

贵金属行业市场分析

一、2020 年以来贵金属复盘：宏观波动，价格走强

2020 年疫情之后的黄金价格走势大致可划分为四轮上涨和三轮下跌：

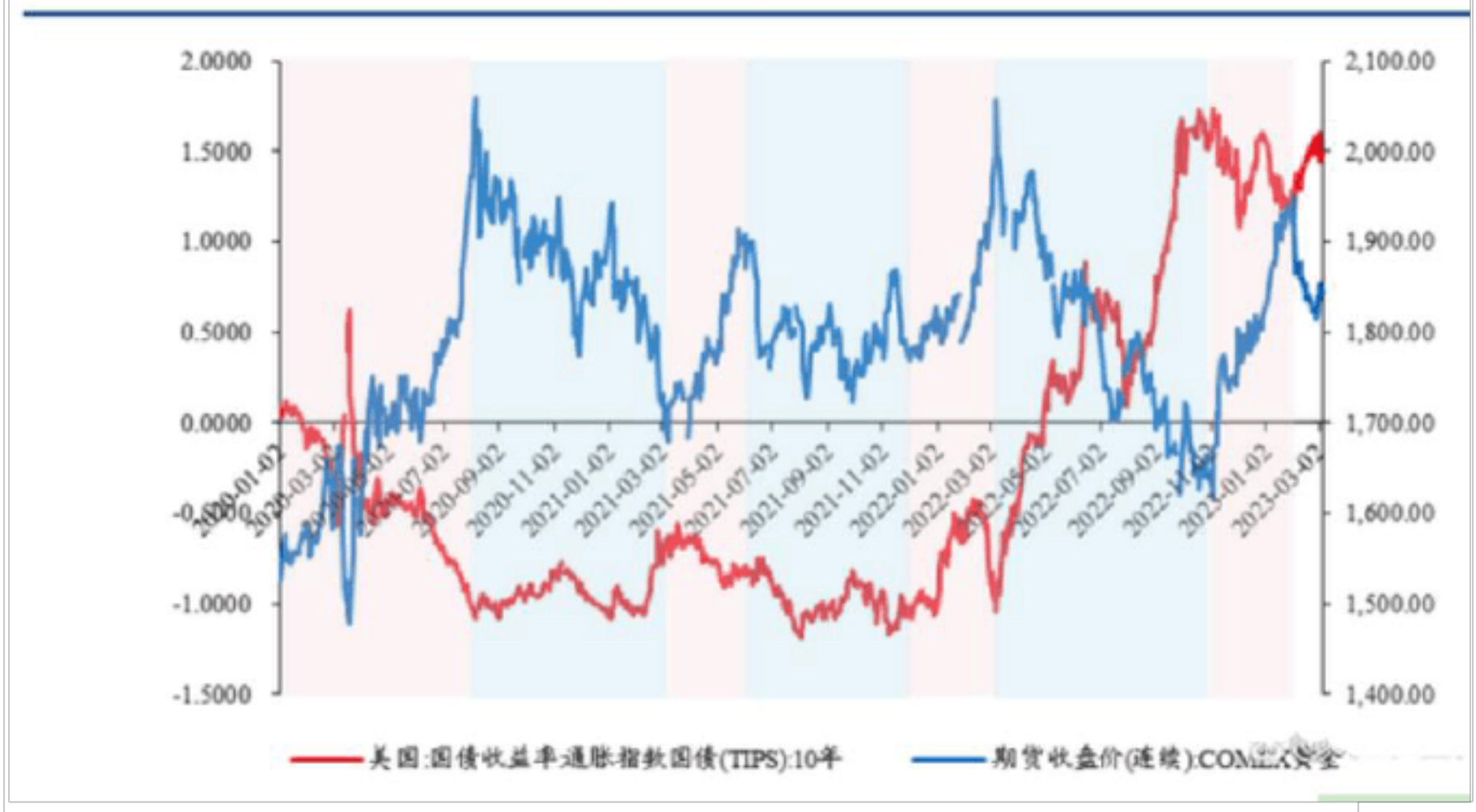
(1) 2020 年初至 2020 年 8 月：经济衰退叠加无限量 QE 催生黄金大涨。疫情虽然导致短暂性的“危机”发酵，但美联储快速且坚决地将目标基准利率降为 0 附近，并立即开启无限量 QE 以避免系统性的风险。新冠疫情的快速传播给予政府防控的压力，各国出台了限制人们活动的措施，压制了全球经济。在经济衰退持续的背景下，无限量 QE 释放的流动性导致了黄金价格快速上涨。

(2) 2020 年 8 月至 2021 年 3 月：全球经济复苏，金价回落。在 8 月之后，海外各国对于新冠疫情开始逐步放松管控，美国向民众发放的失业补助也形成了较为强烈的消费刺激。经济基本面快速修复，黄金在经济繁荣周期承压回落。

(3) 2021 年 3 月至 2021 年 6 月：经济复苏二阶导见顶，滞涨担忧渐显，大宗商品普遍创新高。本次时间窗口中，美国制造业 PMI 达到近年来的峰值 64.7，在此之后制造业 PMI 有所下滑，但仍在扩张区间。前期释放流动性导致铜、铝、锡等等大宗金属价格上涨，催生了市场对滞涨的担忧。从而带动黄金再次出现一轮上涨。

