



行业研究 | 深度报告 | 贵金属与矿石

2006 镜鉴 2026：黄金十年，中继而非终点 ——赝金不怕火炼 21

报告要点

对于黄金，我们不止于视当下为季度强修复窗口，更重视其为十年牛市中继较佳阶段布局点，当前节点后黄金股仍将涌现不少十倍股。我们的结论很明确，2026 年是金牛中继，而非终点。但结论不能忽略过程，过去我们经历太多短周期交易经验，而陌生于十年级牛市中的节奏把握。本篇报告核心剖析上个十年黄金牛市的中继调整 2006 年，黄金与黄金股的交易细节，以借鉴于本轮。

分析师及联系人



王鹤涛

SAC: S0490512070002

SFC: BQT626



叶如祯

SAC: S0490517070008

贵金属与矿石

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

2006 镜鉴 2026：黄金十年，中继而非终点——裨金不怕火炼 21

如何理解并把握，一轮黄金长牛下的中继调整？

近两周黄金一改半年颓势重启反弹，但当下比反弹更重要的识别是：究竟是趋势大顶后的二次反弹，还是十年牛市中继的最佳配置窗口。我们的结论很明确，**中继，而非终点**。本轮调整由沃什新政转鹰、加息预期升温、美股 AI 主线虹吸及前期多头拥挤共同施压，属短期流动性冲击，非主驱动逆转。全球央行连续三年千吨级购金、储备资产多元化与去美元化趋势未改，官方连续增持，牛市核心根基未动摇。**但结论不能忽略过程，过去我们经历太多短周期交易经验，而陌生于十年级牛市中的节奏把握**。本篇报告核心剖析上个十年黄金牛市的中继调整 2006 年。

十年牛市的中继——2006 年，三条复盘线索

黄金上个十年牛市是 2001 至 2011 年，2006 年正是中继年。复盘重视三条线索：**1、主驱动未变，调整系流动性冲击**。加息提速+交易拥挤触发短期深度回撤，但主逻辑 ETF 化打开居民长期配置不改，资金持续涌入构成十年级买盘；**2、经历三阶段“冲顶-两次探底-修复突破”，冲顶期，交易“弱美元+通胀+地缘”，ETF 买盘涌入，净多头历史高位，拥挤埋下出清伏笔。调整期，交易流动性极点，末次加息引发收紧；长端利率先落，ETF 未流出，双底获承接。修复期，交易紧缩逆转，前高下方震荡抬升；降息长短端共振，突破前高重启主升浪；3、龙头股山东黄金，调整期跌 50%，后续翻十倍**。阶段二腰斩出清恐慌，2006 年年报净利增创历史佳绩，次年连续预增并启动集团金矿注入，估值锚从金价贝塔切换为阿尔法成长，自低点一年翻约十倍。

2026 vs 2006，四点核心镜鉴

一、流动性拐点不是顶，主驱动是核心。2006 年加息是流动性极点而非价格极点，真正顶部在 2011 年 ETF 配置衰减后跌价宏观复苏。本轮过去半年加息压制亦是，央行购金去美元化未改。**二、价格中枢比弹性更重要，压力测试是中枢的最好表达**。黄金股需要“可被信任的中枢”作为盈利锚，2006 年 560 美元双底与本轮 4000 美元底均是流动性冲击下的测试中枢。山东黄金 2006 年二探后自低点翻十倍，金价仅涨 78%。即是中枢认证后，市场敢于给成长重估的证据。**三、择时：流动性冲击底部即中期配置起点**。长逻辑未变、短逻辑近极点、中枢已认证、权益抢跑验证中继，我们认为当前可比“2006 年 10 月”，一旦金价压力检测完成，权益估值即启动。**四、选股：重配高成长优质龙头，中枢确认后收益从金价 β 转向成长 α** 。虽然身为强周期赛道，但优质龙头量价齐升的弹性差异，不论是 2006 年还是本轮，均是强者恒强，而非高低切有效。

配置策略：把握当下流动性底部即中期起点，重配成长龙头

我们不止于视当下为季度强修复窗口，更重视其为十年牛市中继较佳阶段布局点，当前节点后**黄金股仍将涌现不少十倍股**。当下策略逢调整布局，以加息落地或利率预期见顶为进一步增配信号，以央行月度购金数据为底仓持有依据。三季度先看强修复，四季度高位震荡等待进一步宏观信号，明年年初或继续突破创新高。黄金股配置顺序优先于黄金，随着金价中枢经压力测试确认，收益来源正从金价 β 转向产量扩张、资源储备、资产注入及成本控制带来的盈利增长。

风险提示

1、美联储加息幅度与次数超预期的风险；2、全球央行购金节奏放缓或中断的风险；3、美股虹吸与日元套息平仓引发流动性冲击的风险；4、重点公司产量、成本与成长不及预期的风险；5、历史类比失效的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《黄金、利率与债务再思考：加息，未必利空黄金——裨金不怕火炼系列 20》2026-06-27
- 《央行购金新框架：从离岸生息到在岸安全——裨金不怕火炼系列 19》2026-04-14
- 《黄金、原油与滞胀交易：三大情景展望——裨金不怕火炼 18》2026-03-30



