

有色金属行业深度报告：黄金黎明已至，巴塞尔协议III提升黄金资本属性

2019年06月25日

看好	/	维持
有色金属		行业报告

分析师	郑闵钢	电话：010-66554031	邮箱：zhengmgdxs@hotmail.com	执业证书编号：S1480510120012
研究助理	张天丰	电话：021-25102858	邮箱：tfzhang901@126.com	执业证书编号：S1480118100014

投资摘要：

在三月底发布的《贵金属大底已现，黄金暗黑已过黎明将至》中我们系统性的阐述了近阶段影响黄金价格走势的核心因素。我们认为当前黄金依然处于历史上最优的多头交易时刻，风险再定价带来了黄金避险溢价的持续性攀升，流动性宽松预期提振黄金价格的重心上移，全球央行一致购金则推动黄金需求曲线右移，此外，巴塞尔协议III的执行将令黄金的交易属性由商品转至货币，这显然是黄金需求属性的质变。

在二季度，事件性驱动所带来的市场预期摇摆致使市场在交易“预期拐点及实际拐点”时出现偏差。大类资产的交易逻辑亦因此而出现急变，以铜为代表的风险金属在二季度遭受显著抛压，但以黄金为代表的避险金属在二季度却获得追捧，这种涨跌的分化显示市场交易的是情绪及预期，因此避险溢价的回归是推动黄金二季度显著走强的根本性因素之一。

汇率端对黄金价格的提振作用开始出现积极变化。美元趋势性走弱及新兴货币波动性放大有利于金价重心的进一步上移。美元指数下行拐点的出现或许只是时间问题，美元对黄金上行走势的负向压制自18Q4开始出现弱化。新兴货币实际有效汇率自18年后整体走弱，汇率波动阶段性的放大推动黄金对冲溢价的攀升。此外，中国的内盘黄金溢价或因汇率因素而较美盘有3.6%左右的溢出空间。

利率层面对黄金的支撑作用逐渐加强。全球债券利率整体出现一致的下行拐点，全球负收益率债券规模出现急速放大。日本、欧元区及德国十年债延续负利率交易，美十年债降至20个月低点，全球5-6月共计8个国家下调利率。利率成本的显著性下移带动黄金持有机会成本的下滑，是黄金5月底出现大涨的显著推动因素。美国短长期国债利率倒挂触及金融危机后最高水平导致美联储年内降息压力凸显，长端利率中枢下降预期是提振黄金价格的另一因素。

黄金基本面的需求端正在强化，黄金的需求曲线或受央行购金推动已出现系统性右移。全球黄金的实际需求在一季度同比增长7%，其中央行购金同比增加68%至145.5吨，较近5年季度平均购金水平高了12.6%。此外，ETP用金需求同比增加48.7%至40.3吨，反映黄金风险对冲属性的实际强化。

巴塞尔协议III新规将黄金由之前的三级资产列为一二级资产，意味着黄金将像现金及主权债务工具一样——与货币具有同等地位。由于各国央行可以将按市值计价的黄金持有量计算为现金持有量，黄金资产会令央行的资产负债表出现明显修复，黄金的交易属性将因此而发生质变，即由商品属性逐步向货币属性转换。黄金可能对美元作为世界储备货币形成冲击，并由此引发去美元化的持续性进行。由此全球央行的购金规模有望出现进一步的扩大。

金融层面的黄金持仓向多头显著靠拢，全球黄金实物ETF持有量在19Q2创74个月最高记录，Comex黄金非商业净多头寸由4月底的3.74万张大幅增长4.46倍至20.43万张。鉴于黄金流动性属性、避险属性、通胀属性及货币属性的一致性回归，预计后期多头持仓或仍有进一步放大的趋势。

投资策略：黄金价格重心上移的良性展望令我们对黄金板块在年内的表现充满期待，建议关注紫金矿业、山东黄金、中金黄金及鹏欣资源。**风险提示：**美元汇率超预期走强，实际利率大幅攀升，央行由一致性购金转为抛金，黄金避险属性及流动性属性超预期弱化，相关企业内生性风险。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
紫金矿业	0.18	0.21	0.3	0.36	18.8	17	15	11	2.07	未评级
山东黄金	0.4	0.72	0.86	1.12	76.5	44.3	35.1	28.4	4.09	推荐
中金黄金	0.06	0.11	0.13	0.16	151	82	71.3	55.7	2.39	未评级
鹏欣资源	0.09	0.22	0.3	0.39	48.4	24.6	18	13.8	2.27	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 黄金已处史上最优多头交易时刻	5
1.1 风险再定价推动黄金避险溢价升高	5
1.2 汇率层面对金价的支撑正在强化	6
1.2.1 美元对黄金价格的影响正变得趋于正面化	6
1.2.2 新兴货币波动的放大提升黄金对冲溢价	7
1.2.3 中国的内盘黄金溢价或因汇率因素而逐渐显现	8
2. 利率层面对黄金的支撑作用逐渐加强	9
2.1 全球债券收益率出现一致性拐点特征	9
2.2 全球负收益率债券规模急速放大	10
2.3 利率下降预期推动黄金运行重心上移	11
3. 黄金基本面的需求端正在强化，需求曲线或已出现右移	12
3.1 全球黄金实际需求在 2019Q1 增长 7%	13
3.2 央行的一致性购金大幅推升了黄金整体需求	14
3.3 巴塞尔协议 III 新规生效或将彻底改变黄金交易属性	15
4. 金融层面的黄金持仓向多头显著靠拢	15
4.1 全球黄金实物 ETF 持有量创 74 个月最高记录	15
4.1.1 Comex 黄金净多持仓自四月底增长 4.46 倍	16
5. 投资建议	17
6. 风险提示	19
相关报告汇总	19

插图目录

图 1：CRB 工业指数与黄金走势	5
图 2：黄茂新兴市场经济意外指数与黄金走势	5
图 3：传统避险货币日元与黄金走势	5
图 4：风险情绪指标 VIX 与黄金走势	5
图 5：美元指数与黄金走势	6
图 6：以欧元和英镑计价的现货黄金已经创出阶段新高	6
图 7：美元与黄金的移动负相关性自 18 年 Q4 起持续弱化	7
图 8：美元领先指标已经开始出现弱化迹象	7
图 9：新兴货币实际有效汇率自 18 年后整体走弱	7
图 10：新兴及主要经济体出口量同比呈持续性下滑	7
图 11：人民币汇率与黄金比价的关系	8
图 12：人民币汇率与黄金比价的相关性	8
图 13：中国黄金折溢价走势（月度）	8
图 14：黄金价格与美债价格呈现高度负向走势	9

图 15: 日本、欧元区及德国十年债维持负利率状态	10
图 16: 中美十债走势及中美十债利差走势	10
图 17: 美长短期利率倒挂加重降息预期	11
图 18: 美联储资产负债表规模变动情况	12
图 19: 美联储点阵图 (2019 年 6 月)	12
图 20: 黄金总需求曲线或因央行购金而出现右移	12
图 21: 全球前十大黄金储备国黄金储量及黄金占其外储比例	14
图 22: 中俄印央行黄金储备增长明显	14
图 23: SPDR 及 iShares 黄金 ETF 持有量	16
图 24: SPDR 黄金 ETF 与黄金价格走势高度相关	16
图 25: CFTC 黄金总持仓及非商业净多持仓	17

表格目录

表 1: 全球主要国家 2019 年利率成本变化	10
表 2: 全球黄金需求数据拆分表	13
表 3: 全球黄金供应数据拆分表	14
表 4: 全球实物支持黄金 ETF 持有量前十名 (吨)	16

