

# 三季度黄金预期震荡上行

—贵金属季报 20190715

有色金属季报

2019年07月15日

## 报告摘要:

### ● 利好一：美联储偏鸽，降息预期依然强烈

7月10日，鲍威尔在国会偏鸽派的证词进一步加强市场对于降息的预期。6月以来市场对7月议息会议的降息预期就已达到了100%。美国10年期国债收益率持续下跌，全年降息预期牢固。后期实际利率有望继续下行，持续利好金价上行。

### ● 利好二：美国经济增速呈现放缓迹象

尽管6月非农数据超预期但失业率上升，薪资增速持平，预计工资收入增速相对停滞。同时，美国PMI已步入下行趋势，短期经济增速放缓，长期不确定性增加；美国与主要经济体的贸易摩擦和全球经济增速放缓亦会影响美国经济走势。

### ● 利好三：全球央行持续大幅增持黄金

全球央行2019Q1净增持145.5吨黄金，同比增长68%，达到6年来一季度净买入新高。6月数据显示中国央行已连续增持7个月。央行Q2/Q3增持黄金的数量一般都高于Q1，预计央行净买入规模有望继续提升，将对金价构成支撑。

### ● 利好四：黄金期货非商业多头持仓上升明显

6月以来COMEX非商业黄金多头持仓明显增加，而非商业空头持仓下降明显。截止至2019年7月9日，COMEX黄金商业多头持仓较5月底增加60.80%；而同期非商业空头持仓较下降50.12%。交易层面看多金价的资金依然在增加。

### ● 利空一：通胀疲软或成中期主要利空因素

从美国的通胀数据来看，6月CPI与核心CPI的背离或将导致美联储对通胀评估的复杂程度上升，掣肘美国的货币政策，通胀疲软或存在持续持续性。从全球的视角来看，全球需求持续走弱。叠加当前油价震荡偏弱的趋势或将延续，全球通胀上行的动力不足，中期通胀疲软或成为压制黄金的主要因素。

### ● 利空二：避险情绪影响边际减弱

大阪习特会以后贸易摩擦情绪回暖，全球避险需求回落，黄金出现小幅回撤。同时5月以来的地缘政治事件，市场避险情绪短期上升，对风险资产形成短期压制，但并未能长期支撑金价上行。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。

### ● 利空三：降息力度及次数或不及预期

对比2000年以来降息前30天黄金的涨幅，当前黄金的涨幅（从2019年6月11日至2019年7月11日）居历史同类数据的较高区间，降息预期对金价的提振已经price in，7月降息的幅度若不及预期，黄金存在回调的压力。同时年内的降息次数若不及预期，过度乐观的情绪遇冷，黄金将面临较大调整的压力。

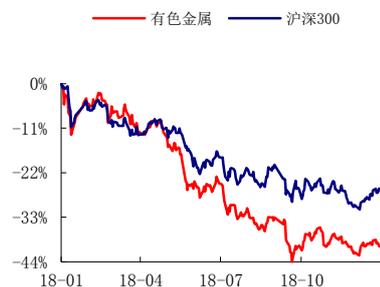
### ● 2019Q3展望：影响因素多空交织，维持震荡上行观点

降息周期形成对黄金的长期利好，通胀疲软形成压制黄金上涨的利空因素，同时美国降息幅度及节奏的兑现情况也可能导致黄金出现震荡，我们维持对贵金属价格在2019年第三季度的震荡上行的判断。

## 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：强超廷

执业证号：S0100519020001

电话：021-60876718

邮箱：qiangchaoting@mszq.com

### 相关研究

- 1.【民生有色|周观点】电解铝供需逐步改善，企业利润有望修复
- 2.民生有色中期策略 20190704：全球央行或重回宽松，有色配置价值渐显

**● 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**

国际宏观经济及政策不确定性增强、地缘政治影响、黄金需求下降等风险

**盈利预测与财务指标**

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		7月12日	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547.SH	山东黄金	40.67	0.40	0.62	0.72	76	66	56	推荐
600489.SH	中金黄金*	9.48	0.06	0.09	0.11	151	105	86	暂无评级
002237.SZ	恒邦股份	16.47	0.45	0.52	0.62	19	32	27	推荐
000603.SZ	盛达矿业	10.07	0.60	0.66	0.72	17	15	14	推荐
000975.SZ	银泰资源	14.20	0.33	0.44	0.49	31	32	29	推荐
601899.SH	紫金矿业	3.52	0.18	0.21	0.25	20	17	14	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

