



黄金产业前瞻：金价高位宽幅震荡中的上游弹性与下游压力

工商部 | 梁欢

2026 年 10 月 20 日

摘要：

在高金价运行背景下，叠加全球地缘冲突常态化、货币政策周期切换、国际货币体系多元化变革，黄金的货币储备与投资属性进一步凸显。本文立足供需变迁视角，从供给、需求、价格波动三个维度解析全球黄金市场运行特征：供给端以矿产金为主、回收金为补充，矿产金供给弹性低，全球矿产金生产格局呈多极化发展；需求端结构性变革显著，央行购金成为市场重要稳定支撑，珠宝消费受高金价压制走弱，投资需求波动较大，科技用金保持刚性。金价受美元、美债收益率、汇率及宏观政策等共同驱动，历史上多次出现大幅波动。2025 年金价上涨是货币政策预期、美元信用弱化、地缘避险、官方购金与私人投资需求共振的结果，年末出现明显回调；2026 年至今黄金市场整体呈现高位宽幅震荡、波动率抬升特征，黄金产业链上下游景气分化。结合信用评级视角看，上游黄金采选、下游珠宝零售子板块信用逻辑分化明显，金价是行业企业信用的核心外部变量。行业面临货币政策、供需变动、交易情绪、地缘政策等多重风险；短期行业信用整体稳定，中期资源优势企业信用韧性较强，长期行业信用分化或将进一步加大，展望 2027 年，黄金或维持高位震荡，金融属性仍是核心支撑，珠宝消费偏弱。上游矿山盈利随金价保持弹性，信用韧性较强；珠宝企业仍承压，行业上下游信用分化格局将进一步凸显。

关键词：黄金市场；供需变迁；行业信用；行业景气度；信用分化

正文：

一、行业属性界定与逻辑结构

（一）行业分类与属性界定

黄金是全球金融体系中兼具稀缺商品属性、主权货币储备属性与大类资产避险属



性的特殊贵金属，区别于普通大宗商品，其定价逻辑脱离单一供需约束，贯穿实体产业、货币体系与资本市场三大维度，始终是全球大宗商品市场、国际储备体系与资产配置组合中的核心标的。近年来，全球宏观环境发生深度结构性重构，地缘冲突常态化、全球货币政策周期频繁切换、国际货币体系多元化改革持续推进，传统黄金定价框架持续迭代，市场运行逻辑迎来根本性变革。相较于过往由消费、美元周期主导的传统格局，当前黄金市场形成双核心驱动体系：一是全球去美元化趋势持续深化，多国央行为对冲单一货币储备风险、夯实主权资产安全性，开启长期、常态化、规模化的黄金增持进程，官方储备需求摆脱阶段性调节属性，成为托底金价、稳定市场的长期核心支撑；二是全球资本市场波动率显著抬升，美元指数、美债收益率大幅震荡，叠加全球经济复苏不确定性升温，机构及个人等私人投资者避险需求、保值需求集中释放，持续推升黄金金融配置需求，彻底改变黄金市场的需求结构与运行节奏。

（二）政策与外部环境扫描

从国内产业政策层面，《黄金产业高质量发展实施方案（2025-2027 年）》明确提出国内黄金资源增储上产、绿色智能矿山转型、完善黄金交易市场体系三大目标，配套新修订《矿产资源法》强化矿产资源安全保障，推动上游矿山开展深井勘探、无尾矿山改造，ESG、绿色矿山成为矿企硬约束。税收制度方面，黄金交易增值税新政落地，将黄金划分为投资性、非投资性品类差异化征管，规范黄金现货、黄金回收、珠宝流通业务秩序。同时矿山安全、环保督察持续收紧，对中小高成本矿山形成供给约束；珠宝零售端监管聚焦黄金回收、线上黄金销售、加盟渠道合规管理，规范终端市场经营行为。

国际层面，全球主要经济体货币政策框架是黄金市场最重要外部变量，美联储、欧央行利率决议直接作用美债实际收益率、美元指数，进而传导至国际金价。全球地缘冲突、外汇储备多元化改革持续推进，新兴市场国家央行持续优化储备资产结构；部分资源国出台矿业税上调、出口管制、本地含量等政策，直接扰动海外金矿项目资本开支、产能释放与盈利水平。国际贸易与制裁环境变化，也会影响黄金跨境流转、矿产金贸易路径。此外，IMF 黄金储备政策、世界黄金协会统计框架、海外矿山环保法案均构成行业外部约束。

贸易政策方面，黄金实物进出口、黄金衍生品监管规则变动会影响实物黄金跨区域流动；欧美对矿产金溯源、冲突矿产筛查要求抬升，对矿企冶炼企业合规能力提出更高要求。整体看，黄金行业同时受到国内产业监管、财税政策、海外宏观货币政策、资源国矿业政策、地缘贸易环境多重外部因素共同约束。



（三）景气驱动因子与传导路径分析

黄金行业景气同时受到货币金融因子、供需实体因子、地缘情绪因子三类变量共同驱动，传导链条区别于普通大宗商品，货币金融变量对金价的影响力往往高于实体供需。

货币金融因子为核心主导，具体路径为：美联储货币政策调整→美债实际收益率、美元指数变动→黄金持有机会成本发生变化→黄金 ETF、金条金币投资需求发生扩张或收缩→金价出现波动。传导时滞通常 1~3 个月，市场预期往往提前交易，人民币计价金价额外叠加美元兑人民币汇率传导：美元金价变动叠加汇率波动，共同决定国内金价水平，进而同时影响国内矿企销售收入、珠宝终端消费购买力。

