

金属及金属新材料行业

金价续创新高，板块将迎戴维斯双击

行业评级

买入

前次评级

买入

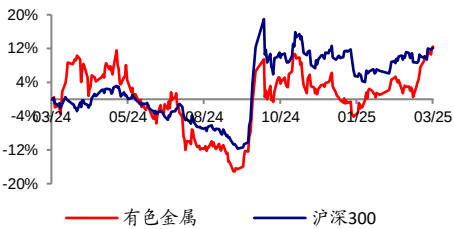
报告日期

2025-03-19

核心观点：

- **金价再破历史新高。**据 Wind，截至 3 月 18 日收盘，COMEX 黄金收于 3041.7 美元/盎司，SHFE 黄金收于 700.7 元/克，美元指数、美国 10 年期国债实际收益率、美元中间价分别收于 103.2537、1.99%、7.1733。年内 COMEX 黄金、SHFE 黄金、美元指数、美国 10 年期国债实际收益率、美元中间价分别上涨 15.2%、上涨 13.5%、下跌 4.8%、下跌 0.25BP、下跌 0.2%。
- **美元购买力预期转弱，金融属性和货币属性上利多金价。**基于美国较为突出的就业压力、温和回落较有成效的通胀水平，市场预期美元购买力或将转弱，同时美联储整体仍保持数据依赖原则，据 CME（3 月 19 日），美联储今年预计仍将降息 2 次，其中 6 月、9 月将联邦基金目标利率在上一次水平上降低 25BP 的概率分别为 54.2%、38.5%。美联储降息预期持续下，美元指数和美国实际利率预期走弱，金融属性和货币属性上利多金价；但需关注特朗普政府增加关税等政策带来的通胀回升风险。
- **央行增持黄金进一步提升投资者信心。**黄金的抗通胀、抗风险、非孳息属性，使得其成为全球重要的投资和资产配置品种，2021 年以来，黄金在各国央行储备中的比重基本都呈现逐步提升态势。中国央行自 2024 年 12 月以来重启增持黄金，相较欧美等国家，中国央行外汇储备中黄金的占比仍较低，未来仍具备提升空间。而且随着“逆全球化”不断演进，黄金的资产非替代性和不可或缺性有望进一步放大，黄金资产的优异属性有望对金价形成正向反馈。
- **“贸易摩擦”抬升市场恐慌情绪，避险需求和购金成本预期提高下，利多金价。**美国关税政策预期变化时，市场恐慌情绪抬升，黄金的避险属性发挥作用，金价的波动加大；同时，部分投资人担忧美国对黄金及有关产品加征关税，导致购金成本提高，进一步加剧了金价的上行力度。
- **受益多重利好属性，黄金板块或迎戴维斯双击。**我们认为在金融属性、货币属性、商品属性、避险属性和“贸易摩擦”预期下的成本抬升等背景下，金价上行趋势不变、有望维持高位，同时央行高位增持黄金或对金价提供“兜底”效应，黄金板块受益量价提升和较强的成本管控能力，有望迎来戴维斯双击。建议关注：赤峰黄金（A+H）、招金矿业（H）、山东黄金（A+H）、山金国际、玉龙股份、中金黄金、盛达资源、兴业银锡等。
- **风险提示。**美联储货币政策的不确定性；美国经济超预期的风险；油价传导至通胀的不确定性；汇率波动风险；市场风险偏好的不确定性。

相对市场表现



相关研究：

金属及金属新材料行业:刚果（金）限钴出口，钴价有望快速提涨	2025-02-27
金属及金属新材料行业:需求预期将继续改善	2025-02-16
金属及金属新材料行业:铜铝预期改善，金价继续上行	2025-02-09

