

有色金属

黄金配置价值依旧：从美制造业 PMI 终超预期下行说起

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

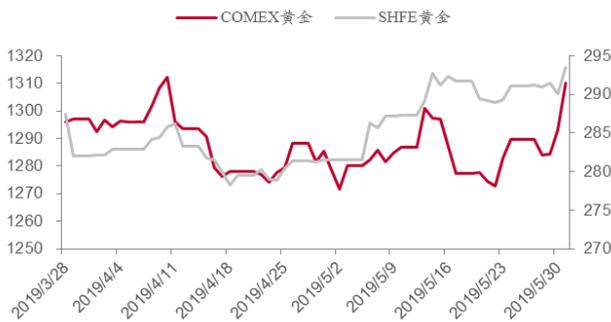
分析师：李翔  
电话：0755-22660869  
邮箱：lixiang@r.qlzq.com  
S0740518110002

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

投资要点

- 事件：6月3日晚间，美国5月Markit制造业PMI终值创2009年9月份以来新低，产出分项指数终值创2016年6月份以来新低，新订单分项指数终值自2009年8月份以来首次陷入萎缩区间。
- 1、金价短期表现的两个不同的逻辑——人民币贬值&美债收益率下行。1) 首先，我们回顾一下金价自4月底起金价的表現，4月底到5月中下旬，内外盘金价走势反应的是人民币贬值，也就是说人民币贬值带动内外盘比值升高，可以明显看到，黄金内盘强于外盘；2) 其次，而现在外盘近两天由1285美元/盎司快速上涨至1310美元/盎司（截止5月31日），反映的则是美国经济超预期疲弱——不仅美债收益率曲线倒挂程度为2007年来最强、消费者支出远不及前值，而且，更重要的是，当前美国5月制造业PMI终值创2009年9月份以来新低，新订单终值自2009年8月份以来首次陷入萎缩区间，超预期疲弱。因此，美联储降息预期升温，正如我们之前判断，真实收益率因为国债收益率的回落而明显回落（当前已经回落至0.4%）。

图表 1: COMEX 黄金 & SHFE 黄金近期走势比较



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2: 内外盘比价 & 美元中间价



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3: 美债收益率曲线倒挂程度为 2007 年来最强



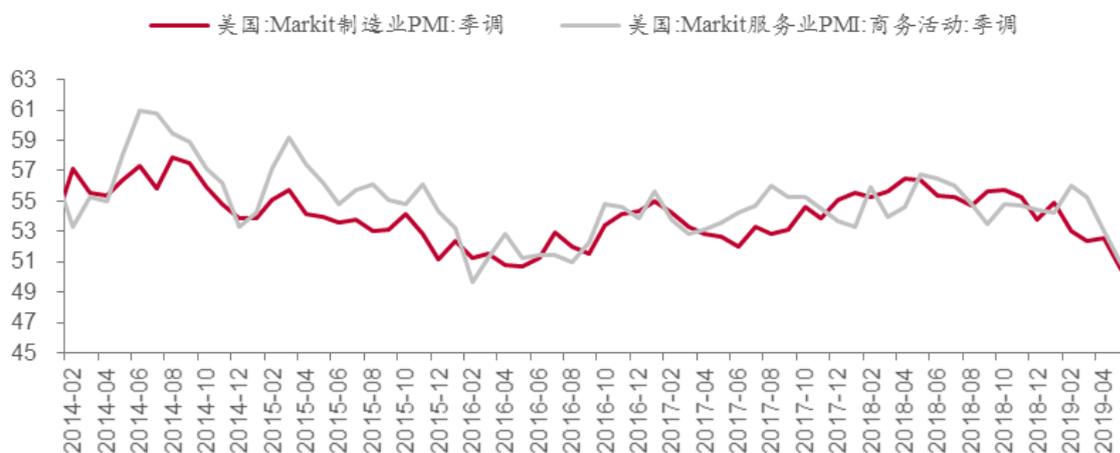
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4: 4 月核心 PCE 物价指数同比增速 1.6%