实体供需因子通过影响供需传导影响，供给端：资源国政策、矿山资本开支、环保安全监管→矿产金产量变化；金价涨跌→回收金供给弹性释放；矿产金产能建设周期长达 5~10 年，供给弹性低，短期金价上涨难以快速带来矿产金增产，回收金仅为补充，难以扭转总供给格局。需求端：央行购金受外汇储备多元化战略驱动，对金价价格敏感度低，形成底部支撑；珠宝消费受金价、居民可支配收入、婚庆需求共同驱动，高金价阶段消费被压制；科技用金中电子、牙科产业需求刚性，价格弹性弱；私人投资需求受避险情绪、实际利率、金价趋势交易情绪共同驱动，波动弹性最大。实体供需变化向金价传导的时滞较长，实体供需更多决定金价底部区间，短期价格更多由金融投资力量主导。

地缘与情绪因子通过地缘冲突、全球债务风险、金融市场风险事件→避险情绪抬升→央行与私人投资者同步增配黄金，推升金价；当地缘缓和，避险溢价快速消退，带来金价回调风险。

完整传导闭环为：宏观政策/地缘外部冲击→实际利率、美元、避险情绪变动→黄金投资、央行购金、珠宝消费需求发生变动→金价中枢抬升或者回落→向上传导至矿山企业盈利现金流；向下传导至珠宝零售企业存货价值、终端销售收入。值得注意，黄金行业存在反向反馈：金价大幅上涨会刺激回收金供给，同时压制珠宝首饰消费，部分对冲需求端增量。

二、行业景气度追踪与周期定位

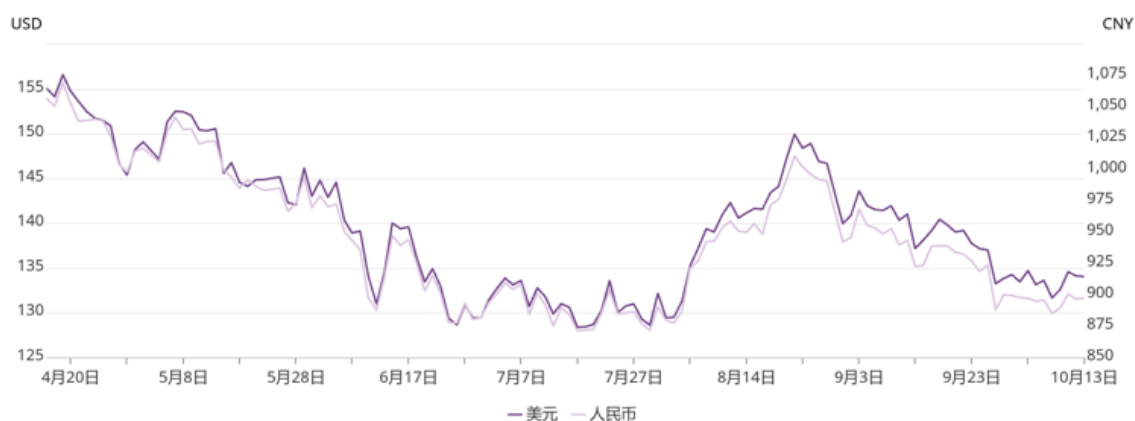
（一）价格走势：供需与宏观共同驱动

上世纪 90 年代以来金价整体上行，美元与人民币计价金价趋势大体一致，但受汇率影响阶段性分化。金价回撤多源于美联储政策收紧、通胀回落、油价下行、央行

售金等因素；1978～2025 年有四年金价年度涨幅超 30%。2026 年以来，黄金市场整体呈现高位宽幅震荡、波动率抬升特征。

二十世纪九十年代以来，黄金价格整体呈增长趋势，美元计价与人民币计价黄金价格整体大趋势保持一致，但受汇率波动影响，二者阶段性走势存在分化。国际黄金以美元作为基础定价货币，人民币黄金价格由美元金价与美元兑人民币汇率共同决定。当人民币升值时，会部分对冲国际金价的上涨幅度；当人民币贬值，即便美元金价涨幅有限，人民币计价金价也可能上行。国内黄金消费、黄金生产企业经营以及国内黄金投资，均同时受到国际金价变动与人民币汇率波动的双重影响。

图 1 黄金价格趋势（单位：元/克，美元/克）



数据来源：World Gold Council，大公国际整理

回顾历史数据，黄金价格存在几轮大幅波动，其中，引发价格下跌的因素主要包括美联储货币政策收紧、央行大幅抛售黄金储备等。主要代表事件包括 1983～1984 年



美国 GDP 增速回升，美联储实施紧缩的货币政策，金价下跌；1997 年欧洲央行主导的央行抛售黄金储备叠加油价大跌导致金价大跌。本文梳理了 1978 年以来黄金价格涨跌幅超过 30% 的年份。按美元金价年度数据计算，波动率超 30% 的年份分别为 1979 年、1980 年、2006 年和 2025 年，且均为同比上升。聚焦最近一次 2025 年的价格大幅变动，主要与全球宏观环境变化有关。2025 年金价行情大致分为三个阶段：1~4 月在地缘冲突、美国高债务、央行购金推动下快速冲高；4~8 月进入为期四个月的高位震荡区间，市场静待政策信号；8 月中下旬迎来关键拐点，单月金价上涨，开启新一轮加速上涨行情，8 月上涨的直接触发因素包括杰克逊霍尔年会释放的降息信号，市场对美联储 9 月降息预期快速升温，叠加市场对美联储独立性的担忧推升避险情绪，黄金 ETF 资金大规模流入，同时地缘风险延续、全球央行持续购金提供底部支撑等，多重因素共同推动金价突破震荡区间并持续创出历史新高。整体来看，2025 年金价上涨是货币政策预期、美元信用弱化、地缘避险、官方购金与私人投资需求共振的结果，投资需求是核心增量，年末出现明显回调，行情整体波动性显著抬升。2026 年以来，黄金市场难以复刻 2025 年单边上涨行情，整体呈现高位宽幅震荡、波动率抬升特征，行情主要由美联储利率预期、全球央行购金、地缘冲突及投资资金主导，实体供需的驱动作用相对有限。

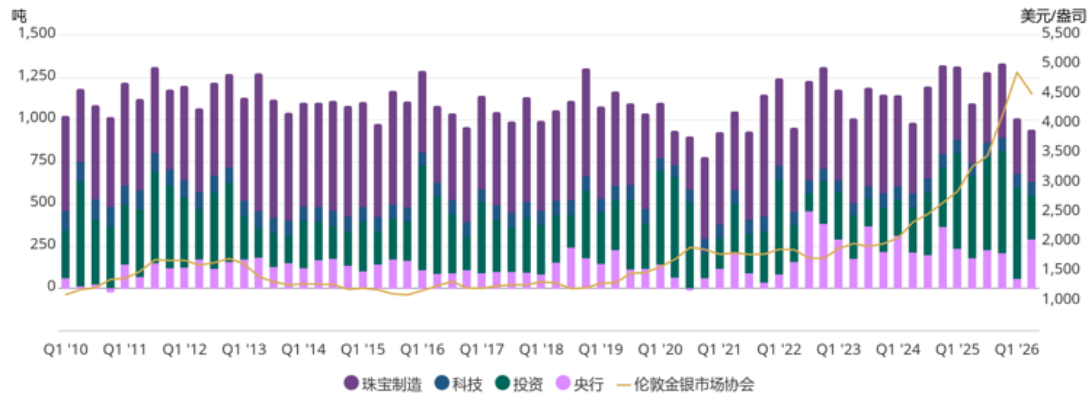
（二）需求侧追踪：高金价下的结构重塑

全球黄金需求结构持续迭代，总需求主要由珠宝制造、投资、央行储备和科技需求构成，珠宝制造为黄金第一大消费领域，投资需求的波动弹性最大，需求端最突出的结构性变化体现在央行购金。

全球黄金总需求主要由珠宝制造、投资、央行储备和科技需求构成，整体来看，珠宝制造长期为黄金第一大消费领域，但受高金价压制，后期需求并未随价格上涨同步扩张；投资需求的波动弹性最大，与金价走势、市场避险情绪高度相关；科技领域用金规模保持相对稳定，受宏观与价格环境扰动较小；需求端最突出的结构性变化体现在央行购金，2022 年之前各国央行黄金购买规模整体有限，2022 年后央行购金规模整体大幅攀升，官方储备需求成为全球黄金重要增量来源。整体来看，全球黄金需求持续迭代，由过去珠宝、私人投资主导，逐步演变为珠宝、投资、央行购金共同支撑的格局，且央行购金对黄金价格敏感度较低，是黄金市场的稳定剂。



图 2 黄金需求及价格情况

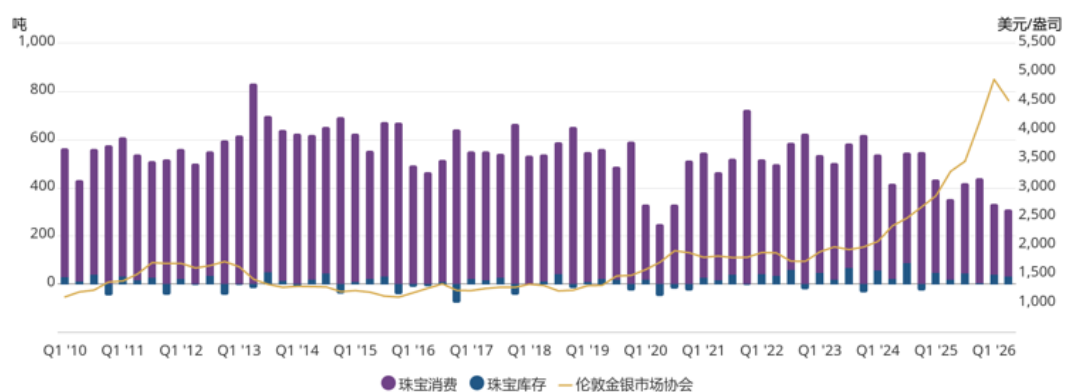


数据来源：World Gold Council，大公国际整理

1. 珠宝需求

珠宝首饰是黄金传统核心需求，消费市场高度集中于中国、印度两大亚洲市场。珠宝需求具备明显的消费属性与季节性特征，受金价波动、居民消费能力、消费情绪影响显著。2025 年以来，受黄金价格持续高位运行影响，全球金饰消费持续承压，2026 年二季度全球珠宝需求降至 2020 年以来低位，中国、印度市场金饰消费同比明显回落。整体来看，珠宝需求增速放缓、中枢下移，不再是拉动黄金需求增长的核心动力。

