



# 把握黄金的确定性机会

## ——下半年贵金属板块投资展望

太平洋证券有色钢铁首席分析师杨坤河  
执业资格证书编码：S1190518070001

2019.08.14

# 目录 / CONTENTS

Pre

今年以来贵金属板块表现优异

1

金价走强主要是两方面因素

2

长期更确定性的逻辑：美元信用对冲

3

特定时期：滞胀期+人民币破七+降息潮+收益率曲线倒挂

4

投资建议：板块估值不贵，推荐四带一

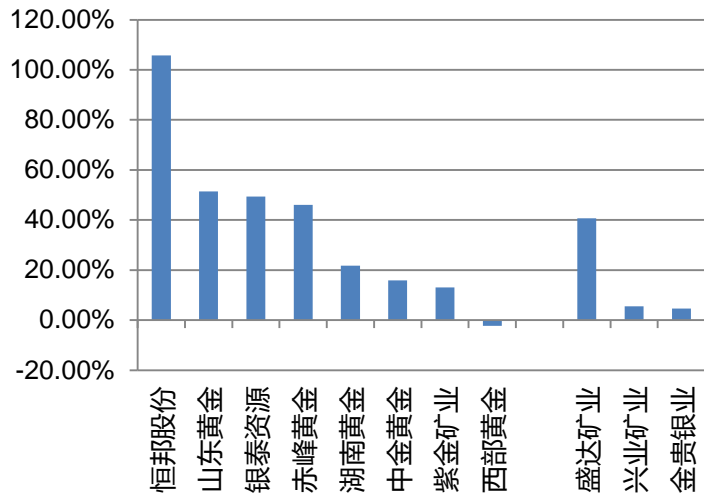
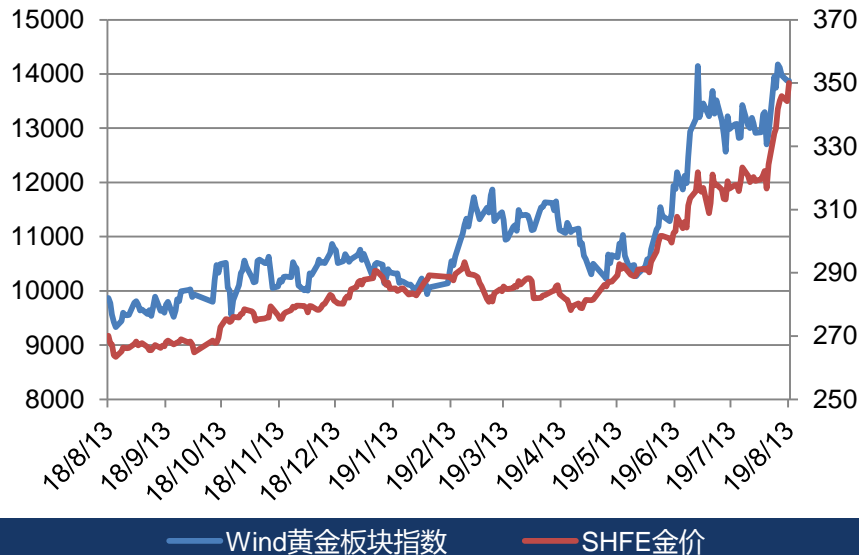
5

风险提示

# 序、今年以来贵金属板块表现优异

今年以来贵金属股票和商品显著跑赢大盘

数据来源：Wind，太平洋证券



■ 主要贵金属标的今年以来涨幅（截止8月12日）

- 今年以来A股黄金板块整体涨幅36%，SHFE金价涨幅21%；同期上证综指涨幅11%；
- 个股中恒邦股份涨幅超过100%，山东黄金、银泰资源、赤峰黄金、盛达矿业涨幅40%以上；

# 序、今年以来贵金属板块表现优异

- 20181014 报告 “黄金配置时机或来临”
- 20181021 报告 “重点关注黄金和钼板块”
- 20181027 报告 “重申黄金配置四点逻辑，适当关注白银”
- 20181103 报告 “继续建议配置黄金和黄金股”
- 20181110 报告 “可战略配置黄金和黄金股”
- 20181118 报告 “看好黄金在大类资产配置中的表现”
- 20181125 报告 “2019 年看好黄金白银和钼”
- 20181202 报告 “继续看好黄金白银配置价值”
- 20181209 报告 “继续推荐黄金及部分小金属”
- 20181216 报告 “金价有望迎来再次反弹，黄金股当前也仍然是合适的配置点”
- 20181223 报告 “黄金和黄金股是 2019 年上半年最佳资产配置之一”
- 20190105 电话会议：黄金还能涨多久？
- 20190107 报告 《避险或支撑金价继续向好》
- 20190113 报告 《金价仍然乐观可回调买入》
- 20190127 报告 《黄金！黄金！调整后配置价值再次回升》
- 20190210 报告 《节后看好黄金和铁矿石》
- 20190223 电话会议：黄金逻辑再梳理
- 20190224 报告 《论黄金配置三点逻辑兼议银漫矿业事故影响》
- 20190310 报告 《回归基本面，谈谈金铜，说说钢铁》
- 20190324 报告 《两点观察继续坚定对黄金的推荐》
- 20190505 报告 《贵金属板块配置价值回升》
- 20190512 报告 《贵金属是不确定性中较好的防御板块》
- 20190526 报告 《防御配黄金，进攻配稀土》
- 20190602 报告 《黄金防御特征突出》
- 20190609 报告 《黄金配置逻辑强化，稀土政策利好发酵》
- 20190613 电话会议：防御搞黄金，进攻配稀土
- 20190616 报告 《黄金、稀土、钢管股》
- 20190623 报告 《黄金股现在贵不贵？》
- 20190625 太平洋大制造电话会议：黄金股是目前最为确定的品种