(4) 2021 年 6 月至 2022 年年初，市场担忧通胀上行进而美联储收紧货币政策，同时美联储却在不断安抚市场。这个过程中，各种大宗金属价格均处于高位震荡，体现了市场的预期与美联储对预期的管理持续博弈，此时金价也基本横盘震荡。

图表 1 2020 年以来黄金价格与实际利率走势图（%，美元/盎司）



进入 2022 年，黄金的主题是俄乌冲突与超预期加息：

（1）一季度俄乌冲突是美联储加息预期管理中的插曲。21 年 12 月美国 CPI 同比增长达到 7%，创下近 40 年来的最大涨幅，贵金属因加息预期上行而承压。但今年年初俄乌冲突彻底激化，欧洲能源危机暴涨，市场预期美联储的加息节奏或有放缓，以及避险需求使贵金属大幅上涨。通常认为黄金价格跟随实际利率是指十年期，但实际上黄金是不同久期下的实际利率的叠加，因此俄乌冲突剧烈地影响了即期的实际利率，反而对十年期几乎无影响，所以我们看到了较为反常的现象：金价在十年期实际利率没什么变化的情形下大幅上涨。

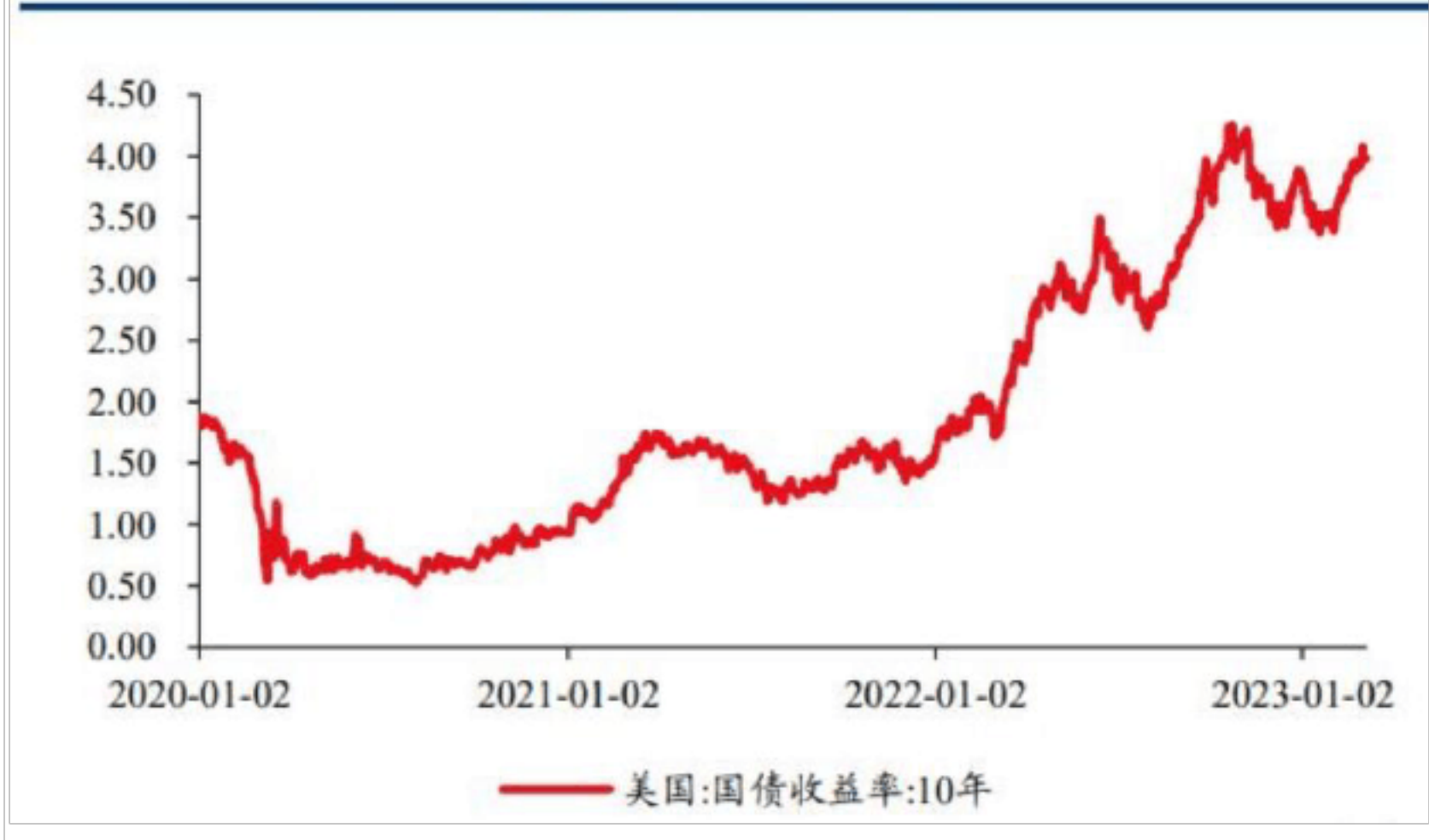
（2）“通胀预期→加息预期→金价”这一逻辑链条贯穿二三四季度，10 月已确认底部。4 月，俄乌冲突导致原材料价格大幅上涨，市场对美联储的加预期逐渐加强，金价高位回落；5、6 月美国 CPI 持续超预期，6 月达到本轮通胀高点 9.1%，引发了对加息预期的再次升