<b>一、利好因素</b> .....	<b>4</b>
(一) 美联储偏鸽, 降息预期依然强烈 .....	4
(二) 美国经济现放缓迹象 .....	5
(三) 全球央行持续增持黄金 .....	6
(四) 黄金期货多头持仓持续增加 .....	7
<b>二、利空因素</b> .....	<b>8</b>
(一) 通胀疲软或成中期主要利空因素 .....	8
(二) 避险情绪影响边际减弱 .....	9
(三) 降息力度及次数或不及预期 .....	10
<b>三、2019 年三季度黄金展望</b> .....	<b>10</b>
<b>关注标的</b> .....	<b>11</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>11</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>12</b>

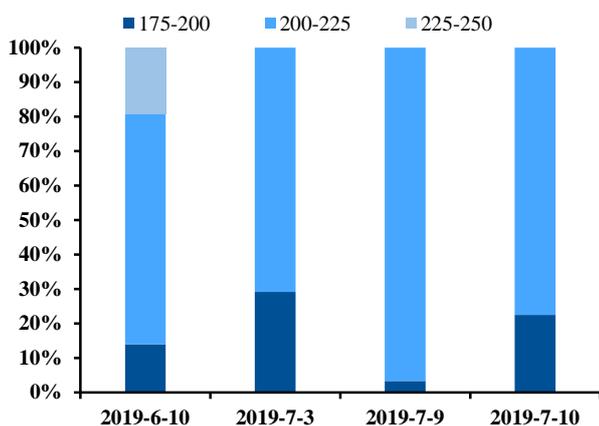
## 一、利好因素

### (一) 美联储偏鸽，降息预期依然强烈

7月10日，鲍威尔在国会众议院金融委员会的证词进一步加强市场对于降息的预期。他表示经济前景的不确定性在上升，贸易紧张局势和全球增长放缓的担忧似乎继续拖累美国经济，总体经济增长也已放缓，Q2经济增速或将温和；美联储将采取适当行动，以维持美国经济增长。6月以来，市场对7月议息会议的降息预期就已达到了100%；鲍威尔讲话后预期降息50bp的概率大幅上升至22.5%（讲话前降息50bp概率已低至3.3%），降息25bp的概率为83.8%。

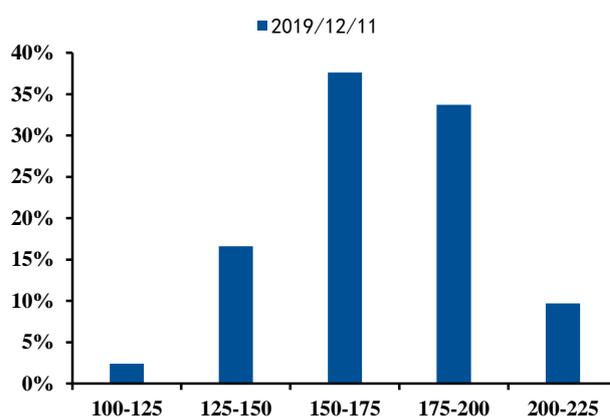
美国国债收益率近期已经创下2016年以来新低，全年降息的预期较为牢固。实际利率有望继续下行，持续利好黄金价格上行。

