

一季度贵金属价格上行概率较大

—民生有色贵金属季报

贵金属季报

2019年01月30日

报告摘要:

● 利好一：美国经济复苏势头有所放缓，一季度习惯性走弱

美国制造业、服务业及建筑房地产业在 2018Q4 均释放出走弱信号，叠加一季度经济大概率放缓规律，不排除美国 GDP 增速自 2019Q1 超预期走弱的可能性。

● 利好二：美国政府关门天数创历史记录，消费者信心受到打击

创纪录的美国政府关门事件虽暂时平息，但却带来了诸多负面影响，2019 年 1 月密歇根大学消费者信心指数大幅低于预期并创两年多来新低。

● 利好三：全球央行增持黄金，支撑金价底部反弹

包括自 2016 年 10 月以来首次增持黄金储备的我国央行在内，全球央行 2018Q3 对黄金需求占比较此前水平提升 4 个百分点左右，助力金价触底反弹。

● 利好四：美联储加息对贵金属利空边际效应衰减，且加息预期弱化

金价与 TIPS 收益率的相关性进入 2018H2 后转正，指示加息利空效应减弱；美联储官员鹰派立场有所软化，市场对于联储提前结束加息及缩表的预期升温。

● 利空一：美国就业市场维持强势表现

美国 2018 年 12 月非农数据超市场预期（但主要受服务生产部门拉动，商品生产部门有所拖累），当周初次申请就业人数创近 50 年来新低，就业数据维持强势。

● 利空二：全球通胀预期有所降温，对贵金属价格支撑减弱

国际原油、天然气价格自 2018Q4 大幅回落，对于全球通胀上行的支撑有所减弱；进入 2019 年 1 月以来，前述产品价格有所反弹，一定程度上削弱通胀回落预期。

● 利空三：欧元区经济有所承压，欧元或受拖累

欧洲央行下调欧洲 2019 年 GDP 经济增速预期，欧元区主要经济体 PMI 自 2018 年初进入下行通道，经济走弱风险加大，或拖累欧元并提振美元，利空贵金属。

● 利空四：市场避险情绪有所回落，部分资金或流出黄金市场

中美贸易紧张局势阶段性缓和，市场风险偏好回升，美国股市显著反弹，VIX 指数高位回落；短期来看避险情绪的回落或致部分资金流出贵金属市场。

● 2019Q1展望：一季度贵金属价格上行概率较大

美联储加息进程渐至尾声，加息预期不断弱化，其对贵金属价格的利空边际效应亦在减弱，叠加美国经济增速放缓迹象显现及年内经济波动规律，美国名义利率将大概率筑顶下行；此外，贸易、地缘政治等问题均导致美国通胀仍面临一定上行压力，从而压制实际利率并利多金银等贵金属价格。此外，目前金银比位于 80 上方（历史中枢上沿），未来白银价格上涨的概率及弹性均较大。

● 关注标的

山东黄金、中金黄金、盛达矿业、银泰资源、紫金矿业。

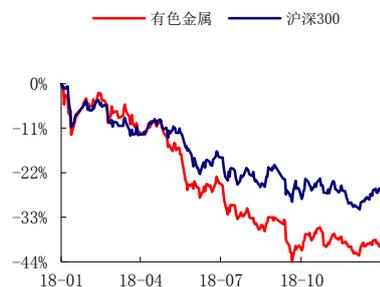
● 风险提示

美国经济持续复苏，美联储加息次数超预期，通胀超预期回落。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

研究助理：孙宇翔

执业证号：S0100118010030

电话：010-85127513

邮箱：sunyuxiang@mszq.com

研究助理：薛绍阳

执业证号：S0100117100002

电话：010-85127665

邮箱：xueshaoyang@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：010-85127433

邮箱：zhongqi@mszq.com

相关研究

1. 民生有色周报 20190128：美联储缩表计划或生变数，建议关注贵金属

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 1月29日	EPS			PE			评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600547	山东黄金*	30.79	0.61	0.53	0.74	51	58	42	暂无评级
600489	中金黄金*	8.29	0.08	0.08	0.12	117	100	68	暂无评级
000603	盛达矿业*	9.37	0.41	0.57	0.67	31	16	14	暂无评级
000975	银泰资源	10.09	0.30	0.41	0.54	44	25	19	推荐
601899	紫金矿业	2.95	0.15	0.22	0.29	30	13	10	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院（注：标“*”公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

目录

一、利好因素	4
(一) 美国经济复苏势头有所放缓，一季度习惯性走弱	4
(二) 美国政府关门天数创历史纪录，消费者信心受打击	5
(三) 全球央行增持黄金，支撑金价底部反弹	6
(四) 美联储加息对贵金属利空边际效应衰减，且加息预期弱化	7
二、利空因素	8
(一) 美国就业市场维持强势表现	8
(二) 全球通胀预期有所降温，对贵金属价格支撑减弱	9
(三) 欧元区经济有所承压，欧元或受拖累	10
(四) 市场避险情绪有所回落，部分资金或流出黄金市场	10
三、2019 年一季度贵金属价格上行概率较大	11
关注标的	11
风险提示	11
插图目录	12
表格目录	12

