

## 有色金属

2024年09月06日

## 鉴古知今：降息前后，黄金波动率或将放大

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

李怡然（分析师）

陈权（联系人）

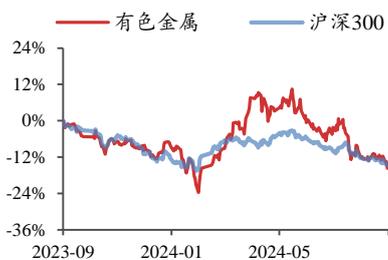
liyiran@kysec.cn

chenquan@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790123100016

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《铜冶炼与供需再平衡—行业深度报告》-2024.8.28

《衰退交易阶段胜率为王，8月看好黄金相对收益领先—行业投资策略》-2024.8.5

《7月看多金价，看好氧化铝价格反弹上行—行业周报》-2024.7.14

### ● 写在降息前：黄金波动率或将放大

2024年市场从上半年交易美国经济“no landing”转向下半年交易“soft landing”，市场预期2024年美联储或将于9月降息，我们认为降息前后黄金胜率高、赔率低，波动率或将放大。胜率高：我们复盘1989年以来6次降息前后黄金的表现，降息前后，实际降息带来的流动性宽松仍能刺激金价上涨；流动性恐慌后黄金价格有较好表现，日元 Carry trade unwind 流动性恐慌修复后，黄金等避险资产或将受到多配；中东地区地缘政治紧张局势持续激发黄金的避险属性。赔率低：我们复盘过去50年黄金走势，认为当前黄金主要受到货币宽松和避险情绪的催化，根据历史经验，2个因子引起的涨幅或已基本计价充分；2024H2在美国经济软着陆的假设下，9月降息25BP更多验证经济韧性，从利率框架分析对黄金的催化有限。因此，降息前后持有黄金权益更多为获得相对收益而非绝对收益。2025H1，鉴于美国利率仍处于较高水平，美国或许存在因降息速率过慢而导致的明显经济降温，美联储或许快速降息或者降息点数超预期，市场将交易美国经济衰退，届时黄金商品端和权益端或有更加亮眼的表现。推荐标的：山金国际、中金黄金、山东黄金、株冶集团，受益标的：招金矿业、中国黄金国际。

### ● 胜率：实际降息带来的流动性宽松或仍对金价具有催化作用

1989年以来美联储共开启6次降息窗口，分别是1989年、1995年、1998年、2001年、2007年、2019年，2次纾困式降息、4次预防式降息，除2001年降息后黄金下跌外，其余5次降息黄金均冲高，降息后180天内，衰退式降息黄金将持续冲高，而预防式降息黄金将出现回落。我们认为当前产生流动性危机的风险较小，实际降息带来的流动性宽松或仍对金价具有刺激作用。此外，2024年8月5日，日元发生 Carry trade unwind，引发流动性恐慌，在流动性修复后，黄金等避险资产或受到多配，我们认为这种状况会持续到降息。

### ● 赔率：在利率框架下，黄金向上空间有限

对应不同持有期限的投资策略，黄金价格分为利率框架和信用框架。短期，黄金跟随利率框架，中长期，黄金跟随信用框架。我们复盘过去50年黄金走势，认为黄金上涨主要由经济衰退、货币宽松、恶性通胀、避险需求和美元贬值五大因子催化，因子5占4平均涨幅420%，5占3涨幅202%，5占2涨幅50%，从2023年10月至2024年8月，黄金涨幅29%，我们认为当前主要由货币宽松和避险情绪（地缘政治）催化，涨幅已基本计价充分；2024H2黄金能否开启更大涨幅在于美国经济是否走衰退逻辑。美国当前经济整体表现健康，鉴于美国制造业PMI指数连续下降，失业率上升，2024H2市场或将交易美国经济“soft landing”，9月美联储超预期降息50BP的可能性较低，降息25BP更多验证经济韧性，从利率框架分析对黄金的催化有限。然而，从信用框架看，中长期黄金作为货币信用的“锚”，美元超发或将引起信用重置，黄金仍具备较大上涨空间。

### ● 风险提示：美联储降息不及预期，地缘政治风险扰动。

## 目 录

1、 胜率：实际降息或对金价仍具催化作用.....	5
1.1、 1989 年首次降息后黄金先涨后跌 .....	5
1.2、 1995 年首次降息后黄金冲高回落 .....	5
1.3、 1998 年首次降息后黄金冲高回落 .....	6
1.4、 2001 年首次降息后黄金直接回落 .....	7
1.5、 2007 年首次降息后黄金延续上涨 .....	8
1.6、 2019 年首次降息后黄金冲高回落 .....	8
2、 赔率：利率框架下，黄金向上空间有限.....	9
2.1、 第一段（1971/8-1974/11）：牛市持续 40 个月，阶段涨幅 325% .....	10
2.2、 第二段（1974/12-1976/7）：熊市持续 19 个月，阶段跌幅 36% .....	11
2.3、 第三段（1976/8-1980/2）：牛市持续 43 个月，阶段涨幅 514% .....	12
2.4、 第四段（1980/3-1982/5）：熊市持续 26 个月，阶段跌幅 40% .....	13
2.5、 第五段（1982/6-1983/2）：牛市持续 8 个月，阶段涨幅 56% .....	13
2.6、 第六段（1983/3-1985/1）：熊市持续 22 个月，阶段跌幅 28% .....	14
2.7、 第七段（1985/2-1987/12）：牛市持续 34 个月，阶段涨幅 63% .....	15
2.8、 第八段（1988/1-2001/3）：熊市持续 160 个月，阶段跌幅 45% .....	15
2.9、 第九段（2001/4-2008/3）：牛市持续 84 个月，阶段涨幅 272% .....	16
2.10、 第十段（2008/4-2008/10）：熊市持续 7 个月，阶段跌幅 16% .....	17
2.11、 第十一段（2008/11-2011/9）：牛市持续 34 个月，阶段涨幅 133%.....	18
2.12、 第十二段（2011/10-2015/11）：熊市持续 40 个月，阶段跌幅 8% .....	19
2.13、 第十三段（2015/12-2016/8）：牛市持续 8 个月，阶段涨幅 26% .....	19
2.14、 第十四段（2016/9-2018/8）：熊市持续 23 个月，阶段跌幅 9% .....	20
2.15、 第十五段（2018/9-2020/8）：牛市持续 23 个月，阶段涨幅 64% .....	21
2.16、 第十六段（2020/9-2022/8）：熊市持续 23 个月，阶段跌幅 8% .....	21
2.17、 第十七段（2022/9-2023/4）：牛市持续 7 个月，阶段涨幅 19% .....	22
3、 信用框架下，黄金上涨远未结束 .....	22
4、 投资建议 .....	23
5、 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1： 1989 年 Q1，美国 GDP 开始回落.....	5
图 2： 1989 年 9 月，美国失业率与 CPI 同时上行 .....	5
图 3： 1994 年 Q3，美国 GDP 同比开始回落.....	6
图 4： 1995 年 5 月，美国 CPI 开始回落 .....	6
图 5： 1989 年首次降息后黄金先涨后跌 .....	6
图 6： 1995 年首次降息后黄金冲高回落 .....	6
图 7： 1998 年 Q2，美国 GDP 出现回落.....	7
图 8： 1998-1999 年，美国失业率下降，通胀上升 .....	7
图 9： 2001 年美国或许存在流动性危机 .....	7
图 10： 2001 年 1 月，降息后美国失业率与通胀均震荡.....	7
图 11： 1998 年首次降息后黄金冲高回落.....	8

图 12: 2001 年首次降息后黄金直接回落 .....	8
图 13: 2007 年美国陷入经济衰退 .....	8
图 14: 2007 年 9 月降息后通胀出现反弹 .....	8
图 15: 2018 年下半年美国 GDP 同比连续回落.....	9
图 16: 2019 年美国通胀和就业市场较为健康.....	9
图 17: 2007 年首次黄金延续上涨 .....	9
图 18: 2019 年首次降息后黄金冲高回落 .....	9
图 19: 黄金牛市催化因子总结 .....	10
图 20: 黄金熊市催化因子总结 .....	10
图 21: 1971/8-1973/11, 美元指数最大跌幅 7.93% .....	11
图 22: 1971/8-1974/11, 美国 CPI 同比上涨 9.50pct .....	11
图 23: 1975-1976 年, 原油价格得到企稳 .....	12
图 24: 1975-1976 年, 美国通胀快速回落, 通胀预期下降 .....	12
图 25: 1975-1976 年, 美国 GDP 逐步回暖 .....	12
图 26: 1976/8-1980/2, 美国陷入滞涨阶段, 失业率攀升 .....	13
图 27: 1976/8-1980/2, 布伦特原油最大涨幅 262.07% .....	13
图 28: 1980/3-1982/5, 美元指数上行幅度较大 .....	13
图 29: 布伦特原油价格稳中有降, 美国通胀持续下降 .....	13
图 30: 1982/2-1982/11, 美国 GDP 指数下滑 .....	14
图 31: 1982/6-1983/2, 国债收益率持续下降 .....	14
图 32: 1983/3-1985/1, 美元指数涨幅 27% .....	14
图 33: 1983/3-1985/1, 美国通胀预期反复 .....	14
图 34: 1983/3-1985/1, 美国大部分时间处在加息状态 .....	15
图 35: 1985/2-1987/12, 美元指数最大跌幅 42.37% .....	15
图 36: 1985/2-1987/12, 美国 GDP 同比增速下滑 .....	15
图 37: 1990 年代后期进入强美元时代 .....	16
图 38: 美国通胀在 1990 年代初期下降迅速 .....	16
图 39: 1994-1995 年加息周期结束后黄金短暂上涨 .....	16
图 40: 1980-2000 年黄金产量增加较为迅速 .....	16
图 41: 2001/12-2008/3, 布伦特原油价格上涨 426% .....	17
图 42: 2004/11-2008/3, 黄金 ETF 持仓量增幅达到 783% .....	17
图 43: 2001/12-2008/3, 美元指数下降趋势 .....	17
图 44: 2008/04-2008/10, 黄金下跌 16%, 美元指数上涨 20% .....	18
图 45: 伴随原油价格下跌, 美国通胀水平迅速下降 .....	18
图 46: 金融危机、欧债危机期间 VIX 指数较高 .....	18
图 47: 实际利率下行, 原油价格上行 .....	18
图 48: QE 导致美元弱势 .....	19
图 49: 退出 QE 预期+欧元弱势=美元强势 .....	19
图 50: 通胀引导通胀预期不断下行 .....	19
图 51: 2015/12-2016/8, 美国经济增速放缓 .....	20
图 52: 2015/12-2016/8, 美国国债收益率下跌 .....	20
图 53: 2016/9-2018/8, 弱美元切换至强美元 .....	20
图 54: 2016/9-2018/8, 通胀先下降后反弹 .....	20
图 55: 2018/9-2020/8, VIX 指数波动较大推动金价上涨 .....	21
图 56: 2018/9-2020/8, 美国国债收益率下行 .....	21

图 57: 加息预期主导下, 美元指数强势压制金价 .....	22
图 58: 2020/9-2022/8, 美国国债收益率上行 .....	22
图 59: 美国整体通胀自 2022 年 6 月开始下降 .....	22
图 60: 受到加息放缓预期及美国经济衰退预期影响美元指数下行 .....	22
图 61: 黄金当前处于 Mania Phase .....	23
图 62: 美元超发或将引起美元的信用重置 .....	23
表 1: 1968 年以来黄金可以划分为 9 段牛市 .....	10
表 2: 信用框架下, 黄金上涨远未结束 .....	23
表 3: 主要黄金公司估值表 .....	24

