

有色金属

黄金：趋势已来

分析师：谢鸿鹤  
电话：021-20315185  
邮箱：xiehh@r.qlzq.com  
S0740517080003

分析师：李翔  
电话：0755-22660869  
邮箱：lixiang@r.qlzq.com  
S0740518110002

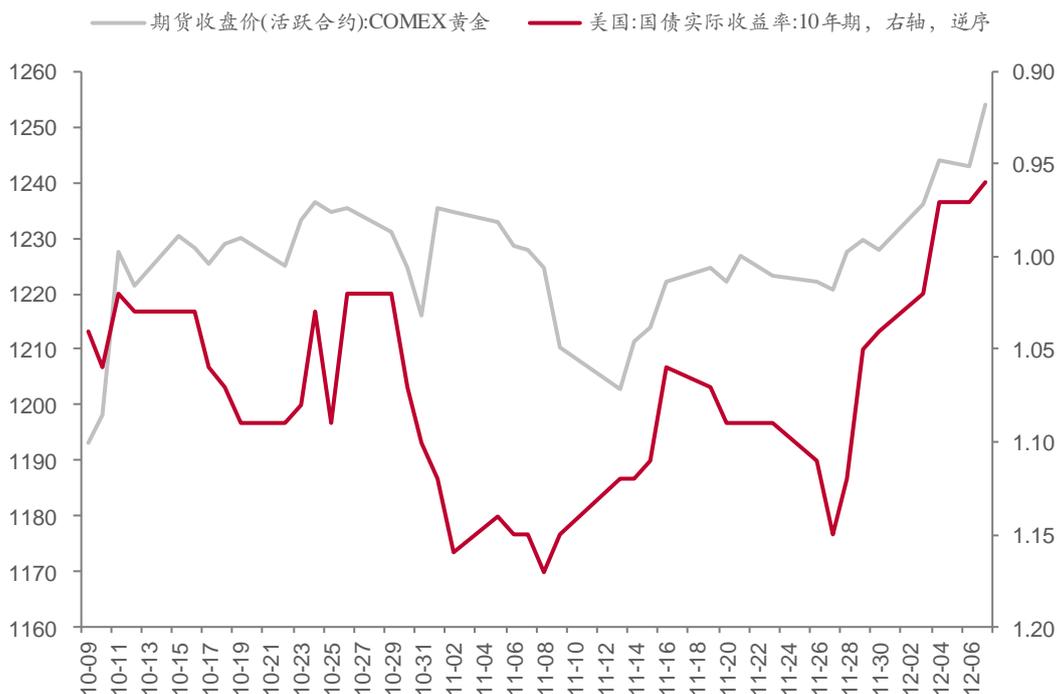
研究助理：张强  
电话：0755-22660869  
邮箱：zhangqiang@r.qlzq.com

感谢刘洪吉对本报告的研究贡献！

投资要点

- 承接前期贵金属观察《[黄金，是2016年初还是2018年初？20181015](#)》以及《[链式拐点，贵金属（黄金、白银）有机会 20181129](#)》，我们重点跟踪的美国真实收益率指标（USA 10y TIPS yield）终于在上周回落至1%以内，这直接催动COMEX金价突破1250美元/盎司的关口，而我们认为真实收益率的回落是具有持续性的、趋势性回落，**贵金属（黄金、白银）趋势性投资机会已然确立，维持前期观点，坚定看好贵金属（黄金、白银）投资机会！**

图表 1：伴随着美国真实收益率的回落，金价回升至1250美元/盎司以上



资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 什么导致了近期美国真实收益率快速下行？触发因素无疑为加息预期走弱“官宣”的出现——美联储主席鲍威尔在美国东部时间28日表示利率接近中性水平（*just below*），这与1个月以前利率距离中性水平还有一段长路（*a long way*）形成了鲜明的对比。鲍威尔指出，加息政策没有任何预设路径，而是为保持经济在就业与通胀前景变化时处于正轨而设计；在油价等不断回落的背景下，我们理解为通胀压力或已经不是问题，而维持就业成为美联储未来第一要务。

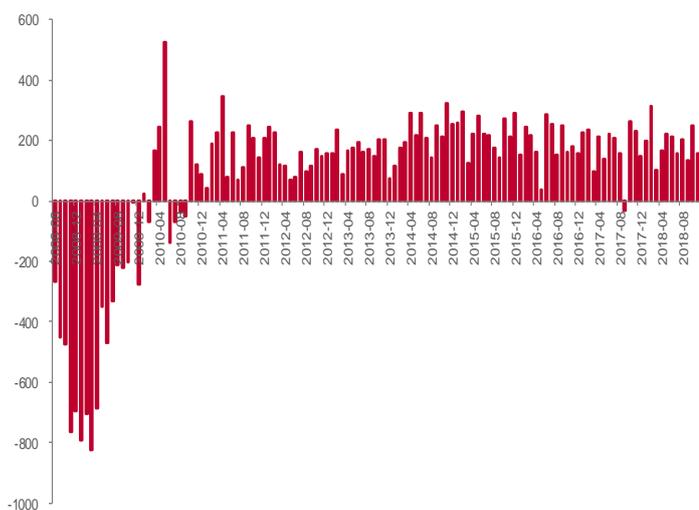
**图表 2: 随着油价回落, 通胀预期也不断减弱 (以美 10 年期国债收益率与剔除通胀后的收益率的差值表征)**



资料来源: Wind、中泰证券研究所

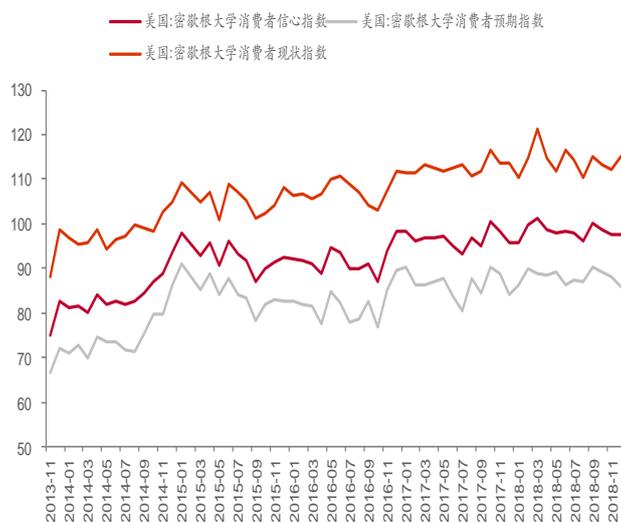
■ **美国经济数据不断超预期下滑, 加息预期或将进一步走弱, 进而或将使得真实收益率进一步回落。**从上周公布的几个关键经济指标来看, 美国经济均出现了超预期的下滑, 如 11 月非农就业人口仅增加 15.5 万人, 远低于预期值 19.8 万人; 密歇根大学消费者预期指数也创出了近 1 年的新低; 与之对应的便是花旗美国经济意外指数从 11 月底以来均处于负值状态。更甚者, 伴随着 3 年期和 5 年期国债收益率的倒挂, 圣路易斯联储主席 James Bullard 表示, 美联储可能考虑推迟今年 12 月加息。

**图表 3: 美国非农就业人口大幅低于预期**



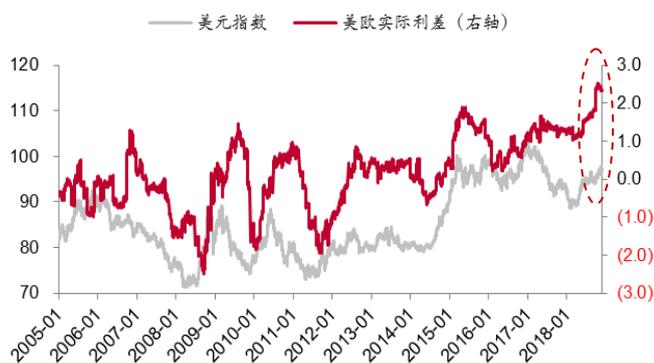
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 密歇根大学消费者预期指数创 1 年新低**



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 还可以预期什么？——美欧利差拐点，美元指数拐点。11月26日，欧央行行长德拉吉表示，有充分的理由相信，潜在通胀率将在未来一段时间内逐步上升，若未来经济数据符合中期通胀前景，将于12月底结束债券购买(QE)，鹰派欧央行官员预计欧元区最早加息时点为2019年夏季。其边际变化亦可以从近期美欧利差逐步收窄的走势得以侧面印证，而利差的收窄往往伴随美元指数阶段性拐点的到来(如图表5所示)。

**图表 5: 美欧利差已现回落迹象, 美指或将下行**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 美元指数与 COMEX 金价 (2001-2018)**


来源: Wind, 中泰证券研究所

虽然我们不认为美元指数是决定金价的根本原因，最重要的是美元涨跌背后的逻辑——如2003年至今美元指数其实“变化不大”，但金价从400美元/盎司升至1250美元/盎司，但短周期来看美元的下行拐点无疑有利于金价的表现(如图表6所示)。

- 综上，加息预期挂点→美欧利差拐点→美元指数拐点这一逻辑传导链条值得高度重视；而美国真实收益率(美国经济真实状况的重要表征)存下行趋势可能，二者或将共同开启金价上行空间。落实到投资策略，我们认为链式拐点上，黄金板块战略配置价值凸显，金价向下有支撑(详见《黄金：为什么跌破1100-1200美元/盎司也很难?》)，向上有空间，在对冲“美国经济回落-加息进程改变”这一宏观大事件交易中，黄金/黄金股、以及白银/白银股是需要高度关注和逐渐配置的资产，趋势已来！**
- 核心标的：山东黄金、盛达矿业、中金黄金、湖南黄金、银泰资源等。**
- 风险提示：宏观经济波动，尤其是美国经济超预期走强的风险；以及美国通胀超预期回落等风险。**

**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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。