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
山金国际	000975.SZ	CNY	18.94	2025/03/18	买入	28.42	1.14	1.20	16.61	15.78	10.58	10.01	20.20	18.80
山东黄金	600547.SH	CNY	27.47	2024/10/29	买入	33.23	1.09	1.32	25.20	20.81	7.30	6.54	11.90	12.60
山东黄金	01787.HK	HKD	18.40	2024/10/29	买入	20.16	1.09	1.32	16.88	13.94	7.30	6.54	11.90	12.60
中金黄金	600489.SH	CNY	13.91	2024/10/30	买入	20.85	1.04	1.21	13.38	11.50	6.83	5.98	19.50	19.90
招金矿业	01818.HK	HKD	16.50	2024/03/25	买入	18.07	0.59	0.78	27.97	21.15	11.17	7.95	9.30	11.30
赤峰黄金	600988.SH	CNY	21.28	2025/03/11	买入	28.77	1.37	1.44	15.53	14.78	6.43	6.15	21.40	19.50
赤峰黄金	06693.HK	HKD	15.14	2025/03/11	买入	41.97	1.37	1.44	11.05	10.51	6.43	6.15	21.40	19.50
玉龙股份	601028.SH	CNY	13.04	2025/01/03	买入	15.51	0.97	1.09	13.44	11.96	8.69	7.95	17.40	16.60

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、美元购买力预期转弱，金融属性和货币属性上利多金价	5
二、央行增持黄金进一步提升投资者信心	9
三、“贸易摩擦”抬升市场恐慌情绪，避险需求和购金成本预期提高下，利多金价	12
四、风险提示	14

图表索引

图 1: 1973-2025 年美元指数与黄金价格 (美元/盎司) 走势.....	5
图 2: 美元指数对应的一揽子货币权重占比 (2025 年)	6
图 3: 2003-2025 年美国 10 年国债实际收益率与黄金价格 (美元/盎司) 走势	6
图 4: 1960-2025 年美国 CPI 和核心 CPI 走势 (%)	7
图 5: 1960-2025 年美国 PCE 和核心 PCE 走势 (%)	7
图 6: 1960-2025 年美国失业率走势 (单位: %)	7
图 7: 1960-2025 年美国非农新增就业走势 (%)	8
图 8: 2012-2025 年美国各项 PMI 指标走势	8
图 9: 2000-2025 年世界央行黄金储备变化	9
图 10: 2000-2024 年中国、日本、俄罗斯、英国、印度、土耳其黄金储备.....	9
图 11: 2000-2024 年美国及欧元区各国外汇储备中黄金占比走势图	10
图 12: 2000-2024 年中国、日本、英国及俄罗斯外汇储备中黄金占比走势图	10
图 13: 2005-2025 年央行储备黄金环比增量及 SPDR 黄金持有量日增量.....	11
图 14: 国际金价与 VIX 指数	12
图 15: 标普 500 指数与 VIX 指数.....	12
图 16: 2024 年 11 月 5 日以来伦敦金现和 COMEX 黄金价格和差价走势	13

一、美元购买力预期转弱，金融属性和货币属性上利多金价

按照购买力平价理论，当美元贬值时（购买力下降），购买单位商品所需要的美元增加，而黄金是一种非孳息资产，其具备内在价值（单位黄金所能兑换的商品数量不变），则以美元标价的黄金价格上涨，因此金价与美元指数存在负相关关系。

图1：1973-2025年美元指数与黄金价格（美元/盎司）走势

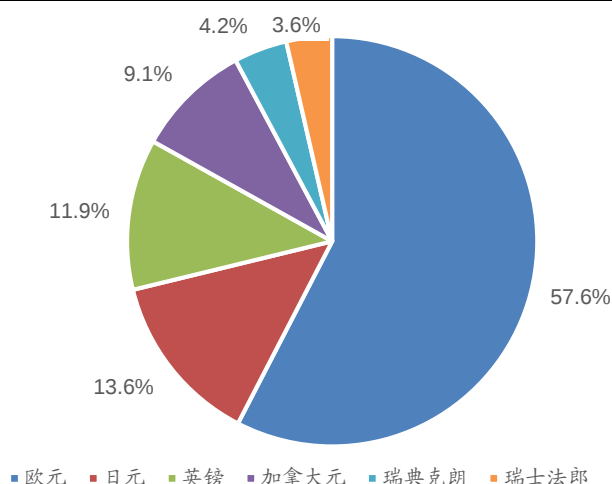


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

由于美元指数体现的是美元对一揽子货币的涨跌，因此判断美元指数要综合美国和其他经济体货币的变动，即绝对值和相对值相结合。绝对值来看，美元的强弱取决于美国经济资本回报率，核心指标为美国十年期国债实际利率。而从相对角度，观察美元指数需从非美经济体对美国经济的相对强弱来看，即当美国经济下行时，其具有外溢效应，如果非美经济体表现更弱，则美元指数仍会走强。因此，我们说美元指数的涨跌方向由美国经济表现决定，但其涨跌的斜率由非美经济体的表现决定。