太平洋有色钢铁研究  
Pacific Research in Metals & Mining

联系人：杨坤河 18500313059

更多信息请关注太平洋有色钢铁公众号

微信号：  
MetalsMining

长按扫码关注我们



# 1、今年以来金价走强主要是两方面因素

美联储降息+地缘政治危机发酵升级



- 美联储货币政策委员会宣布将联邦基金利率下调25个基点至2.25%，为自2008年12月以来首次降息，并且提前停止缩表；
- 美联储：此次降息为未来继续降息敞开了大门，称在继续评估即将发布的数据时，将“采取适当措施维持经济扩张”。
- 美联储主席鲍威尔：目前的降息决定不意味着漫长的降息周期的开始；采取更加宽松的政策是合适的；
- 美联储还可能在今年9月和12月继续进行降息。

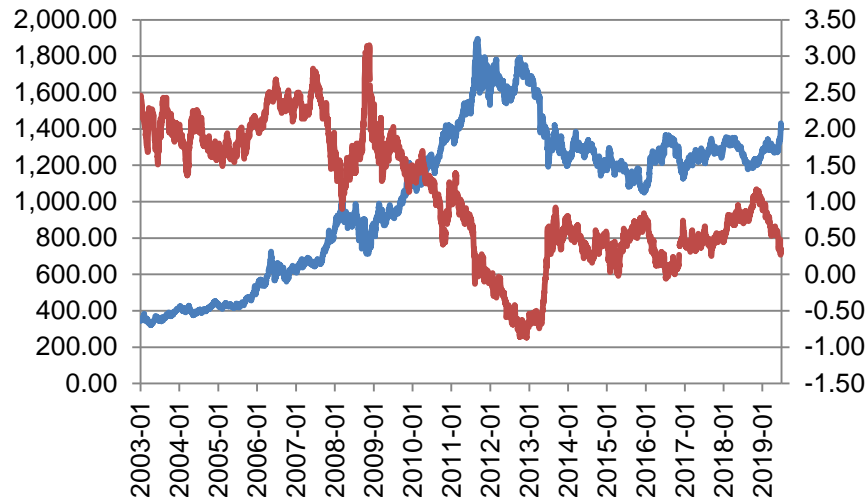
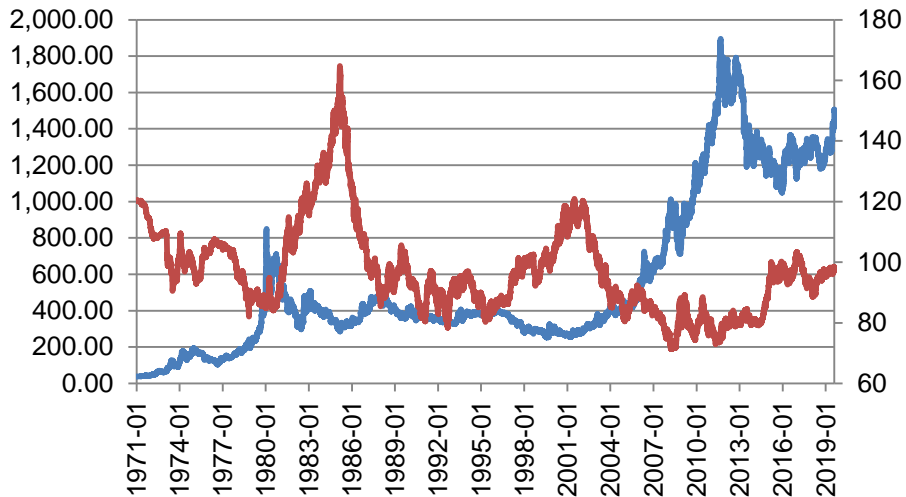


- 中美贸易摩擦升级为经济和技术冷战
- 美国对伊朗制裁的不断升级
- 英国新内阁的“硬脱欧”情绪放大与上升
- 意大利、德国、法国等国民粹主义思潮的泛起
- 多种因素共振令全球金融市场的不安程度与日俱升

## 2、深层次、确定性的逻辑在于美元信用对冲

美元信用两个指标：美元指数+美元利率

数据来源：Wind，太平洋证券



— 伦敦现货黄金:以美元计价

— 美元指数

— 伦敦现货黄金:以美元计价

— 美国:国债实际收益率:10年期

- 黄金本质在于货币信用对冲；衡量美元信用最主要的两个指标我们认为是美元指数（汇率角度）和实际利率（利率角度）；
- 美元指数其实是从汇率角度反映自身信用的兑换价值；美元实际利率则是反映持有信用资产的收益水平；
- 金价与美元指数相关系数为-0.47（2011年来为-0.71）；与美国国债实际收益率相关系数达-0.87；前者为计价因素，后者是持有成本；

