

有色金属

继续配置黄金的理由很充分：降息、加税、配置低

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

投资要点

- **行情回顾：**本周，A股整体收跌，有色板块逆势上涨，跑赢上证综指3.4个百分点。大宗商品市场，由于美国7月PMI低于预期，且特朗普推文表示将加征关税，中美贸易关系恶化，避险情绪激增，叠加低于市场预期的非农就业，因此，尽管美联储表示此次降息25bp是“周期中调整”，comex黄金经历暂时回调后上涨1.4%至1452.5美元/盎司，基本金属周内整体回调，LMEX指数下跌3.1%。小金属价格分化，钴盐与稀土反弹，锂延续下行：钴精矿与钴金属较上周分别上涨2.2%与2.3%，电池级碳酸锂、氢氧化锂分别下跌5.7%、2.7%，氧化镨钕、氧化镱分别上涨2.4%、4.4%。
- **【本周关键词】：**美联储“鹰派降息”；欧美制造业PMI继续走低；加征关税，中美贸易关系恶化；
- **宏观“三因素”总结：**全球需求仍处下行轨道，2019年全球处于基钦周期最后一撇，目前是回落后期与复苏前期的交接处，全球出现降息潮预期，具体从本周边际变化来看：①中国，生产端难以改善，需求端仍然向下，货币政策或将边际继续宽松：7月我国制造业PMI指数为49.7，较上月回升0.3个百分点，连续3个月落入荣枯线以下；②美国，美联储“鹰派”降息，美国制造业PMI不达预期，年内大概率再度降息：虽然本周美联储宣布降息25个基点，但是其后的发言略偏“鹰派”，美国7月ISM制造业PMI继续下滑，中美贸易关系升级等多重因素叠加，美国经济回落趋势已经确定，在特朗普宣布对中国3000亿商品征加关税后，美联储9月降息概率由56.50%提升至100%；③欧洲，欧元区二季度实际GDP增速回落，7月制造业PMI不达预期，显示欧元区增长再度失去动能，边际宽松的货币政策等逆周期调节，存在进一步蔓延之势，或重启量化宽松。
- **贵金属：**美联储降息略偏“鹰派”，但继续走低的PMI数据、中美贸易关系、外部经济趋势回落令美国经济的前景变得暗淡，维持真实收益率趋势回落，金价处于上涨第一阶段并延续上涨趋势的判断。美国7月ISM制造业PMI仅录得51.2，明显低于预期的52.0和前值51.7，这也是2016年10月份以来的新低水平，美国经济继续走弱很明确，特朗普宣布再度征加关税导致全球避险情绪激增comex黄金上涨1.4%至1452.5美元/盎司；金银比维持高位运行，在供需结构边际向好背景下，向下修复动力激增。综合来看，美国经济自18年Q4见顶、5月底以来美国的先行指标等均指向经济趋势回落，特别是，如果美国进一步加征3000亿商品关税，或将进一步拖累美国经济（进口商品价格↑，美国家庭负担↑，抑制经济占比七成的消费支出，GDP↓，根据IMF，关税上升成本几乎全部由美进口商与消费者承担，美国半导体协会统计，若对所有中国输美IT产品加征关税，将影响美国GDP的0.9个百分点，IMF预估或影响全球GDP的0.5个百分点），持续降息或不可避免，我们认为真实收益率下行趋势不改，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金/白银板块配置价值依旧，继续坚定加配贵金属板块。
- **贵金属配置及筹码分析：**黄金板块个股筹码较为分散，配置比例亦较低。我们对比了目前部分行业龙头股与黄金个股公募与北向筹码的分布：黄金股筹码分布具有两低特征，即公募基金持仓比例低、北向资金持仓比例低。当前美国经济正处于加速回落阶段，美联储将进入降息周期，黄金处于上涨的第一阶段，与此同时，黄金个股筹码较为分散，配置比例亦较低（0.8%当前 vs. 2%历史高位），从这个角度来看黄金投资也并未过热。（具体分析详见正文）
- **钴：**Katanga产出低于预期，或下修产量指引，“低产出 & 低库存”下，产业链出货节奏变化，国内钴价异动，**MB钴价存向上修复动力，但行业中期整体磨底趋势或仍将持续。**1、今年以来，钴行业运行情况如何？在补贴退坡趋势下，动力电池短期以去库为主，消费电池尚未回暖，需求不断走弱使得金属钴从60万/吨回落至21万/吨，跌幅60%以上；2、钴价继续反弹：由于钴价大幅回落，电钴供给端出现11%收缩，库存量亦大幅回落，电钴行业当前正在经历“低产出 & 低库存”阶段，部分钴生产商与贸易商认为价格已经接近筑底，挺价意愿明显，包括钴盐，产业链出货以及下游采购节奏变化。另外，原料方面Katanga上半年6100吨产出低于预期，

或在近期即将公布的中报当中下修产量指引，并且传统旺季即将到来 & 内外价差共同推动 MB 钴价存向上动力，所以在国内钴价出现超跌反弹之后 MB 钴价亦出现异动，短期存在进一步上涨动力；3、未来钴价如何运行？中短期来看，电池需求依旧疲弱，原料仍出现 2%-5%过剩，供需结构尚未修复，钴短期“超跌反弹”时间与空间有限，或持续磨底。

- **基本金属：受益全球掀起降息潮，短期板块 risk on，但需求疲弱而去库放缓或垒库，关注处于中周期起点的电解铝。** 1) 电解铝：国内电解铝社会库存总计约 112.4 万吨，较前周增加 0.55 万吨，氧化铝价格继续承压，产业链利润向电解铝环节转移；2) 铜：TC 继续下滑，基本面压力仍然较大，保税区库存连续 13 周下滑；3) 锌：精矿供需变化不大 TC 持稳，社会库存延续升势；4) 锡：下游企业需求方面总体维持疲弱状态，锡价低位震荡。整体来看，“电解铝产能红线”—— 4500 万吨左右，2020 年有效产出 3900-4000 万吨一线，行业格局将会是“产出顶、库存底”，而一旦需求预期得到进一步改善，电解铝进入景气周期将在所难免。
- **投资建议：**美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落。当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，贵金属短期回调但不改配置价值，亦是我们板块内现在配置的重点；而从中长期来看，电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，或迎来新一轮景气周期。**核心标的：山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。**
- **风险提示：**宏观经济波动、进口以及环保等政策波动带来的风险，新能源汽车销量不及预期的风险等。

内容目录

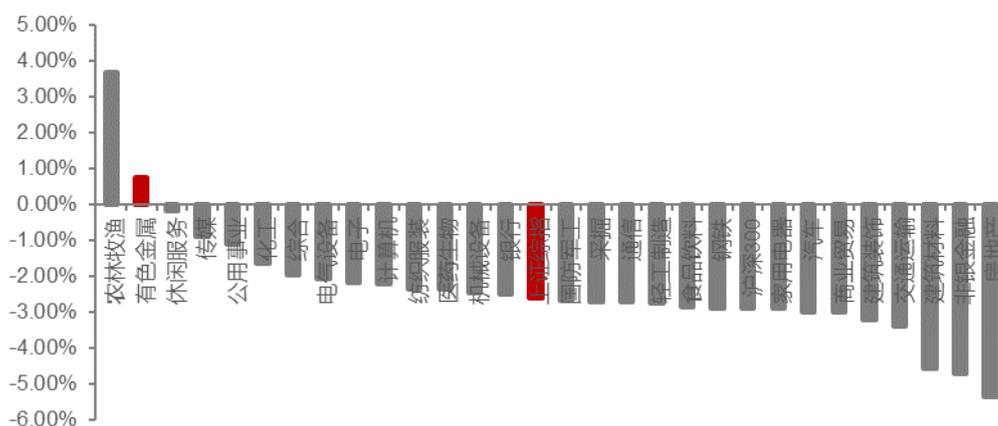
1. 本周行情回顾	- 4 -
1.1 股市行情回顾: A股整体下跌, 有色板块涨幅居前.....	- 4 -
1.2 贵金属: 美国经济趋势回落确定, 避险情绪推动黄金价格创新高.....	- 5 -
1.3 基本金属: 美联储鹰派降息, 中美贸易关系升级, 基本金属价格大幅下跌.....	- 5 -
1.4 小金属: 价格分化明显, 钴价继续反弹.....	- 6 -
2. 宏观“三因素”运行态势跟踪	- 7 -
2.1 中国因素: 生产改善难以持续, 需求端依然向下.....	- 8 -
2.2 美国因素: 美联储鹰派降息, 中美贸易关系升级, 美国经济继续走低.....	- 9 -
2.3 因素: 欧元区制造业 PMI 继续低位下滑.....	- 11 -
3. 贵金属: 美国经济继续走低, 加配黄金逻辑不变	- 12 -
3.1 美国制造业 PMI 继续下滑, 年内预计美联储仍会降息.....	- 12 -
3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续.....	- 13 -
3.3 基金持仓: 黄金增配明显, 但仍处历史较低位置.....	- 14 -
4. 基本金属: 基本面压力仍存, 价格整体回落	- 15 -
4.1 铝: 短期小幅累库, 产业链利润流转至电解铝环节.....	- 15 -
4.2 铜: TC 继续下滑, 基本面压力较大.....	- 17 -
4.3 铅: 加工费维稳, 库存延续增势.....	- 17 -
4.4 锌: 精矿供需变化不大 TC 持稳, 社会库存续降.....	- 18 -
4.5 锡: 市场需求疲软, 锡价低位震荡.....	- 19 -
5. 新能源金属: 钴锂中期仍承压, 钴价短期异动反弹	- 20 -
5.1 电动车产业链: 海外市场远景可期.....	- 20 -
5.2 锂钴: 钴价持续反弹, 锂价仍然弱势.....	- 21 -
5.3 稀土磁材: 主流稀土产品价格回暖, 中重稀土未来可期.....	- 26 -
6. 投资建议	- 27 -
7. 风险提示	- 27 -
8. 附录: 全球有色金属价格、库存走势 (07.29-08.02)	- 28 -

1. 本周行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体下跌，有色板块涨幅居前

- 周内，国际方面，美联储宣布降息 25 个基点，但其认为这只是“周期中的调整”，不承认是降息周期的开始，低于市场预期；美国 7 月 ISM 制造业 PMI 低于市场预期；美国特朗普威胁加征关税为全球再添风险因素。不确定性的增加令美股三大指数集体大幅下跌（道指↓2.60%，纳斯达克↓3.92%，标普↓3.10%）；国内方面，由于美联储“鹰派降息”以及特朗普加征关税推文，A 股整体收跌 2.60%，从 SW 一级行业指数来看，其中农林牧渔、有色板块涨幅居前。
- 具体来看：综合指数中，上证指数收于 2867.84 点，环比前周下跌 2.60%；深证成指收于 9136.46 点，环比前周下跌 2.27%；沪深 300 收于 3747.44 点，环比前周下跌 2.88%；申万有色金属指数收于 2786.12 点，环比前周上涨 0.76%，跑赢上证综指 3.36 个百分点。SW 一级行业指数周度走势如下图所示。

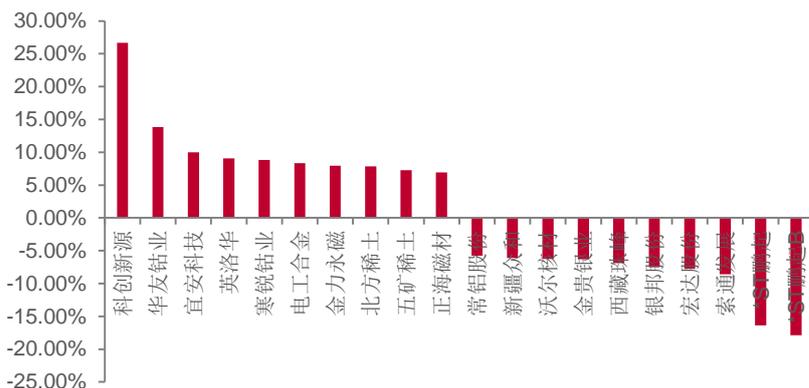
图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：wind，中泰证券研究所