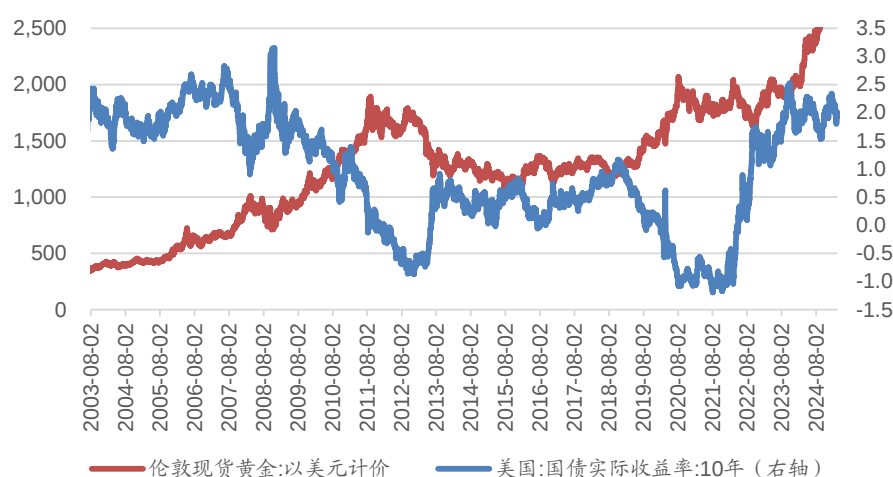
美元的价格表现为利率。实际利率受名义利率和预期通胀水平影响，当名义利率上升、通胀水平预期下降时，实际利率将会上升；而当名义利率下降、通胀水平预期上升时，实际利率将会下降。实际利率的背后实际上是各经济体的资本回报率，当实际利率下降时，代表整个经济体的资本回报率在下降，美元价值减少，黄金作为非孳息资产，配置需求将会明显提升，因此实际利率的下行往往伴随美元指数的下行和金价的上涨；反之亦然。

图2: 美元指数对应的一揽子货币权重占比 (2025年)



数据来源: 美国洲际交易所, 广发证券发展研究中心

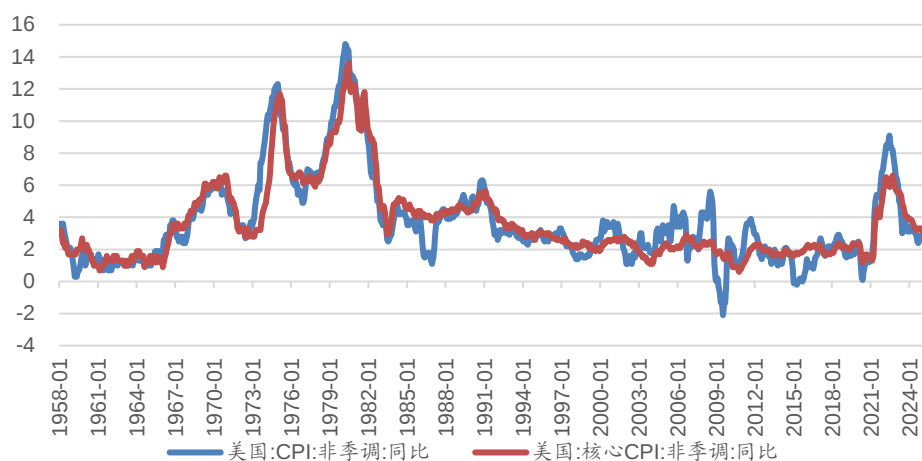
图3: 2003-2025年美国10年国债实际收益率与黄金价格 (美元/盎司) 走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