温。美联储从 11 月开始暗示 12 月加息放缓,10 月 CPI 也低于预期, 金价再次拉升。本轮十年期实际利率的高点出现在 10-11 月, 在此期间金价两次探底确认底部, 本轮金价底部为 1630 美元/盎司左右。从 2022 年 11 月以来, 金价经历了一轮快速的上涨和回调, 主要驱动力仍然来自美联储加息预期的变化:

(1) 金价上涨的起点在最后一次 75bp 加息落地之时: 2022 年 11 月 3 日, 美联储确认再次加息 75bp, 符合市场预期。与此同时, 美国经济正在回落, 制造业 PMI 低于荣枯线, CPI 也连续高位回落, 考虑到持续加息的政策效应存在时滞, 未来经济衰退和金融风险增加, 市场预计 12 月份美联储加息步伐将有所放缓。在 2022 年 11 月 4 日, 市场对美联储目标利率的预期达到峰值, 同时十年美债收益率也同步达到最高值。

(2) 近期金价回调来自于超预期的就业市场, 驱动过于乐观的市场预期向美联储预期收敛: 美国 2023 年 1 月的非农就业人数达到 51.7 万人, 远超预期 18.5 万人, 充分体现了美国经济尤其是服务业仍然十分具有韧性, 劳动力刚性短缺和依然强劲的消费之间的供需缺口难以弥补。该就业数据直接导致加息预期再次上扬, 贵金属显著回调。但是到目前为止, 海外市场对于美联储加息放缓、甚至年内降息等等过于乐观的预期已经得到充分修正, 截止 3 月 3 日, CME 根据利率期货计算的对于 2023 年年底联邦基准利率的市场预期是 5.38%, 已经与美联储的表述口径相符合, 市场预期阶段性地向美联储预期收敛告一段落。

图表 3 美国十年期国债收益率 (%)



二、商品属性：美元信用体系弱化，央行购金支撑长周期金价走强

2022 年以来，各国央行购金量大幅增长，达到 1136 吨，同比增加 152%。黄金作为一种特殊的大宗金属，也具有一定的商品属性。当供需出现失衡之时，会导致黄金出现趋势性的上涨和下跌。2022 年俄乌冲突以及较高的通胀导致各国央行大幅增加黄金储备，2022 年全年央行购金达到 1136 吨，同比增加 152%。

2022 年 Q3 央行购金占总需求量的比例达到 37%，快速提升的购金规模对黄金需求产生非常明显的影响。根据世界黄金协会，2022 年 Q3 央行购金达到 445 吨，全球总需求量为 1205 吨，占比达到 37%，是近十年以来的最高。央行购金对金价构成了直接的支撑。

自 2022 年初以来的真实利率上涨并未导致黄金的大幅回调，金价走势明显有支撑。按照市场通常关注的实际利率（TIPS），本轮 TIPS 大幅上涨从 2022 年 3 月的-1.19% 上升至 11 月的 1.74%，该轮高点已经明显超过上一轮 2018 年 11 月的高点 1.18%，但是金价也只是高位震荡，最低点约 1700 美元/盎司，远高于 2018 年低点 1200 美元/盎司。这或由于黄金的商品属性起到了支撑。全球贸易体系和金融体系日趋离散，各发展中国家都在积极储备黄金。2022 年至今，俄乌冲突和美联储加息对全球金融系统产生明显冲击，美债的 10 年到期收益率从 2022 年初的 1.5% 左右升至 10 月的 4.3% 左右历史高位。全球各国央行尤其是发展中国家，为了保证本国金融信用稳定，不断增加对于黄金的储备，这在一定程度上替代了美债成为央行的外汇储备。美国极高的通胀导致美元资产缩水，美元信用体系弱化，市场对逆全球化趋势的担忧或引起本轮长期的黄金价值重估。