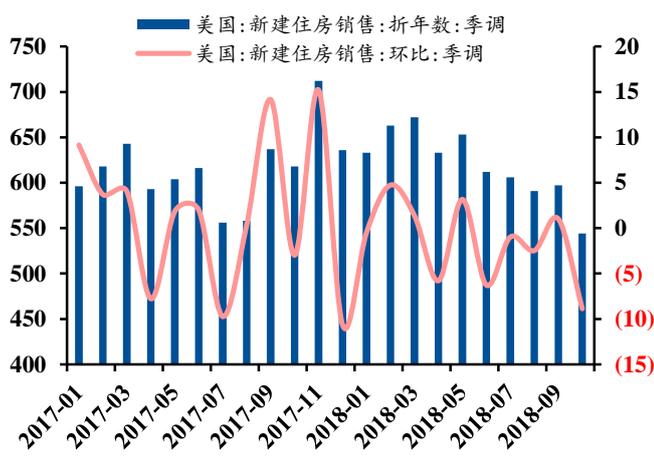
一、利好因素

(一) 美国经济复苏势头有所放缓，一季度习惯性走弱

2018 年上半年美国经济强势复苏主要受益于制造业、服务业以及房地产市场的繁荣，但随着特朗普减税政策刺激效应边际衰退以及贸易摩擦对国内的负面影响逐步显现，美国制造业、服务业及房地产市场自 2018 年四季度显现出同步走弱迹象。美国新屋销售自年中以来下滑趋势明显，2018 年 12 月 ISM 制造业 PMI (54.10) 创近 2 年来新低，Markit 服务业 PMI 在 2018Q4 有所下滑，美国经济复苏势头趋缓。

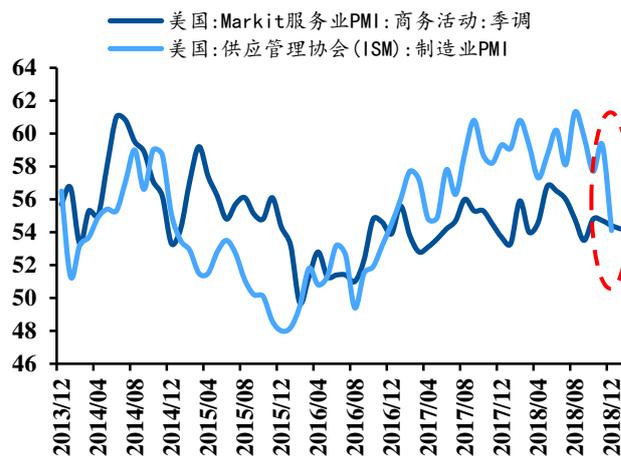
考虑到美国经济季环比增速年末高基数效应，叠加年初气候条件往往较为恶劣（这将抑制境内制造业活动并拖累消费），一季度美国经济环比增速放缓的可能性较大。叠加今年面临贸易摩擦等新挑战，不排除美国 GDP 增速自 2019 年一季度起超预期下行的可能性，从而支撑贵金属价格。

图 1：美国住房市场疲态显现



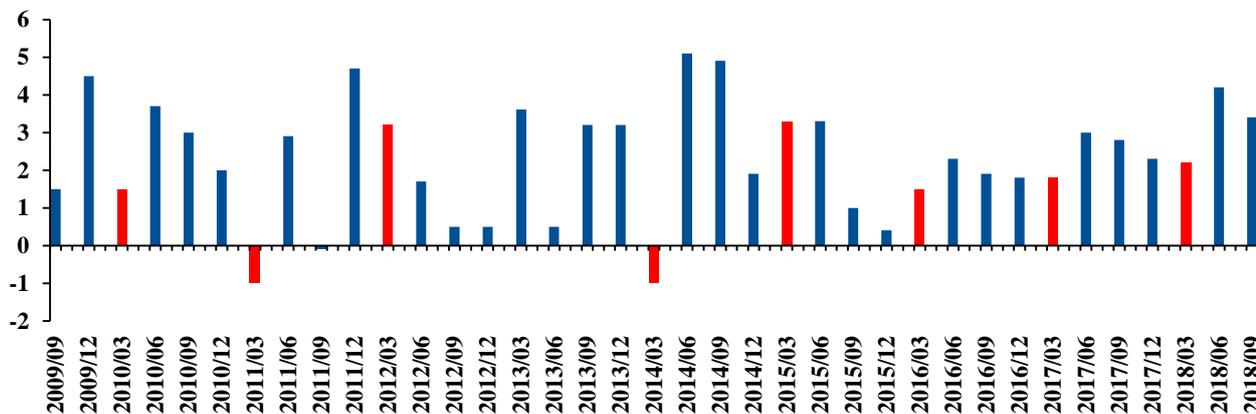
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：美国制造业&服务业 PMI 于 2018 年末双双下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：历年美国一季度 GDP 季度环比增速 (%) 走弱概率较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 美国政府关门天数创历史纪录，消费者信心受打击

因美国总统特朗普与国会民主党人在美墨边境墙预算问题上未能达成一致，美国政府自2018年12月22日部分关门（受影响部门包括国土安全部、农业部等），超过80万联邦雇员的工作和生活受到影响；当地时间1月25日，美国政府创历史最长关门记录后阶段性重开。