- 周内，有色板块逆势上涨，二级子行业分化明显。所统计 119 只个股中：51 只个股出现不同程度上涨，3 只个股与上周持平，其余 65 只个股均出现不同程度下跌，具体来看，稀土永磁标的受本周特朗普加征关税推文的影响上涨幅度较大；由于近期钴价异动，钴锂标的情绪修复明显，较上周大幅上涨；而贵金属板块本周波动较大，周四由于美联储“鹰派降息”而下跌，周五在避险情绪的推动下上涨。涨幅前 10 名、跌幅前 10 名个股具体如下图所示。

图表 2：本周个股涨跌幅表现

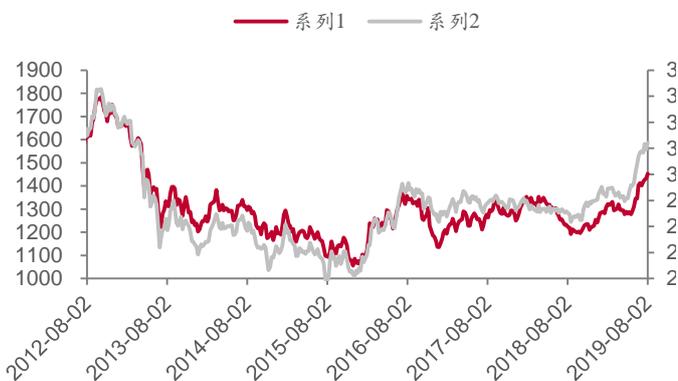


来源: wind, 中泰证券研究所

1.2 贵金属: 美国经济趋势回落确定, 避险情绪推动黄金价格创新高

- 本周贵金属板块震荡上行。7月31日受美联储“鹰派降息”影响, 黄金价格从高位回落至1420美元/盎司; 8月1日, 在特朗普加征关税以及不断走低的美国经济影响下, 避险情绪推动黄金价格创出了1460美元/盎司的新高。截至2019年8月2日, COMEX黄金收于1452.5美元/盎司, 较上周上涨1.42%; COMEX白银收于16.225美元/盎司, 较上周回调1.05%。

图表 3: 黄金价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 白银价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

1.3 基本金属: 美联储鹰派降息, 中美贸易关系升级, 基本金属价格大幅下跌

- 本周美联储宣布降息25个基点, 但其后的发言偏“鹰派”, 美国ISM制造业PMI继续走低, 欧元区PMI同样低位下滑, 并且, 周五特朗普发推特声称再度对我国3000亿商品征加关税, 全球贸易前景黯淡, 因此本周LME基本金属指数收于2737点, 环比前周下跌3.1%。基本金属价格方面, LME铜、铝、铅、锌、锡、镍周涨跌幅分别为-4.1%、-1.3%、-5.9%、-3.7%、-3.1%、2.5%。

图表 5: 基本金属周涨跌幅 (7.29-8.02)

期货品种	交易所	最新价格	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
LMEX	LME	2737	-3.1%	-2.3%
铜	LME	5722	-4.1%	-3.2%
	SHFE	46440	-1.3%	-3.9%
铝	LME	1773	-1.9%	-4.3%
	SHFE	13795	-0.6%	1.5%
铅	LME	1953	-5.9%	-2.9%
	SHFE	16380	-2.3%	-9.3%
锌	LME	2351	-3.7%	-4.2%
	SHFE	19275	0.1%	-7.9%
锡	LME	17105	-3.1%	-12.1%
	SHFE	134950	-0.3%	-5.9%
镍	LME	14485	2.5%	36.1%
	SHFE	114660	3.1%	30.2%

来源：wind，中泰证券研究所

1.4 小金属：价格分化明显，钴价继续反弹

- **国内钴价本周继续反弹。**由于钴价大幅回落，电钴供给端出现 11% 收缩，库存量亦大幅回落，电钴行业当前正在经历“低产出 & 低库存”阶段，部分钴生产商与贸易商认为价格已经接近筑底，挺价意愿明显，包括钴盐，产业链出货以及下游采购节奏变化，因此短期钴价出现超跌反弹，本周钴精矿与钴金属较上周分别上涨 2.2% 与 2.3%。但国外 MB 钴价格继续下跌（但是由于贸易商增量资金入场，标准级与合金级最近一次报价也已经出现反弹），国内外价差走扩。
- **下游需求锐减，锂价本周持续走低。**6 月起国内 3C 市场进入传统消费淡季，国内手机市场趋于饱和，短期难迎新的需求拐点；受新能源补贴退坡影响，动力汽车市场成交疲软，订单走弱。本周锂价格继续下调，金属锂、碳酸锂（工业级）、碳酸锂（电池级）、氢氧化锂（工业级）、氢氧化锂（电池级）较上周分别下跌 0.8%、3.2%、5.7%、2.7%、2.7%。
- **稀土市场价格回暖。**上周由于受到商储会议的影响，市场信心得到提振，部分市场人士对于后市收储存在信心，上游商家挺价意愿渐浓。本周五特朗普宣布对于自中国出口到美国的 3000 亿美元的商品加征 10% 的关税，稀土市场利好信心得到了进一步的提振。受此影响，本周氧化镨钕、氧化镝较上周分别上涨 2.4%、4.4%。
- **鹿鸣和中国黄金短期供应收缩，需求端保持良好，钼短期供需失衡，价格继续上涨。**由于钼精矿月产量高达 3000 吨的鹿鸣开始停产检修（2018 年中国钼精矿总量 21.87 万吨，鹿鸣约占 16.5%），短期内较难向市场投放钼精矿；此外，中国黄金（钼精矿月产量高达 1200 吨）也向部分客户停止长单供应。需求端，伴随钼铁 7 月钢厂招标量逐步扩大，市场需求保持较为旺盛。钼短期供需失衡，本周钼精矿较上周上涨 0.5%；钼铁较上周上涨 2.3%。

图表 6：重点跟踪小金属品种价格涨跌幅

品种	小金属名称	单位	8月2日	涨跌幅			
				7天	30天	90天	360天
钴	MB钴(标准级)	美元/磅	12.4	-0.8%	-12.3%	-9.6%	-67.9%
	MB钴(合金级)	美元/磅	12.6	-1.6%	-14.8%	-9.8%	-67.5%
	钴精矿	美元/磅	12.6	2.2%	-7.2%	-18.6%	-56.6%
	金属钴	元/公斤	22.1	2.3%	-7.9%	-16.9%	-62.5%
	钴粉	元/公斤	22.9	0.0%	-8.8%	-20.8%	-63.9%
	硫酸钴	元/公斤	3.6	0.0%	-8.9%	-23.4%	-70.0%
	四氧化三钴	元/公斤	14.8	-0.7%	-11.4%	-18.7%	-66.0%
	碳酸钴	元/公斤	10.5	0.0%	0.0%	-13.9%	-60.4%
	氯化钴	元/公斤	4.3	0.0%	-8.5%	-20.4%	-68.8%
	氧化钴	元/公斤	14.6	0.0%	-11.5%	-17.5%	-62.6%
锂	金属锂(99%)	元/公斤	65.5	-0.8%	-4.4%	-14.9%	-29.2%
	金属锂(99.9%)	元/公斤					
	碳酸锂(工业级)	元/公斤	6.1	-3.2%	-8.3%	-6.2%	-59.3%
	碳酸锂(电池级)	元/公斤	6.7	-5.7%	-11.3%	-13.6%	-60.4%
	单水氢氧化锂(工业级)	元/公斤	7.1	-2.7%	-9.0%	-14.5%	-48.7%
	单水氢氧化锂(电池级)	元/公斤	8.1	-2.7%	-10.6%	-19.5%	-48.1%
铜箔	铜箔价格(8μm)	元/公斤	71.6	0.0%	-5.2%	-17.2%	-25.8%
	铜箔加工费(8μm)	元/公斤	4.3	0.0%	2.4%	6.0%	0.8%
硫酸镍	硫酸镍(Ni22%,Co 0.4%)	元/吨	2.5	0.0%	0.0%	-1.0%	-
	硫酸镍(Ni22%,Co 0.05%)	元/吨	2.5	0.0%	0.0%	-1.0%	-
三元前驱体	三元523/动力	元/吨	7.4	1.4%	-5.8%	-16.9%	-43.5%
	三元622/动力	元/吨	8.1	2.5%	-4.2%	-13.9%	-
正极	钴酸锂	元/吨	19.2	0.0%	-10.3%	-23.2%	-56.9%
	三元523/动力	元/公斤	13.0	0.8%	-3.7%	-9.7%	-38.4%
	三元622/动力	元/吨	14.7	1.4%	-2.7%	-9.0%	-
锑	锑精矿	元/吨	2.9	0.0%	0.0%	-19.7%	-30.5%
	锑锭	元/吨	3.8	-1.3%	-3.2%	-16.7%	-26.5%
	三氧化二锑	元/吨	3.4	-2.9%	-6.9%	-17.3%	-28.0%
镁	金属镁	元/吨	1.6	-0.3%	-1.6%	-8.2%	2.3%
钼	钼精矿	元/吨度	1930.0	0.5%	7.8%	9.0%	23.7%
	钼铁	元/吨	13.5	2.3%	13.4%	12.5%	25.6%
硅	金属硅	元/吨	1.1	-0.7%	-5.3%	-7.8%	-20.7%
	硅铁	元/吨	6309.0	-3.4%	6.1%	3.6%	-18.3%
钛	海绵钛	元/吨	7.9	11.3%	11.3%	20.4%	47.9%
钨	APT	元/吨	11.3	0.4%	-10.0%	-26.0%	-34.8%
	钨精矿	元/吨	7.5	0.0%	-11.3%	-24.0%	-32.3%
	氧化钨	元/吨					
铌	铌矿	美元/磅	9.2	0.0%	-4.2%	-13.3%	-13.3%
	五氧化二铌	元/公斤	22.0	0.0%	-6.4%	-10.2%	8.4%
钒	五氧化二钒	元/吨	14.5	12.4%	17.4%	-27.5%	-20.1%
	钒铁	元/吨	14.3	7.5%	7.5%	-36.7%	-22.1%
锆	海绵锆	元/公斤					
	锆英砂	元/吨	25.0	0.0%	0.0%	0.0%	38.9%
	氧氯化锆	元/吨	1.7	0.0%	0.0%	-4.3%	-4.8%
	氧化锆	元/吨	29.5	2.4%	-18.7%	3.1%	-13.2%
稀土	氧化镨	元/公斤	189.0	4.4%	-5.3%	28.6%	59.5%
	氧化镧	元/吨	3.4	0.0%	0.0%	-8.2%	-
	氧化铈	元/吨	3.3	0.0%	0.0%	-5.8%	-

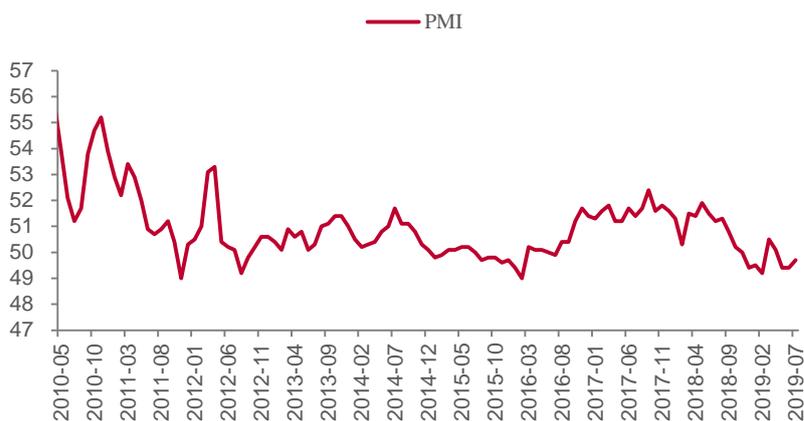
数据来源: Wind、Metal Bulletin、SMM、亚洲金属网、中泰证券研究所

