

重申看好贵金属

专题研究报告/有色金属

2019年06月06日

报告摘要:

● 短期黄金大概率上行

首先,当前10年国债收益率下降至2.12%,叠加4月份美国CPI调头上涨,带动实际利率下行。其次,6月降息预期大幅上涨,未来有望带动美国国债利率继续下行。最后,随着美国同时对中国、墨西哥加征关税,或引发国内输入型的通货膨胀,短期通胀预期有望上行。同时根据历史经验,通胀上行是黄金短期较为确定的利好,黄金上行或具备一定的持续性。

● 中期黄金或处于震荡格局。

5月份由于贸易摩擦加剧,全球的经济预期悲观程度加剧。同时美国消费及就业数据低迷、经济增长预期转弱,美国经济或承压。在美国降息概率加大及其他国家开启降息模式的背景下,黄金价格有上行的潜力。但考虑全球经济下行,当前原油价格仍处于下降通道,全球通胀水平或将受到抑制,由此黄金价格受到通胀转弱的压制。考虑降息是较强的预期,支撑黄金价格,但通胀预期转弱将带弱黄金的走势。中期我们判断黄金大概率处于震荡的状态。

● 长期来看黄金价格有望进入上行周期

长期来看,美国即将走出加息周期,进入降息周期,黄金有望进入长期的上行周期。根据历史经验,美元周期一般为4年至8年,这与两党轮替带来的财政政策及货币政策变换高度相关,黄金的周期长度或与美元周期高度相关。

● 投资建议

建议关注与上期所金价高度相关的山东黄金、中金黄金,高弹性的恒邦股份,及白银标的盛达矿业及银泰资源。

● 风险提示

政治事件(贸易问题及地缘政治等相关事件)影响、美国经济数据及政策超预期、全球宏观经济超预期

盈利预测与财务指标

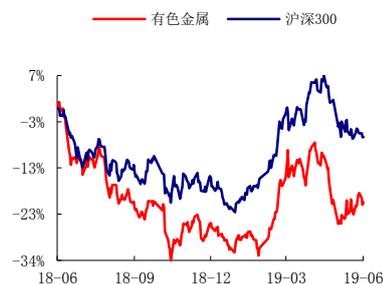
代码	重点公司	现价 6月5日	EPS			PE			评级
			2018 A	2019 E	2020 E	2018 A	2019 E	2020 E	
600547.SH	山东黄金	33.46	0.40	0.62	0.72	76	54	46	推荐
600489.SH	中金黄金*	8.66	0.06	0.09	0.11	151	96	79	暂无评级
002237.SZ	恒邦股份	12.14	0.45	0.52	0.62	19	23	20	推荐
000603.SZ	盛达矿业	10.3	0.60	0.66	0.72	17	16	14	推荐
000975.SZ	银泰资源	12.12	0.33	0.44	0.49	31	28	25	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)