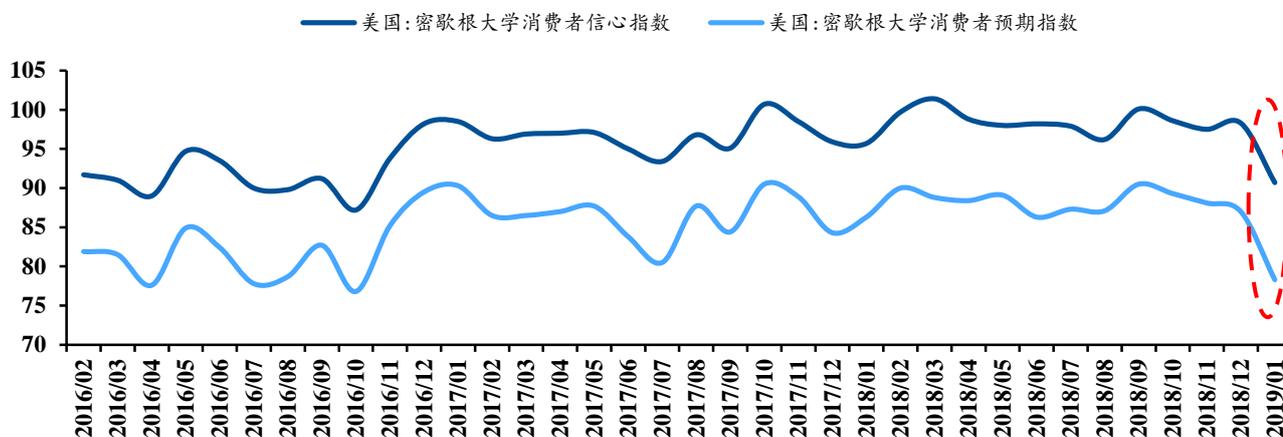
此次政府关门风波给经济活动和民众生活带来了诸多负面影响，且短期内难以完全消除。最新公布的1月密歇根大学消费者信心指数录得90.7，大幅低于预期并创自2016年10月以来新低，美国经济前景再添阴云。

表1：历年来创较多关门天数的美国政府停摆事件梳理

年份	开始日期	结束日期	持续天数	时任总统	事件起因及演化
1977	9月30日	10月13日	13	卡特	参众两院在医疗补助问题上的分歧使得劳工部与卫生、教育及福利部出现了资金短缺的问题，导致政府部分关闭。为争取更多时间谈判，两院随后达成一项提供资金至10月31日的临时议案。
1978	9月30日	10月18日	18	卡特	卡特总统以浪费为由否决了一项向公共工程拨款的议案，以及一项国防议案。卫生、教育及福利部再次因为人流医疗补助的争议出现资金问题。
1995	12月16日	1月6日 (1996年)	21	克林顿	共和党要求总统克林顿的七年预算平衡方案基于美国国会预算据所提供数据（而非美国行政管理和预算局所提供的数据），克林顿拒绝了这一要求。最终国会与克林顿在预算上取得了妥协。
2013	10月1日	10月16日	16	奥巴马	由于未能对患者保护与平价医疗法案达成一致看法，美国政府无法按时通过预算议案。10月16日美国国会参议院和众议院先后投票通过议案，给予联邦政府临时拨款，同时调高公共债务上限，美国联邦政府非核心部门的关门风波宣告结束。
2018	12月22日	1月25日 (2019年)	35	特朗普	国会和白宫没有就预算支出达成协议，主要是由于特朗普与民主党在有关边境墙拨款问题上仍然存在较大分歧，特朗普明确表示自己将不会签署该法案。最终，政府短期重开三周，期间国会将继续就预算进行协商。

资料来源：民生证券研究院整理

图4：美国消费者信心指数大幅下挫



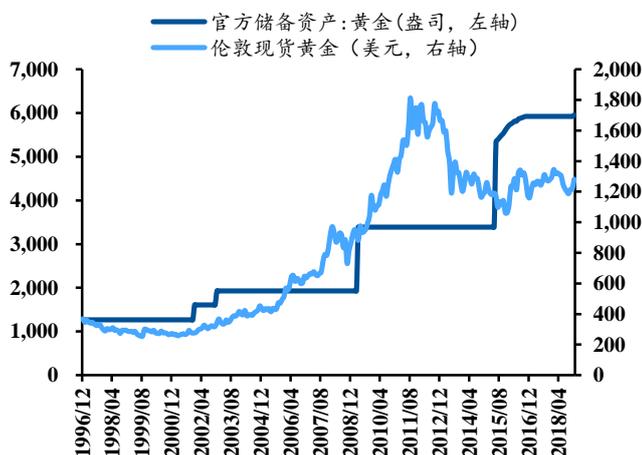
资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 全球央行增持黄金，支撑金价底部反弹

中国央行 16 年 10 月以来首次增持黄金。据 1 月央行发布的数据，国内官方黄金储备资产为 5956 万盎司，环比上月增加 32 万盎司，为 2016 年 10 月加入 SDR 以来官方首次增加黄金资产储备（若按照黄金 1279 美元/盎司的价格计算，官方 12 月增持黄金价值超 4 亿美元）。

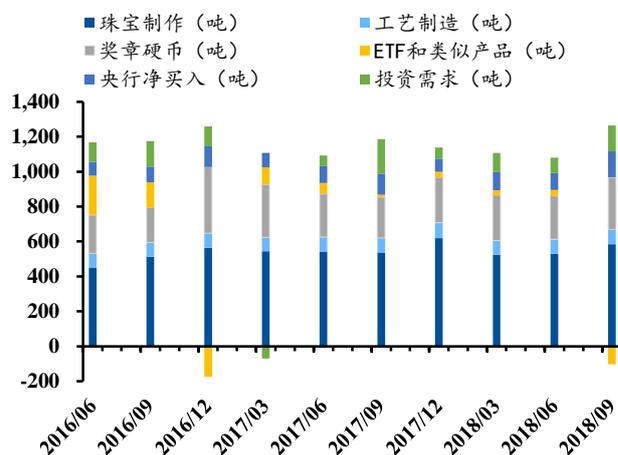
2018Q3 央行净购入对冲了 ETF 的流出。据彭博及 Metal Focus 数据，2017 年至 2018 年二季度，全球央行净买入占全球黄金需求平均比例稳定在 9% 左右，在此期间黄金价格总体呈现冲高回落态势；而进入 2018Q3，全球央行对黄金的需求占比显著上升至 13%（以俄罗斯央行为典型代表，截至 2018 年末其黄金储备的增长使得在不考虑 IMF 的情况下的中国黄金储备的全球的排名从第五下降至第六），对冲了 ETF 的大幅流出，金价也自 8 月份最低点 1178 美元/盎司触底反弹。总体来看，全球央行买入及沽售行为构成全球黄金需求的主要波动来源。