2. 宏观“三因素”运行态势跟踪

2.1 中国因素：生产改善难以持续，需求端依然向下

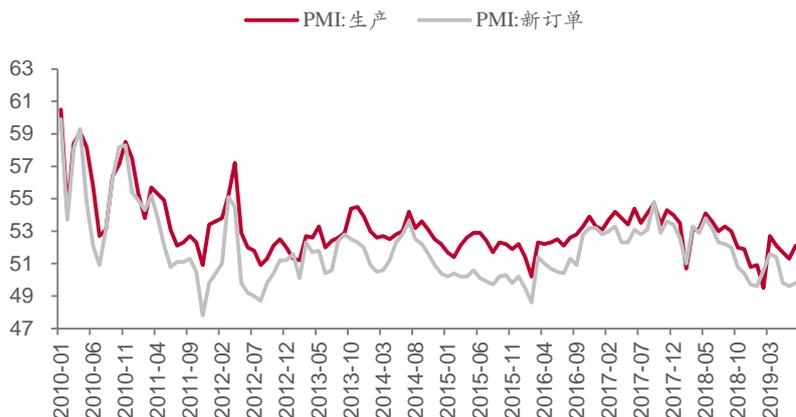
- **生产改善难持续，结构继续分化。**7月我国制造业 PMI 指数为 49.7，较上月回升 0.3 个百分点，连续 3 个月落入荣枯线以下。PMI 回升主要贡献来自于生产端，PMI 构成分项中，生产指数环比回升 0.8 个百分点至 52.1，推动 PMI 回升 0.2 个百分点。但从高频数据来看，6 大发电集团耗煤量以及高炉开工率均在走弱，生产端扩张难以持续。企业结构来看，大型企业 PMI 指数较上月回升 0.8 个百分点至 50.7，重回荣枯线以上，中小型企业 PMI 指数分别为 48.7 和 48.2，已连续 10 月位于荣枯线以下，集聚与分化仍在持续。
- **需求压力仍存，外贸持续低迷。**新订单指数较 6 月回升 0.2 个百分点至 49.8，进口指数回升 0.6 个百分点至 47.4，在手订单回升 0.2 个百分点至 44.7，国内经济需求端有所改善但仍然面临较大下行压力。外贸方面，新出口订单上升 0.6 个百分点至 46.9，仍位于荣枯线以下，在全球经贸增速放缓的背景下，外需持续低迷。值得注意的一点是，宁波出口集装箱美西运价指数 7 月较上月环比下跌 12.5%，而欧洲运价指数较上月环比上升 16.3%，对主要经济体的出口增速分化仍将持续。
- **政策基调边际转松，地产坚守房住不炒。**外部来看，美联储即将开启降息周期，全球走向宽松，但全球经贸降速的大趋势尚未扭转。内部来看，政治局会议强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，房地产调控政策短期内不会放松，地产经济趋于降温，经济前高后低格局基本确定。另一方面，政治局会议重提“六稳”，在经济下行压力加大的情况下，政策基调边际转松，货币政策或推进降准，财政政策在“继续落实落细减税降费政策”的同时，专项债额度可能再度上调，基建下半年有望继续加码。

图表 7：制造业 PMI 连续 3 个月跌破枯荣线



来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：生产指数回升带动 PMI 回升

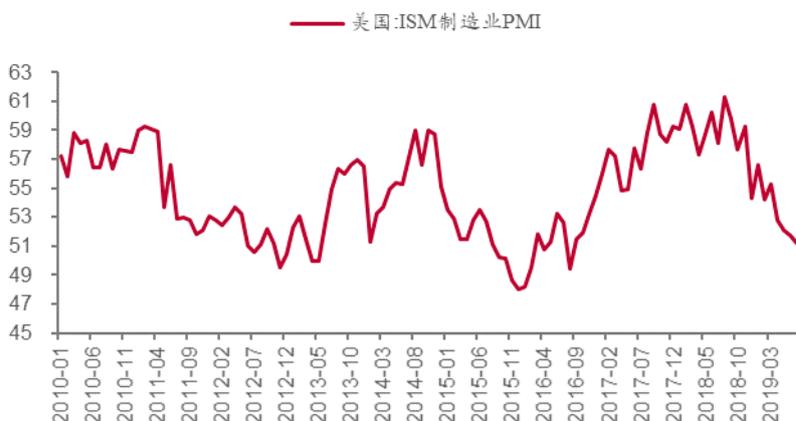


来源: wind, 中泰证券研究所

2.2 美国因素：美联储鹰派降息，中美贸易关系升级，美国经济继续走低

- **美联储降息偏“鹰派”，但美国经济继续走低，货币宽松预期不变。**当地时间7月31日，美联储宣布召开FOMC会议，宣布降息25个基点至2%-2.25%，符合市场预期，为2008年以来首次降息。与此同时，美联储将于8月1日结束缩表计划。但其后鲍威尔的发言偏鹰派，其表示前景不确定性维持，将采取适度行动，降息的决定是由于全球发展，在考虑未来利率路径时还要看数据和风险。由于市场对美联储降息充分预期，金价在宣布降息和新闻发布会后回调1%左右。我们认为这属于典型的“sell news, 获利回吐”。**美国经济继续走低：**8月1日公布的7月ISM制造业PMI仅录得51.2，明显低于预期的52.0和前值的51.7，这也是2016年10月份以来的新低水平，经济继续走弱很明确。此外特朗普宣布对中国3000亿的商品加征关税，为全球贸易前景蒙上了一层阴影，因此美国经济缺乏继续上涨的动力，在贸易关系可能再次升级的背景下，美联储下半年继续降息的可能性正在上升。

图表 9：美股 ISM 制造业 PMI 继续走低

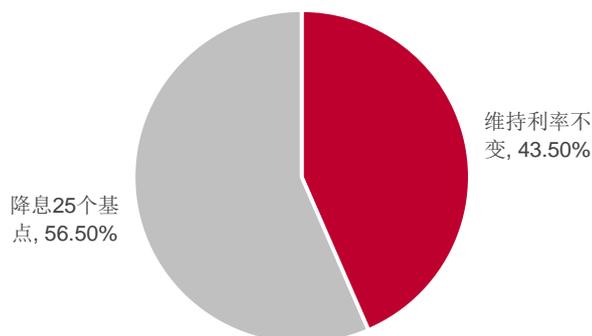


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **中美贸易关系升级，美联储9月降息概率大幅上升。**如果美国进一步加征3000亿商品关税，或将进一步拖累美国经济（进口商品价格↑，美国家庭负担↑，抑制经济占比七成的消费支出，GDP↓，根据IMF，关

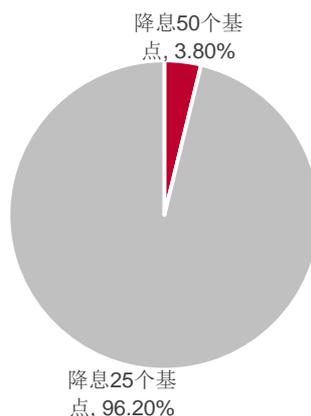
税上升成本几乎全部由美进口商与消费者承担，美国半导体协会统计，若对所有中国输美 IT 产品加征关税，将影响美国 GDP 的 0.9 个百分点，IMF 预估或影响全球 GDP 的 0.5 个百分点)，持续降息或不可避免。根据 CME 观察的数据，在特朗普宣布对中国 3000 亿商品加征关税后，美联储 9 月降息概率大幅提升，降息 25 个基点概率由 56.50% 上升至 96.20%，维持利率不变的概率由 43.50% 变为 0%，降息 50 个基点概率由 0% 上升至 3.80%。我们认为真实收益率下行趋势不改，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金/白银板块配置价值依旧，继续坚定加配贵金属板块。

图表 10: 宣布加征关税前 9 月降息概率



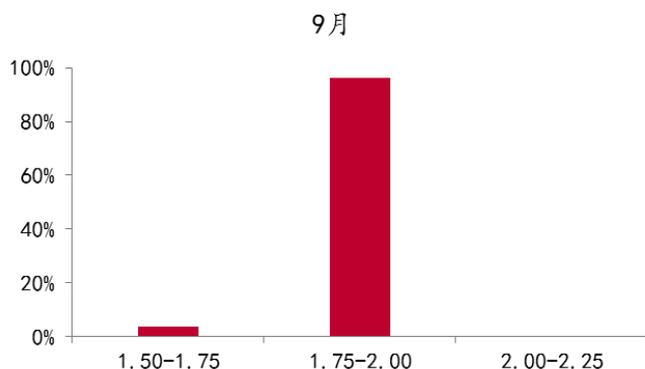
来源：CME，中泰证券研究所

图表 11: 宣布加征关税后 9 月降息概率



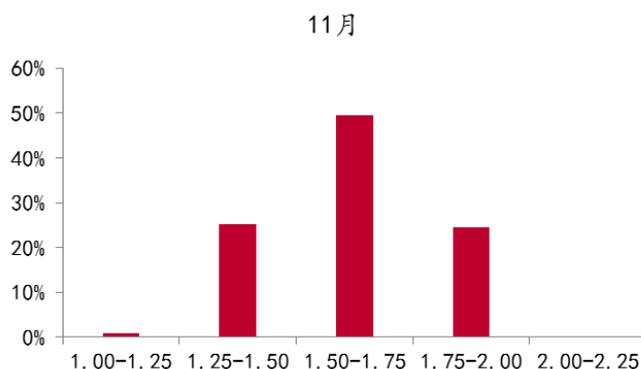
来源：CME，中泰证券研究所

图表 12: 当前 9 月降息预期



来源：CME，中泰证券研究所

图表 13: 当前 11 月降息预期



来源：CME，中泰证券研究所

- 征 3000 亿商品关税，或将进一步拖累美国经济（进口商品价格↑，美国家庭负担↑，抑制经济占比七成的消费支出，GDP↓，根据 IMF，关税上升成本几乎全部由美进口商与消费者承担，美国半导体协会统计，若对所有中国输美 IT 产品加征关税，将影响美国 GDP 的 0.9 个百分点，IMF 预估或影响全球 GDP 的 0.5 个百分点)，持续降息或不可避免。根据 CME 观察的数据，在特朗普宣布对中国 3000 亿商品加征关税后，美联储 9 月降息概率大幅提升，降息 25 个基点概率由 56.50% 上升至 96.20%，维持利率不变的概率由 43.50% 变为 0%，降息 50 个基点概率

由 0% 上升至 3.80%。我们认为真实收益率下行趋势不改，当前时点，金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，维持前期观点，黄金/白银板块配置价值依旧，继续坚定加配贵金属板块。

2.3 欧洲因素：欧元区制造业 PMI 继续低位下滑

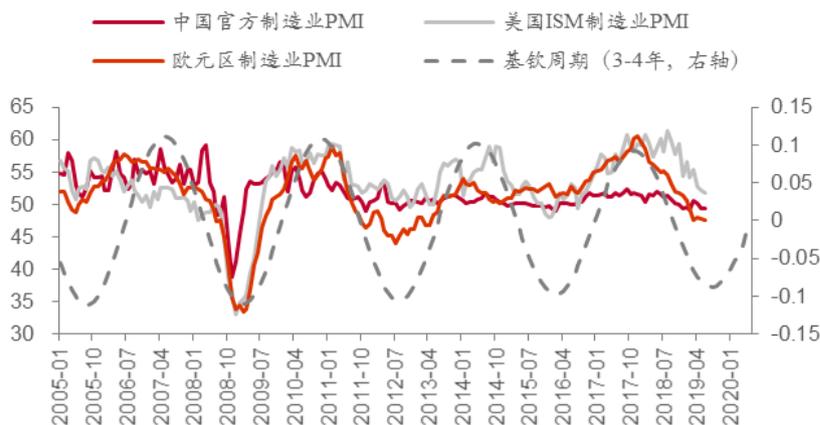
- **欧元区 7 月制造业 PMI 指数继续低位下滑至 46.5。**根据 8 月 1 日公布的数据，欧元区 7 月制造业 PMI 终值为 46.5，预期为 46.4，初值为 47.6。欧元区国家中，18、法国 7 月制造业 PMI 终值为 49.7，预期为 50，初值为 50；德国 7 月制造业 PMI 终值为 43.2，预期为 43.1，初值为 43.1，均在枯荣线以下。制造业 PMI 继续下滑，显示出欧元区经济增长乏力。
- **欧元区二季度实际 GDP 增速回落，显示欧元区 Q2 增长再度失去动能，欧央行重启宽松迫在眉睫。**Q2 实际 GDP 环比增速从 Q1 的 0.45% 回落至 0.20%，此前欧元区实际 GDP 环比增速在 2018 年 3 季度触底(0.17%)，并在 2018 年 Q4 和 2019 年 Q1 连续回升，此次回落显示欧元区增长再次失去动能。此外，经济疲弱有向更多国家扩散的趋势，法国、西班牙与意大利经济增速均出现了放缓的趋势。
- 总体上，我们仍认为，外部不确定性（中美经济增速放缓、全球经贸趋势减弱）或施压于欧元区表现，边际宽松的货币政策的逆周期调节，存在进一步蔓延之势。