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

一、引子：如何理解并把握，一轮黄金长牛下的中继调整？	6
当前位置：金价启动季度级别修复	6
牛市中继 vs 顶部震荡：两种情形的配置含义	6
二、2006 年复盘：十年牛市中的中继一年	7
宏观背景：加速加息周期与黄金的十年牛市	7
阶段一（2005/11~2006/05）：最后的冲顶	8
阶段二（2006/05~2006/10）：流动性抽水与两次探底	9
阶段三（2006/10~2007/09）：企稳、震荡与突破前高	10
山东黄金：从腰斩到十倍的个股复盘	10
三、本轮复盘：与 2006 年的阶段映射	12
大涨（2023~2026/01）：央行购金驱动的主升浪	12
回撤（2026/01~2026/07）：流动性收紧的系统性回撤	12
企稳修复（2026/07 至今）：央行购金支撑下形成的阶段性底部与股票抢跑	13
四、可比 2006 年的核心参考与配置建议	14
流动性拐点不是大顶，主驱动才是大顶的核心	14
价格中枢比弹性更重要：压力测试是中枢的最好表达	15
选股：高成长优质龙头	16
配置结论：流动性底部即中期配置起点	16
风险提示	18

图表目录

图 1：本轮黄金牛市（2023~2026）：大涨—回撤—企稳修复	6
图 2：2004~2008 年金价全景：十年牛市中的 2006 年中继	8
图 3：2005~2007 年金价与联邦基金利率、美债 10Y：长端率先回落定价紧缩尾声	8
图 4：2005~2007 年金价与美元指数：美元并非 2006 年回撤的主矛盾	9
图 5：2005~2008 年山东黄金与金价（对数轴）：回撤更深、修复更强	11
图 6：山东黄金 2005~2007 年基本面：净利润两年近三倍	11
图 7：本轮黄金股与金价：回撤更深、修复更快，7 月以来显著抢跑	14
图 8：顶部对齐：2026 年回撤轨迹与 2006 年高度同构	15
图 9：同一只股票的两次压力测试：山东黄金 2006 vs 2026 顶部对齐	16
表 1：两种情形识别与季度级别配置含义	7
表 2：2006 年三阶段行情与宏观利率总览	9
表 3：美联储政策路径与黄金的关键节点（2004~2007）	10
表 4：山东黄金 2005~2007 年基本面、事件与市场预期分歧	12
表 5：本轮与 2006 年的阶段映射	12
表 6：本轮回撤的四重压制因素与 2006 年的对应	13

表 7：2006 年与 2026 年核心要素对照.....	15
表 8：黄金与黄金股配置建议.....	17

一、引子：如何理解并把握，一轮黄金长牛下的中继调整？

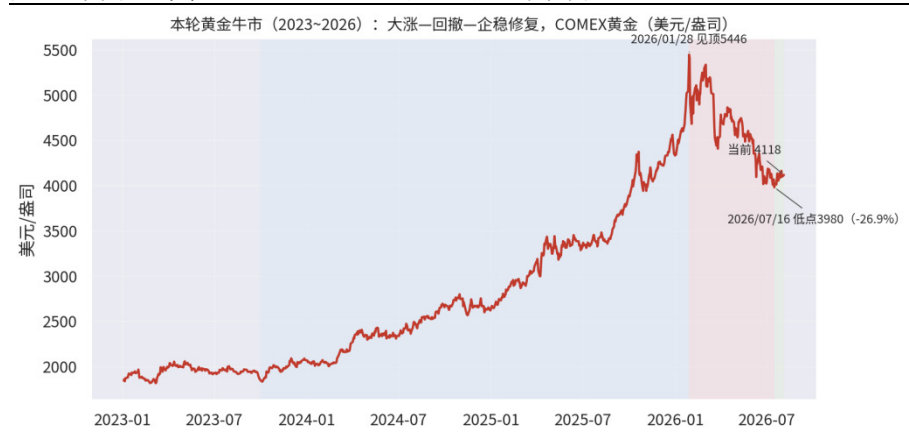
近两周黄金一改半年颓势重启反弹，但当下比反弹更重要的识别是：究竟是趋势大顶后的二次反弹，还是十年牛市中继的最佳配置窗口。我们的结论很明确，中继，而非终点。本轮调整由沃什新政转鹰、加息预期升温、美股 AI 主线虹吸及前期多头拥挤共同施压，属短期流动性冲击，非主驱动逆转。全球央行连续三年千吨级购金、储备资产多元化与去美元化趋势未改，官方连续增持，牛市核心根基未动摇。但结论不能忽略过程，过去我们经历太多短周期交易经验，而陌生于十年级牛市中的节奏把握。本篇报告核心剖析上个十年黄金牛市的中继调整 2006 年。

当前位置：金价启动季度级别修复

2026 年 7 月中旬以来，COMEX 黄金自 3980 美元/盎司的低点企稳回升，当前运行于 4100 美元上方，低点以来的反弹节奏、成交结构与黄金股的同步抢跑，共同指向一轮季度级别修复已经启动。回顾本轮：金价自 2023 年初约 2000 美元起步，在央行购金与去美元化主线下走出近三年主升浪，2026 年 1 月 28 日见顶 5446 美元；随后受沃什新政引发的货币政策紧缩担忧、9 月加息预期（概率一度约 50%）、美股对流动性的虹吸以及日元套息风险等压制，至 7 月 16 日最大回撤 26.9%——回撤幅度已超过 2023 年牛市启动以来的任何一次调整。

比反弹本身更重要的识别是：当前究竟是趋势大顶之后的二次反弹，还是十年牛市中继位置上的最佳配置窗口。若是前者，策略上只能做波段、反弹兑现即离场；若是后者，则应当以中期维度重配黄金与黄金股。两种情形对应完全不同的仓位与久期，这一判断直接决定当前季度级别的配置范式。

图 1：本轮黄金牛市（2023~2026）：大涨—回撤—企稳修复



资料来源：Wind，FRED，长江证券研究所

牛市中继 vs 顶部震荡：两种情形的配置含义

从形态上看，大顶后的二次反弹与牛市中继的修复起点在前半段几乎完全同构：都是深跌后的缩量企稳、均线修复与情绪回暖，技术指标只有在行情走出相当一段之后才能事后确认。真正的区分只能来自基本面梳理：驱动本轮牛市的主逻辑是否被逆转。2006 年

的历史经验表明，流动性收紧造成的回撤再深，只要主驱动未变，就只是牛市中继；而主驱动（如央行购金趋势）若发生逆转，即便流动性宽松，金价也难再创新高。

表 1 对比两种情形的核心特征与配置含义。我们倾向于本轮属于牛市中继，理由将在第二、三部分通过 2006 年的完整复盘与本轮的阶段映射展开，第四部分给出核心参考与配置建议。

表 1：两种情形识别与季度级别配置含义

维度	趋势大顶的二次反弹	牛市中继的修复（我们倾向于本轮）
主驱动状态	央行购金趋势逆转、去美元化逻辑证伪	央行购金延续，4000 美元附近仍在买入
回撤性质	主逻辑破坏下的估值重估，跌幅深且修复慢	流动性冲击+拥挤出清，跌幅深但底部有承接
底部特征	反弹缩量、缺乏真实买盘，前低反复被击穿	央行购金支撑下形成阶段性底部，4000 美元一线承接明确
黄金股表现	反弹弱于商品，估值中枢持续下移	恐慌出清后弹性放大，先于金价企稳抢跑
配置范式	做波段：反弹兑现、严格止损、不留底仓	中期重配：底仓+回调加仓，持有至主驱动变化
验证信号	央行月度购金转负、实际利率趋势性上行	加息落地后利率预期见顶、金价站稳前高

资料来源：长江证券研究所

二、2006 年复盘：十年牛市中的中继一年

黄金上个十年牛市是 2001 至 2011 年，2006 年正是中继年。复盘重视三条线索：**1、主驱动未变，调整系流动性冲击**。加息提速+交易拥挤触发短期深度回撤，但主逻辑 ETF 化打开居民长期配置不改，资金持续涌入构成十年级买盘；**2、经历三阶段“冲顶-两次探底-修复突破”，冲顶期**，交易“弱美元+通胀+地缘”，ETF 买盘涌入，净多头历史高位，拥挤埋下出清伏笔。**调整期**，交易流动性极点，末次加息引发收紧；长端利率先落，ETF 未流出，双底获承接。**修复期**，交易紧缩逆转，前高下方震荡抬升；降息长短端共振，突破前高重启主升浪；**3、龙头股山东黄金，调整期跌 50%，后续翻十倍**。阶段二腰斩出清恐慌，2006 年年报净利增创历史佳绩，次年连续预增并启动集团金矿注入，估值锚从金价贝塔切换为阿尔法成长，自低点一年翻约十倍。

宏观背景：加速加息周期与黄金的十年牛市

2001 年金价自 250 美元起步，开启了一轮持续十年的大牛市。其长逻辑在 2004 年被进一步强化：2004 年 11 月，美国首只黄金 ETF（SPDR Gold Shares, GLD）上市，黄金第一次以便捷的证券化形式进入美国、欧洲居民端的资产配置清单，**投资需求接棒央行售金与金饰消费成为定价的边际力量**，此后数年欧美居民端资金持续涌入黄金市场，**构成了十年牛市最核心的增量买盘**。

短逻辑上，2004 年 6 月至 2006 年 6 月，美联储连续 17 次加息，联邦基金目标利率由 1.00% 升至 5.25%。2005 年美国实际 GDP 增长 3.5%，经济总体保持较强韧性；进入 2006 年后，通胀与油价继续上行，6 月 CPI 同比升至 4.3%，WTI 原油价格于年中升至 70 美元/桶以上，进一步强化了货币政策的紧缩压力。与此同时，美国住房市场已显现转弱迹象：新房与成屋销售自 2005 年中开始回落，住宅建设于 2006 年初转入收缩，至 2006 年年中住房销售已较上年同期下降约 15%。黄金就是在“长逻辑刚被打开、短逻辑持续收紧”的组合中，走进了 2006 年 5 月的顶部。复盘范围为 2006 年 5 月见顶向

前半年（2005 年 11 月）至向后一年（2007 年 5 月），并将突破前高的第三阶段延伸至 2007 年 9 月，完整呈现“冲顶—两次探底—修复突破”的中继全貌。

图 2：2004~2008 年金价全景：十年牛市中的 2006 年中继



资料来源：Wind, FRED, 长江证券研究所

阶段一（2005/11~2006/05）：最后的冲顶

2005 年 11 月至 2006 年 5 月 12 日，金价自 458.8 美元上涨至 710.3 美元（盘中最高约 730 美元），半年涨幅 54.8%。这一阶段市场的交易主线是“弱美元+通胀+地缘”：美元指数自 90.1 下行至 84.0，美国 CPI 同比持续走高，伊朗核问题反复发酵，黄金的金融属性与避险属性被同时激活；ETF 持仓稳步增长，居民端配置力量开始显化。值得注意的是，这一时期美联储加息并未停止（联邦基金有效利率自 3.99% 升至 5.01%），但市场对“加息周期接近尾声”的预期渐起，利率上行对金价的压制明显钝化。

与金价加速赶顶同步，拥挤度快速累积：2006 年初至 5 月，有色金属与贵金属出现全球性普涨，COMEX 非商业净多头升至历史高位，市场分歧集中在“商品超级周期是否还有下半场”。事后看，阶段一的冲顶为阶段二的剧烈出清埋下了伏笔——涨速越快、拥挤度越高，对流动性收缩的脆弱性越强。

图 3：2005~2007 年金价与联邦基金利率、美债 10Y：长端率先回落定价紧缩尾声



资料来源：Wind, FRED, 长江证券研究所

阶段二（2006/05~2006/10）：流动性抽水与两次探底

2006年5月12日见顶后，金价进入快速而系统的回撤：6月14日第一次探底562.3美元，反弹后再度回落，10月初第二次探底562.0美元附近，区间最大回撤21.9%。

驱动这轮回撤的是典型的“流动性抽水+前期过度拥挤”：其一，6月29日美联储完成本轮第17次、也是最后一次加息至5.25%，加速加息引发美元流动性全面收紧，全球风险资产与商品在5~6月同步重挫，黄金未能幸免；其二，前期累积的多头拥挤度在下跌中被强制出清，放大了跌幅。

两个细节决定了这轮回撤的性质是“短逻辑出问题”而非“长逻辑终结”。第一，美元指数在阶段二仅自84.0小幅升至86.5，美元并非主矛盾，利率与流动性才是；第二，长端利率先于短端见顶——美债10Y收益率在6月冲高5.25%后一路回落至10月的4.70%附近，债券市场开始交易紧缩尾声与经济降温，而联邦基金利率仍在高位。长短端的背离正是破局的前置信号。**同期，ETF资金并未出现趋势性流出，居民端配置黄金的长逻辑在2006年完全没有被打断。**

图 4：2005~2007 年金价与美元指数：美元并非 2006 年回撤的主矛盾



资料来源：Wind，FRED，长江证券研究所

表 2：2006 年三阶段行情与宏观利率总览

阶段	区间	金价表现 (美元/盎司)	美元指数	联邦基金利率 (%)	美债 10Y (%)	山东黄金 (%/亿元)
阶段一·冲顶	2005/11~2006/05	458.8→710.3, +54.8%	90.1→84.0	3.99%→5.01%	4.58%→5.19%	+429% (9.9→52.2)
阶段二·两次探底	2006/05~2006/10	最大回撤-21.9% (562 双底)	84.0→86.5	5.01%→5.22% (6/29 末次加息)	冲高 5.25%后回落至 4.70%	-50.5% (57.4→28.4)
阶段三·修复突破	2006/10~2007/09	578.4→732.4, +26.6%, 收复前高	86.5→78.6	5.22%→4.77% (停止加息后转降)	4.70%附近震荡	+604% (34.0→239.2)
阶段三延续·走牛	2007/09~2008/03	732→1001, 2008/03 首破 1000 美元	78.6→走弱	降息周期开启	趋势下行	低点起约 10.7 倍 (28.4→303.0)

资料来源：Wind，FRED，新浪财经，长江证券研究所

阶段三（2006/10~2007/09）：企稳、震荡与突破前高

第二次探底完成后，金价于 560~570 美元一线企稳，此后分三步走：第一步（2006 年 10 月~2007 年 2 月），超跌反弹修复至 650~690 美元，即前高下方约 10% 的位置转入长达数月的宽幅震荡；第二步（2007 年上半年），在震荡中消化加息尾声的分歧——8 月暂停加息后，市场对“5.25% 是否是终点”反复定价，金价在 630~690 美元之间拉锯，但每一次回落的低点都在抬高；第三步（2007 年 8~9 月），次贷危机初现、美联储于 9 月 18 日降息 50bp，紧缩周期正式确认逆转，金价放量突破 730 美元前高，此后一路北上，2007 年 11 月站上 830 美元，2008 年 3 月历史性首破 1000 美元。

阶段三的政策与利率路径值得细读：短端利率自 2006 年 6 月定格在 5.25% 后横盘逾一年，长端 10Y 早已提前回落，收益率曲线深度倒挂持续定价“紧缩损害经济”；当 2007 年 9 月降息落地，短端长端完成共振，黄金的主升浪重新启动。这意味着：真正终结中继调整的，不是流动性冲击本身，而是流动性拐点（加息停止→降息开启）对主驱动压制的解除。

表 3：美联储政策路径与黄金的关键节点（2004~2007）

时间	政策事件	联邦基金目标利率	对黄金的含义
2004/06	本轮首次加息	1.00%→1.25%	紧缩周期开启，但黄金长逻辑（ETF 化）同步展开
2004/11	GLD 上市	—	居民端配置时代开启，十年牛市核心增量资金
2006/06/29	第 17 次加息（末次）	5.00%→5.25%	流动性抽水极点，金价处于两次探底之间
2006/08/08	暂停加息	维持 5.25%	短端见顶确认，金价二探前后逐步企稳
2006/10~2007/06	高位平台期	5.25% 不变	长端利率先行回落，金价反弹后前高下方震荡
2007/09/18	降息 50bp	5.25%→4.75%	紧缩正式逆转，金价突破 730 美元前高
2007/10~2008/03	连续降息	4.75%→2.25%	主升浪重启，2008/03 首破 1000 美元

资料来源：FRED，美联储，长江证券研究所

山东黄金：从腰斩到十倍的个股复盘

山东黄金是 2006 年 A 股黄金板块的核心黄金股，其三阶段的股价轨迹是“金价弹性放大器”的教科书样本：阶段一（2005/11~2006/05），股价自 9.9 元（后复权，下同）冲至 52.2 元，半年上涨 429%，远超金价 54.8% 的涨幅；阶段二（2006/05~2006/10），自 57.4 元高点最低跌至 28.4 元，回撤 50.5%，同期金价最大回撤 21.9%，个股弹性约为金价的 2.3 倍；阶段三（2006/10~2007/09），自低点修复并上涨 604% 至 239 元，2008 年 1 月最高触及 303 元——自 2006 年低点起累计约 10.7 倍，而同期金价从 562 美元涨至 1000 美元附近，涨幅仅约 78%。

把三个阶段的业绩、产量预期与市场分歧拆开看：阶段一，2006 年 3 月公司完成股改（10 送 2.5 股），叠加金价迭创新高，市场给予极高的稀缺性溢价，分歧在于高估值能否被业绩消化——当时公司体量尚小（2005 年净利润仅约 0.87 亿元），股价上涨更多依赖金价 beta 与想象空间；阶段二，股价腰斩期间市场恐慌定价的是“金价见顶→业绩弹性反噬”，但事后披露的 2006 年年报显示，公司全年生产黄金 16.47 万两（约 8.2 吨），净利润 1.28 亿元、同比增长 46.6%，EPS 0.80 元，基本面不仅没有恶化，反而在量价齐升下创历史最好水平——恐慌完全来自流动性与拥挤度，而非盈利；阶段三，2007 年

公司连续发布业绩预增公告（各季度均预增 50%以上），全年净利润 3.69 亿元、约为 2006 年的 2.9 倍，同时 2006 年临危受命出任山东黄金集团董事长的王建华推动的并购重组持续发酵，2007 年 5 月公司定增募资 15 亿元用于新城金矿扩建与三山岛深部开采，并启动收购集团金仓、玲珑、三山岛、沂南、鑫汇等金矿资产的注入路径，市场对公司的定价从“金价弹性”切换为“资源成长重估”——估值锚的切换，正是十倍行情的基本支点。

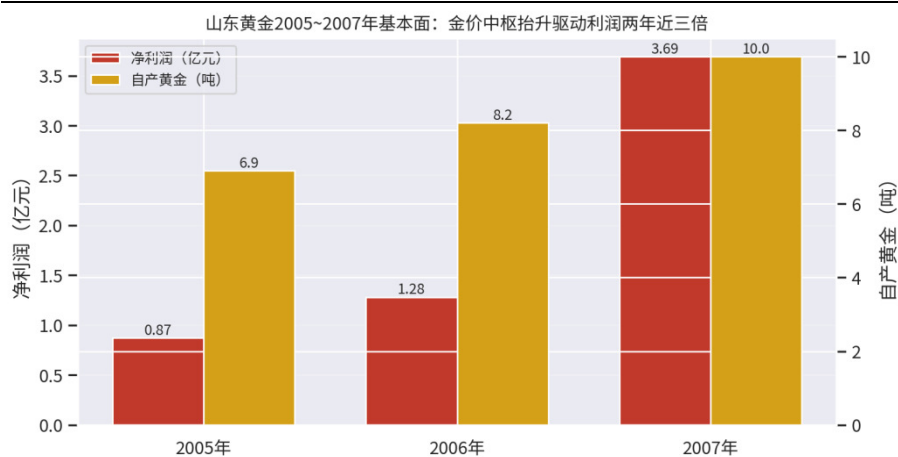
同一时期的中金黄金提供了旁证：2006 年其净利润 1.62 亿元、同比增长 142%，核心催化正是集团金矿资产注入。可见在牛市中继阶段，黄金股内部分化的胜负手不是金价 beta（人人都有），而是谁能在流动性压力测试之后，拿出产量、储量与利润的确定性成长。

图 5：2005~2008 年山东黄金与金价（对数轴）：回撤更深、修复更强



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：山东黄金 2005~2007 年基本面：净利润两年近三倍



资料来源：公司公告，公司年报，长江证券研究所

表 4：山东黄金 2005~2007 年基本面、事件与市场预期分歧

年度	自产黄金	营业收入	净利润	关键事件	市场预期与分歧
2005	约 6.9 吨	38.0 亿元	约 0.87 亿元 (+48%)	金价突破 500 美元，公司盈利起步	稀缺性标的，但体量小，估值依赖金价想象空间
2006	16.47 万两 (约 8.2 吨)	35.6 亿元 (-6.3%)	1.28 亿元 (+46.6%)	3 月股改 10 送 2.5；王建华出任集团董事长推进重组	阶段一担忧估值透支；阶段二恐慌定价金价见顶，年报证伪
2007	约 10 吨	外购金放量带动收入高增	3.69 亿元 (约为 2006 年 2.9 倍)	5 月定增募资 15 亿元；启动集团金矿资产注入	连续预增 50%+，定价从金价弹性切换为资源成长重估

资料来源：公司公告，公司年报，长江证券研究所

三、本轮复盘：与 2006 年的阶段映射

大涨（2023~2026/01）：央行购金驱动的主升浪

本轮黄金牛市自 2022 年 11 月启动、2023 年起加速，金价自约 2000 美元一路上涨至 2026 年 1 月 28 日的 5446 美元，三年涨幅超过 170%。其长逻辑与 2004 年 ETF 化具有同等的历史级别：全球央行连续三年以千吨级规模购金（远超此前十年年均 400~500 吨的水平），储备资产多元化与去美元化成为金价中枢系统性抬升的主驱动；叠加地缘风险频发与实际利率框架的阶段失效，黄金的货币属性被重新定价。A 股黄金股同步走出业绩与估值双击：2025 年山东黄金归母净利润 47.39 亿元（+60.6%）、赤峰黄金 31 亿元（+75%）、中金黄金 49.34 亿元（+45.7%），板块盈利创历史最好水平。

对应 2006 年的坐标系，2023~2026 年 1 月的主升浪相当于 2001~2006 年 5 月的十年牛市前段：主驱动刚刚展开、买盘结构发生趋势性变化、价格中枢不断上移。

表 5：本轮与 2006 年的阶段映射

本轮阶段	区间	金价表现	主线逻辑	对应 2006 年
大涨	2023/01~2026/01/28	约 2000→5446 美元，+170%	央行购金+去美元化主驱动，地缘与降息预期加持	2001~2006/05 十年牛市前段
回撤	2026/01/28~2026/07/16	5446→3980 美元，-26.9%	沃什新政+加息担忧+美股吸筹+日元风险，流动性挤压	2006/05~2006/10 流动性抽水
企稳修复	2026/07/16 至今	3980→4118 美元，自底+3.5%	央行 4000 美元附近持续购金，负向定价充分	2006/10 之后企稳修复

资料来源：长江证券研究所

回撤（2026/01~2026/07）：流动性收紧的系统性回撤

2026 年上半年的回撤与 2006 年阶段二在成因上高度同构：其一，短逻辑是流动性收紧——沃什出任美联储主席后政策框架转鹰，市场对 9 月加息的定价一度升至约 50%，美债 10Y 收益率高位运行（7 月末 4.75%），美元流动性边际抽紧；其二，美股（尤其是 AI 主线）对全球资金形成虹吸，黄金作为非生息资产的机会成本抬升；其三，前期涨幅巨大、多头拥挤，与 2006 年 5 月如出一辙。回撤的性质同样是“短逻辑出问题”：期间全球央行购金节奏未改，中国央行连续第 20 个月增持，长逻辑没有任何逆转迹象。

与 2006 年阶段二相同，本轮也完成了两次下探与负向定价的充分释放：金价最大回撤 26.9%（深于 2006 年的 21.9%，因为前期涨幅更大、杠杆更高），7 月以来进入 3980~4187 美元的窄幅低波震荡（振幅仅 5.2%，为牛市以来最窄），向下有央行购金托底、向上受紧缩预期压制，正是 2006 年 10 月前后“企稳但未突破”状态的现代翻版。本轮回撤的四重压制因素及其与 2006 年的对应关系见表 6。

表 6：本轮回撤的四重压制因素与 2006 年的对应

压制因素	本轮（2026 年）表现	2006 年对应	性质判断
加息担忧	沃什新政转鹰，9 月加息概率一度约 50%，10Y 高位 4.75%	连续 17 次加息，6/29 末次加息至 5.25%	流动性短逻辑，非主驱动逆转
流动性虹吸	美股 AI 主线吸筹，黄金机会成本抬升	2006 年 5~6 月全球商品与风险资产同步重挫	资金再配置冲击，可逆
拥挤出清	前期三年+170%，多头拥挤后强制去杠杆	半年+54.8%，非商业净多头历史高位	涨速决定回撤深度
汇率扰动	日元套息交易平仓风险反复扰动	美元小幅走强（DXY 回撤期仅+3%）	扰动项而非主矛盾

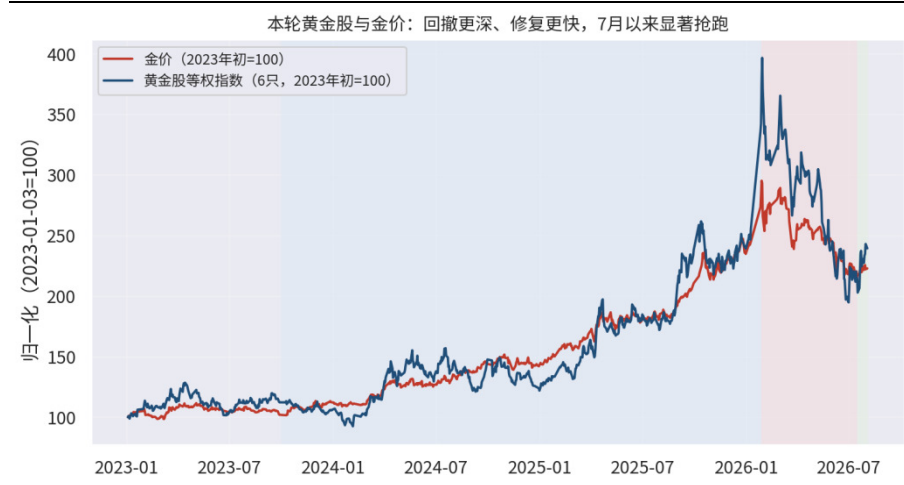
资料来源：长江证券研究所

企稳修复（2026/07 至今）：央行购金支撑下形成的阶段性底部与股票抢跑

7 月 16 日见底以来，金价自 3980 美元温和回升至 4100 美元上方。底部的成色值得强调：4000 美元一线在央行持续购金支撑下形成了较强的阶段性底部——在金价最深度的负向定价阶段，官方部门的购金量不降反稳，为市场提供了 2006 年 560 美元双底同等级别的“主权级”承接。这与 2006 年 10 月的含义一致：当最大的边际买家在压力下持续买入，价格底部就被主权信用背书。

黄金股的信号更为前瞻：山东黄金自 2026 年 1 月高点最大回撤 62.2%（深于 2006 年的 50.5%，恐慌出清更充分），7 月中旬以来已自低点反弹 21.3%；6 只黄金股等权指数 7 月低波期内上涨 22.9%，显著强于金价 1.8% 的同期涨幅。股票先于商品企稳、弹性先于商品释放，与 2006 年 10 月~2007 年初山东黄金率先见底回升的节奏完全一致——这是“中继而非大顶”在资产比价上的重要旁证。

图 7：本轮黄金股与金价：回撤更深、修复更快，7 月以来显著抢跑



资料来源：Wind，长江证券研究所

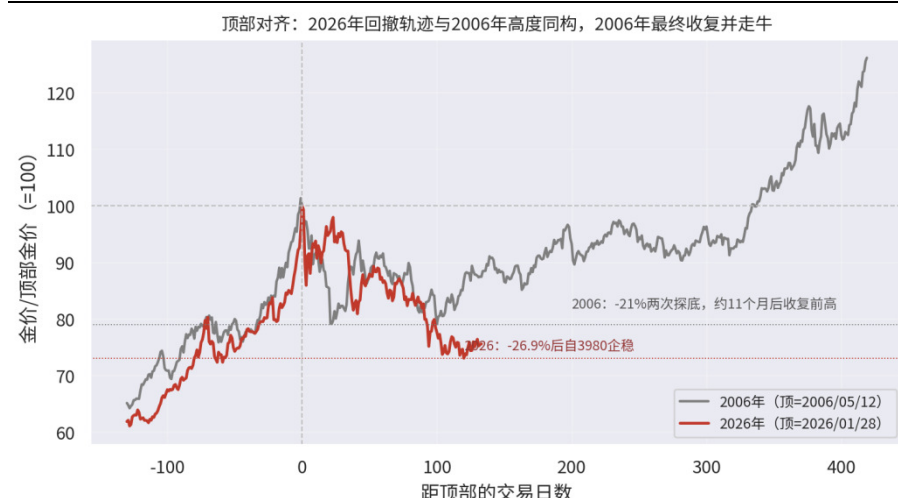
四、可比 2006 年的核心参考与配置建议

流动性拐点不是大顶，主驱动才是大顶的核心

2006 年给出的第一条核心参考是：流动性拐点（末次加息、暂停加息甚至降息）本身从来不是黄金大顶，主驱动的逆转才是。2006 年 6 月加息加在金价两次探底之间，是流动性的极点而非价格的极点；金价真正的大顶要等到 2011 年——那是 ETF 时代居民端配置力量衰减、实际利率见底回升共同逆转主驱动之后。映射本轮：9 月无论加息与否，都只是 2006 年 6 月式的流动性事件，而非牛市终结；本轮主驱动是央行购金与去美元化，只要全球官方部门的购金趋势没有结束（当前连续 20 个月增持、4000 美元附近仍在买入），黄金就不存在 2006 式意义上的大顶。

顶部对齐的量化对照强化了这一判断：将 2026 年 1 月 28 日顶部与 2006 年 5 月 12 日顶部对齐后，两者回撤轨迹高度同构——2006 年最大回撤 21.9%、两次探底、约 11 个月后收复前高，此后三年涨至 1920 美元；本轮最大回撤 26.9%、同样完成双底结构、当前处于 2006 年 10 月式的企稳修复段。若历史韵脚成立，当前位置对应的是中继右侧的起点，而非二次反弹的末段。

图 8：顶部对齐：2026 年回撤轨迹与 2006 年高度同构



资料来源：Wind，FRED，长江证券研究所

表 7：2006 年与 2026 年核心要素对照

维度	2006 年	2026 年	同/异
长逻辑（主驱动）	黄金 ETF 化，欧美居民央行购金+去美元化，储 端十年配置潮	备资产重估	同：均为十年级别增量 买盘，回撤中未中断
短逻辑（压制）	连续 17 次加息至 5.25%，流动性抽水	沃什新政+9 月加息概率同：均为流动性收紧+拥 约 50%+美股吸筹	挤出清
金价最大回撤	-21.9%（730→562，两 次探底）	-26.9% （5446→3980，双底结 构）	同构：前期涨幅越大回 撤越深
美元角色	非主矛盾（回撤期 DXY 仅+3%）	非主矛盾（回撤期 DXY 整体偏弱）	同：利率与流动性才是 矛盾
底部买家	ETF 资金未流出，居民 端承接	央行 4000 美元附近持 续购金	同：主权/居民级真实买 盘背书底部
黄金股回撤	山东黄金-50.5%	山东黄金-62.2%	同：个股弹性约为金价 2~2.5 倍，恐慌充分
破局信号	长端利率先见顶→暂停 加息→降息	待验证：加息落地/利率 预期见顶	当前处于信号确认前夜

资料来源：长江证券研究所

价格中枢比弹性更重要：压力测试是中枢的最好表达

第二条核心参考关于股票定价：对黄金股而言，价格中枢比短期弹性更重要，而流动性压力测试正是中枢的最好表达。逻辑在于，黄金股的远期估值需要一个“可以被信任的金价中枢”作为盈利预测的锚；没有经过压力测试的中枢只是上涨途中的乐观外推，唯有在极端流动性冲击下被真实买盘（本轮为央行购金）反复承接而不破的价格，才具备作为估值锚的资格。2006 年的 560 美元双底与 2026 年的 4000 美元央行底，都是这样的“经过认证的中枢”。

