率
黄金	-7%	2%	-6%	4%	8%	9%	17%	4%	71%
白银	7%	20%	23%	16%	7%	18%	57%	18%	100%
铜				-6%	0%	24%	23%	11%	50%
铝				-7%	-5%	16%	14%	5%	50%
锌				-9%	3%	26%	20%	11%	75%
镍				-7%	15%	16%	13%	14%	75%
原油				5%	12%	1%	114%	8%	100%
天然气				-14%	-13%	26%	-6%	-10%	25%
玉米	-8%	11%	16%	-13%	-4%	-18%	1%	-4%	43%
标普500	14%	5%	7%	-1%	-3%	15%	12%	7%	71%
美债				-1%	0%	2%	1%	1%	75%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总的来看，实际衰退期间黄金的比较优势尤为显著，预期衰退和衰退结束后表现出的优势有所减弱。衰退预期下，黄金的相对优势开始显现，衰退前6个月、衰退前3个月、衰退前1个月黄金的收益率中位数分别为-6%、-0.1%、-0.2%，分别较标普500低6pct、高出4、1pct。在进入衰退后，黄金收益率转正，表现为衰退开始后1个月、衰退开始后3个月收益率中位数分别为6%、6%，分别较标普500高出10、12pct，与铜铝锌等金属收益率差异拉大，同时胜率也由71%提升至83%。在整个衰退期间，黄金的收益率中位数达6%，高出美债、标普500、铜、原油5、8、18、33pct，胜率也高达71%，仅次于美债。衰退结束后，尽管黄金表现的相对优势褪去，但仍能维持正收益，衰退结束后1个月、衰退结束后3个月、衰退结束后6个月，黄金的收益率中位数分别为3%、4%、0.3%，其中在衰退结束后1个月黄金仍可较美债、铝等高出2pct以上的收益率，在衰退结束后3个月黄金收益率表现进一步后移，仅领先于美债、玉米、天然气，另外胜率也从由86%下降至57%。

三、复盘历史经济衰退 A 股表现，黄金板块表现领先

从 A 股行业表现来看，预期衰退阶段，在衰退开始前 6 个月，黄金板块表现大幅领先，较上证综指超额收益为 46%；在衰退开始前 3 个月，A 股有色金属及细分板块几乎均有不同程度的下跌，黄金板块也表现一般，较上证综指超额收益为-1%，落后于有色行业指数的 1%；在衰退开始前 1 个月，黄金板块涨幅遥遥领先，收益率中位数达 21%，较上证综指超额收益达 14%，显著高于铜、铝、铅锌板块，且拥有超额收益胜率达 100%。

表7：2000 年以来 NBER 衰退前 3 个月 A 股有色金属板块收益表现

	2001	2007	2020	收益率（中位数）	胜率
上证综指	1%	-5%	0%	0%	67%
有色金属行业指数	1%	-19%	11%	1%	67%
黄金行业指数		-17%	16%	0%	50%
铜行业指数		-29%	0%	-14%	50%
铝行业指数	10%	-19%	3%	3%	67%
铅锌行业指数		-20%	0%	-10%	0%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表8：2000 年以来 NBER 衰退前 1 个月 A 股有色金属板块收益表现

	2001	2007	2020	收益率（中位数）	胜率
上证综指	7%	8%	5%	7%	100%
有色金属行业指数	6%	15%	8%	8%	100%
黄金行业指数		31%	11%	21%	100%
铜行业指数		9%	4%	7%	100%
铝行业指数	7%	11%	8%	8%	100%
铅锌行业指数		11%	3%	7%	100%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在衰退期间 A 股黄金板块表现突出，大幅领先于有色金属行业其余子版块，黄金板块较上证指数超额收益达 9%，且超额收益胜率为 100%（收益率中位数为-13%，胜率为 50%）；有色金属、铜、铝、铅锌板块表现均不佳，较上证指数超额收益分别为-8、0%、-10%、-5%。