1. 黄金已处史上最优多头交易时刻

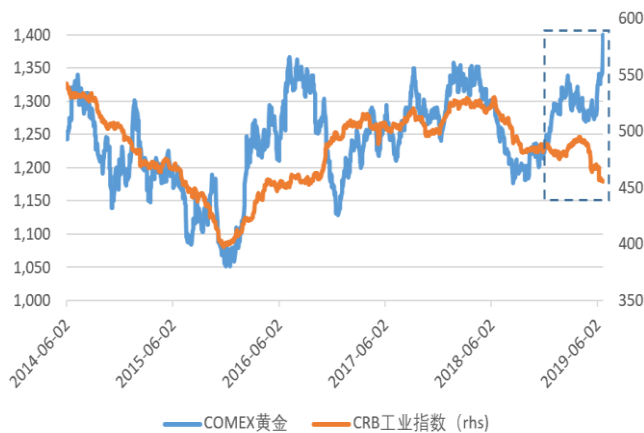
在三月底发布的《贵金属大底已现，黄金暗黑已过黎明将至》中我们系统性的阐述了近阶段影响黄金价格走势的核心因素，而从当前市场环境观察，正是这些核心因素的变化对阶段性的黄金行情形成了催化。我们认为当前黄金依然处于历史上最优的多头交易时刻，风险再定价带来了黄金避险溢价的持续性攀升，流动性宽松预期提振黄金价格的重心上移，全球央行一致购金则推动黄金需求曲线右移，此外，巴塞尔协议 III 的执行将令黄金的交易属性发生质的转变。黄金的故事依然美好且丰满，鉴于全球黄金的净多持仓的拐点显现，随着黄金多头资金配置的进一步攀升，我们认为黄金价格有望在站稳 1380 后向 1550 冲击，由此黄金板块仍将受益于金价强势而继续展现超额收益。

1.1 风险再定价推动黄金避险溢价升高

重新定价风险是今年二季度以来的市场主题。全球的风险情绪在年内的前两个季度出现了质的转变，即由一季度全球一致性的高风险偏好骤然转至二季度一致性的避险情绪攀升，并带动了黄金避险溢价在年内的回归。

从风险角度考虑，二季度的市场处于对乐观情绪修正后的衰退风险再定价。在二季度，**贸易争端所引发的不确定性令市场的波动变得无序，事件性驱动所带来的市场预期摇摆致使市场在交易预期拐点及实际拐点时出现偏差。**宏观难是二季度市场逐渐达成的共识，由此带来了市场乐观情绪的急速修正及对经济可能显现衰退风险的再定价。这种困难体现在两方面：其一是主要经济体经济下行压力的加大，其二则是政策端事件性驱动对市场带来的冲击过于线性，令政策预测及追踪变的困难。大类资产的交易逻辑亦因此而出现急变，以铜为代表的风险金属在二季度遭受显著抛压，但以黄金为代表的避险金属在二季度却获得资金追捧，这种涨跌的分化充分印证了市场交易的是情绪，即由风险情绪向避险情绪出现了转变，因此避险溢价的回归是提振黄金二季度显著走强的根本性因素之一。

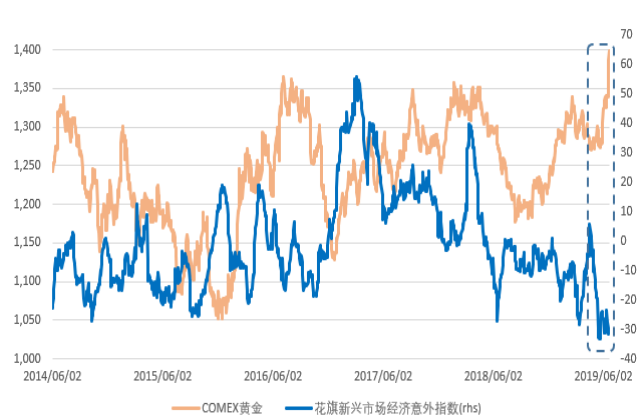
图 1：CRB 工业指数与黄金走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

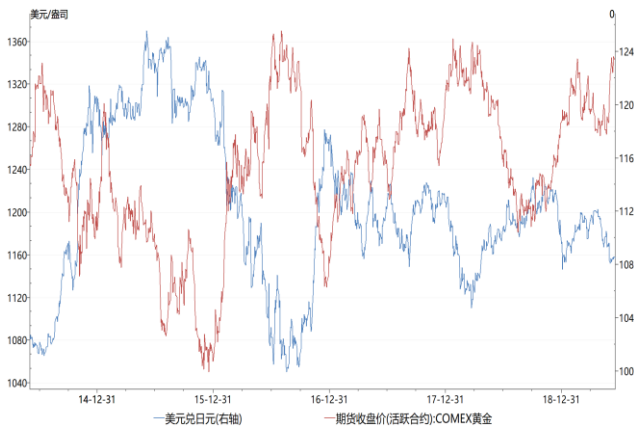
图 3：传统避险货币日元与黄金走势

图 2：黄茂新兴市场经济意外指数与黄金走势

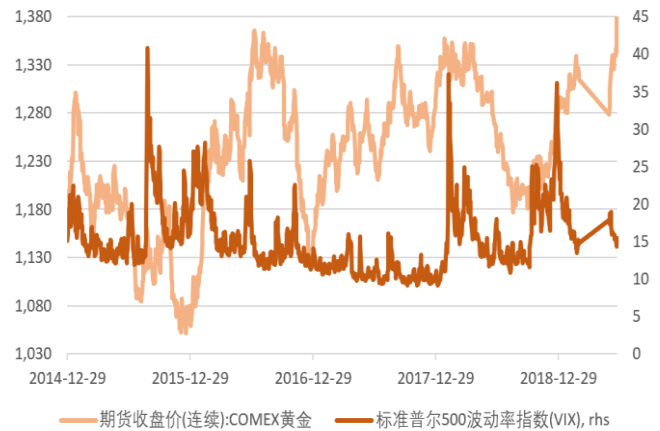


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4：风险情绪指标 VIX 与黄金走势



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

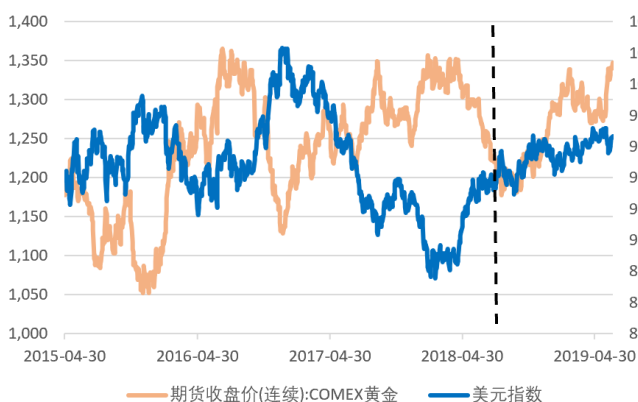
1.2 汇率层面对金价的支撑正在强化

汇率端对黄金价格的提振作用开始出现积极变化。汇率对金价的传导顺畅且有效，这意味着可能出现的美元趋势性走弱及新兴货币波动性放大或有利于金价重心的进一步上移。

1.2.1 美元对黄金价格的影响正变得趋于正面化

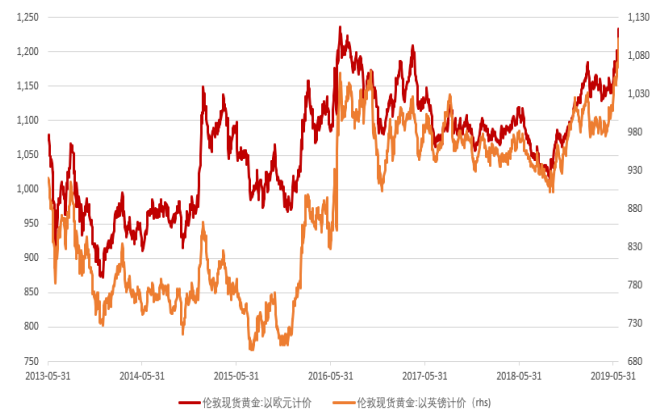
美元是黄金定价因素的核心指标之一，而美元对黄金价格的影响正变得趋于正面化。当前美元持续性上涨的动能正在消退，前期提振美元强势的因素均已出现不同程度的弱化（包括强经济数据、高国债利率及加息预期等），美元指数下行拐点的出现或许只是时间问题（核心点为 FED 再度开启降息通道的预期），这意味着黄金运行重心的上移将受益于美元重心可能出现的弱态化。另一方面，美元对黄金上行走势的负向压制自**18Q4**开始出现弱化，联动的弱化或许源于两点，其一是黄金避险属性的回归，其二则是黄金需求曲线或已经出现右移倾向。