图1：不同日期市场预期美联储降息概率分布



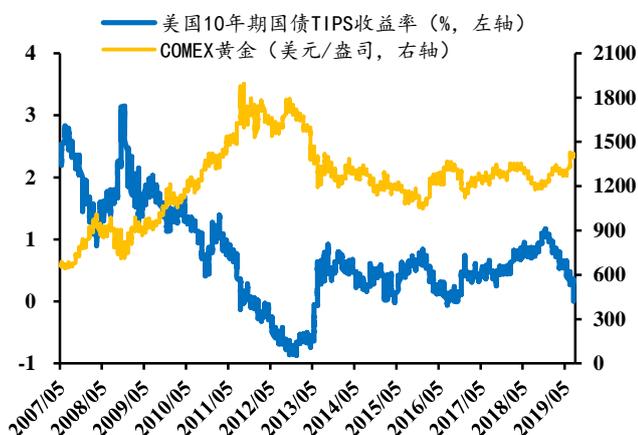
资料来源：CME，民生证券研究院

图2：年内降息概率分布



资料来源：CME，民生证券研究院

图3：黄金价格与TIPS关系



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：10年期国债TIPS隐含通胀预期



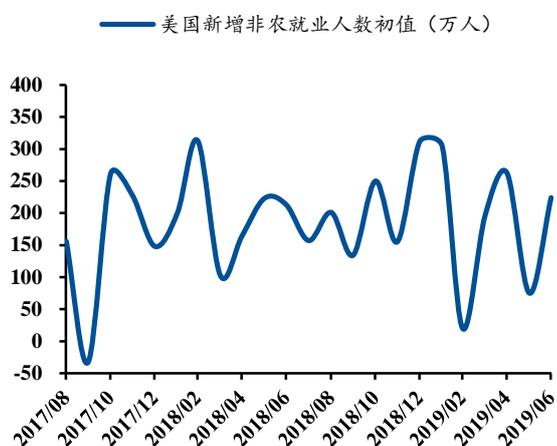
资料来源：Wind，民生证券研究院

## (二) 美国经济现放缓迹象

尽管6月非农数据大超预期但失业率上升，薪资增速持平。据美国劳工部数据显示，6月美国非农就业人口增加22.4万，远超预期（5月非农就业人数小幅下修至7.2万），失业率回升至3.7%，薪资年率持稳在3.1%。失业率回升，且薪资增速持平。预计工资收入相对停滞。同时，美国PMI数据已经步入下行趋势，预计经济短期增速放缓，长期增速存在失速风险。

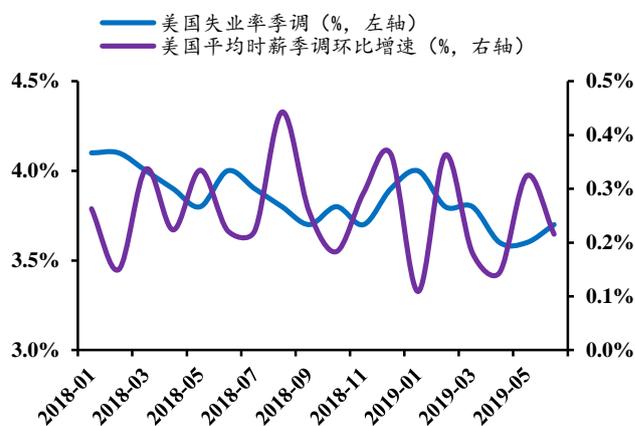
全球经济增速放缓影响美国。2018年以来全球主要经济体的增速均处于放缓态势，制造业PMI下滑尤其明显。6月世界银行将2019年世界经济增速预期下调0.3个百分点至2.6%。美国与主要经济体的贸易摩擦和全球经济增速整体放缓亦会影响到美国经济增速。

图5: 美国2018年月均新增就业人数较2017年上升



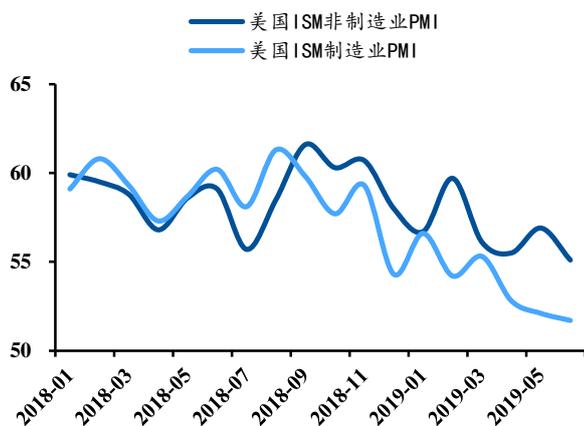
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 4月美国劳动参与率及时薪增速回落



