

# 黄金行业深度：再议黄金金融属性多定价因子

2024年11月8日

看好/维持

黄金

行业报告

<b>分析师</b>	张天丰 电话：021-25102914 邮箱：zhang_tf@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520100001
<b>研究助理</b>	闵泓朴 电话：021-25102914 邮箱：minhp-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480124060003

## 投资摘要：

我们自 2019 年至今持续深度有效的追踪黄金行业定价变化。2019-2024 年，我们从 1000 美元/盎司附近明确提示黄金行业历史大底显现，我们在业内首个提出巴塞尔协议 III 提升黄金资本属性，我们对黄金行业定价逻辑进行细致拆分并且于黄金升至 2000 美元/盎司后再度在强市场分歧下坚定呼吁关注黄金资产的配置机会。

### 具体的持续跟踪深度文章如下：

2019 年我们在市场强分歧下撰写深度《贵金属大底已现，黄金暗黑已过黎明将至》，《黄金黎明已至，巴塞尔协议 III 提升黄金资本属性》；2020 年我们继续对黄金行业深度梳理并发布《黄昏未至曙光待现，源于黄金交易逻辑面的深度梳理解读》、《黄昏未至曙光待现 II-源于黄金供需逻辑面的深度梳理解读》；2021 年我们在《流动性及基本面推动的顺周期交易未结束，把握黄金资产逢低做多机会》、《复苏交易推升风险溢价，继续把握黄金资产配置机会》、《通胀计价将推升周期类资产再配置》持续呼吁关注黄金资产回调后的配置机会。当前延续我们在 2022 年《从战争、通胀及流动性压力角度对黄金市场再探讨》、《关注市场分歧中黄金资产的配置机会》的讨论，结合我们在 2023 年及 2024 年《关注周期性、成长性及对冲性的配置价值》、《把握周期与成长》及《周期性配置逻辑强化，贵金属行业高景气度延续》对于黄金金融层面的定价拆分，**本文我们将从数据层面的更新来进一步强化黄金行业的定价逻辑。综合观察，我们依然认为黄金市场的定价逻辑已经发生质变，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。**

**黄金市场仍有效展现相对强势回报特征：**2024 年的黄金市场延续相对强势的回报特征，显示黄金类资产配置价值的有效性。商品供需属性的强化引导黄金定价的底部中枢上移，同时地缘政治紧张局势叠加全球经济增速挥发提升黄金对冲效应显现。2024 年伦敦现货黄金价格持续攀升，至 10 月已创历史新高并突破 2700 美元/盎司整数关口，10 月底价格（2734 美元/盎司）较年初（2068 美元/盎司）上涨 32.2%。从 2024 年初至 11 月 7 日，黄金回报率已跑赢多数大类资产，伦敦金及人民币黄金回报率分别达到 29.11% 及 27.19%。相比之下，以伦敦金超额回报为例，年内至今黄金相较布伦特原油、离岸人民币、美元指数、标普 500 分别有 31.89%、27.95%、25.38% 以及 4.81% 的超额回报率，显示黄金资产在避险及通胀黏性背景下配置价值的提升。我们通过对黄金定价中的避险属性、通胀属性以及流动性宽松效应的拆分发现，黄金行业仍然处于结构性牛市自强化过程中，这意味着黄金行业在本轮牛市之中仍然具有相对强势的配置价值。纵观现阶段全球的金融市场，高风险、高通胀及流动性宽松并存或成为阶段性常态，这意味着黄金类资产仍将因其强对冲性而获得正态回报。

**黄金的避险属性：事件性的驱动关系以及全球经济政策不确定性所导致的金融市场高挥发提振黄金价格。**黄金避险属性对金价的影响更多体现在事件性的驱动关系。从战争因素的风险溢价角度观察，当前全球的战争风险仍处近 120 余年的绝对高位，这对黄金定价产生积极的溢出影响。黄金的避险溢价亦受全球经济政策不确定性所导致的金融市场高挥发影响。从历史角度观察，全球经济政策不确定性指数的攀升往往和金融危机以及美联储降息周期重叠。从 1997 年至 2019 年，全球经济波动性的阶段性放大分别因互联网泡沫、次贷危机、欧债危机、英国脱欧+特朗普胜等事件影响，与该时期内三轮美联储降息周期相重合。当前全球已进入新一轮宽松周期，各经济体政经形势的扰动令市场对后续利率及经济政策的预期呈现高度挥发。截止至 24 年 9 月的最新数据，全球经济政策不确定性指数仍处于 229 的相对高位，较该数据从记录以来的历史均值 142.18 高出 61.1%。不确定性数据周期性的高企意味着金融市场的波动性及各类资产回报率的挥发性仍处偏高态势，这对黄金资产的避险溢价将起到溢出效应。

**黄金的通胀溢价：全球通胀呈现强黏性，黄金通胀溢价已在抬升。**自 08 年美国次贷危机以来，全球商品周期通过国际大宗商品价格的共振带动全球通胀联动并且对全球央行的货币储备形成影响。根据 COFER 数据显示，黄金国际储备货币地位已现持续性强化而美元占比则同期出现持续性去化（至 24Q2：黄金升至 17.9%，美元降至 58.2%）。根据 IMF 统计数据，2010-2020 年期间，全球年平均通胀率仅为 2.6%；而 2021-2024 期间，该数据上涨至 5.7%，而该阶段恰是全球央行黄金储备占比快速攀升阶段（由 21Q1 的 12.9% 上升 5pct 至 24Q2 的 17.9%）。周期性通胀数据的上涨与黄金储备比例的提升既显示了全球通胀状态呈现的强黏性特征，亦暗示了黄金在结算层面通胀溢价的有效。

**黄金汇率溢价的有效性仍在持续发酵。**黄金的汇率溢价从 2020 年开始有效反应，以 G10 货币计价的黄金均已创出不同程度的历史高点，这一方面显示了黄金汇率溢价的有效性，另一方面则解释了全球贸易争端对各国实际有效汇率的扰动。境内市场数据显示，人民币黄金需求或季节性抬升，人民币黄金溢价或仍攀升。近十年统计数据显示，Q4 中国市场黄金消费平均量 254.6 吨，均值环比增幅 10.8%，暗示人民币黄金现货溢价或显现季节性攀升。境外市场数据显示，美元黄金仍有汇率平价角度下较大的上行空间。美元指数自 2020 年以来相对其他货币平均溢价达到 19.9%，综合汇率溢价与各汇率黄金平均折价计算，我们认为美元黄金相对各汇率黄金高点平均折价幅度为 22.2%。

**降息周期之下：机会成本下降叠加流动性溢出效应推升黄金资产定价。**美联储由缩表向扩表的切换将推升央行核心一级资产的黄金价格，而前两轮 QE 后的美股/黄金比值角度观察，黄金或对美股的资金吸纳效应形成部分替代。我们统计发现，前六轮 FED 降息周期中，黄金平均上涨概率达 66.7%，平均区间涨幅约 21%。我们认为本轮降息周期下，黄金或有 27.3% 的最大上涨空间，目标价或为 3315 美元/盎司。