## 2、深层次、确定性的逻辑在于美元信用对冲

冲击美元信用的观察：高点逐次回落，美元指数步入周期下行区



数据来源：Wind，太平洋证券

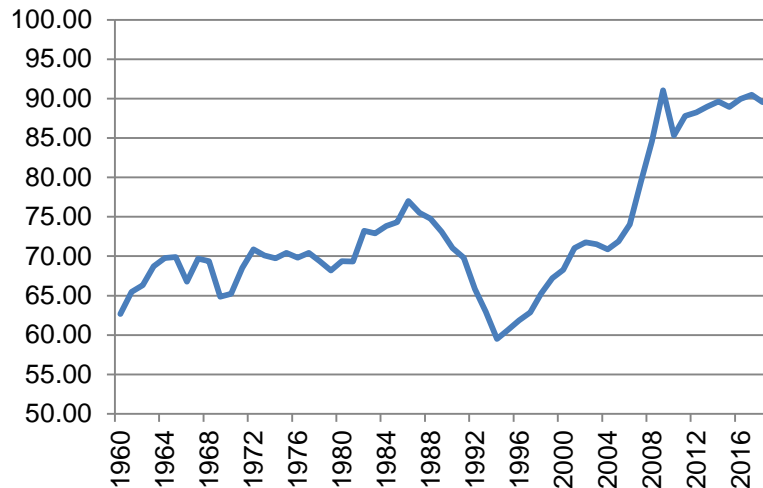
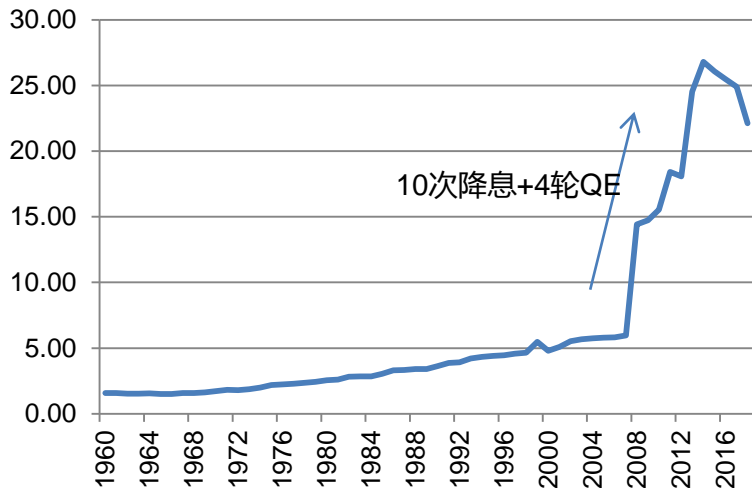


- 美元指数主要反应经济基本面（经济相对强弱）；此外利率政策、贸易环境、去美元化等也影响美元走势；
- 布雷顿森林体系瓦解后的三轮美元指数高点分别在1985、2001、2016年，间隔约15年；
- 三轮美元指数高点逐次回落，并且上行周期相对较短（约5年），下行周期较长（约10年）；
- 本轮高点在2016-2017年，当前处于长周期回落阶段，按照规律未来可能是5-10年的弱势周期。
- 当前美元指数可能有所高估，高估原因在于贸易争端和加息周期下避险资金对美元的追捧（IMF:美元被高估了6%-12%）。

## 2、深层次、确定性的逻辑在于美元信用对冲

冲击美元信用的观察：货币超发严重，未来两年不排除出现新一轮QE

数据来源：Wind，太平洋证券



— 美国货币当局总负债/美国GDP (%)

— 美国:广义货币占GDP比率 (%)

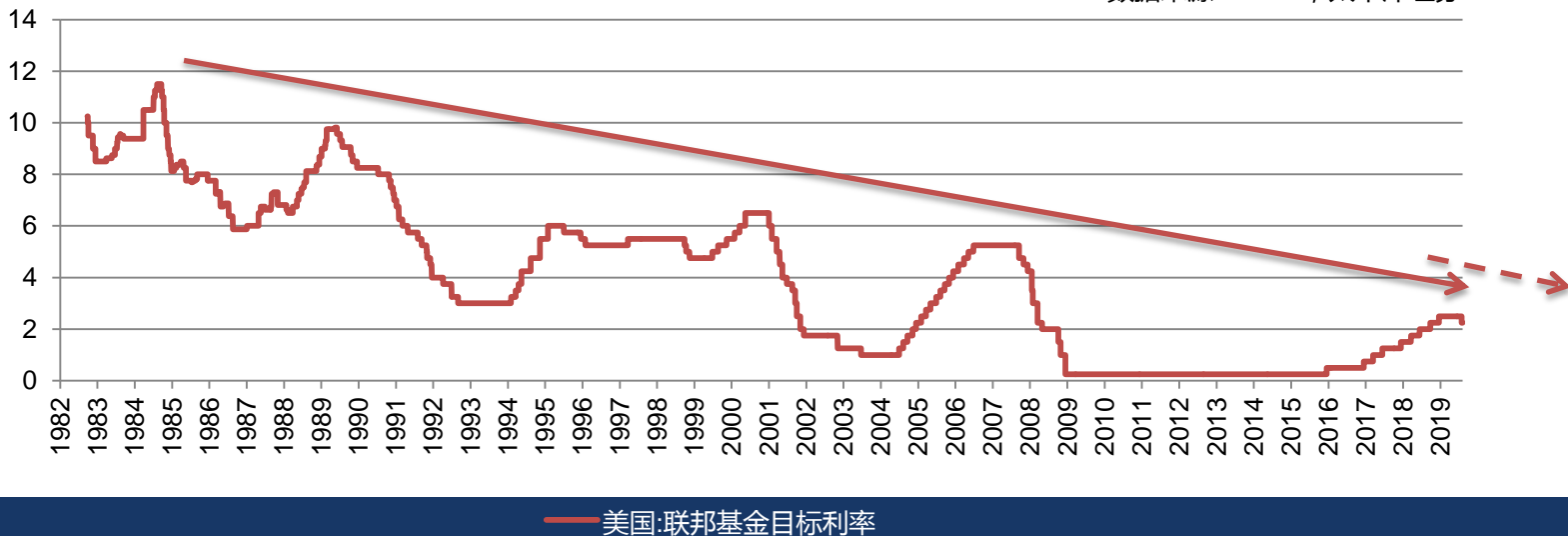
- 2007年后美联储连续10次降息并开启4轮量化宽松，导致货币当局总负债占GDP比率2014年攀升至26.79%，2018年为22.13%；
- 2007年后美国广义货币占GDP比率突破历史高点后，持续维持在85%以上，2018年数据为89.54%；
- QE：通过购买国债等增加基础货币供给，向市场注入大量流动性资金，鼓励开支和借贷，相当于间接增发货币削弱美元信用；
- 低利率下美联储货币政策发力空间很小，未来若经济下行压力进一步加大，不排除开启新一轮QE（目前已提前结束缩表）；