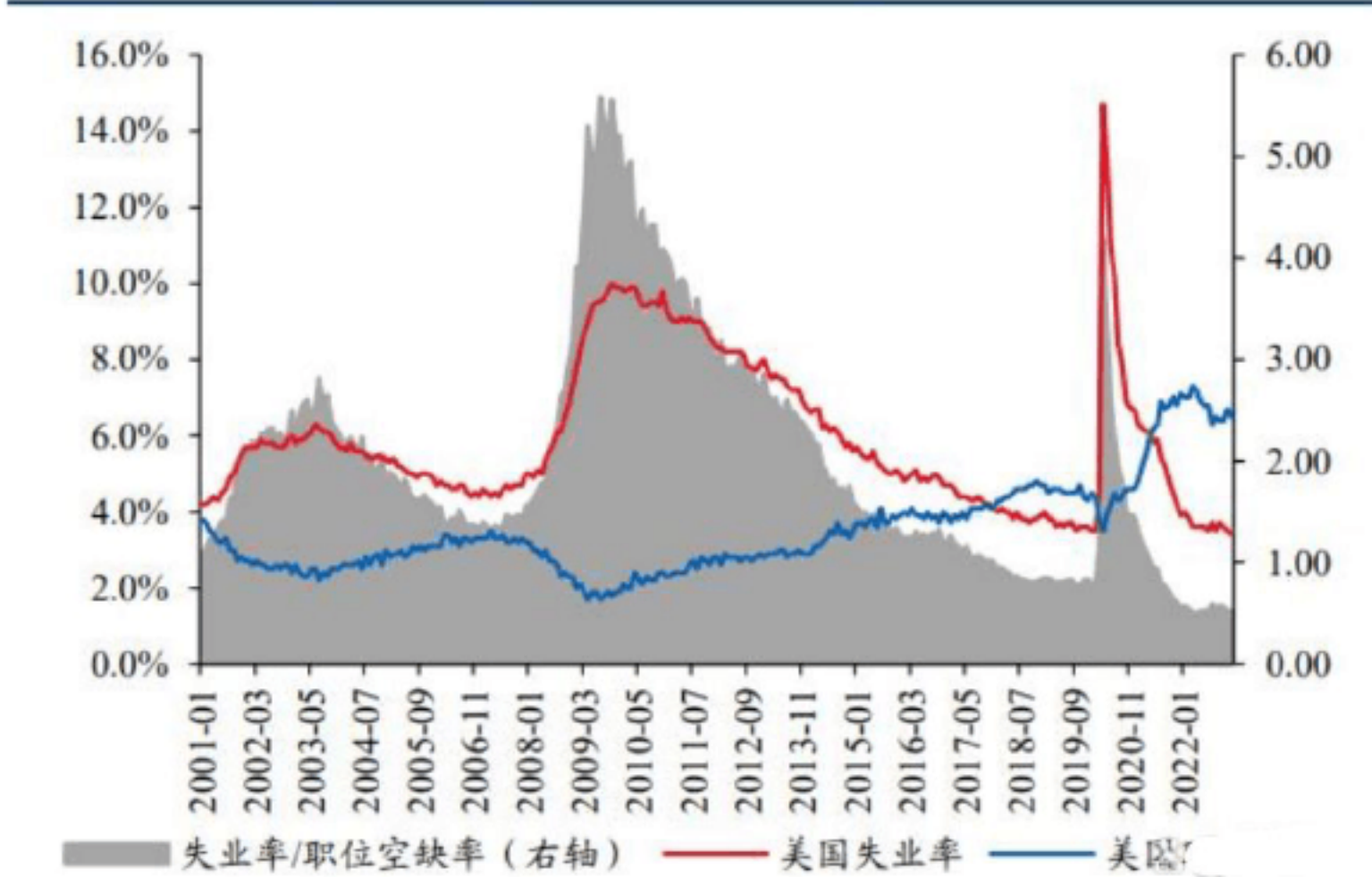


三、金融属性：美国衰退概率较大，贵金属有望受益

11 月以来的金价上涨，主要驱动力是加息放缓。从 CME 数据可以看到，市场对 2023 年 5 月 3 日 FOMC 会议的联邦基金目标利率的加权平均预期值为 522bp，该值自 10 月中旬开始维持高位，打破了市场对加息预期持续提升的趋势，因此本轮行情实质是交易联邦基金目标利率的二阶导转负（即加息斜率放缓）。2 月份美国强劲的就业数据再次带动加息预期提升，金价出现阶段性回调，这是市场之前无视美联储表态、过于乐观的预期得到了修正。市场目前对美联储的目标利率预期再次到达高位，金价有望开启新一轮行情。

虽然美国通胀大概率已见顶，但持续性可能超预期。美国 CPI 高点出现在 9 月，为 9.1%，10 月 CPI 同比已降为 7.7%，CPI 回落背后因素包括了基数效应、供给约束缓解、需求走弱。观察 CPI 中的分项，对 CPI 降幅贡献最明显的是能源，主要来源于油价下跌。但在服务业方面，我们仍然可以看到失业率/职位空缺仍然在高位以及时薪的继续高速增长（例如仓储服务业时薪 2022 年 11 月同比增长 8.8%），这些现象显示了当前制约劳动力价格的原因在供给而不是在需求。而住房方面，加息带动美国 S&P/CS 房价指数同比增速从 4 月的 21.3% 降到 9 月的 10.4%，通常美国 CPI 中的住房分项会滞后 1-1.5 年。因此虽然美国通胀大概率已见顶，但持续性可能超预期。

图表 13 美国失业率与职位空缺率 (%)

