

二季度黄金价格或将震荡上行

—贵金属季报 20190509

有色金属季报

2019年05月09日

报告摘要:

● 利好一：美国年内降息预期仍偏牢固

5月初鲍威尔发言不够鸽派，美联储试图引导市场向中性预期回归，但市场反应的力度不强。根据美国联邦期货隐含利率计算，2019年12月的议息会议减息的概率为55.01%，超过持平的概率，全年降息的预期仍较为牢固。

● 利好二：美国经济长期存在隐忧

监管非农数据表现强劲，但劳动参与率开始回落、时薪增速低于预期，通胀能否持续上行仍存在较大的不确定性。考虑到美国一季度GDP中最终销售额同比为三年以来最低、4月密歇根消费者信心指数下滑，美国长期经济前景仍偏悲观。

● 利好三：全球央行增持黄金，支撑金价底部反弹

2019Q1全球央行的净买入量为145.50吨，达到六年来同期的高点，中国央行连续五个月增持黄金，其他部分新兴国家央行维持增持黄金趋势。此外，央行净买入占需求的年内高点出现在Q2或者Q3，由此线性外推预期2019Q2及2019Q3的央行净买入规模及占总需求比重有望继续提升。

● 利好四：黄金期货商业空头持仓下降

截止至2019年4月27日，CTFC披露的黄金商业空头持仓数量较年初以来显著下降，累计下降21.71%。而商业多头的持仓较年初仅下降17.76%，空方持仓收缩速度快于多头。从交易层面，黄金下跌压力减弱，逐渐在积累上涨的势头。

● 利空一：美国经济二季度习惯性走强

鲍威尔表示通胀走低或为暂时因素，降息的概率将有所下降，美元获得支撑；从历史数据来看，美国经济二季度往往呈现季节性走强趋势。二季度气候转暖，制造业和消费需求均明显提升，短期内美国经济将维持强势，对金价构成压制。

● 利空二：欧洲经济二季度增速下滑风险

欧元区主要国家制造业PMI数据仍处于下滑通道，同时欧盟委员会于5月7日亦提示欧元区风险，并再次下调欧元区GDP增速。若Q2欧洲经济表现持续弱于美国，则将对美元指数形成支撑，利空黄金。

● 利空三：避险情绪影响边际减弱

5月初市场避险情绪明显升温，但黄金并未出现大涨。从历史数据来看，短期突发性事件对金价的影响不具有持续性，短期风险事件导致的金价大涨并不能改变金价走势。后期地缘政治风险及贸易摩擦的逐步缓解将打压黄金的避险需求。

● 2019Q2展望：影响因素多空交织，维持震荡向上观点

总体上看，长期来看黄金有向上的动能，但短期利空黄金因素密集，影响黄金的因素多空交织，静待美国经济数据落地、持续观察中美贸易谈判进程，我们维持对贵金属价格在2019年二季度的震荡向上判断。

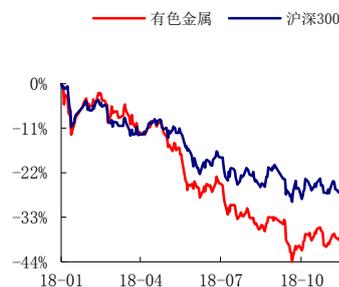
● 关注标的

山东黄金、中金黄金、盛达矿业、恒邦股份、银泰资源、紫金矿业。

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：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.持续关注基本金属，看好贵金属长期机会
- 2.民生有色周报 20190429：一季报整体向好，关注铝利润修复机会

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 5月8日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547.SH	山东黄金	30.69	0.40	0.62	0.72	76	50	43	推荐
600489.SH	中金黄金*	8.26	0.06	0.09	0.11	151	92	75	暂无评级
002237.SZ	恒邦股份	10.02	0.45	0.52	0.62	19	19	16	推荐
000603.SZ	盛达矿业	9.63	0.6	0.66	0.72	17	15	13	推荐
000975.SZ	银泰资源	9.51	0.33	0.44	0.49	31	22	19	推荐
601899.SH	紫金矿业	3.28	0.18	0.21	0.25	20	16	13	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) 美国年内降息预期仍偏牢固	4
(二) 美国经济长期存在隐忧	5
(三) 全球央行增持黄金，支撑金价底部反弹	6
(四) 黄金期货商业空头持仓下降	7
二、利空因素	8
(一) 美国经济二季度习惯性走强	8
(二) 欧洲经济二季度增速有下滑风险	9
(三) 避险情绪影响边际减弱	10
三、2019 年二季度黄金展望	11
关注标的	11
风险提示	11
插图目录	12

