

有色金属

证券研究报告/行业深度报告

2026 年 08 月 09 日

评级： 增持（维持）

分析师：刘洋

执业证书编号：S0740526030002

Email: liuyang07@zts.cn

分析师：陈琪玮

执业证书编号：S0740526040004

Email: chenqw@zts.cn

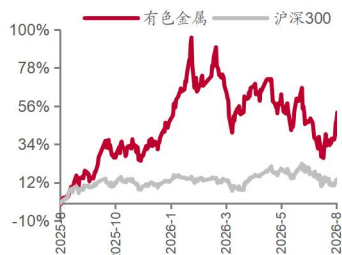
联系人：李一涛

Email: liyt04@zts.cn

基本状况

上市公司数	145
行业总市值(亿元)	59,215.16
行业流通市值(亿元)	52,179.16

行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《滞涨再次袭来，金牛火力全开》2026-08-08
- 2、《联储信誉大减分，有色金属大加分》2026-08-02
- 3、《黄金脱敏实际利率，铜铝供给侧通胀》2026-07-29

重点公司基本状况

简称	EPS					PE					评级
	(元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E

备注：未覆盖公司预测数据取自 Wind 一致预期，货币单位为标的原始币种

报告摘要

短期来看，我们认为金价已在 4000 美元/盎司企稳。

- **逻辑 1：全球央行购金转为净流入，为金价提供坚实托底作用。**近年来全球央行购金维持高位，尤其是中国、波兰等国央行持续购金，为黄金需求提供长期托底。除中国、波兰外，其他央行购金较大程度受美元信用及美元指数影响，随着美元指数阶段性走弱，黄金 ETF 资金近几个月出现净流出，同样更多影响阶段性波动。
- **逻辑 2：美国选举年货币政策有望转向宽松，联储加息概率较低。**复盘历次美国大选及中期选举，我们发现美联储政策通常呈现“前期偏紧、后期边际宽松”的特征。2026 年初鹰派表态压制降息预期，短期对黄金形成扰动，但若下半年美国经济及就业走弱，美联储政策仍存在边际转松可能。
- **逻辑 3：金价对实际利率的上行反应钝化，若后续利率走低金价有望重回上涨。**历史上黄金与美国实际利率长期呈显著负相关，但 2022 年以来，传统实际利率定价框架逐步弱化。近期美国实际利率持续上行并创阶段性新高，但金价并未同步下跌，反而维持高位震荡，显示黄金对实际利率的敏感性进一步下降，短期金价下行空间有限。如果后续名义及实际利率走低，金价有望重回上涨。

中长期来看，我们认为美国经济可能陷入滞胀，也是未来驱动金价上行的根本动力。

- **逻辑 1：美国历史上曾三次陷入滞胀周期，当前多项指标已出现滞胀迹象。**20 世纪 70 年代，美国在财政扩张、能源危机等因素影响下，先后经历三轮经济低增长、高通胀并存的滞胀周期。由于通胀持续高企而经济增长承压，美联储面临“加息抑制通胀”与“宽松稳定增长”的政策两难。当前美国经济同样呈现增长动能放缓、通胀韧性较强的特征，与历史滞胀阶段存在一定相似性。若未来通胀再次受到能源价格等因素推动，黄金作为抗通胀资产的配置价值或将进一步提升。
- **逻辑 2：如果能源价格上行，将是推动美国通胀上行的重要变量。**能源价格是推动通胀上行的重要变量。虽然能源在 CPI 中的直接权重有限，但由于原油是经济运行的重要基础投入，其价格变化会通过交通运输、生产成本及供应链渠道向其他商品和服务传导，形成持续性的通胀压力。历史数据表明，WTI 原油价格变化与 CPI 能源分项同比增速具有较强相关性，而裂解价差变化会进一步放大原油向终端燃油价格的传导。
- **历史经验显示，滞胀环境下黄金具备显著配置价值。**复盘 1970-1980 年石油危机引发的滞胀周期，黄金在高通胀和经济停滞背景下持续上涨，成为投资者抵御货币购买力下降的重要资产。尤其是在 1979-1980 年第二次石油危机期间，尽管美元指数并未明显走弱，黄金价格仍实现大幅上涨，体现其上涨逻辑并不完全依赖美元贬值，而更多来自通胀预期升温 and 实际利率下降。历史经验表明，滞胀阶段黄金往往具备较强的抗通胀和避险属性。
- **投资建议：**建议关注紫金矿业、山金国际、赤峰黄金、盛达资源。
- **风险提示：**美联储货币政策变化、美元流动性意外收紧、第三方数据失真、数据更新不及时

内容目录

1. 黄金价格基本企稳 4000 美元/盎司的逻辑	4
1.1 全球央行购金转为净流入，为金价提供坚实托底作用	4
1.2 美国选举年货币政策有望转向宽松，联储加息概率较低	6
1.3 金价对实际利率的上行反应钝化，若后续利率走低金价有望重回上涨	9
2. 滞涨是金价中长期上行的根本动力	12
2.1 美国历史上曾三次陷入滞胀周期，当前多项指标已出现滞涨迹象	12
2.2 如果能源价格上行，将是推动美国通胀上行的重要变量	13
2.3 复盘 1970-80 石油危机引发的滞胀时期，黄金表现优异	17
投资建议	19
风险提示	19
美联储货币政策变化	19
美元流动性意外收紧	19
第三方数据失真	19
数据更新不及时	19

图表目录

图表 1: 2023 以来，全球央行单月与累计购金量	4
图表 2: 全球央行月度购金量与黄金价格走势	4
图表 3: 26Q1 中国、波兰坚定买入黄金（单位：吨）	4
图表 4: 波兰央行月度购金量与黄金价格走势	5
图表 5: 中国央行月度购金量与黄金价格走势	5
图表 6: 3 月来油价（美元/桶）与美元指数同涨	5
图表 7: 当前美元指数主要受日元影响	5
图表 8: 全球黄金 ETF 净流入（吨）	6
图表 9: 2003 年以来，全球黄金 ETF 净流入 4050 吨	6
图表 10: 北美黄金 ETF 净流入（吨）	6
图表 11: 亚洲黄金 ETF 净流入（吨）	6
图表 12: 新老美联储主席对比	7
图表 13: 2018-2020 年美国宏观经济背景与议息会议态度	7
图表 14: 2018-20 年美国联邦基金利率走势与货币政策转向	8
图表 15: 2018-20 年美国核心宏观经济指标（GDP、CPI、就业）变化趋势	8
图表 16: 2022-2024 年美国宏观经济背景与议息会议态度	8
图表 17: 2022-24 年美国联邦基金利率走势与货币政策转向	9
图表 18: 2022-24 年美国核心宏观经济指标（GDP、CPI、就业）变化趋势	9
图表 19: 2018-2021 年黄金价格几乎与实际利率完美负相关（黄金单位：美元/盎司）	9
图表 20: 2018-2021 年黄金价格几乎与实际利率完美负相关（黄金单位：美元/盎司）	10
图表 21: 近一个月美债实际利率快速上行至新高	10
图表 22: 短期来看，实际利率上行不再导致金价进一步下跌（黄金单位：美元/盎司）	10
图表 23: 10 年期美债实际利率	11
图表 24: 10 年期美债通胀预期	11
图表 25: 主要发达国家滞胀发生时的经济概况	12
图表 26: 20 世纪 70 年代美国经济陷入三次滞胀（单位：%）	13
图表 27: 2024 年下半年以来，美国 M2 增长对经济驱动力边际下降（单位：%）	