图 5：央行 2016 年 10 月以来首次增持黄金



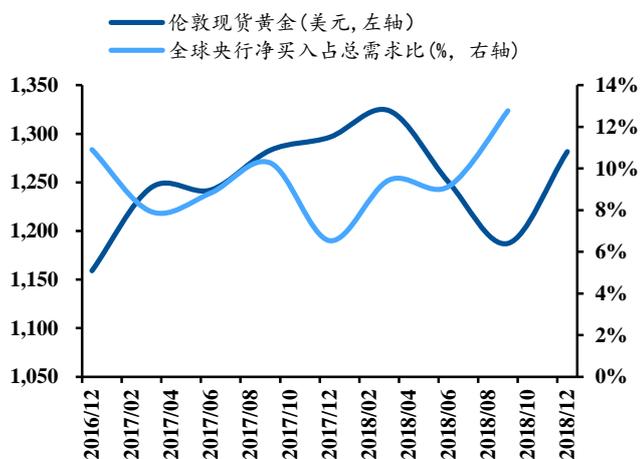
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：2018Q3 央行净购入部分对冲了 ETF 的净流出



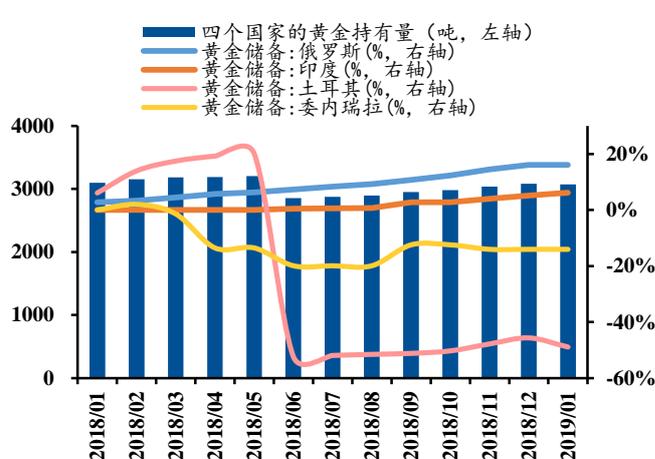
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 7：2018Q3 全球央行净买入占黄金总需求比重提升



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 8：全球央行 2018Q3 以来同步增持黄金迹象明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

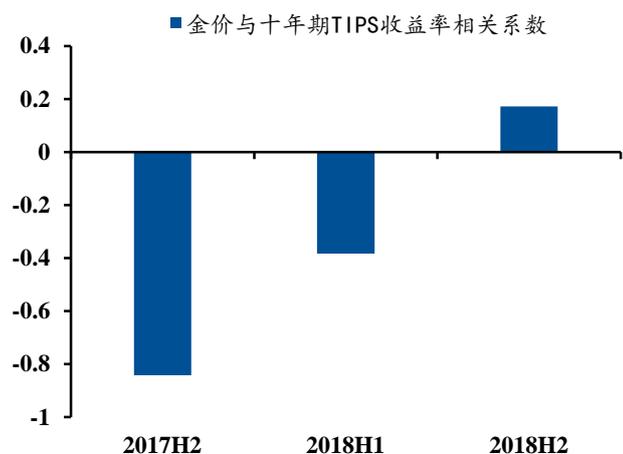
(四) 美联储加息对贵金属利空边际效应衰减，且加息预期弱化

美联储加息对金价利空边际效应呈减弱态势。2015年12月第一次加息后三个月美国10年期TIPS收益率与金价相关性为-0.93，负相关性十分显著。自2017年下半年起，金价与美国10年期TIPS收益率的负相关性则逐步减弱并在2018年下半年转正，联储加息对金价的利空边际效应有所衰减。

金价与美元的负相关性趋弱。自本轮第六次加息以来，加息后三个月内美元指数与美国10年期TIPS收益率相关性趋弱，至本轮第8次加息相关性已降至0.28。同时美元与金价相关系数也凸显波动性，2018H2两者相关性由负转正，美元对金价利空边际效应有限。

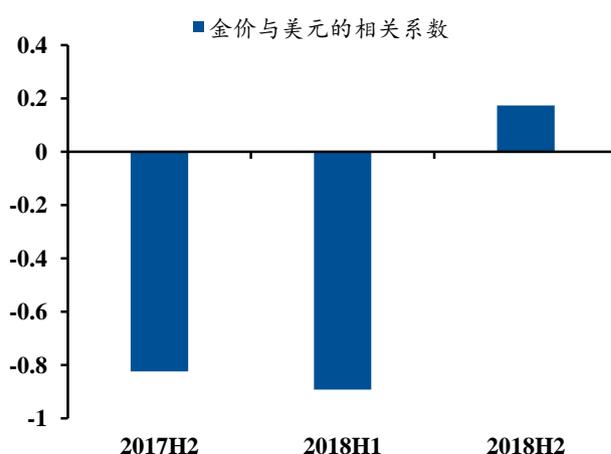
此外，美联储自去年12月以来鹰派态度总体有所软化，鸽派信号明显增多。据1月25日华尔街日报，“美联储决策层正考虑是否应比此前预期更早结束缩表”，这也可能成为接下来举行的美联储货币政策会议的核心议题之一，而此前美联储主席鲍威尔在美国经济学会接受采访时也曾称“如有需要美联储将改变缩表政策”，媒体此次报道在一定程度上呼应了前期鲍威尔的发言，美联储货币政策朝鸽派转向或将超前期市场预期。