## 2、深层次、确定性的逻辑在于美元信用对冲

冲击美元信用的观察：实际经济对加息承受力趋弱，利率中枢不断走低

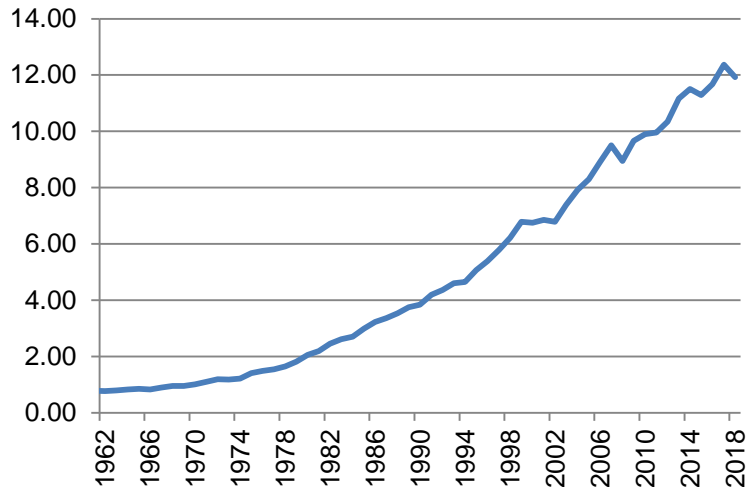
数据来源：Wind，太平洋证券



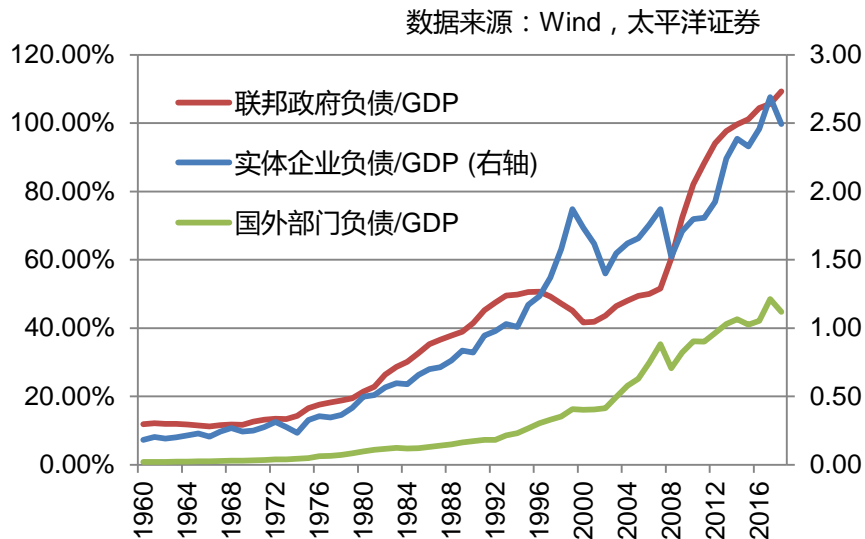
- 80年代以来美联储经历过5轮加息周期；每一轮周期利率中枢逐渐回落，从最高11.5%最低降至0.25%；
- 联邦基金目标利率（名义利率）中枢的不断走低，对美元信用产生了直接冲击；
- 美联储8月1日宣布十年来的首度降息，未来联邦基金目标利率中枢仍然大概率继续走低；
- 利率中枢继续走低的深层次原因在于美国债务在不断膨胀，实体经济对加息的承受能力越来越弱；

## 2、深层次、确定性的逻辑在于美元信用对冲

冲击美元信用的观察：债务问题加深



— 美国国家总负债/美国GDP (倍)



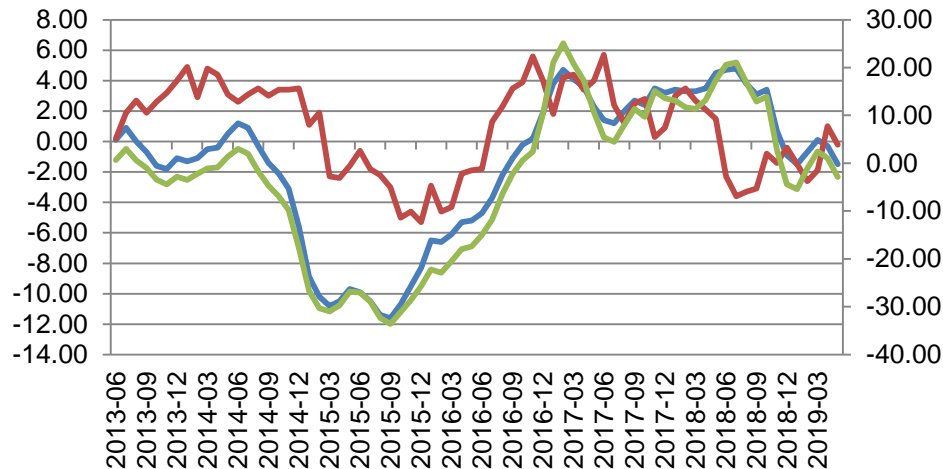
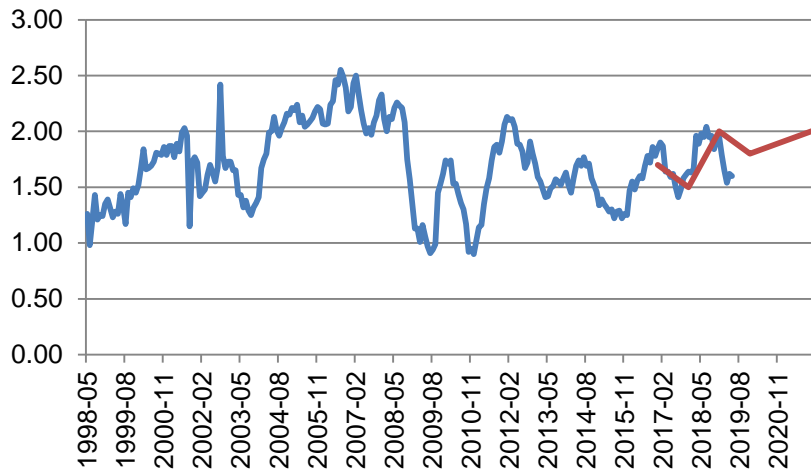
主要加杠杆部门