图 5：美元指数与黄金走势

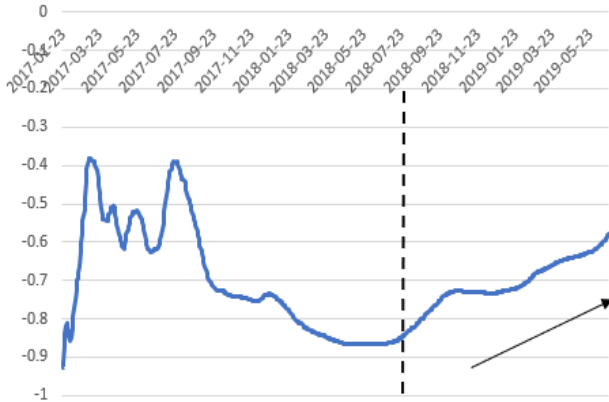


资料来源：wind，东兴证券研究所

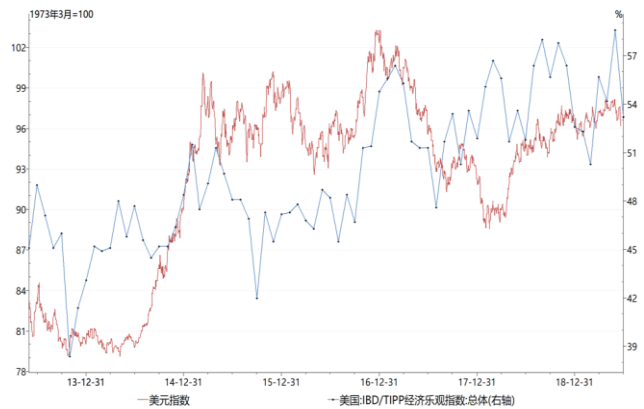
图 6：以欧元和英镑计价的现货黄金已经创出阶段新高



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：美元与黄金的移动负相关性自 18 年 Q4 起持续弱化


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8：美元领先指标已经开始出现弱化迹象


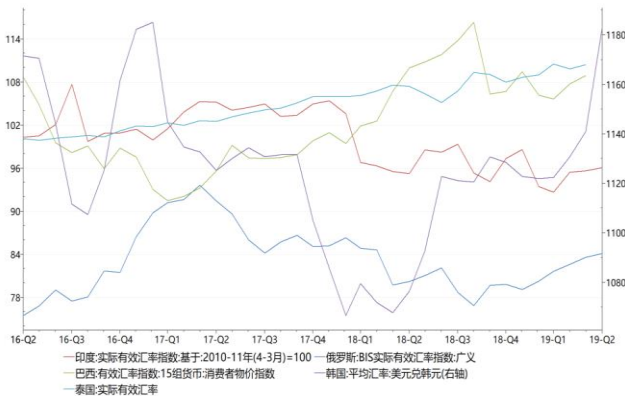
资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2.2 新兴货币波动的放大提升黄金对冲溢价

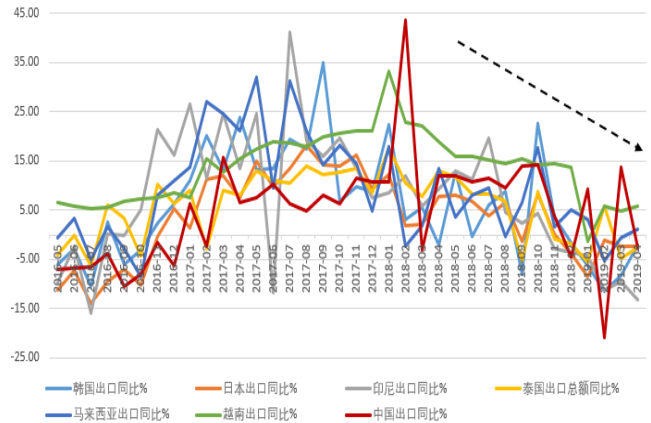
新兴货币的波动性仍有阶段性放大的可能，黄金所特有的汇率对冲特性或将因此而获溢价。贸易争端的发酵对全球的新兴市场产生溢出效应，致使**新兴市场的汇率机制开始出现扭曲迹象**。

从实际的汇率表现观察，自五月起几乎所有新兴市场货币兑美元均出现走弱，而这种走弱并非由汇率端竞争性贬值导致，更多源于资本流出所带来的本币折价（参考韩国和印尼）。这个逻辑并不难理解，表现为贸易争端压制全球贸易占全球 GDP 比值下降，从而导致新兴经济体出口量的减少并引发贸易融资下滑，由此对新兴汇率带来了较大的贬值压力。考虑到 FED 已经开始对其货币政策框架进行再评估，这将对其他经济体的货币政策产生**溢出效应**，而新兴经济体鉴于其自身依然存在的结构性矛盾（比如俄罗斯和巴西的出口高依赖、印度及印尼赤字问题严重等），其汇率的整体抗风险能力不强，新兴货币的波动或受相关发达经济体货币政策的调整而有阶段性放大。黄金作为传统的价值储备工具及各国央行的中央储备资产，具有天然的汇率对冲特性及较强系统性风险对冲属性，这有助于提振黄金的实际需求（新兴经济体近一年来的持续性购金可以印证），并带动黄金溢价在新兴市场汇率波动加大时有所显现。从当前黄金的计价情况观察，**以非美货币计价的黄金已经创出新高**，反映出汇率层面对黄金价格逐渐显著的递导关系。