图9：金价与TIPS收益率负相关性逐渐减弱并转正



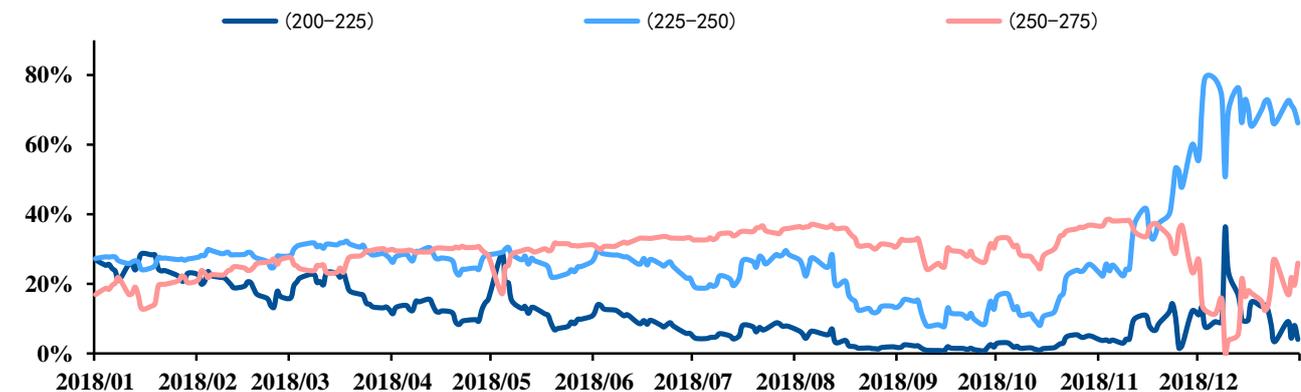
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：2018H2金价与美元指数相关性由负转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：市场对于2019年末美国联邦基金政策利率区间判断概率分布（维持现状不加息的预期最强）



资料来源：Wind，民生证券研究院

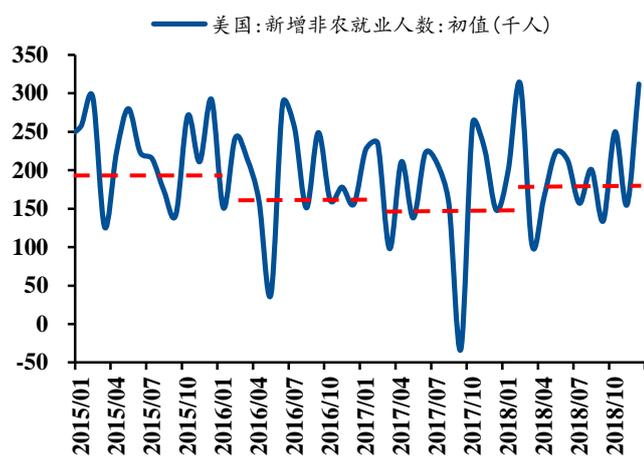
二、利空因素

(一) 美国就业市场维持强势表现

美国非农数据表现超预期，劳动力参与率走高。据1月初美国劳工部公布的数据显示，18年美国新增非农就业月均人数较17年出现反弹，15-18年美国非农就业月均增加人数分别为22.5万、18.6万、17.5万、20.2万。从单月来看，12月新增非农就业人数为31.2万，远超市场预期；此外，美国劳动力参与率上行至年内最高点，首次申请失业救济人数维持在历史低位。

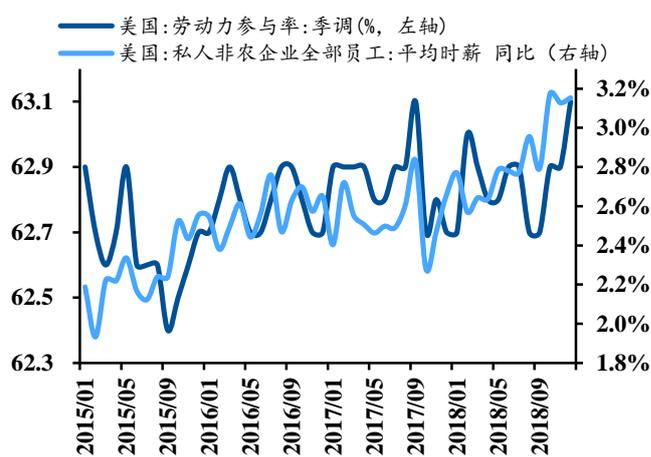
强势非农数据主要受到季节性需求推动，商品生产部门招聘需求已经明显放缓。本轮美国非农数据超预期上行主要受益于政府及服务生产部门就业人数超预期上行。商品生产部门中制造业（汽车、耐用品等）、建筑业同比录得下滑，招聘大幅放缓。此次同步公布的美国失业率数据止跌并出现小幅上涨。