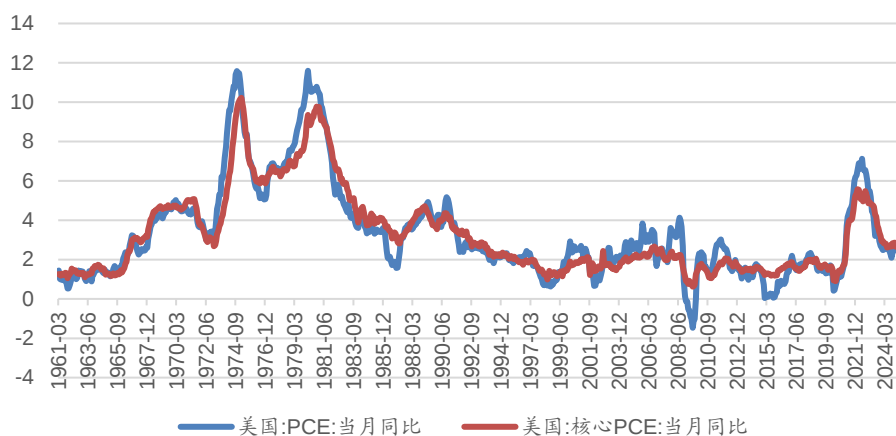
美国联邦基金利率是美国资本回报率的重要参考指标，美联储通过加息或降息调整该利率，进而引发市场对于美元和金价的涨跌预期。美联储在制定货币政策时，核心关注美国的通胀和就业数据。从通胀数据看，美国2月CPI同比增2.8%，创2024年11月以来新低，预估为增2.9%，前值为增3%；2月核心CPI同比增3.1%，为2021年4月以来新低，预估为增3.2%，前值为增3.3%；1月核心PCE同比增2.6%，符合预期，美国通胀整体较为温和地朝美联储2%的目标迈进。从就业数据看，美国2月失业率为4.1%，高于预期的4%，前值为4%，已连续10个月处于4%及以上水平；2月新增非农15.1万人，低于预期的16万人，前值由增加14.3万人修正为增加12.5万人，边际趋势上美国就业市场降温的特征在进一步呈现。从PMI数据看，美国2月ISM制造业PMI为50.3，低于预期的50.5，前值为50.9；2月ISM非制造业PMI为53.5，高于预期的52.6，前值为52.8，美国经济整体仍处于扩张区间、具备韧性。

图4: 1960-2025年美国CPI和核心CPI走势 (%)



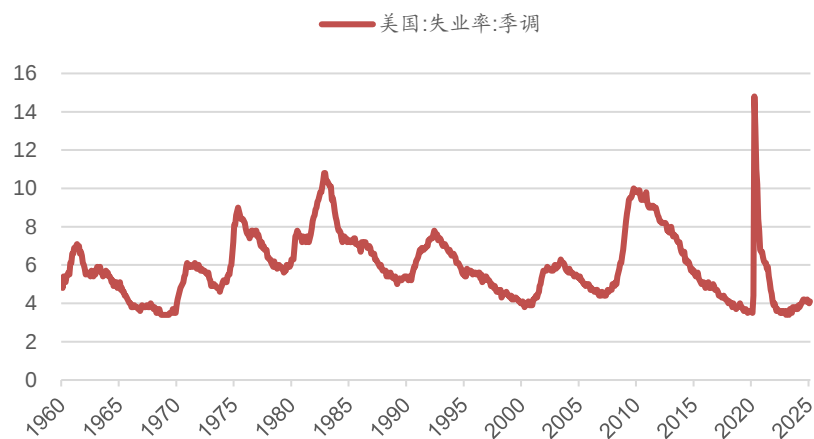
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 1960-2025年美国PCE和核心PCE走势 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 1960-2025年美国失业率走势 (单位: %)



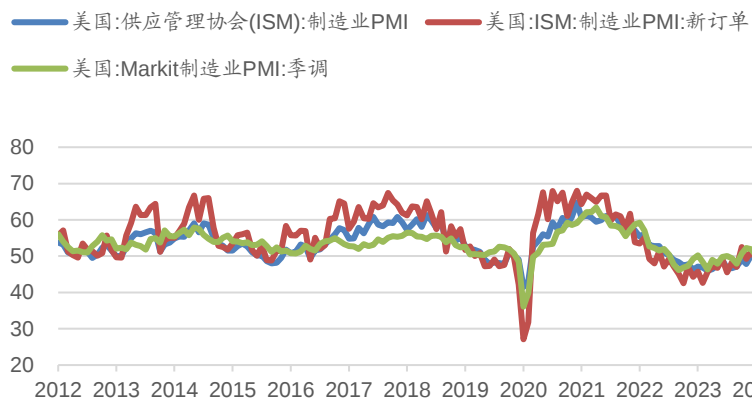
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7：1960-2025年美国非农新增就业走势（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：2012-2025年美国各项PMI指标走势