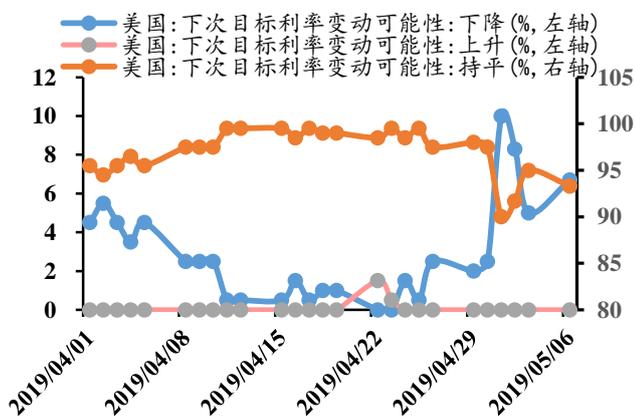
一、利好因素

(一) 美国年内降息预期仍偏牢固

美联储引导市场预期。5月初鲍威尔发言不够鸽派，对经济的表述偏中性，较3月会议纪要中关于经济全面弱化的表述，出现小幅转向。从市场的反应来看，下次议息会议降息的概率较前期回落，持平的概率回升，显示美联储引导市场向中性预期回归，但市场反应的力度不强。

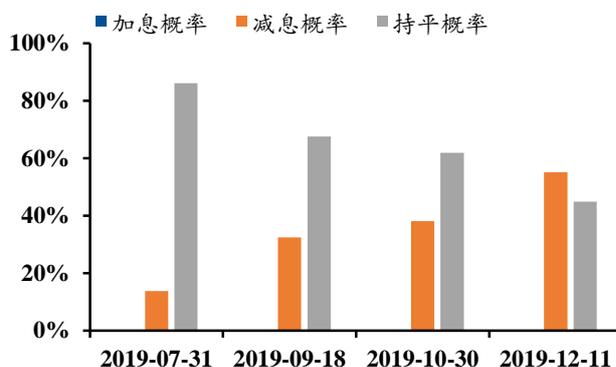
年内降息的预期偏牢固。根据美国联邦期货隐含利率计算，2019年12月的议息会议减息的概率为55.01%，超过持平的概率，全年降息的预期仍较为牢固。整体上看，降息概率大于持平概率，而加息概率接近为0，利率依然有下行压力，长期利好黄金价格上行。

图1: 美联储引导市场向中性预期回归



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图2: 由联邦隐含利率得到的议息会议的加/减息概率分布



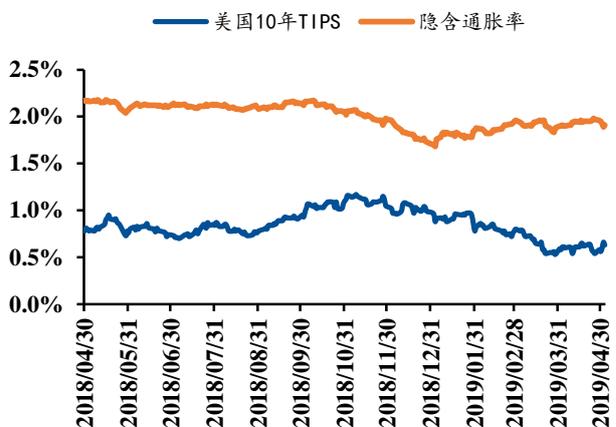
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图3: 黄金与 TIPS 关系