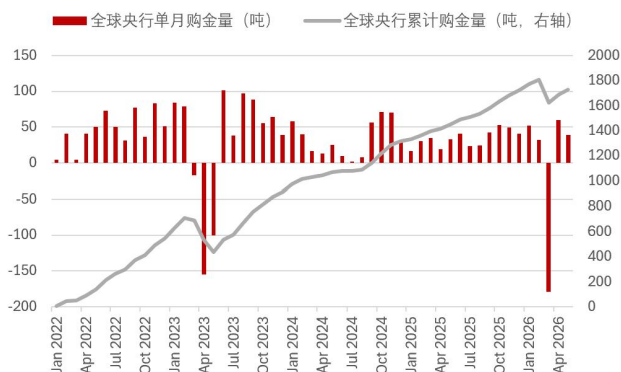
.....	13
图表 28: 近年来美国经济增速下降的同时,今年上半年美国 CPI 增速却出现明显反弹(单位: %)	13
图表 29: 美国 CPI 主要分项权重	14
图表 30: 油价同比与 CPI 能源项同比(单位: %)	14
图表 31: CPI 能源同比快速上行是推动美国 CPI 上涨的主要动力(单位: %)	15
图表 32: 参考俄乌冲突经验,即使油价从高位回落, CPI 能源分项仍将继续上行	15
图表 33: 美国原油 3-2-1 裂解价差	15
图表 34: 美国战略石油储备库存处于 1983 年以来最低	16
图表 35: 美国库欣原油库存处于 2014 年以来最低水平	16
图表 36: 美国原油日产量与消费量对比	17
图表 37: 石油危机期间,黄金、原油价格整体表现较优	17
图表 38: 黄金在滞涨时期整体表现较好	18

1. 黄金价格基本企稳 4000 美元/盎司的逻辑

1.1 全球央行购金转为净流入，为金价提供坚实托底作用

- **全球央行持续购金，对金价的作用更多体现为长期托底。**近年来，全球央行购金规模持续处于历史高位，根据世界黄金协会数据，2022-2024 年全球央行净购金量分别达到 1,082 吨、约 1,050 吨和 1,045 吨，连续三年超过 1,000 吨的购金规模。但从金价与央行购金的关系来看，央行购金行为与短期金价走势并不存在稳定的正相关关系，虽然能够形成黄金需求的长期底盘，但难以单独解释金价的持续上涨。

图表 1：2023 以来，全球央行单月与累计购金量



来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

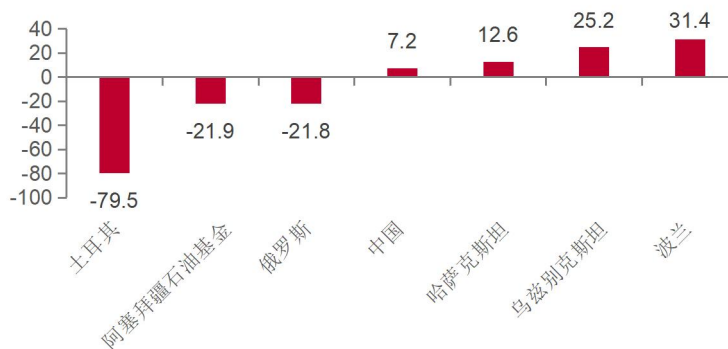
图表 2：全球央行月度购金量与黄金价格走势



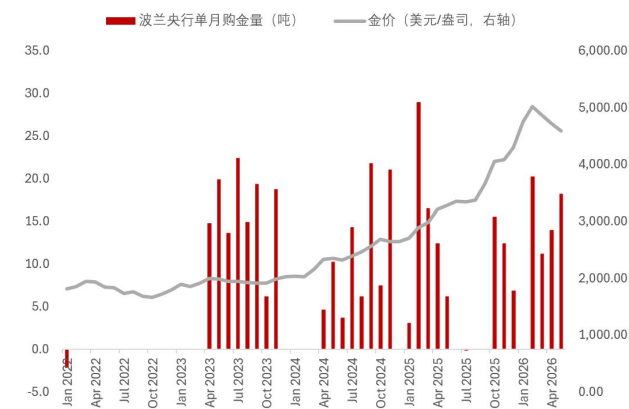
来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

- **中国央行购金节奏与金价变化之间具有较为明显的反向特征。**2023 年以来，在金价相对低位阶段，中国央行持续增加黄金储备；而随着 2024 年以来金价快速上涨，中国央行购金节奏明显放缓，甚至出现阶段性暂停。由此来看，中国央行购金对于黄金市场的意义更多在于提供稳定的长期需求、在金价回调阶段形成一定托底力量。

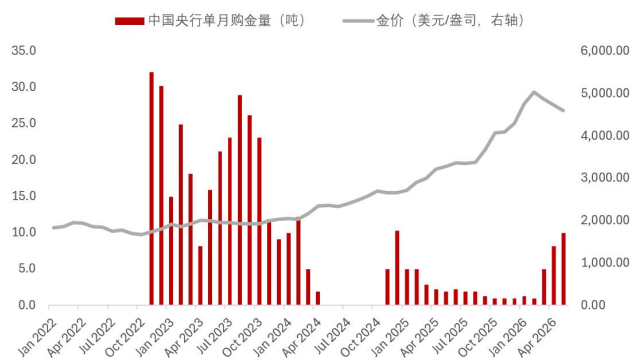
图表 3：26Q1 中国、波兰坚定买入黄金（单位：吨）



来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

图表 4：波兰央行月度购金量与黄金价格走势

来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

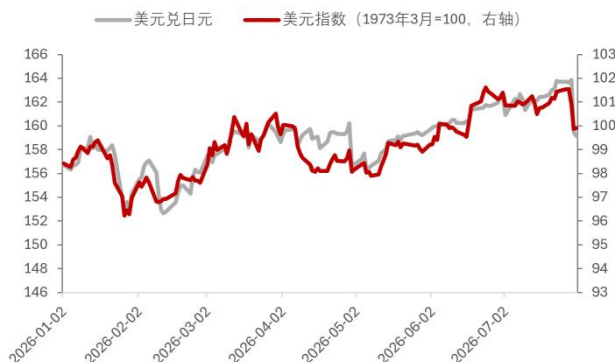
图表 5：中国央行月度购金量与黄金价格走势

来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

- 除中国、波兰外，其他央行购金更多取决于美元信用及储备资产配置环境，购金或存不确定性。与中国央行基于储备结构优化的长期配置逻辑不同，其他国家央行增持黄金在一定程度上受到美元信用及美元资产吸引力变化的影响。当美元信用弱化、美元指数走弱时，部分国家通过增持黄金降低美元资产敞口的动力增强；反之，若美元指数在中期维持高位，美元资产的相对吸引力仍然较强，则除中国、波兰等少数持续购金国家外，其他央行进一步增持黄金的动力可能受到限制。通过数据可以看出原油价格与美元指数同涨，因此，未来金价上行无法由央行购金所驱动，美元强则购金难持续。

图表 6：3 月来油价（美元/桶）与美元指数同涨

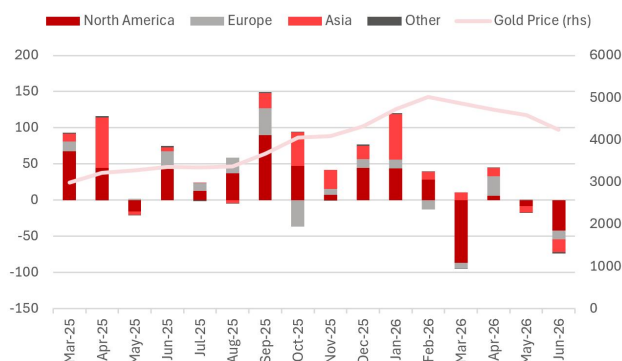
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：当前美元指数主要受日元影响