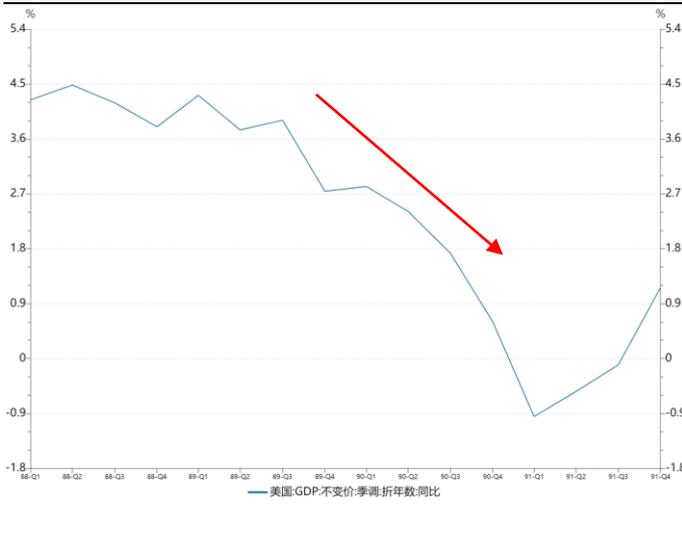
## 1、胜率：实际降息或对金价仍具催化作用

1989年以来美联储共开启6次降息窗口，分别是1989年、1995年、1998年、2001年、2007年、2019年，其中2次纾困式降息、4次预防式降息，除2001年降息后黄金下跌外，其余5次降息黄金均冲高，降息后180天内，纾困式降息黄金将持续冲高，而预防式降息黄金将出现回落。我们认为当前产生流动性危机的风险较小，实际降息带来的流动性宽松或仍对金价具有刺激作用。此外，2024年8月5日，日元发生Carry trade unwind，引发流动性恐慌，参考2008年、2020年流动性危机后黄金的表现，在流动性修复后，黄金等避险资产或受到多配，我们认为这种状况会持续到降息。

### 1.1、1989年首次降息后黄金先涨后跌

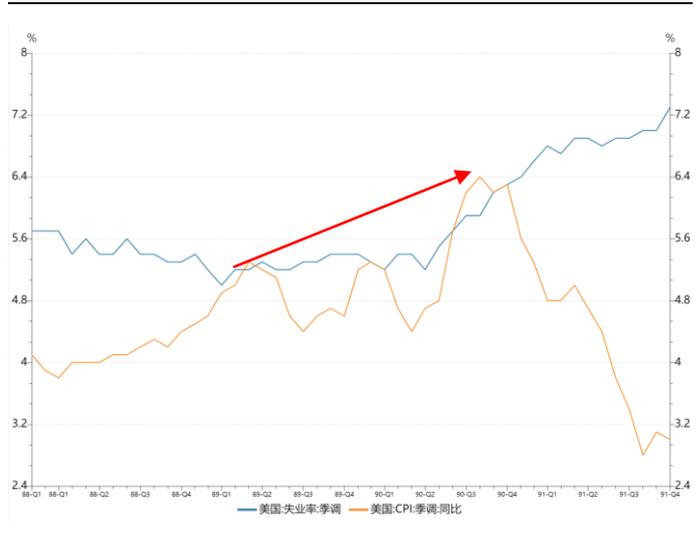
1989年降息属于预防式降息，降息后黄金先涨后跌。20世纪70年代，粮食和能源价格大幅上涨，导致通胀走高，1988年-1989年美联储为了应对快速上行的通胀，开启快速加息，这导致10年期和2年期国债收益率倒挂，类似2023年3月发生的SVB信贷危机，美国商业银行陆续暴雷，20世纪80年代末储贷协会经历“倒闭潮”。1990年7月至1991年3月，美国经济陷入历时8个月的衰退。在降息后黄金迅速冲高，但是随后回落，呈震荡走势，1989年9月，随着失业率与CPI同时上行，市场开始交易美国经济滞涨，随后黄金开启一段较大的涨幅。

图1：1989年Q1，美国GDP开始回落



数据来源：Wind

图2：1989年9月，美国失业率与CPI同时上行

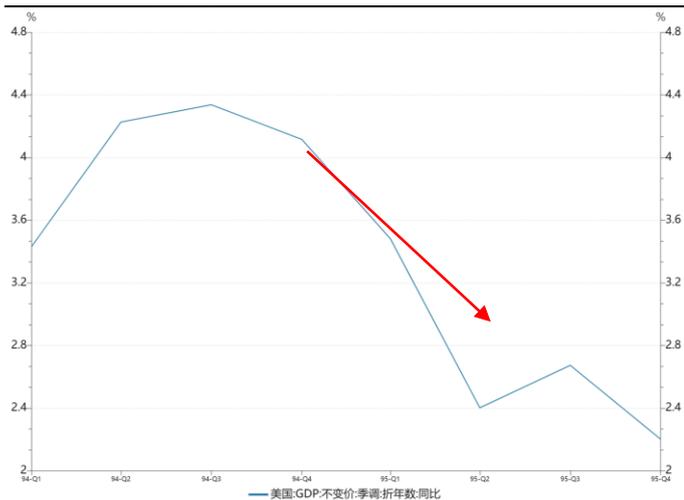


数据来源：Wind

### 1.2、1995年首次降息后黄金冲高回落

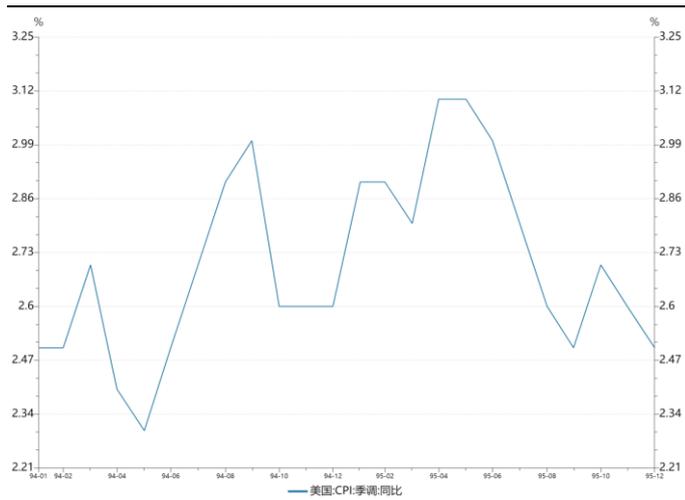
1995年降息属于预防式降息，降息后黄金冲高回落。1994年Q3美国GDP同比阶段性开始回落，1995年5月，美国CPI开始回落，1995年7月，美联储开启降息。此次降息旨在通过降低借贷成本来刺激经济增长，避免经济过快放缓甚至衰退。降息后，美国GDP又重回上升通道，黄金在降息前，伴随GDP的连续回落，率先上涨，开启降息后冲高回落。

### 图3：1994年Q3，美国GDP同比开始回落



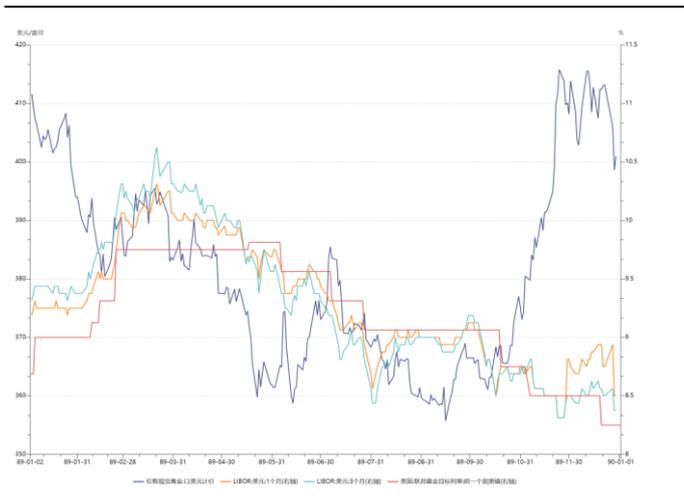
数据来源：Wind

### 图4：1995年5月，美国CPI开始回落



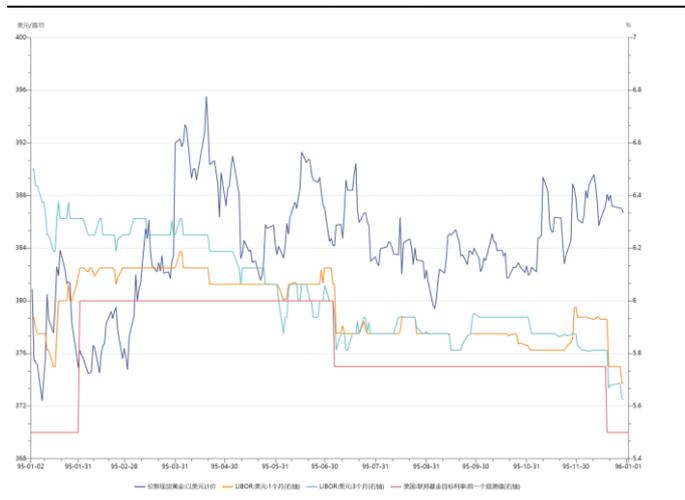
数据来源：Wind

### 图5：1989年首次降息后黄金先涨后跌



数据来源：Wind

### 图6：1995年首次降息后黄金冲高回落

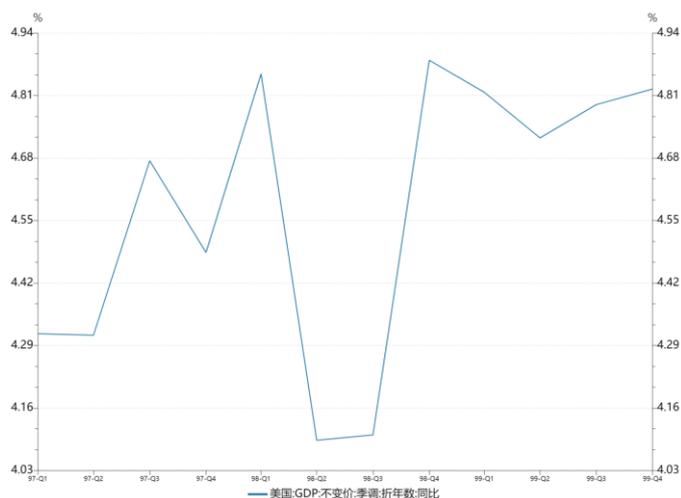


数据来源：Wind

### 1.3、1998年首次降息后黄金冲高回落

1998年降息属于预防式降息，降息后黄金先涨后跌。1997年7月2日，亚洲金融风暴席卷泰国，波及马来西亚、新加坡、日本和韩国、中国等地。美联储为了应对外需回落以及金融系统风险，1998年9月，开启短暂降息，鉴于欧美经济体整体健康，黄金在降息后冲高回落。

图7: 1998年Q2, 美国GDP出现回落



数据来源: Wind

图8: 1998-1999年, 美国失业率下降, 通胀上升

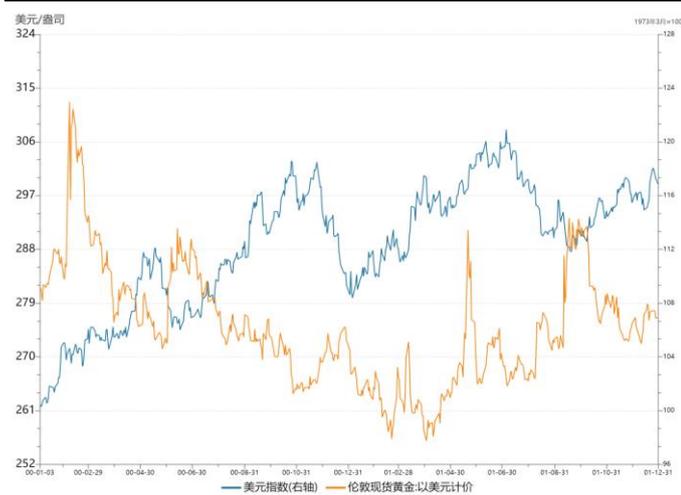


数据来源: Wind

## 1.4、2001年首次降息后黄金直接回落

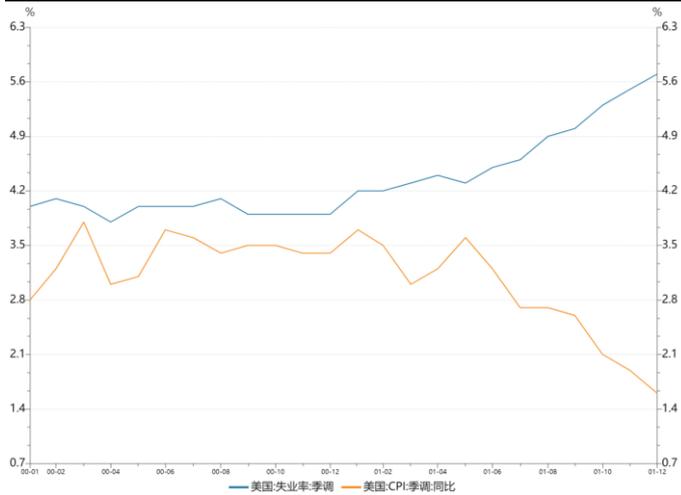
2001年降息属于纾困式降息, 降息前黄金短暂上涨, 降息后开始回落。2000年3月互联网泡沫破裂, 随后大批互联网企业倒闭, 美国经济陷入衰退。美联储于2001年1月开启降息, 但是值得注意的是, 2000年3月后, 黄金处于下跌趋势, 降息前2个月(2000年11月-2000年12月)黄金短暂上涨, 但是降息开启后迅速回落, 一直下跌到2001年4月, 我们认为2000年3月-2001年4月之间发生了流动性危机, 流动性危机期间典型的表现是流动性好的资产价格是下跌的, 例如黄金、股市, 而美元指数是上涨的, 2001年在美联储连续4次降息后, 流动性危机开始缓解, 黄金随后迎来较大幅度的上涨。