表9：2000 年以来 NBER 衰退期间 A 股有色金属板块收益表现

	2001	2007	2020	收益率（中位数）	胜率
上证综指	-18%	-44%	-1%	-18%	0%
有色金属行业指数	-27%	-46%	-9%	-27%	0%
黄金行业指数		-27%	0%	-13%	50%
铜行业指数		-41%	-5%	-23%	0%
铝行业指数	-24%	-65%	-11%	-24%	0%
铅锌行业指数		-47%	-7%	-27%	0%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

伴随货币宽松预期逐步明确，衰退后期（衰退结束前 1 个月），A 股有色金属板块进一步反弹，黄金板块依旧保持相对优势，收益率中位数达 13%，较上证指数超额收益达 7%，超额收益胜率为 100%，工业金属板块继续修复，其中铜、铝、铅锌板块较上证指数超额收益分别为-5%、0%、-6%，且胜率较低。

表10: 2000 年以来 NBER 衰退结束前 1 个月 A 股有色金属板块收益表现

	2001	2007	2020	收益率 (中位数)	胜率
上证综指	3%	9%	4%	4%	100%
有色金属行业指数	5%	8%	2%	5%	100%
黄金行业指数		21%	5%	13%	100%
铜行业指数		2%	0%	1%	100%
铝行业指数	8%	9%	0%	8%	67%
铅锌行业指数		5%	-4%	0%	50%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

衰退结束后，经济逐步回暖，衰退结束后 1 个月，A 股有色金属板块继续修复，工业金属板块涨幅领先，黄金依旧保持正收益，收益率中位数为 4%，但无超额收益；衰退结束后 3 个月，黄金板块表现尚可，较上证指数超额收益达 8%，但落后于铅锌、铜板块；在衰退结束后 6 个月，黄金的吸引力仍未褪去，较上证指数超额收益为 6%，但相对优势减弱，胜率仅 50%，而铜板块较上证指数超额收益达 8%，且胜率高达 100%。

表11: 2000 年以来 NBER 衰退结束后 1 个月 A 股有色金属板块收益表现

	2001	2007	2020	收益率 (中位数)	胜率
上证综指	-6%	15%	0%	0%	33%
有色金属行业指数	-6%	30%	4%	4%	67%
黄金行业指数		6%	1%	4%	100%
铜行业指数		40%	-2%	19%	50%
铝行业指数	-5%	61%	0%	0%	67%
铅锌行业指数		35%	7%	21%	100%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表12: 2000 年以来 NBER 衰退结束后 3 个月 A 股有色金属板块收益表现

	2001	2007	2020	收益率 (中位数)	胜率
上证综指	-13%	-6%	16%	-6%	33%
有色金属行业指数	-15%	0%	31%	0%	67%
黄金行业指数		-13%	39%	13%	50%
铜行业指数		0%	27%	14%	100%
铝行业指数	-10%	10%	23%	10%	67%
铅锌行业指数		5%	46%	25%	100%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

A 股黄金板块在预期衰退和实际衰退期间保持相对优势，衰退结束后优势有所减弱。综上，黄金板块在预期衰退和实际衰退期间均有相对不错的表现，衰退开始前 6 个月、衰退开始前 3 个月、衰退开始前 1 个月较上证指数超额收益分别为 46%、-1%、14%，且拥有超额收益的胜率均不低于 50%，明显强于铜、铝、铅锌板块（衰退开始前 6 个月，黄金板块超额收益高于铜、铝、铅锌 31、33、43pct）。在衰退期间，黄金板块仍保持相对优势，较上证指数超额收益达 9%，分别高出铜、铝、铅锌板块 9、19、14pct，且拥有超额收益的胜率高达 100%。而在衰退结束后，黄金板块相对优势减弱，落后于铜板块，在衰退结束后 1 个月、衰退结束后 3 个月、衰退结束后 6 个月较上证指数超额收益分别为-4%、8%、6%，表现依旧可观。