图 12: 美国 2018 年月均新增就业人数较 2017 年上升



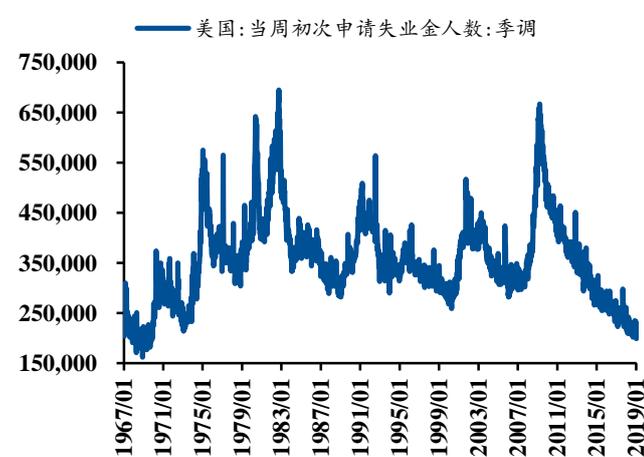
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 美国劳动参与率及时薪增速居年内高点



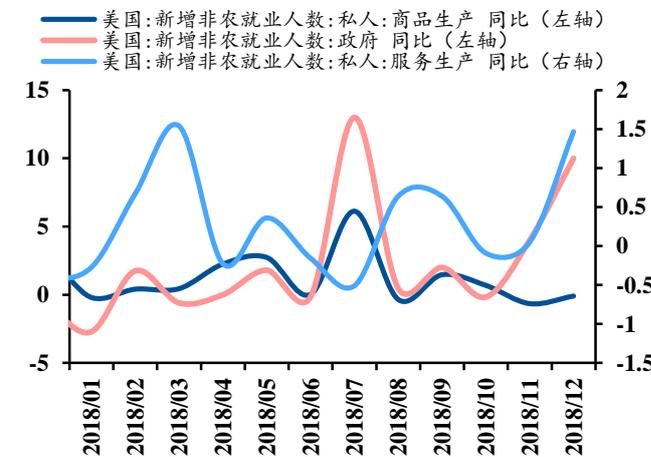
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14: 美国当周初请失业救济人数刷新近五十年来新低



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 非农新增人数主要由服务及政府部门拉动



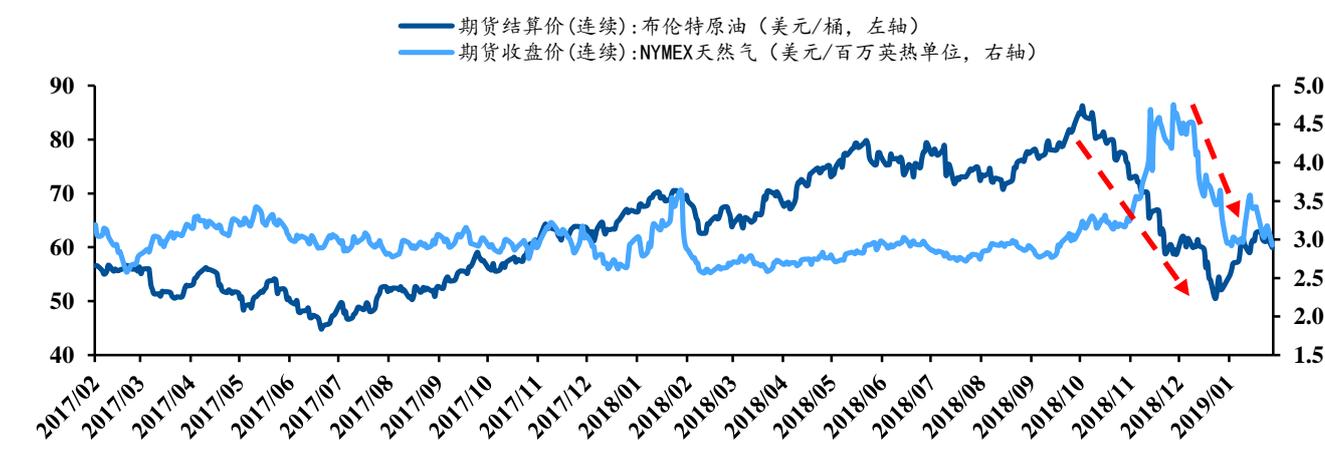
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 全球通胀预期有所降温，对贵金属价格支撑减弱

2018Q4 国际原油、天然气价格高位大幅回落。虽然 OPEC 在 12 月 7 日达成减产协议，但受美国页岩油产量大增、俄罗斯坚持逐步减产等因素影响，全球减产目标或难以实现。EIA 于 12 月 11 日将 2019 年 WTI 原油价格预期大幅下调 16.4% 至 54.19 美元/桶，但保持供应预测不变并认为美国原油市场在 2019 年将上升至 1206 万桶/日。上游资源品价格回落及经济增速放缓预期升温给全球通胀带来了一定的下行压力，全球主要经济体 PPI 和 CPI 同比回落，贵金属价格支撑有所减弱。

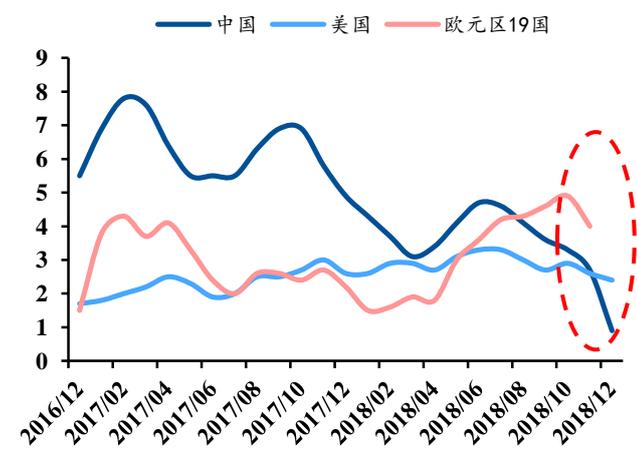
值得关注的是，国际原油及天然气价格进入 2019 年 1 月以来录得显著反弹，这将在一定程度上缓解通胀快速下行预期，或在一定程度上提振贵金属价格。