图表 14：欧元区 2 季度 GDP 增速回落



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 15：中美及欧元区 PMI & 基钦周期



来源：Wind，中泰证券研究所

3. 贵金属：美国经济继续走低，加配黄金逻辑不变

3.1 美国制造业 PMI 继续下滑，年内预计美联储仍会降息

- 如上文所述，美国 ISM 制造业 PMI 继续下滑，全球贸易前景蒙上阴影，美国经济继续回落，预计年内美联储仍会降息。8 月 1 日最新数据，美国 7 月 ISM 制造业 PMI 仅录得 51.2，明显低于市场预期的 52.0 和前值 51.7，这也是 2016 年 10 月以来的新低水平，美国经济继续走弱很明确。不断走低的 PMI、疲弱的房地产市场以及全球摩擦令美国经济增长前景黯淡，通胀目标尚未达到，美联储下半年继续降息可能性很大。根据 CME 观察的最新数据，预计美联储 9 月降息 25 个基点的概率为 96.20%，降息 50 个基点的概率为 3.80%；10 月降息 25 个基点的概率为 43.7%，降息 50 个基点的概率为 54.2%。
- 真实收益率加速回落，周内金价上涨 1.4%。周内美联储宣布降息 25 个基点，并且于 8 月 1 日结束量化紧缩政策，美国真实收益率加速回落。我们重点跟踪的美国真实收益率指标（USA 10y TIPS yield）已由前期高位（2018 年 11 月初 1.17）回落至当前的 0.20 附近，降幅接近 90bp。周内真实收益率较上周下降至 0.20，不断走低的美国经济数据以及避险情绪的激增令 COMEX 金价周内继续震荡上行，总体收涨 1.4%。

图表 16：金价与美国真实收益率对比

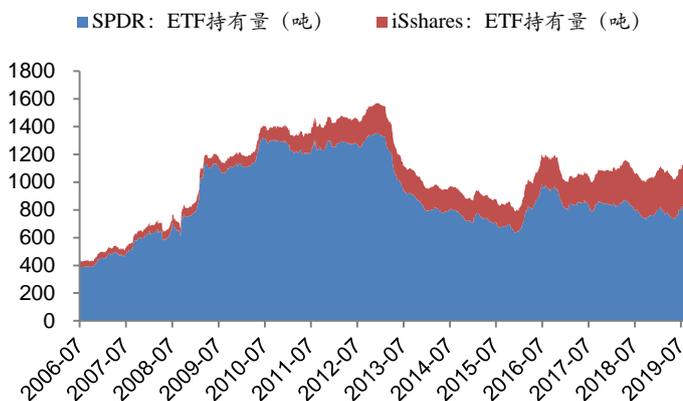


来源: Wind, 中泰证券研究所

3.2 黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构持续

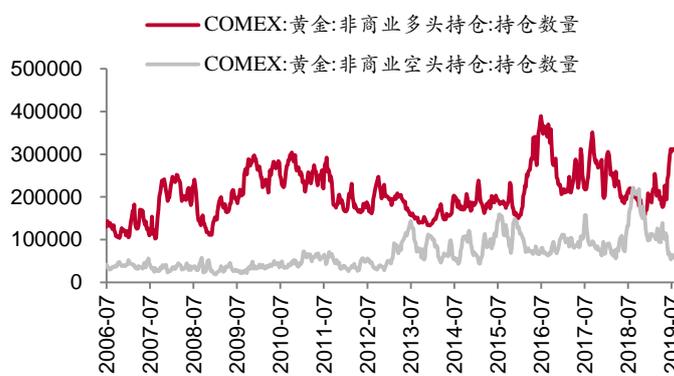
- **黄金 ETF 持仓较为稳定, COMEX 净多头结构延续。** 本周, 黄金 ETF 持仓量 (SPDR+iShares) 1140.23 吨, 较前周增加 20.63 吨, 黄金 ETF 持仓量仍较为稳定。周内, COMEX 黄金非商业多头持仓略微上升至 31.22 万张附近 (前值 31.19 万张附近), 同时非商业空头持仓下降至 5.78 万张附近 (前值 6.06 万张附近), 净多头持仓量环比前周略升至 25.44 万张 (前值 25.13 万张), COMEX 净多头结构延续。

图表 17: 黄金 ETF 持仓情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: COMEX 黄金多头与空头持仓情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **金银比价处于历史高位, 修复动能强劲, 白银投资价值剧增。** 当前金银比处于历史高位, 本周甚至一度超过 90, 从历史上来看, 一般是 40-80 运行区间; 另外, 从工业属性来看, 白银在近三年供给年均 1.4% 收缩, 今年以来持续的光伏高景气 (白银工业需求中增速最快领域), 这些都带动了供需结构的边际变化, 从而使得修复动能很是强劲。

图表 19: 金银比处于历史高位, 向下修复动能强劲



来源：Wind，中泰证券研究所

3.3 基金持仓：黄金增配明显，但仍处历史较低位置

- **从趋势来看**，基金对有色金属行业的配置比例自2018年以来逐步下滑，2019Q2有抬头趋势，主要与黄金行情再次启动有关。**从子板块来看**，2019Q2基金对黄金板块配置占有色金属行业的65.69%，比重环比提升33.59pct；同期对稀有金属的配置环比下降24.68pct至19.59%。虽然近期基金增加了黄金的配置比例，但是拉长时间区间来看，当前基金对黄金的配置比例仍低于1%，远低于历史高位水平，黄金板块并未出现投资过热的情形。

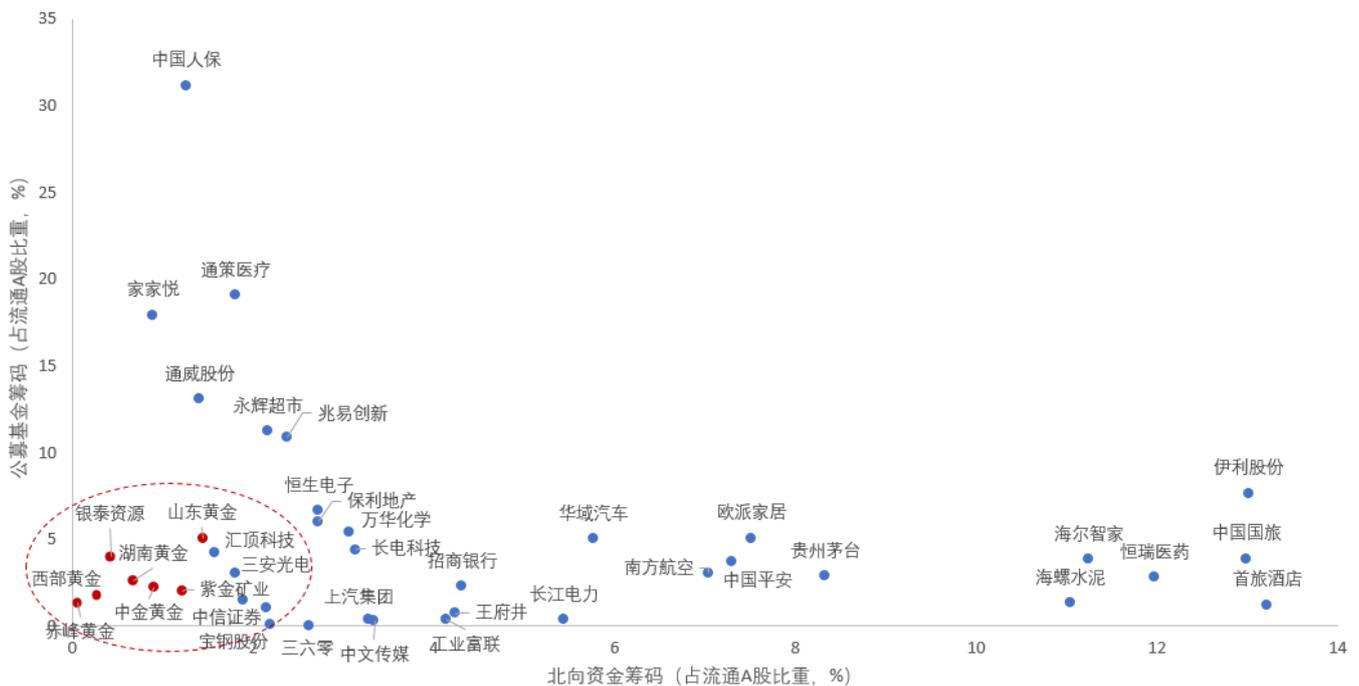
图表 20：黄金板块配置比例仍处历史低位



来源：Wind，中泰证券研究所

- **从筹码分布来看**，黄金板块个股筹码较为分散，配置比例有很大提升空间。我们对比了目前部分行业龙头股与黄金个股公募筹码与北向筹码的分布特征，其中公募持仓数据是2019Q2开放式普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金持仓数据，北向资金数据为2019年7月25日，可以发现：黄金个股集中在了左下方的象限，筹码分布具有两低的特征，即公募基金持仓比例低、北向资金持仓比例低。当然，从黄金板块内部筹码分布来看，国内公募基金与外资均较青睐于山东黄金。

图表 21: 黄金个股筹码分布 (公募 vs. 北向)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 综上, 美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底趋势回落, 当前处于加速回落阶段, 并将继续带动真实收益率趋势性回落, 打开金价上涨空间。我们认为, 当前时点, 金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行, 维持前期观点, 黄金板块配置价值不减。

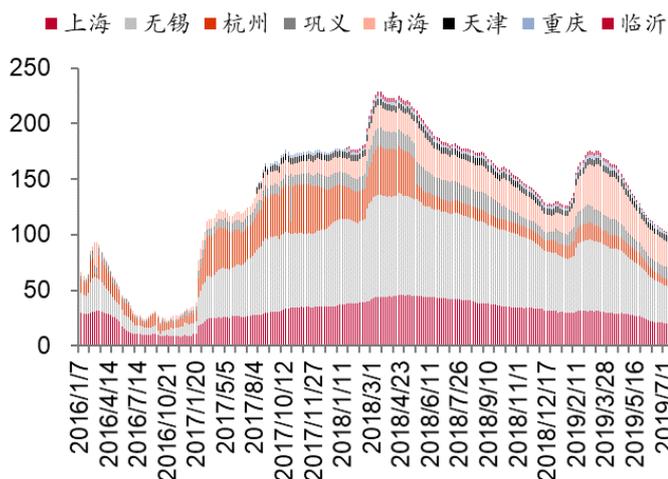
4. 基本金属: 基本面压力仍存, 价格整体回落

4.1 铝: 短期小幅累库, 产业链利润流转至电解铝环节

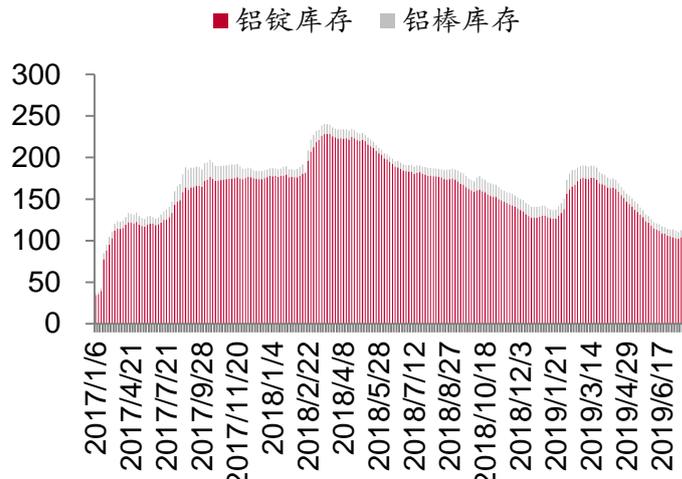
- 短期小幅累库。SMM 统计数据显示, 2019 年 8 月 1 日国内电解铝社会库存 104 万吨, 较前周增加 0.5 万吨。叠加“我的有色”铝棒库存数据, 总计 112.40 万吨 (其中, 铝棒库存 8.40 万吨, 增加 0.05 万吨), 较前周增加 0.55 万吨; LME 库存 8 月 1 日为 102.42 万吨, 较前周增加 0.74 万吨。周内华东地区到货数量仍然不高, 广东地区到货相对稳定, 但出库环比上周有所回落, 据仓库反馈远期来自西北和山东的货源仍将有一部分增量, 预计库存继续维持不顺畅的小幅累库状态, 持续关注消费复苏节奏, 8 月底至 9 月初有望继续迎来新的去库行情。