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 隐含通胀率表现平缓



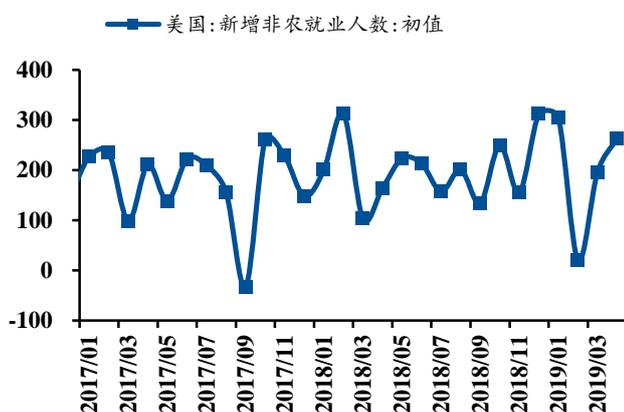
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 美国经济长期存在隐忧

尽管非农数据大超预期但时薪增速回落，通胀上行动力不足。据5月美国劳工部公布的数据显示，4月美国新增非农就业人口增加26.30万人的，大幅超过预期的18.50万人。2019年1-4月的累计就业人口为78.30万人超过2018年同期的78.00万人，非农数据表现强劲。但劳动参与率开始回落、时薪增速低于预期，通胀能否上行仍存在较大的不确定性。

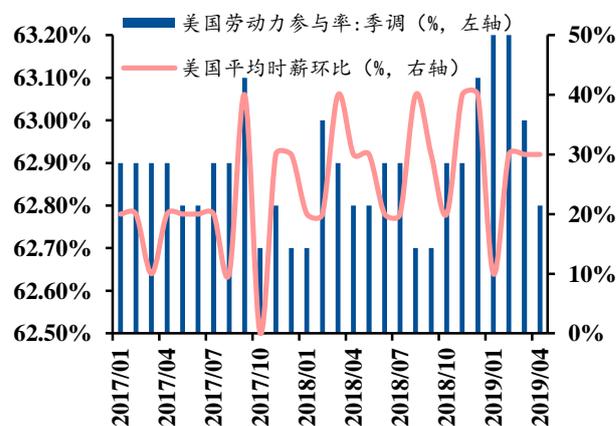
美国经济短期失速概率不大，但长期增速仍存隐忧。尽管5月初美联储偏鹰派发言、美国2019年一季度GDP初值为3.2%好于预期、耐用品消费数据超预期，考虑到美国Q1GDP中最终销售额同比为三年以来最低、4月密歇根消费者信心指数下滑、联邦期货隐含利率暗示美国年内降息预期较为牢固，美国长期经济前景仍偏悲观。

图5: 美国2018年月均新增就业人数较2017年上升



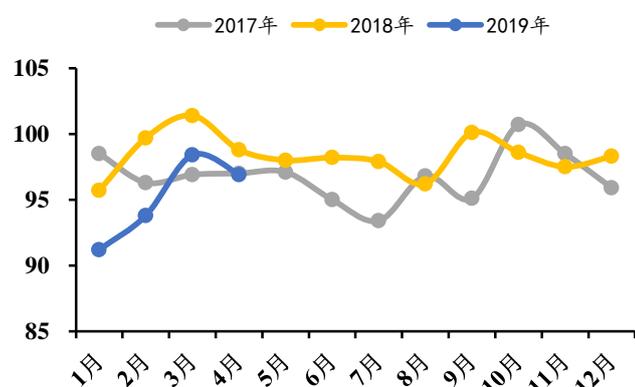
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 4月美国劳动参与率及时薪增速回落



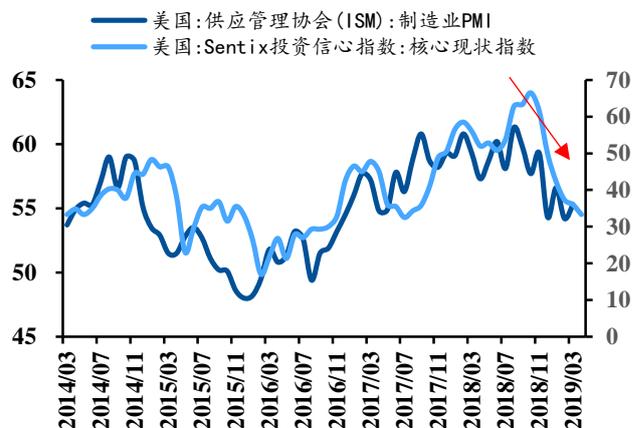
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 2019年密歇根消费者信心指数接近3年低位