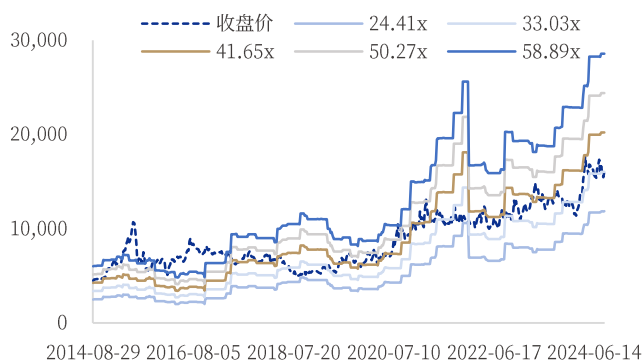
四、投资建议

美国劳动力市场的超预期下滑，失业率上行触发“Sahm 法则”，市场对美国经济可能会出现“硬着陆”的担忧加剧，股市、汇市、大宗商品、虚拟货币等资产价格均出现剧烈波动。而日央行加息下日元套息交易平仓进一步加大了金融市场的震荡，并形成了局部的流动性冲击，“衰退交易”得到强化，市场对美国经济衰退的预期边际增强。

复盘历史 1973 年以来的七次 NBER 美国经济衰退，我们发现黄金在衰退期间相对于其他有色金属大宗商品或其他资产，以及 A 股黄金板块相对于大盘，均具有明显的胜率与收益率优势。从时间维度看，实际衰退期间黄金的比较优势尤为显著，预期衰退和衰退结束后黄金资产的相对优势有所减弱。而在实际衰退期间，黄金的收益率中位数达 6%，高出美债、标普 500、铜、原油 5、8、18、33pct，胜率也高达 71%，除去 1980 年和 1990 年的 2 次衰退以外（历史背景分别对应美联储激进加息和经济温和衰退），黄金的表现均跑赢了美股指数标普 500。A 股黄金板块在预期衰退和实际衰退期间保持相对优势，衰退开始前 6 个月，A 股黄金板块相对于大盘的超额收益为 46%，高于铜、铝、铅锌 31、33、43pct，胜率为 50%；在衰退期间，A 股黄金板块仍保持相对优势，较大盘的超额收益为 9%，分别高出铜、铝、铅锌板块 9、19、14pct，且拥有超额收益的胜率高达 100%。

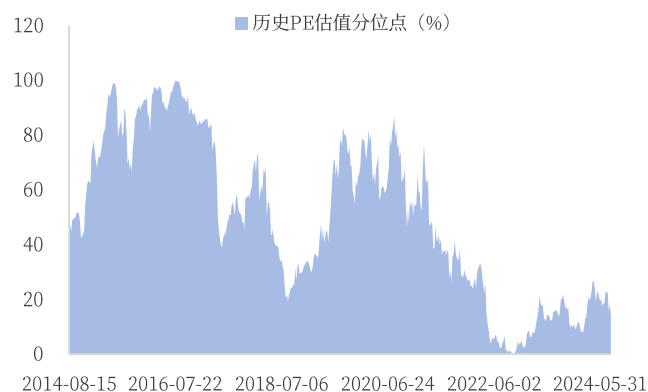
美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上明示美联储将于 9 月开启降息周期，降息临近下黄金价格稳步上涨创出新高，已经站稳了 2500 美元/盎司的关卡。目前 A 股黄金板块的动态市盈率与动态市净率为 31.3x、3.2x，分别位于近 10 年 10.2%、55.6%的历史分位。当下 A 股黄金板块估值已回落至 2022 年年底美联储宣布放缓加息节奏、2023 年 3 月美国银行业暴雷市场出现加息结束预期、2023 年 10 月巴以冲突与美联储开始展望降息周期、2024 年 3 月美联储主席鲍威尔确定 2024 年是适合降息时间点这几个近两年金价波段上涨起点的估值位置以下，从金价与估值看目前 A 股黄金板块仍处于较为安全位置，且后续仍有上涨空间。假如后续美国经济与就业数据继续恶化，美国经济真的衰退了，或是市场对美国经济衰退预期进一步边际加强，黄金价格表现在胜率与收益率上有望显著优于股票等其他资产，A 股黄金板块相对于大盘的优势有望进一步扩大，建议关注紫金矿业（601899）、山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、山金国际（000975）、赤峰黄金（600988）、湖南黄金（002155）等 A 股黄金龙头股。