图表 22: 国内电解铝社会库存走势

图表 23: 国内铝锭及铝棒总库存走势



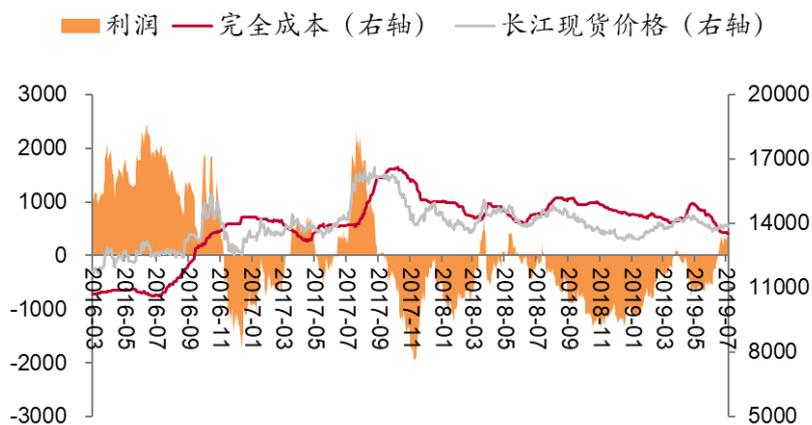
来源：SMM，中泰证券研究所



来源：我的有色，SMM，中泰证券研究所

- 现货交投表现：**本周 A00 先扬后抑，周度价格小幅上涨 26 元/吨，再生铝 ADC12 价格保持平稳。具体来看：1)需求端显现出明显的淡季特征。同时因气温差异，不同地区下游压铸企业高温假安排时间有所不同。整体下游高温假集中于 8 月初附近，故而预计下周下游需求继续维持预期的中的淡季疲软；2) 价格方面，相对滞后的废铝价格对震荡的铝价完全没有敏感度，成本坚挺加之需求疲软，再生铝 ADC12 价格保持平稳；3) 进出口方面，出口 ADC12 价格继续维持弱势，短期预计出口价格持稳，后续国内需求回暖后大概率会同步上涨。进口用作废铝的复化铝合金锭继续维持少量成交。主流再生铝企业并未见使用。
- 盈利表现：**产业链利润由氧化铝环节流转至电解铝环节。由于氧化铝进口环比增加，叠加新增与复产产能持续释放以及氧化铝需求较平稳，氧化铝基本面继续承压，本周价格继续下跌，但氧化铝价格已经跌至成本线，下方空间有限。具体来看，氧化铝平均价格为 2495 元/吨左右，动力煤价格 594 元/吨，预焙阳极价格变动不大，按 8 月 1 日原材料市场价格测算（未考虑企业自身因素），电解铝即时成本为 13525 元/吨，吨铝盈利约 305 元，产业链利润自氧化铝环节流转至电解铝环节。具体走势如下图所示。

图表 24：电解铝成本、利润图



来源：wind，安泰科，亚洲金属网，中泰证券研究所

4.2 铜: TC 继续下滑, 基本面压力较大

- 本周, SMM 干净矿现货 TC 报 53-56 美元/吨, 较上周五降 0.5 美元/吨, 现货铜精矿成交本周较为清淡, 多数市场参与者表示冶炼厂三季度备库基本结束, 采购需求减弱, 多处于观望状态。
- **基本面压力较大, 短期铜价承压。** 1) **需求端**, 2 上半年铜材开工率同比持续负增长, 且 6 月份开始环比也出现大幅下滑, 7 月份预期也不乐观, 三季度电解铜消费难有起色。2) **供给端**, 虽然从铜基本面情况来看, 今年由于检修集中、TC 下滑、新增产能释放不及预期以及原料趋紧等方面的限制, 电解铜供给增量有限, 但随着三季度冶炼厂检修基本结束, 电解铜恢复到正常供应, 且后续还有新增产能逐渐释放, 供给环比将增加。总体来看, 由于目前铜消费的疲弱, 对下半年至少三季度来说依然存在累库的压力。
- **现货交投表现:** 华北地区, 消费依旧表现疲软, 但期铜下跌后, 仍然吸引部分下游工厂逢低买货, 贸易商乘机抬高报价, 天津现货报价小幅上抬。但由于市场买盘有限, 上抬空间有限, 周内报价自贴水 90 元/吨~贴水 20 元/吨上抬至贴水 50 元/吨~升水 20 元/吨。华南地区, 截止本周五, 广东库存报 4.96 万吨左右, 较上周增加 0.69 万吨左右。本周广东地区库存大幅增加, 但消费表现平平, 货源宽裕打压现货升贴水, 周初报价低至贴水 120 元/吨; 期铜连续大跌后, 广东跟上海地区上抬报价, 贴水有明显收窄的趋势, 至周五报价已收窄至贴水 40 元/吨。但由于当地供应压力较大, 本周华南地区生升贴水在各地中仍表现最弱。
- **库存方面**, 截至本周五, 上海保税区库存环比上周五继续减少 1.4 万吨至 38.35 万吨。自 5 月 10 日开始保税区铜库存连续减少已达 13 周, 累计减少 20.45 万吨, 相较春节后减少 5.82 万吨。

图表 25: 铜材开工率



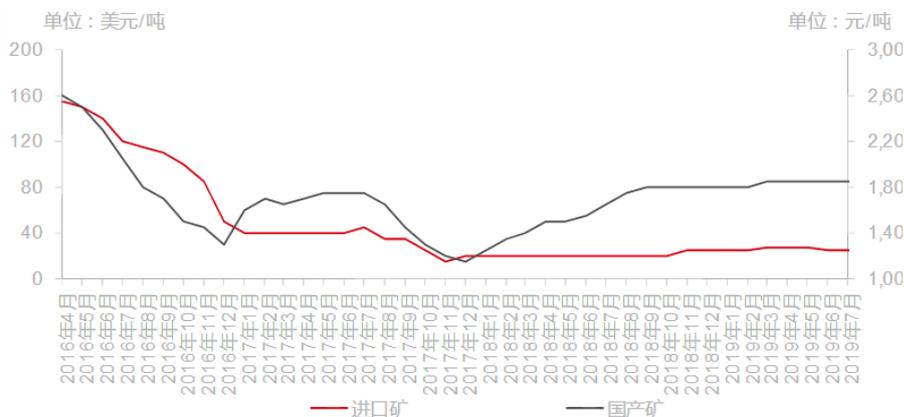
来源: SMM, 中泰证券研究所

4.3 铅: 加工费维稳, 库存延续增势

- **原料端**, 本周国产 50 品位铅精矿到厂主流成交于 1750-1950 元/金属吨, 进口铅精矿主流报价 20-30 美元/干吨。本周各地区国内铅精矿加工费维持不变; 进入 8 月, 原生铅冶炼厂基本属于正常生产, 没有检修的计划, 对于铅精矿的需求料处于近几个月的新高, 而供应方面, 矿山基本属于生产高峰期, 故整个供需结构处于较为稳定的情况, 故近期铅精矿加工

费料变化幅度较小，不变的概率较大。截止周五，本周国内铅精矿各地区加工费环比同期不变，目前 50 品位铅精矿加工费，河南 1700-1900 元/金属吨，湖南 1700-1800 元/金属吨；云南 1750-1850 元/吨，内蒙古 1900-2100 元/金属吨；广西 1700-1800 元/金属吨。

图表 26: 国产及进口铅精矿 TC 走势图



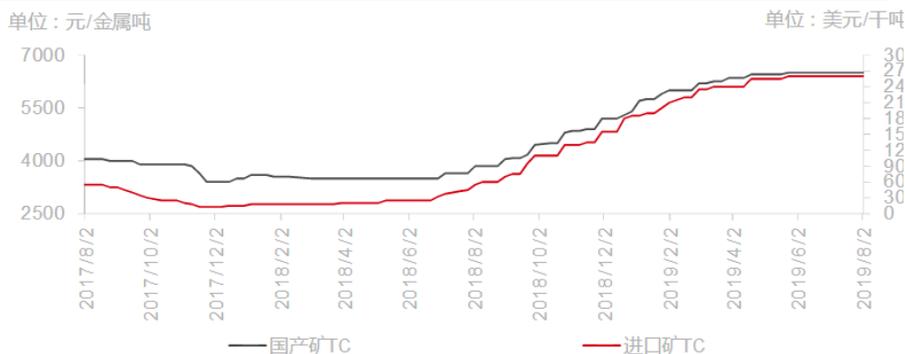
来源：SMM，中泰证券研究所

- 现货交投表现:** 因铅价跌至近期低位，料蓄企采购较为积极；原生铅方面，料炼厂保持常规生产，散单报价升贴水或维持本周水平；贸易方面，持货商或维持正常出货节奏，下周贸易商报或维持本周贴水；再生铅方面，铅价震荡下行，加之环保检查重压，还原铅产量释放承受一定压力，预计再生原生价差或存在进一步收窄的可能，再生精铅主流成交价运行在 16100-16500 元/吨。
- 库存变化:** 本周铅锭五地社会库存总量较上周增 5 千吨至 4.33 万吨。据 SMM 了解，本周铅价高位回落，周初因原生铅与再生铅厂出货普遍维持深贴水（原生铅炼厂报价对 SMM1#电解铅均价贴水 150-50 元/吨报价出厂；再生精铅报价对 SMM1#电解铅均价贴水 250-150 元/吨报价出厂），而国产铅普通品牌报价维持对沪期铅 1908 合约贴水 60-20 元/吨，下游蓄电池企业采购偏向炼厂货源；同时，本周如河南地区原生铅炼厂检修后已恢复供货，增加到货情况，故社会库存延续增势。

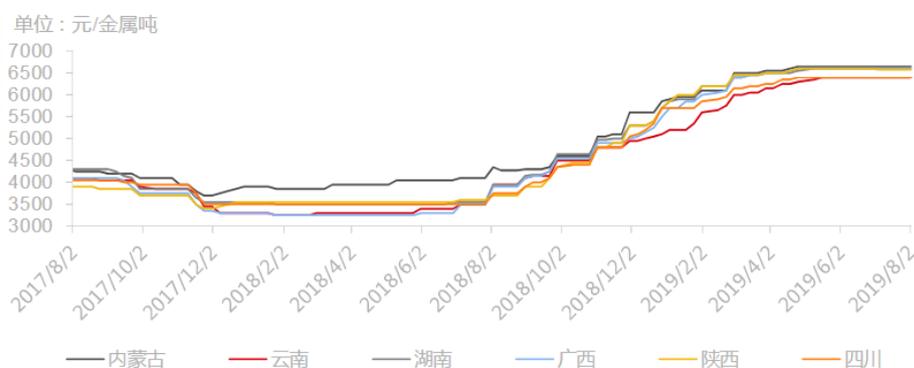
4.4 锌：精矿供需变化不大 TC 持稳，社会库存续降

- 本周国内锌精矿加工费成交于 6250-6650 元/金属吨；进口主流成交于 250-270 美元/干吨。分地区来看，本周内蒙地区主流 6550-6750 元/金属吨；陕西地区主流 6500-6550 元/金属吨；广西、湖南地区主流 6500-6700 元/金属吨；四川、云南地区 6200-6600 元/金属吨，较上周基本持稳。
- 本周平均沪伦比值 7.97(7月29日-8月1日)，较上周 7.96 基本持平，周均进口亏损较上周收窄 20 元/吨至 660 元/吨左右。国内现货市场进口锌少有流通，周中出现少量印度锌，报价较国产 0#贴水 30 元/吨左右，市场快速消化后并未听闻其他进口锌流通。