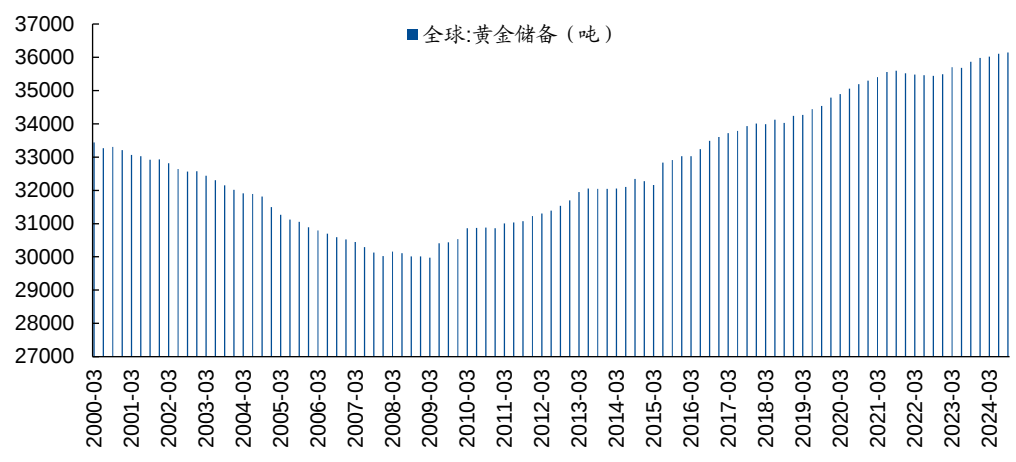
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

基于较为突出的就业压力、温和回落较有成效的通胀水平，市场预期美元购买力或将转弱。3月7日美国货币政策论坛上，美联储主席鲍威尔表示“美联储不会因为一两次数据高于或低于预期而过度反应”“若就业市场出现弱化则美联储亦会做出适当调整”，美联储整体仍保持数据依赖原则，据CME(3月19日)，美联储今年预计仍将降息2次，其中6月、9月将联邦基金目标利率在上一次水平上降低25BP的概率分别为54.2%、38.5%，即截至今年9月末，美联储联邦基金利率预期由当前的4.25%-4.50%降低至3.75%-4.00%，并维持该利率至年末。降息预期持续下，美元指数和美国实际利率预期走弱，金融属性和货币属性上利多金价；但需关注特朗普政府增加关税等政策带来的通胀回升风险。

二、央行增持黄金进一步提升投资者信心

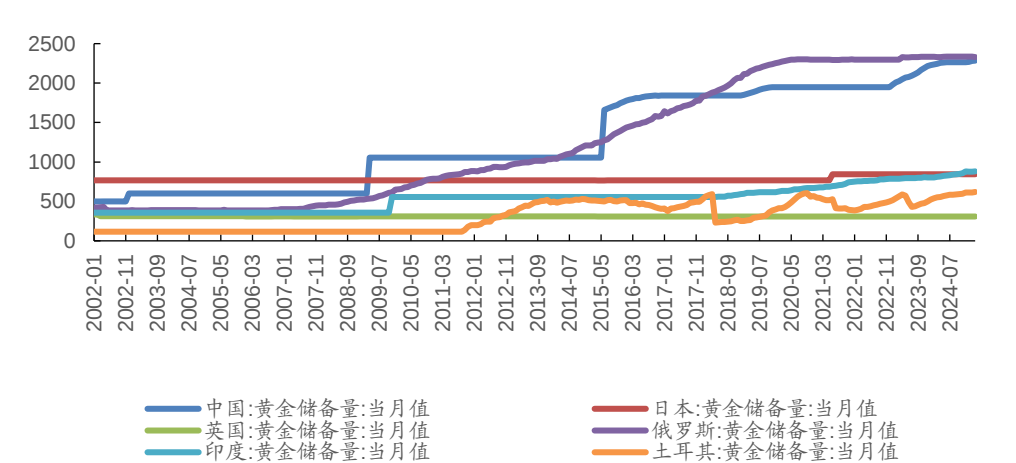
央行增持黄金一般发生在有较大的风险性事件、美元权威受到挑战等情况下，可以理解为，央行增持黄金行为更多的是当下宏观环境的反映，也是黄金抗通胀、抗风险、非孳息属性的体现。2021年以来，黄金在各国央行储备中的比重基本都呈现逐步提升态势；其中，美国、德国、意大利、法国、葡萄牙等欧美发达国家黄金的央行储备占比已超70%，日本、中国的黄金央行储备占比也分别由2021年的3.49%、3.30%提升至2024年的5.77%、5.53%。