来源：WIND，中泰证券研究所

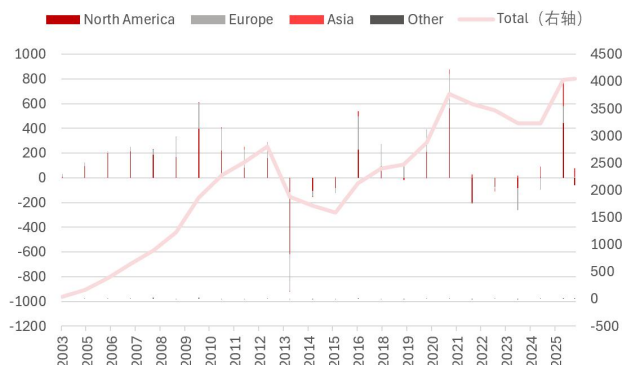
- 黄金 ETF 资金流向暂未成为本轮黄金上涨的驱动力。在 2022-2023 年黄金 ETF 持续流出的阶段，金价整体受到实际利率高企的压制；2024 年以来，随着 ETF 资金重新流入，黄金价格突破此前高点。然而进入 2026 年以来，全球黄金 ETF 资金流向再度走弱，近几个月连续出现净流出。这表明 ETF 资金暂未成为驱动黄金价格上行的动力。

图表 8：全球黄金 ETF 净流入（吨）



来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

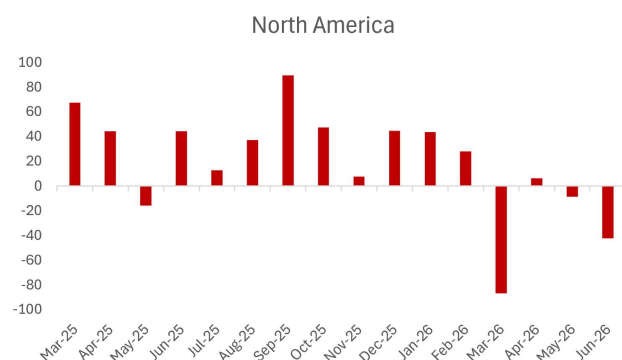
图表 9：2003 年以来，全球黄金 ETF 净流入 4050 吨



来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

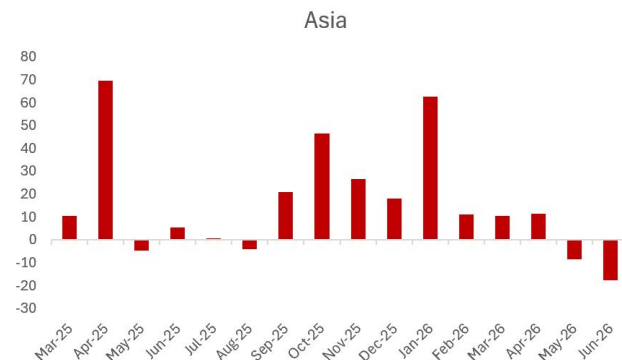
- 从区域来看，26H1 北美和亚洲黄金 ETF 均出现资金流出，等待 ETF 转为净流入。2026 年以来，北美黄金 ETF 由此前持续净流入转为明显流出，亚洲黄金 ETF 在经历阶段性增持后也连续出现净流出。本轮黄金价格在 ETF 减仓背景下依然维持强势，印证了央行购金对黄金价格的托底作用。黄金后续进一步上涨，需要密切关注 ETF 资金持续净流入的情况。

图表 10：北美黄金 ETF 净流入（吨）



来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

图表 11：亚洲黄金 ETF 净流入（吨）



来源：世界黄金协会，中泰证券研究所

1.2 美国选举年货币政策有望转向宽松，联储加息概率较低

- 今年年初鹰派美联储新主席上任，市场对年内降息预期有所降温。2026 年 1 月 30 日，美国总统特朗普宣布提名鹰派代表人物凯文·沃什接替鲍威尔担任美联储新任主席。沃什核心观点是希望重塑美联储公信力与独立性，认为美联储必须回归维持物价稳定和充分就业的核心法定职责。因此，他主张推进缩表与降息结合，推动使用供给侧货币政策即从优化资源配置、提升生产力出发，从根本上解决通胀和增长问题。沃什在参议院听证会上发表的鹰派言论被市场过度解读为美联储将长期维持高利率，使得降息预期大幅降温。在此背景下，美元走强、美债收益率上升，使黄金短期承压。

图表 12：新老美联储主席对比

	凯文·沃什 货币主义改革派	杰罗姆·鲍威尔 务实数据依赖派
根本理念	主张通胀本质是货币超发，对美联储进行激进改革从而重塑抗通胀信誉	政策调整严格依据就业、通胀等经济数据，寻求平衡与共识
通胀理解	将高通胀主要归咎于美联储过去的政策失误，容忍度较低	更务实，承认通胀受供应链、疫情等多重外部因素冲击，应对更为综合
政策工具	主张“降息与缩表并行”的非常规组合，即一边降息刺激经济或回应政治压力，一边通过大幅缩表来收回流动性、巩固抗通胀成果	遵循传统路径，以利率调整为主，缩表作为辅助且通常在降息周期会暂停，以避免市场动荡
美联储定位	批评美联储“使命蔓延”，涉足气候、公平等非核心领域，主张将其职能大幅收缩，回归控制通胀和就业的本职	在国会授权的现有框架内运作，致力于维护美联储机构本身的独立性与稳定性

来源：美联储 FOMC 会议纪要，中泰证券研究所

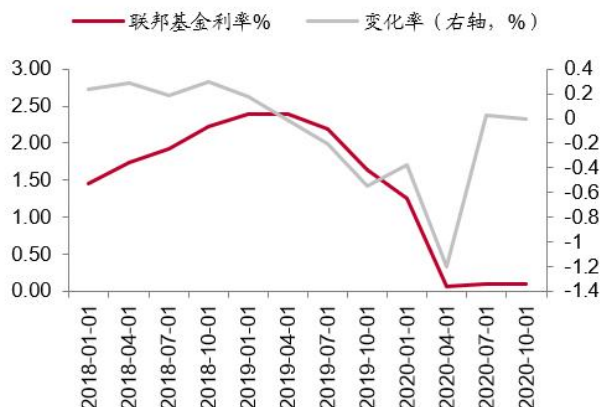
- 复盘过往美国总统大选年和中期选举年，我们发现美联储货币政策通常会呈现出“上半年紧缩，下半年宽松”的戏剧性转变。特朗普共任命过两位美联储主席，上一任主席鲍威尔是特朗普在 2017 年提名并由拜登连任。鲍威尔和新任提名美联储主席沃什都与特朗普出身共和党政府。在中期选举或大选这样的政治敏感年份，美联储的决策逻辑并非简单的政治站队，而是依据当时的经济基本面进行抉择。2018 年，强劲的增长和就业数据让美联储有底气顶住压力加息；当数据走弱，它立刻转向软化。2020 年，疫情带来的经济休克，让美联储别无选择只能用极度宽松的政策救市，这也刚好契合了大选年的政治诉求。这两年，美联储主席与总统都属于共和党派，其货币政策本质上都是经济基本面优先的体现，美联储在政策上都服务于大选。