图表 27: 国产及进口锌精矿加工费对比



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 28：国产锌精矿分地区加工费


来源：SMM，中泰证券研究所

- **供应方面**，炼厂产量处于进一步增加预期，但当前 7-8 月北方炼厂检修相对集中，叠加部分因环保问题影响一定产量，致使当前产量增速缓慢；而进口方面，进口仍处亏损状态下，国内市场进口锌流通量有限；而下游消费上，传统淡季，环比或相对稍有走弱，下游保持逢低刚需采购。整体多空交织，矛盾冲突暂不明显。显现至库存，进入淡季累库预期，但三地锌社会库存并未如预期累增，而降幅上亦不明显。当前多空力量均不强，锌价上冲稍有乏力，但下方亦跌幅有限。
- **现货交投表现**：上半周临近月底，贸易商交投气氛冷清，报价持稳于升水 70-80 元/吨左右，买卖双方僵持严重，而下游逢高亦鲜有询价采购，总体表现较为平淡。下半周转入 8 月，期锌运行重心逐步下移，下游刚需入市采购积极性提高，同时贸易商长单补货需求释放，需求支撑同时库存并未累增背景下，市场流动性略有收紧，报价水涨船高，周五最高已报至升水 150 元/吨，然高升水刺激下持货商出货意愿增强，周五午后报价小幅回落。总体成交较上周略有好转。
- **库存变化**：本周三地锌社会库存较上周五下降 200 吨，较本周一下降 100 吨至 14.43 万吨，库存仍未出现明显累库。据 SMM 了解下来，近期市场到货依旧不多。国内炼厂检修等影响下，发货节奏放缓，进口持续亏损状态下，到货依旧不多。下游方面，仅保持刚需采购为主。整体库存变化暂不明显。

4.5 锡：市场需求疲软，锡价低位震荡

- **价格方面**，本周伦锡总体呈下跌态势，截至周四已连续 6 个交易日阴跌，周五价格有所回升。本周美联储利率决议公布降息 25%，美元指数应声大涨，最高冲高至 98.941 后有所回落，加之本身 LME 锡库存高企，伦锡走势有所受抑承压下行。周四晚间公布的 LME 锡库存大幅下降 910 吨，加之美元指数重心有所下行，伦锡今日小幅上扬，但总体重心依旧维持在较低水平。
- 本周沪期锡维持盘整的格局未变，总体维持在 133500-136000 元/吨区间震荡。现货市场价格也较为稳定，跟随盘面上下波动，周五沪锡现货主流成交价为 135000-136500 元/吨附近。目前价差缩窄，套盘商逢低采购锡锭的积极性受限，本周套盘商及下游企业均买兴较弱。现货市场成交氛围总体偏淡。升贴水方面由于下游需求较为疲弱哪位有明显的变化，周五套盘云锡升水 1000-1300 元/吨，普通云字升水 600-900 元/吨，小牌升水 400 元/吨。
- **产销库存方面**，根据亚洲金属网披露的数据显示，我国 6 月份锡精矿生产商库存量为 1270 吨，环比增加 12.4%，同比减少 59.5%；6 月份锡精矿生产商销量为 3795 吨，环比下滑 1.6%，同比下滑 13.6%。

图表 29: 锡价格走势



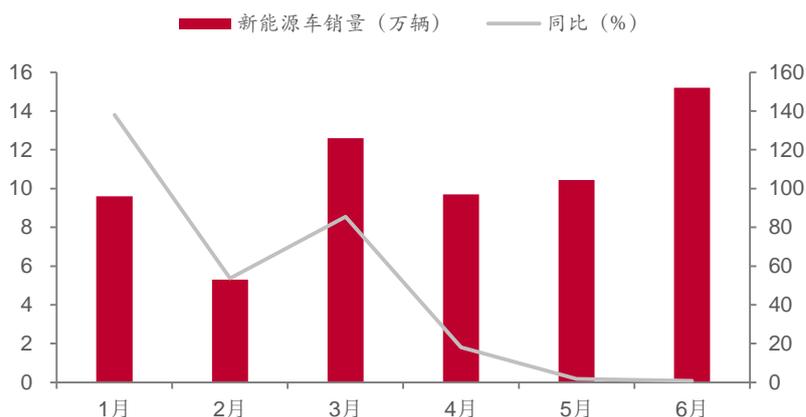
来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5、新能源金属：钴锂中期仍承压，钴价短期异动反弹

5.1 电动车产业链：海外市场远景可期

- 中国汽车工业协会近日下调了年初对于 2019 年汽车销量的预判，因上半年市场表现低于预期。经过重新评估，中汽协预计 2019 年全年汽车销量为 2668 万辆左右，同比下滑 5%。新能源汽车部分，根据中汽协预测，2019 年全年新能源汽车预计销售 150 万辆左右，同比增长约 19.4%，但低于此前 160 万辆的预测。根据此前中汽协公布的数据，1-6 月，新能源汽车销售则为 61.7 万辆，虽然同比增长 49.6%，但远低于去年同期 111.6% 的增长。从品类来看，新能源乘用车依然为流产品，上半年共计销售 56.3 万辆，同比增长 58.7%，而新能源商用车销售 5.4 万辆，同比下滑 6.6%。从各种类占整体市场份额来看，2019 年上半年新能源乘用车销售份额依旧在增长，但新能源商用车份额出现了大幅缩水，分析主要原因是整体客车市场不景气，影响了新能源客车的销售。补贴退坡将对行业产生深远影响。

- 海外市场方面，印度商品和服务税（GST）委员会宣布，将电动车的商品和服务税税率从 12% 下调至 5%，并取消部分电动车零部件的进口关税，以帮助提振电动汽车的销量并减少对化石燃料的依赖。此外，欧洲相关组织表示，随着欧洲市场上电动车型号成倍增加，未来两年或将是电动汽车占领欧洲主流市场的转折点。欧洲的电动汽车产量将在 2019-2025 年间增加 6 倍，届时将会生产 400 多万辆轿车和货车，这一产量占到欧盟汽车产量的 20% 以上。

图表 30: 2019 年我国上半年新能源车销量


来源：中汽协，中泰证券研究所

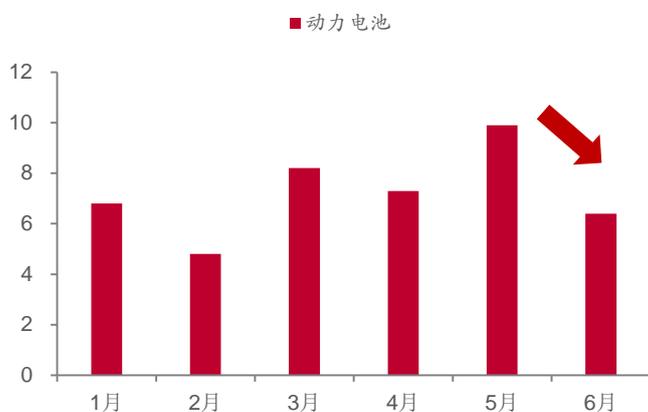
- **2019 上半年动力电池投扩产规模仍然较大，但短期受补贴退坡过渡期截止影响，动力电池仍以去库为主。**根据高工锂电数据显示，2019 年 1-6 月国内动力电池投扩产合计产能规模超 260GWh（部分企业未披露具体规模），加上国外项目总产能或超 400GWh。上半年动力电池投扩产项目主要体现一下特征：1）单个项目产能及投资规模升级，2019 年上半年动力电池单个投扩产项目无论是在产能还是投资方面都大幅提升，其中，产能规模达 20 GWh 以上的项目就多达 10 个，最大规模的产能达 80 GWh；2）外资电池品牌快速崛起以及本土电池企业走向国门。与国内动力电池企业大肆布局相似，外资电池企业也在加快其产能布局，主要集中在中国和欧洲市场。但短期来看，由于 Q1 各电池企业产量扩张较快，当前行业库存保持在较高的位置，未来动力电池仍以去库为主。

5.2 锂钴：钴价持续反弹，锂价仍然弱势

- **消费电子尚未好转，动力电池减产，上半年钴价持续磨底。**1、消费电子尚未好转：今年以来消费电子仍然疲软，2019 年 1-6 月，我国手机产量共 8.1 亿台，同比减少 6.9%，全球智能手机与 PC 同比仍落在负增长的区间；2、动力电池减产：动力电池厂家显著减产，6 月龙头电池厂整体产量减少 30% 以上，整体上来看，国内动力电池产量共计 6.4GWh，环比下降 35.7%。其中三元电池产量 4.5GWh，环比下降 29.5%，占总产量比 71.2%；磷酸铁锂电池产量 1.7GWh，环比下降 27.3%，占总产量比 26.5%。3、2019H1 钴价持续回落磨底：与此同时，上游钴原料供给仍显较为充裕，钴价格持

续回落，MB 钴（标准级）由 27.25 美元/磅跌至 12.78 美元/磅，累积跌幅达到 53%；钴盐方面，硫酸钴由年初的 6.5 万元/吨回落至目前 3.5 万元/吨，跌幅达到 46%。

图表 31: 国内动力电池产量



来源：中国汽车动力电池创新联盟，中泰证券研究所

图表 32: 国内智能手机产量



来源：Wind，中泰证券研究所

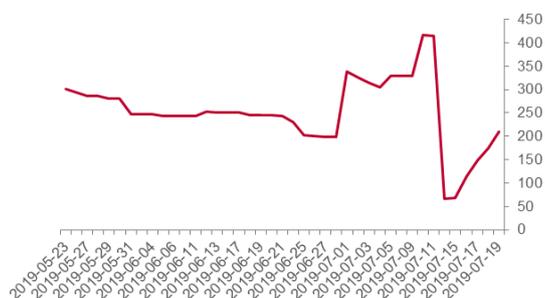
- 国内与海外钴价均异动，逻辑几何？**自 3 月钴价出现反弹以来，近期钴价再次出现反弹。3 月钴价曾因生产商惜售、贸易商提价而出现反弹，但并未改变价格下行趋势，而近两周以来，钴价亦出现异动，多家机构上调了报价。在钴价持续下跌后，近期支撑钴价继续下跌的三点逻辑发生了变化。
 - 供给端收缩，库存处于低位：**价格上半年持续回落，国内电钴企业主动减产，今年上半年产量 3735 吨，较去年 4190 吨，同比减少 11%，此外 2019 年 1-5 月，国内进口钴原料(金属量)为 2.71 万吨，同比下滑 10.9%；库存方面，进入 7 月以来，无锡盘钴库存量最低回落至 70 吨，较去年年中 500-600 吨高位已经明显去化。
 - 产业链部分需求商与生产商出货节奏的变化：**部分需求商认为价格已经接近筑底，开始分批建仓，下游采购意愿增强，生产商惜售情绪较浓，抬涨报价，市场虽无大批量成交，但零星散单交易价格上涨。
 - 钴价在长期下跌后已经处于历史低位，已经接近成本线附近：**当前钴价已经跌至 2016 年四季度上涨前的水平，处于近 10 年的历史低位，根据安泰科统计，按照目前企业拿到的钴矿成本来看，国内金属钴成本在 18 万元/吨左右，硫酸钴成本约为 17 万元/吨左右(折算成钴金属)，金属钴与钴盐生产商处于亏损状态，所以生产商不愿意继续降价，预计未来短期内，钴价存在反弹可能；
 - MB 钴价短期具备向上动力：**8 月 2 日 MB 钴价，无论是标准级还是合金级，高低幅价格都出现异动反弹，其中 MB 标准级钴低幅价格为 12.2 美元/磅，折合当前含税价格 20.9 万/吨，较国内约 22 万存在一定价差，短期拥有修复动力，并且，考虑到贸易商资金进场与夏休之后传统旺季的到来，MB 钴价短期具备向上动力；
 - Katanga 产量不及预期，**或在 8 月 7 日 Glencore 财报当中下修年初产量指引，有望修复悲观预期(下文重点分析)。