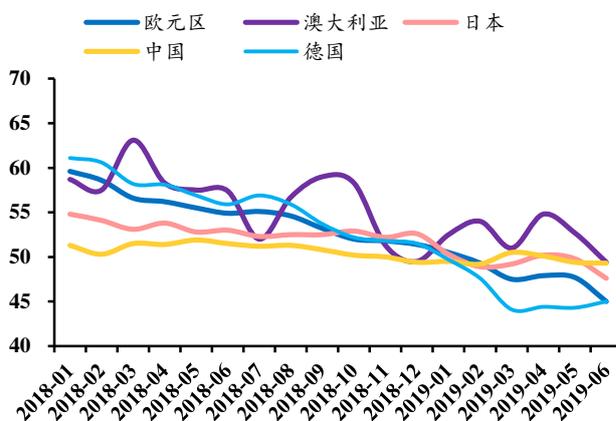
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 美国制造业PMI与非制造业PMI



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: 全球主要经济体制造业PMI均处于下行趋势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

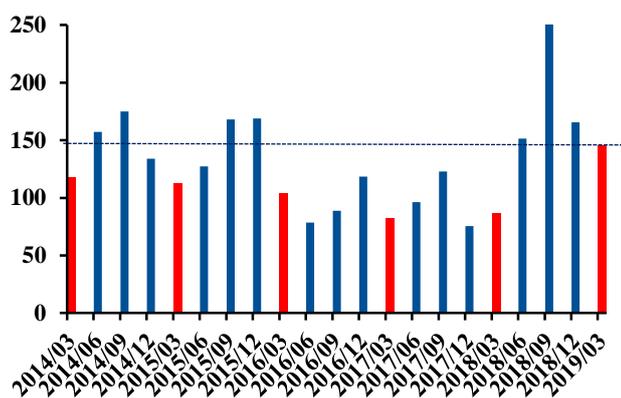
### (三) 全球央行持续增持黄金

**全球：**2019Q1 全球央行净增持 145.5 吨黄金，同比增长 68%，达到近 6 年以来全球央行一季度净买入新高。主要买入国为新兴市场国家，2018-2019Q1 增持黄金数量最多的国家为俄罗斯（累计增持 329.54 吨黄金）。从历史数据来看，央行对黄金的增持季节性特征明显，Q2/Q3 增持黄金的数量都高于 Q1，同时央行净买入占需求的年内高点也出现在 Q2 或者 Q3（除 2016 年），预计 2019Q2 及 2019Q3 的央行净买入规模有望继续提升。

**中国：**央行数据显示 6 月官方储备资产中黄金资产 6194 万盎司，较 5 月增加 33 万盎司；央行已连续增持 7 个月，累计增持 270 万盎司（约 84 吨）。黄金储备的增加不仅有利于外汇储备的多样化，也有助于为人民币国际化背书。本次增持周期是史上第五次，预计仍将持续。

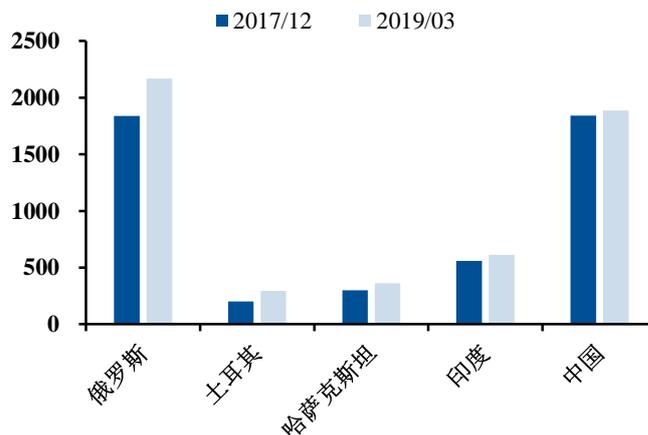
央行官方储备的增加以及购金意愿的延续将对金价构成支撑。

图9：全球央行 Q1 净购入处于 6 年来高点（吨，季度）



资料来源：WGC，民生证券研究院

图10：2018 年以来增持黄金储备的前五位国家（吨）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图11：中国央行官方黄金储备（万盎司）