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: 美国PMI及投资信心指数



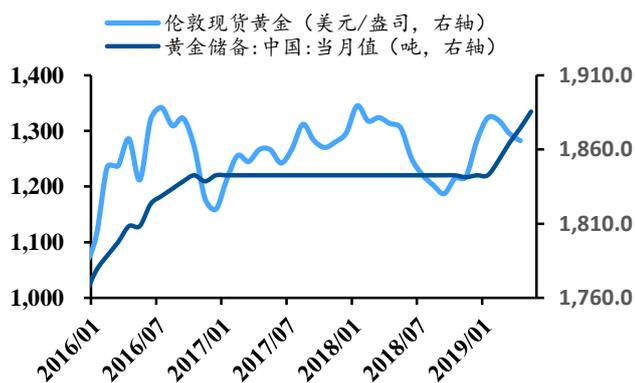
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 全球央行增持黄金，支撑金价底部反弹

新兴国家央行维持增持黄金趋势。西方国家的黄金占外汇储备占比相对固定，而新兴国家配置美元资产具有通过黄金管理风险的需求。2018 年全球央行增持 651.50 吨，同比增加约 74.00%，新兴国家央行成为黄金的主要购买方。2019Q1 全球央行的净买入量为 145.50 吨，达到六年来的高点。中国央行连续五个月增持黄金。据 wind 数据统计，中国央行自去年 11 月至 2019 年 5 月增持约 44.17 吨，增持约 19.94 亿美金等值黄金。

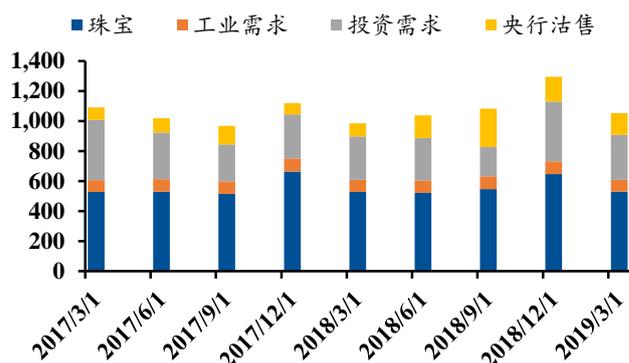
央行黄金净买入占全球总需求比重逐步从 2016 年的 7.90% 上升至 2019 年的 13.81%，成为黄金新增需求的主要来源。从环比的角度看，4 月央行购入黄金下降 12.16%，但下降幅度收窄。历史上看央行净买入的环比数据呈现明显的季节性，Q2 及 Q3 的数据都比前值要高，同时央行净买入占需求的年内高点也出现在 Q2 或者 Q3，由此线性外推预期 2019Q2 及 2019Q3 的央行净买入规模及占总需求比重有望继续提升。

图9：中国央行持续增持黄金



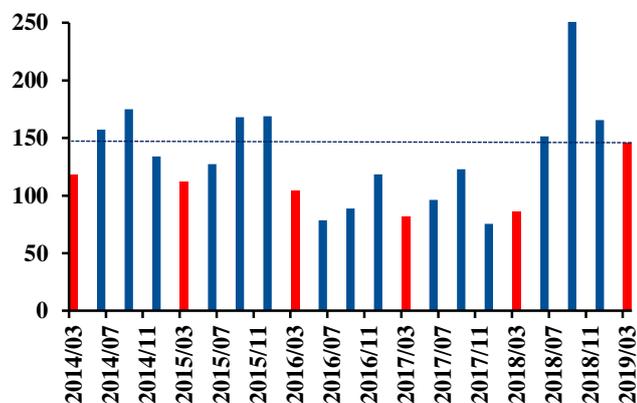
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：全球央行黄金净买入支撑黄金价格