相关公司：山金国际、紫金矿业、赤峰黄金、玉龙股份。

**风险提示：**市场美元流动性骤紧，通缩预期加大，实际有效利率持续性反弹，黄金现货溢价大幅下滑。

## 目 录

1.黄金市场仍有效展现相对强势回报特征 .....	5
2.多重因素催化金价上行：避险、汇率、通胀、降息 .....	5
2.1 黄金的避险属性：巴以冲突带来的黄金避险溢价仍在发酵周期中 .....	5
2.2 全球通胀呈现强粘性，黄金通胀溢价已在抬升 .....	8
2.3 黄金的汇率溢价有效性仍在持续发酵 .....	10
2.4 降息周期：机会成本下降叠加流动性溢出效应推升黄金资产定价 .....	11
3.相关公司 .....	14
3.1 紫金矿业（601899.SH） .....	14
3.2 山金国际（000975.SZ） .....	16
3.3 玉龙股份（601028.SH） .....	17
3.4 赤峰黄金（600988.SH） .....	18
4.风险提示 .....	19

## 插图目录

图 1：伦敦现货黄金价格变动（2021M11-2024M10） .....	5
图 2：2024 年至今各大类资产回报率对比（截止至 11 月 7 日） .....	5
图 3：俄乌、巴以冲突推动地缘政治风险到 120 年间的绝对高点 .....	7
图 4：全球经济政策不确定性位于历史绝对高位 .....	7
图 5：美元占全球货币储备比重降至历史低位（2008-24Q2） .....	8
图 6：黄金占全球货币储备比重升至历史高位（2008-24Q2） .....	8
图 7：全球谷物及肉类指数已升至近 24 年绝对高位 .....	9
图 8：化肥综合价格指数亦处于近十年高位 .....	9
图 9：金银比回落至 2015 年至今的偏低位置 .....	9
图 10：铜金比缓慢上行/油金比持续回落 .....	9
图 11：不同货币计价的黄金回报率（2020.1.1-2024.10.1） .....	10
图 12：全球主要汇率实际收益变动（2020.01-2024.10） .....	10
图 13：人民币黄金溢价与离岸人民币联动性自 22 年加强 .....	11
图 14：人民币黄金季度溢价统计（2015-2024Q3） .....	11
图 15：黄金价格实际回报率在近一轮加息周期内表现 .....	14
图 16：美国降息期间的金价区间收益变化（2000-2024） .....	14
图 17：美联储资产负债表与美股黄金比值变化 .....	14
图 18：美联储资产负债表降息期间扩表情况 .....	14
图 19：黄金价格在不同场景走势拟合（以区间涨跌幅为准） .....	14
图 20：实际利率与金价走势对比 .....	14
图 21：紫金矿业全球矿产资源开发基地分布图（2023 年） .....	15
图 22：紫金矿业 2023 年产量及 2024-2025 年产量计划 .....	16
图 23：2023 年紫金矿业矿产铜、矿产金占中国总产量比例 .....	16

## 表格目录

表 1：自 1970 年以来战争事件对伦敦现货金价阶段性的影响 .....	5
表 2：自 1970 年以来战争事件对伦敦现货金价阶段性的影响 .....	7
表 3：全球通胀中枢变动情况（红色代表通胀压力增大） .....	9
表 4：汇率黄金相对平价数值 .....	10
表 5：前六轮 FED 降息周期中黄金与美元、美股的回报率对比 .....	13
表 6：前六轮 FED 降息周期中黄金与美元、美股的回报率表现 .....	13
表 7：黄金价格在加息周期变化情况.....	13

## 1. 黄金市场仍有效展现相对强势回报特征

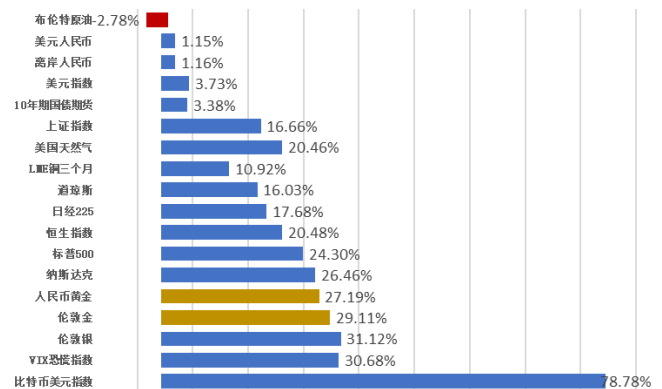
2024 年的黄金市场延续相对强势的回报特征，显示黄金类资产配置价值的有效性。商品供需属性的强化引导黄金定价的底部中枢上移，同时地缘政治紧张局势叠加全球经济增速挥发提升黄金对冲效应显现。2024 年伦敦现货黄金价格持续攀升，至 10 月已创历史新高并突破 2700 美元/盎司整数关口，10 月底价格（2734 美元/盎司）较年初（2068 美元/盎司）上涨 32.2%。从 2024 年初至 11 月 7 日，黄金回报率已跑赢多数大类资产，伦敦金及人民币黄金回报率分别达到 29.11% 及 27.19%。相比之下，以伦敦金超额回报为例，年内至今黄金相较布伦特原油、离岸人民币、美元指数、标普 500 分别有 31.89%、27.95%、25.38% 以及 4.81% 的超额回报率，显示黄金资产在避险及通胀黏性背景下配置价值的提升。我们对黄金定价中的避险属性、通胀属性以及流动性宽松效应的拆分发现，黄金行业仍然处于结构性牛市自强化过程中，这意味着黄金行业在本轮牛市之中仍然具有相对强势的配置价值。纵观现阶段全球的金股市场，高风险、高通胀及流动性宽松并存或成为阶段性常态，这意味着黄金类资产仍将因其强对冲性而获得正态回报。

图 1：伦敦现货黄金价格变动（2021M11-2024M10）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 2：2024 年至今各大类资产回报率对比(截止至 11 月 7 日)



资料来源：新浪财经，东兴证券研究所

## 2. 多重因素催化金价上行：避险、汇率、通胀、降息

### 2.1 黄金的避险属性：巴以冲突带来的黄金避险溢价仍在发酵周期中

黄金作为历史上曾有过的交易类货币具有天然的避险属性。“大炮一响，黄金万两”是黄金避险属性最直接的描述，因在乱世中的货币本身有信用风险以及贬值风险的存在。黄金避险溢价与战争的高关联度是在金本位制度下（Gold standard）存在的惯性交易，而随着布雷顿森林体系（Bretton Woods）的瓦解，战争的爆发与黄金价格的上涨间的惯性交易也开始变得模糊。我们统计了 1970 年后各阶段的 14 次局部战争对于黄金价格的影响发现，黄金价格的上涨弹性受益于事件性爆发预期下的概率变化。

表 1：自 1970 年以来战争事件对伦敦现货金价阶段性的影响

名称	发生时间	伦敦现货金涨跌幅	市场预期战争事件概率
----	------	----------	------------

印巴战争	1971. 11. 21-12. 17	3. 93%	低
两伊战争	1980. 9. 22-1988. 8. 20	11. 20%	低
第五次中东战争	1982. 06. 04-09. 29	49. 71%	低
伊拉克入侵科威特	1990. 08. 02	13. 17%	低
海湾战争	1991. 1. 17-2. 28	-8. 98%	高
波黑战争	1992. 04-1995. 12	5. 91%	低
美国 911 事件	2001. 09. 11	5. 64%	低
阿富汗战争	2001. 10. 7-2014. 12. 29	-6. 52%	高
伊拉克战争	2003. 03. 20-2011. 12. 18	-8. 87%	高
叙利亚内战	2011. 03. 15	11. 64%	低
伊拉克内战	2014. 01	14. 17%	低
克里米亚事件	2014. 03. 18	1. 89%	低
也门内战	2015. 03. 19	6. 46%	低
美国空袭叙利亚	2017. 04. 06	-0. 21%	高
俄乌冲突（延续）	2022. 02. 24	9. 94%（当周涨幅）	高
巴以冲突（延续）	2023. 10. 07	9. 37%（当周涨幅）	高