图表 33: 不同机构钴报价

第三方机构	钴产品	单位	8月2日	7月26日	涨跌幅	
MB	MB钴(低级)	美元/磅	12.4	12.5	-0.8%	
	MB钴(高级)	美元/磅	12.6	12.8	-1.6%	
AM	钴精矿	美元/磅	7.9	7.9	0.0%	
	金属钴	元/公斤	225.0	211.0	6.6%	
	钴粉	元/公斤	222.5	222.5	0.0%	
	硫酸钴	元/公斤	37.0	36.5	1.4%	
	四氧化三钴	元/公斤	144.5	144.5	0.0%	
	碳酸钴	元/公斤	94.5	94.5	0.0%	
	氯化钴	元/公斤	42.5	42.0	1.2%	
	氧化钴	元/公斤	142.5	142.5	0.0%	
百川资讯	钴精矿	美元/磅	12.6	12.3	2.6%	
	金属钴	万元/吨	22.1	21.6	2.3%	
	钴粉	万元/吨	22.9	22.9	0.0%	
	四氧化三钴	万元/吨	14.8	14.8	0.0%	
	氧化钴	万元/吨	14.6	14.6	0.0%	
	硫酸钴	万元/吨	3.6	3.6	0.0%	
	氯化钴	万元/吨	4.3	4.3	0.0%	
	草酸钴	万元/吨	3.6	3.6	0.0%	
SMM	钴酸锂	万元/吨	19.2	19.2	0.0%	
	电钴	万元/吨	22.4	21.9	2.3%	
	硫酸钴	万元/吨	3.7	3.7	0.0%	
	氯化钴	万元/吨	4.3	4.3	0.0%	
	四氧化三钴	万元/吨	14.7	14.7	0.0%	
	氧化钴	万元/吨	14.5	14.5	0.0%	
CBC有色钴锂网	钴粉	万元/吨	23.0	23.0	0.0%	
	电解钴(Co≥99.8%)	万元/吨	22.4	21.3	5.2%	
	电解钴(Co≥99.98%)	万元/吨	23.3	22.0	5.7%	
	电解钴(进口钴)	万元/吨	24.0	23.8	1.1%	
	硫酸钴	万元/吨	3.8	3.7	1.3%	
金藏公司 上海金属网 中国镍钴网 安泰科 长江有色 无锡不锈钢	氯化钴	万元/吨	4.4	4.4	1.1%	
	钴酸锂	万元/吨	19.2	19.2	0.0%	
	金藏钴	万元/吨	24.0	22.0	9.1%	
	国产/进口钴	万元/吨	23.2	21.9	5.9%	
	国产/赞比亚钴	万元/吨	23.2	21.7	6.9%	
	金属钴	万元/吨	22.4	22.1	1.4%	
	凯力克/金川钴	万元/吨	22.4	22.3	0.4%	
	钴价指数		22.2	21.6	3.0%	
	wind	广东南储金川钴	万元/吨	23.4	22.4	4.5%

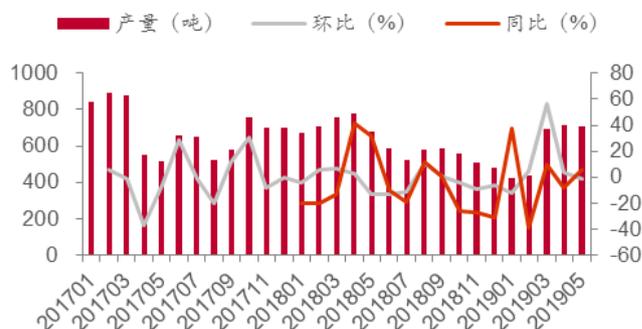
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 34: 国内无锡盘电钴库存量变化



来源: 无锡不锈钢电子交易中心, 中泰证券研究所

图表 35: 国内电钴产量及同比增速



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 供给端边际变化: 2019 年 Glencore 钴产量或低于预期, 产量减少有望修复供给过剩所导致的悲观预期, 但高库存形成的有效供给压力仍在。** 2019 年 Glencore 产量指引区间为 5.5 万吨-5.9 万吨, 较 2018 年增加 1.08 万吨-1.88 万吨, 但根据 2019 年上半年生产报告, Katanga 上半年产量 6100 吨, 预估 Katanga 全年产出或将低于指引 2.6 万吨, 产量指引或将在 2019Q3 进行调整。我们预计, 由于 Katanga 当前产量不及预期, Glencore 产量增量或减少至约 5000 吨, 但从长期生产目标来看, 随着后续 Katanga “debottlenecking” 项目完成, 对现有工厂进行升级改造, 全生命周期内平均每年生产能够生产 3 万吨的钴。今年 Katanga 产量的减少, 或在一定程度上修复供给过剩所导致的悲观预期, 但是, 我们也注意到, Katanga 实际销售量很少, 2018 年实现 1430 吨销售, 2019 年也并未实现销售, 意味着自去年一季度至今, Katanga 产出的合计 1.72 万吨钴产出, 形成至少 1.5 万吨以上的库存, 实际有效供给压力仍然存在。

图表 36: Glencore 历史上钴产量 (吨)

矿产商	矿山项目	国家	类型	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019H1vs2018H1
Glencore														
	Mutanda Mining	DRC	Cu	5,700	5,500	6,000	6,700	5,600	6,200	7,400	8,100	6,400	7,000	14%
	Katanga Mining / KCC	DRC	Cu	-	-	-	-	500	2,500	3,500	4,600	3,500	2,600	103%
	Minara Resources/Murrin Murrin	Australia	Ni	500	600	900	700	700	700	700	800	800	600	0%
	Sudbury / Raglan	Canada	Ni	100	300	200	200	200	300	200	200	200	200	-20%
	total			6,300	6,400	7,100	7,600	7,000	9,700	11,800	13,700	10,900	10,400	28%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

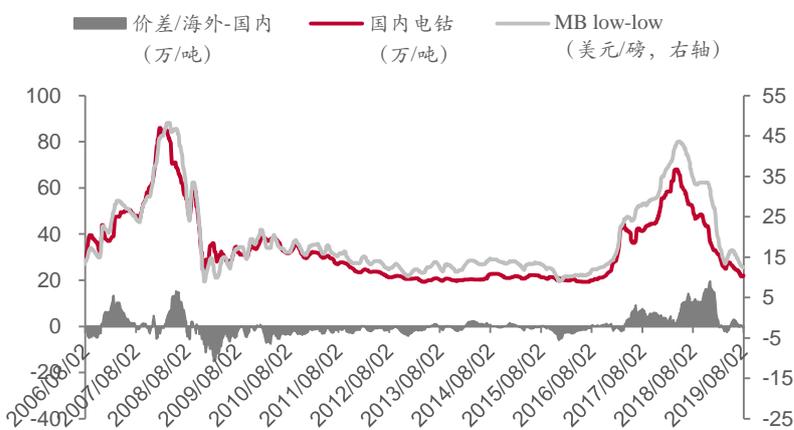
图表 37: Katanga 全年产出或将低于指引

	2017	2018	2019H1	2019指引下沿	2019指引上沿	2019E	2019E vs. 2018
Katanga	-	11,100	6,100	24,000	28,000	16,100	5,000
其他	27,400	31,100	15,200	29,000	33,000	31,100	0
合计	27,400	42,200	21,300	53,000	61,000	47,200	5,000

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 长期来看，钴趋势上涨逻辑是否成立？** 1) 需求端，当前钴下游市场需求仍然疲软，不足以支撑钴价持续大幅上涨。新能源汽车方面，根据中汽协预测，2019年全年新能源汽车预计销售150万辆左右，同比增长约19.4%，但低于此前160万辆的预测。动力电池方面，动力电池产量6月份减产35%左右，目前库存较高，短期内以去库和产品升级为主，此外，“国五”车型去库效应影响深远，大量新能源乘用车短期需求已被替换，后市需求仍有被挤压空间。此外，消费电子方面，全球智能手机与PC产量同比仍在负增长区间内，由于当前5G处于布局初期，消费者换机需求较弱；2) 供给端，钴主要生产商嘉能可2019年上半年钴产量为2.13万吨，较去年上半年同比增加了4600吨，此外新增产能将陆续投放，2019年增量项目主要来自，除Glencore旗下KCC以外，还有ERG旗下RTR以及Shalina/Chemaf，其中KCC与ERG为最主要的供给增量：Glencore的KCC项目产量虽或将低于指引，但其形成1.5万吨以上的高库存压力，并且长期来看，3万吨产量目标并未改变；ERG旗下RTR项目一期1.4万吨，目前正处于试生产当中；另外，Chemaf方面，直到2020年的产出被托克承购，2017年设计产能3800吨的工厂投产，使得公司粗钴产能达到6200吨，其扩建Mutoshi 1.6万吨产能将在2019-2020年或更晚释放。综合供需来看，短中期内钴仍处于过剩状态，价格将继续底部震荡。

图表 38: 国内外钴价历史走势



来源：亚洲金属网，MB，中泰证券研究所

图表 39: 钴供需平衡表预测

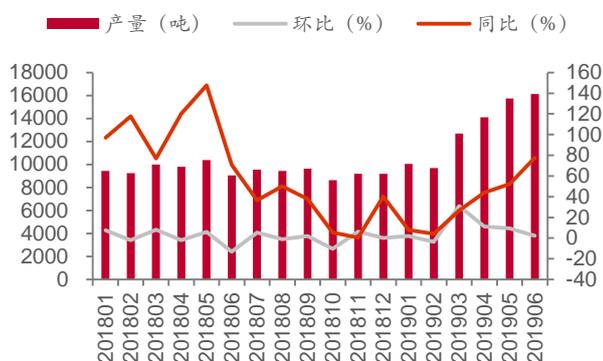
钴供需平衡预测			2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
供给	吨/年		96,184	94,741	104,328	113,960	124,759	145,628
		change%		-2%	10%	9%	9%	17%
需求	吨/年		94,529	101,195	105,943	107,458	122,999	139,788
		change%		7%	5%	1%	14%	14%
供给缺口	吨/年		1,655	(6,454)	(1,615)	6,502	1,760	5,840
	供给缺口所占比例	change%	2%	-6%	-2%	6%	1%	4%

来源：Darton，公司公告，中泰证券研究所

- 下游需求锐减，锂价亦持续走低。** 1) 现货交投，电池级碳酸锂需求不

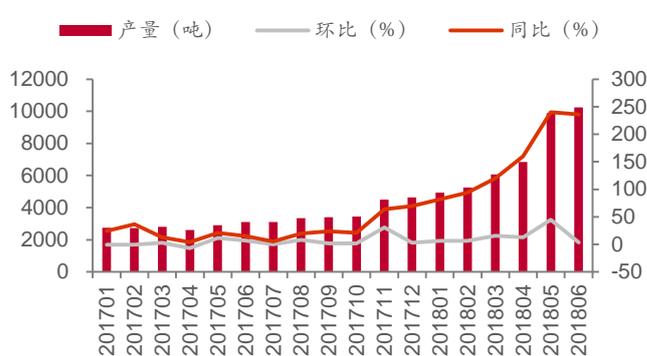
佳，交易零星，当前价格处于下行区间；氢氧化锂方面，下游高镍发展进度不及预期，电池级氢氧化锂需求不佳，成交稀少；三元材料方面，电池企业开工率恢复进度缓慢，除高镍三元材料需求稳定外，其余产品订单稀少。2) 需求端，6月起国内 3C 市场进入传统消费淡季，国内手机市场趋于饱和，短期难迎新的需求拐点；受新能源补贴退坡影响，动力汽车市场成交疲软，订单走弱。3) 供给端，根据亚洲金属网的统计，6月份国内氢氧化锂产量为 10350 吨，环比走高 3.7%，同比上升 236.1%；碳酸锂产量为 16120 吨，环比走高 2.4%，同比上升 77.5%；三元材料产量 17740 吨，环比减少 4.8%，同比上升 109%；第二季度，澳洲锂辉石的出货量（折合碳酸锂 LCE）达到 5.01 万吨，环比下降 4.5%；澳大利亚锂生产商 Orocobre 二季度碳酸锂产量为 3455 吨，环比上升 12%。

图表 40: 国内碳酸锂产量



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

图表 41: 国内氢氧化锂产量



来源：亚洲金属网，中泰证券研究所

5.3 稀土磁材：主流稀土产品价格回暖，中重稀土未来可期

- 本周稀土市场价格回暖：**本周氧化镨钕、氧化钕、氧化镝、氧化铽和氧化钆的价格有了企稳并上扬，氧化镨钕周五报价 29.3-29.8 万元/吨，氧化钕跟涨至 29.5-30 万元/吨，氧化镝价格张张至 189-192 万元/吨，氧化铽价格上调至 393-395 万元/吨，氧化钆涨至 16.5-17 万元/吨。上周由于受到商储会议的影响，市场信心得到提振，部分市场人士对于后市收储存在信心，上游商家挺价意愿渐浓。本周五特朗普宣布对于自中国出口到美国的 3000 亿美元的商品加征 10% 的关税，稀土市场利好信心得到了进一步的提振，主流稀土产品的现货价格也有了不同程度的上扬，稀土市场持货惜售的情绪渐浓。
- 供给端，重稀土矿紧张格局不改。**7 月因腾冲口岸暂停缅甸稀土进口，重稀土矿进口数量仅为 517 吨，环比下降 3,842 吨。矿石含镨钕氧化物和氧化镝分别为 135 吨和 21 吨，同比减少 571 吨和 88 吨。美国轻稀土矿进口量为 3,393 吨，同比增加 37 吨，总体变化不大。极少量进口主要是通过片马口岸入境，但是，缅甸 Q3 正处于雨季，绕道该关口进行运输难度较大，另外，缅甸稀土进口的管理趋严也将会加大进口难度。
- 政策面，中美贸易关系升级将导致稀土价格上涨。**8 月 1 日，特朗普宣布可能对我国 3000 亿的商品加征关税，稀土作为不可或缺的战略小金属品种，鉴于中美贸易更加紧张的关系，国家或将推出更多引导稀土行业更加健康持续发展的政策，供需结构进一步改善预期或将推动短期价格波动。

- **钕铁硼磁材方面，价格下跌幅度较大。**根据百川资讯的数据，截至8月2日，钕铁硼 N35 价格报 121.5 元/公斤，较上周下跌 8.30%，作为稀土板块下游“影子”，以“原料库存 & 毛利率定价”模式，直接受益稀土价格上行。更为重要的是，我们认为，新产品开发导入带来的成长性行业发展动力源泉，对于钕铁硼磁材企业来说，企业的成长性最为重要，这包括固有产品的新周期、新产品的开发导入等方面，尤其后者是企业成长的真正源动力；站到当前时点，以国内龙头企业进入全球主流新能源车产业链供货体系为代表，随着新能源车新产品不断导入和放量，行业有望迎来新一轮的景气上行周期。

6. 投资建议

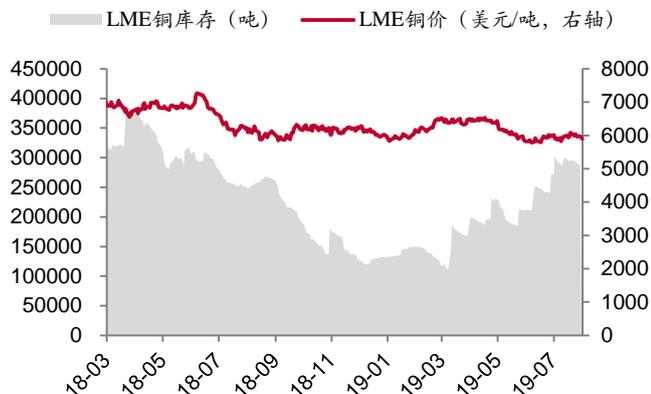
- **投资建议：**美国经济“后见顶、后见底”并趋势回落，带动真实收益率趋势回落。当前金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易国债收益率下行，贵金属短期回调但不改配置价值，亦是我们板块内现在配置的重点；而从中长期来看，电解铝和钕铁硼磁材也需要给予关注——电解铝“产能红线”推动行业格局演绎为“产出顶、库存底”，位于中周期起点；钕铁硼磁材行业有望随着新能源车产品导入并放量，或迎来新一轮景气周期。核心标的：山东黄金、湖南黄金、盛达矿业、正海磁材、中科三环、紫金矿业、中国铝业、云铝股份等。

7. 风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 产业政策不及预期的风险
- 环保政策落地不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 新能源汽车销量不及预期的风险，
- 钴锂原材料产能释放超预期带来的价格回落风险

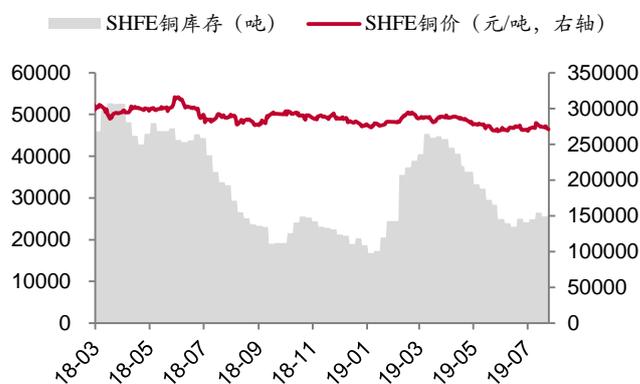
8. 附录：全球有色金属价格、库存走势（07.29-08.02）

图表 42: LME 铜价及库存走势



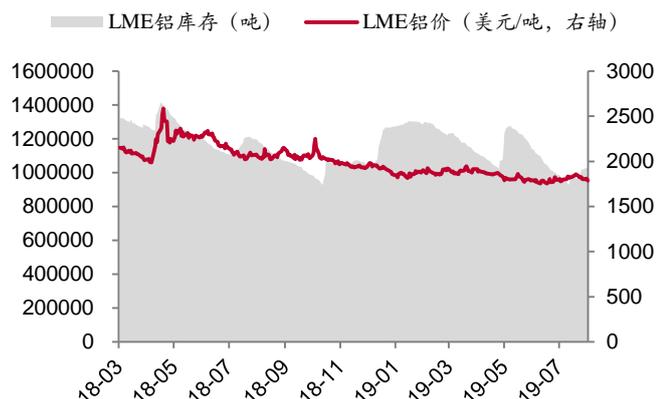
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 43: SHFE 铜价及库存走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 44: LME 铝价及库存走势



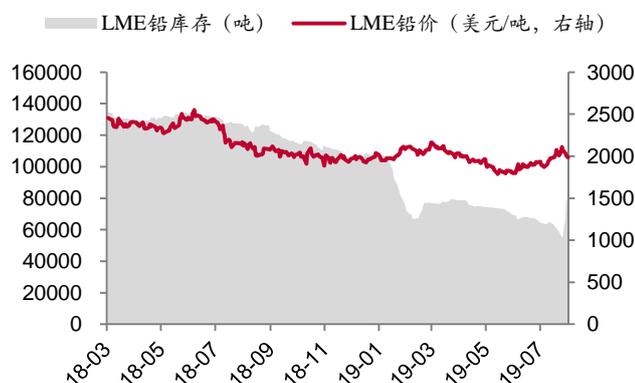
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 45: SHFE 铝价及库存走势



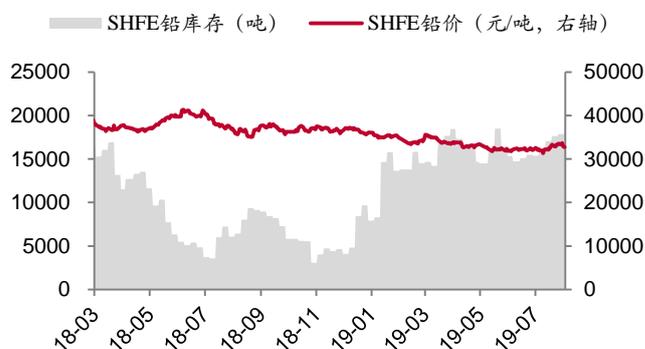
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 46: LME 铅价及库存走势

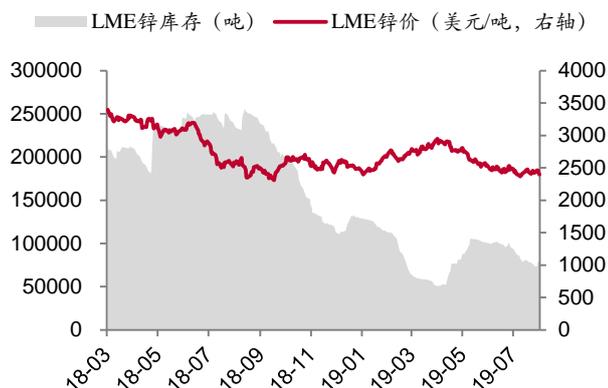


来源: wind, 中泰证券研究所

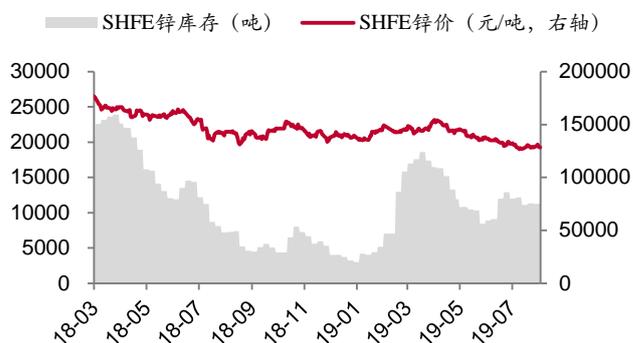
图表 47: SHFE 铅价及库存走势



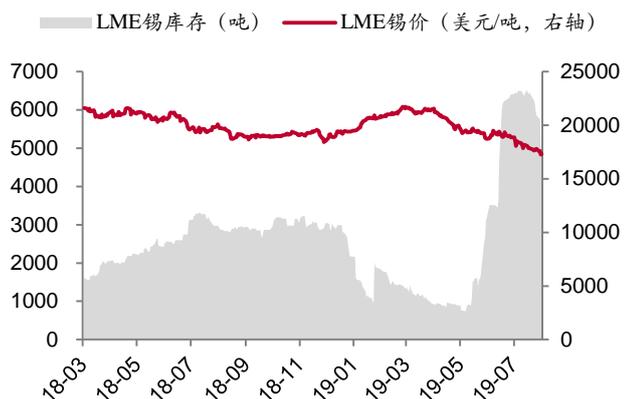
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 48: LME 锌价及库存走势


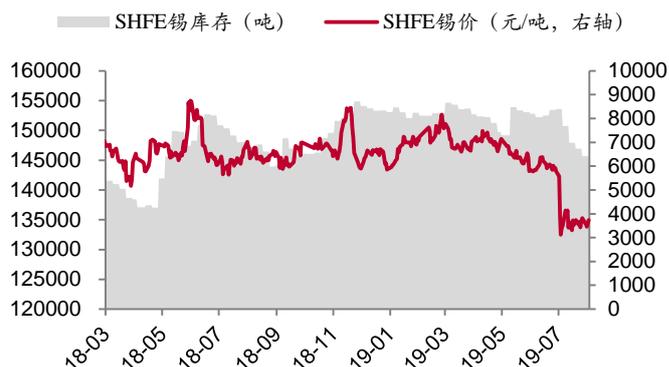
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: SHFE 锌价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 50: LME 锡价及库存走势


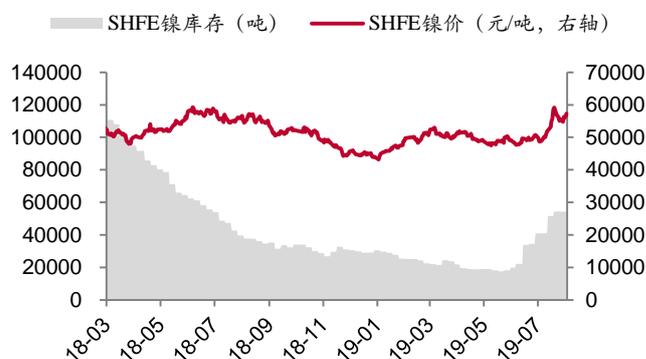
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: SHFE 锡价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 52: LME 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 53: SHFE 镍价及库存走势


来源: wind, 中泰证券研究所

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。