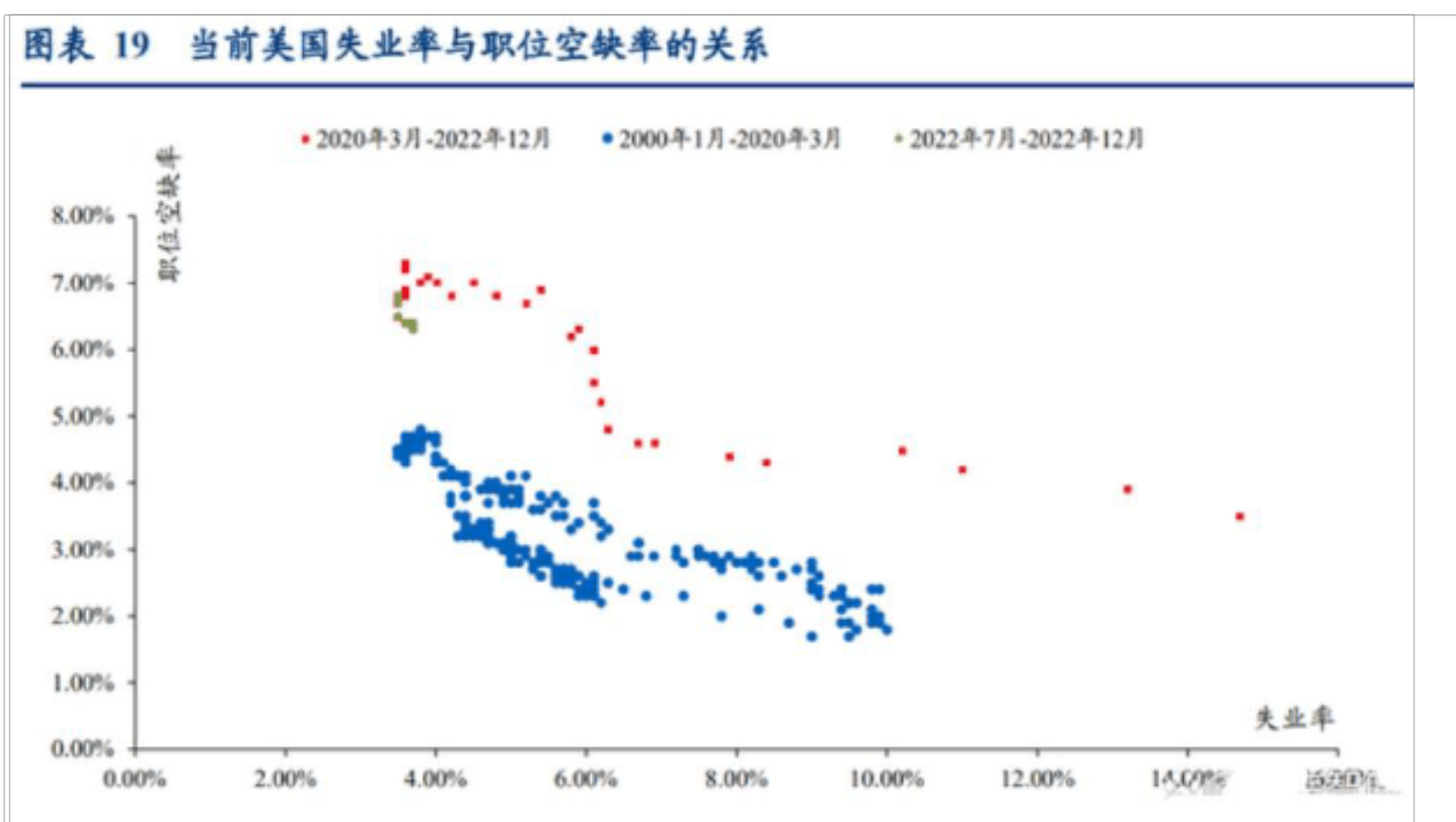


美国就业市场仍然紧张，目标利率在中期维度将维持高位。如前所述，服务业方面仍然可以看到失业率/职位空缺仍然在高位以及时薪的继续高速增长，而住房方面，美国 CPI 中的住房分项会滞后 1-1.5 年。鲍威尔的发言中明确指出“美联储尚未看到在减缓通胀方面取得明显进展”，其紧盯通胀的决策路径决定了目标利率可能在中期都维持高位。截止 2023 年 3 月 10 日，市场预期已经修正为 2024 年 Q1 可能开启降息，2023 年全年联邦基金目标利率都将维持高位。近期偏强的经济数据导致市场上调对美联储紧缩预期，期货市场隐含联邦基金利率终端已经升至 5.38%，市场对于降息时点的判断也从前两个月的 2023 年 Q4 后延至 2024 年 Q1，显示市场对利率的预期正在向美联储靠近。

美债收益率曲线全面倒挂，市场认为美国可能进入衰退。我们统计了美债收益率曲线，10 年期美债收益率与 5 年期美债收益率从 4 月份

正式形成倒挂，与 2 年期美债收益率于 7 月形成倒挂，与 3 个月的美债收益率从 11 月形成倒挂。当前市场认为美国未来可能将进入衰退，并且回顾历史我们可以发现，每次的收益率曲线全面倒挂都将迎来一次衰退。

目标利率对经济实体的影响有一定滞后，预计 2024 年美国进入衰退的概率较大。若希望美国经济软着陆，就要使贝弗里奇曲线以“职位空缺率下降、但是失业率不变”的方式回归到疫情前的区域。但当前美国劳动参与率偏低，就业结构问题突出，长期高利率不一定能将职位空缺率-失业率拉回疫情前的贝弗里奇曲线，但是大概率将错杀需求，使职位空缺率-失业率沿疫情后的曲线运动，从而使得未来通胀难以回落。综合来说，衰退概率较大，通胀回落程度仍不确定。