图表 13：2018-2020 年美国背景与议息会议态度

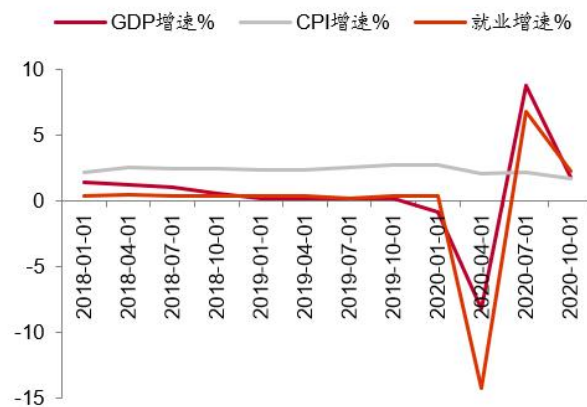
年份/事件	时间	核心经济背景	FOMC 议息会议态度
2018 年	上半年	减税刺激下的强劲增长，但贸易摩擦已现端倪：大规模减税政策推动经济表现强劲，但上半年贸易逆差已达 2912 亿美元，同比增 7.2%。劳动力市场保持强健，为经济增长提供有力支撑。	明确鹰派： 3 月、6 月各加息 25bp，官员预计全年加息 4 次；声明将经济描述改为“强健”
共和党中期选举	下半年	内外压力交织，经济后劲显现不足：全球增速放缓、贸易摩擦升级，中期选举后失去众议院增加政策不确定性。Q4 消费者信心指数持续回落，耐用品新订单连续下降，多项数据出现放缓迹象。美股大幅波动，“特朗普景气终结”论调出现。	由鹰转鸽： 9 月加息 25bp；12 月加息 25bp，但下调 2019 年加息预期至 2 次，态度明显软化，2019 年 1 月意外降息
2020 年	上半年	新冠疫情重创经济，美国陷入深度衰退：二季度 GDP 按年率下降 32.9%，创 1947 年以来最大跌幅。大部分企业关停，4 月失业率飙升至 14.7%，为大萧条以来最高值。国会通过约 2.2 万亿美元经济刺激法案，6 月联邦政府出现史上最大月度财政赤字。	疫情被迫宽松： 3 月两次紧急降息至 0%，无限 QE；6 月宣布将长时间维持零利率及当前购债速度
总统大选年	下半年	刺激推动反弹但脆弱，动能逐步减弱：经济重启后出现反弹，消费支出增长一度创纪录。但疫情反复、财政刺激到期后新方案迟迟未出台。经济学家指出反弹更多是政策暂时推动，企业破产和永久性失业增加，经济动能持续减弱。	极度鸽派： 7 月、9 月维持零利率；9 月启用“平均通胀目标制”，承诺在 2023 年底前不加息

来源：美联储 FOMC 会议纪要，中泰证券研究所

- 大选年美联储货币政策的转变，为竞选提供了一定的加分作用。2020 年新冠疫情冲击下，美联储紧急降息至近零水平并推出无限 QE，利率骤降至 0.06%，尽管经济在二季度陷入深度衰退，GDP 增速暴跌至 -8.24%、就业增速一度跌至 -14.21%，但随后在财政与货币双重刺激下快速反弹，三季度 GDP 增速飙升至 8.75%，就业增速回升至 6.77%，美联储的极度宽松政策为经济打造了短期复苏的表象，客观上为特朗普提供了竞选叙事素材。

图表 14：2018-20 年美国联邦基金利率走势与货币政策转向


来源：FRED，中泰证券研究所

图表 15：2018-20 年美国核心宏观经济指标（GDP、CPI、就业）变化趋势


来源：FRED，中泰证券研究所

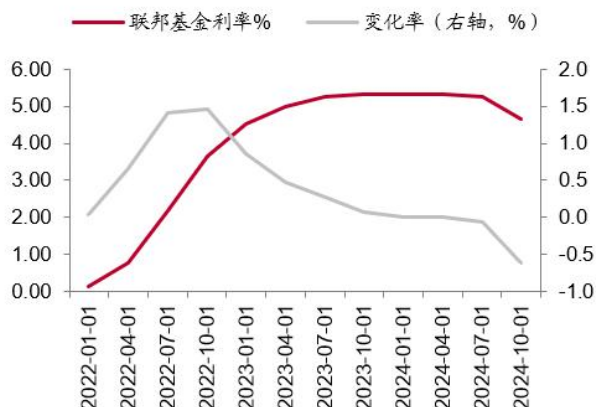
- **2022 与 2024 年，美联储货币政策同样以选举为优先，均在下半年边际放松。**2022 年中期选举在 11 月举行，美联储上半年持续大幅加息导致股市下跌、经济承压，而高通胀本身也是民主党中期选举失利的重要因素之一，这一政策对拜登政府的选举形势是不利的。2024 年总统大选美联储同样为了大选而调整政策节奏：上半年美联储顶住市场压力维持高利率，未提前降息刺激经济；直到 9 月才降息 50bp，整体来看，政策节奏始终根据选举时点与节奏变化。

图表 16：2022-2024 年美国背景与议息会议态度

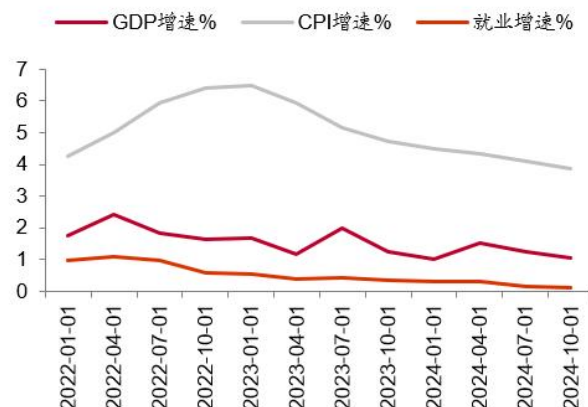
年份/事件	时间	核心经济背景	FOMC 议息会议态度
2022 年	上半年	高通胀叠加俄乌冲突，金融市场剧烈动荡： 俄乌冲突爆发推升能源、粮食等大宗商品价格，全球供应链再遭冲击。6 月 CPI 同比飙至 9.1%，创 1981 年来新高。美股标普 500 上半年累跌逾两成，纳指跌近 30%。	历史性鹰派： 3 月加息 25bp，5 月加息 50bp，6 月加息 75bp（1994 年来最大幅度）
民主党中期选举	下半年	加息效应渐显，经济衰退风险上升： 激进加息叠加供应链好转，通胀逐步回落，10 月 CPI 同比涨幅收窄至 2022 年 1 月以来最小幅度。但鲍威尔警告“软着陆路径越来越窄”，经济衰退风险上升。房地产市场明显降温，消费需求动能减弱。	由鹰转鸽： 7 月、9 月加息 75bp；11 月加息 75bp 但释放放缓信号；12 月加息 50bp，确认减速
2024 年	上半年	消费韧性支撑“软着陆”路径： 工资增长持续超过通胀率，家庭财富创下新纪录，支撑消费支出强劲扩张。Q2 GDP 环比 2.8% 远超预期，消费、补库、设备投资共同推动。就业市场虽显降温但仍具韧性，5 月新增非农就业 27.2 万人远超预期。	鹰派观望： 1-6 月维持利率不变，强调在通胀未明确向 2% 目标回落前不考虑降息
总统大选年	下半年	就业市场加速降温，经济动能放缓： 劳动力市场明显走弱，8 月新增就业仅 14.2 万人远逊预期，7 月数据大幅下修至 8.9 万人，ADP 就业增速为三年半以来最慢。失业率从年初 3.7% 升至 4.2%。高利率继续压制房地产和制造业。	转为鸽派： 9 月降息 50bp，开启宽松周期；12 月降息 25bp