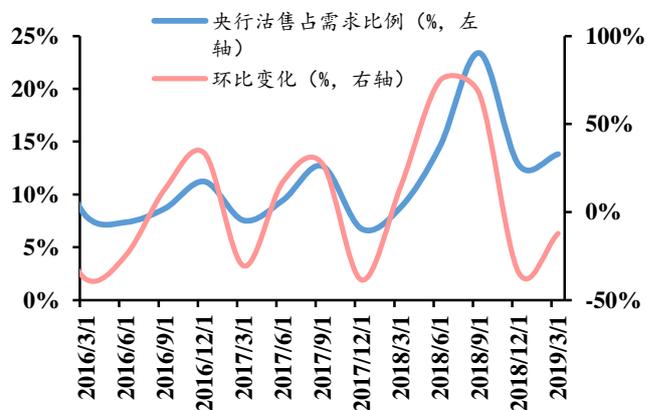
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图11：全球央行 Q1 净购入规模处于 6 年来高点



资料来源：WGC，民生证券研究院

图12：央行购入环比具有明显的季节性

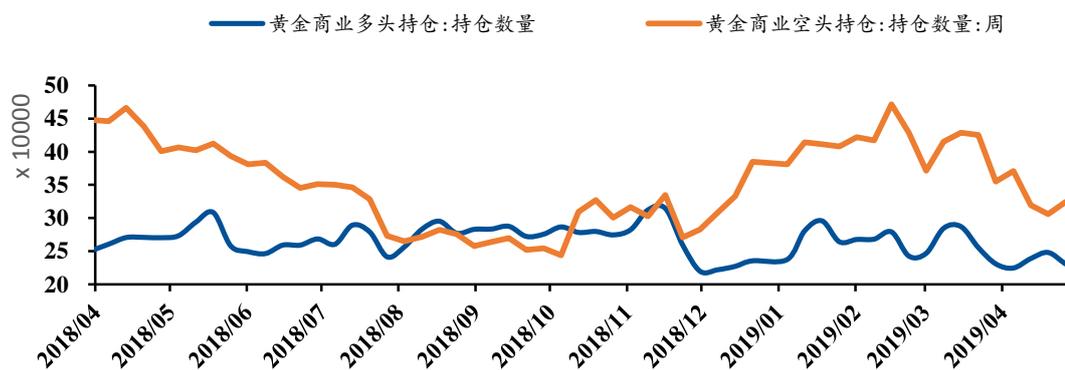


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

（四）黄金期货商业空头持仓下降

黄金期货商业空头持仓持续下降。截止至 2019 年 4 月 27 日，CTFC 披露的黄金商业空头持仓较年初以来显著下降，累计下降 21.71%，当前空头持仓维持下降的趋势。而商业多头的持仓较年初仅下降 17.76%，空方持仓收缩速度快于多头。从交易层面，黄金下跌压力减弱，逐渐在积累上涨的势头。

图13: 黄金空头持仓总体呈现下降趋势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

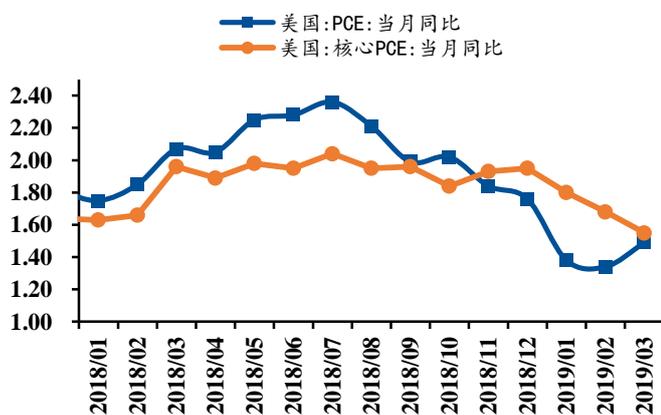
二、利空因素

(一) 美国经济二季度习惯性走强

通胀走低或为暂时因素。美国一季度核心 PCE 通胀数据仅在 1.6%，但仍在 2% 间波动；PCE 当月则出现了拐点。考虑能源价格回涨至 4 年以来同期高点，通胀仍有上涨的压力。而美联储主席鲍威尔则表示“当前的政策是合适的，没有看到加息或者降息很强的必要”，通胀率走低只是受到了“暂时性因素”影响，这些暂时性因素不会延续。