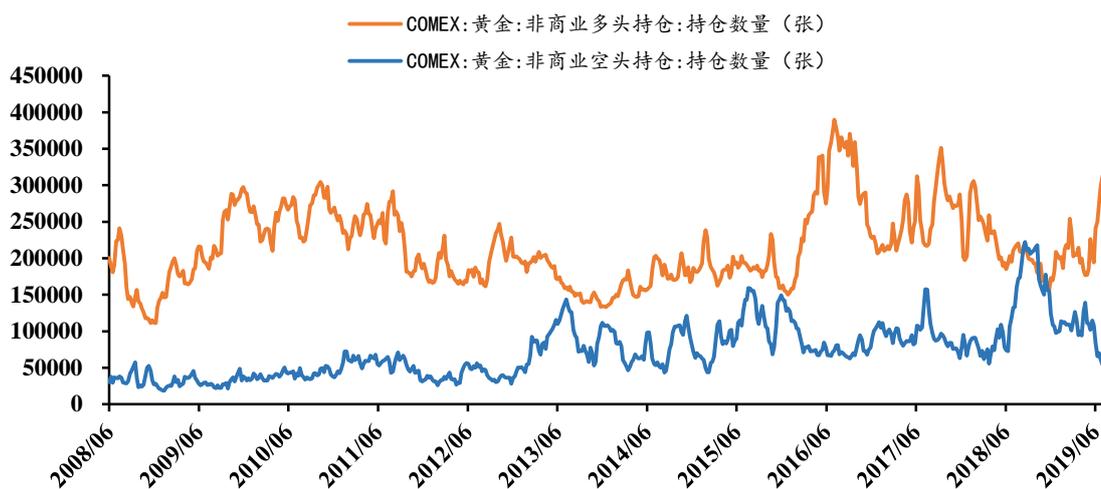


资料来源：Wind，民生证券研究院

#### （四）黄金期货多头持仓持续增加

美国商品期货委员会数据显示，6月以来COMEX非商业黄金多头明显增加，而非商业空头持仓下降明显。截止至2019年7月9日，COMEX黄金商业多头持仓较5月底增加60.80%；而同期非商业空头持仓较下降50.12%。从交易层面，看多金价的资金依然在增加。

图12: 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

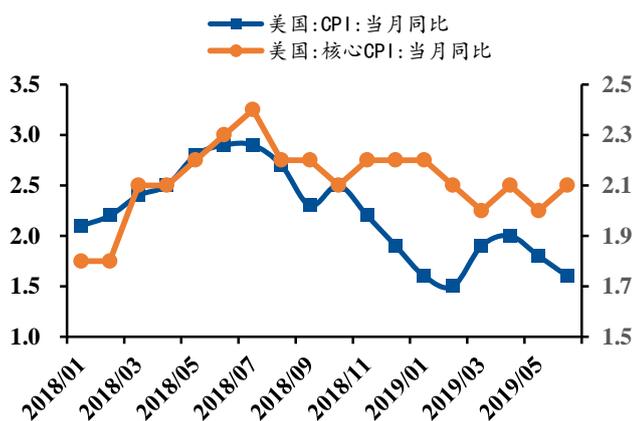
## 二、利空因素

### (一) 通胀疲软或成中期主要利空因素

通胀疲软或成压制黄金的核心因素。7月FOMC预期的降息为预防性降息，主要是通过扩大需求防止通缩的出现。从美国的通胀数据来看，6月CPI数据持续低迷，而核心CPI小幅上超过美联储设定的2%，通胀数据的分化或将导致美联储对通胀评估的复杂程度上升，掣肘美国的货币政策。同时美联储鲍威尔也表示持续低通胀令人担忧，美堪萨斯城联储主席表现通胀马上掉头上升的可能不大，通胀疲软或存在持续持续性。

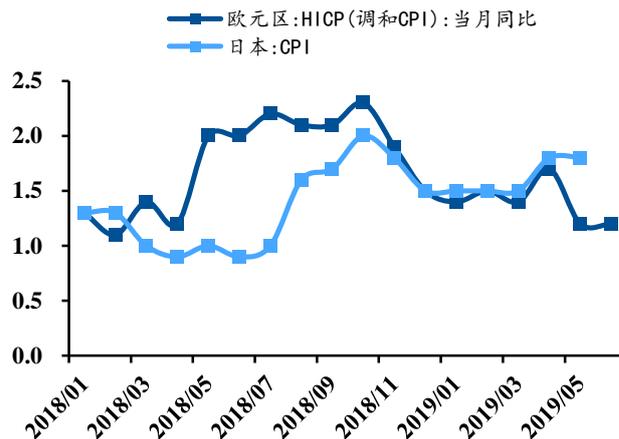
从全球的视角来看，当前主要发达经济体CPI持续疲软，全球主要经济体PMI走弱、经济预期下调，经济预期较为悲观。同时从韩国出口数据来看，5月的累计同比仅为1.69%，全球需求持续走弱。叠加当前油价震荡偏弱的趋势或将延续，全球通胀上行的动力不足，中期通胀疲软或成为压制黄金的主要因素。