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: 010-85127665

邮箱: zhongqi@mszq.com

相关研究

- 1.【民生有色|周观点】美国国债利率大幅下跌利好金价
- 2.【民生有色|周报】库存去化顺利,铝利润修复有望延续

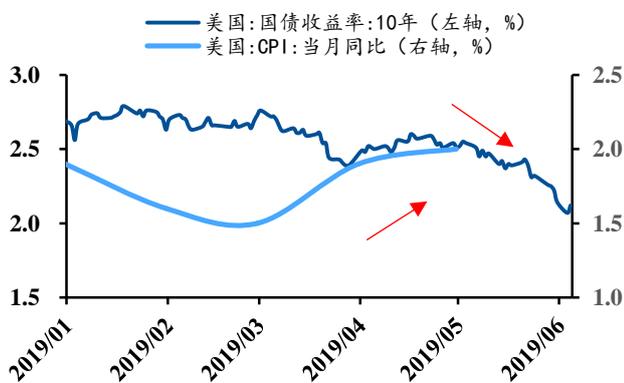
目录

一、短期黄金大概率上行	3
二、中期黄金或处于震荡格局	4
三、长期黄金有望进入上行周期	5
插图目录	7
表格目录	7

一、短期黄金大概率上行

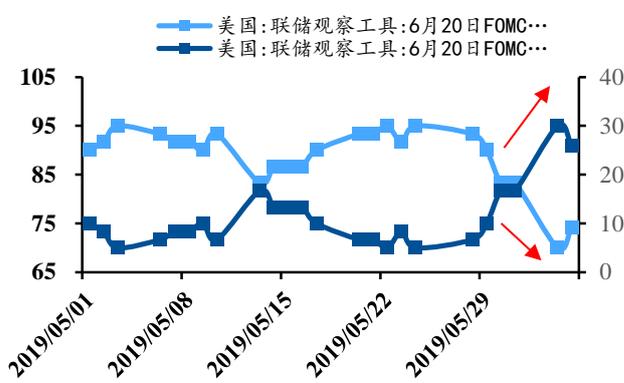
国债利率下行，短期通胀预期上行，利好黄金价格上行。首先，10 年国债收益率从 18 年 12 月高点 3.20% 大幅下降至当前的 2.12%，叠加 4 月份美国 CPI 同比数据环比上涨至 1.90%，连续两个月环比上涨，带动实际利率下行。其次，自 5 月 28 日至 6 月 5 日，6 月美国议息会议预期降息的概率从 6.70% 大幅攀升至 25.8%，6 月降息预期大幅上涨，有望带动美国国债利率继续下行。最后，随着美国同时对中国、墨西哥两大贸易伙伴加征关税，或引发输入型的通货膨胀，短期通胀有望上行。

图 1：实际利率下行空间加大



资料来源：WIND, 民生证券研究院

图 2：6 月份 FOMC 降息概率上行



资料来源：WIND, 民生证券研究院

结合起来看实际利率下行是黄金最大的利好。根据 TIPS 与 10 年期国债收益率推算，5 月以来预期通胀率小幅低于目标通胀率，压制 5 月份黄金的走势。我们对比 2008 年金融危机时全球经济衰退的情况，尽管避险情绪浓厚，但当时美国通胀从高点大幅下滑通缩的危机挤压黄金的上行空间。目前考虑输入型通胀的影响，总体上短期通胀修复叠加降息概率上行是黄金最大的利好。

图 3：美国 TIPS 走势



资料来源：Wind, 民生证券研究院

历次降息之后关注通胀预期能较好的判断金价方向。2003 年以来，美联储的历次的降息前后，黄金的价格的走势并未有较强的一致性。但如果对比降息前后，包括 TIPS 及通胀预期的变化，我们发现除了金融危机期间 2008 年 3 月份的降息以外，在其他降息时点之后预期通胀上涨与黄金上涨的一致性更强，黄金在降息后的每轮时期内均表现上涨；但 TIPS 与黄金价格反向波动的概率相对偏弱一些，在 2003 年 6 月及 2008 年 4 月出现同向波动。我们认为降息之后预期通胀修复对金价是相对确定的利好。

表 1：2003 年-2008 年历次降息之后关注通胀预期能较好的判断金价方向

时间	COMEX 金价	基准利率	降息前 25 天金价涨跌	降息后 25 天金价涨跌	50 天内金价涨跌幅	降息前 25 天 CPI	降息后 25 天 CPI	降息前 25 天通胀预期	降息后 25 天通胀预期	通胀预期是否上涨
2003-6-25	348.1	1.0	-3%	3%	-2%	2.1	2.1	1.7	2.0	是
2007-9-18	714.8	4.8	7%	6%	3%	2.0	3.5	2.3	2.3	是
2007-10-31	789.5	4.5	7%	0%	8%	2.8	4.1	2.3	2.3	否
2007-12-11	808.8	4.3	-2%	9%	7%	4.3	4.3	2.5	2.2	否
2008-1-22	875.0	3.5	9%	7%	7%	4.1	4.0	2.3	2.4	是
2008-1-30	919.0	3.0	13%	6%	20%	4.1	4.0	2.3	2.5	是
2008-3-18	1006.8	2.3	10%	-11%	-2%	4.0	3.9	2.3	2.3	是
2008-4-30	871.0	2.0	-8%	2%	-6%	4.0	5.0	2.3	2.5	是
2008-10-8	903.5	1.5	12%	-20%	-10%	4.9	1.1	2.0	1.0	否
2008-10-29	764.0	1.0	-15%	0%	-14%	4.9	0.1	1.8	0.5	否
2008-12-16	838.3	0.3	14%	4%	9%	1.1	0.0	0.0	0.7	是