来源：美联储 FOMC 会议纪要，中泰证券研究所

- **24H2 美联储降息 50BP 支持民主党，但更深层次因素导致本次大选失利。**2024 年总统大选美联储为了帮助时任总统拜登大选而调整政策节奏：上半年美联储顶住市场压力维持高利率，并未提前降息刺激经济；直到 9 月才降息 50bp，促成了各大资产的上涨。但由于 2020-2024 年美联储整体维持较低利率，导致资产价格上涨，进而引发美国 K 型经济分化加剧，导致普通选民对拜登执政结果不满。由此即使得到了美联储的助攻，民主党依然被迫下台。

图表 17：2022-24 年美国联邦基金利率走势与货币政策转向


来源：FRED，中泰证券研究所

图表 18：2022-24 年美国核心宏观经济指标 (GDP、CPI、就业) 变化趋势


来源：FRED，中泰证券研究所

1.3 金价对实际利率的上行反应钝化，若后续利率走低金价有望重回上涨

- 过去较长时期内，实际利率是影响黄金价格的重要变量。由于黄金本身不产生利息收益，当实际利率上升时，持有黄金的机会成本提高，资金更倾向于配置债券等生息资产，黄金价格通常承压；反之，当实际利率下降时，黄金的相对吸引力提升，金价往往上涨。从历史数据来看，2018 年至 2021 年期间，黄金价格与美国实际利率呈现明显负相关关系。

图表 19：2018-2021 年黄金价格几乎与实际利率完美负相关 (黄金单位：美元/盎司)


来源：WIND，中泰证券研究所

- 自 2022 年以来，黄金价格已逐步脱离实际利率框架。2022 年起，传统实际利率定价逻辑开始出现裂痕。彼时，美联储开启激进加息周期，实际利率大幅蹿升，按照旧有逻辑，黄金价格理应跌跌不休。但现实却令人大跌眼镜，黄金价格不仅未降，反而在震荡中保持坚挺。到了 2024 年和 2025 年，更是在实际利率持续上升的重压下，一举突破历史新高。

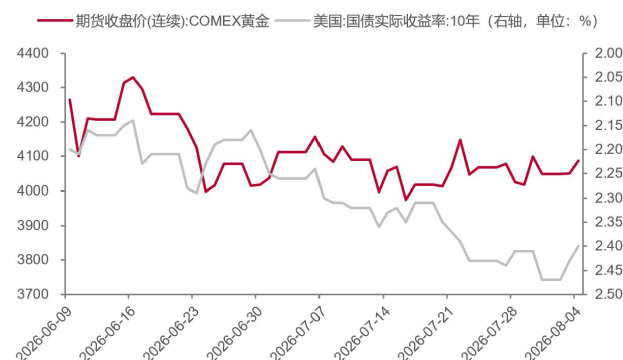
图表 20：2018-2021 年黄金价格几乎与实际利率完美负相关（黄金单位：美元/盎司）

来源：WIND，中泰证券研究所

- **短期来看，实际利率上行不再导致金价进一步下跌。**今年 5 月以来，美债名义利率与实际利率均自低点反弹。其中实际利率在 6 月内上升了 12BP。但从上周开始，金价重新对实际利率脱敏。实际利率新高的同时，金价震荡企稳，并未进一步下行。

图表 21：近一个月美债实际利率快速上行至新高

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 22：短期来看，实际利率上行不再导致金价进一步下跌（黄金单位：美元/盎司）

来源：，WIND，中泰证券研究所

- **中长期来看，黄金价格或随实际利率下行而开启新一轮上涨。**当通胀预期上升速度超过名义利率上幅度时，实际利率下降，黄金的持有机会成本降低，从而推动黄金价格上涨。2021 年以来，随着美国通胀快速上行，美联储开启加息周期，10 年期美债名义收益率快速上升，但由于通胀压力持续存在，实际利率上行幅度相对有限。2022 年以前，美国 10 年期实际利率长期处于低位甚至负值区间，为黄金价格上涨提供了重要支撑。当前美国经济面临增长放缓与通胀压力并存的可能性，若能源价格扰动再次推动通胀预期上行，而经济增长限制名义利率进一步提升，则实际利率可能重新进入低位运行区间，为黄金价格中长期上涨提供支撑。

图表 23：10 年期美债实际利率

来源：BEA，中泰证券研究所

图表 24：10 年期美债通胀预期

来源：BEA，中泰证券研究所

2. 滞胀是金价中长期上行的根本动力

2.1 美国历史上曾三次陷入滞胀周期，当前多项指标已出现滞胀迹象

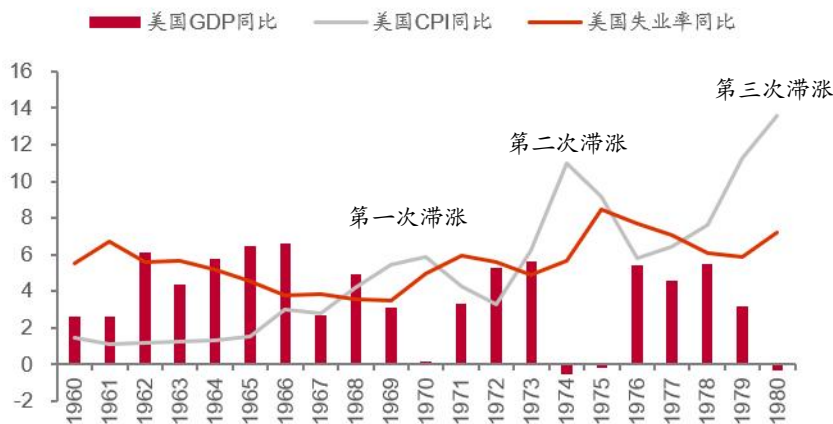
- “滞胀”是经济停滞与通货膨胀并存的罕见经济现象。20 世纪 60 年代以前，传统经济学根据菲利普斯曲线原理认为，通胀和失业呈此消彼长的替代关系，即经济上行阶段，失业率下降，但通胀率上升；经济下行阶段，失业率上升，但通胀率下降。然而，20 世纪 60 年代中期以后，美国等主要发达国家相继出现了失业率与通胀率同时高涨的局面，用菲利普斯曲线原理已经无法解释，宏观经济政策陷入了两难境地：如采取紧缩政策，则经济增长将进一步下行；如实行扩张政策，则通货膨胀将进一步加剧。

图表 25：主要发达国家滞胀发生时的经济概况

国家	期间（年）	年均生产率增长 （%）	消费品价格平均 提高幅度（%）	失业率 （%）
美国	1963—1973	1.9	3.6	4.5
	1974—1979	-0.1	8.6	6.7
英国	1963—1973	3	5.3	3
	1974—1979	0.8	15.7	5.3
法国	1963—1973	4.6	4.7	2
	1974—1979	2.7	10.7	4.5
联邦德国	1963—1973	4.6	3.6	0.8
	1974—1979	2.9	4.7	3.2
意大利	1963—1973	5.4	4	5.2
	1974—1979	1.4	16.1	6.6
日本	1963—1973	8.7	6.2	1.2
	1974—1979	3.3	10.2	1.9
加拿大	1963—1973	2.4	4.6	4.8
	1974—1979	0.1	9.2	7.2