图13: CPI与PCE数据背离增加美联储政策复杂度



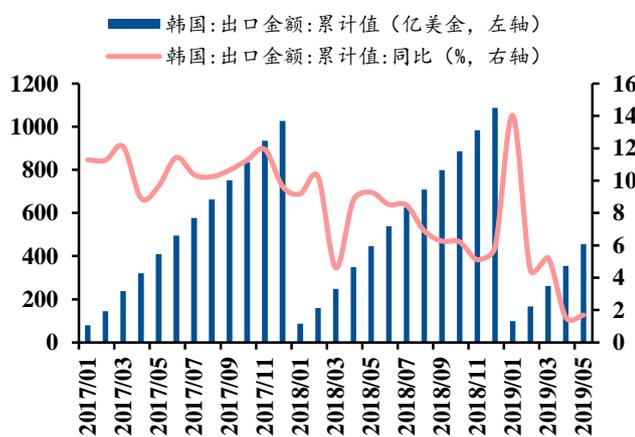
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图14: 主要发达经济体CPI表现低于预定值



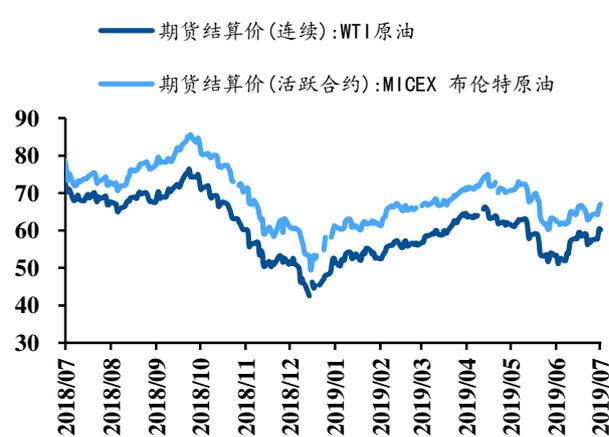
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图15: 韩国出口数据疲软预示全球需求低迷



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图16: 油价仍处在震荡偏弱的阶段



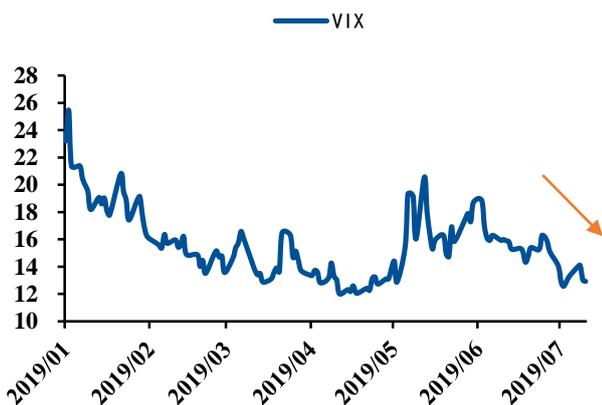
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (二) 避险情绪影响边际减弱

大阪 G20 习特会之后中美两国重启贸易谈判, 全球的避险需求回落, 黄金出现小幅回撤。同时伊朗加沙地区冲突加剧 (5 月 4 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)、伊朗击落美国无人机 (6 月 24 日)、以色列空袭叙利亚 (7 月 1 日), 市场避险情绪短期上升, 对风险资产形成短期压制, 但并未能长期支撑金价上行。同时我们看到 vix 指数从 5 月初高点 19.4 回落至 12.93, 黄金对风险资产的溢价也逐渐小幅回落, 避险需求短期有回落的迹象。