图 3 黄金需求情况：珠宝制造（单位：吨）

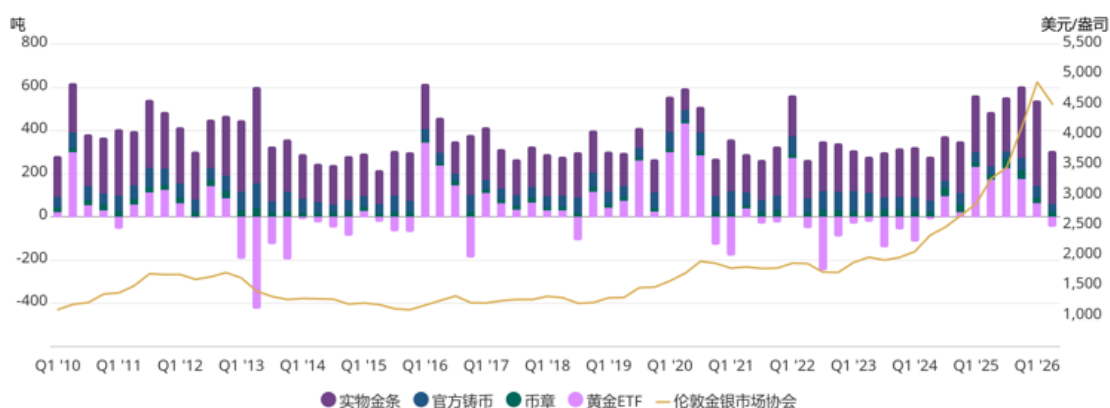


数据来源：World Gold Council，大公国际整理

2. 投资需求

投资需求是近年黄金需求增长的核心增量，主要类型包含实物金条、官方铸币、币章及黄金 ETF，需求整体波动性较大。最大需求量来源于实物金条，此外，黄金 ETF 作为重要的投资手段，以其低成本、高流动性的特性，成为黄金需求不可或缺的组成部分，需求受宏观预期、资金情绪影响波动较大。近年黄金投资需求快速增长，是多重因素共同驱动所致：第一，全球地缘冲突、经济与财政风险频发，市场避险诉求上升，投资者通过实物金条、黄金 ETF 开展组合分散配置，对冲权益、信用市场波动风险；第二，主要经济体降息预期推动实际利率下行，降低持有黄金的机会成本，提升黄金资产吸引力；第三，全球央行持续购金，既对金价形成支撑，也对民间投资形成示范效应；第四，通胀、汇率波动下居民资产保值需求增强，叠加黄金 ETF 等投资工具不断完善，降低参与门槛；金价上行带来的交易情绪进一步放大投资规模，也推高投资需求整体波动性。

图 4 黄金需求情况：投资（单位：吨）



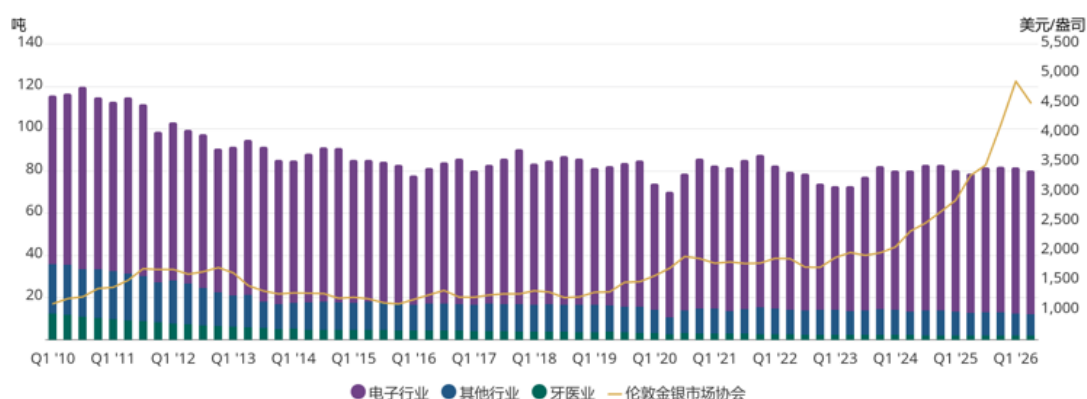
数据来源：World Gold Council，大公国际整理

此外，全球央行购金进入常态化、长期化阶段，去美元化背景下，各国央行持续推进外汇储备多元化，黄金凭借无主权风险、保值抗通胀属性，成为官方储备配置核心标的。根据世界黄金协会的数据，近年来，全球央行每年增加的黄金储备均为千吨左右，远高于前十年 500 吨的年均购金水平。2025 年央行黄金储备数据显示，前五大国分别为美国、德国、意大利、法国和俄罗斯，中国排名第六。各国央行长期购金趋势明确，即便阶段性购金节奏边际放缓，也不会改变长期配置逻辑，成为黄金市场最稳定的支撑底座。

3. 科技需求

科技需求主要分为电子行业、牙医业及其他。整体而言，电子行业占比最大，使用场景包含集成电路、电子器件等，需求整体较为稳定，基本维持在六七十吨左右，对价格的敏感性不高，即便金价大幅上行，受材料替代技术空间约束，科技用金仅小幅调整。

图 5 黄金需求情况：科技（单位：吨）



数据来源：World Gold Council，大公国际整理

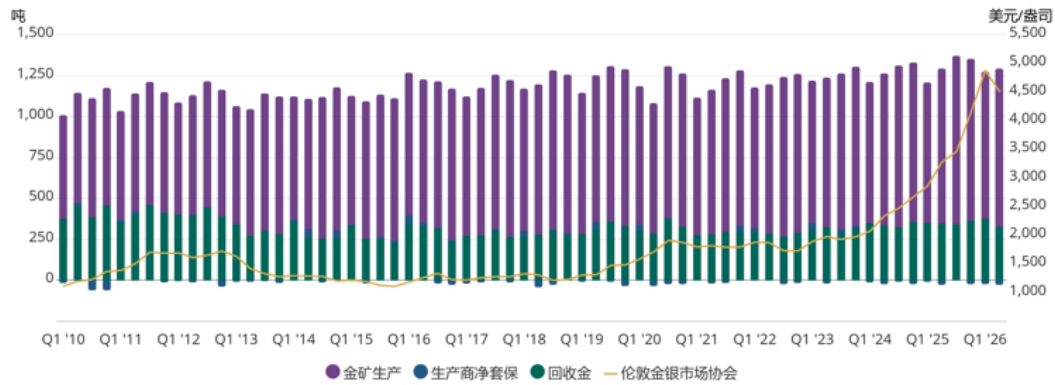
（三）供给侧追踪：刚性约束下的产出格局

全球黄金总供给主要由矿产金和回收金构成，其中矿产金为核心供给主体，供给约束具备长期刚性。2025 年以来，全球黄金总供给维持历史高位，区域格局层面，非洲长期为全球第一大矿产金产区，产量持续扩张，2010-2024 年中国累计矿产金产出规模位居全球首位，整体来看，全球矿产金供给格局较为稳定。

全球黄金总供给主要由矿产金和回收金构成，其中矿产金为核心供给主体，平均占总供给比例超 70%，回收金为补充供给。矿产金具备产能周期长、供给弹性极低的特点，短期价格上涨难以快速刺激产能释放，供给约束具备长期刚性。回收金主要来自旧金饰回收、工业废料回收、投资金条回收等，供给对金价波动较为敏感，高金价阶段市场回收意愿提升，回收金供给阶段性增加，但因其占总供给中占比较少，难以改变整体供给格局。2025 年以来，全球黄金总供给维持历史高位，矿产金产量持续刷新季度峰值，回收金供应量保持平稳，整体供给端无明显短缺或过剩压力，供给结构长期稳定。此外，还有生产商净套保，作为锁定黄金价格的手段，调节供需。



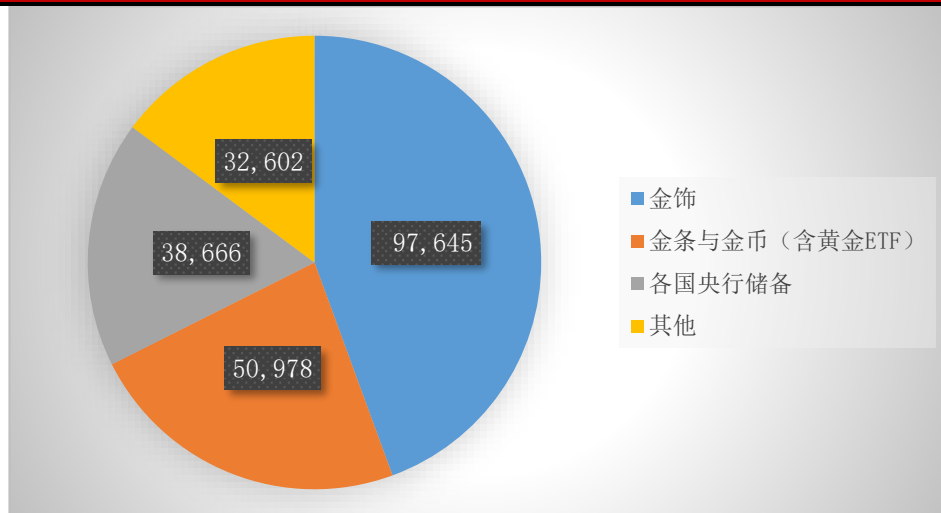
图 6 全球黄金供给情况（单位：吨）



数据来源：World Gold Council，大公国际整理

截至 2025 年末，全球地上黄金存量为 219,891 吨，用途主要有金饰品、金条与金币（含黄金 ETF）、央行储备及其他。其中，由于黄金独特的美学价值及财富象征属性等，金饰品成为全球黄金最主要的消耗方向。黄金地下储备量约为 54,770 吨。

图 7 截至 2025 年末全球地上黄金存量（单位：吨）



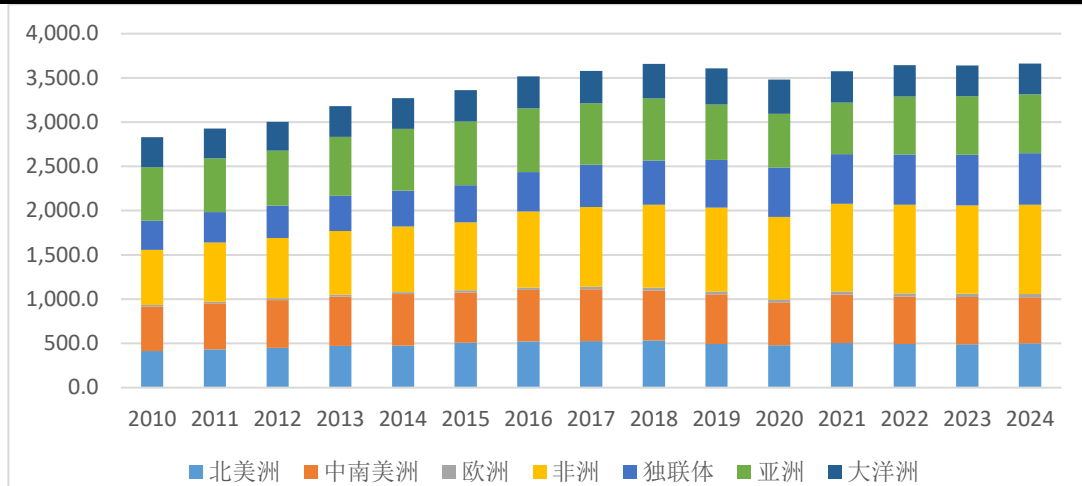
数据来源：World Gold Council，大公国际整理

产量方面，2010 年以来，全球黄金产量持续波动，整体呈上升趋势，2020 年受疫情冲击短暂回落，后续再度回升并维持高位；区域格局层面，非洲长期为全球第一大矿产金产区，产量持续扩张，独联体区域增长表现最为突出，俄罗斯等国金矿产能持续释放，亚洲产量稳步抬升，北美洲、中南美洲、大洋洲产量整体保持平稳、波动有



限，欧洲矿产金产出规模长期处于较低水平，全球矿产金增量主要来自非洲、亚洲及独联体地区。

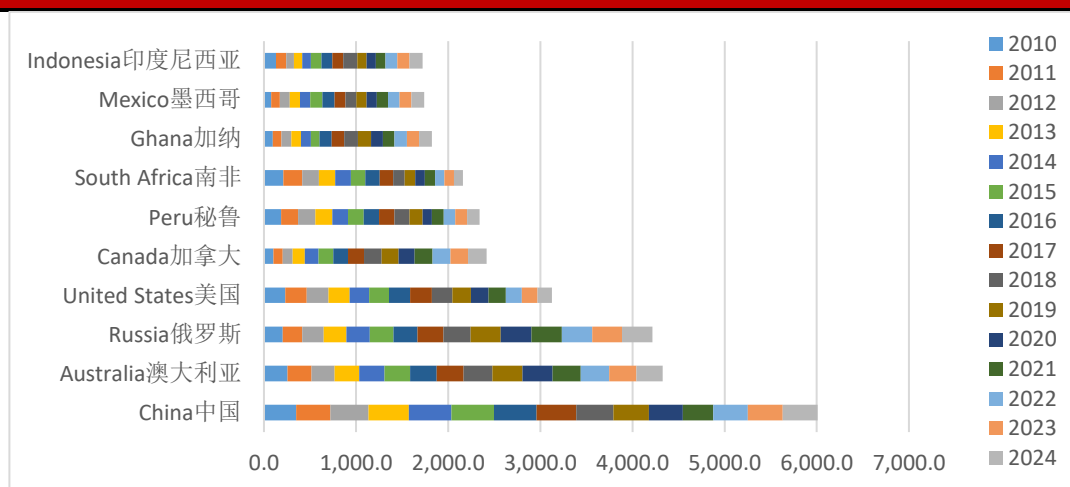
图 8 全球黄金产量（单位：吨）



数据来源：Metals Focus，大公国际整理

2010~2024 年全球矿产金累计产量前十国家合计达 29,880.1 吨，供给集中度较高。全球十大主要产金国主要来源于非洲、亚洲及独联体，其中中国累计矿产金产出规模位居全球首位，占前十总量的 20.11%，澳大利亚、俄罗斯累计产量紧随其后，是全球黄金供给的核心支柱，三国合计占比近五成；美国、加拿大等国保持较大的矿产金产出规模，为全球矿产金提供重要增量来源。整体而言，2010~2024 年间全球黄金矿产产出格局逐年变化，就国家而言，南非的优势地位逐渐下降，全球黄金生产呈现多极发展的态势。区域分布方面，北美洲有美国、加拿大、墨西哥三国上榜，为上榜数量最多的大洲；非洲有南非、加纳两国入围，其中南非累计产量 2,161.0 吨，排名第七，反映出传统产金大国因矿山老化、开采成本上升而产能持续衰退的现状；加纳作为西非新兴产金国，产量整体呈增长趋势，成为非洲黄金生产新的增长极。整体来看，全球矿产金供给格局较为稳定。

图 9 2010~2024 年累计产量前十大国产量分布（单位：吨）



数据来源：Metals Focus，大公国际整理

三、微观财务映射与经营周期验证

黄金采选冶炼企业盈利对金价弹性较强，金价回调易挤压高成本矿山盈利，海外矿山存在国别政策风险。黄金制品零售企业受消费与金价双重影响，存货减值风险较高，板块分化显著；地缘、监管政策变化同样扰动企业盈利。

黄金行业企业按其业务种类，主要分为黄金采选冶炼企业，以及黄金制品加工企业。2025 年金价大幅上行周期中，国内头部采选冶炼企业充分受益于金价中枢抬升，2025 年归母净利润均同比大幅增长，矿产金业务毛利率显著抬升，盈利对金价形成高弹性；但若金价快速回调，高成本矿山盈利将最先受到挤压，部分海外矿山还会叠加东道国政策扰动风险。

表 1 国内主要上市黄金公司 2025 年经营表现（单位：亿元，%）

主要企业	净利润	同比变化	归母净利润	同比变化	营业收入	同比变化
紫金矿业（601899.SH）	638.22	62.01	517.77	61.55	3,490.79	14.96
山东黄金 （600547.SH/01787.HK）	66.27	49.28	47.39	60.57	1,042.87	26.38
中金黄金（600489.SH）	61.34	45.92	49.34	45.71	790.75	20.62
招金矿业（01818.HK）	44.40	139.81	36.14	149.10	202.65	76.56
赤峰黄金（600988.SH）	34.47	73.59	30.82	74.70	126.39	40.03

数据来源：Metals Focus，大公国际整理

黄金制品加工企业方面，高金价持续压制珠宝消费，同时地缘、资本市场情绪驱动金价剧烈震荡，会造成企业盈利大幅波动，加大企业经营业绩的不确定性。2025 年



下半年金价波动，上游矿企虽依靠全年销售均价维持利润，但部分珠宝企业前期高位囤积存货，在价格回调阶段直接面临存货跌价计提压力，盈利随之快速回落。近年高金价环境下，下游珠宝板块已经显现该类风险，国内主要金店 2025 年营收、归母净利润整体下降，部分加盟商加速去库存，反映高金价对首饰消费的抑制以及存货公允价值波动带来的经营压力；仅少数聚焦投资金条、高溢价工艺金的企业实现逆势增长，板块内部显著分化。

表 2 国内部分金店 2025 年经营表现（单位：亿元，%）

主要企业	净利润	同比变化	归母净利润	同比变化	营业收入	同比变化
周大福（01929.HK）	59.89	-9.36	59.16	-8.98	896.56	-17.53
老凤祥（600612.SH）	22.59	-11.21	17.55	-9.99	528.23	-6.99
中国黄金（600916.SH）	2.52	-69.49	2.75	-66.34	698.22	15.48
周大生（002867.SZ）	11.02	10.00	11.03	9.22	88.15	-36.54
六福集团（00590.HK）	10.68	-39.25	11.00	-37.77	133.41	-12.95

数据来源：Metals Focus，大公国际整理

此外，地缘政治、海外政策变动等，均会影响黄金相关企业盈利能力。地缘缓和会削弱黄金避险溢价；产金国矿业、环保政策变动，会抬升海外矿山的经营成本，甚至造成生产中断；贵金属监管政策调整，扰动珠宝流通、黄金交易业务，带来企业经营不确定性。部分拥有海外矿产布局的采选冶炼企业，近两年已遇到东道国矿业税上调、环保审批收紧等情形，对项目资本开支与产能释放形成扰动；珠宝端则面临黄金回收、线上黄金交易监管政策变化带来的业务调整压力。

黄金行业企业主要分为黄金采选、珠宝加工零售两大子板块，二者信用逻辑存在差异。黄金采选冶炼企业盈利及现金流高度挂钩金价，资源储量、单位开采成本为核心信用评价指标，黄金存货变现能力较强可形成一定风险缓冲，但海外矿山面临东道国政策、地缘冲突等国别风险；高金价时期，资源禀赋优异、成本较低的矿山主体利润弹性充分释放；但成本偏高、资源禀赋偏弱、海外项目占比高的矿山，即便在金价上行周期，业绩改善幅度也明显弱于头部企业，一旦金价回落，信用承压会率先显现。

珠宝加工零售企业受终端消费需求与金价共同影响，存货占资产比重较高，金价大幅波动易产生存货跌价损失。高金价阶段首饰消费被显著抑制，企业普遍面临营收下滑、渠道收缩；经营分化进一步拉大，具备强品牌、高效存货周转、产品结构偏向投资金条的主体抗风险能力更强；而存货规模大、周转慢、以低毛利首饰贸易为主的企业，在金价剧烈回调时，存货减值风险会快速暴露。



表 3 国内部分金店 2025 年存货情况（单位：亿元，%，天）

主要企业	存货	存货占总资产比重	存货周转天数
周大福（01929.HK）	554.17	72.42	341.95
老凤祥（600612.SH）	85.72	41.36	76.46
中国黄金（600916.SH）	41.40	33.00	21.15
周大生（002867.SZ）	50.00	60.16	275.76
六福集团（00590.HK）	107.39	60.00	409.56

数据来源：Metals Focus，大公国际整理

四、信用分化与风险主体画像

（一）分层视角下的信用风险画像

景气波动对黄金产业链冲击并非均匀分布，上游采选、下游珠宝零售两个子行业分层逻辑有所区分。

1. 头部企业：系统稳定器与周期缓冲层

采选板块头部企业具备资源储量优势、平均开采成本低、国内外多元矿山布局、融资渠道通畅；金价上行阶段充分释放盈利与经营现金流，资本开支有序推进；金价下行周期，依靠低成本矿山对冲价格冲击，可以通过优化资本开支节奏、债务置换抵御周期波动。珠宝板块头部企业具备强品牌、渠道规模优势，产品结构多元，可以通过投资金条业务对冲首饰消费疲软风险。但仍需要警惕头部企业高景气阶段激进并购、大规模海外扩张带来的杠杆抬升风险。

2. 中间企业：景气敏感层与分化加剧带

采选板块中部矿山，拥有在产矿山，但资源禀赋一般、平均开采成本偏高，部分存在单一矿山依赖，海外项目占比不等。在金价上行周期能够实现盈利修复，但盈利弹性弱于头部企业；一旦金价回落，高成本矿山最先面临毛利压缩，经营现金流快速收窄，短期债务滚续压力抬升。部分具备资源储备、财务纪律稳健的中部矿企存在向上跃迁机会；而已经举债扩张、成本居高不下的主体容易滑向尾部。珠宝板块中间企业，品牌影响力有限，渠道高度依赖加盟模式，存货规模大、周转偏弱，业务以低价黄金首饰批发零售为主；高金价环境下，首饰消费下滑，加盟商主动去库存，企业营收承压；金价回调阶段，存货减值风险直接冲击利润，信用分化显著。