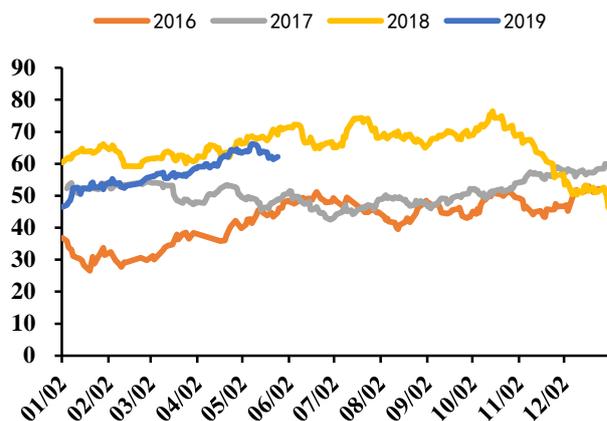
二季度经济维持强势。从鲍威尔讲话来看，降息的概率将有所下降，美元获得支撑；同时，从历史数据来看，美国经济二季度往往呈现季节性走强趋势。二季度气候转暖，制造业和消费需求均明显提升；预计短期内美国经济将维持强势，对金价构成压制。

图14: 美国 PCE 及核心 PCE 仍在 2% 间波动



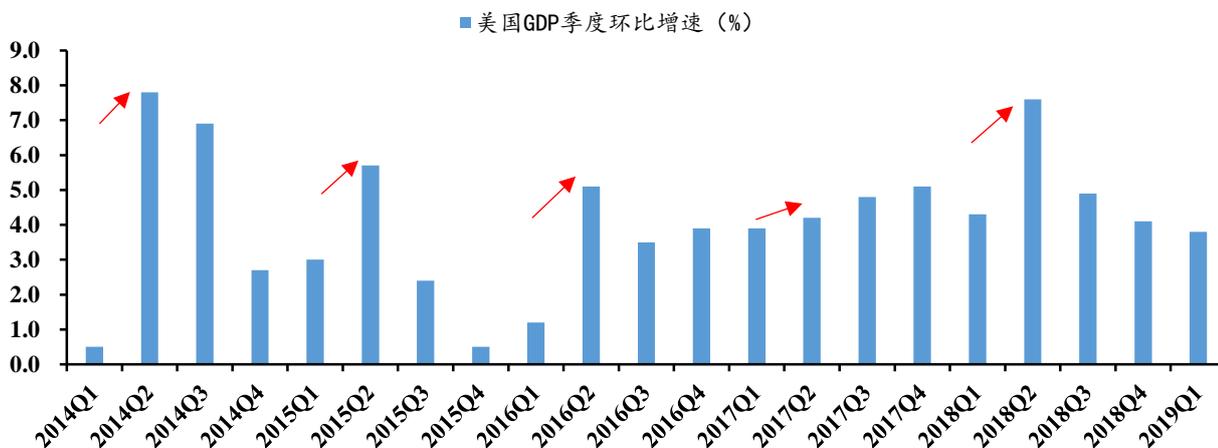
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图15: WTI 油价接近 4 年高点



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图16: 美国 GDP 季度环比增速



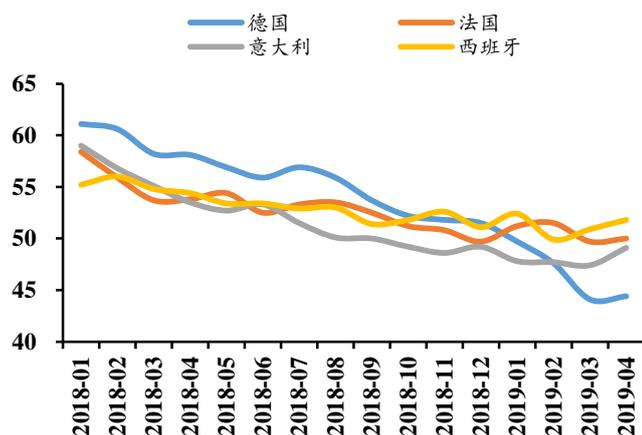
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 欧洲经济二季度增速有下滑风险