图 9：新兴货币实际有效汇率自 18 年后整体走弱
图 10：新兴及主要经济体出口量同比呈持续性下滑



资料来源：wind，东兴证券研究所

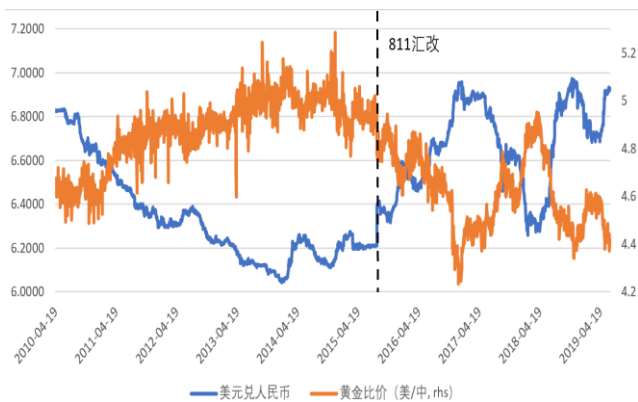


资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2.3 中国的内盘黄金溢价或因汇率因素而逐渐显现

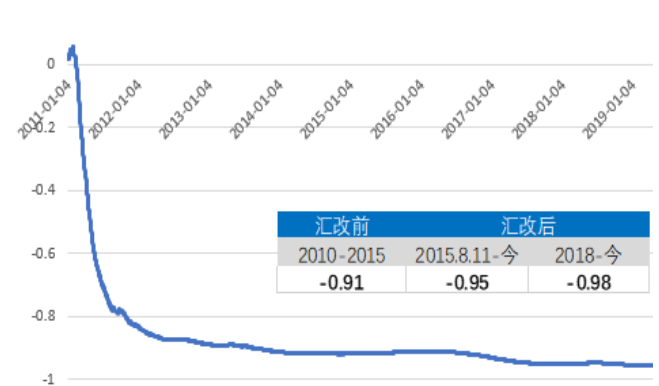
汇率的变化对黄金的内外盘溢价形成冲击，中国的黄金溢价或因人民币汇率的变化而受到支撑。从人民币兑美元汇率与美中黄金比价的走势观察，二者自 811 汇改结束后呈现愈发明显的负向关系（即人民币的相对弱化带动内盘黄金的相对溢价—汇改后人民币兑美元的参考利率被下调 1.9%并创人民币 20 年来最大单日跌幅）。相关性数据可以有效印证二者拟合度的在汇改及贸易争端发酵后的增强。汇率与比价的相关性由 2015 年汇改前的-0.91 大幅攀升至 2018 年至今的-0.95，其中 2018 年中期（贸易战发酵）至今相关性增至-0.98，人民币汇率的变化与美中黄金折溢价已经开始呈现高度线性的关系。考虑到人民币汇率关口突破的可能性，我们预计中国黄金较美盘的溢价幅度或有 3.6%左右的放大空间。

图 11：人民币汇率与黄金比价的关系



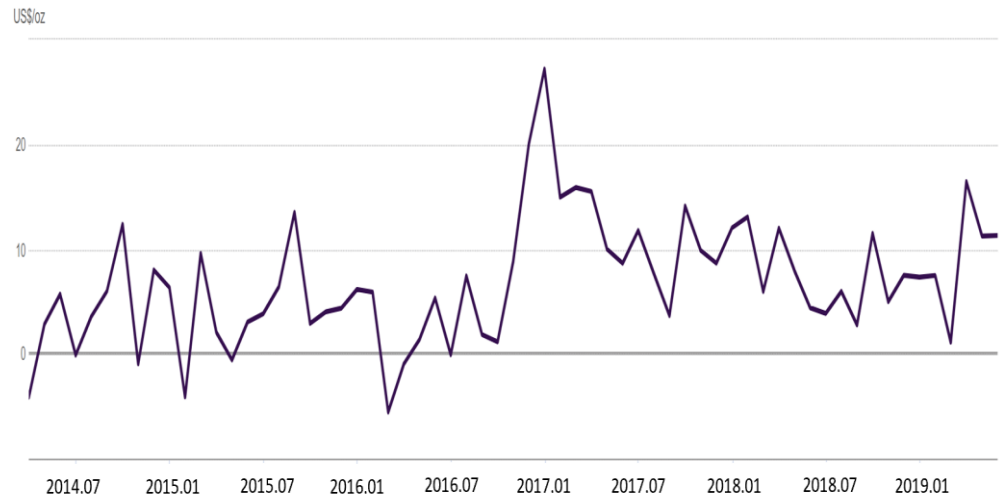
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：人民币汇率与黄金比价的相关性



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 13：中国黄金折溢价走势（月度）



资料来源：上海黄金交易所，世界黄金协会 东兴证券研究所

2. 利率层面对黄金的支撑作用逐渐加强

除汇率外，利率同样是影响黄金价格的核心因素。由于黄金本质是一种非息美元资产，所以**黄金的机会成本为其与含息美元资产的相对收益率**。这意味着当以债券为代表的资产利率偏高时，持有黄金的机会成本会增加，从而致使黄金边际吸引力的下降并带动其价格出现回落，而反之亦然。

图 14：黄金价格与美债价格呈现高度负向走势

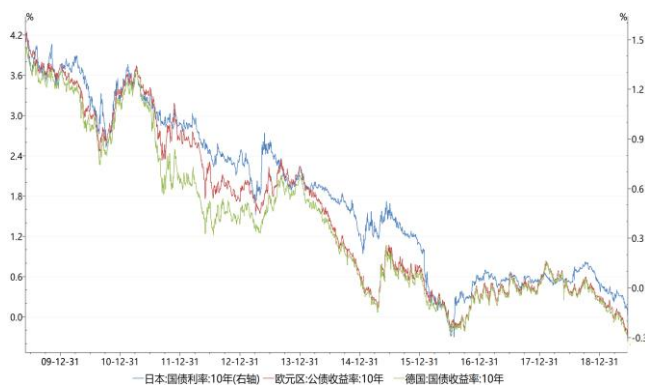


资料来源：wind, 东兴证券研究所

2.1 全球债券收益率出现一致性拐点特征

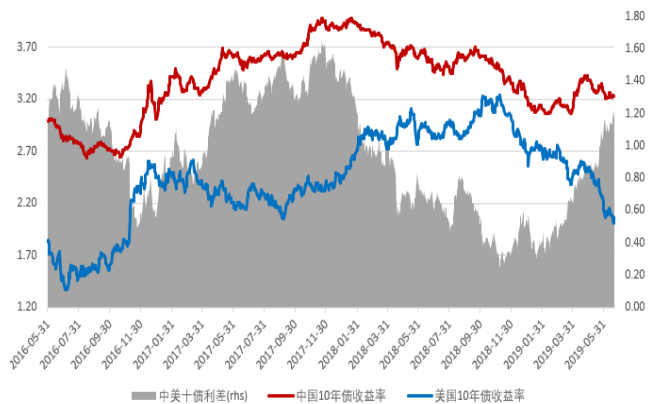
从近阶段全球债券收益率变化角度观察，全球债券利率整体出现一致性的拐点特征。其中以美、欧、日、澳为代表的发达经济体十年期债券收益率下滑明显，而以韩国、印度及俄罗斯为代表的新兴经济体长期债券利率同样出现趋势性的下行迹象，中国十年期债券收益率年内波动相对较大但重心维持下移态势，全球利率环境的一致性宽松及下行拐点的显现对黄金价格运行重心的上移已经形成有效支撑。

图 15：日本、欧元区及德国十年债维持负利率状态



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 16：中美十债走势及中美十债利差走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 全球负收益率债券规模急速放大

从实际的债券收益率角度观察，全球负收益率债券规模出现急速放大，有效降低黄金的机会成本并推动黄金流动性属性的放大。巴克莱全球债券综合指数显示，全球负收益率债券总额由 2018 年 9 月的约 5.9 万亿美元大幅增长至当前 6 月份的 13 万亿美元，这已经超出 2016 年创出的历史峰值记录（12 万亿美元）。其中 6 月 17 日当周就增加了约 1.2 万亿美元，主要源于法国、瑞典和奥地利 10 年债首次出现的负收益交易。此外，日本、欧元区及德国的十年期债券尽管依然为负收益率但在同期均创出阶段性及历史性低点，而美国十年期债券亦降至 20 个月低点；而从各央行隔夜及基准利率观察，年内澳大利亚、马来西亚、菲律宾、印度、俄罗斯、新西兰、冰岛及智利分别出现 25-50 个基点的利率下调，而利率下调时间窗口均为 5 月至 6 月，反映出美联储货币政策框架转鸽的溢出效应。考虑到当前全球债券交易总额的近 25% 为负收益率债券（总计约 54 万亿美元），近 40% 的债券收益率小于 1%，全球利率成本的显著性下移带动黄金持有机会成本的下滑，是黄金 5 月底出现大涨的显著推动因素。