- 2017年美国国家总负债是美国GDP的12.37倍，达到有史以来最高；2018年略有下降，但仍是12倍左右；
- 2008年以来主要是美国的实体企业、联邦政府和国外部门在加杠杆；而金融部门和居民部门杠杆率在回落；
- 联邦政府负债率高企，而短期国债收益率又处于上行，可能引发美国政府债务危机进而危及美元信用；
- 实体企业杠杆率高企，提高利率则实体企业可能面临大规模破产，使得美联储利率正常化困难，美元信用难以恢复；

## 2、深层次、确定性的逻辑在于美元信用对冲

冲击美元信用的观察：美国通胀可能回升的几种路劲

数据来源：Wind，太平洋证券



— 美国:核心PCE:当月同比

— 美国:主要经济指标预测:核心PCE通货膨胀率

— 美国:进口价格指数:当月同比

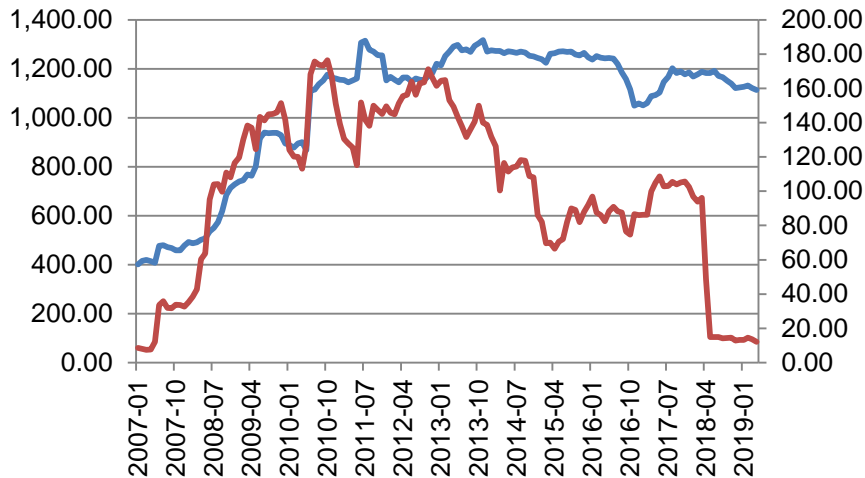
— 美国:IPI:工业用品及材料:当月同比

— 美国:IPI:食品、饲料和饮料:当月同比

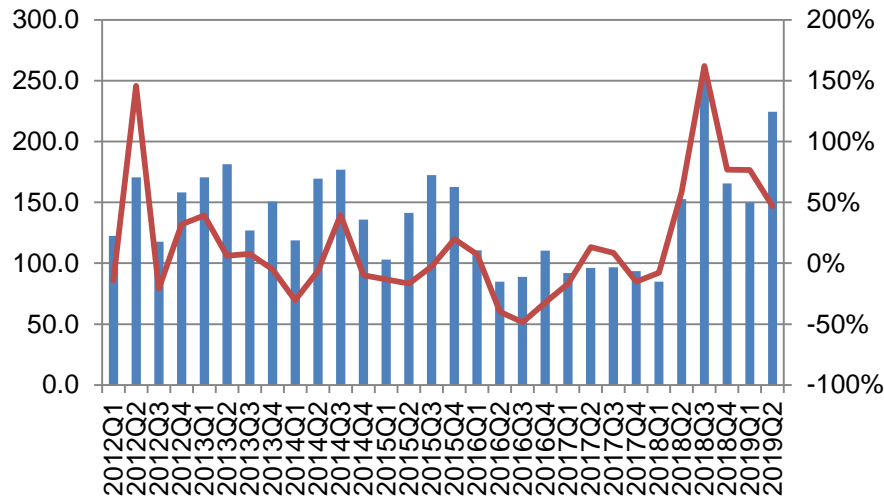
- 通胀意味着信用稀释，通胀上升表明持有美元资产的实际利率回落，从而降低黄金的持有成本；
- 未来美国通胀回升路劲1：非美国国家大面积开启降息周期 → 推升商品价格 → 给美国带来输入性通胀；
- 未来美国通胀回升路劲2：中美贸易争端延续（关税已开始征收）+地缘政治冲突导致油价持续回升；
- 未来美国通胀回升路劲3：包括美国负债率高企，有通过降息，然后拉高通胀来稀释债务的动力；

## 2、深层次、确定性的逻辑在于美元信用对冲

冲击美元信用的观察：全球去美元化如火如荼



数据来源：Wind，WGC、太平洋证券



—— 中国持有美国国债(十亿美元) —— 俄罗斯持有美国国债(十亿美元)

—— 各国央行黄金需求量 (公吨) —— 同比(%)

- 去美元化1：减持美国国债等，增加外汇储备中非美元资产的配置，如增加人民币、欧元等资产；
- 去美元化2：各国央行持续增储黄金，并把黄金资产从美国运回国内，反映出对美元信用的担忧；