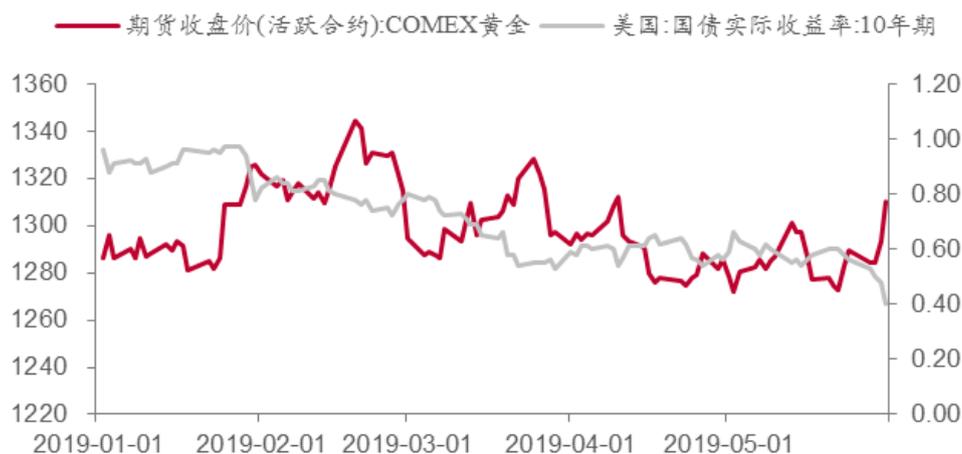
来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 5: 美国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值创新低**



资料来源: Wind、中泰证券研究所

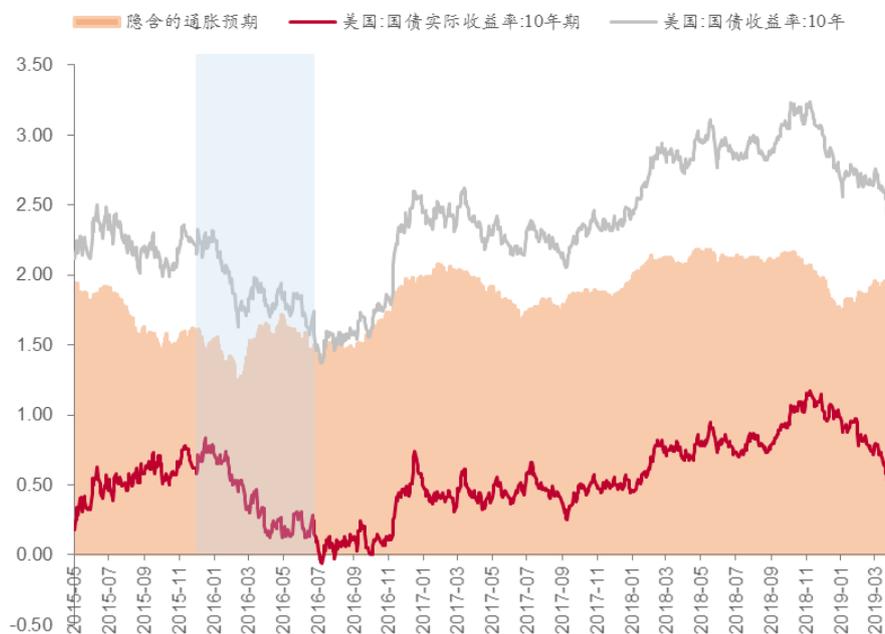
**图表 6: 美国真实收益率的回落至 0.4%，金价回升至 1300 美元/盎司以上**