图26: A股黄金板块动态 PE-Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: A股黄金板块历史 PE 分位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 目前 A 股黄金板块估值低于近两年金价波段上涨起点时的估值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表13: A股黄金行业相关上市公司权益产量与储量

公司	黄金权益资源量 (吨)	矿产金产量 (吨)		矿产金权益产量 (吨)		2024E 自产金产量增速	单吨矿产金权益产量市值 (亿元/吨)	单吨矿产金权益储量市值 (亿元/吨)	其他金属业务
		2023A	2024E	2023A	2024E				
山东黄金	1383	41.8	49.7	35.7	39.7	11.2%	30	0.8	
紫金矿业	2998	67.7	74.0	57.3	63.6	11.0%	65	1.4	铜、铅锌、白银、钼、铁精矿, 碳酸锂等
中金黄金	510	18.9	19.5	14.3	15.0	4.6%	44	1.4	铜、钼、铁精矿
山金国际	223	7.0	8.0	6.6	7.1	7.6%	66	2.1	银、铅锌精矿
赤峰黄金	358	14.4	16.0	11.5	12.5	8.5%	24	0.8	银、铅锌、铜精矿
湖南黄金	144	3.9	4.0	3.8	3.9	1.9%	42	1.3	锑精矿、钨精矿

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表14: A股黄金行业相关上市公司重点关注标的 (截至 2024 年 8 月 29 日)

	不同金价对应 2024 年业绩弹性 (亿元)				不同金价对应 2024 年归母净利润增速				不同金价对应年化业绩下 2024 年 PE 估值				不同金价对应年化业绩下 2024 年 PE 估值下降幅度			
	目前金价	黄金价格相对于 2023 年均价			目前金价	黄金价格相对于 2023 年均价			目前金价	黄金价格相对于 2023 年均价			目前金价	黄金价格相对于 2023 年均价		
		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%		上涨 10%	上涨 20%	上涨 30%
国内金价 (元/克)	575	495	540	585	575	495	540	585	575	495	540	585	575	495	540	585
国际金价 (美元/盎司)	2522	2136	2330	2524	2522	2136	2330	2524	2522	2136	2330	2524	2522	2136	2330	2524
山东黄金	40.3	16.4	29.8	43.2	173%	70%	128%	185%	18	28	21	17	63%	41%	56%	65%
紫金矿业	65.8	27.3	48.8	70.4	31%	13%	23%	33%	15	17	16	15	24%	11%	19%	25%
中金黄金	16.0	6.0	11.6	17.2	59%	22%	43%	63%	16	21	18	16	37%	18%	30%	39%
山金国际	7.9	3.5	5.9	8.4	55%	24%	42%	59%	21	27	23	21	36%	20%	29%	37%
赤峰黄金	12.1	5.0	9.0	13.0	151%	62%	111%	161%	15	23	18	14	60%	38%	53%	62%
湖南黄金	4.2	1.6	3.1	4.6	87%	32%	63%	93%	21	29	24	20	46%	24%	39%	48%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 仅考虑金价对公司业绩与估值影响, 金价上涨幅度相对于 2023 年均价)

表15: A股黄金行业相关上市公司重点关注标的(截至2024年8月29日)

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB	公司评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
紫金矿业	4,155	16	0.80	1.19	1.46	20	13	11	3.4	推荐
山东黄金	1,124	44	0.52	0.89	1.22	53	31	23	5.3	推荐
中金黄金	696	22	0.61	0.77	0.88	23	19	16	2.8	推荐
山金国际	470	27	0.51	0.78	0.95	33	22	18	4.0	推荐
湖南黄金	187	29	0.41	0.77	1.03	38	20	15	2.9	未评级
赤峰黄金	300	32	0.48	0.84	1.07	37	21	17	4.8	未评级