图 16: 国际原油、天然气价格在进入 2018Q4 后高位回落



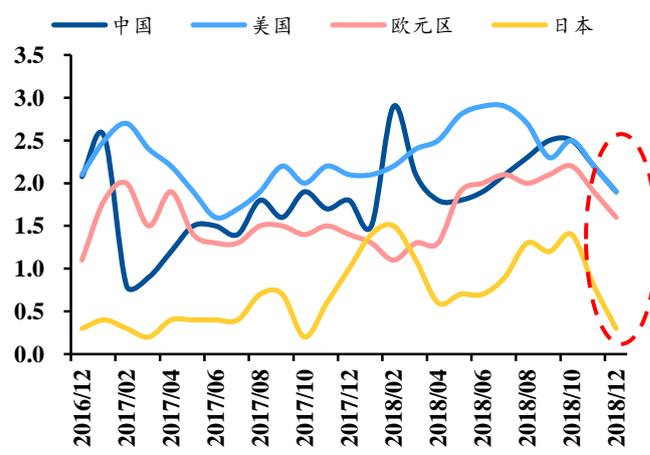
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 17: 全球主要经济体 PPI 下行压力显现



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 全球主要经济体 CPI 自 2018Q4 起同步下挫

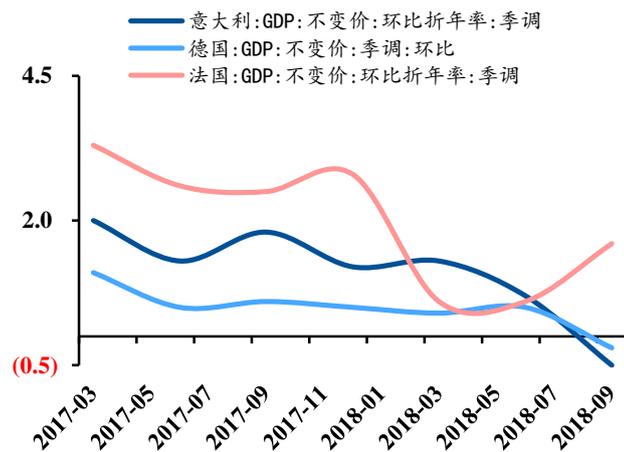


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 欧元区经济有所承压，欧元或受拖累

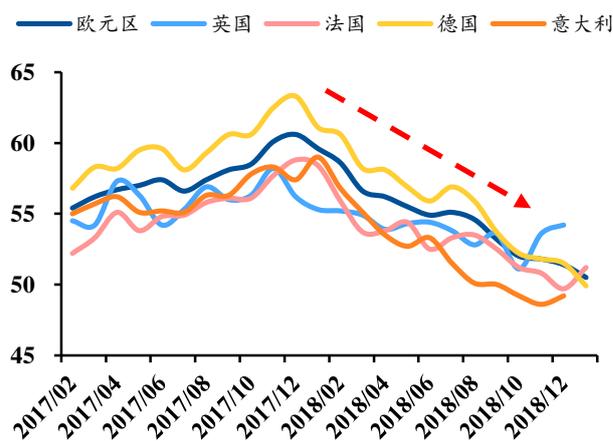
欧洲央行于 2018 年 12 月下调欧洲 2019 年 GDP 增速预期(由 1.8% 调至 1.7%)，至 2021 年，增速或进一步下降至 1.5%。欧元区主要国家制造业 PMI 自 2018 年初高点回落趋势较为显著，最新公布的 2019 年 1 月欧元区制造业 PMI 逼近荣枯线，经济走弱的信号或将提振美元，而对贵金属价格形成一定压力。

图 19：欧主要经济体 GDP 增速 (%) 下行压力较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：欧主要经济体制造业 PMI 步入下行通道

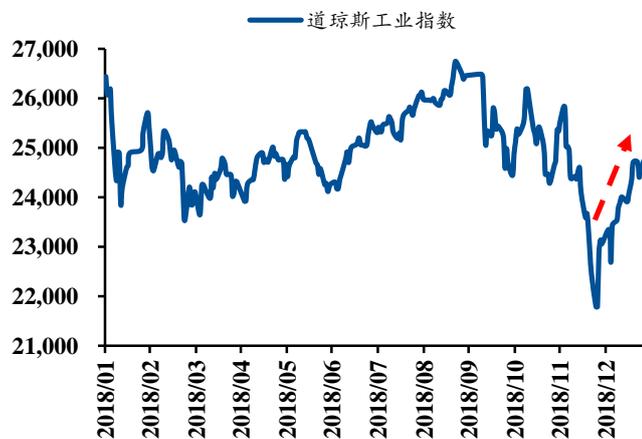


资料来源：Wind，民生证券研究院

(四) 市场避险情绪有所回落，部分资金或流出黄金市场

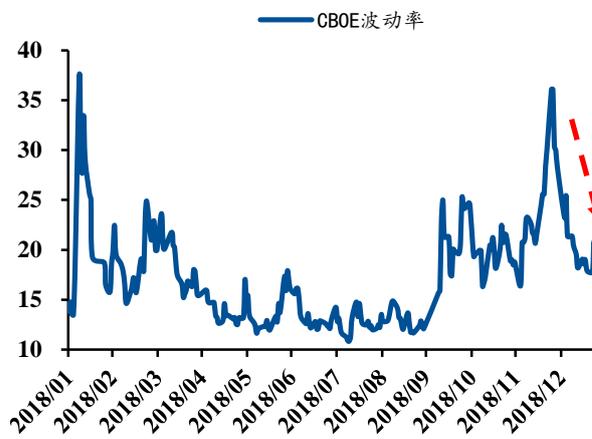
中美贸易紧张关系在两国元首阿根廷举行会晤并达成 90 天缓冲期等共识后趋于缓和，市场信心提振，美国股指大幅反弹，VIX 指数自 12 月高位回落；叠加暂未观察到全球地缘冲突激化升级迹象，全球避险情绪或阶段性回落，风险偏好的回升也可能驱动部分资金从贵金属市场流出而进入股票等市场，短期给贵金属价格带来一定压力。