资料来源：Wind，东兴证券研究所

**黄金避险属性对金价的影响更多体现在事件性的驱动关系。**从战争因素的风险溢价角度观察，当前全球的战争风险仍处近 120 余年的绝对高位，这对黄金定价产生积极影响。俄乌冲突至今已持续两年半，巴以冲突持续升级，第一岛链局势开始复杂化，黄金定价中持续计入地缘冲突所带来的避险溢价。从全球的地缘风险角度观察，当前全球地缘政治风险指数（开战占比）已攀升至自 1973 年第四次中东战争以来第三高位，且处于自 1900 年有数据记录以来的绝对高位。我们统计这 120 余年的全球地缘政治风险指数，发现扣除一战和二战后的全球平均数值为 0.56，该区间最大数值为 3.77（海湾战争时期），而当前阶段风险指数最高已升至 2.17（2024 年 1 月），该数据已较均值水平高出 2.85 倍。考虑到当前俄乌代表的欧洲区域，巴以代表的中东区域，以及朝韩代表的远东第一岛链区域的冲突挥发程度依然全面高企，我们认为全球地缘风险指数仍有持续攀升的可能，这意味着黄金资产的避险溢价仍将持续发酵，对定价端仍将维持正向推动作用。

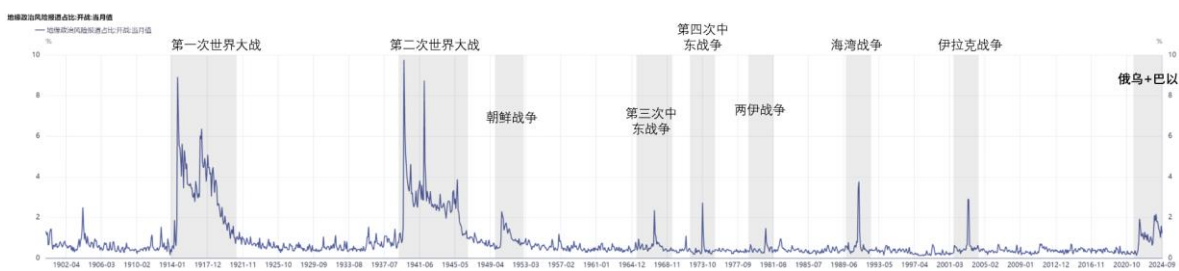
**黄金的避险溢价亦受全球经济政策不确定性所导致的金融市场高挥发影响。**从历史角度观察，全球经济政策不确定性指数的攀升往往和金融危机以及美联储降息周期重叠。从 1997 年至 2019 年，全球经济波动性的阶段性放大分别因互联网泡沫、次贷危机、欧债危机、英国脱欧+特朗普胜等事件影响，与该时期内三轮美联储降息周期相重合。从数据统计角度观察，在这四个区间内的全球经济政策不确定指数区间均值为 132.32。而自 2019 年 7 月中美贸易争端、美联储利率政策调整周期开启叠加全球公共卫生事件冲击，推动经济政策不确定指数触及高点 317.25；2022 年受中国卫生管控影响，该数据全年区间均值维持于高位 281.42。转至年内，尽管全球已进入新一轮宽松周期，但各经济体政经形势的扰动令市场对后续利率及经济政策的预期呈现高度挥发，截止至 24 年 9 月的最新数据，全球经济政策不确定性指数仍处于 229 的相对高位，较该数据从记录以来的历史均值 142.18 高出 61.1%。不确定性数据周期性的高企意味着金融市场的波动性及各类资产回报率的挥发性仍处偏高态势，这对黄金资产的避险溢价将起到溢出效应。



**表 2：自 1970 年以来战争事件对伦敦现货金价阶段性的影响**

事件	时间	高点
第一次世界大战	1914年8月	8.92
第二次世界大战	1939年9月	9.77
朝鲜战争	1950年7月	2.3
第三次中东战争	1967年6月	2.36
第四次中东战争	1973年10月	2.73
两伊战争	1980年10月	1.48
海湾战争	1991年2月	3.77
伊拉克战争	2003年3月	2.91
俄乌+巴以	至2024年1月	2.17

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 3：俄乌、巴以冲突推动地缘政治风险到 120 年间的绝对高点**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 4：全球经济政策不确定性位于历史绝对高位**


数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.2 全球通胀呈现强粘性，黄金通胀溢价已在抬升

黄金类货币属性源于黄金悠久的贸易结算历史。黄金作为全球主要交易性货币一类的历史可以追溯到数千年前的古埃及与古罗马时期。1816年，首先完成工业革命的英国成为全球霸主，率先实行金本位制令英镑与黄金挂钩，黄金成为国际货币，两国之间货币的汇率由它们各自的含金量之比来决定，全球贸易格局逐渐形成。随着一战爆发，庞大军费的募集引来货币膨胀，1931年前后的经济大危机又引发货币信用危机，英镑与黄金脱钩，金本位制终结。二战后，布雷顿森林体系建立，采取金汇兑本位制，美元与黄金直接挂钩令美元成为国际货币结算的基础。无论在金本位制时期还是金汇兑本位制时期，全球的贸易结算都是基于黄金的，这意味着黄金在贸易体系中的计价需计入汇率及通胀率的变化，因此黄金具有抗通胀属性。

黄金国际储备货币地位已现持续性强化。1971年布雷顿森林体系崩溃后，美元信用体系重构令黄金货币属性去化。1974年，美元石油交易的兴起进一步巩固了美元的世界结算货币地位。然而，08年次贷危机后全球央行开始意识到到货币风险分散的重要性，美元占全球储备货币比重开始从08年的63.77%降至24年Q2的58.22%，而黄金的全球央行储备比重则同期由10.2%攀升至17.9%。黄金在全球央行储备地位的强化主要受两方面原因提振，其一是美元的国际信用出现下降，从而导致去美元化资产需求量的增长。最显著的事件表现为2024年6月，沙特与美国长达50年的石油美元协议到期后不再续签，沙特现在可以灵活地以多种货币出售石油，包括人民币、欧元和日元。另一方面，黄金在央行资本属性已变为一级资产。根据巴塞尔协议III：自2019年3月29日起，黄金由央行三级资产（风险资产）变为一级资产，和货币、国债具备了同等的法律地位，央行可通过持有黄金的市场来进行放贷及扩表行为，显示黄金货币属性的强化。

全球通胀呈现强黏性，黄金通胀溢价已在抬升。自08年美国次贷危机以来，全球性事件对各国经济与市场的影响明显增强，而全球商品周期通过国际大宗商品价格的共振带动中美通胀联动。据IMF统计数据，2010-2020年期间，全球年平均通胀率仅为2.6%；而2021-2024期间，该数据上涨至5.7%，而该阶段恰是全球央行黄金储备占比快速攀升阶段（由21Q1的12.9%上升5pct至24Q2的17.9%）。周期性通胀数据的上涨暗示了全球通胀状态呈现强黏性的特征，这对黄金的通胀溢价形成有效抬升。