图9: 2001年美国或许存在流动性危机



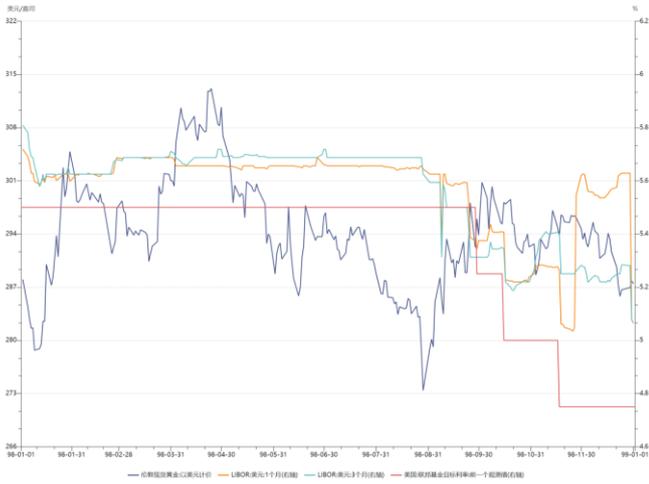
数据来源: Wind

图10: 2001年1月, 降息后美国失业率与通胀均震荡



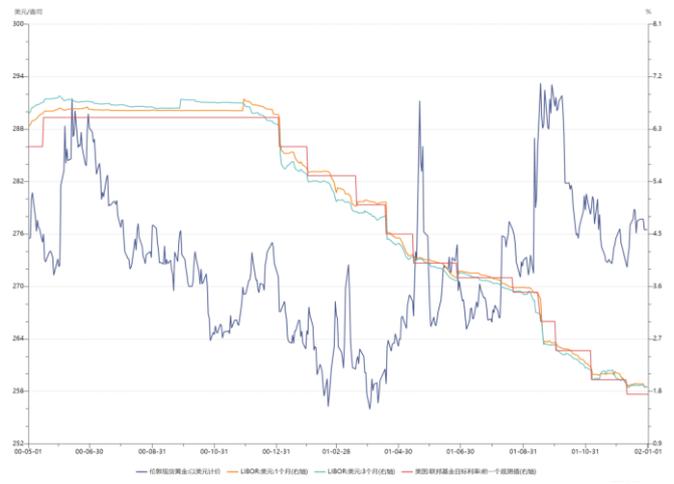
数据来源: Wind

图11: 1998年首次降息后黄金冲高回落



数据来源: Wind

图12: 2001年首次降息后黄金直接回落

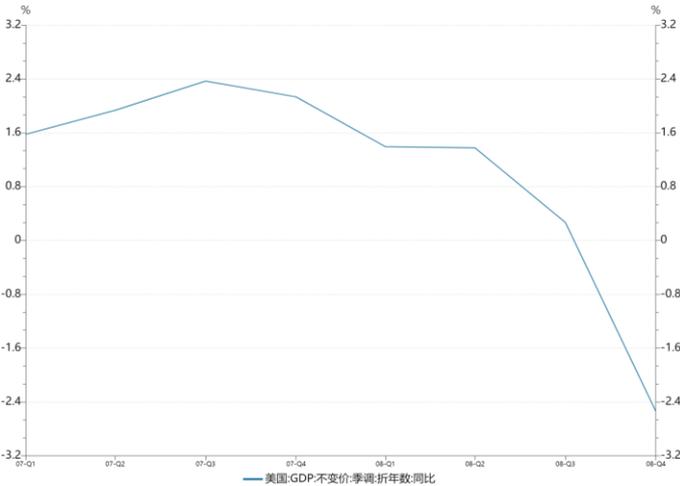


数据来源: Wind

### 1.5、2007年首次降息后黄金延续上涨

2007年降息属于纾困式降息,降息前黄金上涨,降息后延续上涨。2007年2月,汇丰银行宣布北美地区房地产抵押贷款业务损失严重,随后新世纪金融公司因无力偿还债务而申请破产保护,美国次贷危机展开,2007年四季度美国GDP同比开始下降。在此背景下,美联储于2007年9月开启降息,降息前黄金处于上涨趋势,降息后,通胀反弹,上涨斜率出现明显抬升,并且延续上涨。

图13: 2007年美国陷入经济衰退



数据来源: Wind

图14: 2007年9月降息后通胀出现反弹



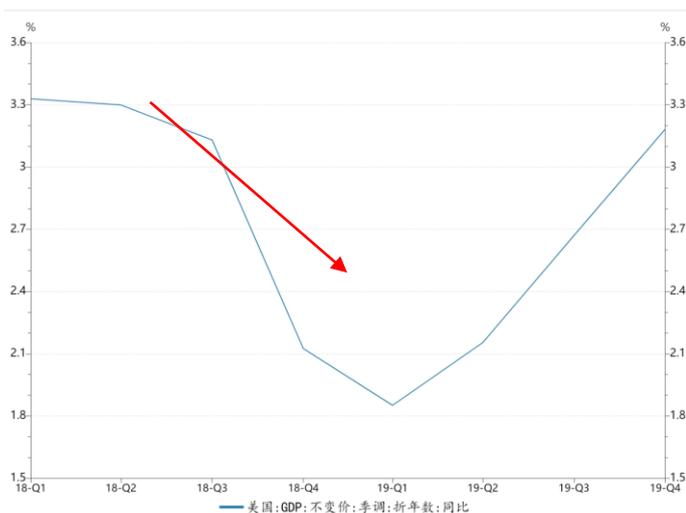
数据来源: Wind

### 1.6、2019年首次降息后黄金冲高回落

2019年降息属于预防式降息,降息前黄金上涨,降息后冲高回落。2018年8月,杰克逊霍尔年会上,鲍威尔发言偏鸽,市场开始交易美联储退出加息预期,伴随GDP同比连续回落,2018年下半年黄金震荡上行,2019年1-4月,美国就业市场表现较好,经济韧性较强,黄金出现回落。2019年5月28日,美国发布market PMI制造业指数,大幅不及市场预期,市场开始交易美联储于8月降息,叠加国际贸易冲突不断升级,黄金应声上涨。2019年8月,美联储如期降息25BP,黄金冲高,随后9月份美联储褐皮书显示美国经济温和增长,全面验证美国经济软着陆,随后黄金开

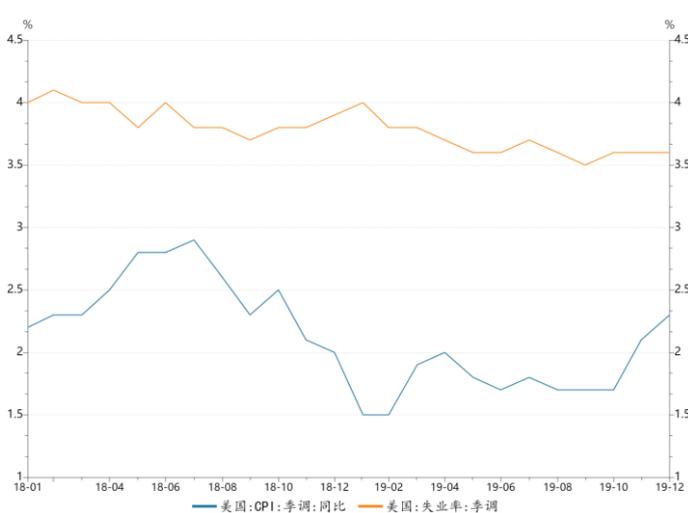
始回落。

图15: 2018年下半年美国GDP同比连续回落



数据来源: Wind

图16: 2019年美国通胀和就业市场较为健康



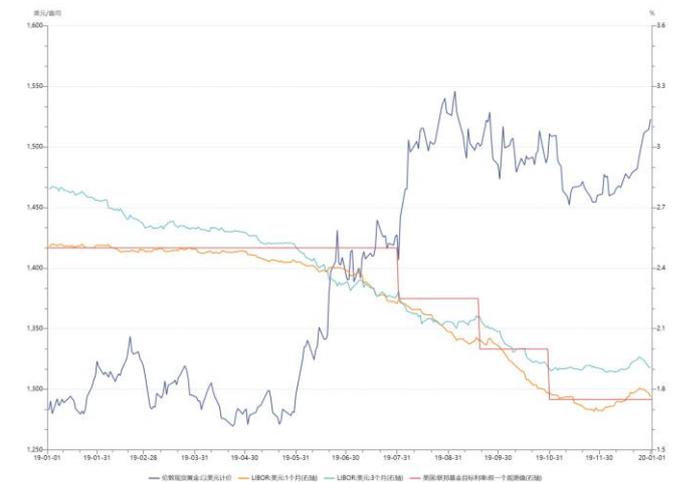
数据来源: Wind

图17: 2007年首次黄金延续上涨



数据来源: Wind

图18: 2019年首次降息后黄金冲高回落



数据来源: Wind

## 2、赔率：利率框架下，黄金向上空间有限

1968年以来黄金经历九段连续上涨行情。我们总结黄金上涨行情持续6个月以上的共计九段，时间维度上，黄金具有行情持续时间变短、涨幅变小的特点。较大的波段上涨往往伴随着经济衰退、美元贬值与连续的风险事件，2000年以来，美联储货币政策对金价的影响日益凸显。

我们认为上涨阶段黄金的催化因子可以总结为：经济衰退、货币宽松、恶性通胀、避险需求、美元贬值，其中5占4平均涨幅420%，5占3涨幅202%，5占2涨幅50%。下跌阶段黄金的影响因子可以总结为：经济复苏、货币紧缩、通胀缓和、避险消退、美元升值、流动性危机，其中5占4跌幅34%，5占3跌幅30%，5占2跌幅9%。

从2023年10月至2024年8月，黄金涨幅29%，我们认为当前主要由货币宽松和避险情绪（地缘政治）催化，涨幅或已基本计价充分；2024H2黄金能否开启更大涨幅在于美国经济是否走衰退逻辑。美国当前经济整体表现健康，但是鉴于美国制造业PMI指数连续下降，失业率上升，2024H2市场或将交易美国经济“soft landing”，9月美联储超预期降息50BP的可能性较低，降息25BP更多验证经济韧性，从利率框架分析对黄金的催化有限。

表1：1968年以来黄金可以划分为9段牛市

状态	时间	金价	时长（月）	幅度	主要原因
第一段	1971年8月	42.73	40	325%	布雷顿森林体系解体、美元贬值、第四次中东战争导致一次石油危机
	1974年11月	181.65			
第二段	1976年8月	109.93	43	514%	美国经济衰退、苏联入侵阿富汗、伊朗革命引发二次石油危机
	1980年2月	675.31			
第三段	1982年6月	314.98	8	56%	美国经济衰退、美联储降息
	1983年2月	491.2			
第四段	1985年2月	299.1	34	63%	广场协议导致美元贬值、全球通胀、“黑色星期一”股灾、降息周期
	1987年12月	486.13			
第五段	2001年4月	260.48	84	272%	美伊冲突、投资需求、原油价格/大宗商品大涨、欧元兑美元汇率上涨、美国次贷危机
	2008年3月	968.43			
第六段	2008年11月	760.86	34	133%	全球金融危机、欧债危机、美国两轮量化宽松
	2011年9月	1,771.85			
第七段	2015年12月	1,068.14	8	26%	加息预期落空、英国脱欧、总统大选
	2016年8月	1,341.09			
第八段	2018年9月	1,198.47	23	64%	中美贸易摩擦、货币政策转向宽松、新冠疫情
	2020年8月	1,968.57			
第九段	2022年9月	1,682.97	7	19%	美国经济衰退预期、银行信贷危机
	2023年4月	2,000.42			