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

- 1) 美国经济超出预期的风险;
- 2) 美国新增就业人口超出预期的风险;
- 3) 美联储降息不及预期的风险;
- 4) 美元指数强于预期的风险;
- 5) 黄金价格大幅下跌的风险。

图表目录

图 1: 新增非农就业显著降低	5
图 2: Sahm 法则警示经济进入衰退 (%)	5
图 3: 日本央行在 7 月货币政策会议超预期加息 15bps	6
图 4: 日元大幅走强, 日经 225 指数暴跌.....	6
图 5: 全球主要权益市场及大宗商品年初至今涨跌幅	6
图 6: 比特币走弱.....	6
图 7: 美国 NBER 衰退观察指标回撤幅度	7
图 8: 美林时钟.....	8
图 9: 衰退开始前后金价表现 (衰退开始日记为 DAY0)	10
图 10: 衰退期间黄金价格表现优势明显	10
图 11: 衰退期间黄金胜率高.....	10
图 12: 衰退结束前后铜价格表现 (衰退结束日记为 DAY0)	11
图 13: 衰退结束后工业金属中铜价表现相对领先.....	12
图 14: 2008 年恐慌情绪下黄金短期走弱, 随后上涨.....	13
图 15: 2020 年恐慌情绪下黄金短期走弱, 随后上涨.....	13
图 16: 日元套息交易引发的流动性冲击更多停留在局部 (%)	14
图 17: 美国流动性并未受到剧烈冲击 (%)	14
图 18: 衰退开始前 3 个月各类资产收益率中位数.....	14
图 19: 衰退开始前 1 个月各类资产收益率中位数.....	14
图 20: 衰退开始后 1 个月各类资产收益率中位数.....	15
图 21: 衰退开始后 3 个月各类资产收益率中位数.....	15
图 22: 衰退结束前 3 个月各类资产收益率中位数.....	16
图 23: 衰退结束前 1 个月各类资产收益率中位数.....	16
图 24: 衰退结束后 1 个月各类资产收益率中位数.....	17
图 25: 衰退结束后 3 个月各类资产收益率中位数.....	17
图 26: A 股黄金板块动态 PE-Bands.....	21
图 27: A 股黄金板块历史 PE 分位	21
图 28: 目前 A 股黄金板块估值低于近两年金价波段上涨起点时的估值.....	21
表 1: NBER 和技术性衰退定义下的的美国经济衰退时间表	7
表 2: 黄金在衰退各阶段的表现情况	9

表 3: 衰退预期急剧加强时, 金价下跌幅度小于其他资产	12
表 4: NBER 衰退前 3 个月各类资产收益率表现及胜率	15
表 5: NBER 衰退期间各类资产收益率表现及胜率	16
表 6: NBER 衰退后 3 个月各类资产收益率表现及胜率	17
表 7: 2000 年以来 NBER 衰退前 3 个月 A 股有色金属板块收益表现	18
表 8: 2000 年以来 NBER 衰退前 1 个月 A 股有色金属板块收益表现	18
表 9: 2000 年以来 NBER 衰退期间 A 股有色金属板块收益表现	18
表 10: 2000 年以来 NBER 衰退结束前 1 个月 A 股有色金属板块收益表现	19
表 11: 2000 年以来 NBER 衰退结束后 1 个月 A 股有色金属板块收益表现	19
表 12: 2000 年以来 NBER 衰退结束后 3 个月 A 股有色金属板块收益表现	19
表 13: A 股黄金行业相关上市公司权益产量与储量	22
表 14: A 股黄金行业相关上市公司重点关注标的 (截至 2024 年 8 月 29 日)	22
表 15: A 股黄金行业相关上市公司重点关注标的 (截至 2024 年 8 月 29 日)	23

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn