

行业研究/动态点评

2019年06月02日

行业评级:

有色金属 增持(维持)
贵金属II 增持(维持)

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

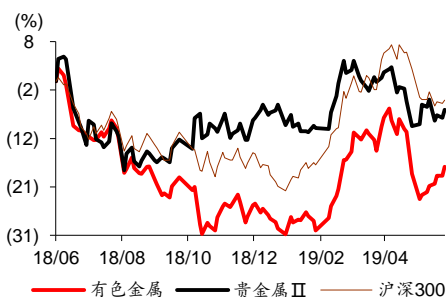
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1《有色金属: 稀土战略高度再度获得重视, 供需格局改善中》2019.05
- 2《有色金属: 行业周报(第二十一周)》2019.05
- 3《有色金属: 行业周报(第二十周)》2019.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

面对灰犀牛, 金银避险价值凸显

贵金属行业点评

中美贸易摩擦反复, 看好金价上涨, 工业需求复苏有望拉动银价

近期中美贸易摩擦反复, 从相对程度来说, 当前美国经济仍好于欧洲, 但随着美国经济确立见顶回落态势, 欧洲经济下半年存在企稳可能, 美国优势逐步收窄, 美元指数下半年或将回落; 华泰宏观预期美国货币政策进一步加息的门槛较高, 朱格拉周期、房地产周期和库存周期下行叠加, 美国经济大概率见顶回落, 我们认为将利好金价。同时金银比处于高位, 04年后主导白银价格变动的要素开始由金融属性转变为工业商品属性, 出现了结构性的转变, 因此银价超越金价涨幅并修复处于高位的金银比需要白银的供需格局向好支撑, 工业需求一旦复苏则有望对白银价格产生正向拉动。

中美贸易摩擦可能对美国形成输入性通胀, 触发黄金避险特性

若中美贸易摩擦造成美国进口商品关税提升(中国相关商品转至其他国家出口或直接增加关税出口都将导致产品出口到美国成本上升), 对美国则有可能形成一定的输入性通胀。鉴于此, 美国实际利率存在延续2018Q4-2019Q1跌势的可能, 一旦实际利率转负, 黄金保值功能将显现。另外, 一旦美国经济头部拐点确立, 美股的大幅下跌也可能触发黄金的避险特性, A股黄金板块在历次美股大跌的情景中也表现出比较好的避险功能。此外, 中印俄等央行对于黄金近期持续增持也对金价形成了有效支撑。

白银工业属性逐步影响价格, 静待工业需求复苏

现阶段金银比维持高位, 我们认为未来处于高位的金银比有望以银价涨幅大于金价涨幅修复。但04年后主导白银价格变动的要素开始由金融属性转变为工业商品属性, 出现了结构性的转变, 因此银价超越金价涨幅并修复处于高位的金银比需要白银的供需格局向好支撑。白银的工业需求中电子电力行业为主, 据世界白银协会, 2017年占比约为40%; 光伏应用占比也已达到约16%。我们认为与未来电子电气化和新能源的趋势契合度高。我们认为库存作为相对高频的数据, 04年之后每次金银比修复都出现了白银库存的下降, 预示工业需求转好。

金银比处于高位时, 通常白银涨幅高于黄金

自1971年布雷顿森林体系解体后, 黄金价格和白银价格比例(金价/银价)的波动率开始显著提升。据Bloomberg数据, 我们统计了1950.01-2019.05.13期间现货黄金价格和现货白银价格的比例达到峰值后出现较为显著的回调期间(幅度18%以上, 共17个阶段)黄金和白银的价格走势变化, 我们发现所有17个阶段, 当金银比在高位出现显著回调后, 无一例外均是白银价格涨幅大于黄金价格涨幅, 17个阶段的白银涨幅均值为98%, 黄金为16%。