数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：黄金牛市催化因子总结

状态	时间	金价	时长（月）	幅度	经济衰退	通胀走高	货币宽松	避险需求	美元贬值
第一段	1971年8月	42.73	40	325%	*	*		*	*
	1974年11月	181.65							
第二段	1976年8月	109.93	43	514%	*	*		*	*
	1980年2月	675.31							
第三段	1982年6月	314.98	8	56%	*		*		
	1983年2月	491.2							
第四段	1985年2月	299.1	34	63%	*				*
	1987年12月	486.13							
第五段	2001年4月	260.48	84	272%		*		*	*
	2008年3月	968.43							
第六段	2008年11月	760.86	34	133%	*		*	*	
	2011年9月	1,771.85							
第七段	2015年12月	1,068.14	8	26%			*		
	2016年8月	1,341.09							
第八段	2018年9月	1,198.47	23	64%			*	*	
	2020年8月	1,968.57							
第九段	2022年9月	1,682.97	7	19%			*	*	
	2023年4月	2,000.42							

数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：黄金熊市催化因子总结

状态	时间	金价	时长（月）	幅度	经济复苏	通胀缓和	货币紧缩	避险消退	美元升值	流动性危机
第一段	1974年12月	184.27	19	-36%	*	*		*		
	1976年7月	117.75								
第二段	1980年3月	553.58	26	-40%	*	*	*	*	*	
	1982年5月	333.82								
第三段	1983年3月	419.70	22	-28%	*	*	*		*	
	1985年1月	302.79								
第四段	1988年1月	476.58	160	-45%	*	*			*	
	2001年3月	263.03								
第五段	2008年4月	908.70	7	-16%						*
	2008年11月	760.86								
第六段	2011年10月	1356.40	40	-8%	*		*	*		
	2015年1月	1251.85								
第七段	2016年9月	1326.03	23	-9%			*		*	
	2018年8月	1201.25								
第八段	2020年9月	1922.21	23	-8%			*	*		
	2022年8月	1765.65								

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1、第一段（1971/8-1974/11）：牛市持续40个月，阶段涨幅325%

**牛市持续 40 个月，阶段涨幅 325%。**

**美元贬值：**1971 年 8 月，美国宣布停止将美元兑换成黄金，从而结束了二战后建立的布雷顿森林体系，导致黄金价格从固定制向浮动制转变，美元的汇率波动和贬值，引发全球的通货膨胀和货币危机。

**第一次石油危机：**1973 年 10 月，中东地区爆发了第四次中东战争，导致石油输出国组织（OPEC）对西方国家实施石油禁运和减产，石油价格飙升，进一步加剧了全球的通货膨胀和经济衰退，推高了黄金作为对冲工具的需求和价格。

**黄金价格的自由浮动：**随着布雷顿森林体系的结束，黄金价格开始自由浮动，黄金作为避险资产的需求激增，价格从 1971 年 8 月的每盎司 43 美元开始上升，到 1974 年 11 月达到每盎司 182 美元左右。

**图21：1971/8-1973/11，美元指数最大跌幅 7.93%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图22：1971/8-1974/11，美国 CPI 同比上涨 9.50pct**



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、第二段（1974/12-1976/7）：熊市持续 19 个月，阶段跌幅 36%

**熊市持续 19 个月，阶段跌幅 36%。**

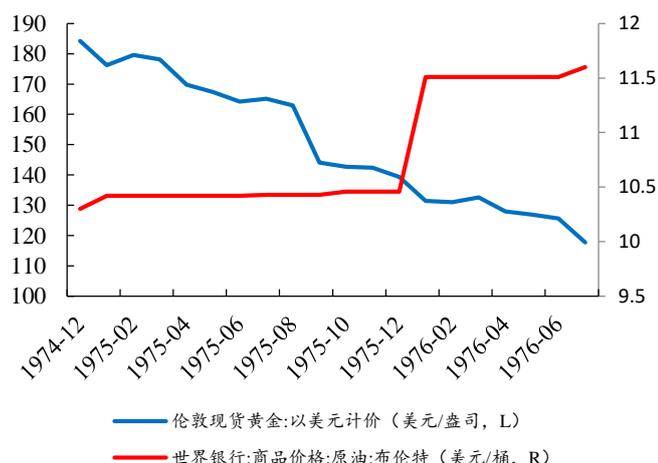
**通胀缓和：**第一次石油危机逐步缓和，原油价格从高位回落后得到企稳，1974/12-1976/7 美国 CPI 同比下降了 6.9pct，使得通胀预期下行。

**成立国际能源机构：**1974 年，经济合作与发展组织（OECD）理事会正式成立“国际能源署（IEA）”，并于 1976 年 1 月 19 日协议生效，原油价格开始回落。

**美国经济复苏的预期：**美国通过减税和降低利率等方式刺激经济增长，GDP 在该阶段逐步回暖，1975 年 3 月-1976 年 6 月，连续 5 个季度正增长。

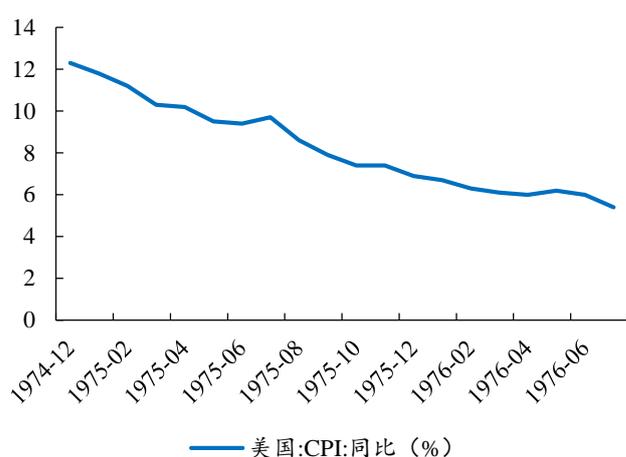
**国际货币体系的转型：**1976 年 1 月 8 日，国际货币基金组织（IMF）在牙买加会议上通过了《牙买加协定》，协定宣布废除黄金官价，实行固定汇率制与浮动汇率制并行制度，国际储备呈现多元化局面。

图23: 1975-1976年, 原油价格得到企稳



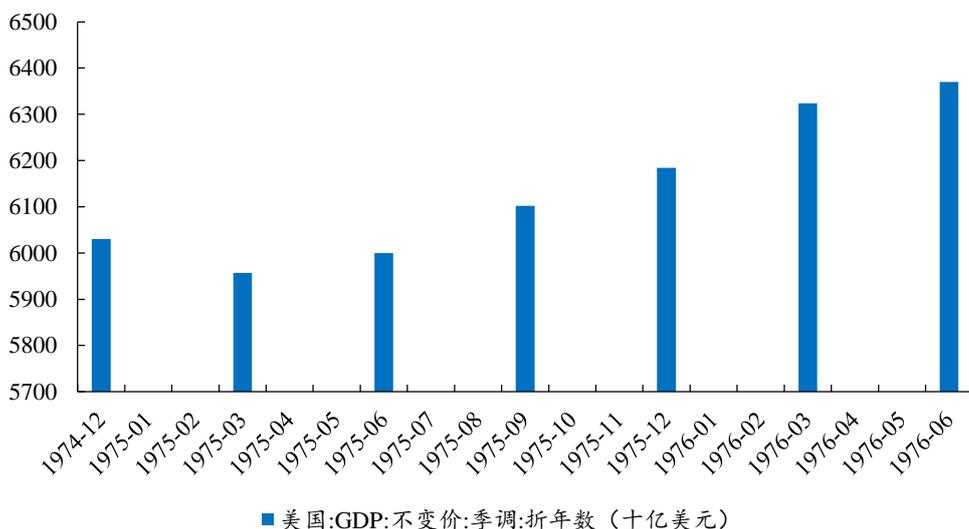
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 1975-1976年, 美国通胀快速回落, 通胀预期下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 1975-1976年, 美国 GDP 逐步回暖



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.3、第三段 (1976/8-1980/2): 牛市持续 43 个月, 阶段涨幅 514%

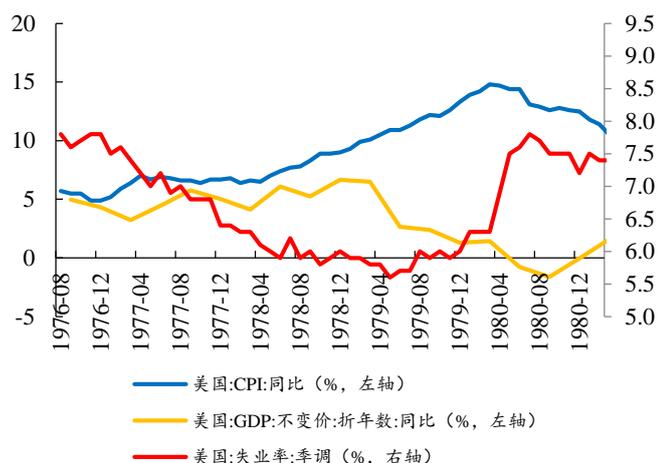
牛市持续 43 个月, 阶段涨幅 514%。

**美国经济衰退:** 1979 年 8 月, 美国经济开始降温, 持续到 1980 年 8 月。伴随第二次石油危机的冲击和 1979 年伊朗革命导致石油供应中断, 油价再次上涨, 通胀和失业率上行。

**苏联入侵阿富汗:** 1979 年 12 月, 苏联出兵阿富汗, 引发了长达十年的战争, 中东地区局势紧张, 石油供应受到威胁。

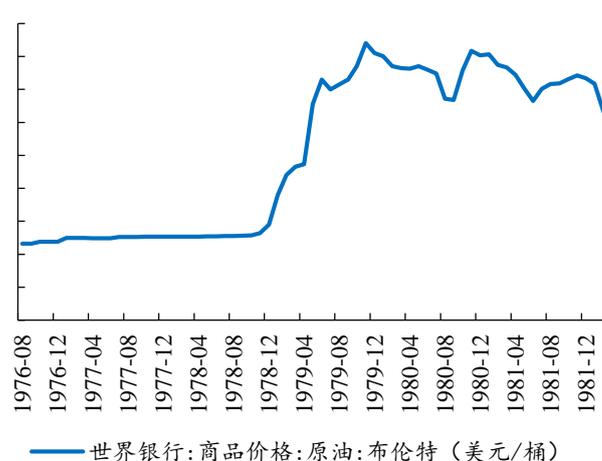
**伊朗革命:** 1979 年 1 月, 伊朗发生了一场推翻沙阿政权的伊斯兰革命, 伊朗的石油出口中断, 引发了第二次石油危机, 石油价格飙升, 加剧了全球的通货膨胀和经济衰退。

图26：1976/8-1980/2，美国陷入滞涨阶段，失业率攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：1976/8-1980/2，布伦特原油最大涨幅 262.07%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.4、第四段（1980/3-1982/5）：熊市持续 26 个月，阶段跌幅 40%