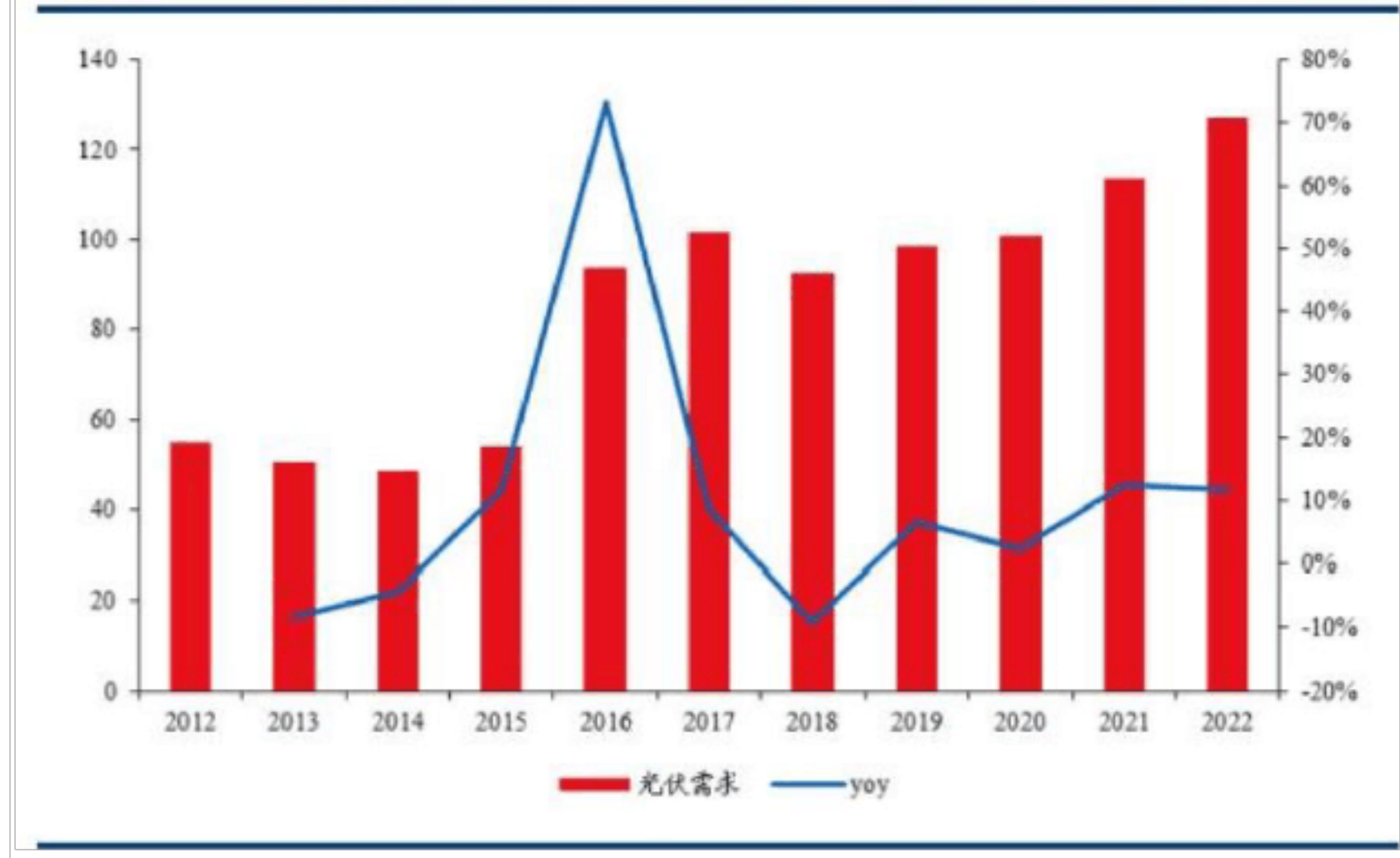
综合前述我们的分析，我们看好 2023 年黄金表现，当前正处于中长期的黄金标的配置窗口期。目前市场对美联储的加息预期已经基本回归到与美联储的预期相一致的程度，因此大概率美债收益率的高点已

过。随着美债收益率的回落，压制金价的最重要因素已经得到解除。而资金成本对经济的影响存在滞后性，随着时间推移，美国经济衰退将是大概率事件，在衰退阶段叠加降息预期发酵，黄金表现将继续亮眼。

四、白银：光伏需求占比大增，去库存助力价格弹性

白银不仅具有金融属性，也同时具有一定的工业属性，银的实体供需关系也会对银价造成影响。我们可以从银的库存数据复盘可以看出，长周期来看，银库存与金银比往往同向变动。也即银库存上升的时候，银价涨幅较小；银库存下降的时候，银价涨幅较大。虽然金银比与银库存并不是因果关系，但二者是受相同因素驱动——实体供需关系。2020 年疫情爆发期间积累下来的投机性库存已经得到消化，自 2021 年 2 月以来，银库存持续下滑，自高点约 12,440 吨降至目前的 8,900 吨左右，回到了疫情前的水平，库存消化预计有利于银价的上涨弹性。银在光伏行业中主要用于生产光伏银浆。银浆作为电极材料印刷于硅片两面构成电池片，起到重要的导电作用，其性能直接关系到光伏电池的光电性能。近年来随着光伏行业的快速增长，光伏行业对银的需求拉动也明显增加。根据世界白银协会数据，预计 2022 年光伏行业的白银需求达到 127 百万盎司，同比增长 11.7%，占总需求的 11.5%。2022 年白银供需缺口预计达到 71.5 百万盎司。白银现货的紧张对银价构成支撑。综合以上分析，我们看好 2023 年白银价格中枢上行。