表 1：全球主要国家 2019 年利率成本变化

国家或地区	指标	时间	BP 变动	当前	备注
马来西亚	隔夜利率	2019.05.07	-25	3.00%	

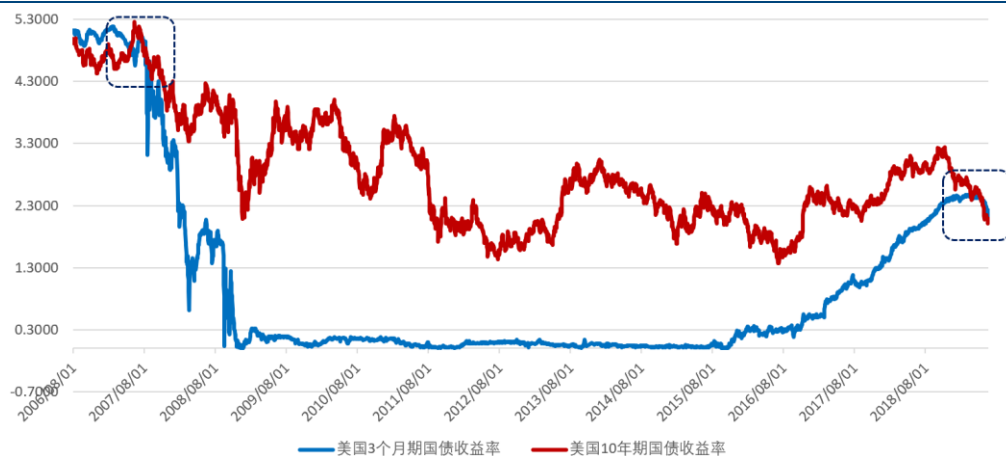
新西兰	基准利率	2019.05.08	-25	1.50%	
菲律宾	隔夜利率	2019.05.10	-25	4.50%	
冰岛	基准利率	2019.05.22	-50	4.00%	
澳大利亚	隔夜利率	2019.06.04	-25	1.25%	
印度	基准利率	2019.06.06	-25	5.75%	年内共降 75 基点
智利	隔夜利率	2019.06.07	-50	2.50%	年内共降 25 基点
俄罗斯	再融资利率	2019.06.17	-25	7.50%	

资料来源：公开信息整理，东兴证券研究所

2.3 利率下降预期推动黄金运行重心上移

长端利率中枢下降的预期是提振黄金价格的另一因素。全球流动性由紧缺转为宽松的预期开始出现一致，意味着未来利率成本中枢的进一步下移及黄金抗通胀属性的逐步增强。其中美联储的货币政策是左右全球流动性松紧的核心因素，鉴于当前美国 3 个月期与 10 年期国债利率倒挂情况触及金融危机后的最高水平，美联储年内降息压力凸显，其从鹰派向鸽派的转变将带动全球流动性拐点的显现。

图 17：美长短期利率倒挂加重降息预期

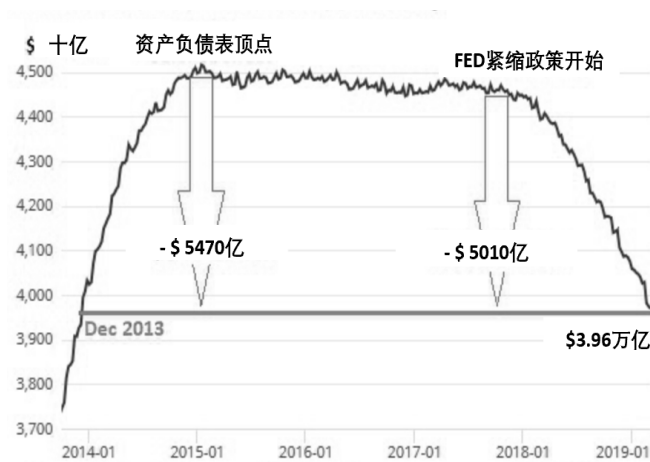


资料来源：wind，东兴证券研究所

美联储本轮的鹰派记录始于 2015 年底但或终于 2019 年。自 2015 年 12 月至今美联储已加息 9 次，并于 2018 年连续进行了 4 次加息；在加息的过程中缩表操作同样被积极维持，同阶段内的美联储资产负债表出现超过 5400 亿美债资产的急速削减，这不仅创出联储缩表规模与速度的历史记录同时也带动其负债规模有效的降至 3.9 万亿美元。过于激进的紧缩操作令市场对美联储在 2019 年继续加息充满预期，实际与预期的紧缩加剧了 2018 年全球流动性的偏紧并刺激了美元汇率走强。

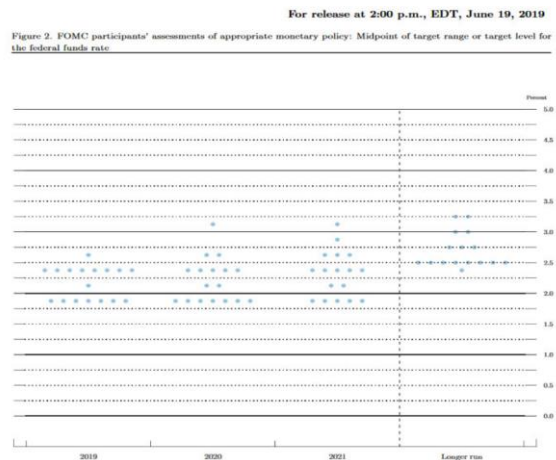
但这种偏紧的预期在 2019 年后因美联储的货币框架指引彻底转鸽而带动流动性的底部拐点显现（由 2019 年加息 2 次预期转变为降息 2 次预期）。从其年内的货币政策框架指引观察，美联储在 1 月开始改变策略，耐心一次被首次提出；在 3 月声明结束紧缩操作（表现为 2019 年内不加息，5 月缩减美债收缩规模至 300 亿美元，9 月结束缩表）；在 6 月美联储的点阵图首次发出降息信号，表现为 17 名官员中 47% 的人认为今年应降息，41% 的官员认为降息幅度应为 50 基点（相当于 2019 年下半年降息预期升至 2 次），这标志着美联储已经彻底转向鸽派，而全球金融市场的流动性将由此而逐渐释放。

图 18：美联储资产负债表规模变动情况



资料来源：Fed Board of Governors，东兴证券研究所

图 19：美联储点阵图（2019 年 6 月）

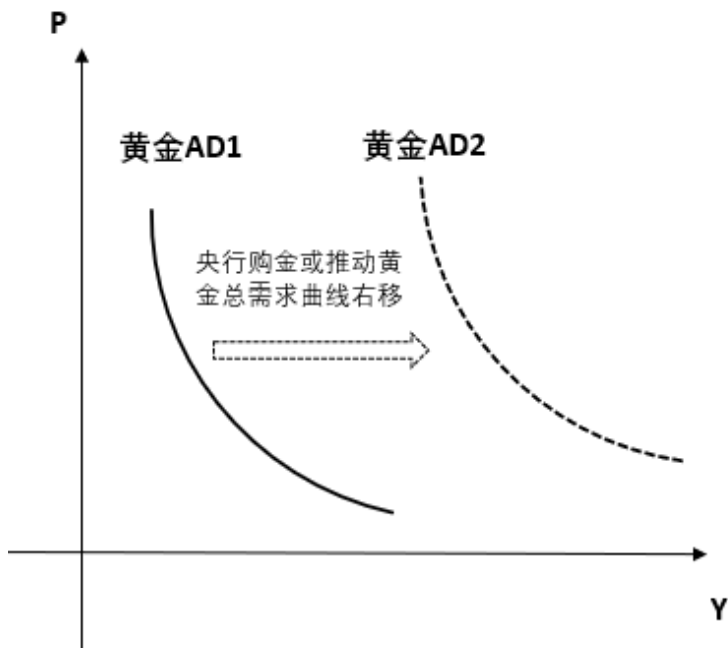


资料来源：FOMC 公告（2019 年 6 月），东兴证券研究所

3. 黄金基本面的需求端正在强化，需求曲线或已出现右移

黄金的基本面在近两年出现积极变化，主要源于需求端出现的持续性增长。其一是消费类用金需求的相对稳定，其二则是各央行购金的一致性及持续性进行，由此或已带动黄金需求规模的系统性放大，这也是在年内黄金价格受汇率端负向影响较历史偏弱的原因。