图9：2000-2025年世界央行黄金储备变化



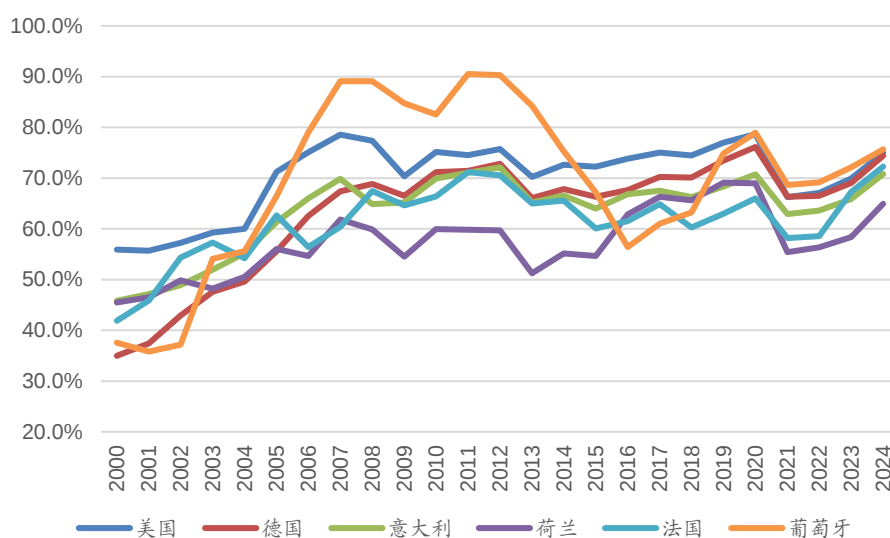
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：2000-2024年中国、日本、俄罗斯、英国、印度、土耳其黄金储备（吨）



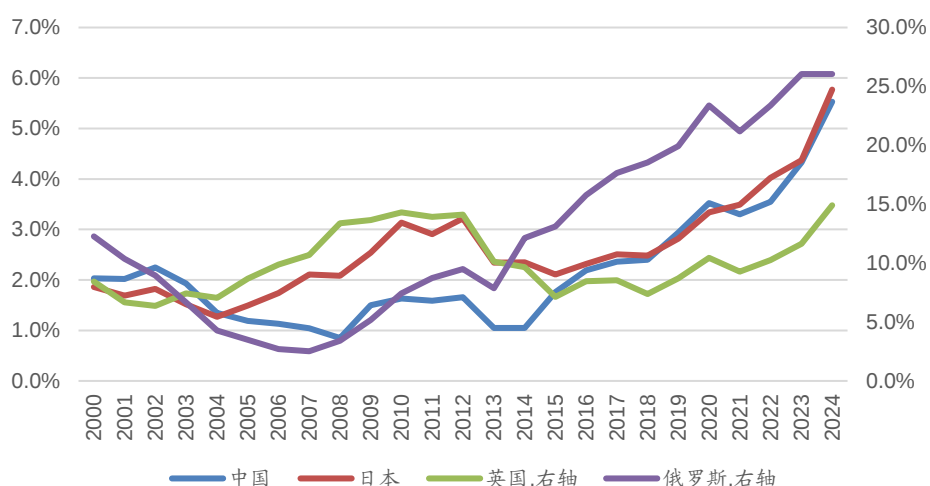
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：2000-2024年美国及欧元区各国外汇储备中黄金占比走势图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