2018年各国央行黄金储备需求旺盛，共增持近2300万盎司黄金储备（同比74%），是1971年以来最大年度净增量。

- 去美元化3：在全球贸易结算上采用非美元，并绕开SWIFT，开发独立的结算系统如CIPS、Instex等；

## 2、深层次、确定性的逻辑在于美元信用对冲

特里芬难题 ( Triffin Dilemma ) : 美元信用与国际清偿能力的矛盾

- 特里芬难题：各国为了发展国际贸易，必须用美元作为结算与储备货币，这样就会导致流出美国的货币在海外不断沉淀，对美国来说就会发生长期贸易逆差；而美元作为国际货币核心的前提是必须保持美元币值稳定与坚挺，这又要求美国必须是一个长期贸易顺差国。这两个要求互相矛盾，因此是一个悖论。
- 1960年，美国经济学家罗伯特·特里芬在其《黄金与美元危机——自由兑换的未来》一书中提出；据此预言布雷顿森林体系会由于这一内在矛盾而必然走向崩溃，这已为后来的事实所证明。
- 布雷顿森林体系崩溃后，仍以由美元为中心的多元储备和有管理的浮动汇率特征的牙买加体系开始建立。由于该体系实现了国际储备多元化，美元已不是唯一的国际储备货币和国际清算及支付手段，在一定程度上解决了“特里芬难题”。
- 但国际清偿力的需求仍要靠这些国家货币的逆差输出来满足，实质上是没有变化的。美元为主导的多元储备体系没有也不可能从根本上解决“特里芬难题”，因而也终将违脱不了崩溃的命运。
- 依靠主权来充当国际清偿能力的货币体系必然会陷入“特里芬难题”而走向崩溃：美元少信心足但清偿力不够，反之亦然。

### 3、特定时期：滞胀期黄金表现突出

摆脱地产依赖，经济增速下行确定

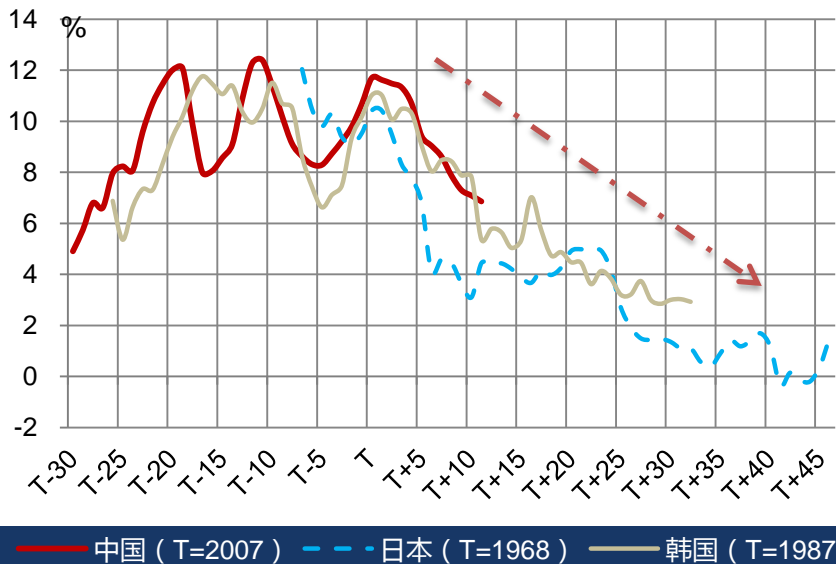
数据来源：Wind，太平洋证券



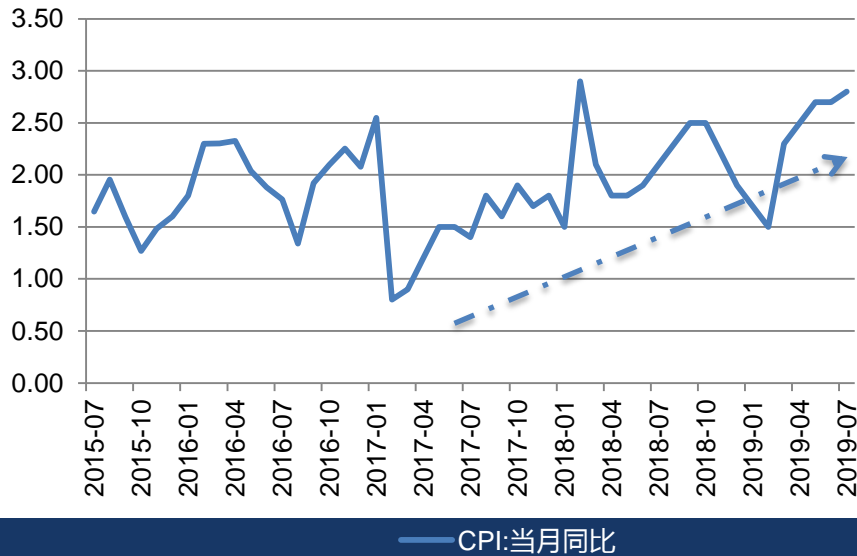
- 过去十年以来，地产销售遵循3年左右销售周期，按照规律应该在2018年上半年销售就出现反弹，但实际上并没有；
- 过去三轮地产销售下行周期分别持续14、27、24个月，本轮自2016年4月以来已经持续35个月，仍不能判断已见底；
- 政府摆脱地产依赖的决心非常大，转型升级过程中，经济增速下行确定性非常高；
- 对比日本韩国，中国经济的降速期可能并不会短，未来较长时间内“滞”的概率很大；

### 3、特定时期：滞胀期黄金表现突出

下半年滞胀概率加大



数据来源：Wind，太平洋证券



- 对比日本韩国，中国经济的降速期可能并不会短，未来较长时间内“滞”的概率很大；
- 通胀已经有回升苗头，7月CPI同比2.8%，连续三个月都在2.7%以上，是2013年以来的首次；
- 随着全球央行降息压力的催化，国内货币宽松政策的延续是大概率，CPI的上行可能会继续；

### 3、特定时期：滞胀期黄金表现突出

黄金在滞胀期迎来高收益

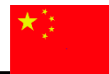
美国滞胀期黄金表现情况（1971年以来）



序号	滞胀区间	伦敦金现区间涨幅
1	1973/03-1974/12	118.40%
2	1978/12-1980/03	166.36%
3	1988/06-1990/09	-13.74%
4	2006/09-2008/06	48.70%
5	2010/09-2011/09	39.41%
Average		71.83%

数据来源：Wind，太平洋证券

中国滞胀期黄金表现情况（2002年以来）



序号	滞胀区间	金交所收盘价区间涨幅
1	2007/06-2008/02	32.57%
2	2010/03-2011/07	32.78%
3	2015/01-2017/01	6.66%
Average		24.00%

数据来源：Wind，太平洋证券

注：美国滞胀期筛选标准为通胀率超过2%，金价统计自1971年美元黄金脱钩后；中国因内盘黄金价格周期较短只能统计2002年以来情况；

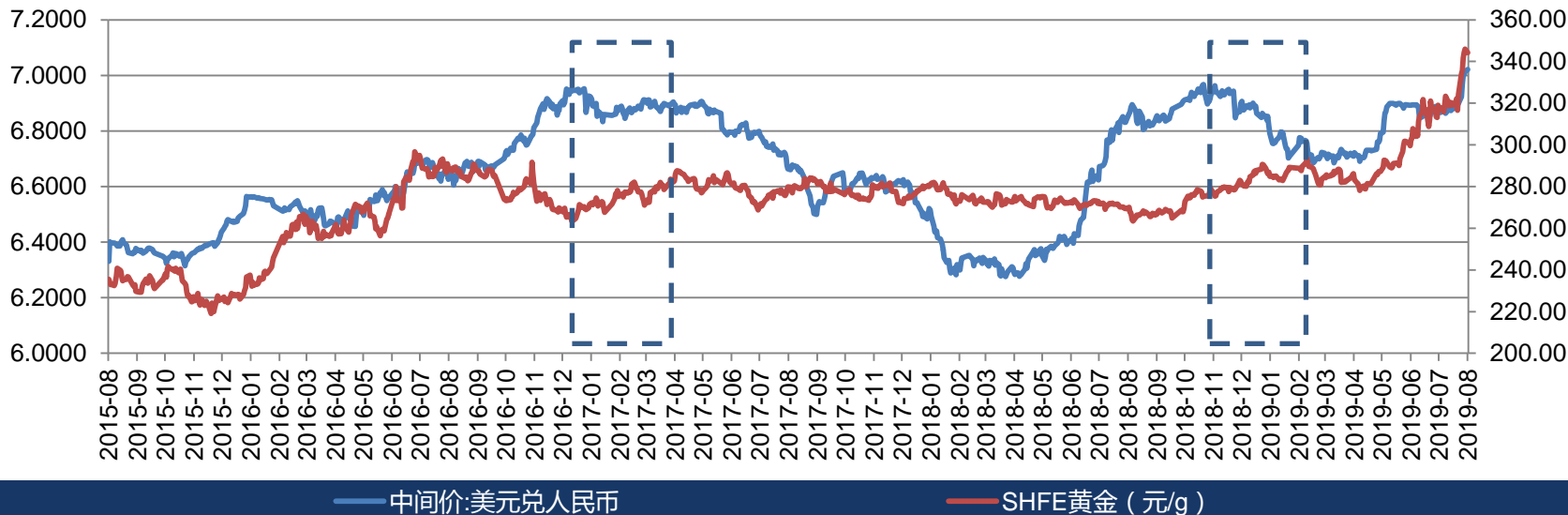
- 布雷顿森林体系解体以来，美国经历的5轮比较明显滞胀，其中仅有一次黄金价格下跌，5次平均涨幅72%。
- 中国2002年以来经历过3次比较明显滞胀，每次金价都上涨，3次平均涨幅24%
- 滞胀期黄金价格表现突出，在于其货币信用对冲功能的完美演绎（货币属性），以及其他大类资产配置需求的转移（投资属性）。



### 3、特定时期：人民币破七如何影响金价

人民币贬值导致避险和资产保值需求高企

数据来源：Wind，太平洋证券

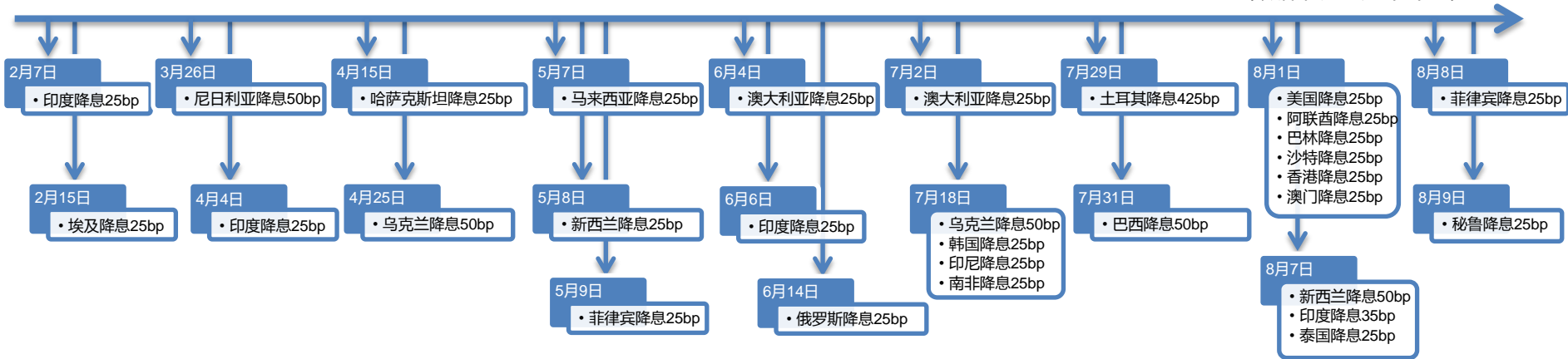


- 人民币与美元指数没有直接关联!!! 人民币贬值导致美元升值逻辑不成立! 美元指数主要取决于欧元、日元、英镑等;
- 本币贬值支撑美元利空金价, 是在美元能够相对保持比较坚挺的时候, 这时候避险需求会选择美元分流对黄金的需求;
- 2016年12月中间价接近7, 随后4个多月金价从263涨到288; 2018年11月接近破七后, 金价4个月不到从275涨到293。
- 当前美元进入降息周期, 美元高估可能获得修正, 市场对美元的避险需求将有所消退, 偏向于选择黄金避险