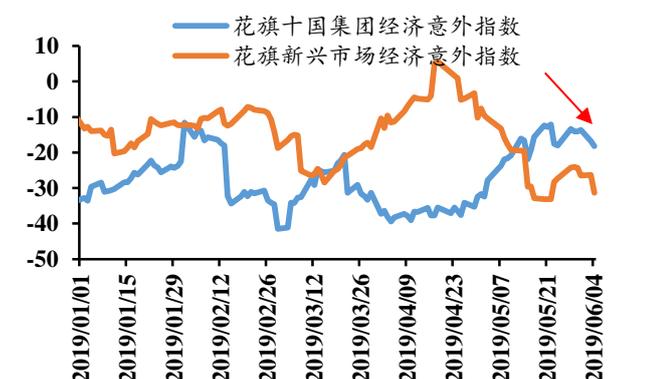
资

资料来源：WIND,民生证券研究院

二、中期黄金或处于震荡格局

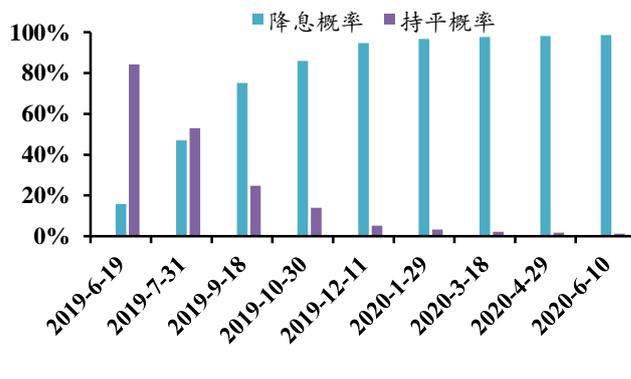
中期来看全球经济增速预期下行。5 月份由于贸易摩擦加剧，包括 10 国集团及新兴国家在内的经济意外指数均在出现拐点下行，全球的经济预期悲观程度加剧。同时美国 4 月零售数据低于预期、摩根大通下调美国 Q2 GDP 预期增速至 1%、5 月 ADP 就业人数新增 2.7 万大幅低于预期，美国经济或承压。

图 4：全球经济下行预期增大



资料来源：WIND,民生证券研究院

图 5：年内美国降息概率也将逐步加大。

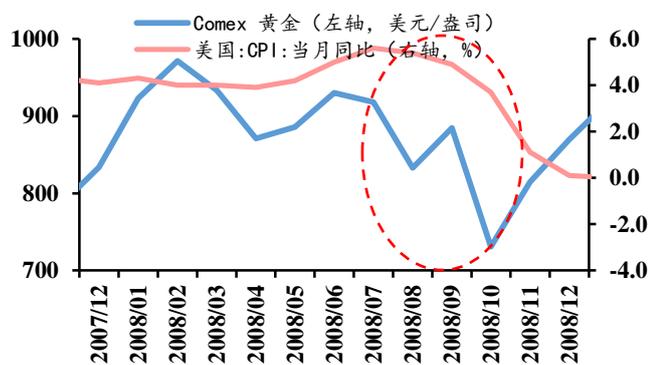


资料来源：WIND,民生证券研究院

降息的概率也将加大。美国国内的降息概率从7月份开始攀升，年内降息的次数或达到2次。同时当前3月期及10年期国债收益倒挂，经济衰退的迹象愈加明显，也支持持续美联储年内降息。此外，从年初至今，全球部分国家央行由于担心全球经济放缓的风险，已经开始降息，其中包括新西兰及澳大利亚两个发达国家。在美国降息概率加大及其他国家开启降息模式的背景下，黄金价格有上行的潜力。