图表 22 光伏的白银需求（百万盎司）及同比增速



（一）银泰黄金：优质矿山资源，华盛金矿有望贡献主要业绩增长

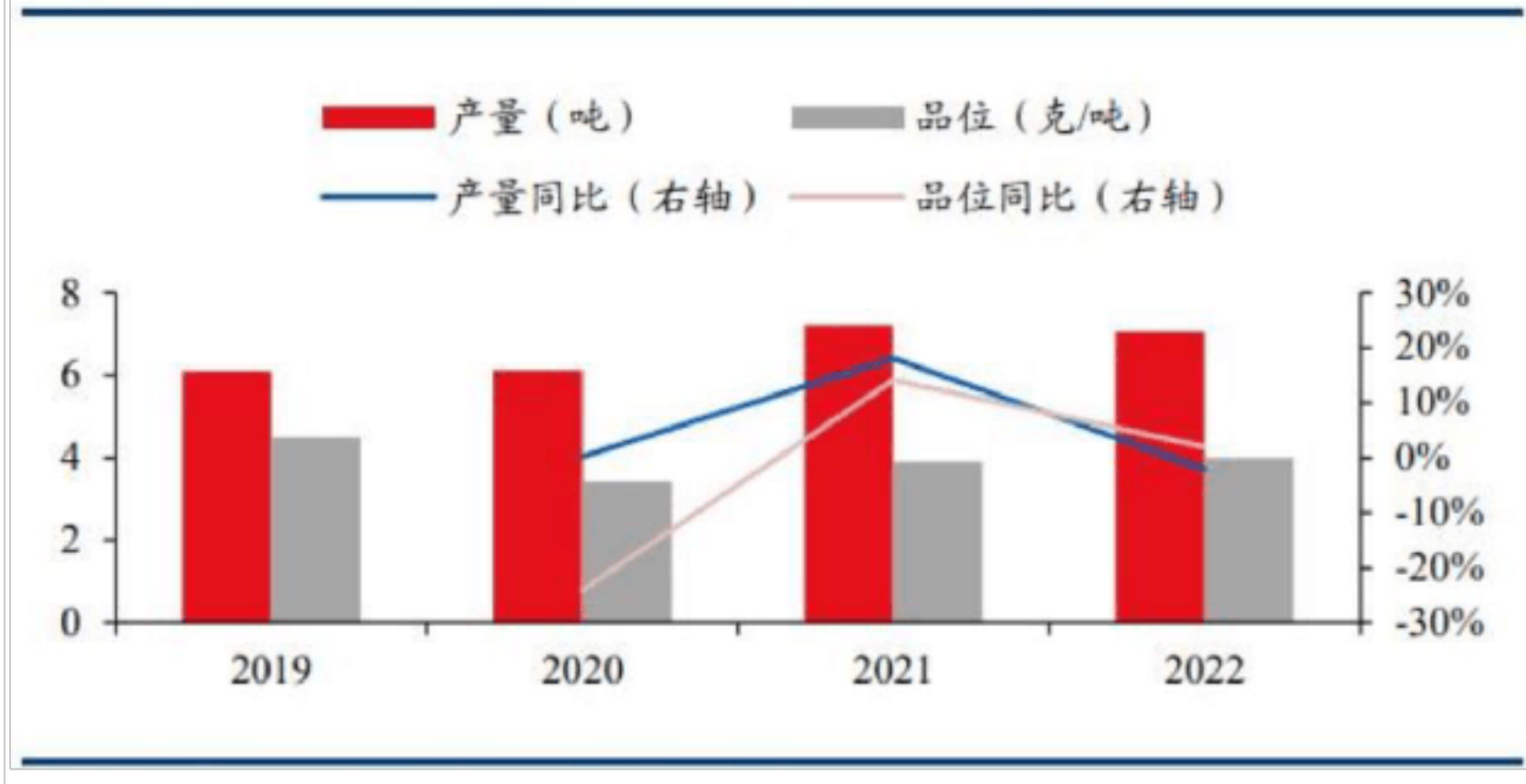
公司于 2000 年在深圳证券交易所上市，其主要从事贵金属和有色金属矿采选及金属贸易。公司目前拥有 5 个矿山子公司：分别为玉龙矿山、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。其中玉龙矿山主要产品为铅精粉（含银）和锌精粉（含银），黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦主要产品均为合质金，华盛金矿自 2021 年被收购后一直处于停产状态，复产后产品将为合质金。公司矿产资源储量丰富，矿产资源品位高。公司旗下矿山资源均为大型高品位矿山，黑河银泰东安金矿是我国品位较高、最易选冶的金矿之一，品位达 7.59 克/吨；吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿的品位也都在 3g/t 以上，在国内均属于优质矿山资产。截至 2022 年末，银泰黄金总资源量（含地