图 20：黄金总需求曲线或因央行购金而出现右移



资料来源：东兴证券研究所

3.1 全球黄金实际需求在 2019Q1 增长 7%

根据世界黄金协会（WGC）发布的最新报告显示，全球黄金的实际需求在一季度已经达到 1053.3 吨，同比增长 7%。而与之相对应的供应端却未有显著变化，这意味着**黄金的需求曲线或已出现系统性的右移**。从黄金消费的分类表现观察，其中全球金币需求增加 12% 至 56.1 吨，珠宝用金需求增加 1% 至 530.3 吨，**央行购金同比增加 68% 至 145.5 吨，ETP 用金需求同比增加 48.7% 至 40.3 吨**。高增长的央行购金量及 ETP 需求量反映出了黄金风险对冲属性的实际强化，即在年内负利率、金融市场高挥发性、贸易争端引发的系统性风险及区域不确定性风险下（以欧元区为例），各因素叠加诱发了黄金需求的大幅增长。

而展望 2019 年，黄金的需求仍有望保持高增长态势。根据 Metals Focus 预测，**2019 年的黄金消费量或创近 4 年最高至 4370 吨**，其中 54% 的需求源于金饰需求（约 2351 吨），或主要由印度及中国的 7% 及 3% 的需求增长贡献（其中印度 5 月初佛陀节期间黄金首饰销量同比增长近 25%），此外，实物投资需求亦将维持在 1082 吨。

表 2：全球黄金需求数据拆分表

	2017	2018	年同比 变化%	年同比		年同比 变化%
				Q1'18	Q1'19	
黄金需求量	4,198.8	4,398.7	▲ 5	984.2	1,053.3	▲ 7
金饰	2,236.9	2,241.8	▲ 0	527.3	530.3	▲ 1
科技	332.6	334.8	▲ 1	81.8	79.3	▼ -3

投资	1,252.3	1,165.3	▼	-7	288.4	298.1	▲	3
金条和金币总需求量	1,046.0	1,096.0	▲	5	261.3	257.8	▼	-1
黄金 ETFs 及类似产品	206.3	69.3	▼	-66	27.1	40.3	▲	49
各国央行和其他机构	377.0	656.9	▲	74	86.7	145.5	▲	68

资料来源：Metals Focus，世界黄金协会，东兴证券研究所

表 3：全球黄金供应数据拆分表

	2016	2017	2018	%	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	%
供应量										
金矿产量	3,397.3	3,441.8	3,502.8	2	843.3	871.9	884.3	903.4	852.4	1
生产商净对冲	33.1	-24.2	-12.4	-	35.2	-37.1	-24.1	13.7	10.0	-72
再生金量	1,281.5	1,156.1	1,168.1	1	274.6	289.5	319.2	284.8	287.6	5
总供应量	4,711.9	4,573.6	4,658.5	2	1,153.1	1,124.2	1,179.4	1,201.9	1,150.0	0

资料来源：Metals Focus，GFMS，世界黄金协会，东兴证券研究所

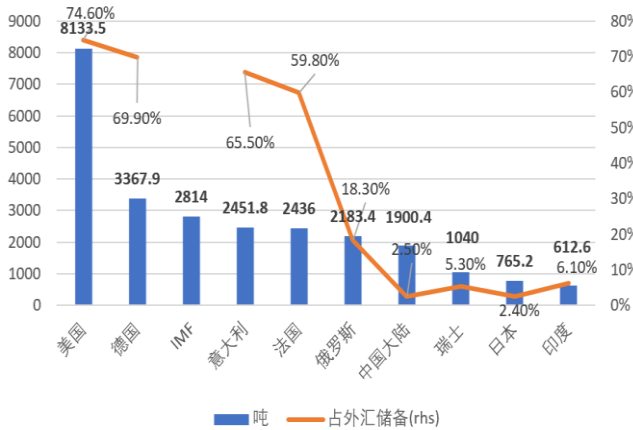
3.2 央行的一致性购金大幅推升了黄金整体需求

央行购金的一致性及持续性有效推升了黄金的整体需求。各国央行从 2018 年开始出现一致性的购金行为，央行购金总量同比增长 74% 至 651.5 吨，这是自 1971 年布雷顿森林体系崩溃后全球央行一致性购金量最高的年份，反映出央行已重新将黄金作为分散风险配置的主要资产。

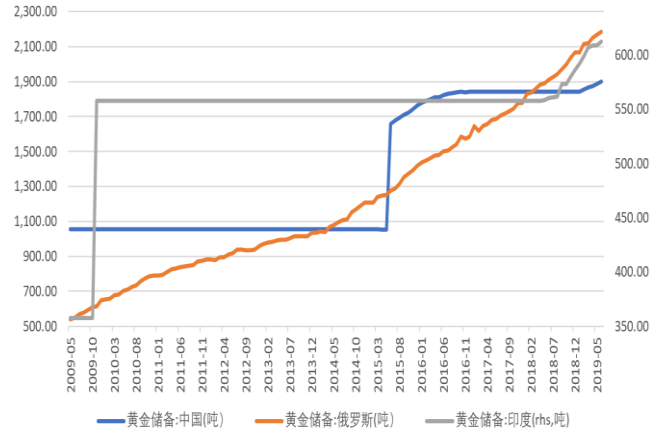
而进入 2019 年，央行购金行为依然高涨。WGC 的统计数据显示，截止至年内 4 月，全球央行黄金储备共计 34023.9 吨。其中一季度全球央行的购金量创 2013 年以来的同期最高值，并较近 5 年季度平均购金水平高了 12.6%（5 年季度购金均值约 129.2 吨）。从相关的国家观察，俄罗斯、中国和印度是年内购金量最大的前三个国家（至 5 月）。俄罗斯年内黄金储备增加 117.3 吨至 2183.45 吨（18 年底为 2066.16 吨），中国同期年内黄金储备增加 73.7 吨至 1916.29 吨（18 年底为 1842.56 吨），印度则增加 26.13 吨至 612.57 吨（18 年底为 586.44 吨）。此外，菲律宾在 5 月底修改对金矿的税收策略（免除菲央行从国内矿山购金税款），这有望带动菲央行每年收金量达 31 吨；厄瓜多尔政府年内黄金持有量增加 10.6 吨，为 5 年来首次；哈萨克斯坦央行购入黄金 11.2 吨，卡塔尔及哥伦比亚央行亦分别有 9.4 吨及 6.1 吨的购金迹象。鉴于当前全球政经前景仍充满高度不确定性，预计全球央行的一致性购金行为在年内或会持续，这是近年来推动黄金需求扩张的最核心因素。

图 21：全球前十大黄金储备国黄金储量及黄金占其外储比例

图 22：中俄印央行黄金储备增长明显



资料来源：WGC，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.3 巴塞尔协议 III 新规生效或将彻底改变黄金交易属性