熊市持续 26 个月，阶段跌幅 40%。

**美国经济复苏：**1980 年 10 月开始，美国 GDP 企稳连续 12 个月得到回升，美国经济从滞涨中逐渐复苏。

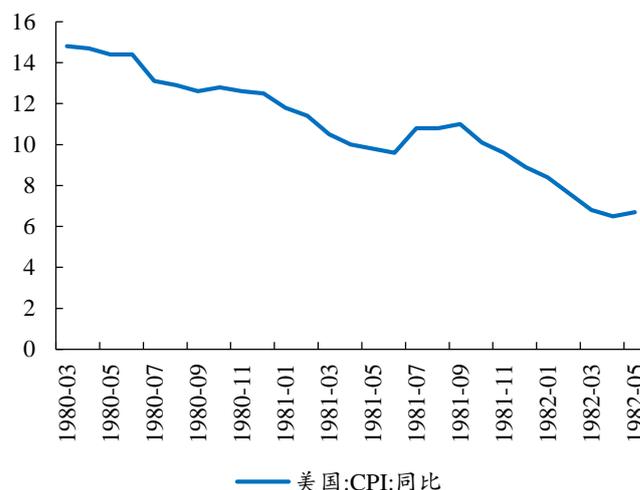
**避险情绪消散：**1979 年的伊朗革命逐渐平复，第二次石油危机得到控制，原油价格稳中有降。为了抑制高通胀，美国联邦储备系统开始实施紧缩货币政策，联邦基金目标利率在 10% 附近的高位，美国通胀持续回落，黄金的通胀保值功能下降，开始了黄金价格长达约 20 年的下跌趋势，同时避险资金离场引发较大回调。

图28：1980/3-1982/5，美元指数上行幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：布伦特原油价格稳中有降，美国通胀持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

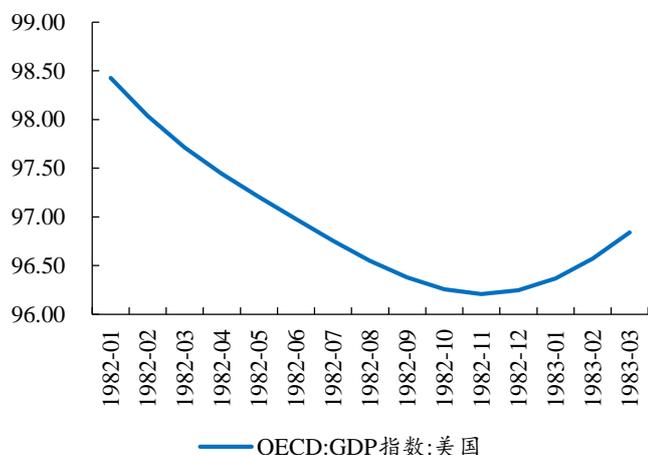
## 2.5、第五段（1982/6-1983/2）：牛市持续 8 个月，阶段涨幅 56%

牛市持续 8 个月，阶段涨幅 56%。

**美国经济衰退：**二次石油危机后，美联储提高利率对抗通胀的政策导致美国经济陷入衰退，GDP 同比下滑，美国国债收益率下行。

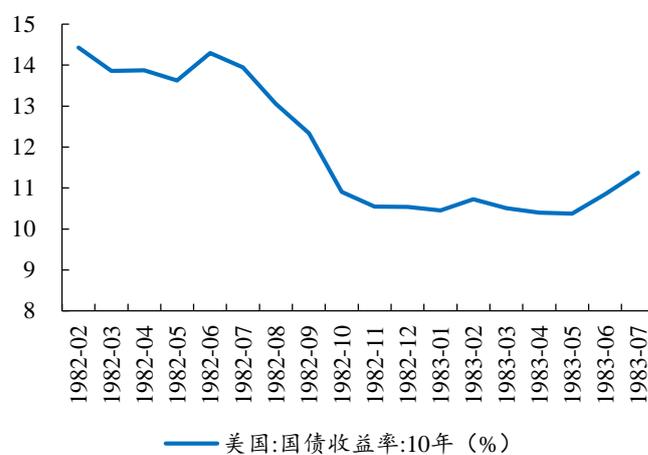
**美联储降息：**美国联邦基金利率从1982年7月的10%左右降至1983年2月的8.6%左右，以刺激经济增长。

图30：1982/2-1982/11，美国 GDP 指数下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：1982/6-1983/2，国债收益率持续下降



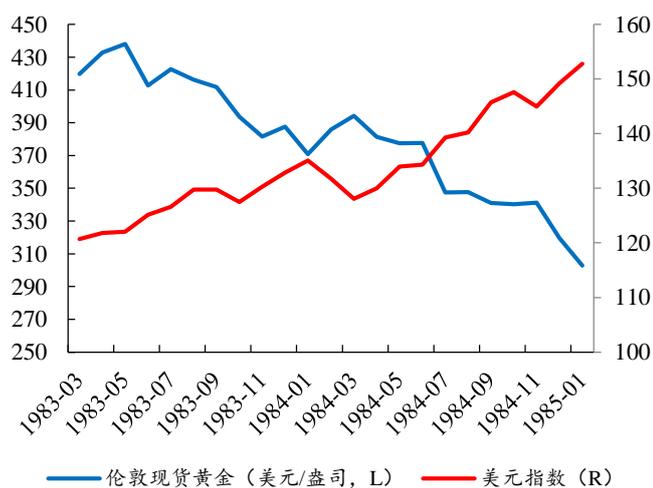
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.6、第六段（1983/3-1985/1）：熊市持续 22 个月，阶段跌幅 28%

熊市持续 22 个月，阶段跌幅 28%。

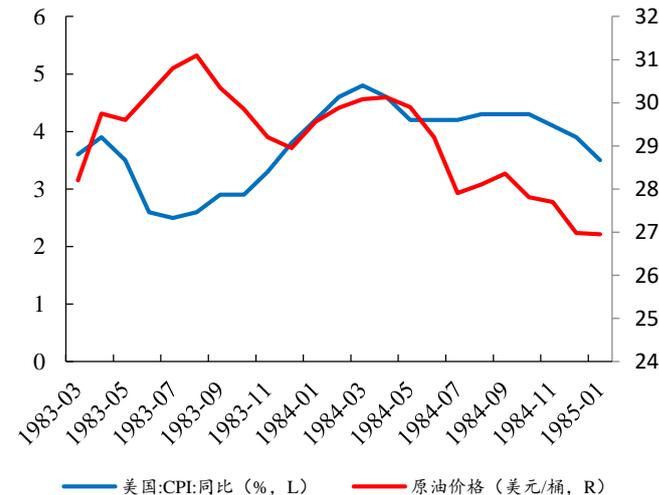
**加息周期与美元强势：**1980 年代初，沃尔克制定利率与 M2 同为货币政策操作目标，该阶段原油价格反复导致通胀预期反复，美联储通过加息抑制随时反弹的通胀，高利率造就了强势美元。

图32：1983/3-1985/1，美元指数涨幅 27%



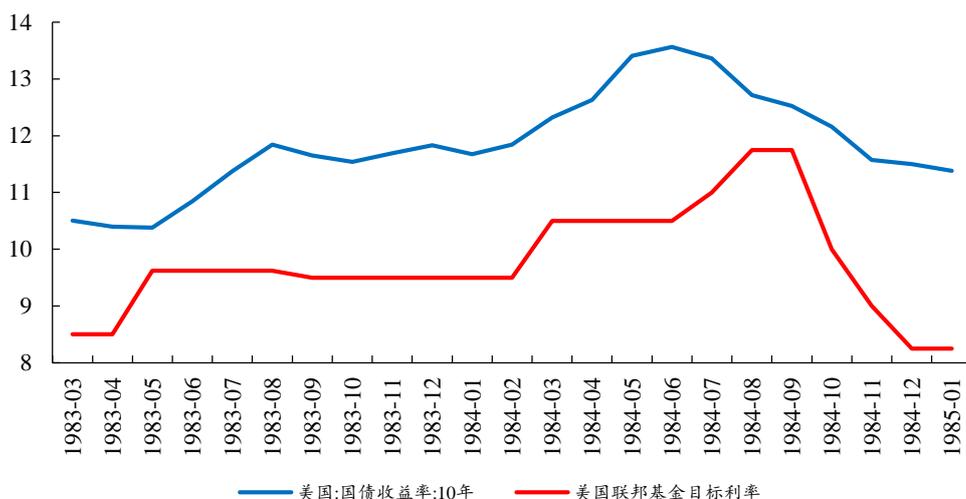
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：1983/3-1985/1，美国通胀预期反复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：1983/3-1985/1，美国大部分时间处在加息状态



数据来源：Wind、开源证券研究所

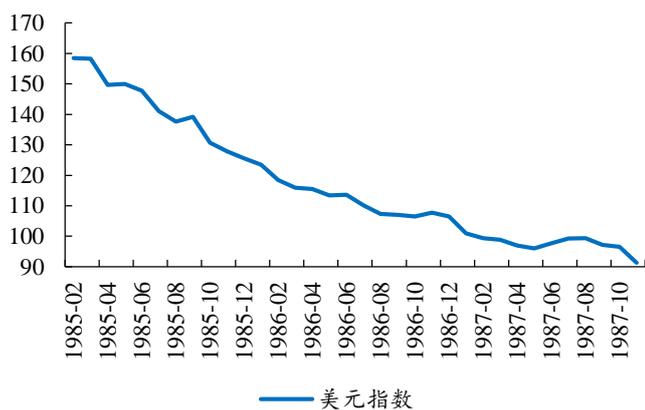
## 2.7、第七段（1985/2-1987/12）：牛市持续 34 个月，阶段涨幅 63%

牛市持续 34 个月，阶段涨幅 63%。

**美元贬值：**1985 年 9 月，美国与法国、德国、日本和英国签署了《广场协议》，旨在改善美国的贸易逆差，同意通过干预外汇市场来降低美元的汇率，以缓解美国的贸易逆差和经济衰退。

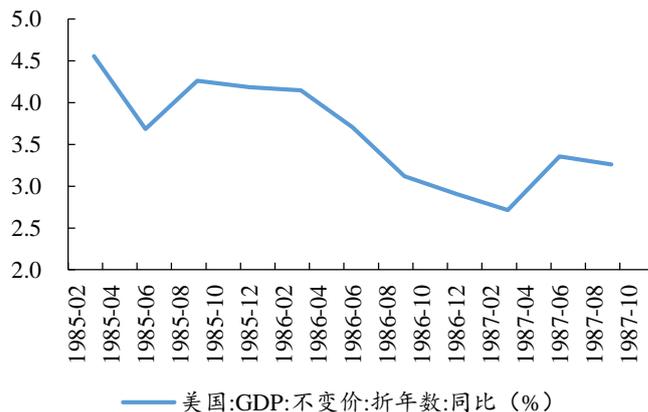
**美国经济增速下滑：**该阶段美国 GDP 同比增速整体下滑，1987 年 10 月 19 日，美国股市崩盘。

图35：1985/2-1987/12，美元指数最大跌幅 42.37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：1985/2-1987/12，美国 GDP 同比增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.8、第八段（1988/1-2001/3）：熊市持续 160 个月，阶段跌幅 45%

熊市持续 160 个月，阶段跌幅 45%。

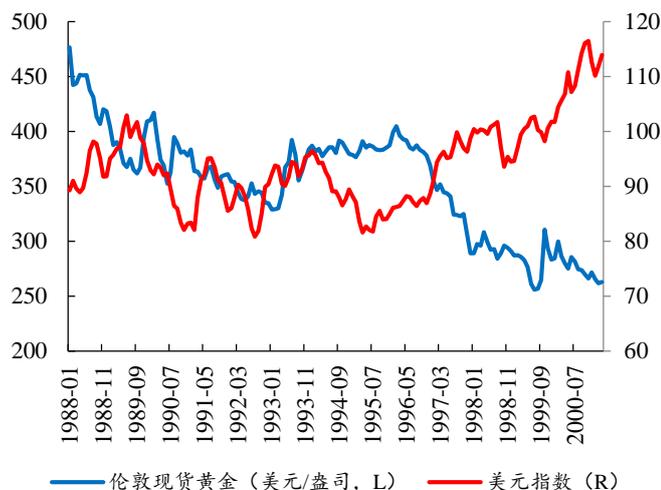
**强势美元+强经济+加息周期：**1987 年 11 月美国经济迎来复苏，失业率显著下降至 5.7%，随后 1988 年美联储开始了新一轮的加息周期，美元强势，黄金下跌。1990 年后经济出现回暖，有软着陆迹象，黄金继续下跌，直到科威特战争爆发，避险事