图 5：美元占全球货币储备比重降至历史低位  
(2008-24Q2)

图 6：黄金占全球货币储备比重升至历史高位（2008-24Q2）





资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.3 黄金的汇率溢价有效性仍在持续发酵

黄金汇率溢价的有效性仍在持续。黄金的汇率溢价从2020年开始有效反应，以G10货币计价的黄金均已创出不同程度的历史高点，这一方面反映了黄金汇率溢价的有效性，另一方面则从侧面解释了全球贸易争端对各国实际有效汇率的影响。其机制体现于：新兴市场汇率机制出现扭曲→资本流出带来本币折价→全球贸易占GDP比值出现下降→新兴市场本币贸易融资下滑→实际汇率贬值→非美元货币计价黄金创新高。

中国黄金进口的配额监管制度对人民币黄金溢价形成递导。中国黄金市场是只有进口配额的单向市场。中央银行通过调节给商业银行的配额分配来控制进入国内市场的黄金数量，从而稳定人民币汇率。当黄金进口配额增加或进口限制措施临时取消时，美元黄金外购量的加大会令人民币汇率承压并且会对黄金的进口溢价形成冲击。观察人民币黄金溢价历史数据，近两年平均溢价为24.7美元/盎司，23年9月一度涨至121.2美元/盎司的历史高点，这一方面显示黄金对冲汇率波动的有效性，另一方面则反映了境内市场对黄金需求的增大。

人民币黄金需求或季节性抬升，人民币黄金溢价或仍攀升。8月份中国多家银行已从央行获得新的黄金进口配额。两个月进口配额暂停后的重启或为中国黄金需求持续增长的一个先行指标，显示官方对于国内四季度黄金需求增长的预期，这也与黄金传统需求的旺季相符合（国庆及元旦期间婚礼较多）。从近十年数据统计角度观察，Q4中国黄金消费平均量254.6吨，均值环比为10.8%，季节性需求的抬升意味着后期人民币黄金现货溢价的攀升。

美元黄金仍有汇率平价角度下较大的上行空间。我们统计自2020年以来各国汇率变化情况，发现美元指数相对其他货币平均溢价达到19.9%。对比当前不同货币黄金价格较其历史高点折价统计，美元黄金折价为-6.1%，而除美元外其他货币黄金平均折价为-3.2%。综合汇率溢价与各汇率黄金较高点平均折价，我们计算美元黄金相对各汇率黄金高点平均折价为22.2%，数据显示美元黄金在汇率平价回归的背景下仍有较大上行空间。

表 4：汇率黄金相对平价数值

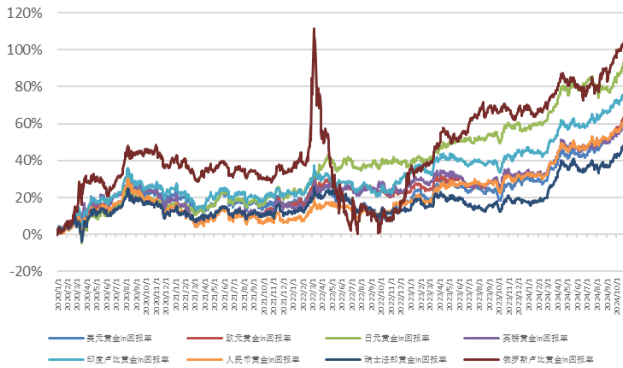
汇率黄金及汇率变化	US dollar	Euro	Japanese yen	Pound sterling	Canadian dollar	Indian rupee	Chinese yuan	Avg ex.Usd
历史高点	2,777.8	2,562.6	425,642.3	2,140.4	3,861.7	233,601.9	19,766.8	
当前价格	2,734.2	2,517.2	416,055.6	2,126.1	3,806.8	229,906.2	19,462.5	
自2020年以来金价%	80.5%	86.5%	152.7%	85.9%	93.8%	112.6%	84.5%	102.7%
当前价格较高点折价	-6.1%	-3.7%	-2.7%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.1%	-3.2%
自2020年以来汇率变化%	7.7%	-3.1%	-40.0%	-2.7%	-7.3%	-18.1%	-2.3%	-12.2%
美元黄金相对各汇率黄金高点平均折价	22.2%							
美元指数相对其他货币平均溢价	19.9%							

计价单位为当地货币每盎司

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

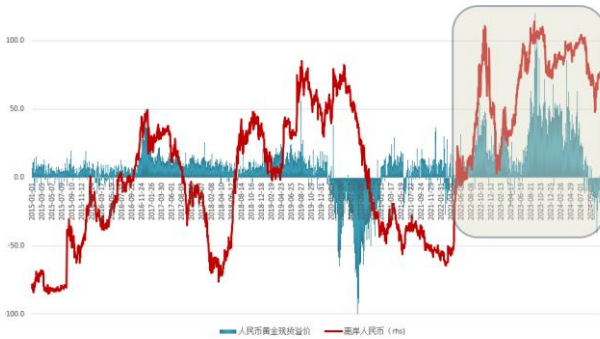
图 11：不同货币计价的黄金回报率（2020.1.1-2024.10.1）

图 12：全球主要汇率实际收益变动（2020.01-2024.10）

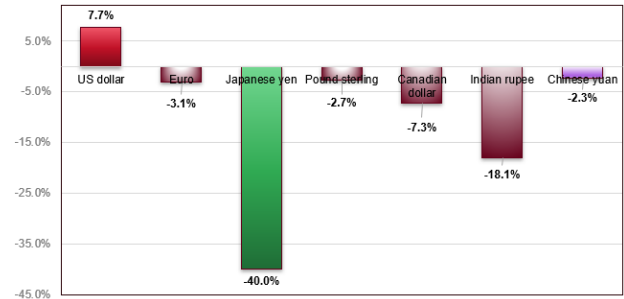


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 13：人民币黄金溢价与离岸人民币联动性自 22 年加强**