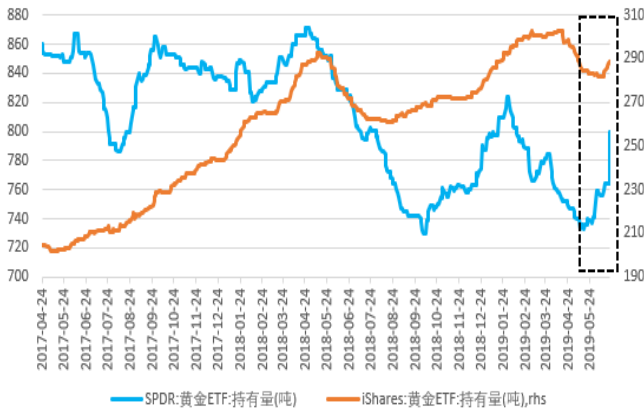
巴塞尔协议 III 的新规或将彻底改变黄金的商品属性，这也从一定程度上对近两年各国央行持续性购金行为做出解释。巴塞尔协议由全球央行的央行—国际清算银行（BIS）在 1988 年提出，并在 2004 年和 2017 年分别进行了修订（即巴塞尔协议 II 和巴塞尔协议 III）。根据巴塞尔协议 III 规定，自 2019 年 3 月 29 日起，各国央行可以将--按市值计价的黄金持有量计算为现金持有量，这意味着黄金资产将令央行的资产负债表出现明显修复，也意味着**黄金将像现金及主权债务工具一样——被列入与货币具有同等地位的一级资产**（之前为三级）。一级资产是商业银行的核心资产，是衡量银行资本充足率的指标也是可自由支配的自有资金。**黄金的交易属性将因此而发生质的转变，即由商品属性逐步向货币属性转换。**而由近两年俄罗斯央行持续抛售美国国债并大幅购金观察，增加黄金储备并且去美元化是一个正在发生的事情，这显示出黄金将在全球货币体系中扮演愈发重要的角色，也暗示**黄金可能对美元作为世界储备货币形成冲击**，这无疑对黄金价格重心的长期上移产生实质意义。

4. 金融层面的黄金持仓向多头显著靠拢

4.1 全球黄金实物 ETF 持有量创 74 个月最高记录

黄金实物 ETF 自五月份的大幅增长是年内提振金价的资金端因素。黄金二季度价格的爆发受益于黄金实物 ETF 持仓量的大幅增加，全球最大的两个黄金实物 ETF 自五月低点共增加 72.8 吨实物持仓，其中 SPDR 增加 65.8 吨，而 iShares 增加了 7 吨。此外，根据世界黄金协会截止至 5 月 31 日的数据显示，欧洲黄金 ETF 总持仓增加 2.9% 至 1124.8 吨，而全球 ETF 黄金总持仓量亦同比增长 2.3% 至 2421.3 吨，并创近 74 个月来的最高纪录。

图 23：SPDR 及 iShares 黄金 ETF 持有量



资料来源：WGC，东兴证券研究所

图 24：SPDR 黄金 ETF 与黄金价格走势高度相关



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 4：全球实物支持黄金 ETF 持有量前十名（吨）

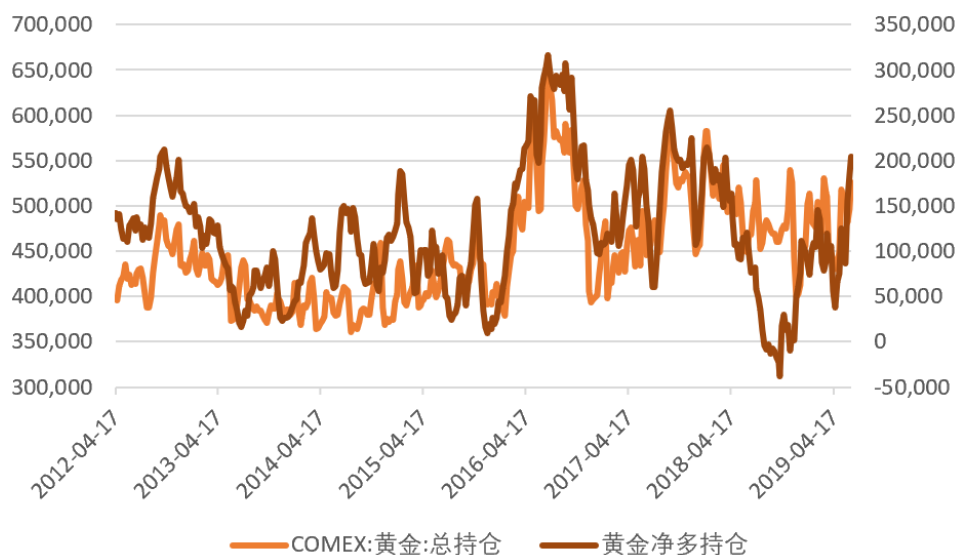
基金	国家	截至 3 月底的持有量	年同比变化%
1 SPDR Gold Shares	美国	784.0	▼ -7
2 iShares Gold Trust	美国	301.5	▲ 11
3 Xetra-Gold	德国	192.4	▲ 12
4 ETFS Physical Gold	英国	164.2	▲ 11
5 Invesco Physical Gold ETC	英国	124.3	▲ 9
6 iShares Physical Gold ETC	英国	106.1	▲ 37
7 Gold Bullion Securities Ltd	英国	78.9	▼ -4
8 ZKB Gold ETF	瑞士	63.3	▲ 0
9 Xtrackers Physical Gold ETC EUR	德国	58.9	▲ 152
10 Sprott Physical Gold Trust	美国	49.3	▼ -9
全球总量		2,480.8	▲ 1

资料来源：各 ETF 提供商, Bloomberg, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所,

4.2 Comex 黄金净多持仓自四月底增长 4.46 倍

黄金实物 ETF 持仓量的增加也带动了 COMEX 黄金净多持仓的增长。Comex 黄金非商业净多头寸由 4 月底的 3.74 万张大幅增长 4.46 倍至 20.43 万张，多头的涌入及空头的退出是带动净多持仓变动的主因。其中非商业多头同期增加 55.4% 至 27.46 万，非商业空头同期减少 49.5% 至 7.93 万，总持仓同期增加 20% 至 52.56 万张。非商业空头的急速下降反映出实际可交割黄金的不足，这与 2018 年四季度时黄金净空持仓大幅增加并创历史记录的情形明显不同（空头超 800 吨黄金持仓量），并暗示去年四季度大量空头黄金头寸对价格形成抑制后，全球交易所黄金持仓量激增所涌现的逢低买盘（考虑到巴塞尔协议 III 的问题，不排除逢低买盘有各国央行的积极参与）。考虑到资金对黄金配置的兴趣依然高涨，预计黄金持仓总头寸仍有继续放大的可能；

而鉴于黄金流动性属性、避险属性、通胀属性及货币属性的一致性回归，预计后期非商业多头持仓仍有进一步放大的趋势及迹象。

图 25: CFTC 黄金总持仓及非商业净多持仓


资料来源：wind, 东兴证券研究所

5. 投资建议

我们认为当前黄金依然处于历史上最优的多头交易时刻，风险再定价带来了黄金避险溢价的持续性攀升，流动性宽松预期提振黄金价格的重心上移，全球央行一致购金则推动黄金需求曲线右移，此外，巴塞尔协议 III 的执行将令黄金的交易属性由商品转至货币，这显然是黄金需求属性的质变。而金融层面多头持仓的积极聚拢意味着黄金价格后期仍有积蓄上冲的动能，因此我们对年内黄金板块抱有乐观期待。对于相关个股，建议继续重点关注紫金矿业，山东黄金及鹏欣资源。

➤ 紫金矿业

中国有色行业的旗舰级公司。公司已经成为全国最大的矿产锌、矿产铜及黄金上市企业，全球第二大黄金上市企业。公司矿资源储量丰富，拥有 1727.97 吨黄金、4952.1 万吨铜、836.6 万吨锌、1846.6 万吨白银及 1.98 亿吨铁矿储量。按储量市值计算，公司 2018 年储量总市值较 2017 年出现 43.7% 的增长。公司矿资源的丰富储备有利于其长期稳健经营发展。