欧元区一季度 GDP 年率初值 1.2%，高于预期，欧元区经济呈现回暖迹象；但主要国家制造业 PMI 数据仍处于下滑通道（西班牙除外），德国、意大利制造业 PMI 继续处于荣枯线下方。欧元区增长引擎德国经济景气和商业景气指数连续下跌，商业景气指数 4 月为 99.2，连续第四个月低于 100，预计难以带动欧元区复苏。同时，4 月欧元区各项景气指数均表现不佳，4 月经济景气指数 104，前值 105.5，不及预期 105；4 月工业景气指数-4.1，前值-1.7，低于预期值-2；4 月消费者信心指数终值-7.9，符合预期。欧元区经济增速存回落风险。

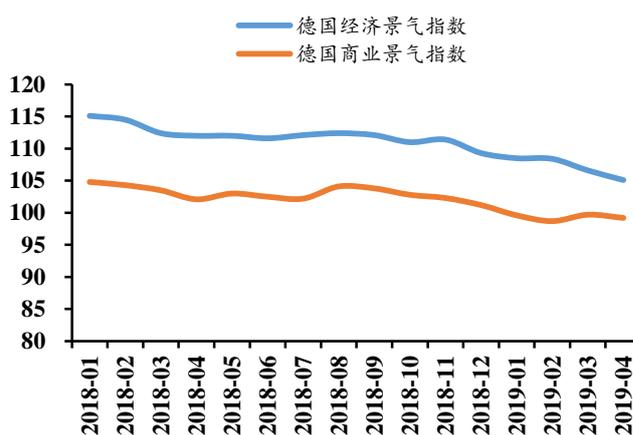
欧盟委员会于 5 月 7 日亦提示欧元区风险，并再次下调欧元区 GDP 增速。将 2019 年欧元区 GDP 增速由 1.3% 下调至 1.2%，2020 年预期由 1.6% 下调至 1.5%。其中，意大利 2019 年经济增速由 0.2% 下调至 0.1%，为欧盟最低经济增速；将德国 2019 年 GDP 增速预期由 1.1% 下调至 0.5%。若二季度欧洲经济表现持续弱于美国，则将对美元指数将形成支撑，利空黄金。

图17: 欧元区主要国家制造业 PMI 数据



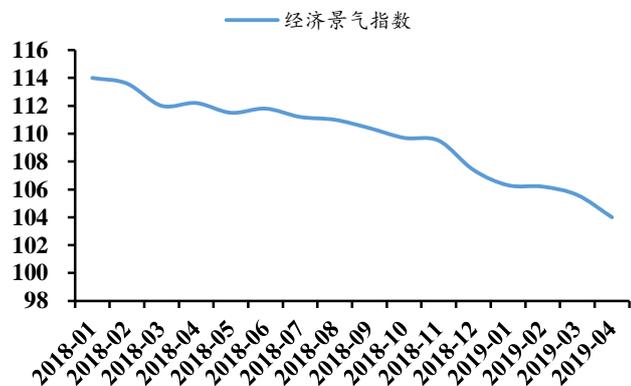
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: 德国经济景气指数、商业景气指数不断下滑



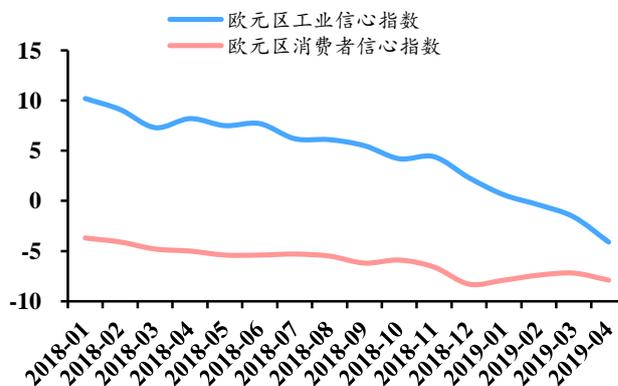
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 欧元区经济景气指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图20: 欧元区工业信心指数、消费者信心指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 避险情绪影响边际减弱