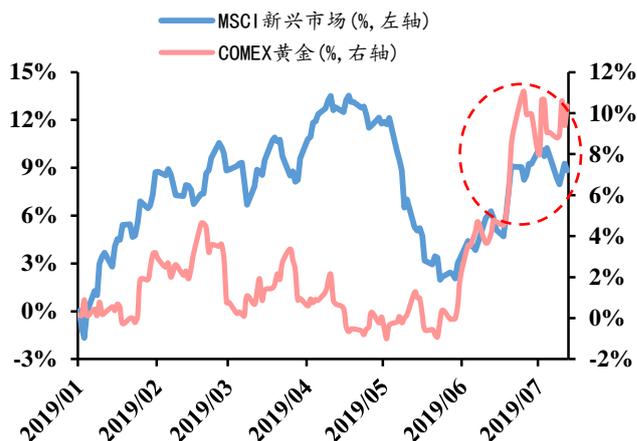
从历史数据来看, 短期突发性事件对金价的影响并不具有持续性, 短期风险事件导致的金价大涨并不能改变金价原有走势。短期因伊朗问题或将持续发酵, 但随着市场对美方谈判策略的理解和情绪的缓和以及中方持续推进谈判, 贸易问题对金价的影响预计将边际减弱, 对金价支撑有限。后期地缘政治风险及贸易摩擦的逐步缓解将打压黄金的避险需求。

图17: VIX 指数已经大幅下行



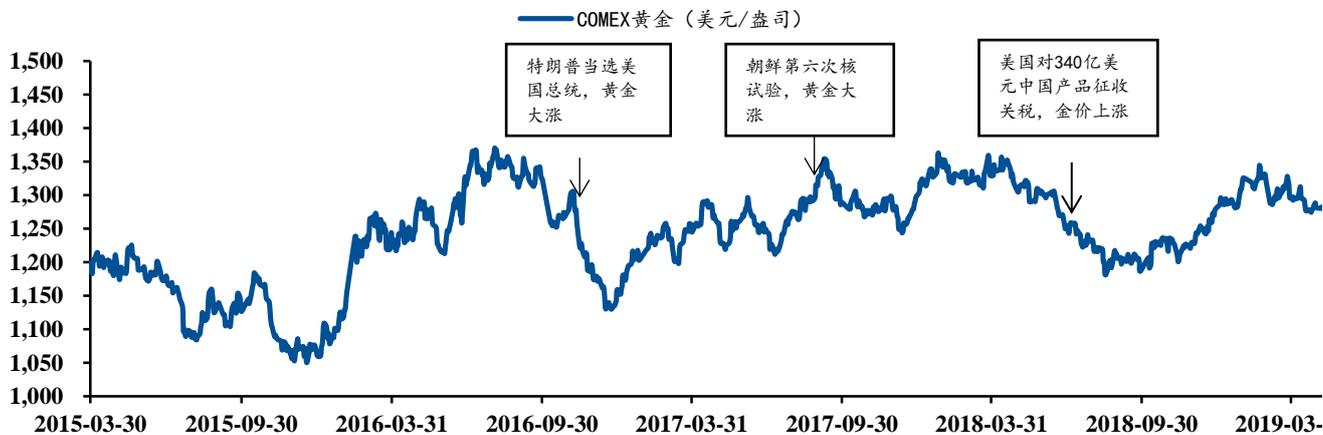
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: 黄金对风险资产的溢价有所收敛