公司在 2018 年并购 RTB Bor 和 Nevsun 项目，且公司卡库拉项目的预可研出现全面提升，对公司后期业绩的增长将产生实质性的支撑及提振。公司 2019 年计划产量：矿产金 40 吨(+9.6%)、矿产铜 35 万吨(+41%)；矿产锌 38 万吨(+36.7%)；矿产银 275 吨(+24.6%)；铁精矿 250 万吨。其中公司科卢韦齐二期（铜+4 万，钴+3000），多宝山二期（铜+6 万）及 RTB 并表将直接带动公司产量的实际扩张。考虑到公司矿产金、矿产铜及矿产锌的相对高毛利（2018 年其毛利率分别为 34%、50.6%及 66.7%），公司业绩将会出现实质性增长。

公司当前的风险聚焦于 2019 年的 80 亿募资计划，新股发行价格是市场关注的焦点。考虑到近期公司股价均值维持在 3.5 元左右，预计公司实际发行股票数量或为 22.5 亿股左右，这意味着较公司计划股本发行量不超过 34 亿股出现 1/3 的规模收缩。此外，公司第一大股东闽西兴杭计划公开认购约 1/3 新发行股本，意味着实际流通至市场的股本压力或进一步减轻。

我们预计公司 2019 年-2021 年的营收或 116 亿,131 亿,146 亿，EPS 分别为 0.21,0.3,0.36，对应 PE 分别为 17, 15, 11。

风险提示：增发价格不及预期，金、铜价格大幅下跌，Nevsun 最终收购环节的超预期风险，卡莫阿项目进展不及预期的风险，汇率短期大幅变动风险。

➤ 山东黄金

国内矿产金龙头，中国最大的矿产金生产企业，金价上涨将对公司收益带来直接性拉动。公司拥有黄金权益储量 1024.3 吨并拥有 30 处境内金矿探矿权，为全国第二；公司矿产金年产量近 40 吨，排名全国第一。公司黄金主营业务经营平稳且有增长预期。2017 年公司年矿产金产量 35.88 吨，2018 年矿产金同比增 9.57% 至 39.32 吨；2019 年公司计划生产黄金 37.87 吨，并规划至 2020 年黄金产量达到 50 吨（三山岛金矿 8000 吨/日扩建、焦家金矿 6000 吨扩建、新城金矿 8000 吨/日的建设及玲珑金矿技改等项目的完工）。

公司母公司山东黄金集团拥有巨大的黄金资源储量。山东黄金集团拥有的三山岛西岭矿区为国内有史以来最大单体金矿，已备案金金属量 382.6 吨，品味 4.5 克/吨。此外山东黄金集团还拥有约 60.3 吨黄金储量在后期可注入上市公司。

海外拓展方面，公司以 9.6 亿美元完成对阿根廷最大金矿，南美第二大金矿 Veladero 矿山 50% 的股权收购。2018 年 Veladero 计划产金约 18.82 吨，折合为公司权益黄金年产量约 9.41 吨，占公司全年计划产金量 40 吨的 23.5%。从成本角度观察，Veladero 的 2020 年成本或较 2018 下降 11.2%，这有望弥补部分阿根廷出口税变动影响。

公司是中国最为优质的黄金龙头公司之一，拥有夯实的资源储量及稳定增长的黄金产量。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.72,0.86,1.12，对应 PE 分别为 44.3, 35.1, 28.4；维持“推荐”评级。

风险提示：公司黄金产量低于预期，公司黄金品味不及预期，黄金价格大幅下跌。

➤ 中金黄金

国内黄金龙头企业，公司依托母公司中国黄金集团，具有巨大的黄金资源优势。公司当前保有金金属量 496 吨，铜金属量 37 万吨，并且拥有 124 个探采矿权；2018 年公司年产矿山金 23.51 吨（矿产金自给率约 40%），年产矿山铜 1.8 万吨；其中黄金业务占公司毛利比重达 61.8%。

公司母公司中国黄金集团拥有巨大资源储量。其拥有的金金属量约 1,908 吨，铜金属量 1,022 万吨，钼金属量 208 万吨及铁矿石量 7,320 万吨。此外，中国黄金集团拥有 148 个探矿权及 114 个采矿权，48 家矿山生产企业及 15 个大型生产基地。后期中金黄金的资源储量将受益于母公司的资源注入。

公司在 2018 年 7 月收购中原冶炼厂 30% 股权并计划在 2019 年增发收购内蒙古矿业 90% 股权。中原冶炼厂二期已达产，年产金、银、铜分别为 33.8 吨、360 吨及 34.9 万吨；内蒙古矿业旗下矿石量 16.178 亿吨，含铜金属量 233.4 万吨，钼金属量 55 万吨，2018 年产铜精矿 6.9 万吨，钼 1.04 万吨。

2019 年公司计划生产精炼金 70.35 吨，其中矿产金 23.51 吨、冶炼金 30.86 吨；计划生产电解铜 32.80 万吨，其中矿山铜 1.71 万吨。考虑到公司大股东后期资源注入的预期及公司当前储量及产量的稳定增长状态，我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.11,0.13,0.16，对应 PE 分别 82，71.3，55.7。

风险提示：公司黄金产量不及预期，铜、金价格大幅下跌。

➤ 鹏欣资源

将被市场逐渐认知的新兴黄金集团。公司是国内新锐的多金属产业链一体化的有色集团，公司主要核心资产为刚果（金）的希图鲁矿及南非的奥尼金矿，核心产品为铜、钴、黄金。公司具有从采选、冶炼至贸易的有色金属生产销售全要素。其中 2018 年公司阴极铜产量 3.34 万吨，产量相对稳定，产出成本可控。公司钴及黄金产量将自 2019 年逐步释放，预计至 2020 年钴及金金属产量或可达到 8500 吨及 5708kg，公司未来的业绩增长点将聚焦于奥尼金矿的逐步达产，公司资产规模及盈利能力有望受此提升。

公司经营业绩及估值将受益于奥尼金矿的产出释放。公司奥尼金矿合计资源矿石量 7131 万吨，金金属量 501.74 吨，品味 7.44 克/吨，是超大型高品位金矿；根据公司生产计划，奥尼金矿的 2/4/6/7 号矿井在 2018-2022 年分别为 (kg)：32.2、761、5708、9814 及 12332；预计奥尼金矿利润分别为 282 万、7570 万、10.07 亿、16.5 亿及 20.5 亿；在 2018-2019 年黄金生产毛利平均维持 32% 的水平，2020-2022 年毛利或超 55%。此外，奥尼金矿完全达产后将令公司成为全国排名前五的黄金生产企业。

公司经营稳定性受矿储资源拓展支撑：除了稳定开发当前已有的希图鲁矿 389 万吨矿储资源及奥尼金矿 501.7 吨金金属资源外，公司与文森特公司签订了铜、钴原材料报销协议，同时公司与刚果（金）国家矿业总公司签订了 PE1078 地块的 25 年租赁开采权，公司矿储资源的大力拓展有助于公司经营业绩的稳定。

我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.22,0.3,0.39，对应 PE 分别 24.6，18，13.8；维持“推荐”评级。

风险提示：公司黄金产量低于预期，精铜生产成本超预期攀升，铜、金价格大幅下跌。

6. 风险提示

美元汇率超预期走强，实际利率大幅攀升，央行由一致性购金转为抛金，黄金避险属性及流动性属性超预期弱化，相关企业内生性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	盐湖提锂新技术或改变锂供应结构，富集材料市场望迎增长	2019-05-10
行业	超级周再袭，黄金避险溢价或回归	2019-04-30
行业	有色行业 Q2 配置工业金属，Q3 加配贵金属	2019-04-12
行业	贵金属大底已现，黄金暗黑已过黎明将至	2019-03-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员， 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。