件+通胀回升+经济衰退导致黄金回升。但后续经济又重回正轨，欧元和日元相继爆发危机导致强势美元，黄金持续下跌。

**加息后经济软着陆：**1994-1995年虽是加息周期，但地缘政治事件频发，美元持续下跌支撑黄金坚挺。1995年加息结束后，经济成功实现软着陆，美元强势，通胀预期下降，多种因素驱动黄金下行。

**商品属性：**我们认为自1990年代后，由于电子盘的开通，黄金价格逐渐脱离商品属性，1980-2000年黄金产量大幅增长112%也是导致黄金价格进入慢熊的原因之一。

图37：1990年代后期进入强美元时代



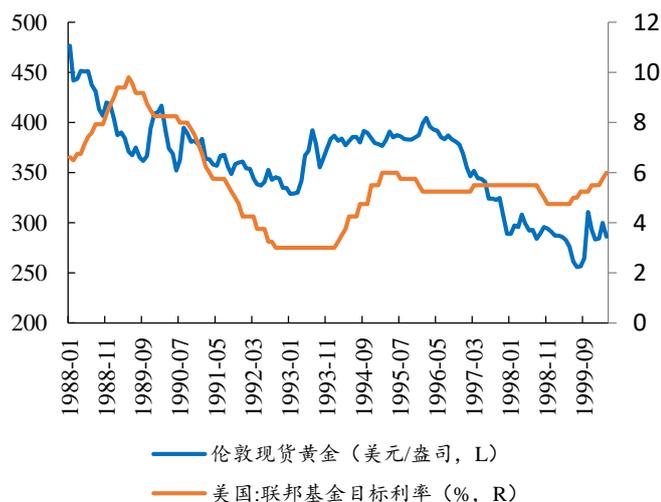
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：美国通胀在1990年代初期下降迅速



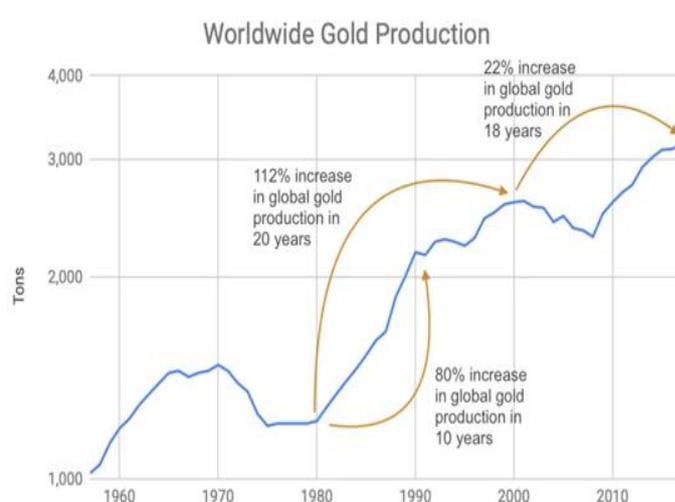
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：1994-1995年加息周期结束后黄金短暂上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：1980-2000年黄金产量增加较为迅速



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.9、第九段（2001/4-2008/3）：牛市持续84个月，阶段涨幅272%

牛市持续84个月，阶段涨幅272%。

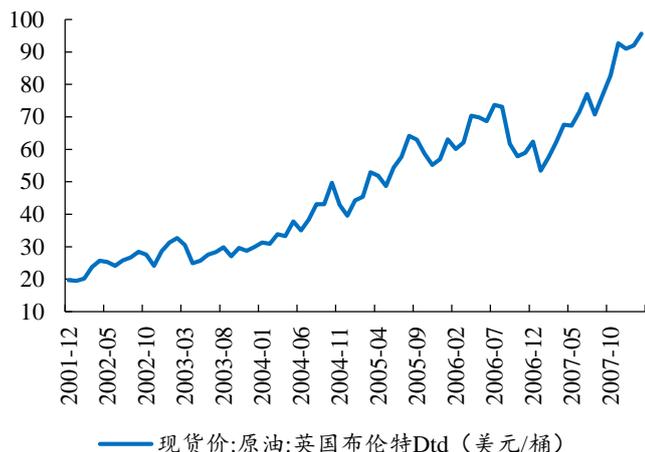
**避险需求:** 2001年“互联网泡沫破裂”、“911恐怖事件”、2003年美伊冲突的溢价、2007年美国次贷危机等激发黄金避险需求。

**美元下跌:** 欧元兑美元大幅上涨，美元指数同比-38%，导致美元承压。

**通胀上行:** 2001/12-2008/3，原油价格上涨426%，黄金的抗通胀需求上升。

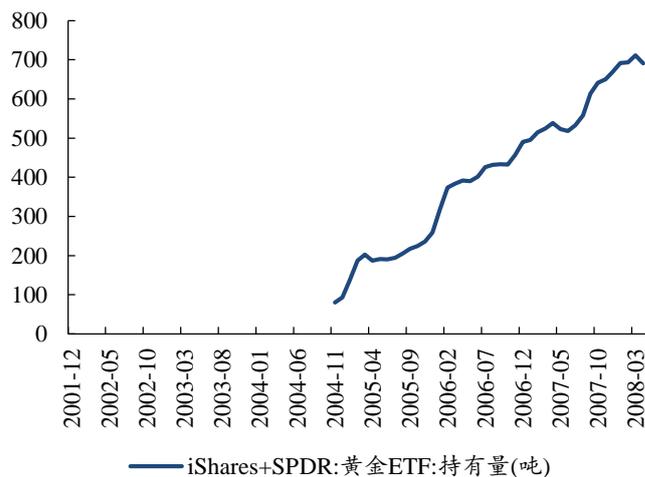
**投资需求大增:** 2004/11-2008/3，SPDR+Ishares黄金ETF持仓量增幅达到783%，黄金投资需求大增。

图41: 2001/12-2008/3，布伦特原油价格上涨426%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 2004/11-2008/3，黄金ETF持仓量增幅达到783%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 2001/12-2008/3，美元指数下降趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.10、第十段 (2008/4-2008/10): 熊市持续7个月，阶段跌幅16%

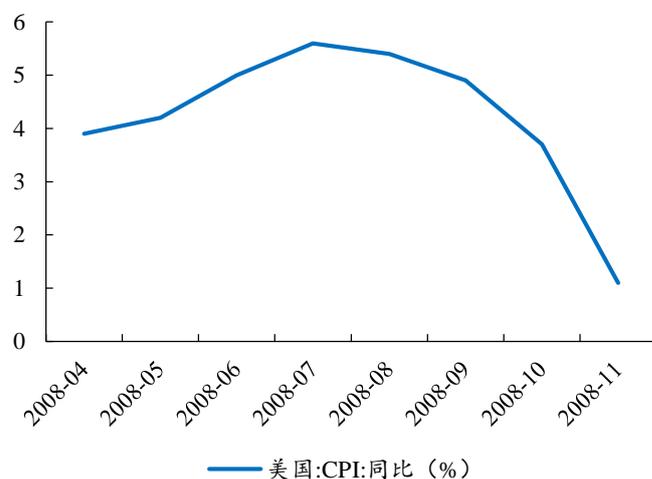
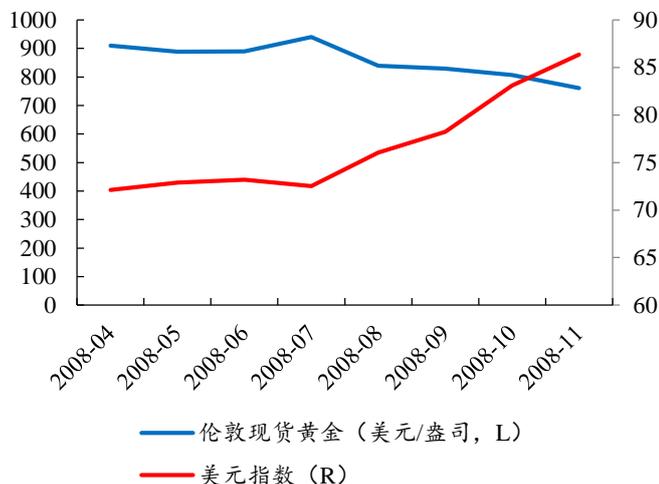
熊市持续7个月，阶段跌幅16%。

**流动性危机导致黄金下跌:** 2008年5月，次贷危机从金融系统蔓延到实体经济，企业信用利差飙升。9月，流动性出现危机，雷曼破产，大型金融机构被监管，均导

致市场流动性稀缺，以美元指数判定的美元流动性大幅上升，导致黄金下跌。后续流动性恢复，黄金重新成为避险的重要资产。2008/04-2008/10，黄金下跌 16%，美元指数上涨 20%。

**图44：2008/04-2008/10，黄金下跌 16%，美元指数上涨 20%**

**图45：伴随原油价格下跌，美国通胀水平迅速下降**



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.11、第十一段（2008/11-2011/9）：牛市持续 34 个月，阶段涨幅 133%

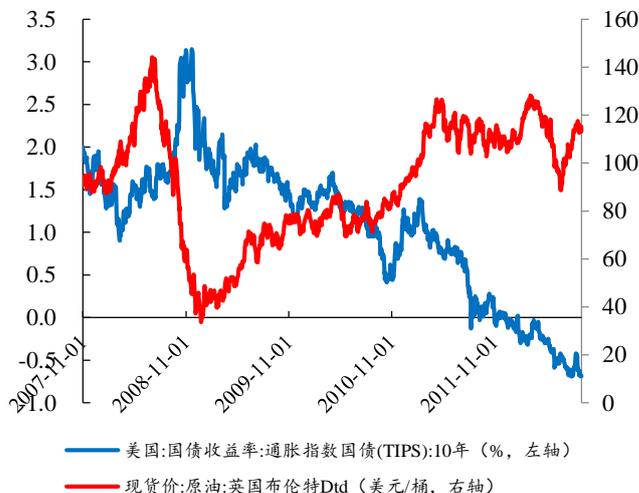
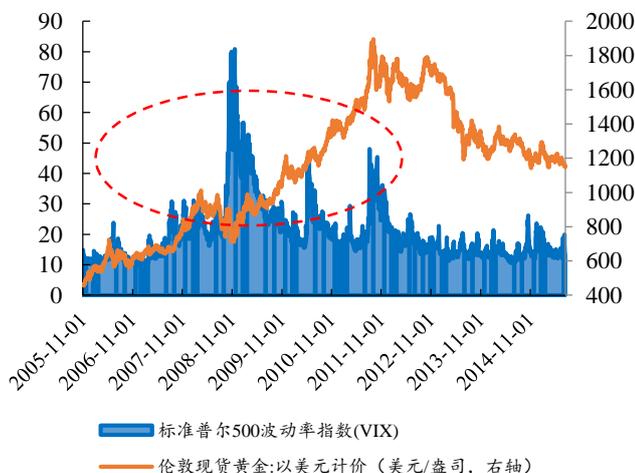
牛市持续 34 个月，阶段涨幅 133%。