3. 尾部企业：风险暴露层与出清压力区

采选尾部矿山资源枯竭、开采成本显著高于行业平均现金成本，资源储量不足，融资渠道狭窄，高度依赖债务维持生产。金价上行阶段盈利改善有限；金价下行，矿

山出现亏损，经营现金流持续为负，再融资环境收紧后流动性风险暴露。部分中小矿山还面临环保、安全督察带来停产风险。珠宝尾部主体：缺乏品牌溢价，业务以黄金贸易、代加工为主，毛利率极低；存货规模大，周转缓慢，抗金价波动能力弱；在消费走弱叠加金价大幅回调环境下，容易出现亏损、减值，部分中小企业面临出清。

（二）关键风险预警信号清单

结合黄金行业上游采选冶炼、下游珠宝零售的分层信用特征与金价高波动属性，从宏观行业、企业微观层面梳理定性、量化预警信号，并配套信用正/稳/负判断标尺，用于识别景气拐点与信用风险。

1. 宏观和行业层面预警信号

珠宝首饰消费连续两季度下滑未见企稳；珠宝板块存货被动累积、库销比升至历史高位；金价快速下行跌破高成本矿山现金成本线；头部高成本矿山出现亏损减产；资源国矿业税、环保政策收紧抬升开采成本；央行购金连续两季度大幅回落；美国通胀反弹，市场计价美联储重启加息。

2. 企业微观层面预警信号

对采选冶炼企业来说，经营现金流连续为负且缺口扩大；筹资现金流由正转负，再融资承压；短期债务占比持续走高，货币资金/短期债务持续低于 0.5 倍；核心矿山品位下滑、开采成本抬升；海外项目超预算、投产延期；发生大额资产减值；对外担保风险暴露，核心管理层重大不利变动。

对珠宝零售企业来说，存货持续扩张、周转天数抬升；加盟门店批量关闭；金价回调下计提大额存货跌价；经营现金流恶化，高度依赖短期借款、黄金租赁；黄金租赁浮亏风险上升；渠道监管处罚；货币资金对短期债务保障不足。

3. 信用判断参考信号

正面判断标准：采选企业资源增储、单位成本低位；珠宝企业存货周转改善，高溢价产品占比提升；经营现金流覆盖利息后仍有盈余，货币资金/短期债务较大，杠杆稳中有降。

稳定判断标准：金价区间震荡，供需无严重失衡；矿山成本、珠宝存货周转无持续恶化；经营现金流与净利润基本匹配；货币资金/短期债务中等，债务滚续正常，杠杆小幅波动。

负面判断标准：金价下行导致高成本矿山毛利转亏；珠宝企业存货积压、大额计提减值；经营现金流持续为负；货币资金/短期债务持续较低；杠杆持续上行；出现债务展期、利息逾期、黄金租赁违约等早期风险事件。

五、行业发展展望

（一）行业景气周期综合判断

展望 2027 年，黄金行业维持高位震荡，价格由金融属性主导、实体供需形成底部约束，行情波动放大，产业链上下游景气分化特征显著。

供给端，预期 2027 年全球矿产金供给弹性偏弱，新增产能释放节奏缓慢，矿产金新增产能持续受资源禀赋、环保审批、矿山开发周期等因素制约，产量难以实现大幅扩张；回收金仅作为市场供给的补充来源，难以改变供给格局，供给端整体维持刚性约束。

需求端，预期 2027 年黄金需求结构将发生深刻变革，全球外汇储备多元化趋势延续，央行购金构成金价中长期底层支撑；但高金价持续压制珠宝首饰消费，首饰需求偏弱。投资需求成为金价波动的核心变量，私人投资资金交易行为、获利了结动作会放大金价波动幅度，工业用金需求保持相对刚性，整体需求呈现明显结构性分化。

政策与宏观金融维度，2027 年美联储货币政策走向仍是金价核心扰动因子，降息落地节奏、美国通胀反弹风险、美元及美债收益率变化，将持续驱动金价震荡；同时全球地缘冲突反复，持续带来避险买盘，对金价形成阶段性底部托底，金价波动率维持高位。长期来看，在金价的驱动逻辑中，官方储备的边际影响持续加大；绿色矿山、智能化改造逐步成为上游矿山发展主线，回收金循环利用占比有望稳步提升。

（二）行业信用风险展望

展望 2027 年，黄金行业信用环境随金价景气变化呈现结构性分化，上游矿山主体信用韧性与金价高度绑定，下游珠宝零售企业持续承压，行业信用分层将随周期拉长进一步凸显。

金价波动是未来影响行业企业信用水平的核心外部变量。若 2027 年金价维持高位震荡，上游矿山企业盈利具备较高金价弹性，资源禀赋优良、现金成本管控能力较强的矿山主体盈利和现金流稳定性更好，信用韧性突出；若美联储货币政策超预期收



紧，金价中枢下移，高成本矿山盈利空间会被快速挤压，债务负担偏重的矿山企业信用压力将显著上升。

产业链业务模式差异预计在 2027 年将持续放大板块信用分化。上游黄金采选冶炼业务盈利直接受益金价上行，对金价具备高弹性；而珠宝零售加工企业同时面临消费需求疲软与存货减值双重压力，高金价抑制终端首饰消费，存货价值随金价波动，减值风险持续存在，盈利稳定性弱于上游矿山企业。

企业自身经营与债务基本面差距，将在 2027 年进一步拉开行业内信用差距。资源匮乏、开采成本高企、债务负担较重的黄金企业，在金价回调阶段抗风险能力偏弱，信用承压风险抬升；具备低成本优质矿产资源、合理债务结构、现金流稳健的头部矿山企业能够更好对冲价格周期波动。同时行业绿色转型持续推进，矿山环保投入、智能化改造带来资本开支，也会持续影响上游企业资金安排与信用表现。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。