山东黄金 2006 年是最好的案例：在流动性第二次极端（2006 年 10 月二探）结束之后，公司股价自低点翻了约 10 倍，而同期金价只是先震荡、后突破——股票的重估并不需要等待金价创新高，只需要中枢被证明有效，市场就敢于基于该中枢给远期成长（产量扩张、资产注入）定价。映射本轮：4000 美元中枢已被压力测试证明，山东黄金自底部

已抢跑 21.3%，市场正在重演“先定中枢、后给成长”的定价顺序；一旦后续加息落地、利率预期见顶，股票将基于 4000 美元以上的中枢对 2026~2028 年的产量与利润成长进行系统性重估。

图 9：同一只股票的两次压力测试：山东黄金 2006 vs 2026 顶部对齐



资料来源：Wind，长江证券研究所

选股：高成长优质龙头

第三条核心参考是选股：中枢确认之后，收益的主要来源从金价 β 转向个股的产量与利润成长 (α)，应当选择高成长的优质龙头。2006 年的经验表明，当定价从“金价弹性”切换为“资源成长重估”，具备产量扩张、资产注入与成本优势的优质龙头，往往能获得最显著的超额收益。本轮同样如此，随着 4000 美元中枢经压力测试确立，市场正重演“先定中枢、后给成长”的定价顺序，成长路径清晰、资源储备厚实、降本能力突出的龙头，将成为下一阶段收益的主要来源。

配置结论：流动性底部即中期配置起点

综合 2006 年的四条镜鉴——长逻辑未变（央行购金未结束）、短逻辑冲击已近极点（加息预期定价充分）、中枢经压力测试认证（4000 美元附近获得央行购金支撑）、股票抢跑验证中继——我们认为当前就是本轮的“2006 年 10 月”：如果 2006 年的剧本成立，流动性底部就是本轮最好的中期配置点，也是诸多具备十倍潜质的优质龙头的配置起点。

策略上：我们不止于视当下为季度强修复窗口，更重视其为十年牛市中继较佳阶段布局点，当前节点后黄金股仍将涌现不少十倍股。当下策略逢调整布局，以加息落地或利率预期见顶为进一步增配信号，以央行月度购金数据为底仓持有依据。三季度先看强修复，四季度高位震荡等待进一步宏观信号，明年年初或继续突破创新高。黄金股配置顺序优先于黄金，随着金价中枢经压力测试确认，收益来源正从金价 β 转向产量扩张、资源储备、资产注入及成本控制带来的盈利增长。

表 8：黄金与黄金股配置建议

维度	建议	跟踪信号
总策略	中期重配替代做波段：当前为流动性底部，即中期配置起点	央行月度购金、9 月 FOMC、美债 10Y 拐点
黄金	4000~4100 美元中枢逢调布局，第一目标反弹至 4700 美元左右震荡，后进一步看第二目标收复前高 5446 美元	加息落地、实际利率见顶、ETF 持仓回升
黄金股	优先于黄金配置；重视阿尔法龙头	季报产量与成本、资产注入进展、PE 相对金价分位
节奏	底部区域分批建仓，利率信号确认后加仓	金价站稳 4200 美元、10Y 回落确认
风险	加息超预期且央行购金放缓则需重检中继判断	央行购金转负、金价跌破 3980 美元

资料来源：长江证券研究所

风险提示

1、美联储加息幅度与次数超预期的风险，若沃什框架下美联储加息幅度或次数超出当前定价，实际利率趋势性上行将直接抬升持有黄金的机会成本，美元阶段性走强也会压制以美元计价的金价；黄金股作为金价弹性的放大器，盈利预测锚与估值分位将同步下修，回撤幅度通常深于商品本身。

2、全球央行购金节奏放缓或中断的风险，央行购金是本轮牛市的主驱动，也是 4000 美元价格中枢的背书方。若月度购金数据明显放缓、阶段性中断，或主要央行因储备再平衡、流动性需求而阶段性出售黄金，则主驱动逻辑弱化、“央行底”的定价基础动摇，金价中枢将面临系统性下修，中继判断本身需要重检。

3、美股虹吸与日元套息平仓引发流动性冲击的风险，美股 AI 主线对全球资金的虹吸持续抬升黄金的机会成本；日元套息交易平仓则可能引发跨资产的流动性螺旋——2006 年 5~6 月与 2026 年上半年，黄金的深度回撤都发生在全球风险资产同步去杠杆的背景之下，流动性冲击中黄金会被无差别抛售以换取保证金，短期价格与基本面逻辑脱钩。

4、重点公司产量、成本与成长不及预期的风险，黄金股重估的逻辑是“先定中枢、后给成长”：市场基于 4000 美元中枢对 2026~2028 年的产量与利润成长定价。若黄金公司矿产金产量、单位成本或成长扩张进度不及预期，成长 α 将被证伪——即便金价中枢上移，个股也难以获得超额收益，组合将跑输商品本身。

5、历史类比失效的风险，报告的核心框架建立在 2026 年与 2006 年的结构类比之上，但历史类比不构成对未来的保证。两轮牛市的主驱动不同（居民 ETF 配置对央行购金）、宏观环境不同（全球化红利对去美元化与地缘碎片化）、市场结构不同（杠杆与衍生品规模今非昔比），类比只能提供概率优势，不能提供确定性。



投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。