图 21：道琼斯指数显著反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：VIX 指数冲高回落

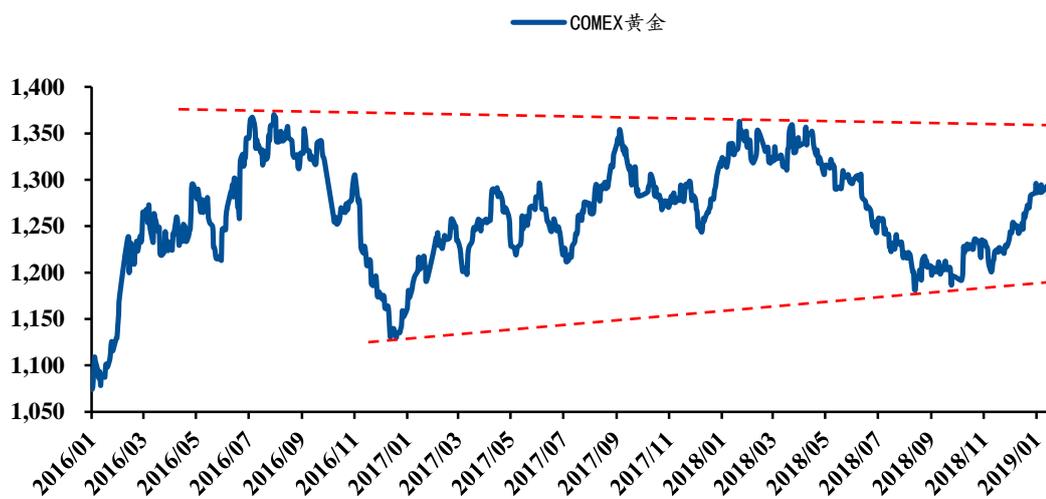


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、2019 年一季度贵金属价格上行概率较大

维持对贵金属价格在 2019 年一季度偏乐观的判断——美联储加息进程渐至尾声，加息预期不断弱化，其对贵金属价格的利空边际效应亦在减弱，叠加美国经济增速放缓迹象显现及年内经济波动规律，美国名义利率将大概率筑顶下行；此外，贸易、地缘政治等问题均导致美国通胀仍面临一定上行压力，从而压制实际利率并利多金银等贵金属价格。此外，目前金银比位于 80 上方（历史中枢上沿），未来白银价格上涨的概率及弹性均较大。

图 23：COMEX 金价（美元/盎司）走势



资料来源：wind，民生证券研究院

关注标的

山东黄金、中金黄金、盛达矿业、银泰资源、紫金矿业。

风险提示

美国经济持续复苏，美联储加息次数超预期，通胀超预期回落。

插图目录

图 1: 美国住房市场疲态显现.....	4
图 2: 美国制造业&服务业 PMI 于 2018 年末双双下行.....	4
图 3: 历年美国一季度 GDP 季度环比增速 (%) 走弱概率较大.....	4
图 4: 美国消费者信心指数大幅下挫.....	5
图 5: 央行 2016 年 10 月以来首次增持黄金.....	6
图 6: 2018Q3 央行净购入部分对冲了 ETF 的净流出.....	6
图 7: 2018Q3 全球央行净买入占黄金总需求比重提升.....	6
图 8: 全球央行 2018Q3 以来同步增持黄金迹象明显.....	6
图 9: 金价与 TIPS 收益率负相关性逐渐减弱并转正.....	7
图 10: 2018H2 金价与美元指数相关性由负转正.....	7
图 11: 市场对于 2019 年末美国联邦基金政策利率区间判断概率分布 (维持现状不加息的预期最强).....	7
图 12: 美国 2018 年月均新增就业人数较 2017 年上升.....	8
图 13: 美国劳动参与率及时薪增速居年内高点.....	8
图 14: 美国当周初请失业救济人数刷新近五十年来新低.....	8
图 15: 非农新增人数主要由服务及政府部门拉动.....	8
图 16: 国际原油、天然气价格在进入 2018Q4 后高位回落.....	9
图 17: 全球主要经济体 PPI 下行压力显现.....	9
图 18: 全球主要经济体 CPI 自 2018Q4 起同步下挫.....	9
图 19: 欧主要经济体 GDP 增速 (%) 下行压力较大.....	10
图 20: 欧主要经济体制造业 PMI 步入下行通道.....	10
图 21: 道琼斯指数显著反弹.....	10
图 22: VIX 指数冲高回落.....	10
图 23: COMEX 金价 (美元/盎司) 走势.....	11

表格目录

表 1: 历年来创较多关门天数的美国政府停摆事件梳理.....	5
---------------------------------	---

分析师与研究助理简介

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

孙宇翔，北京大学工学硕士，2017年加入民生证券，从事有色金属行业及公司研究。

薛绍阳，澳洲莫纳什大学精算学士及金融数学硕士，从事有色金属行业及公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。