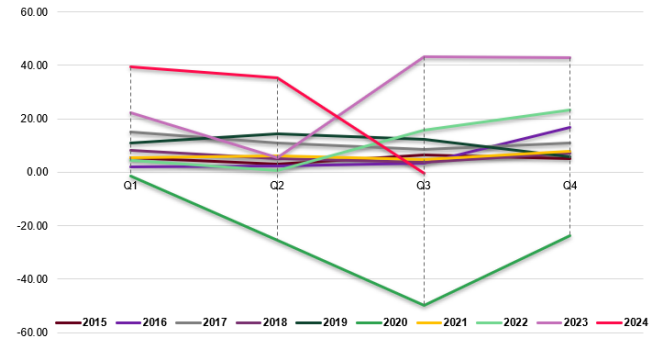


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

**图 14：人民币黄金季度溢价统计（2015-2024Q3）**



资料来源：iFinD，世界黄金协会，东兴证券研究所

## 2.4 降息周期：机会成本下降叠加流动性溢出效应推升黄金资产定价

流动性的系统性宽松会降低持有黄金的机会成本，并对金价形成正反馈。由于黄金是传统的无息资产，利率成本的系统性下降会减少持有黄金的机会成本，从而提振黄金持仓的增加。截止到 2024 年 9 月底的数据统计，全球 168 个国家/地区的央行，在最近一次议息会议上出现降息操作的国家有 74 个，降息幅度达到或超过 50 个基点的国家/地区已升至 39 个。数据的变化显示美联储本轮首次降息之后，确定性的标志着全球已由货币政策紧缩周期向宽松周期转向，这也意味着整个流动性的溢出效应将在全球央行资产负债表显现。从前两轮美联储资产负债表变化角度观察，每轮降息后都伴随着资产负债表由缩表向扩表的切换，且扩表增量出现倍数级增长。2008 年 FED 扩表 1.2 万亿美元，2020 年 FED 扩表 4.6 万亿美元，总规模由 08 年 9 月 0.96 万亿升至 21 年底 8.8 万亿。而考虑到当前资产负债表已经从 22 年 3 月的 9.01 万亿下降到 24 年 10 月的 7.1 万亿，总资产下降 21.2%，缩表绝对额 1.91 万亿美元，已给扩表腾出足够空间。伴随新一轮降息周期开启，若美联储转向扩表，将推动流动性释放并推升央行核心一级资产的黄金价格。另一方面，黄金或许会对美股的资金吸纳效应形成部分替代。美股与黄金价格的比值在 08 年金融危机后的持续扩表周期中开始提升，在 2020 年的扩表后中枢延续抬升，显示近一轮扩表后美股相对黄金吸纳了更多的流动性。美国经济韧性推动企业相对利润率改善，随后通过回购注销制度强化股市回报率。美国股市进入公司盈利-回购增长-股价上涨的良性循环，提振美股资金吸纳效应。考虑到当前全球政经状态及贸易状态的高波动性，企业预期盈利状态的高挥发性，这会促使资金在此轮扩表中向配置黄金类资产倾斜，从而带动美股与黄金价格的比值向均值回归。

- **美元降息周期中黄金平均有 66.7% 上涨概率。**从历史数据观察，美国迄今经历六轮降息周期，其中发生三次美国经济软着陆（经济增长率平稳回落，失业率在 4.5-6% 区间，通胀率  $\leq 4.5\%$ ），三次美国经济硬着陆（经济增速过快下降，甚至出现负增长，伴随大规模通缩与失业增加）。金价平均区间涨幅 12.3%，平均区间最大涨幅 25%，整体优于美元、弱于美股同期的回报表现。
  - **美经济硬着陆下降息，黄金区间平均涨幅 21%。**经我们统计，美国经济硬着陆时，黄金有 66.7% 的上涨概率，区间平均涨幅为 21%，区间最大涨幅为 50.5%，均优于美元和美股表现。相比之下，美元与美股上涨概率均为 33.3%，区间平均涨幅分别为 -7.5% 与 -9%，呈现负回报。
  - **美经济软着陆下降息，黄金区间平均涨幅 3.6%。**经我们统计，美国经济软着陆时，黄金仍有 66.7% 的上涨概率，区间平均涨幅为 3.6%，区间最大涨幅为 11.3%，优于美元（上涨概率 66.7%，区间平均涨幅 -0.4%，区间最大涨幅 25.8%），但不及美股（上涨概率 100%，区间平均涨幅 59.1%，区间最大涨幅 117.9%）。
  - **最近一次美联储降息，黄金区间平均涨幅 21.1%：**在紧张的贸易局势与低通胀背景下，美国于 2019 年 8 月至 10 月连续降息三次，共计 75BP；2020 年 3 月受疫情影响又紧急降息 50 个 BP，随后将利率降至接近零的水平。在此轮降息周期中，美国实现了 2000 年后唯一一次经济软着陆，而黄金区间涨跌幅为 21.1%，区间最大涨幅 21.1%，均优于美元（6.3%，6.3%）与美股（5.6%，14.2%）。
- **我们认为本轮降息周期下，黄金或有 27.3% 的最大上涨空间，目标价或为 3315 美元/盎司。当前美国经济数据显示其经济实现软着陆或为大概率事件。**本次美国 9 月降息之后，从 10 月初最新公布数据来看，美国就业数据回暖，经济增长率平稳，暗示此次降息的背景具有软着陆特征。而根据美国银行九月公布的全球基金经理调查，79% 的受访基金经理认为全球经济软着陆为大概率事件。以 79% 的软着陆概率为基准，根据降息期间历史平均最大涨幅测算，我们认为本轮降息期间黄金或有 27.3% 的上涨空间，对应美元黄金目标价或至 3315 美元/盎司。



**表 5：前六轮 FED 降息周期中黄金与美元、美股的回报率对比**

时期	背景	分类	种类	区间起点	区间终点	区间涨跌幅	区间最大涨幅
2019.07-2020.03	贸易战	软着陆	美元指数	97	103	6.3%	6.3%
			伦敦金价格	1390	1684	21.1%	21.1%
			标普500指数	2964	3130	5.6%	14.2%
2007.09-2008.12	次贷危机	硬着陆	美元指数	81	87	7.7%	9.2%
			伦敦金价格	672	880	31.0%	50.5%
			标普500指数	1474	913	-38.0%	6.2%
2001.01-2003.06	互联网泡沫	硬着陆	美元指数	109	95	-12.5%	11.3%
			伦敦金价格	271	367	35.3%	40.9%
			标普500指数	1283	1012	-21.2%	7.0%
1995.07-1998.11	无经济冲击(1995)-亚洲金融危机	软着陆	美元指数	82	97	18.7%	25.8%
			伦敦金价格	385	297	-22.7%	7.9%
			标普500指数	547	1192	117.9%	117.9%
1989.06-1992.09	储贷危机	硬着陆	美元指数	103	85	-17.6%	2.7%
			伦敦金价格	361	350	-3.2%	17.3%
			标普500指数	322	425	32.1%	32.1%
1984.10-1986.08	高赤字与强美元	软着陆	美元指数	147	108	-26.3%	12.0%
			伦敦金价格	345	388	12.3%	12.3%
			标普500指数	165	253	53.9%	53.9%

资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**表 6：前六轮 FED 降息周期中黄金与美元、美股的回报率表现**

	类型	上涨概率	区间平均涨幅	区间最大涨幅
美元	软着陆	66.7%	-0.4%	25.8%
	硬着陆	33.3%	-7.5%	11.3%
黄金	软着陆	66.7%	3.6%	21.1%
	硬着陆	66.7%	21.0%	50.5%
美股	软着陆	100.0%	59.1%	117.9%
	硬着陆	33.3%	-9.0%	32.1%

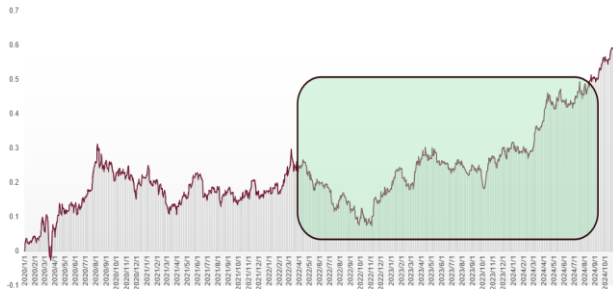
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