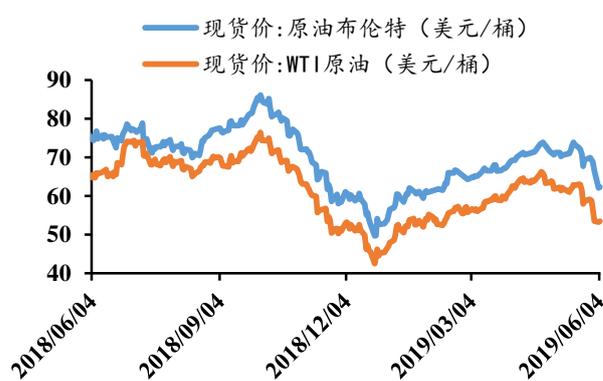
中期通胀下行或压制黄金上行，中期黄金或处于震荡行情。考虑全球经济下行，原油当前价格仍处于下降通道，全球通胀水平或将受到抑制，由此黄金价格受到通胀转弱的压制。考虑降息是较强的预期，支撑黄金价格，但通胀预期转弱将带弱黄金的走势。中期我们判断黄金大概率处于震荡的状态。

图 6：2008 年通缩压制金价上涨



资料来源：WIND,民生证券研究院

图 7：原油价格低迷

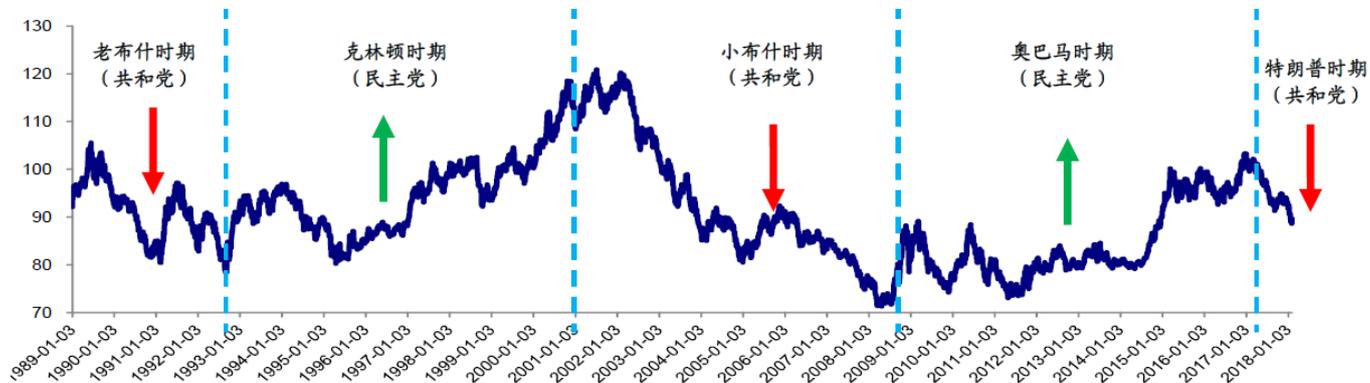


资料来源：WIND,民生证券研究院

三、长期黄金有望进入上行周期

长期来看黄金价格有望进入上行周期。长期来看，美国即将走出加息周期，进入降息周期，预期有望入长期的上行周期。根据历史经验，美元周期一般为 4 年至 8 年，这与两党轮替带来的财政政策及货币政策变换高度相关，黄金的周期长度或与美元周期高度相关。

图 8：1989 年至今美元指数走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

标的方面，我们建议关注与上期所金价高度相关的山东黄金、中金黄金，高弹性的恒邦股份，及白银标的盛达矿业及银泰资源。

插图目录

图 1: 实际利率下行空间加大.....	3
图 2: 6 月份 FOMC 降息概率上行	3
图 3: 美国 TIPS 走势	3
图 4: 全球经济下行预期增大.....	4
图 5: 年内美国降息概率也将逐步加大。	4
图 6: 2008 年通缩压制金价上涨.....	5
图 7: 原油价格低迷.....	5
图 8: 1989 年至今美元指数走势.....	6

表格目录

表 1: 2003 年-2008 年历次降息之后关注通胀预期能较好的判断金价方向	4
--	---

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。