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 突发性事件的影响难以改变金价原有走势

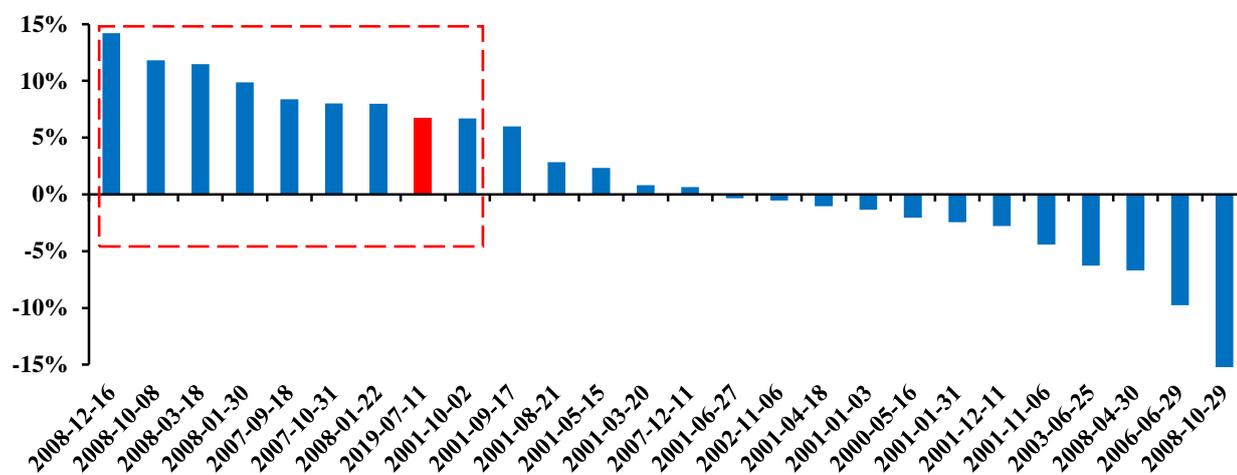


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### （三）降息力度及次数或不及预期

美国经济或存在韧性，全年降息力度及次数有不及预期的风险。7月的预期降息幅度在25BP-50BP，降息50BP的概率从鲍威尔讲话前的3.3%骤升至22.5%，市场乐观情绪升温。对比2000年以来降息前30天黄金的涨幅，当前黄金的涨幅（从2019年6月11日至2019年7月11日）居历史同类数据的较高区间，降息预期对金价的提振已经 price in。若降息幅度若不及预期，黄金存在回调的压力。同时当前年内的降息次数在2-3次间波动，若全年利率下降幅度不及预期，市场过度乐观的情绪遇冷，黄金价格或将面临较大的调整压力。

图20: 当前黄金价格上涨幅度处于历史上降息前30天涨跌幅的较高区间



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 三、2019年三季度黄金展望

长期黄金上行周期的逻辑不变。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，黄金有望受益于美元的周期轮动。中期全球经济预期走弱，在美国降息节奏逐步兑现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，导致需求下行叠加当前原油价格仍处在震荡偏弱的格局，全球通胀水平或将受到抑制，多空交织的背景下，我们判断中期黄金大概率处于震荡的状态。

短期利好黄金因素密集。5月以来美国国债收益率持续下行、10年期及3月期国债收益率出现倒挂，叠加薪资增速放缓、工时回落、CPI持续低迷，持续验证美国经济有走弱的风险，在此背景下美国美联储逐渐转鸽，强化市场的降息预期。同时欧洲德国、葡萄牙等国家陆续进入负利率的区间、央行持续净买入黄金、ETF多头持仓增长，黄金的配置价值上涨。但短期仍须关注通胀的变化情况

总体上看，降息周期形成对黄金的长期利好，通胀疲软形成压制黄金上涨的利空因素，同时美国降息幅度及节奏的兑现情况也可能导致黄金出现震荡，我们维持对贵金属价格在2019年第三季度的震荡上行的判断。

## 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

国际宏观经济及政策不确定性增强、地缘政治影响、黄金需求下降等风险

## 插图目录

图 1: 不同日期市场预期美联储降息概率分布 .....	4
图 2: 年内降息概率分布 .....	4
图 3: 黄金价格与 TIPS 关系 .....	4
图 4: 10 年期国债 TIPS 隐含通胀预期 .....	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: 美国制造业 PMI 与非制造业 PMI .....	5
图 8: 全球主要经济体制造业 PMI 均处于下行趋势 .....	5
图 9: 全球央行 Q1 净购入处于 6 年来高点 (吨, 季度) .....	6
图 10: 2018 年以来增持黄金储备的前五位国家 (吨) .....	6
图 11: 中国央行官方黄金储备 (万盎司) .....	6
图 12: 黄金空头持仓总体呈现下降趋势 .....	7
图 13: CPI 与 PCE 数据背离增加美联储政策复杂度 .....	8
图 14: 主要发达经济体 CPI 表现低于预定值 .....	8
图 15: 韩国出口数据疲软预示全球需求低迷 .....	8
图 16: 油价仍处在震荡偏弱的阶段 .....	8
图 17: VIX 指数指数已经大幅下行 .....	9
图 18: 黄金对风险资产的溢价有所收敛 .....	9
图 19: 突发性事件的影响难以改变金价原有走势 .....	9
图 20: 当前黄金价格上涨幅度处于历史上降息前 30 天涨跌幅的较高区间 .....	10

## 分析师与研究助理简介

**强超廷**，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

**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。