**表 7：黄金价格在加息周期变化情况**

	时任美联储主席	起始时间	伦敦金现货	结束时间	伦敦金现货	期间涨跌幅
加息周期1	格林斯潘	1999.6	258	2000.5	277	7.36%
加息周期2	格林斯潘	2004.6	1049	2006.6	1334	27.17%
加息周期3	耶伦/鲍威尔	2015.12	1050	2019.3	1310	97.52%
加息周期4	鲍威尔	2022.3	1922	2023.7	1964.8	25.77%

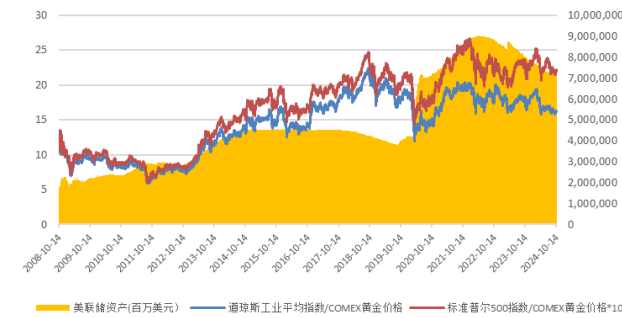
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 15：黄金价格实际回报率在新一轮加息周期内表现



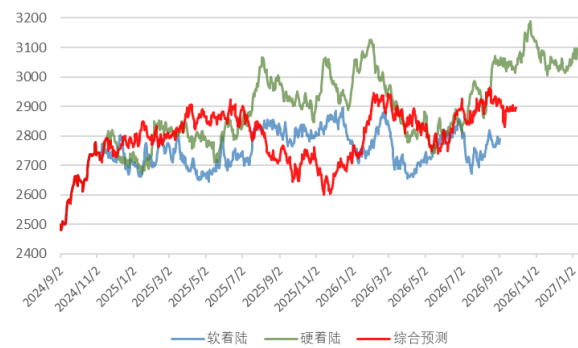
资料来源：iFinD，世界黄金协会，东兴证券研究所

图 17：美联储资产负债表与美股黄金比值变化



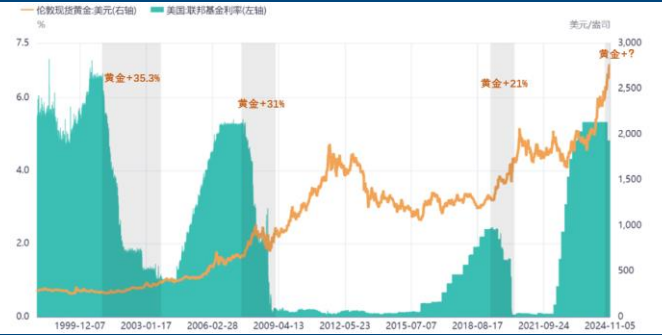
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 19：黄金价格在不同场景走势拟合(以区间涨跌幅为准)



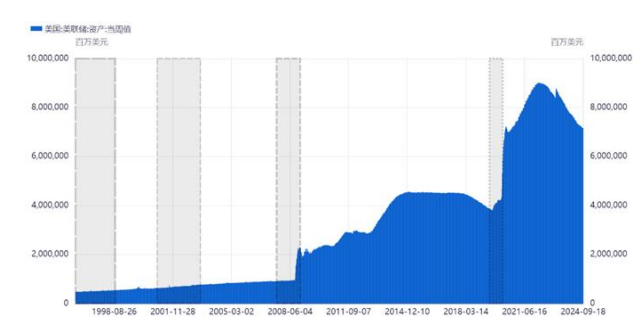
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 16：美国降息期间的金价区间收益变化（2000-2024）



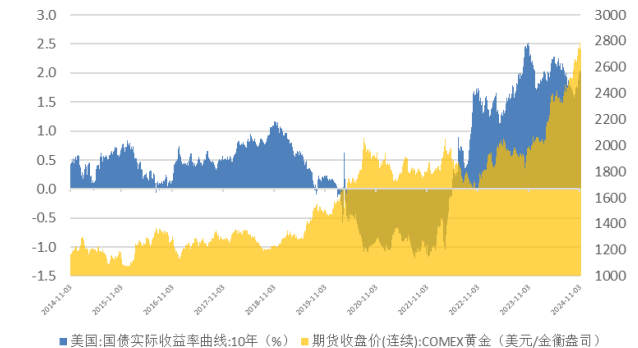
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 18：美联储资产负债表降息期间扩表情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 20：实际利率与金价走势对比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3. 相关公司

#### 3.1 紫金矿业（601899.SH）

公司是大型跨国矿业集团。公司在海外 15 个国家和中国 17 个省（自治区）拥有超 30 座大型、超大型矿



产资源开发基地，主要在全球范围内从事铜、金、锌、锂、银、钼等金属矿产资源勘查、开发和矿业工程研究、设计及应用等。公司拥有世界级矿产资源，目前保有益资源量丰富，其中铜约 7,500 万吨、黄金约 3,000 吨、锌（铅）超过 1,000 万吨、银约 1.5 万吨，当量碳酸锂超过 1,300 万吨。截止 2024 年三季度，公司年内实现营业收入 2303.96 亿元，同比增长 2.39%；实现归母净利润 243.57 亿元，同比增长 50.68%。

**黄金增储增产双发力。**截止 24H1，公司保有益金资源储量 1119.59 吨。2024 年前三季度，公司合计矿产金 54265 千克，同比增长 8.33%。公司采选与冶炼产能持续升级，24H1 萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨/年采选和 5 吨/年黄金冶炼项目如期建成投产。2024 年 11 月 7 日，公司发布公告称将通过境外全资子公司金誉矿业，拟以 2.45 亿美元及二期项目商业化生产后 5,000 万美元的或有付款和 1.5% 黄金净冶炼收益的权益金为对价，收购泛美白银旗下秘鲁 La Arena 金矿和二期项目 100% 权益。该项目分为一期在产金矿堆浸项目（合计证实+可信级别矿石储量 2,260 万吨，含金约 8 吨，平均品位 0.33 克/吨；目前日处理矿石量为 3.6 万吨，年产金约 3 吨，剩余服务年限为 3 年）以及二期处于研究阶段的斑岩型铜金矿项目（合计探明+控制级别含金储量 175.3 吨，平均品位 0.24 克/吨；若按 3,300 万吨/年采选规模设计，建设期 3 年，生产期 19 年，预计达产后年产铜约 10 万吨、产金约 3.8 吨）。本次收购将进一步优化公司黄金资源储量与产量，持续加强公司成长能力。

**低成本竞争优势全球领先。**公司在找矿勘查、投资并购、开发运营三方面成本控制能力均全球领先。勘矿方面，公司 50% 以上铜、金资源和 90% 以上锌（铅）资源为自主勘探获得，凭借其技术优势以及丰富的实践经验，单位勘查成本显著低于全球同行。投资并购方面，通过逆周期并购手段，2020 年以来，公司资源平均并购成本铜约 50 美元 / 吨、黄金约 70 美元 / 盎司，显著低于全球同行同期铜 200 美元 / 吨、黄金 80 美元 / 盎司的平均并购水平。开发运营方面，公司坚持“一企一策”开发，优化建设方案、控制投资成本、缩短建设周期，生产运营成本竞争优势凸显，铜 C1 成本和黄金 AISC 成本均位于全球前 20% 分位。同时，公司强大的技术输出能力也能转换为运营优势，通过针对项目公司的实际开展系统的技术攻关和方案输出，解决权属企业的技术问题，原长期亏损的塞尔维亚博尔铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿等 5 个大型项目在公司主导运营后不到 1 年均扭亏为盈。