**避险需求：**2008 全球金融危机引发主要经济体的衰退、2009-2011 年欧债危机、2011 年中东地区颜色革命等激发黄金的避险属性。

**货币政策转向宽松：**2009 年 3 月，美国启动第一轮量化宽松政策，2010 年 11 月，启动第二轮量化宽松政策，流动性迅速扩大叠加 OPEC 减产原油价格上涨，美元贬值。

**图46：金融危机、欧债危机期间 VIX 指数较高**

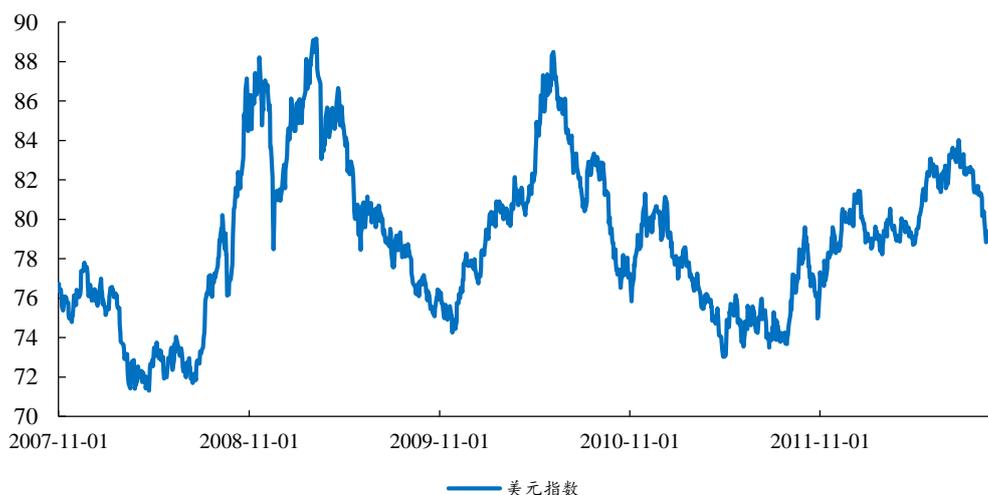
**图47：实际利率下行，原油价格上行**



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图48: QE 导致美元弱势



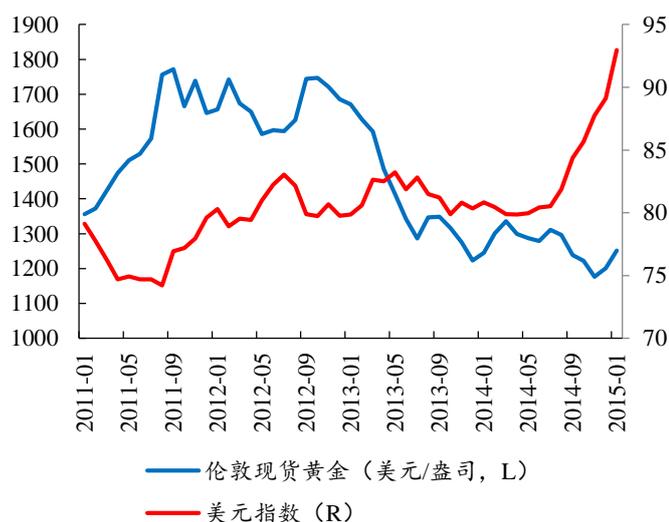
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.12、第十二段 (2011/10-2015/11): 熊市持续 40 个月, 阶段跌幅 8%

熊市持续 40 个月, 阶段跌幅 8%。

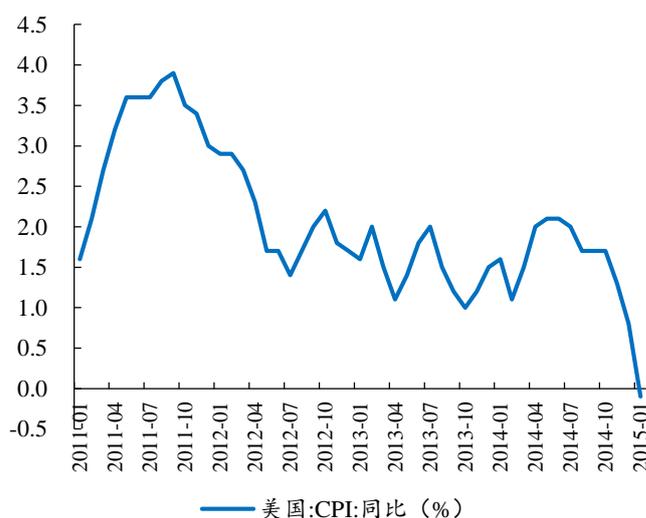
**美联储退出 QE 预期:** 2011 年 9 月, 美元因为欧债危机+自然经济回升见底, 开始向上。此时黄金处于高位震荡, 2013 年后, 美联储开始缩表, 并宣布最早会在 2015 年开始加息, 这种确定性紧缩叠加通胀预期没有抬升, 导致黄金开始下跌。2014 年 10 月, 美联储推出 QE, 同时美国在这个时间段财政赤字不断被缩减, 美元信用增强, 美元指数涨幅 20%。

图49: 退出 QE 预期+欧元弱势=美元强势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图50: 通胀引导通胀预期不断下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.13、第十三段 (2015/12-2016/8): 牛市持续 8 个月, 阶段涨幅 26%

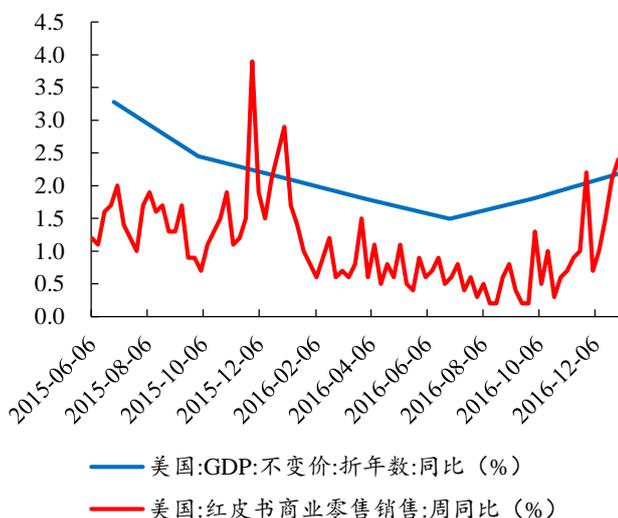
牛市持续 8 个月, 阶段涨幅 26%。

**加息预期落空:** 2015 年 12 月份美联储开始加息, 并宣布 2016 年将有 4 次左右

的加息，但是2016年一直维持利率水平不变，加息预期的反转使得金价上涨。

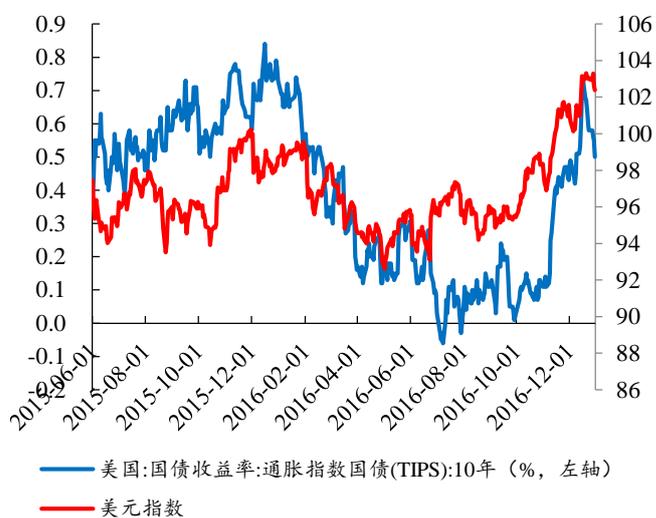
**英国脱欧&美国大选：**2016年6月，英国举行“脱欧”全民公投，2016年适逢美国总统大选年，黄金避险需求得到激发。

图51：2015/12-2016/8，美国经济增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：2015/12-2016/8，美国国债收益率下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

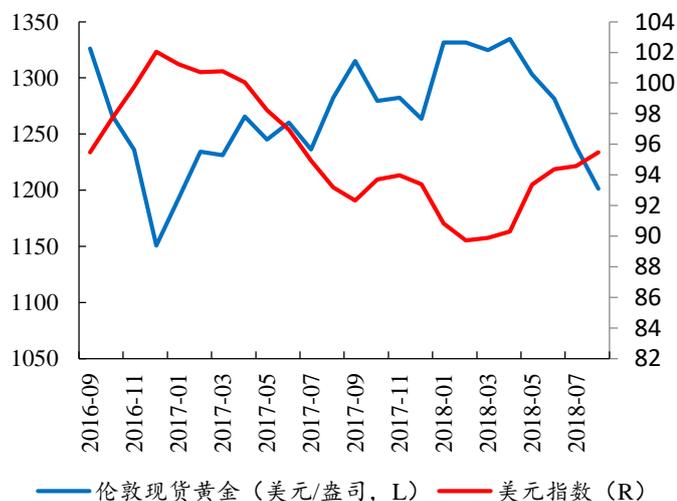
## 2.14、第十四段（2016/9-2018/8）：熊市持续23个月，阶段跌幅9%

熊市持续24个月，阶段跌幅9%。

**加息预期：**2016年9月，美联储公布缩表计划，宣布年底加息计划，打压黄金进一步下行。2017年尽管美联储连续加息，但黄金价格仍录得微幅上涨，主要是由于欧美经济表现差异导致的弱美元以及全球通胀上升导致美债名义收益率下行。

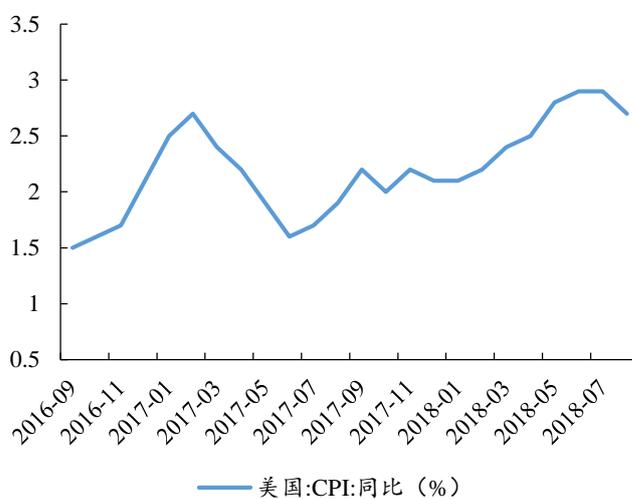
**利率抬升与强美元：**2018年美国与中国、欧洲等贸易冲突不断升级，使得全球资金迅速回流美国。美联储持续三次加息，推升美元不断走强，打压金价。

图53：2016/9-2018/8，弱美元切换至强美元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：2016/9-2018/8，通胀先下降后反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

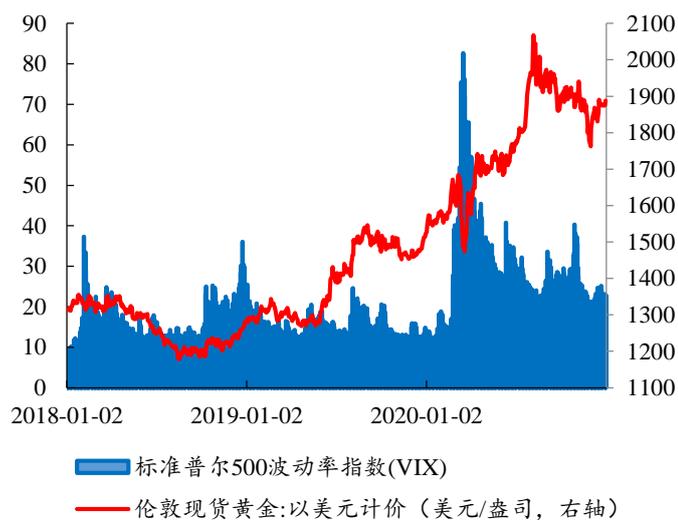
## 2.15、第十五段（2018/9-2020/8）：牛市持续 23 个月，阶段涨幅 64%

牛市持续 23 个月，阶段涨幅 64%。

**避险需求：**2018 年 9 月，国际贸易摩擦加剧，2020 年 1 月，新冠疫情等导致避险需求升温。

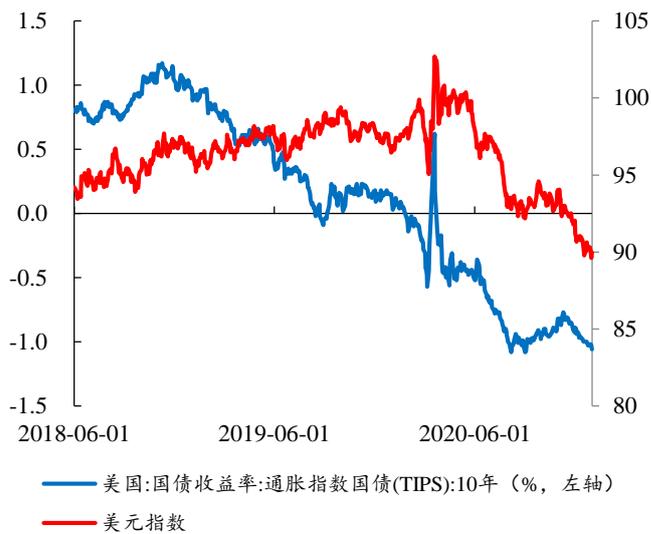
**货币政策转向宽松：**2018 年货币政策转向宽松，市场交易退出加息预期，2019 年 8 月开启降息周期。

图55：2018/9-2020/8，VIX 指数波动较大推动金价上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：2018/9-2020/8，美国国债收益率下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