风险提示: 中美贸易摩擦缓和, 英国脱欧及欧洲经济复苏超预期; 下游需求低于预期; 原材料及产品价格变动风险。

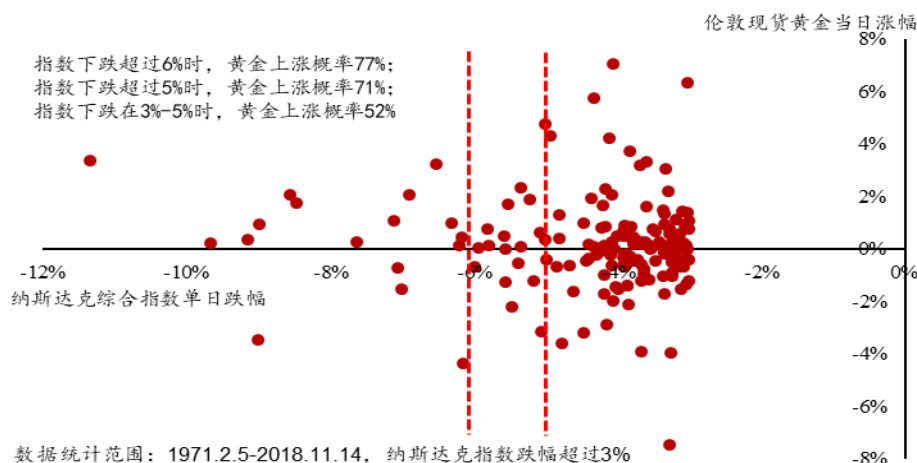
金：上涨逻辑未变

根据华泰宏观中期策略《把握新常态，聚焦新供给》，预期美国货币政策进一步加息的门槛较高，朱格拉周期、房地产周期和库存周期下行叠加，美国经济大概率见顶回落；从相对程度来说，当前美国经济仍好于欧洲，但随着美国经济确立见顶回落态势，欧洲经济下半年存在企稳可能，美国优势逐步收窄，美元指数下半年或将回落，我们认为将利好金价。与此同时，据Wind，2019年美债3M与10Y利率差在3月曾出现了倒挂，19年5月上旬仍在0值附近或预示未来经济存在衰退风险，另外，IMF也在2019.4的全球经济展望报告中调降了美国经济增长预期，避险情绪也可能逐步升温。

若中美贸易摩擦造成美国进口商品关税提升（中国相关商品转至其他国家出口或直接增加关税出口都将导致产品出口到美国成本上升），对美国则有可能形成一定的输入性通胀；此外，作为全球多数商品的主要消费国和生产国，我国坚持执行供给侧改革、环保核查的常态化和猪瘟等事件对于部分商品价格或形成积极影响。鉴于此，美国实际利率存在延续2018Q4-2019Q1跌势的可能，一旦实际利率转负，黄金保值功能将显现。

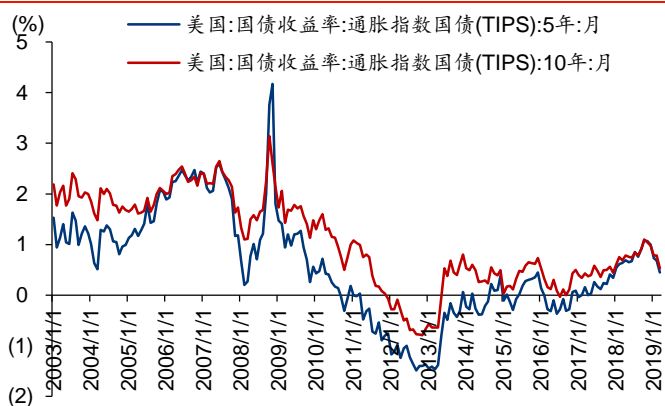
另外，一旦美国经济头部拐点确立，美股的大幅下跌也可能触发黄金的避险特性，A股黄金板块在历次美股大跌的情景中也表现出比较好的避险功能。此外，中印俄等央行对于黄金近期持续增持也对金价形成了有效支撑。

图表1：美股纳斯达克大跌散点图



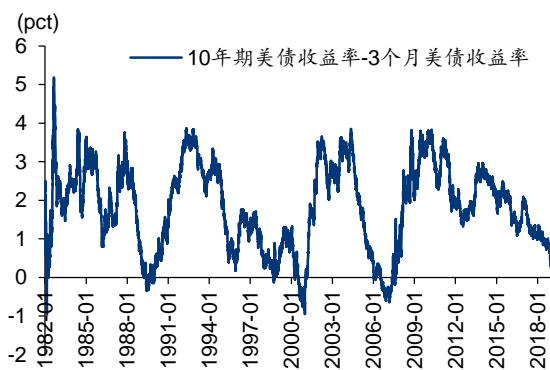
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：美国实际利率水平开始向下



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：10年期美债收益率与3个月美债收益率差值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

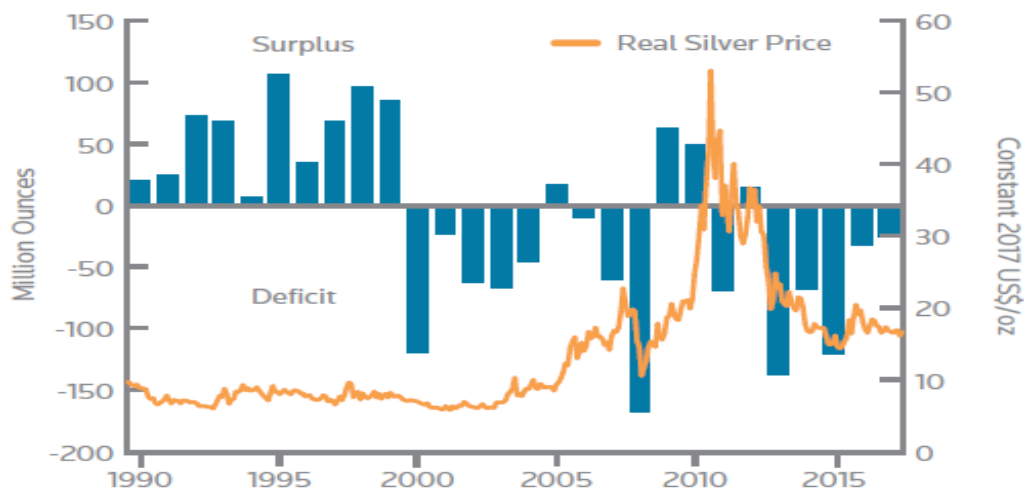
银：当前金银比持续维持高位，静待工业需求复苏

现阶段金银比维持高位，我们认为未来处于高位的金银比有望以银价涨幅大于金价涨幅修复。但04年后主导白银价格变动的要素开始由金融属性转变为工业商品属性，出现了结构性的转变，因此银价超越金价涨幅并修复处于高位的金银比需要白银的供需格局向好支撑。白银的工业需求中电子电力行业为主，据世界白银协会，2017年占比约为40%；光伏应用占比也已达到约16%。我们认为与未来电子电气化和新能源的趋势契合度高。我们认为库存作为相对高频的数据，04年之后每次金银比修复都出现了白银库存的下降，预示工业需求转好。据wind，2019.05.13白银库存仍处于高位，我们认为当前白银需求向好仍未见起色。

白银、黄金相较其他金属具有较强金融属性，但与黄金相比，白银自2004年后全球工业用银产量开始超越零售投资和珠宝生产的用银产量，我们认为2004年后主导白银价格变动的要素开始由金融属性转变为工业商品属性，出现了结构性的转变。据GFMS，1990-04年期间，全球工业用银年产量均值为3.16亿盎司，低于零售投资和饰品生产的用银年产量均值4.77亿盎司，并且期间供需格局的改善未对银价上涨起到明显的驱动作用。2005-17年期间，全球工业用银年产量均值为4.55亿盎司，高于零售投资和饰品生产的用银年产量均值的3.92亿盎司；并且2005-2017年期间，出现了两次白银供需格局从供给过剩转变为供不应求，白银价格均出现显著上涨；第一次发生在05-08年期间，期间银价涨幅约222%，第二次是在09-11年期间，银价涨幅约282%。

自1971年布雷顿森林体系解体后，黄金价格和白银价格比例（金价/银价）的波动率开始显著提升。据Bloomberg数据，我们统计了1950.01-2019.05.13期间现货黄金价格和现货白银价格的比例达到峰值后出现较为显著的回调期间（幅度18%以上，共17个阶段）黄金和白银的价格走势变化，我们发现所有17个阶段，当金银比在高位出现显著回调后，无一例外均是白银价格涨幅大于黄金价格涨幅，17个阶段的白银涨幅均值为98%，黄金为16%。

图表4：1990-2017年白银供需变化及银价走势



资料来源:GFMS, 华泰证券研究所

图表5: 1970.01-2019.05.13 期间金银比回调幅度平均约 20%

	金银比	金价 (美元/盎司)	银价 (美元/盎司)	金价涨跌幅	银价涨跌幅	金银比回调幅度
1973/6/29	45	120.12	2.67			
1974/2/28	26	150.23	5.69	25%	113%	-42%
1975/1/20	44	175.00	3.99			
1976/7/7	24	123.30	5.08	-30%	27%	-45%
1978/10/25	39	230.90	5.94			
1980/1/2	14	559.50	39.95	142%	573%	-64%
1980/5/22	46	501.00	10.89			
1980/9/24	30	710.50	23.54	42%	116%	-35%
1982/6/21	61	296.75	4.90			
1983/6/1	32	410.00	12.75	38%	160%	-47%
1986/10/2	78	431.30	5.56			
1987/5/5	51	459.25	8.95	6%	61%	-34%
1988/1/5	73	475.50	6.50			
1988/7/20	57	444.00	7.82	-7%	20%	-22%
1991/2/27	100	360.00	3.61			
1992/5/11	82	336.15	4.11	-7%	14%	-18%
1992/10/8	94	352.50	3.73			
1994/5/23	67	389.60	5.78	11%	55%	-29%
1995/3/3	85	376.80	4.41			
1995/5/4	64	390.70	6.12	4%	39%	-25%
1996/11/6	80	378.00	4.73			
1997/2/14	66	345.20	5.26	-9%	11%	-18%
1997/7/18	77	328.95	4.27			
1998/2/5	39	298.65	7.64	-9%	79%	-49%
1998/12/2	62	293.20	4.71			
1999/8/4	47	256.15	5.48	-13%	16%	-25%
2003/6/5	82	368.75	4.50			
2004/4/6	51	419.45	8.23	14%	83%	-38%
2008/10/10	85	850.10	10.06			
2009/9/16	59	1017.08	17.39	20%	73%	-31%
2010/2/15	71	1100.90	15.56			
2011/4/22	32	1507.04	47.42	37%	205%	-55%
2016/2/26	83	1223.46	14.70			
2016/11/10	68	1259.20	18.61	3%	27%	-19%

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

宏观经济形势变化：中美贸易摩擦缓和，英国脱欧及欧洲经济复苏超预期。

下游需求低于预期：光伏、新能源汽车等下游行业存在增速低于预期的风险，此时对白银需求量减少。

原材料及产品价格变动风险：各类金属原料价格对加工和新材料产品的利润影响明显，价格波动可能使行业或公司的盈利能力产生超预期的变动。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com