**风险提示：**全球矿山资本开支计划不及预期；公司矿端项目产出不及预期；项目国政治风险；金属价格大跌。

**图 21：紫金矿业全球矿产资源开发基地分布图（2023 年）**



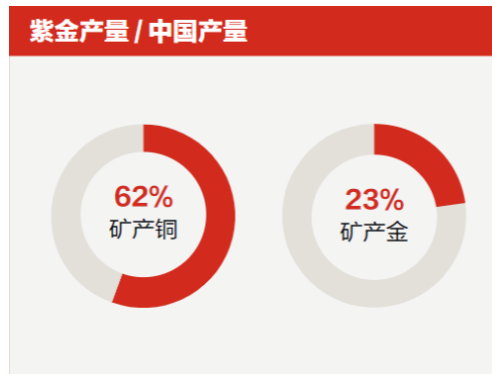
资料来源：紫金矿业 2023 年年报，东兴证券研究所

图 22：紫金矿业 2023 年产量及 2024-2025 年产量计划

	2023	2024E	2025E
矿产铜/万吨	101	111	117
矿产金/吨	68	73.5	90
矿产锌(铅)/万吨	47	47	48
矿产银/吨	412	420	450
当量碳酸锂/万吨	0.29	2.5	12
矿产钼/万吨	0.81	0.9	1.6

资料来源：紫金矿业 2023 年年报，东兴证券研究所

图 23：2023 年紫金矿业矿产铜、矿产金占中国总产量比例



资料来源：紫金矿业 2023 年年报，东兴证券研究所

### 3.2 山金国际 (000975.SZ)

公司是中国领先的黄金生产商之一,业务涵盖黄金勘探、开采、销售等领域。公司拥有 4 座金矿矿山与 1 座铅锌银多金属矿山,其中黑河洛克是国内入选品位较高的金矿,吉林板庙子是国内生产管理水平较为先进的矿山,青海大柴旦探矿增储潜力巨大,玉龙矿业是目前国内矿产银(含量银)最大的单体矿山之一。截止 24Q3,公司年内实现营业收入 120.71 亿元,同比+70.14%;实现归属上市公司股东净利润 17.27 亿元,同比增长 54.46%。

**公司矿储勘探取得有效突破。**截止 2024H1，公司 4 座金矿矿山及 1 座铅锌银多金属矿山除采矿权外共拥有 15 宗探矿权，勘察范围达到 175.42 平方公里。根据 23 年年报披露数据，公司当前储量为：金金属 156.78 吨，银金属量 7856.9 吨，铅金属量 61.37 万吨，锌金属量 128.36 万吨，以及铜金属 12.62 万吨。24 年 8 月，公司控股子公司吉林板庙子与吉林省自然资源厅签订《矿业权出让合同》，取得了吉林省通化县果松镇南岔村岩金矿普查探矿权，勘查面积 15.08 平方千米，有助于吉林板庙子在保有资源稳定下保持探采平衡。24 年 9 月，公司控股子公司内蒙古玉龙矿业 1118 高地铅锌矿探矿权已转为采矿权，矿权面积 3.4821 平方公里，采用地下开采方式且生产规模达到 99 万吨/年，主要矿产品为银、锌、铜及铅。考虑到玉龙矿业地处大兴安岭有色金属成矿带且是世界级有色金属矿床（银、铜、铅、锌、金）重点地区，探转采的有效执行将进一步优化公司的矿产成长性。此外，24 年 8 月末，公司已正式完成 Osino 公司 100%间接控股的收购交割并将新增 127.2 吨黄金资源量，公司整体资源储备将进一步增厚。

**公司矿产金业务持续性优化。**得益于黄金价格上涨、矿山产能效率提升及降本增效新举措执行，公司矿产金毛利水平呈现持续优化迹象。截止至 24Q3，公司矿产金毛利率已由 67.98%(24Q1)升至 73.1%(+5.12pct)，公司合并摊销后的矿产金克成本已降至 142.8 元/克（较 24Q1 的 156.32 元/克继续下降 13.52 元/克），公司是业内矿金成本控制最优的黄金企业之一。此外，公司矿产银、铅及锌精粉对应毛利率分别进一步升至 47.72%、41.06%及 40.41%，有效显示公司回采率、贫化率、选冶回收率、设备运转率等指标流程的优化及资源综合利用率的提升。考虑到黄金价格运行中枢的趋势性抬升，叠加公司资源综合利用效率的实质提高，预计公司单位产出成本将延续持续优化态势，这有助于公司后期估值弹性的释放。

**风险提示：**金属价格下跌风险；产量不及预期风险；项目产出进度及项目技改进度低于预期风险，应收账款核心客户占比过高风险。

### 3.3 玉龙股份（601028.SH）

**公司已成为以矿采选业务为主的多元化贵金属矿商。**公司“黄金矿产和新能源新材料矿产双轮驱动”战略有效实施，至 24 年四季度公司已成为有色金属矿采选业中相对纯粹的贵金属矿采选公司及具有持续增长性的新材料矿产公司。从最新的数据观察，公司已有效切换至以矿采选业务为主的主营结构，其中黄金矿山业务占营收比例由 22 年的 1.3%增至 24H1 的 89.5%。考虑到公司帕金戈金矿已经进入全面达产阶段，叠加后期陕西楼房沟钼矿的产出释放，预计矿山类业务占公司主营业务比例将延续结构性攀升状态，而考虑到矿采选业务具有的偏高毛利特征，公司综合毛利水平亦有望持续提升。此外，考虑到公司主营行业变更后对公司估值弹性的优化，公司滚动估值水平有望从 26X 增至申万黄金板块平均估值 36X 左右。截止 24Q3，公司年内实现营业收入 13 亿元，同比减少 19.87%；实现归母净利润 2.88 亿元，同比减少 21.03%。

**公司矿权价值进入持续增值空间。**2023 年公司已成立专业的勘探公司 Auspin 对帕金戈金矿进行研究勘探并取得了积极进展，截止至 23 年中，帕金戈金矿区拥有符合 JORC 标准的金金属量增长 31.5 万盎司（9.8 吨）至 202.1 万盎司（约 62.86 吨），年内经勘探该矿金金属量增长 18.5%；而至 24H1，矿山金金属量再度同比增长 20.2 万盎司（6.28 吨）至 222.3 万盎司（69.14 吨），两年有效勘探金金属量由 53.06 吨增至 69.14 吨，增幅达 30.3%，暗示帕金戈金矿后期仍有巨大增储空间。另一方面，楼房沟钼矿的资源量也有大幅提升的潜在可能。公司在 23 年补充勘探过程中发现原地地质勘探报告中未揭露 II 号矿体由原控制长度 250 米增加到目前控制总长度约 550 米左右，矿体厚度约 80m，平均品位 1.01%，预计 V2O5 资源量将由 49.99 万吨提升至 65.15 万吨，这意味着后期楼房沟钼矿的矿权价值仍将提升。