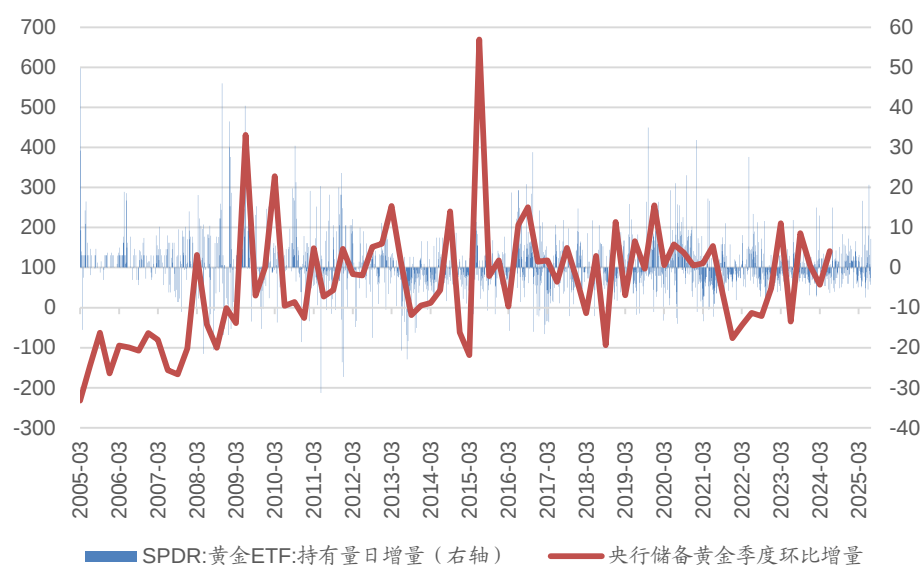
图12：2000-2024年中国、日本、英国及俄罗斯外汇储备中黄金占比走势图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

央行通过增加黄金储备来分散外汇储备风险、降低对美元的依赖，增强金融安全性和稳定性；这种行为不仅反映了各国对全球经济不确定性的担忧，也增强了市场对黄金作为避险资产的信任，进一步推高金价，此外，央行购金行为往往引发市场预期期的变化，促使市场投资者增加黄金投资。

图13： 2005-2025年央行储备黄金环比增量及SPDR黄金持有量日增量（吨）



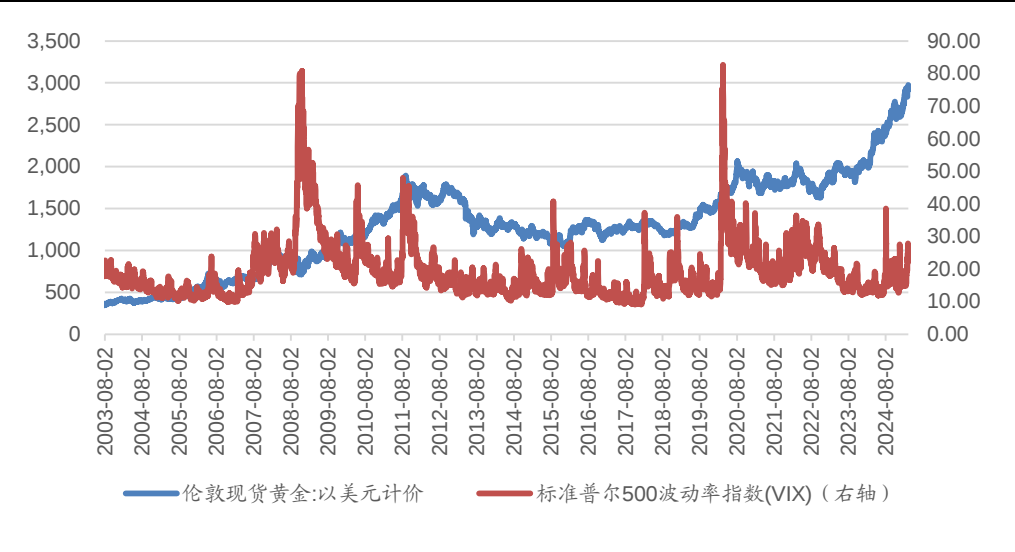
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

黄金的抗通胀、抗风险、非孳息属性，使得其成为全球重要的投资和资产配置品种，未来黄金的这些属性仍将在央行、机构投资中得到体现。中国央行自2024年12月以来重启增持黄金，且相较欧美等国家，中国央行外汇储备中黄金的占比仍较低，未来仍具备提升空间。而且随着“逆全球化”不断演进，黄金的资产非替代性和不可或缺性有望进一步放大，黄金资产的优异属性有望对金价形成正向反馈。

三、“贸易摩擦”抬升市场恐慌情绪，避险需求和购金成本预期提高下，利多金价

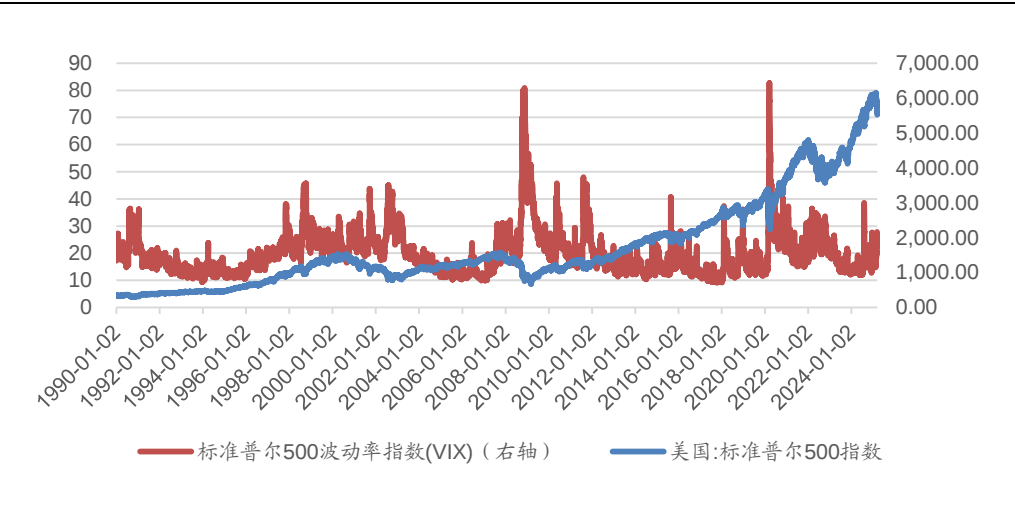
黄金作为一种全球公认的“准货币”，其在发生政治军事动荡、自然灾害、金融市场“黑天鹅”、贸易冲突等情况下充当了一种避险资产的角色。VIX指数可以用来衡量市场的恐慌情绪，当前宏观环境下，特朗普政府的“关税政策”对VIX指数和市场预期影响较大。美国关税政策预期变化时，市场恐慌情绪抬升，黄金的避险属性发挥作用，金价的波动加大；同时，部分投资人担忧美国对黄金及有关产品加征关税，导致购金成本提高，进一步加剧了金价的上行力度，且纽约、伦敦等地区黄金的价差亦预期波动。

图14：国际金价（美元/盎司）与VIX指数



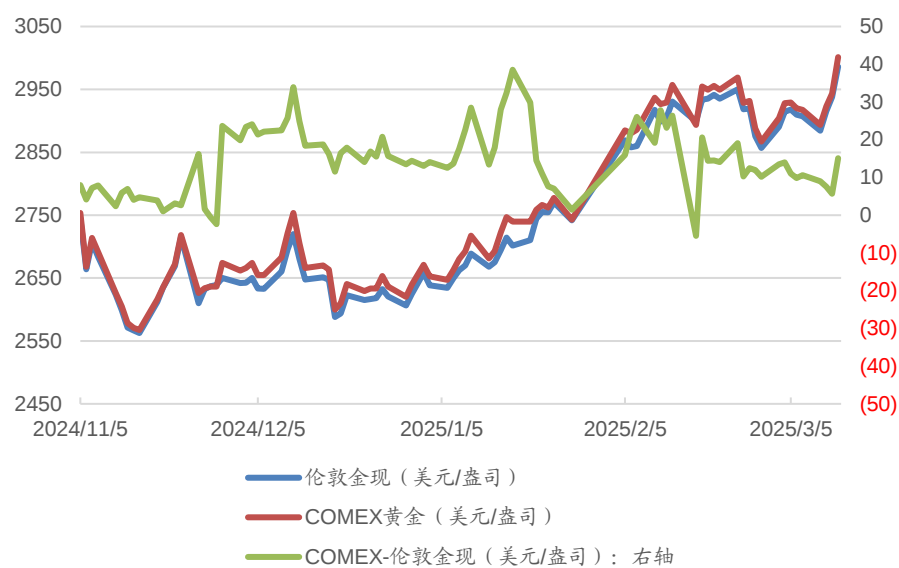
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15：标普500指数与VIX指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16: 2024年11月5日以来伦敦金现和COMEX黄金价格和差价走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

美联储货币政策的不确定性；美国经济相对更优，美元资产继续强势的风险；油价传导至通胀的不确定性；人民币汇率波动传导至国内金价，进而影响主要资产分布在国内的上市公司的利润风险；市场风险偏好影响黄金配置需求的不确定性。