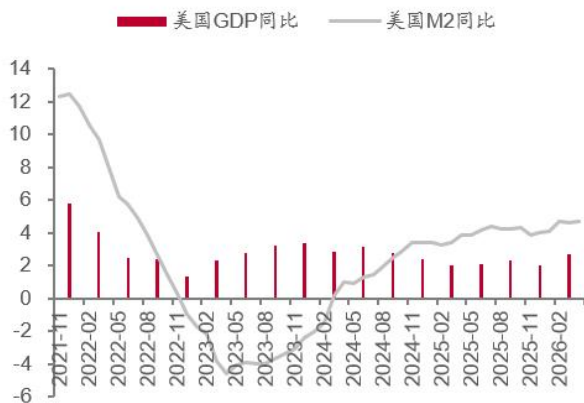
来源：OECD Economic Outlook，中泰证券研究所

- 20 世纪 70 年代美国共经历了三轮严重滞胀。第一轮滞胀发生于 1970 年越南战争时期，由于越战迟迟无法结束，导致物价持续上涨。在扩张性财政政策和宽松货币政策的共同刺激下，1969 年通胀率上升至 5%，达到 1951 年以来的最高值。第二与第三轮滞胀均由中东石油危机引发，期间国民经济增长放缓，高失业与高通胀并存，菲利普斯曲线失效。在黄金和石油价格不断飙升的背景下，1980 年美国通胀率一度达到约 13.5%，失业率从 4% 以下上升到约 7.2%，并进一步引发金融市场动荡。

图表 26：20 世纪 70 年代美国经济陷入三次滞胀（单位：%）

来源：BEA，中泰证券研究所

- 当前 M2 增长对美国经济驱动力边际下降，但 CPI 却明显反弹，美国经济增长有陷入停滞的迹象。从货币的角度观察美国经济增长，在 2021-2023 年，美国 M2 增速与 GDP 增速基本一致，说明货币扩张对经济增长基本是有效的。但自 2024 年 9 月以来，美国 M2 增速与 GDP 增速逐渐脱钩，即美国 M2 总量扩张并未有效传导至 GDP 增长，美国经济增长有陷入停滞的迹象。

图表 27：2024 年下半年以来，美国 M2 增长对经济驱动力边际下降（单位：%）

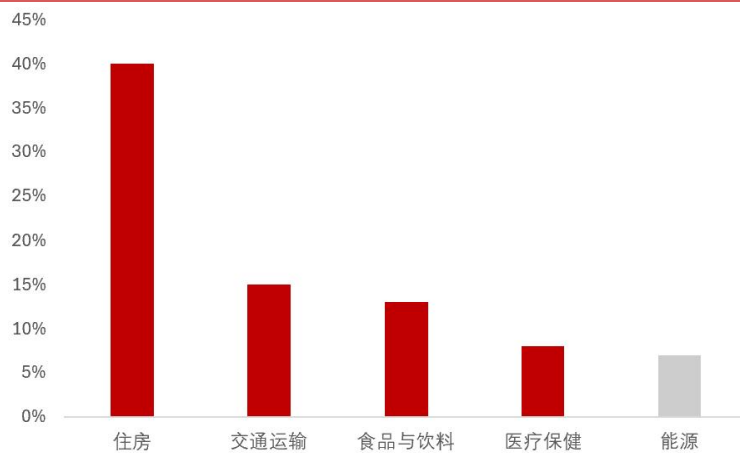
来源：BEA，中泰证券研究所

图表 28：近年来美国经济增速下降的同时，今年上半年美国 CPI 增速却出现明显反弹（单位：%）

来源：BEA，中泰证券研究所

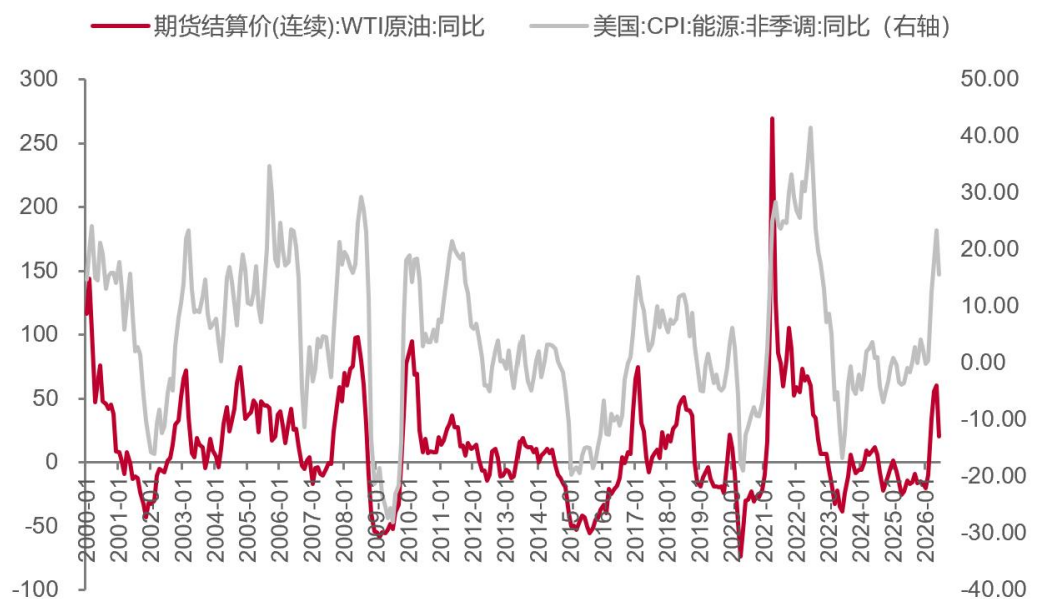
2.2 如果能源价格上行，将是推动美国通胀上行的重要变量

- 从美国 CPI 结构来看，住房、交通、食品、医疗等构成主要价格权重。其中住房占据最大比例，而能源分项权重约为 6.94%。虽然能源在 CPI 篮子中的直接占比较低，但由于能源是现代经济运行的重要基础投入，其价格变化具有较强的外溢效应。当原油价格上涨时，首先通过汽油、柴油等成品油价格直接推升交通运输成本，并影响居民出行成本。与此同时，柴油作为物流运输和工业生产的重要能源，其价格上涨将提高商品运输、仓储以及企业生产环节的投入成本，推动制造业、批发零售等行业提高终端售价。此外，能源价格上涨还可能通过企业利润压缩和成本转嫁机制进一步影响核心商品价格。当企业无法完全吸收能源成本上升时，往往会通过提高产品价格向下游传导，形成从能源价格向工业品、消费品的间接传导路径。油价冲击对 CPI 的影响不仅体现在能源分项，也会通过生产成本和供应链渠道影响其他价格分项。因此，能源仍是影响美国通胀周期的重要变量。

图表 29：美国 CPI 主要分项权重

来源：WIND，中泰证券研究所

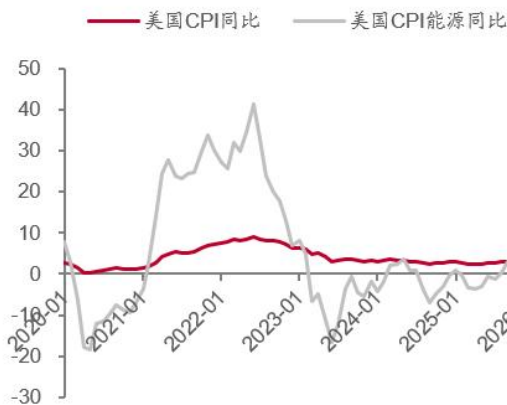
- 从历史数据来看，WTI 原油价格变化与美国 CPI 能源分项同比增速具有较强相关性。通常情况下，原油价格快速上涨会首先推动能源商品价格上涨，并通过汽油、燃油等终端价格传导至 CPI 能源分项。2021 年以来，受全球供应链扰动以及俄乌冲突影响，WTI 原油价格同比快速上升，美国 CPI 能源分项同比增速同步大幅攀升，并成为推动整体通胀上行的重要因素。