**公司矿山类业务开始进入强成长周期。**公司当前矿山类业务聚焦“黄金矿产和新能源新材料矿产”双轮驱动，



主要由收购的帕金戈金矿与楼房沟钒矿，以及参投的催腾矿业石墨矿和辽阳灯塔双利硅石矿构成；其中帕金戈金矿在 2024 年持续扩大提质与降本增效成果，选矿综合回收率与矿山电力使用效率双提升，楼房沟钒矿则预计在 2025 年进入试产状态。从公司已有的各矿山业务板块观察，帕金戈金矿在 2024 年上半年的黄金产量、成本控制能力及盈利水平均在 2023 年历史新高的基础上持续提升（持股 100%，拥有黄金资源量 62.86 吨（202.1 万盎司）@5.8g/t）。2024H1，帕金戈金矿实现矿金产量 1.53 吨（约 4.92 万盎司），与 23 年上半年基本持平，同处公司历史高位；实现净利润 3.23 亿元，创历史最高水平。报告期内，帕金戈金矿新增四个金及其他非煤矿探矿权，矿区面积由约 1700 平方公里增加至约 3050 平方公里。从金矿产出增长角度观察，公司当前正致力于将选厂能力由 60 万吨提升+16.7%至 70 万吨，按 70 万吨产能和 90%左右回收率测算，2023-2025 年矿产金产量预计分别达到 3.25/3.49/3.65 吨，较 2023 年公司矿金产量分别增长 14%/22.5%/46.7%。此外，楼房沟钒矿方面，该矿当前已获得采矿项目立项核准审批、选矿项目备案审批，完成尾矿库指标转让协议并取得了 205 亩城市建设边界内用地指标，24 年上半年钒矿项目建设工作有序推进，且发现新矿体，新增五氧化二钒资源量 15.16 万吨，预计将在 2025 年进入试产状态（持股 67%，当前拥有五氧化二钒资源量 65.15 万吨@1.08%，按 66 万吨产能、15%贫化率和约 80%回收率测算，预计 2025-2027 年 98%五氧化二钒产量分别为 2407.1/3758.2/4814.2 吨）。另一方面，公司参股的非洲莫桑比克的催腾矿业是石墨新材料产业链中优质的上游矿产，其中安夸贝石墨矿项目已开展基建（持股 11.44%，拥有石墨矿资源量约 4,610 万吨，设计年产能 100 万吨，年产天然鳞片石墨精矿约 6 万吨）；参股的辽阳灯塔双利硅石矿为露天矿，建设周期约 8 个月，预计 2024 年达成投产（持股 35%，矿区范围内保有资源量 456.2 万吨，设计年产能 50 万吨，回采率 97.5%）。公司计划持续扩大新能源新材料矿产资源储备，2024 年上半年与合作方相继签署框架协议，拟收购非洲石墨项目与辽宁硅石项目控制权，增厚公司石墨与硅石资源储备。

**风险提示：**金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑，应收账款过高风险，存货风险，资源国政治风险及汇率风险。

### 3.4 赤峰黄金（600988.SH）

**公司贯彻“以金为主”的发展战略。**公司主营业务为黄金、有色金属采选及资源综合利用业务，主要通过下属子公司开展：子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼；位于加纳的金星瓦萨主要从事金矿开采业务。公司旗下含自有矿山 8 座，其中金矿山六座，含金矿石资源量 127.23 百万吨，平均品位 3.57g/t，截止 24Q3，公司年内实现营业收入 62.23 亿元，同比增长 22.93%；实现归母净利润 11.05 亿元，同比增长 112.59%。

**公司降本增效有效推进。**公司持续推进生产流程的降本增效，24 年 1-9 月公司矿产金平均销售成本 281.55 元/克，平均全维持成本 285.53 元，较该数据的全球平均数 1388 美元/盎司（截止 2024Q2）低 10%。公司海外及国内矿山成本略显分化，但海外销售费用控制能力有提升。报告期内，万象与瓦萨平均销售成本分别下降至 1482.97 美元/盎司（同比减少 4.95%）与 1278.69 美元/盎司（同比减少 1.65%），显示公司海外销售费用控制能力增强，整体盈利能力实质性提升。而国内矿山方面，由于矿石品位下降但掘进探采等工作量增加，导致单位生产成本被迫提升。报告期内，公司国内矿山销售成本同比增长 16.72%至 171.16 元/克，年内全维持成本同比增长 8.88%至 230.52 元/克。从财务数据观察，公司降本增效成果进一步显现。截止 24Q3，在矿金产销同比增长背景下（产+5.05%，销+4.95%），公司年内期间费用却持续下滑：销售费用同比下降 41.3%至 31.66 万元，销售费用率由 23 同期 0.11%降至 0.01%；管理费用同比下降 9.3%至 3.21 亿元，管理费用率由 23 同期 7%降至 5.17%；财务费用同比下降 0.5%至 1.25 亿元，财务费用率则由 2.48%降至 2.01%。同期，公司年内销售净利率为 20.15%，较 23 年提高 8.1 个百分点；年内销售毛利率为 41.96%，较 23 年提

高 9.4 个百分点，数据综合显示公司在生产经营流程中成本控制能力的有效优化及盈利能力的系统性提升。此外，从矿山生产效率观察：2024H1，万象矿业台车生产力提高推动地下矿掘进矿石量较预计增长 67%；半自磨氧化矿磨机、擦洗机及卡车生产率亦均有提高，采剥总量比计划提高了 12%；同时树脂浸出选矿项目已于七月末成功预投产，有效提高黄金回收率与产量。同时，瓦萨掘进效率升级，回收率提升至接近 96%；五龙矿展井下尾砂充填试验可研工作与大数据管理的推进带动降本增效；吉隆矿选矿扩建项目已于年内完成。我们预计公司黄金业务将受益于规模效应的提升而进入毛利持续优化阶段，至 2026 年毛利率或升至 50% 以上。

**矿产金产量稳定释放期。**公司 21Q3-24Q3 期间矿产金产量 CAGR 为 20.8%，由 21Q3 的 6.09 吨增至 24Q3 的 10.75 吨（增长 76.4%）。公司矿金产出增量源于境内选矿能力的提升及境外矿山产能的释放。公司国内五龙矿业四分矿 3000 吨/天技改项目持续推进（24H1 日选矿能力已达 2000 吨之上）；吉隆矿业年 18 万吨选矿扩建项目已于 7 月启动预生产，预期选矿处理能力增长 150%；瀚丰矿业扩建项目计划于 2024 年 12 月底完成，年内已部分投入生产，截止 24Q3，公司铜精粉（+88%至 1185 吨）、铅精粉（+84%至 2626 吨）、锌精粉（+84%至 10178 吨）与钼精粉（+561%至 491 吨）产量均较去年同期大幅增长。海外方面，万象矿业塞班矿远西采区采矿权许可区域由 11696 公顷扩大至 13088 公顷，有效期十年；瓦萨矿掘进效率和生产效率提高，DMH 露天坑开采得到优化且井下出矿能力已经提升至 7,000 吨/天。根据公司扩产规划，我们预计 2024-2026 年公司矿产金权益产量或分别达到 15.96 吨、17.42 吨及 20.26 吨，近 3 年 CAGR 达 12.7%。

**风险提示：**金属价格下滑及矿石品位下降，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响下滑风险，资源国政治风险及汇率风险。

## 4. 风险提示

**风险提示：**市场美元流动性骤紧，通缩预期加大，实际有效利率持续性反弹，黄金现货溢价大幅下滑。

## 分析师简介

### 张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员。

## 研究助理简介

### 闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526