矿石量 万吨,金金属量 173.75 吨,银金属量 6921.2

吨,铅和锌金属量 166.71 万吨,铜金属量 6.35 万吨,锡金属量 1.82 万吨。2022 年公司合质金、矿产银、铅精矿与锌精矿产量分别为 7.06 吨、190.74 吨、11786 吨、17693 吨,分别同比增长-2.08%、6.94%、11.86%、33.72%。

2022 年公司营业收入与归母净利润分别为 83.82 亿元、11.24 亿元,分别同比减少 7.28%、11.7%。黑河银泰、玉龙矿山、吉林板庙子、青海大柴旦为公司分别贡献 6.35 亿元、3.78 亿元、2.35 亿元、3.70 亿元净利润,分别同比增长 7.08%、-16.74%、-29.85%、5.11%,其中玉龙矿山受北京冬奥会、冬残奥会影响,无法采购炸药,导致生产进度受到影响;吉林板庙子受疫情影响导致停产;并叠加原材料成本上涨 12.58%,导致公司业绩下降。矿产金与矿产银是主要贡献毛利润的产品,2022 年毛利润分别占比 74.68%、15.19%,与业绩浮动有较大关系。2022 年公司业绩略微下滑主要归因于吉林板庙子公司与玉龙矿山生产进度受到影响,合质金采矿量、产销量均有下降,分别同比减少 4.01%、2.08%、3.23%;矿产银售价同比减少 9.82%,单位成本同比增加 6.4%。

图表 29 公司合质金产量及入选品位情况



2022 年 21.57%，处于同行业公司较低水平。虽然自 2017 年以来，公司资产负债率有所上升，2022 年资产负债率为 21.57%，但相比于行业内其他公司，公司资产负债率处在较低水平，具有较强的融资能力，可帮助公司开辟更多资金渠道，保证公司稳定发展。为扩大资源储量并提高产能，公司积极推进重点项目。近年来，公司积极推动重点项目建设以扩大资源储备与产能，青海大柴旦细晶沟金矿探转采主要手续目前已办理完成，公司于 2021 年对玉龙矿业开启 1400t/d 选矿技改工程，旨在解决选矿设备陈旧、生产指标低等问题，2022 年 12 月，选矿技改工程顺利通过安全设施竣工验收。2022 年，公司对华盛金矿资本化勘探投资 1966.43 万元，截至 2023 年 1 月，华盛金矿资源储量核实工作正在有序推进。

（二）山东黄金：国企背景的传统黄金龙头企业

公司成立于 2000 年 1 月，控股股东为山东黄金集团，实控人为山东省国资委。公司主营业务为黄金开采、选冶、黄金矿山专用设备、建

公司已形成黄金勘探、采矿、选冶、精炼、黄金产品深加工及销售、矿山设备物资的生产及销售的完整产业链条。公司是黄金行业的龙头企业。公司所辖矿山企业分布于中国山东、甘肃等地、南美洲阿根廷、非洲加纳等国家，公司所属玲珑金矿、焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿在全国已相继实现累计黄金产量过百吨，公司目前是国内唯一拥有四座累计产金过百吨的矿山企业公司。此外，公司不断技术革新，大力提高生产装备水平与机械化程度，井下无轨采掘设备处于世界先进水平。

公司黄金资源储量雄厚。截至 年年底，公司所辖矿山拥有黄金资源量 1479.26 吨，黄金储量 592.41 吨。公司目前拥有 13 座国内矿山和 2 座海外矿山，其中三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿及玲珑金矿拥有黄金资源量和储量分别共计 817.18 吨、208.65 吨，2021 年公司矿产量实现 24.78 吨，四座矿山为公司贡献 10.45 吨黄金产量，占公司黄金总产量 42.17%。2022 年上半年，公司矿产金产量为 21.15 吨，同比增长 114.42%，其中国内矿山产量同比增加 128%。国外矿山产量同比增加 61.14%。

图表 37 公司矿产金品位情况



2022 年公司预计归母净利润实现 10-13 亿元，较去年同期扭亏为盈。公司 2021 年初，受山东省内对黄金矿业企业进行安全检查，并叠加矿产金品位下降 34.39%，矿产金产量同比下降 50.68%，并对公司业绩产生极大冲击，公司亏损 1.94 亿元，随着公司所属矿山自 2021 年下半年起产能逐步恢复，2022 年上半年公司矿产量恢复停产前状态，矿产金实现产量 21.15 吨，同比增长 115.80%。根据公司业绩预告，2022 年全年将实现归母净利润 10-13 亿元，同比增加 11.94-14.94 亿元，公司业绩扭亏为盈。

2022 年公司海外矿山贝拉德罗金矿金产量同比增长 13.37%。公司于 2017 年直接和间接持有 Minera Andina DelSolS.R.L.(MAS) 的 50% 股权，并与巴理克黄金公司共同经营 MAS 拥有的阿根廷贝拉德罗金矿。2021 年贝拉德罗金矿归属公司营业收入与净利润分别达 3.82 亿美元、1.18 亿美元，分别同比增长 14.71%、3.5%，产品平均单价达

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/515304331031011113>