图表 30：油价同比与 CPI 能源项同比（单位：%）

来源：WIND，中泰证券研究所

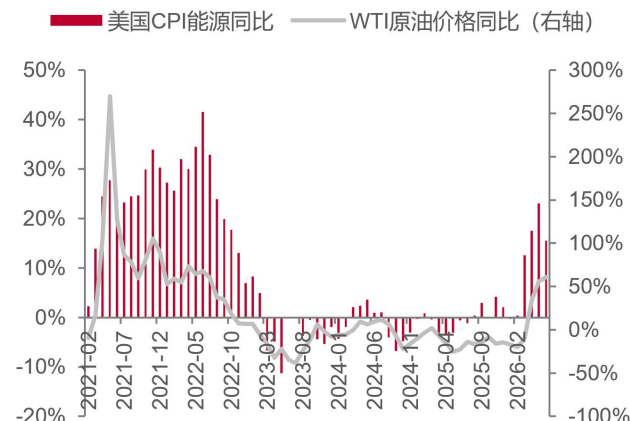
- 能源价格上行推动 CPI 能源分项大涨，但后续即使油价从高位回落，CPI 能源分项或仍继续上行。今年 2 月 28 日，美国、以色列联合空袭伊朗南部石油化工设施及军事基地；3 月 1 日，伊朗最高国家安全会议宣布封锁霍尔木兹海峡部分航道，全球能源运输咽喉首次陷入停滞。3 月 2 日布伦特原油一度上涨近 13%，突破每桶 82 美元。此后数日随着冲突进一步升级，油价继续飙升。至 3 月 19 日，布伦特原油价格最高飙升至 119.5 美元/桶，创 2008 年 10 月以来新高。快速上行的原油价格持续推升美国 CPI 能源分项，进而推动 CPI 同比上行。虽然当前 WTI 原油价格已从高位回落，但参考上一轮俄乌冲突经验，即使油价回落，由于战争的持续性，以及对能源价格影响的滞后性，CPI 能源分项仍将在之后的一段时间内维持上行，并可能继续走高。

图表 31: CPI 能源同比快速上行是推动美国 CPI 上涨的主要动力 (单位: %)



来源: BEA, 中泰证券研究所

图表 32: 参考俄乌冲突经验, 即使油价从高位回落, CPI 能源分项仍将继续上行



来源: BEA, 中泰证券研究所

- **除原油成本外, 裂解价差也是影响美国能源价格的重要因素。**裂解价差反映炼厂将原油加工为汽油、柴油等成品油过程中的利润水平。当供应扰动导致成品油供给偏紧时, 裂解价差往往快速扩大, 从而进一步推高终端燃油价格。2022 年俄乌冲突期间, 全球成品油供应受限, 裂解价差明显扩大, 导致美国汽油价格快速上涨, 并进一步加剧能源通胀压力。

图表 33: 美国原油 3-2-1 裂解价差

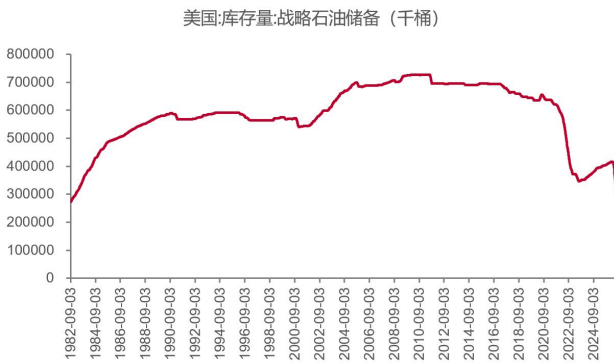


来源: EIA, 中泰证券研究所

- **美国的石油储备体系分两个层次: 政府战略储备和企业商业储备。**1973 年巴以战争导致中东石油供应中断, 石油价格猛涨, 引发世界性石油危机。1975 年, 美国国会通过了《能源政策与储备法》, 授权能源部建设和管理战略石油储备系统, 当国际或国内出现大范围石油供应短缺时, 为避免影响经济, 可以动用储备石油——全面动用须总统认定“严重能源供应中断”方可启动, 有限动用总量不得超过 3000 万桶且不超过 60 天, 测试动用不得超过 500 万桶。1990 年海湾战争期间, 动用 1730 万桶, 2005 年 9 月, 动用 2080 万桶, 应对卡特里娜飓风对墨西哥湾油田造成的冲击。2008 年 8 月, 动用 539 万桶, 应对全球金融危机导致的国际油价震荡。2011 年 7 月, 动用 3000 万桶稳定因利比亚政局更迭导致的国际油价波动。

- **当前市场最大的预期差：投资者普遍低估了美国原油库存的短缺程度。**美国自 1975 年 SPR 建立以来，美国政府多次动用储备应对能源危机。近几年，拜登和特朗普政府均批准大规模释放行动，累计释放原油约 3.52 亿桶。自今年 3 月美伊冲突以来，由于战争切断了霍尔木兹海峡的石油出口通道，引发了历史上最大规模的供应中断，特朗普下令从 SPR 释放 1.72 亿桶原油。截至 7 月 24 日，SPR 库存减少 370 万桶，总量降至约 3.08 亿桶。据 EIA 数据，当特朗普的释放令完全执行后，SPR 将降至约 2.43 亿桶。联邦审计人员发现，超过四分之一的 SPR 库存“因施工停运和盐洞停运而无法提取”。根据 Rapidan Energy 今年 7 月的分析，这意味着目前 SPR 中至少有 1.03 亿桶无法动用。我们认为市场低估了美国原油库存的短缺程度。

图表 34：美国战略石油储备库存处于 1983 年以来最低



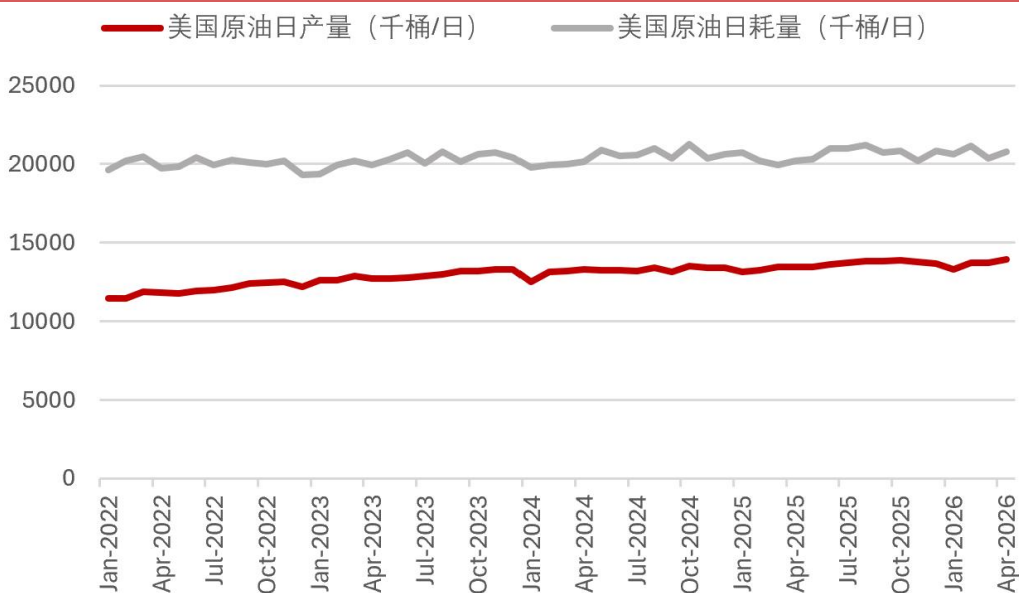
来源：BEA，中泰证券研究所

图表 35：美国库欣原油库存处于 2014 年以来最低水平



来源：BEA，中泰证券研究所

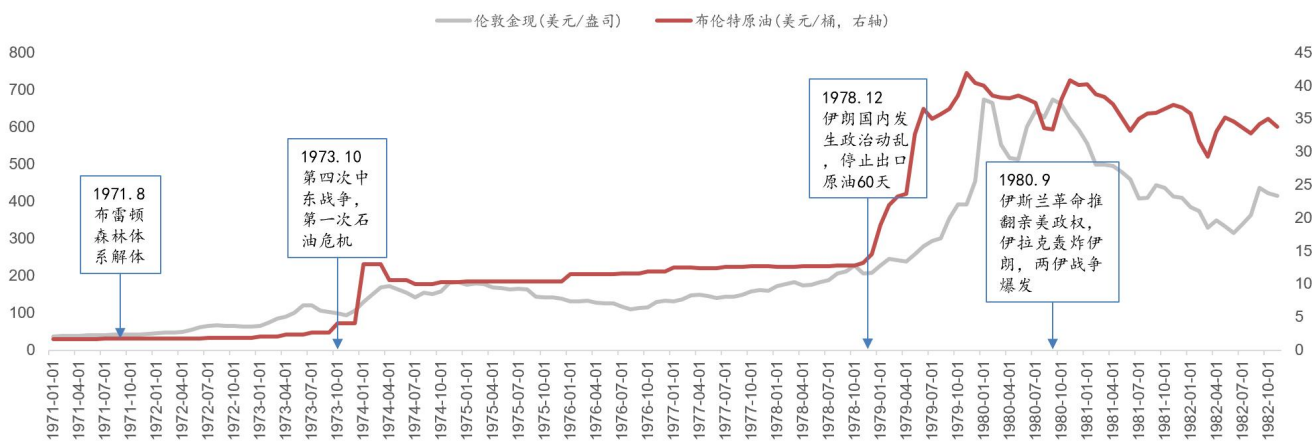
- **美国原油供给增速有限，而国内石油消费维持高位，原油供需缺口仍为能源价格提供支撑。**美国原油产量近年来维持高位，但进一步增产空间相对有限，2025 年以来美国原油日产量整体维持在 1,400 万桶/日以下；与此同时，美国国内石油消费量持续处于较高水平，近些年一直在 2,000 万桶/日上下。美国原油产量与国内消费之间存在较大的供需缺口，需要通过进口满足部分需求，因此美国自身原油产量难以完全对冲全球能源供给扰动。在全球原油供给存在不确定性的背景下，若地缘政治冲突导致全球原油供应受到扰动，油价仍具备较强的上行弹性。

图表 36：美国原油日产量与消费量对比

来源：EIA，中泰证券研究所

2.3 复盘 1970-80 石油危机引发的滞胀时期，黄金表现优异

- 石油危机期间，黄金原油整体表现较优。复盘 20 世纪 70 年代两次石油危机期间，黄金与原油价格整体均实现了大幅上涨。1973 年第一次石油危机期间，油价从战争导致的禁运前的 2.9 美元/桶上涨接近 4 倍至 1974.1 的 11.65 美元/桶，同期金价从 1973 年的 97 美元/盎司上涨约 64% 至 1974 年的 159 美元/盎司。1978 年第二次危机因伊朗伊斯兰革命爆发，油价从 1978 中期的 13 美元/桶升至 1980 中期的 34 美元/桶，同期金价从 1978 年的 193 美元/盎司上涨至 1980 年的 613 美元/盎司。

图表 37：石油危机期间，黄金、原油价格整体表现较优

来源：WIND，中泰证券研究所

- 从更长久的时间周期来看，黄金在滞胀时期的整体回报均较为突出。复盘自布雷顿森林体系开始松动的 1966 年，直至美国完全摆脱滞胀的 1985 年，黄金的高投资回报贯穿了整个滞胀与衰退时期。其中在 1979-1980 年滞胀最严重时期，美元指数小幅上行 2.9%，而黄金大涨 111.6%。另一方面，金价与美元指数也并非在所有时刻均呈现负相关性，在滞胀阶段，美元指数整体变动不大，但黄金价格却实现了较大幅度的上涨。黄金在滞胀环境中凸显其避险作用。

图表 38：黄金在滞涨时期整体表现较好

时间段	持续时间 (月)	投资时 钟阶段	标普 500 涨 跌	10 年期国债 (YTM)	变动 (BP)	伦敦黄金 涨跌幅	美元指 数涨跌 幅	最优大类资产
1966/01—1966/10	9	滞胀	-13.7%	4.7%—5.0%	28			现金
1966/10—1967/07	9	衰退	18.1%	5.0%—5.2%	19			股票
1967/07—1968/07	12	扩张	3.2%	5.2%—5.4%	23			股票
1968/07—1969/12	17	滞胀	-5.8%	5.4%—7.9%	249	-9.4%		现金
1969/12—1970/10	10	衰退	-9.6%	7.9%—7.3%	-55	5.8%		债券
1970/10—1972/08	22	复苏	33.4%	7.3%—6.4%	-91	79.5%		黄金
1972/08—1974/12	28	滞胀	-38.3%	6.4%—7.4%	98	178.9%	-9.4%	黄金
1974/12—1975/03	3	衰退	21.6%	7.4%—8.0%	61	-5.0%	-4.8%	股票
1975/03—1976/05	14	复苏	20.2%	8.0%—8.0%	-5	-29.2%	13.4%	股票
1976/05—1977/04	11	滞胀	-1.7%	8.0%—7.5%	-51	17.3%	-1.7%	黄金
1977/04—1978/02	10	衰退	-11.6%	7.5%—8.0%	59	23.8%	-8.1%	黄金
1978/02—1979/01	11	扩张	14.8%	8.0%—9.0%	91	28.2%	-8.8%	黄金
1979/01—1980/03	14	滞胀	2.2%	9.0%—12.6%	369	111.6%	2.9%	黄金
1980/03—1980/07	4	衰退	19.2%	12.6%—10.8%	-188	24.2%	-6.2%	黄金
1980/07—1981/07	12	复苏	7.6%	10.8%—14.7%	391	-33.9%	29.8%	现金
1981/07—1982/08	13	衰退	-8.7%	14.7%—12.8%	-186	1.4%	8.9%	债券
1982/08—1983/07	11	复苏	36.0%	12.8%—11.8%	-105	2.6%	5.8%	股票
1983/07—1984/03	8	扩张	-2.1%	11.8%—12.5%	77	-7.9%	1.2%	现金
1984/03—1985/07	16	衰退	19.9%	12.5%—10.6%	-196	-15.7%	10.1%	股票
1985/07—1985/12	5	扩张	10.7%	10.6%—9.0%	-157	-0.2%	-10.8%	股票

来源：Wind，中泰证券研究所

投资建议

- 建议关注紫金矿业、山金国际、赤峰黄金、盛达资源。

风险提示

美联储货币政策变化

- 本报告根据第三方数据，对未来行业下游需求进行诸多测算，可能存在下游需求不及预期导致公司发展失速的风险。

美元流动性意外收紧

- 由于转型高端铝加工的企业较多，行业未来产能或有大幅增加，导致市场竞争加剧，企业盈利恶化的风险。

第三方数据失真

- 为撰写本报告，引用大量第三方数据，可能存在第三方数据失真，导致分析结果有误的风险。

数据更新不及时

- 本报告配有大量数据，可能存在由于数据更新不及时，导致分析结果有误的风险。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。