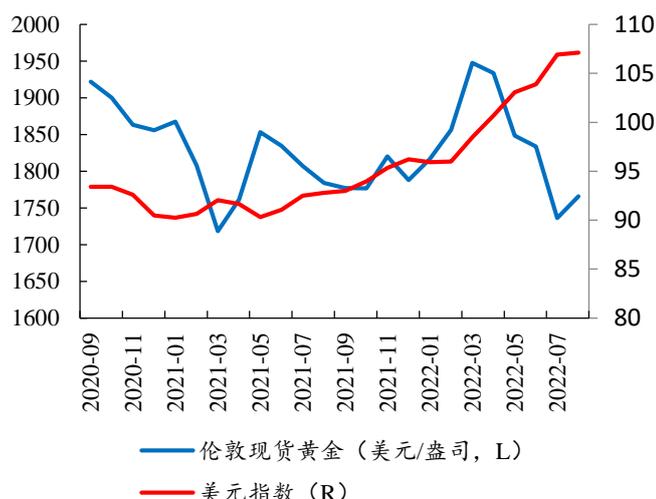
## 2.16、第十六段（2020/9-2022/8）：熊市持续 23 个月，阶段跌幅 8%

熊市持续 23 个月，阶段跌幅 8%。

**避险需求消散：**新冠疫苗研制成功后，避险情绪下降，并且欧美经济开始复苏，金价出现震荡下跌的趋势。2022 年 2 月，俄乌冲突爆发，美国宣布制裁俄罗斯，避险情绪下，金价冲高。

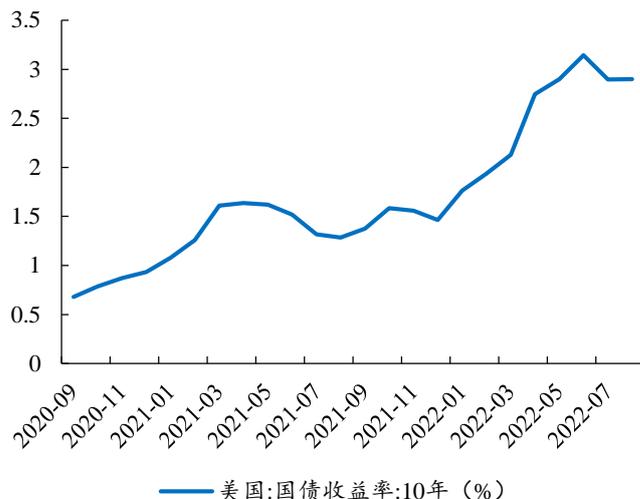
**美国经济复苏与加息预期：**自 2021 年 12 月开始，美联储官员与利率决议会议不断放鹰，2022 年 3 月美联储开启加息周期，导致美元指数大幅上涨，金价承压下跌。

图57：加息预期主导下，美元指数强势压制金价



数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：2020/9-2022/8，美国国债收益率上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

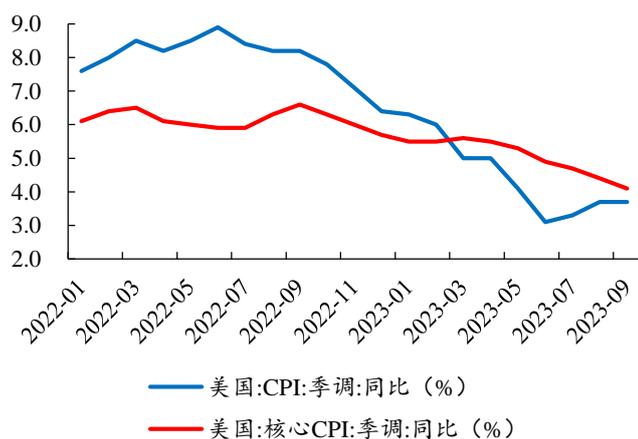
## 2.17、第十七段（2022/9-2023/4）：牛市持续7个月，阶段涨幅19%

牛市持续7个月，阶段涨幅19%。

**美国经济衰退预期：**2022年10月份，CPI的连续回落叠加美国长短期利率差（10Y-3M）出现倒挂，暗示美国经济衰退，市场担心美联储如此大幅度的加息下会导致经济步入衰退。

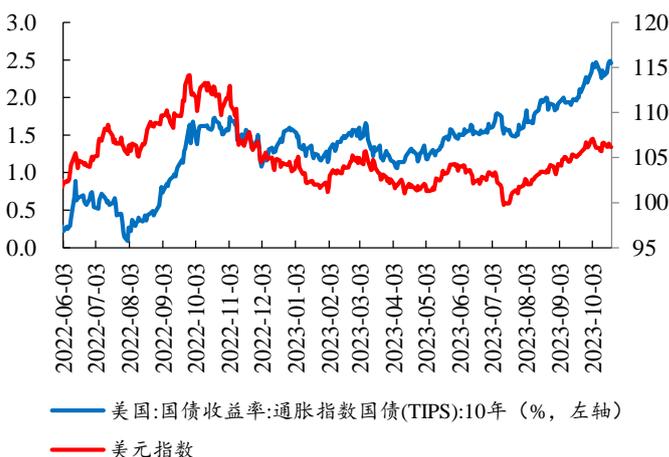
**银行业危机导致的避险情绪：**2023年3月份美国发生银行信贷危机、波及欧洲部分银行，市场的避险情绪上升，黄金避险需求被激发。

图59：美国整体通胀自2022年6月开始下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：受到加息放缓预期及美国经济衰退预期影响美元指数下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

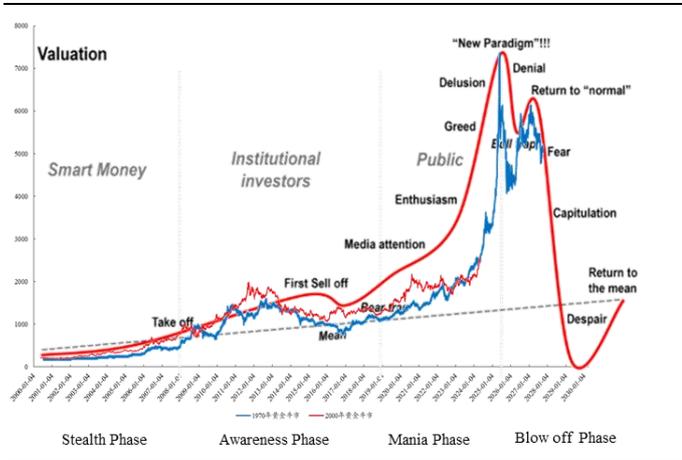
## 3、信用框架下，黄金上涨远未结束

黄金上涨处于Mania阶段，或将迎来价值重估。我们认为，严格意义上讲，自1970年以来黄金仅仅走了两波大周期牛市，1970-1980年为第一波，2000年到现在第二波尚未走完。1970年脱离金本位后，黄金经历了一轮超级牛市，随后迎来20

年调整，2000 年，黄金再次开启上涨周期。从 500 年经济史看，资产价格的上涨到泡沫破裂分为 Stealth、Awareness、Mania、Blow off 四个阶段，推动者依次为：Smart Money、Institution、Public。由于纸黄金定价对于黄金价格的抑制，2000 年的黄金上涨速度比 1970 年慢了 2.5 倍，我们认为黄金当前处于 Mania Phase，公众逐渐意识到配置黄金的重要性，黄金作为纸币的信用背书，伴随美国货币超发，黄金将重新迎来价值重估。

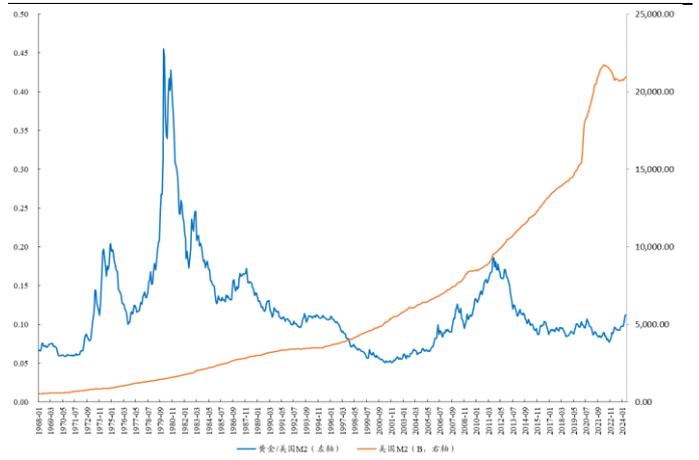
从黄金的货币属性角度计算，本轮黄金牛市价格将有望冲击 7000 美元/盎司。我们用黄金/美国 M2 衡量美元的含金量，可以发现，随着美国 M2 的超发，美元含金量越来越低，我们认为未来伴随着美国经济衰退或许会迎来美元信用重置，参照 1970-1980 年黄金牛市中黄金/美国 M2 的比值，我们认为第一阶段，黄金/美国 M2 或许来到 0.17；第二阶段，黄金/美国 M2 或许来到 0.37，从信用框架分析，远期黄金上涨幅度较大。

图61：黄金当前处于 Mania Phase



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：美元超发或将引起美元的信用重置



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：信用框架下，黄金上涨远未结束

时间	黄金/美国 M2	M2 (B)	金价(USD/OZ)
1971-01	0.06	633	38
1974-12	0.20	902	184
1976-08	0.10	1,099	110
1980-01	0.46	1,483	675
2001-01	0.05	4,976	265
2011-09	0.19	9,528	1,772
2022-10	0.08	21,472	1,664
2024-05	0.11	20,963	2,352
第一阶段	0.17	-	-
第二阶段	0.37	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、投资建议

对应不同持有期限的投资策略，黄金价格分为利率框架和信用框架。短期，黄金跟随利率框架，中长期，黄金跟随信用框架。2024 年市场从上半年交易美国经济“no landing”转向下半年交易“soft landing”，市场预期 2024 年美联储或将于 9 月

降息，我们认为降息前后黄金胜率高、赔率低，波动率或将放大。胜率高：我们复盘 1989 年以来 6 次降息前后黄金的表现，降息前后，实际降息带来的流动性宽松仍能刺激金价上涨；流动性恐慌后黄金价格有较好表现，日元 Carry trade unwind 流动性恐慌修复后，黄金等避险资产或将受到多配；中东地区地缘政治紧张局势持续激发黄金的避险属性。赔率低：我们复盘过去 50 年黄金走势，认为当前黄金主要受到货币宽松和避险情绪的催化而上涨，根据历史经验，2 个因子引起的涨幅已基本计价充分；2024H2 在美国经济软着陆的假设下，9 月美联储超预期降息 50BP 的可能性较低，降息 25BP 更多验证经济韧性，从利率框架分析对黄金的催化有限。因此，降息前后持有黄金权益更多为获得相对收益而非绝对收益。

2025H1，鉴于美国利率仍处于较高水平，美国或许存在因降息速率过慢而导致的明显经济降温，美联储或许快速降息或者降息点数超预期，市场将交易美国经济衰退，届时黄金商品端和权益端或有更加亮眼的表现，推荐标的：山金国际、中金黄金、山东黄金、株冶集团，受益标的：招金矿业、中国黄金国际。

**表3：主要黄金公司估值表**

股票代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600547.SH	山东黄金	1,142.51	23.28	39.07	54.19	49.08	29.24	21.08	买入
000975.SZ	山金国际	428.73	14.24	18.77	23.93	30.10	22.84	17.92	买入
600489.SH	中金黄金	608.34	29.78	37.14	41.38	20.43	16.38	14.70	买入
600961.SH	株冶集团	74.24	6.11	7.69	8.80	12.15	9.65	8.44	买入
1818.HK	招金矿业	406.25	7.54	13.78	19.67	53.88	29.48	20.65	未评级
2099.HK	中国黄金国际	118.53	-1.99	10.00	25.57		11.85	4.64	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至时间为 2024 年 9 月 5 日；招金矿业、中国黄金国际盈利预测来自 Wind 一致预期，其他公司盈利预测来自开源证券研究所；招金矿业、中国黄金国际市值及归母净利润单位为亿港元，其他公司市值及归母净利润单位为亿元人民币

## 5、风险提示

(1) 美联储降息不及预期：美联储降息幅度不及预期或者超预期均会对黄金价格的未来走势产生扰动。

(2) 地缘政治扰动：中东地缘局势是否进一步扩大将影响黄金价格。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn