

有色金属行业深度报告

百年未有之变局，黄金时代！

增持（维持）

2023 年 06 月 06 日

证券分析师 郭晶晶

执业证书：S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

投资要点

- **经济步入滞胀格局，美联储加息难以为继，利率下行预期推升金价上涨。**前期货币超发叠加大宗商品价格上涨，全球经济呈现滞胀状态。此背景下，美国经济衰退预期逐渐强化，期限利差持续倒挂，预计美联储加息接近尾声。经济下行压力较大的情况下，货币政策预期逐渐转为宽松，名义利率有望下行，金价进入强势周期。
- **历史滞胀时期，黄金价格易涨难跌，是大类资产配置首选。**复盘上世纪 70 年代两次石油危机，滞胀阶段通胀高企、成本上行压制经济增长，经济悲观预期下利率长期低位，黄金等贵金属价格凭借抗通胀和保值属性，价格涨幅明显。当前滞胀情形与当时高度类似，预期黄金价格易涨难跌。
- **近期需求回落导致能源价格下行，成本压力略有缓解，但通胀仍居于高位，滞胀或超出市场预期。**2022 年下半年以来，全球制造业 PMI 连续 8 个月低于临界线，经济疲弱导致需求下行，能源价格高位回落；但逆全球化趋势下，全球商品供应链效率下降，成本端压力仍然较高。以美国为例，23 年 3-4 月能源 CPI 同比转负，但整体核心 CPI 降幅有限，仍处于 5.5% 以上高位。考虑到基础能源历史投资不足、供给对价格失去弹性，一旦后续需求出现修复，能源价格或将大幅上涨，通胀上行风险仍然存在。
- **去美元化背景下，美元地位受到挑战，货币资产信用下行，驱动央行购金需求增加。**对于央行而言，美元外汇和黄金同为重要的储备资产，且具有一定相互替代性，因此美元指数和黄金价格往往呈现较强的负相关性。然而，美国大规模的货币超发、地缘冲突加剧等因素下，美元信用受到损害，为降低通胀影响，稳定本国货币信用，各国央行购金需求增加，推动金价上行。
- **投资分析意见：**复盘历史，黄金股表现与金价基本一致，股价上涨节点和高点早于金价，且低估值、高弹性的公司在金价强势期涨幅较大。因此，我们认为在当前美联储加息接近尾声、黄金价格走势趋强的背景下，建议关注市值/权益产量低、业绩弹性较大的黄金股标的。
- **风险提示：**金价下跌，矿山经营受到干扰，美联储加息超预期。

行业走势



内容目录

1. 滞胀经济格局衍生金价上行逻辑	5
1.1. 货币超发叠加大宗商品价格高企导致滞胀.....	5
1.2. 历史复盘：滞胀经济状态下黄金价格表现强势.....	8
2. 去美元化背景下，全球央行黄金储备需求增加	13
2.1. 多重因素推动“去美元化”.....	13
2.2. 货币资产信用下行，驱动央行购金需求增加.....	16
2.3. 黄金供给相对平稳，需求增长推动金价上行.....	19
3. 投资建议：黄金时代	20
3.1. 历史黄金行情复盘.....	20
3.2. 个股差异性对比.....	22
4. 风险提示	24

图表目录

图 1: 黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关.....	5
图 2: 2020 年起各国 M2 同比增速大幅增长 (%).....	6
图 3: 美国历史上历次货币超发均伴随通胀率高企 (%).....	6
图 4: 2021 年上半年开始全球能源价格出现大幅上涨.....	6
图 5: 美联储加息情况 (%).....	7
图 6: 美债长短利率倒挂 (%).....	7
图 7: 22 年 4 月起美国 GDP 和制造业 PMI 数据回落.....	7
图 8: 1962-1981 年美国财政盈余和贸易差额 (亿美元).....	8
图 9: 1960-1983 年美国 M2 增速和 CPI 同比情况.....	8
图 10: 两次石油危机期间油价出现大幅上涨.....	9
图 11: 两次石油危机期间美国通胀率高企 (%).....	9
图 12: 主要国家 GDP 同比增速情况 (%).....	9
图 13: 石油危机期间主要股指均有所回落.....	9
图 14: 两次石油危机期间黄金表现强势 (美元/盎司).....	10
图 15: 70 年代石油危机期间原油产量持续上升.....	11
图 16: 需求下行导致 22 年 9 月后能源价格持续下跌.....	11
图 17: 近年全球贸易额占 GDP 比例整体呈下降趋势 (%).....	11
图 18: 美国能源 CPI 同比转负, 但核心 CPI 和 CPI 同比仍然居于高位 (%).....	12
图 19: 美元指数和黄金价格多数时间呈负相关 (点, 美元/盎司).....	13
图 20: 疫情期间美国大规模放水 (十亿美元, %).....	14
图 21: 量化宽松期美国外债规模大幅增加 (亿美元, %).....	14
图 22: 俄罗斯出口结算中不同货币份额 (%).....	15
图 23: 俄罗斯进口结算中不同货币份额 (%).....	15
图 24: 2020 年俄罗斯在全球大宗商品出口中的贸易规模占比高达 11%.....	15
图 25: 日本和中国等国抛售美债 (亿美元).....	17
图 26: 全球外汇储备中美元占比持续下降 (%).....	17
图 27: 2022 年全球央行购金数量大幅增长 (吨, %).....	17
图 28: 各国黄金储备占外汇资产比例 (%).....	17
图 29: 2022 年各国央行购金数量 (吨).....	18
图 30: 2023 年 Q1 各国央行购金数量 (吨).....	18
图 31: 中国黄金储备和占央行资产比例 (吨, %).....	18
图 32: 全球主要经济体黄金储备占央行资产比例 (%).....	18
图 33: 黄金价格和黄金指数走势对比 (美元/盎司, 点).....	20
图 34: 2007/1-2008/1 期间金价及股价涨跌幅 (%).....	20
图 35: 2007/1-2008/1 公司市值/金产量和产量增速.....	20
图 36: 2008/9-2011/9 期间金价及股价涨跌幅 (%).....	21
图 37: 2008/9-2011/9 公司市值/金产量和产量增速.....	21
图 38: 2018/9-2020/8 期间金价及股价涨跌幅 (%).....	22
图 39: 2018/9-2020/8 公司市值/金产量和产量增速.....	22
表 1: 部分国家去美元化的实际行动.....	16

表 2: 全球黄金供需平衡表 (吨) 19

表 3: 黄金公司资源储量及产量对比..... 22

表 4: 2023 年主要黄金公司业绩弹性测算..... 23

表 5: 2024 年主要黄金公司业绩弹性测算..... 23

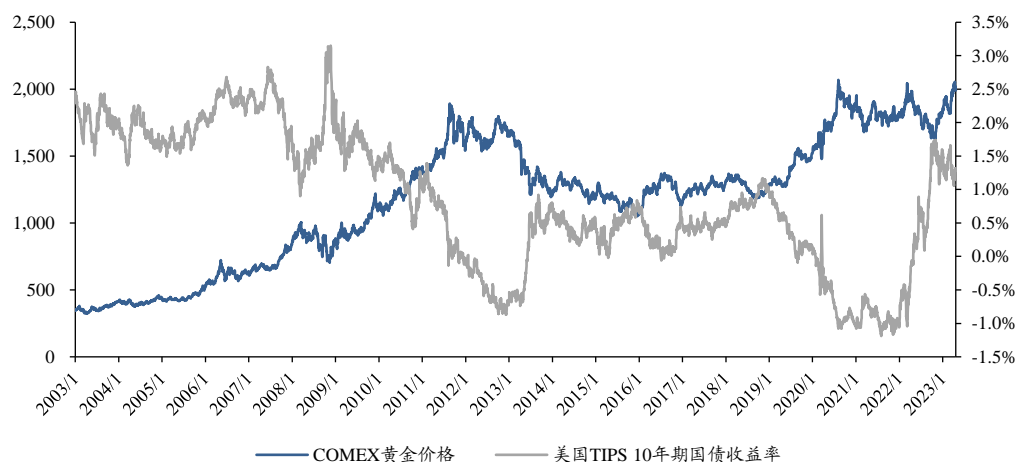
表 6: 黄金行业公司估值表..... 24

1. 滞胀经济格局衍生金价上行逻辑

1.1. 货币超发叠加大宗商品价格高企导致滞胀

黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关。由于黄金本质相当于一种无息资产，当持有美元的预期收益上升时，也即实际利率上升时，市场持有美元意愿增强，黄金价格承压；反之当实际利率下降，也即持有美元的吸引力下降时，市场偏好持有黄金来保值，此时黄金价格将趋于上涨。

图1：黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

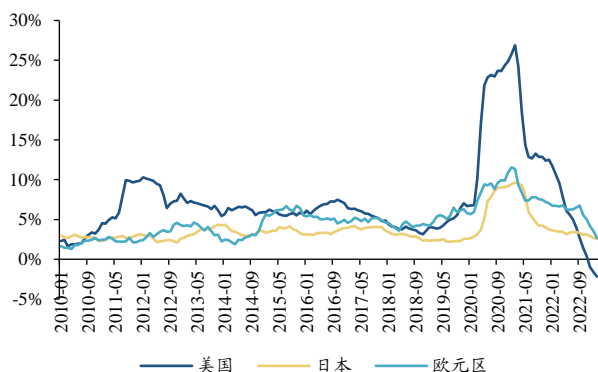
长期实际利率=名义利率-通胀预期，因此，判断长期实际利率主要看名义利率和通胀预期相对变化的方向和速度。例如当经济基本面下行时，长端名义利率下行，实际利率随之下行；或当通胀预期抬升时，实际利率也趋于下降。

疫情后的货币超发，叠加供给端大宗原材料价格上行造成的成本压力，共同导致当前高通胀状态。

一方面，为缓解全球公共卫生事件对经济造成的不利影响，多国政府实现货币超发政策，意图通过增加货币流动性来刺激经济。2020年3月起，美国、日本、欧元区M2同比增速均出现大幅、持续性上行；截至2023年2月，两年期间三者M2累计增幅分别达到31.44%、15.79%和18.95%，为近十年最高水平。

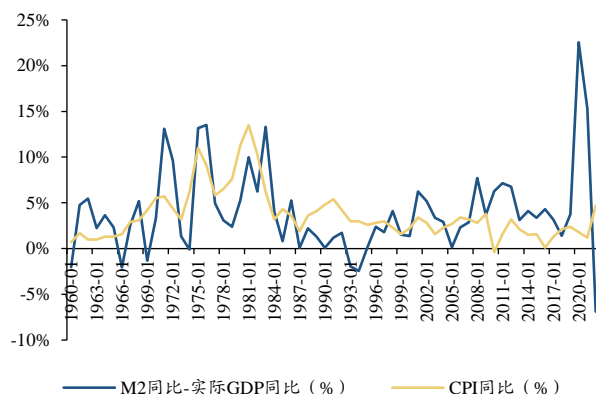
大规模的货币增发往往会导致通货膨胀率提升。按照货币主义学派代表人物弗里德曼等人的研究，根据历史经验，一般美国货币供应量的大幅度提升，尤其是明显高出实际GDP增速时，12-16个月后往往会引起通胀的攀升。历史上1974-1981年、1989-1992年、2008年期间，美国M2明显增加后均对应有通胀率的提升。

图2：2020年起各国 M2 同比增速大幅增长（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：美国历史上历次货币超发均伴随通胀率高企（%）

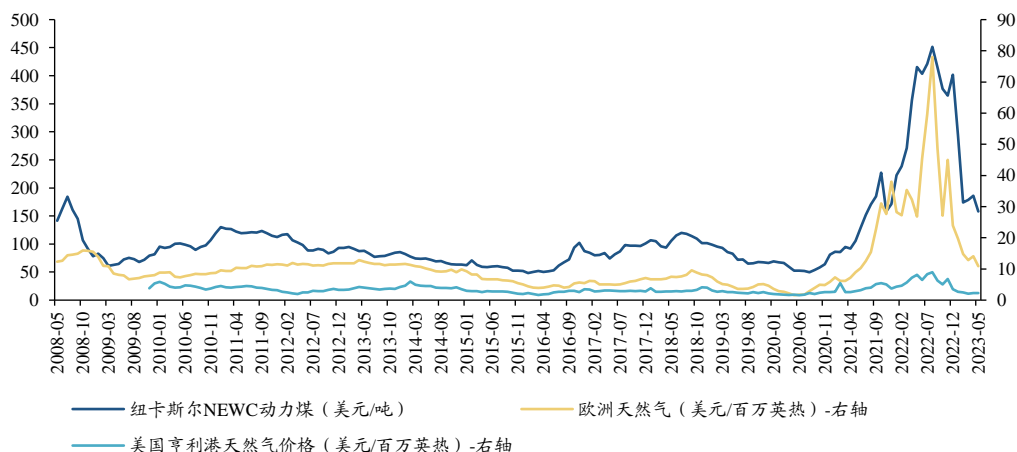


数据来源：Wind，美联储，东吴证券研究所

另一方面，多种大宗商品历史资本开支不足导致供给端较为刚性，叠加突发的地缘冲突对全球资源端供给链的影响，也加剧了通胀率居高不下的局面。

基础能源如煤炭和天然气的历史资本开支不足，导致供给增量有限，同时新能源发电不够稳定、短期替代作用有限，导致能源供给短期较为刚性。于是在2021年，疫情后的经济复苏带来能源需求的大幅增长，供需矛盾激化导致基础能源价格持续攀升。2022年，俄乌冲突进一步加剧了能源供给紧张局面，能源价格再创新高，海外煤炭、天然气价格较2021年初涨幅分别约463%和973%。

图4：2021年上半年开始全球能源价格出现大幅上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

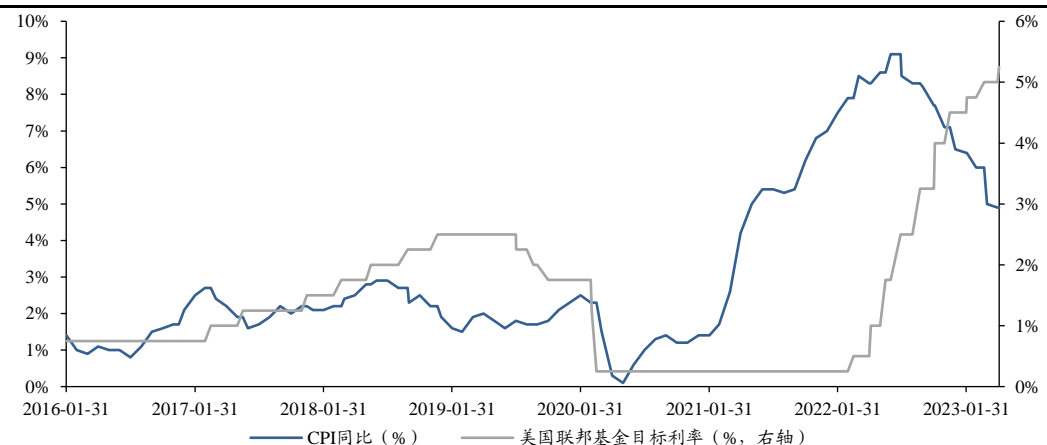
能源价格高企，不仅提高了工业的用电成本，推升了电解铝等原材料价格；也使得化肥价格上行，增加了农产品成本。最终，工农业材料成本的提高传导至终端消费，体现为通胀率的提升。

因此，货币流动性传导叠加成本端的上行压力，共同导致了本轮通胀：2020年3月起美国M2大幅增加，约一年后，2021年3月CPI增速从2月的1.7%提升至2.6%，之

后进一步上升至 5%~6% 区间，明显超过美联储确定的界限值 2%。

面对通胀率居高不下的情况，美联储在 21 年 12 月货币政策会议中首次提及缩表，态度明确转鹰，而 2022 年 2 月 CPI 同比从 2021 年底的 7% 进一步增长至 7.9%。于是在 2022 年 3 月 17 日，为缓解通胀压力，美联储宣布加息 25bp，至此开启第七轮加息周期。截至 2023 年 5 月，美联储累计加息 600 个基点，将联邦利率基金目标从 0-0.25% 一举提升至 5-5.25% 区间。

图5：美联储加息情况（%）

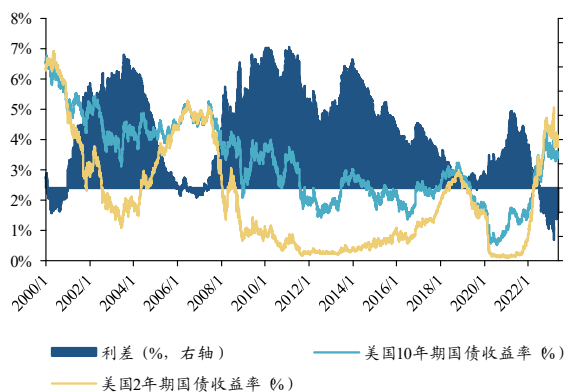


数据来源：美联储，美国劳工部，东吴证券研究所

加息周期下，美国国债长短利率倒挂，经济衰退预期强化。每当美联储意图通过加息抑制通胀，将导致短端利率跟随联邦基金利率提升而提升；与此同时，长端利率受市场对经济前景预期影响较大，所以虽然也会跟随短端利率同步上行，但其斜率小于短端利率，体现为期限利差逐步收窄甚至倒挂的局面。

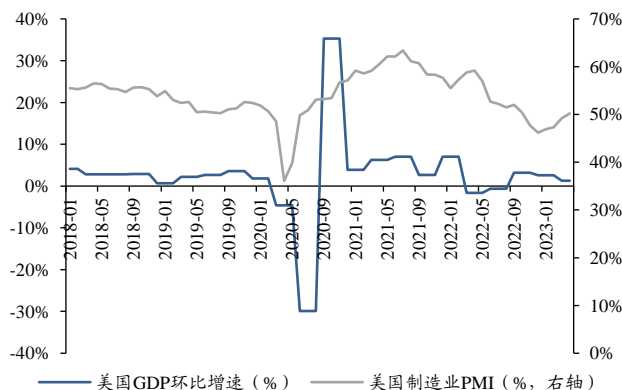
根据历史经验，从 1990 年至今曾出现过 4 次长短期利率差大幅缩小甚至倒挂的现象，且在利率差大幅缩小之后，GDP 增速均出现大幅下调；同时经济悲观预期的情况下，意味着未来利率再次进入降息周期刺激经济的概率加大，因此金价出现上涨。

图6：美债长短利率倒挂（%）



数据来源：美联储，东吴证券研究所

图7：22 年 4 月起美国 GDP 和制造业 PMI 数据回落



数据来源：美国经济分析局，wind，东吴证券研究所

以美债 10 年期-2 年期期限利差为例，2022 年 7 月至今美债期限利差已经出现长期倒挂，实际 GDP 增速表现低迷，制造业 PMI 数据也回落至荣枯线附近，后续美国经济衰退预期较强。因此预计宏观经济下行压力较大的情况下，美国后续加息空间有限，将逐步接近尾声，此背景下黄金价格有望开启上行周期。

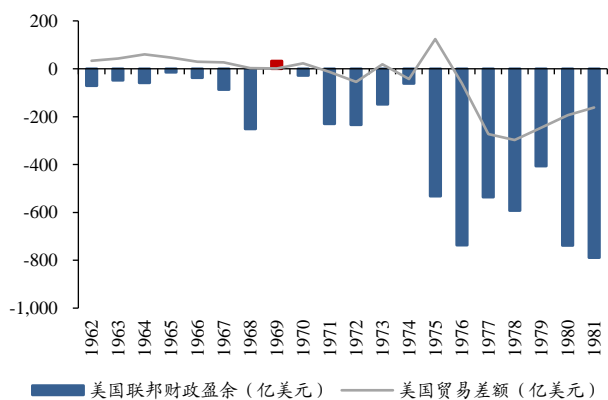
1.2. 历史复盘：滞胀经济状态下黄金价格表现强势

复盘历史，无独有偶，上世纪七八十年代，两次石油危机期间全球经济也曾出现过滞胀情形，回顾历史经验，或可以为分析当前滞胀情形做一定参考。

两次石油危机前美国积极的财政政策和大规模货币增发是驱动通胀上行的潜在原因。

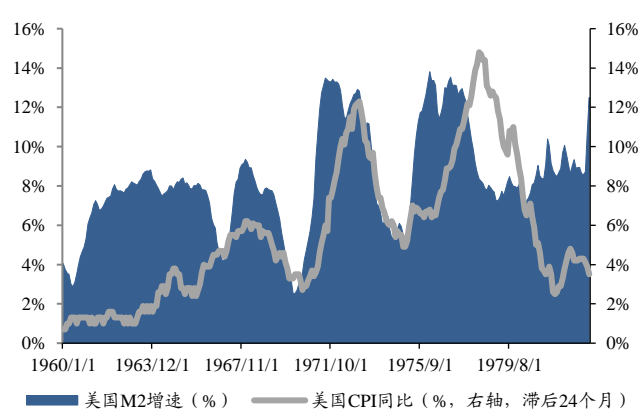
1962-1981 年期间，美国长期扩张性财政政策下，联邦财政盈余持续处于负值，仅 1968 年为抑制通胀而短暂施行紧缩性财政政策，1969 年财政盈余为正，但随后经济形势持续恶化，1971 年首次出现贸易逆差后，美国政府恢复扩张性财政政策。同时货币政策方面，美国 M2 增速在 1962-1966、1968-1969、1971-1974 年期间均处于 6% 以上高位，货币增发导致流动性大幅提升，为后续通胀高企埋下了伏笔。

图8：1962-1981 年美国财政盈余和贸易差额（亿美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：1960-1983 年美国 M2 增速和 CPI 同比情况



数据来源：美联储，美国劳工部，东吴证券研究所

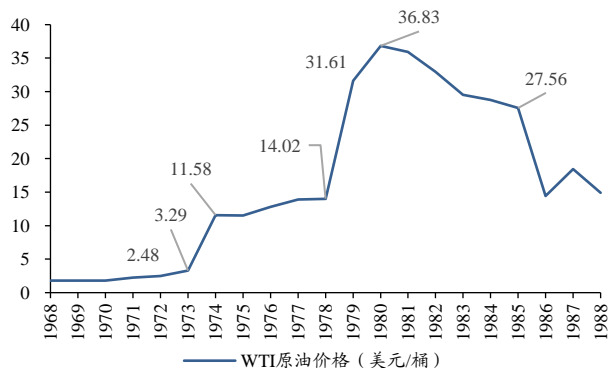
之后的地缘冲突和石油供应危机则成为通胀进一步上行的直接原因。

1973 年 10 月，第四次中东战争爆发，阿拉伯石油输出国组织宣布原油提价和减产计划，并继而对美国发动石油禁运。原油供给端的减少推升油价上行，引发第一次石油危机，3 个月内油价涨幅高达 3 倍左右，且再未回落至 1973 年以前水平。随后 1978 年的伊朗革命、1980 年的两伊战争进一步引发第二次石油危机，石油供给量受战争影响明显下降，驱动油价在 1980 年最高上涨至 36.83 美元/桶，并在此后五年内维持 27 美元/桶以上高位。

原油作为彼时西方国家的主要能源之一，其价格的大幅上涨使得多个主要经济体出

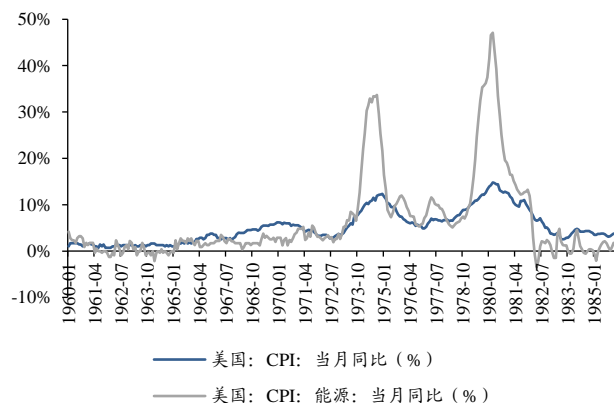
现严重通货膨胀。以美国为例，两次石油危机期间，美国能源 CPI 最高分别达到 33.7%、47.1%，期间 CPI 最高值分别达到 12.3%、14.8%。高涨的能源价格会传导至运输成本，高额运费驱使商品和货物的流通速度显著减缓，进一步导致商品价格提高，最终形成恶性循环。

图10：两次石油危机期间油价出现大幅上涨



数据来源：BP，东吴证券研究所

图11：两次石油危机期间美国通胀率高企（%）

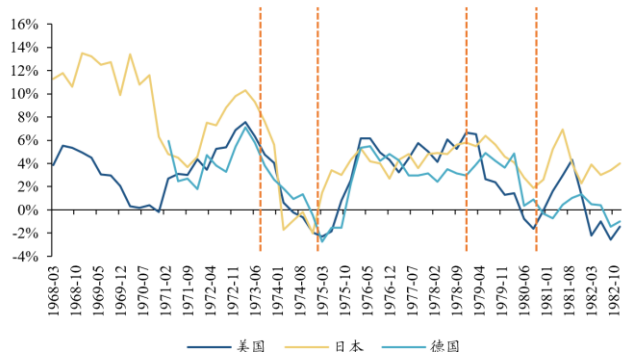


数据来源：美国劳工部，东吴证券研究所

两次石油危机期间，原油供给量的下降不仅直接影响到工业生产，成本上升、通胀高企也损害了制造业利润，叠加高物价对消费的抑制，最终西方国家经济出现明显回落。以美日德等主要发达国家为例，其 GDP 增速均由石油危机前 5% 以上的正增长转为负增长，经济整体呈现滞胀状态。

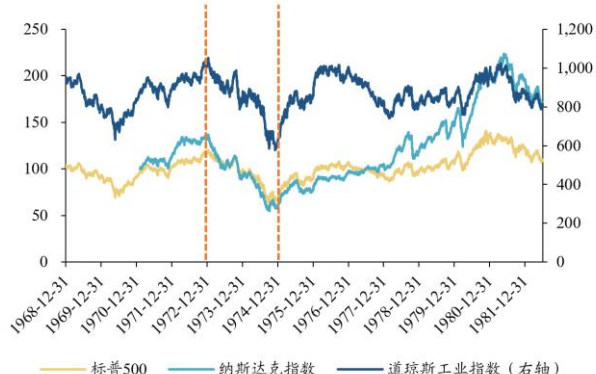
滞胀情况下，股票市场整体表现较为弱势，以第一次石油危机为例，1973 年 10 月 1 日至 1974 年 12 月 6 日期间，主要股指大跌，道琼斯工业平均指数、标普 500 指数及纳斯达克指数下跌均超过 30%。

图12：主要国家 GDP 同比增速情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：石油危机期间主要股指均有所回落



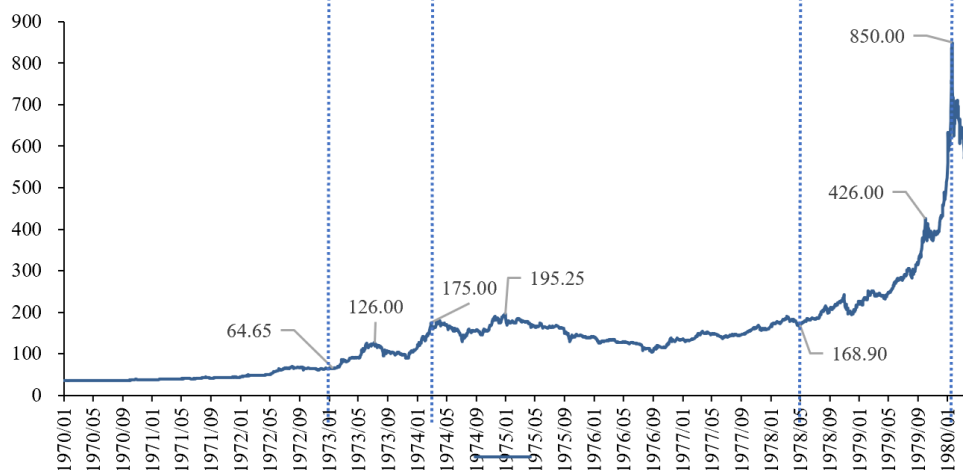
数据来源：Wind，东吴证券研究所

在股市表现低迷的同时，黄金凭借抗通胀和避险属性表现强势。

1971 年 10 月-1978 年 6 月期间，高通胀下美元走弱，金价温和上升；1978 年 6 月

至 1979 年 10 月：第二次石油危机爆发，全球通胀飙升，投机性需求高涨，导致金价加速上行；1979 年 10 月至 1980 年初，由于美伊关系破裂、苏联入侵阿富汗等事件导致政局动荡，使得避险需求上升，带动金价快速上涨。最后，随着美元开启强周期，金价回落见顶。

图 14：两次石油危机期间黄金表现强势（美元/盎司）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们从相似点和不同点两个维度来对比历史和当前情况：

1、相似点：前期货币大规模放水+能源价格高企

两次滞胀成因类似，前期货币大规模发行埋下流动性伏笔，之后的地缘冲突影响到大宗商品供应链，成本上涨驱动通胀高企，高额的原材料成本并对实体经济造成拖累，使经济发展停滞，经济进入滞胀状态。

2、不同点：能源供给端的弹性不同

滞胀状态下，经济下行导致需求疲弱，能源价格从高位持续回落。2022 年 9 月至 2023 年 4 月，全球制造业 PMI 指数已经持续 8 个月跌至临界点以下，即便是 2020 年新管疫情期间，也仅连续 5 个月低于 50%，本轮经济下行的幅度和持续性强于预期。

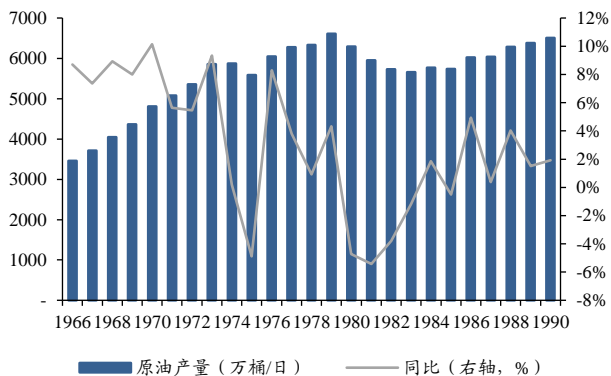
需求大幅回落的情况下，全球煤炭、天然气、原油价格均呈现下行趋势。截至 2023 年 5 月底，国际煤炭、天然气、原油价格分别较高位下跌 62%、86%和 41%，有效缓解了能源成本方面的压力。

然而，值得注意的是，上世纪石油行业的资本开支仍在持续增加，1974-1979 年期间全球原油产量增幅达 18.38%；但当前碳中和、新能源转型压制传统能源投资意愿，能源价格上行时期并未驱动原油、煤炭、天然气的资本开支明显增加，本轮能源供给对价格失去弹性。

如此一来，一旦后续经济逐渐修复，能源需求上行但供给缺乏弹性，从而极易造成

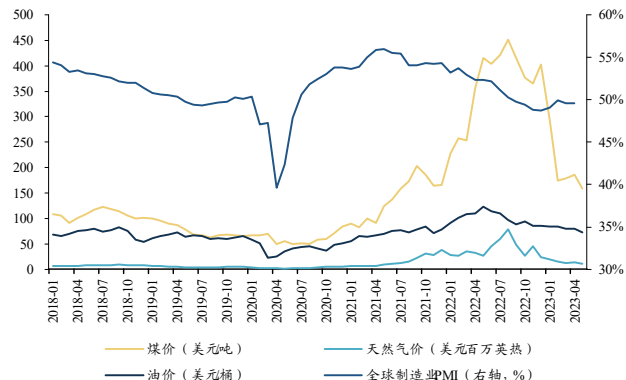
能源价格再次大幅上涨，能源端的通胀风险仍然存在。

图15：70年代石油危机期间原油产量持续上升



数据来源：BP，东吴证券研究所

图16：需求下行导致22年9月后能源价格持续下跌



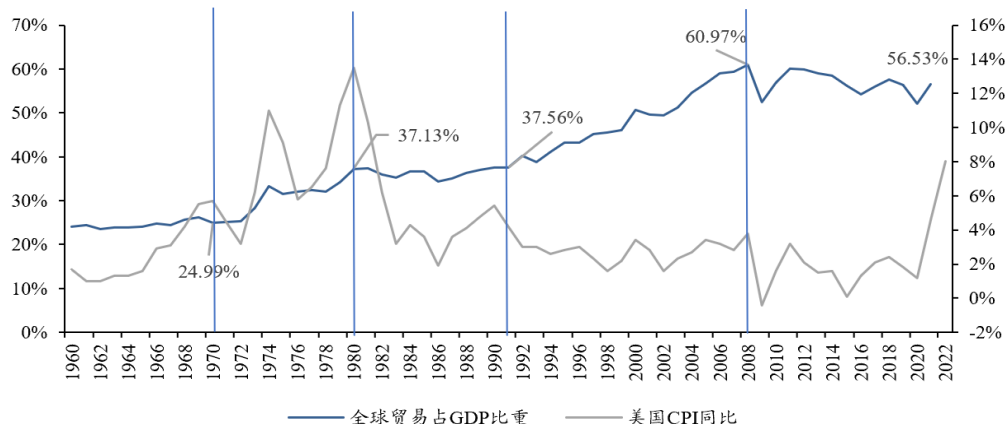
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3、不同点：逆全球化对生产成本的影响不同

1970-1980年期间全球贸易额占GDP比例从24.99%提升至37.13%，全球化呈加快趋势。能源危机背景下，发达国家原材料成本和劳动成本提高，传统产业盈利能力和竞争力下降，传统工业产品的生产逐渐向发展中国家转移。经济全球化的模式下，各国分工明确，原材料、劳动力的运用效率提高，有效降低了商品成本，一定程度上抑制了通胀率的提高。

尤其在90年代后，苏联解体、中国入世进一步加快了全球化进程，1991年至2008年，全球贸易额占GDP比例由37.56%持续提升至60.97%。于此期间，俄罗斯输出廉价能源和原材料、中国等发展中国家输出廉价劳动力和廉价商品，美欧等发达国家输出技术和市场，以上三者共同造就了全球低通胀时期的基础。以美国为例，近20年时间内通胀率始终处于低位。

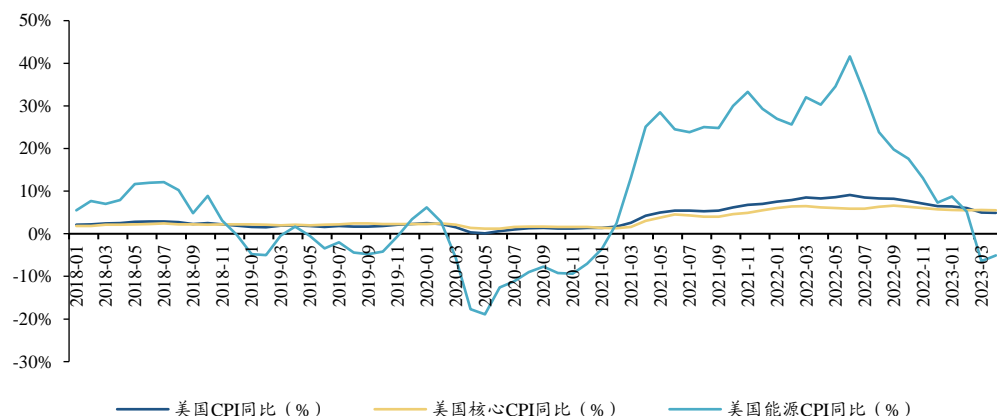
图17：近年全球贸易额占GDP比例整体呈下降趋势（%）



数据来源：世界银行，美国劳工部，东吴证券研究所

但当前在地缘冲突加剧、贸易保护主义抬头等背景下，近年全球贸易额占 GDP 比例整体呈下降趋势，逆全球化风险增加，经济全球化的成本红利或将难以持续。以美国通胀数据为例，2023 年 3-4 月能源 CPI 同比分别下降 6.4%和 5.1%，但 CPI 同比分别增长 5%和 4.9%；虽然能源价格下降导致 CPI 有一定回落，但整体仍居于高位。

图18: 美国能源 CPI 同比转负，但核心 CPI 和 CPI 同比仍然居于高位 (%)



数据来源：美国劳工部，东吴证券研究所

综上所述，当前仍处于经济疲弱、通胀高企的滞胀状态，近期经济发展停滞导致需求下行，能源价格持续回落，通胀受到一定程度缓解，但前期货币超发的影响、逆全球化对于成本端的推升效应仍然存在，通胀率仍居于高位。

此种情况下，若需求维持当前低位水平，高通胀韧性犹存，经济维持滞胀状态；若后续各国政策刺激需求，能源需求复苏但供给却缺乏弹性，容易导致能源价格大幅上涨，成本端压力上行，压制经济修复的幅度。因此，我们认为后续滞胀情形仍将持续，此背景下黄金价格预计将保持强势。

2. 去美元化背景下，全球央行黄金储备需求增加

美元与黄金价格长期以来关联密切。布雷顿森林体系下，美元与黄金挂钩，各国货币和美元挂钩，美元同时作为国际支付手段与国际储备手段，发挥着世界货币的职能。但之后美国一方面持续性增发货币，同时黄金储备不断外流，无法支撑美元和黄金的互换，1971 年布雷顿森林体系正式瓦解，美元与黄金自此脱钩。

此后，美元指数和黄金价格在多数时间内呈明显负相关。究其原因，一方面是因为美元作为黄金的重要计价货币，美元贬值使得黄金表征计价上涨；而另一方面，从投资的角度看，美元的强势地位根本上源于美国的强大国力和经济前景，分别对应货币信用和经济地位。

当市场看好美国经济时，倾向于持有和投资美元资产，进而支撑美元指数上行；但美国经济进入衰退时，美元资产的预期投资回报率下跌，市场偏好售出美元资产并持有黄金避险，此时美元指数承压、金价上行。

图19：美元指数和黄金价格多数时间呈负相关（点，美元/盎司）



数据来源：世界银行，Wind，东吴证券研究所

2.1. 多重因素推动“去美元化”

虽然布雷顿森林体系崩溃之后，黄金—美元本位制体系瓦解，但美元仍然凭借其在国际计价结算、国际金融交易、国际储备中的重要地位，近 50 年以来始终是全球最重要的国家主权货币。不管是布雷顿森林体系还是后来的“石油美元”，表象上都是美元与硬通货的强绑定，但内核上主要是源于美元的稳定性与美国的国际贸易地位。

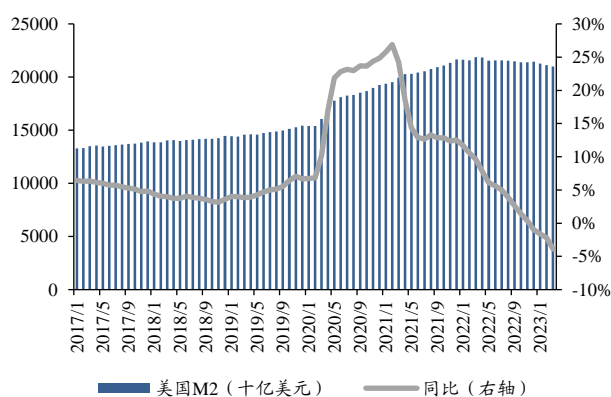
然而，近年在美国货币超发、信用下降、地缘政治冲突以及大宗商品结算方式多样化需求等因素影响下，不仅美元的稳定性受到损害，美国的国际贸易地位也遭到一定程度弱化，“去美元化”正在对美元地位造成一定冲击。

1、内生隐患：美联储货币滥发和地缘政治风险侵蚀美元信用

2020 年受疫情影响，为提振本国经济，美联储实行量化宽松政策，向市场和全世界释放大量美元流动性：2021 年 12 月底，美国 M2 总量达到 21.65 万亿美元，较 2020 年初增幅高达 39%。无限制的货币超发引发通胀率抬升，进而使美元的实际购买力下降，对美元信用造成不利影响。

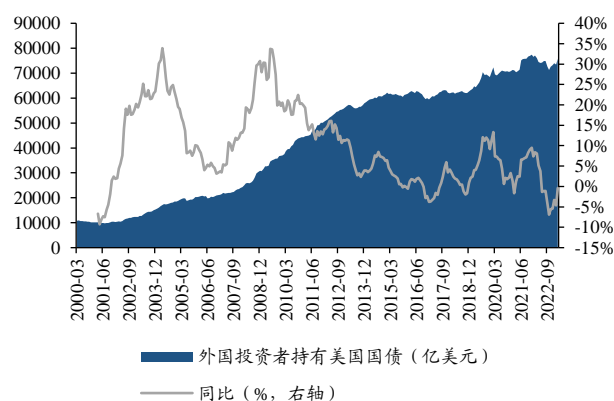
从美国增加流动性的来源看，主要手段是发行国债，由政府信用背书。2018 年美国减税政策导致政府税收大幅下降，但为了维持经济发展，政府支出水平居高不下，导致 2019 年美国外债规模大幅增长 5741 亿美元；之后在疫情期间，政府为刺激经济，叠加老龄化背景下日益增长的养老、医疗等公共开支压力，债务规模进一步增长：2019-2021 年期间美国外债规模累计净增长 1.42 万亿美元，增幅达 22.39%。

图20：疫情期间美国大规模放水（十亿美元，%）



数据来源：美联储，东吴证券研究所

图21：量化宽松期美国外债规模大幅增加（亿美元，%）



数据来源：美国财政部，东吴证券研究所

负债端的迅速增长不利于债务结构的稳定，尤其在经济增速较低的情况下，财政赤字、过高的杠杆进一步损害了美元信用。截至 2022 年底，美国政府总计负债规模达 31.36 万亿美元，远高于 2022 年美国 GDP 总值 25.46 万亿美元。

此外，美元逐渐“武器化”，成为美国政府用来对外实施单边制裁的金融工具，也一定程度上损害了美元信用。俄乌冲突后，美国冻结俄罗斯的 3000 亿美元外汇存款，随意切断俄罗斯金融机构与 SWIFT 系统链接，引发了国际资本对在美资产安全性的担忧，美元信用风险进一步提升。

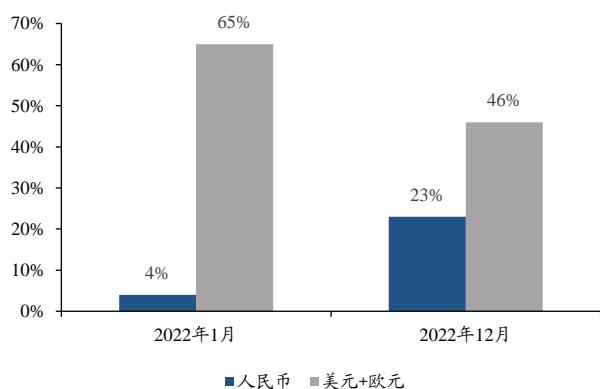
2、外部挑战：大宗商品结算多元化需求和其他货币的崛起

美元全球货币的地位同时也源于其在货币结算机制中的重要性，如 70 年代之后美元与原油挂钩，即所谓“石油美元”体系。但随着美元的信用下降，近年来多个国家出于自身金融安全的考虑、以及对经贸利益的诉求，对于大宗商品结算的多元化需求日益增加。

主动和被动双重因素下，俄罗斯是推动去美元化最为积极的国家之一。俄乌冲突后，

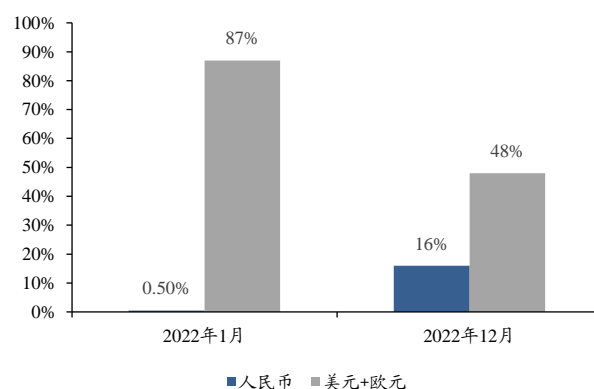
以美国为首的西方国家对俄罗斯实施大规模制裁，美元和欧元的使用在俄罗斯受到了限制，而人民币和卢布的作用大大增强。从结果上看，根据俄罗斯央行报告，2022 年美元和欧元在俄罗斯对外贸易中份额急剧下降：出口结算中，二者合计占比从 2022 年初的 87% 降至 22 年末的 48%；进口结算中，二者合计份额从 2022 年初的 65% 降至 2022 年末的 46%。

图22：俄罗斯出口结算中不同货币份额（%）



数据来源：俄罗斯央行，东吴证券研究所

图23：俄罗斯进口结算中不同货币份额（%）

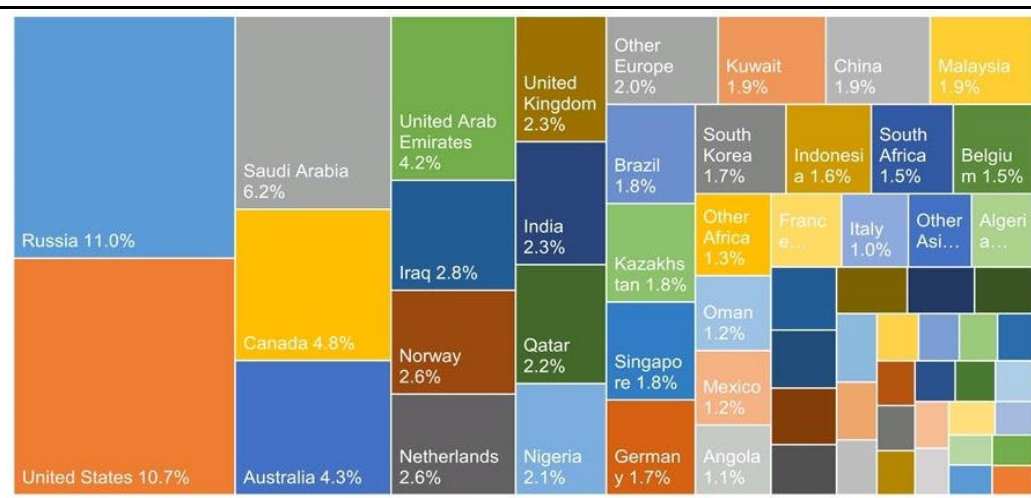


数据来源：俄罗斯央行，东吴证券研究所

俄罗斯是多种能源和大宗原材料的重要供给国。根据 bp 能源数据，2021 年其原油出口量约占全球的 12.79%，天然气出口量约占全球的 28.63%；根据联合国粮农组织数据，俄罗斯为氮肥第一大出口国，也是磷肥、钾肥第二大出口国，是全球最大小麦出口国；同时也是钯、锑、钒、铂、钛、镍、黄金等金属的重要供应者。

从商品贸易的角度看，美元在俄罗斯出口额中占比的明显下降，势必对美元在国际贸易结算中的地位造成不利影响。

图24：2020 年俄罗斯在全球大宗商品出口中的贸易规模占比高达 11%



数据来源：OEC，东吴证券研究所

注：统计大宗商品包括基础能源和产品、谷物、工业金属、铂和钯

除俄罗斯以外，2023 年初至今，中国、沙特、阿联酋、巴西、阿根廷、印度等多个

国家也在实际的双边贸易机制中积极增加美元以外的货币使用，其中考虑除了降低政治风险外，也在于潜在的经贸利益。

传统用美元结算需要通过 CHIPS（纽约清算所银行同业支付系统），转账费用、美元汇率的波动、二次换汇到账的延迟影响给贸易双方都带来了额外的负担；而直接使用本币结算，在降低交易成本的同时，也有利于强化双边贸易关系，故而逐渐被多个国家接受。

这些国家中多属于重要的资源供给国，如沙特阿拉伯、阿联酋是油气出口国，巴西是铁矿重要出口国，阿根廷也拥有丰富的有色金属资源，其出口贸易份额中增加人民币、印度卢比占比，减少美元占比，预计也将进一步弱化美元作为全球最主要结算货币的地位。

表1：部分国家去美元化的实际行动

时间	事件	涉及国家	涉及货币
2023 年 1 月	南非表示金砖国家希望绕开美元，建立一个更公平的国际支付体系	中国、俄罗斯、巴西、南非、印度	-
2023 年 1 月	巴西和阿根廷宣布正就建立共同货币“苏尔”进行准备	巴西、阿根廷	苏尔
2023 年 1 月	沙特同意以美元以外的货币出售石油	沙特	-
2023 年 3 月	中法石油巨头完成首单 LNG 跨境人民币结算交易	中国、法国、阿联酋	人民币
2023 年 3 月	巴西宣布与中国直接进行本币结算	中国、巴西	人民币、巴西亚雷尔
2023 年 3 月	东盟通过了本币交易计划，加强本地货币使用	东盟国家	东盟国家本币
2023 年 4 月	印度宣布和马来西亚之间的贸易可用印度卢比来结算	印度、马来西亚	印度卢比
2023 年 4 月	阿根廷宣布将停止使用美元、转而使用人民币结算从中国进口的商品	中国、阿根廷	人民币

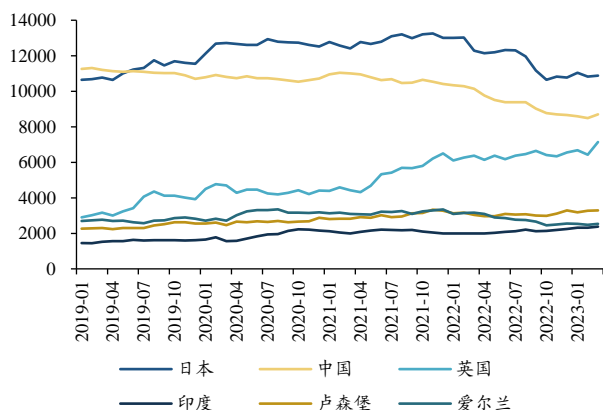
数据来源：各国政府官网，东吴证券研究所

2.2. 货币资产信用下行，驱动央行购金需求增加

如前文所述，美元的权力源于美国经济情况和信用，在当前美国经济预期较弱叠加美元信用下降的情况下，美元作为资产储备的吸引力明显降低。

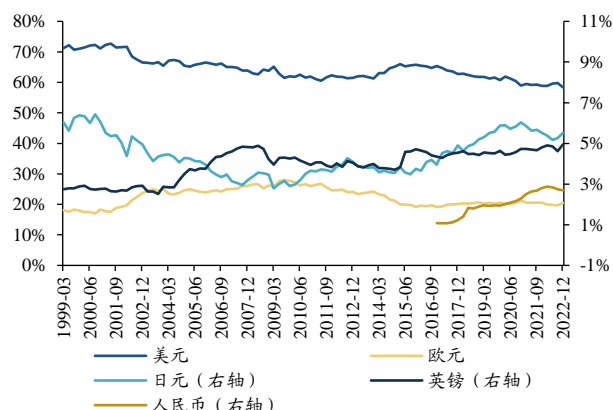
2022 年，在持有美债规模前六的国家中，日本、中国、爱尔兰分别减持 2245、1733、798 亿美元，余下三国中也仅印度有明显增持。相对应的，2022 年全球美元外汇储备下降 6137 亿美元，22 年 Q4 其占比也从此前 60%以上水平降至 58.4%。

图25: 日本和中国等国抛售美债(亿美元)



数据来源: 美国财政部, 东吴证券研究所

图26: 全球外汇储备中美元占比持续下降(%)

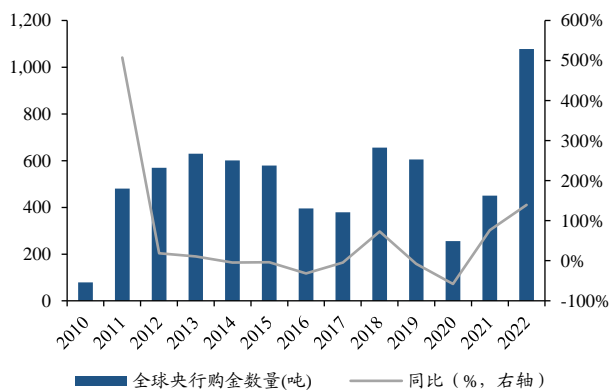


数据来源: 世界货币基金组织, 东吴证券研究所

与此同时, 黄金的抗通胀和保值属性优势凸显, 各国央行购金意愿大幅提升。2022 年全球央行净购入 1136 吨黄金, 同比大幅增长 152.3%, 创历史新高。同时根据世界黄金协会最新数据, 2023 年 1 月和 2 月全球央行净购入黄金分别为 73.7 和 51.7 吨, 连续 11 个月实现净购入。

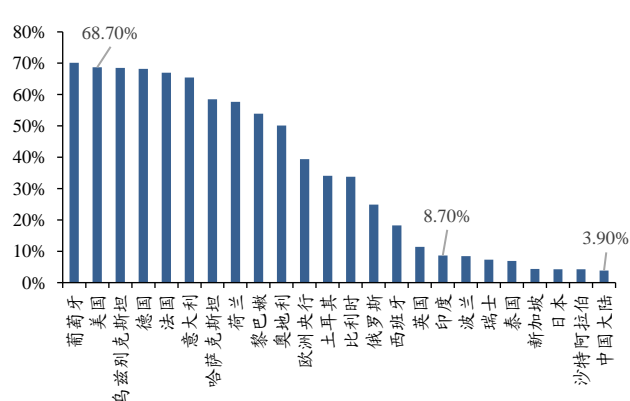
分国别来看, 发达国家黄金储备占外汇资产比例较高。根据世界黄金协会数据, 主要发达国家如美国、德国、法国等央行黄金储备均占其外汇资产的 60% 以上, 存量黄金储备相对较高; 而发展中国家黄金储备占外汇比例则明显较低, 如中国仅为 3.9%、印度约 8.7%。

图27: 2022 年全球央行购金数量大幅增长(吨, %)



数据来源: WGC, 东吴证券研究所

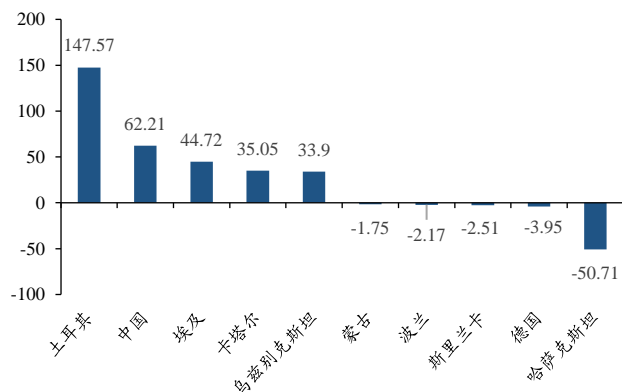
图28: 各国黄金储备占外汇资产比例(%)



数据来源: WGC, 东吴证券研究所

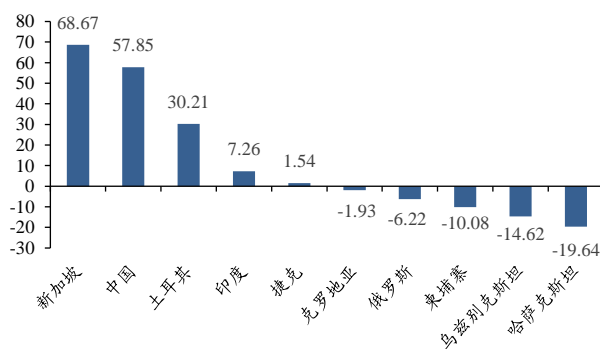
对央行而言, 黄金的主要作用在于稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信, 也在一定程度上为主权货币的信用背书。因此, 发达国家在较高的黄金储备比例下购金需求较小, 而发展中国家成为了购金主力。尤其在当前全球通胀高企、经济发展不确定性较高的情况下, 新兴市场国家央行更需要增加黄金储备来稳定本国汇率稳定、降低经济波动风险。

图29: 2022 年各国央行购金数量 (吨)



数据来源: WGC, 东吴证券研究所

图30: 2023 年 Q1 各国央行购金数量 (吨)



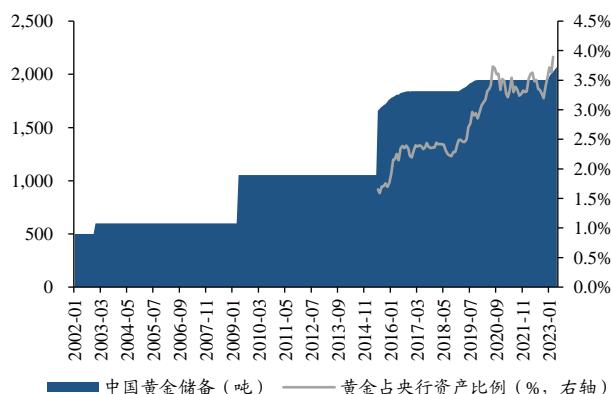
数据来源: WGC, 东吴证券研究所

2022 年, 前五大购金国家中, 土耳其购金数量以 147.57 吨位居全球第一; 其次分别为中国、埃及、卡塔尔和乌兹别克斯坦。而 2023 年一季度, 各国央行购金意愿不减, 前五分别为新加坡、中国、土耳其、印度和捷克共和国, 均主要为发展中国家。

2022 年第四季度, 中国的黄金储备增加 62.2 吨至 2010.51 吨, 这是继 2019 年第三季度之后中国央行再次增加黄金储备。在此之前, 中国央行黄金储备已经连续 12 个季度保持在 1948.31 吨。截至 2023 年的 5 月, 中国的黄金储备又增加 14.93 吨至 2025.44 吨, 连续第三个月增持黄金, 黄金储备在外汇总储备的占比为 3.9% 的较低水平, 仍具有提升空间。

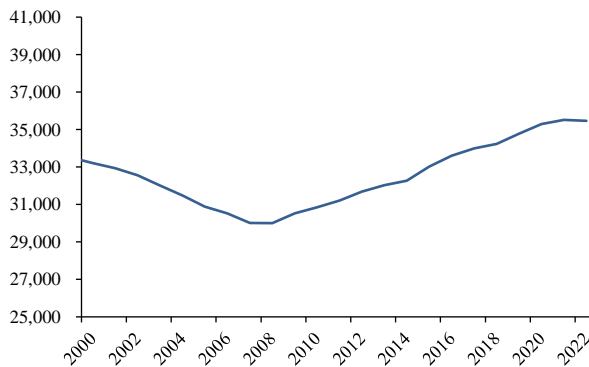
虽然发展中国家购金需求增长较快, 但考虑到实际黄金储备占央行资产比例仍然较低, 预计后续仍有较大增长潜力。以中国为例, 在黄金储备绝对量提升的同时, 2021 年央行资产规模总量增加导致实际占比回落至 3.3%, 2022 年由于黄金储备增加增长至 3.55%, 但仍低于主要经济体合计的 10% 左右, 未来增储潜力仍然较高。

图31: 中国黄金储备和占央行资产比例 (吨, %)



数据来源: IMF, 中国人民银行, 东吴证券研究所

图32: 全球主要经济体黄金储备占央行资产比例 (%)



数据来源: 世界货币基金组织, 东吴证券研究所

2.3. 黄金供给相对平稳，需求增长推动金价上行

从供给端来看，黄金供应量整体呈现缓慢增长的趋势。过去五年中仅 2020-2021 年因疫情影响而有所下降，但在 2022 年再次恢复增长，同比增长 1.54%至 4780 吨，但仍未达到 2019 年水平。

同时需求端的波动相对较大。2016-2019 年全球黄金需求整体平稳；2020 年受疫情影响，黄金首饰消费量大幅下降，最终该年度全球黄金需求同比下降约 16%；随后在 2021 年，金饰消费量恢复至疫情前正常水平，全年消费量在低基数的情况下同比增长 9.13%。进入 2022 年后，受全球央行购入黄金数量同比大幅增长 152.31%影响，全年黄金需求同比大幅增长 18%，进而导致黄金资源从 2020-2021 年的供给过剩逐步转向紧平衡状态。

表2：全球黄金供需平衡表（吨）

项目（吨）	2017	2018	2019	2020	2021	2022
金矿产量	3,575.7	3,655.8	3,596.3	3,482.1	3,589.5	3,649.4
生产商净套保	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-6.8	-10.8
回收金	1,112.4	1,131.7	1,275.7	1,293.1	1,136.2	1,140.6
总供应量	4,662.6	4,775.9	4,878.1	4,736.1	4,718.9	4,779.2
金饰制造	2,257.5	2,290.0	2,152.1	1,324.0	2,230.3	2,192.3
金饰消费	2,240.5	2,250.2	2,126.7	1,398.1	2,147.7	2,089.5
金饰库存	17.0	39.8	25.4	-74.1	82.6	102.8
科技	332.6	334.8	326.0	302.8	330.2	308.8
电子用金	265.6	268.4	262.3	249.3	272.1	252.0
其他行业	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.6
牙科	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3
投资	1,315.2	1,164.2	1,271.2	1,797.6	1,004.1	1,126.7
金条和金币总需求量	1,044.3	1,090.7	871.1	905.2	1,193.2	1,237.2
金条	780.1	775.8	583.6	543.2	813.0	804.4
官方金币	188.1	241.9	220.7	292.9	295.2	333.9
奖章/仿制金币	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9
黄金 ETFs 及类似产品	270.9	73.6	400.2	892.4	-189.0	-110.4
各国央行和其他机构	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1,078.5
总需求量	4,283.8	4,445.3	4,354.7	3,679.3	4,014.8	4,706.3
供给-需求	378.8	330.6	523.4	1,056.8	704.1	72.9

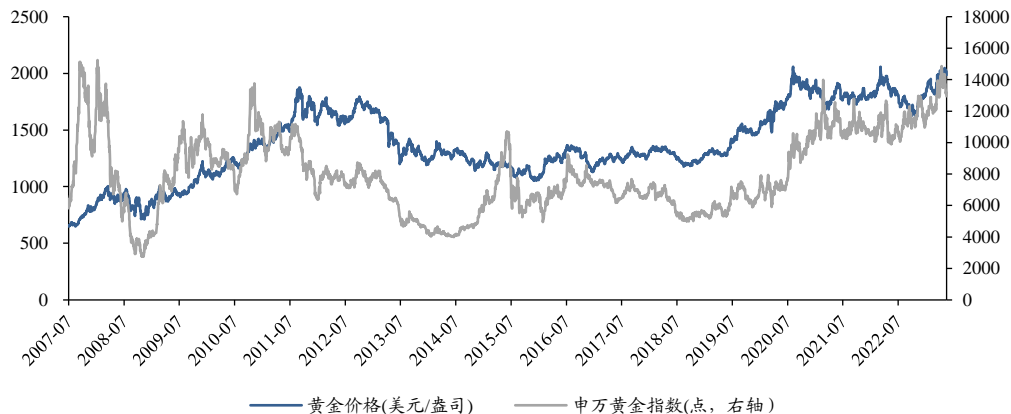
数据来源：WGC，东吴证券研究所

综合供需两方面的情况，预计后续在没有大规模新增矿山投产的情况下，供给端将维持小幅增长趋势；同时需求端，避险需求和信用资产储备需求将推动各国央行继续增加黄金储备，进而导致后续黄金供需情况将逐步趋紧，预期黄金价格将开启上行周期。

3. 投资建议：黄金时代

金价与股票板块趋势基本一致，金价上行周期时，股票弹性大于黄金价格弹性。复盘黄金股与金价走势，历史上黄金股和金价整体走势趋同；不过相对于商品而言，个股波动还受到公司基本面因素影响，导致黄金指数波动大于金价波动。同时，黄金价格上涨一般会略微领先于股价反应。

图33：黄金价格和黄金指数走势对比（美元/盎司，点）



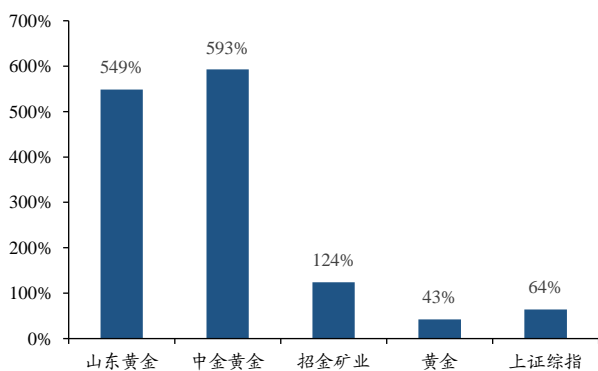
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1. 历史黄金行情复盘

分阶段看，历史上A股黄金股表现好的时期主要包括以下几个时期：2006-2007年，2008-2011年，2014-2015年，2018-2020年。由于2014-2015年期间黄金价格实际下跌，且A股整体均出现上涨，黄金股涨幅和A股整体涨幅差距不大，因而下面我们主要分析其他三个时期黄金股的具体表现。

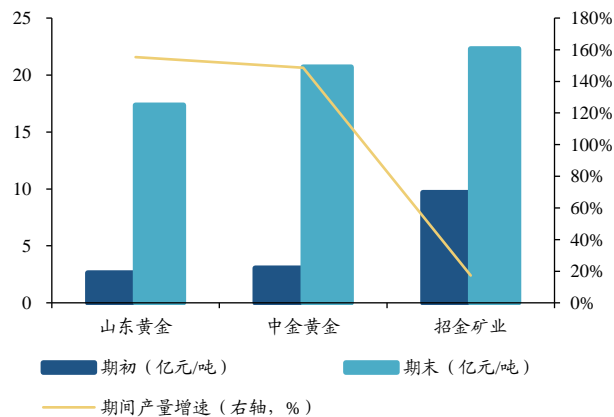
（1）2007/1-2008/1：金价上涨，黄金股价上涨。

图34：2007/1-2008/1 期间金价及股价涨跌幅（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图35：2007/1-2008/1 公司市值/金产量和产量增速



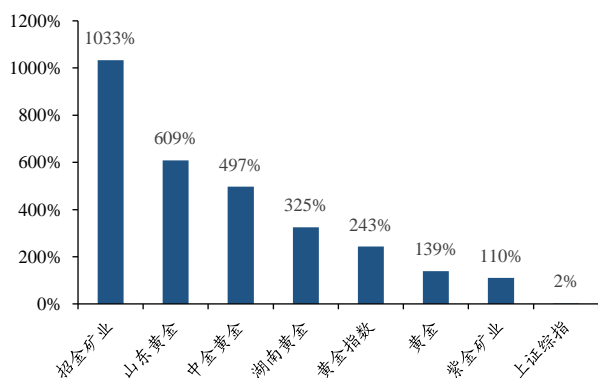
数据来源：各公司公告，wind，东吴证券研究所

2004-2005 年全球经济增长加快，各国货币政策持续宽松，原油等资源类商品价格大幅攀升抬高通胀，驱动金价上涨，黄金股价几乎同步上行，股价高点早于金价高点。期间主要个股涨幅（例如山东黄金 549%）> 市场涨幅（64%）> 黄金价格涨幅（43%）；个股表现较好的为山东黄金和中金黄金，二者兼具矿产金产量增速高和上涨前吨市值较低的特点。股价高点位置金价为 866.4 美元/盎司，黄金公司的平均市值/吨矿金产量约为 20 亿元/吨。

（2）2008/9-2011/9：金价上涨，黄金股价上涨。

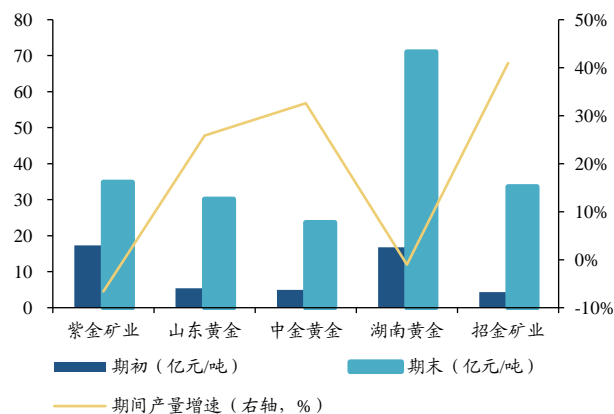
2008 年 9 月 15 日，雷曼兄弟银行宣布申请破产保护，美国次贷危机引发全球性金融危机，市场陷入恐慌情绪，避险需求驱动金价持续上涨，并最终于 2011 年 9 月达到阶段性高点。此过程中，黄金股股价同样呈上涨趋势，且股价高点早于金价高点，金价达到高点后股价开始回落。

图36：2008/9-2011/9 期间金价及股价涨跌幅（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图37：2008/9-2011/9 公司市值/金产量和产量增速



数据来源：各公司公告，wind，东吴证券研究所

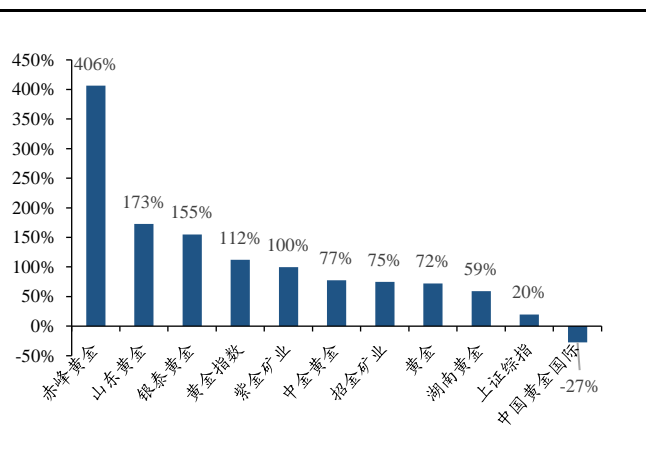
期间主要个股涨幅（例如山东黄金 609%）> 黄金指数涨幅（243%）> 黄金价格涨幅（139%）> 市场涨幅（2%）；个股表现较好的为招金矿业、山东黄金和中金黄金，共同特征为矿产金产量增速高、上涨前吨市值较低。股价高点位置金价约为 954 美元/盎司，黄金公司的平均市值/吨矿金产量约为 30 亿元/吨。

（3）2018-2020 年：金价上涨，黄金股价上涨

2018 年美国 GDP 增速走弱，加息预期弱化，带动实际利率下行；同时美国对伊朗的石油制裁强化通胀预期，黄金价格逐步走强。同时股价走势和金价走势基本同步，股价高点早于金价高点。

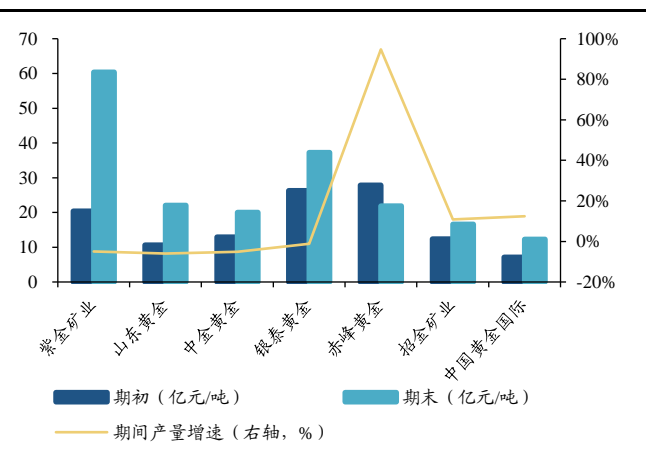
期间主要个股涨幅（例如山东黄金 173%）> 黄金指数涨幅（112%）> 黄金价格涨幅（72%）> 市场涨幅（20%）；个股表现较好的为赤峰黄金、山东黄金，赤峰黄金为仅有的产量大幅增长公司，股价上涨最高，山东黄金估值较低。股价高点位置金价约为 2058 美元/盎司，黄金公司的平均市值/吨矿金产量约为 32 亿元/吨。

图38： 2018/9-2020/8 期间金价及股价涨跌幅（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39： 2018/9-2020/8 公司市值/金产量和产量增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

综合历史复盘情况发现，黄金上行周期内，吨市值较低、弹性大的公司股价将更为受益。因此我们接下来主要从吨市值和弹性两个角度来对比不同黄金公司的情况。

3.2. 个股差异性对比

根据各公司公告，按 2023 年 5 月 16 日股价计算，上市黄金公司中，资源量和产量居前的公司为紫金矿业和山东黄金、招金矿业；不过从市值/权益产量的角度看，估值较低的标的为中国黄金国际和赤峰黄金；从 PE（TTM）估值的角度看，估值较低的公司为中国黄金国际、紫金矿业和银泰黄金；从 PB 估值的角度看，估值较低的公司为中国黄金国际、招金矿业和中金黄金。

表3：黄金公司资源储量及产量对比

公司	资源储量及产量情况								
	紫金矿业	山东黄金	中金黄金	银泰黄金	赤峰黄金	西部黄金	湖南黄金	招金矿业	中国黄金国际
市值	2752	1028	544	360	267	120	166	364	124
权益资源量（万吨）	2737	1280	511	170	398	106	141	901	162
权益产量（2022，万吨）	45.9	37.6	16.5	6.8	11.6	11.6	5.0	14	7
市值/权益资源量	1.01	0.80	1.07	2.12	0.67	1.13	1.18	0.40	0.76
市值/权益产量	59.9	27.4	33.0	53.2	23.0	10.4	33.2	26.9	17.3
PE（TTM）	15	82	25	31	76	72	37	76	7
PB	2.9	4.9	2.1	3.4	5.1	2.6	2.8	0.0	0.0

数据来源：各公司公告，wind，东吴证券研究所

矿山的资源禀赋决定了矿山的初始投资成本，同时加工成本的波动影响较小，因此金价的上涨可明显带来矿产金业务的利润增长。在计算黄金公司的弹性时，主要影响因素在于公司矿产金的产量增速、预期产量以及矿金业务的占比情况。

根据各公司情况，我们分别测算了不同金价预期下 2023 年黄金公司的业绩弹性，计算得出业绩弹性较大的公司为招金矿业、山东黄金和赤峰黄金；2024 年业绩弹性较大的为招金矿业、山东黄金、西部黄金和赤峰黄金。

表4：2023 年主要黄金公司业绩弹性测算

2023 年业绩弹性											
			紫金矿业	山东黄金	中金黄金	银泰黄金	赤峰黄金	湖南黄金	西部黄金	招金矿业	中国黄金国际
市值	美元/盎司	元/克	2725.3	987.1	497.3	339.9	264.2	159.6	117.4	357.1	129.5
不同金价下归母净利润测算（亿元，2023E）	1950	420	244.5	18.3	22.3	16.0	8.8	6.0	1.3	4.8	16.9
	2043	440	254.6	24.4	24.7	17.6	11.0	6.9	1.4	6.8	18.0
	2135	460	264.7	30.4	27.2	19.2	13.1	7.8	1.5	8.8	19.1
	2228	480	274.7	36.4	29.7	20.8	15.3	8.7	1.6	10.9	20.1
	2321	500	284.8	42.4	32.2	22.4	17.4	9.6	1.8	12.9	21.2
不同金价假设下 PE（2023E）	1950	420	11.1	53.8	22.3	21.2	29.9	26.6	124.8	74.5	7.7
	2043	440	10.7	40.5	20.1	19.3	24.1	23.1	114.0	52.4	7.2
	2135	460	10.3	32.5	18.3	17.7	20.1	20.4	104.9	40.4	6.8
	2228	480	9.9	27.1	16.8	16.3	17.3	18.3	97.1	32.9	6.4
	2321	500	9.6	23.3	15.5	15.2	15.2	16.6	90.4	27.7	6.1
弹性测算			14%	57%	31%	28%	49%	37%	28%	63%	20%

数据来源：各公司公告，wind，东吴证券研究所

表5：2024 年主要黄金公司业绩弹性测算

2024 年业绩弹性											
			紫金矿业	山东黄金	中金黄金	银泰黄金	赤峰黄金	湖南黄金	西部黄金	招金矿业	中国黄金国际
市值	美元/盎司	元/克	2725.3	987.1	497.3	339.9	264.2	159.6	117.4	357.1	129.5
不同金价下归母净利润测算（亿元，2023E）	1950	420	317.8	22.9	24.0	18.7	10.4	7.6	2.1	4.7	22.6
	2043	440	328.5	29.5	26.5	20.4	13.2	8.4	2.7	6.7	23.7
	2135	460	339.2	36.1	29.0	22.2	16.1	9.3	3.3	8.7	24.7
	2228	480	349.9	42.7	31.5	23.9	18.9	10.1	3.9	10.7	25.8
	2321	500	360.6	49.3	33.9	25.6	21.8	10.9	4.5	12.8	26.9
不同金价假设下 PE（2023E）	1950	420	8.6	43.1	20.7	18.2	25.5	21.0	56.7	76.7	5.7
	2043	440	8.3	33.4	18.8	16.6	20.0	18.9	44.0	53.5	5.5
	2135	460	8.0	27.3	17.2	15.3	16.5	17.2	35.9	41.0	5.2
	2228	480	7.8	23.1	15.8	14.2	14.0	15.8	30.3	33.3	5.0
	2321	500	7.6	20.0	14.7	13.3	12.1	14.6	26.3	28.0	4.8
弹性测算			12%	54%	29%	27%	52%	30%	54%	64%	16%

数据来源：各公司公告，wind，东吴证券研究所

综上所述，从市值/黄金权益产量角度，估值较低的公司包括赤峰黄金、西部黄金和中国黄金国际；从业绩弹性角度看，山东黄金、赤峰黄金、西部黄金和招金矿业具有较

高的盈利弹性。

表6: 黄金行业公司估值表

代码	简称	2023/5/26	总股本	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	PB
		收盘价	亿股	EPS				P/E				LF
601899.SH	紫金矿业	10.80	263.27	0.76	0.95	1.14	1.38	14	11	9	8	3.0
600547.SH	山东黄金	24.86	44.73	0.20	0.51	0.67	0.85	124	48	37	29	4.8
600489.SH	中金黄金	10.43	48.47	0.44	0.60	0.69	0.74	24	17	15	14	1.9
000975.SZ	银泰黄金	12.18	27.77	0.41	0.59	0.73	0.86	30	21	17	14	3.2
600988.SH	赤峰黄金	15.93	16.64	0.27	0.62	0.90	0.89	59	26	18	18	5.1
601069.SH	西部黄金	12.72	9.23	0.22	0.15	0.29	0.30	59	88	44	42	2.5
002155.SZ	湖南黄金	13.36	12.02	0.36	0.64	0.82	0.99	37	21	16	13	2.7
1818.HK	招金矿业	10.92	32.70	0.07	0.28	0.39	0.56	156	38	28	19	1.9
2099.HK	中国黄金国际	32.00	3.96	0.56	1.95	5.60	5.82	57	16	6	5	0.9
行业平均								62	32	21	18	3

数据来源: 各公司公告, wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

- 1、金价大幅波动的风险。若金价大幅波动, 将影响黄金公司盈利情况。
- 2、矿山生产经营不确定性的风险。若矿山运营因天气、环保或罢工等因素受到干扰, 公司黄金产量不及预期, 利润将受到明显影响。
- 3、美联储加息力度超预期。若美联储加息力度超预期, 实际利率上行将压制持有黄金意愿, 进而使黄金需求下降。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>