5月初市场避险情绪明显升温，但黄金并未出现大涨。加沙地区冲突加剧（5月4日）、贸易局势变化（5月6日）、美国针对伊朗已在中东地区部署航空母舰攻击群和轰炸机编队（5月7日），市场避险情绪明显上升，全球股市均出现不同程度下跌；VIX 恐慌指数连续在5月6日、7日出现大涨超20%；但金价只出现了小幅收涨，并没有随避险情绪飙升而出现大涨，说明当前市场对于黄金的避险需求并不强烈。

从历史数据来看，短期突发性事件对金价的影响并不具有持续性，短期风险事件导致的金价大涨并不能改变金价原有走势。短期因伊朗问题与贸易问题避险情绪升温，但随着市场对美方谈判策略的理解和情绪的缓和以及中方持续推进谈判，贸易问题对金价的影响预计将边际减弱，对金价支撑有限。后期地缘政治风险及贸易摩擦的逐步缓解将打压黄金的避险需求。

图21: VIX 走势短期回升明显



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图22: 突发性事件的影响难以改变金价原有走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、2019 年二季度黄金展望

长期来看黄金有向上的动能。美联储3月会议纪要下调关键数据指标,而5月的发言偏鹰,市场预期并未大幅转向,联邦期货隐含利率暗示降息预期较为牢固;3月GDP亮眼数据背后仍有隐忧,年内经济有下降的风险,货币政策年内难言紧缩;新兴国家央行持续购入黄金,中国央行连续5个月增持黄金,有望在需求端支撑金价;交易层面,美国商业空头持续减仓,空头情绪逐渐收敛。

短期利空黄金因素密集。鲍威尔强调核心PCE不具备持续性,油价处于4年高点或推动通胀回升,为短期货币政策走向增加了不确定性;美国经济由于季节性因素在二季度习惯性走强,短期经济下行压力减弱,名义利率下调概率偏小;由于欧洲核心国家经济数据偏软,欧洲央行在6月讨论量化宽松工具定价及推出条件,或将持续打压欧元,支撑美元指数走强,利空黄金;从当前事件对黄金的影响来看,避险情绪对市场影响边际减退,突发事件并不能改变黄金趋势。

总体上看,影响黄金的因素多空交织,静待美国经济数据落地、持续观察中美贸易谈判进程,我们维持对贵金属价格在2019年二季度的震荡向上判断。

关注标的

山东黄金、中金黄金、盛达矿业、恒邦股份、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: 美联储引导市场向中性预期回归.....	4
图 2: 由联邦隐含利率得到的议息会议的加/减息概率分布.....	4
图 3: 黄金与 TIPS 关系.....	4
图 4: 隐含通胀率表现平缓.....	4
图 5: 美国 2018 年月均新增就业人数较 2017 年上升.....	5
图 6: 4 月美国劳动参与率及时薪增速回落.....	5
图 7: 2019 年密歇根消费者信心指数接近 3 年低位.....	5
图 8: 美国 PMI 及投资信心指数.....	5
图 9: 中国央行持续增持黄金.....	6
图 10: 全球央行黄金净买入支撑黄金价格.....	6
图 11: 全球央行 Q1 净购入规模处于 6 年来高点.....	6
图 12: 央行购入环比具有明显的季节性.....	6
图 13: 黄金空头持仓总体呈现下降趋势.....	7
图 14: 美国 PCE 及核心 PCE 仍在 2% 间波动.....	8
图 15: WTI 油价接近 4 年高点.....	8
图 16: 美国 GDP 季度环比增速.....	8
图 17: 欧元区主要国家制造业 PMI 数据.....	9
图 18: 德国经济景气指数、商业景气指数不断下滑.....	9
图 19: 欧元区经济景气指数.....	9
图 20: 欧元区工业信心指数、消费者信心指数.....	9
图 21: VIX 走势短期回升明显.....	10
图 22: 突发性事件的影响难以改变金价原有走势.....	10

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。

薛绍阳，澳洲莫纳什大学精算学士、统计学荣誉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。