资料来源: Wind、中泰证券研究所

■ **2、黄金趋势性行情并未走完:**

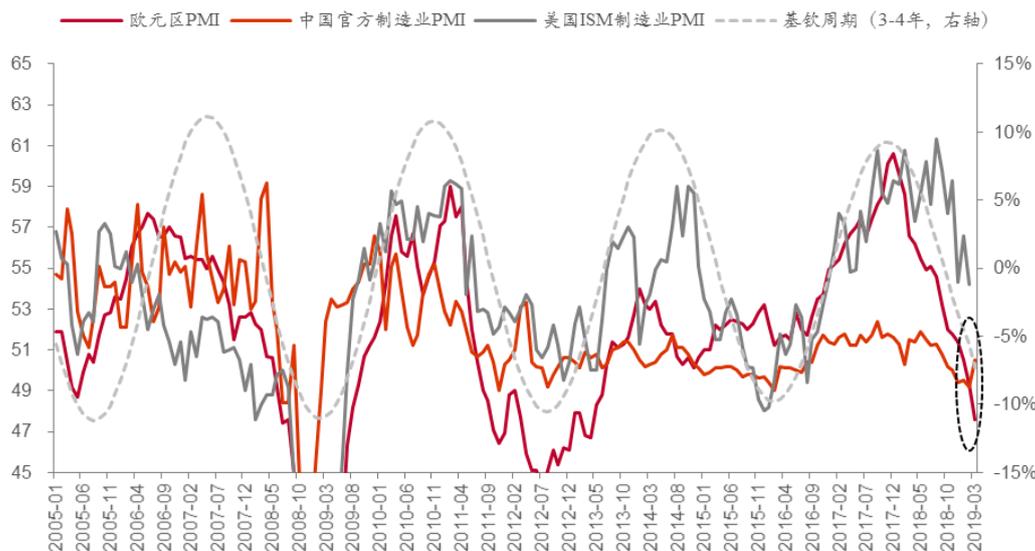
- 1) 再次重申，我们判断黄金价格走向的依据仍是美真实收益率，而真实收益率回落通常分为两个阶段：第一阶段真实收益率下行的主要驱动力来自国债收益率的回落，第二阶段真实收益率下行的驱动力主要是通胀抬头，政策与通胀的错位。当前正处于第一阶段，即驱动力为国债收益率的回落。这一点可以从 2015 年下半年~2016 年上半年黄金的表现中很直观的看出来。

**图表 7: 黄金趋势行情并没有走完, 真实收益率回落分为两个阶段**


资料来源: Wind、中泰证券研究所

2) 我们目前所处的经济周期位置恰是基钦周期“回落后期与复苏前期”, 对应的恰是上一轮基钦周期中 2015 年下半年~2016 年上半年阶段。如我们在中期策略《不破不立》中所述, 2019 年是这一轮从 2016 年开启的全球基钦周期进入“最后一撇”的年份, 美国经济因其减税等政策推动而较 EM 经济体“后见顶、后见底”, 最新一期的美国制造业 PMI 新订单指标则再次强化和印证了这一判断——更进一步从美联邦利率期货来看, 市场也已经逐步转向预期美联储降息——CME 的 FEDWatch 数据显示, 美联储 7 月份降息概率大约为 53%, 较前一周 18% 大幅提升; 12 月份降息概率由此前的 48% 攀升至 85%, 而在 2019 年年底之前降息两次、或超过两次的概率从 70% 提升至 80%。我们判断: 金价近期仍会沿着“美经济回落、再次宽松”等导致的真实收益率下行而上涨, 年内黄金整体也并不悲观。

**图表 8: 全球基钦周期下行**



资料来源：Wind、中泰证券研究所

- **3、重申年内黄金股配置价值依旧。**落脚到黄金股，当前股价或已经计入了部分上述预期，比如，历史 Forward PE 估值区间为 24-48 倍，当前 Forward PE 为 36，位于历史估值区间中枢位置，但黄金趋势性行情并没有走完，从相对收益角度黄金股年内不悲观，重申黄金股配置价值依旧。

图表 9：龙头标的的市值与真实净利润



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：龙头标的的 Forward PE 估值区间



来源：Wind，中泰证券研究所

- **核心标的：** 山东黄金、盛达矿业、湖南黄金、中金黄金、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。