# 3、特定时期：全球性降息潮催生保值需求

一场货币宽松的竞赛

数据来源：太平洋证券

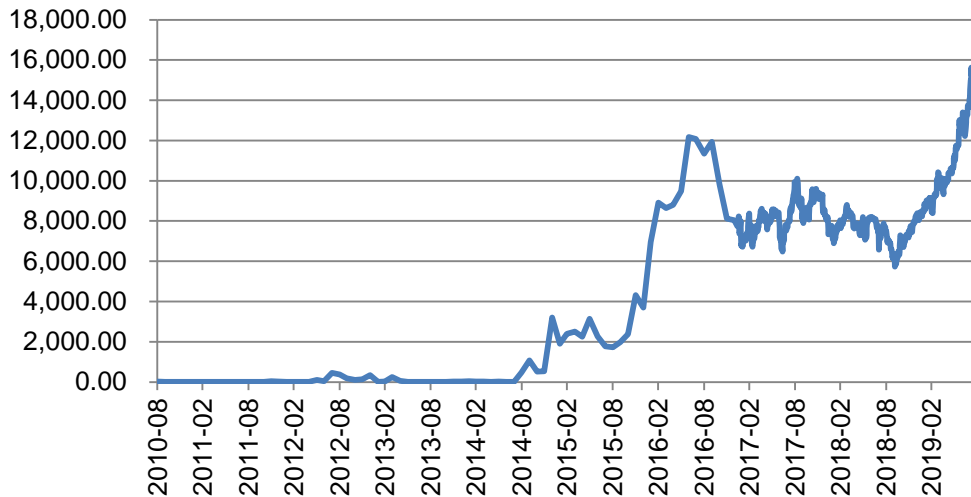


今年以来全球央行降息情况统计

- 全球性的降息潮和宽松竞赛：今年以来至少有22个国家和地区30次宣布降息；
- 降息意味着本币信用的削弱以及实际利率的走低的风险，会催生资产保值和避险需求，利好黄金。
- 预计欧盟和日本也将随后降息，前者压力来自于英国脱欧，后者压力来自于日韩贸易争端升级；
- 因日元与美元同为避险货币，日本若跟进降息，则部分避险需求可能转移至黄金；

### 3、特定时期：全球性降息潮催生保值需求

全球负收益债券规模创纪录



——全球负收益债券存量规模 (十亿美元)

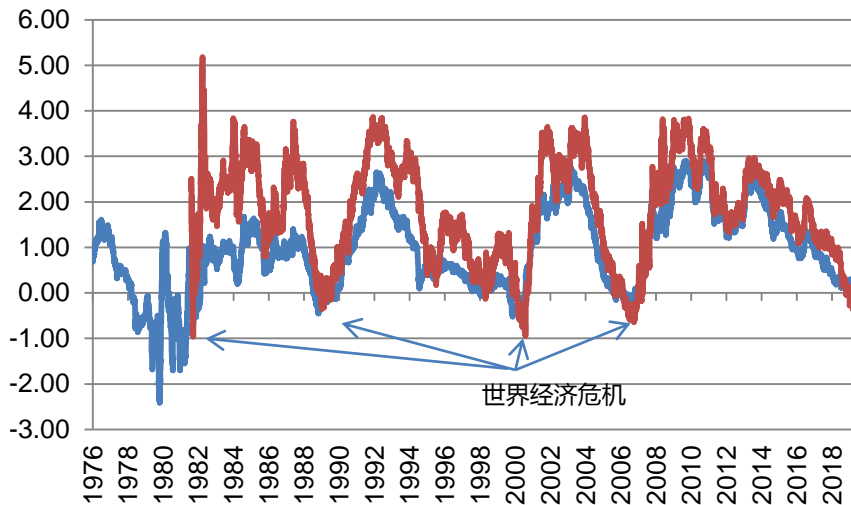
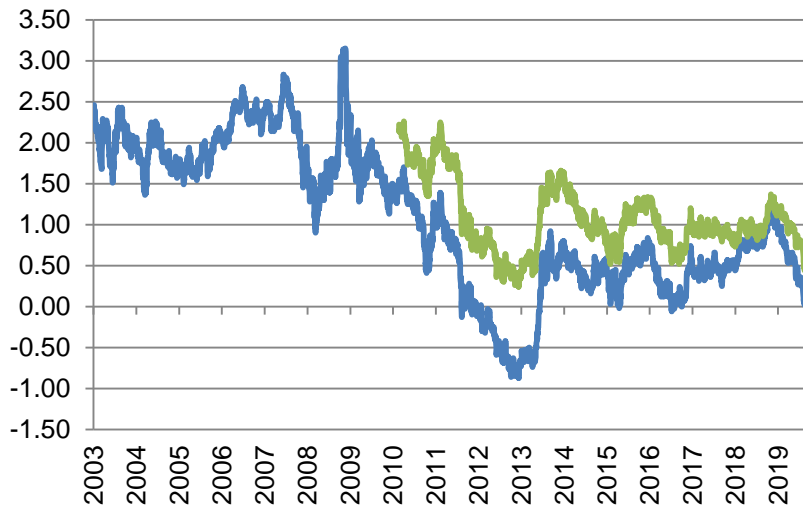
十年期国债收益率一览

序号	国家	十年期国债收益率 ( Aug )
1	瑞士	-0.92%
2	德国	-0.53%
3	丹麦	-0.49%
4	荷兰	-0.43%
5	澳大利亚	-0.30%
6	法国	-0.27%
7	芬兰	-0.27%
8	瑞典	-0.21%
9	比利时	-0.20%
10	日本	-0.18%
11	斯洛伐克	-0.14%
12	斯洛文尼亚	-0.04%
13	欧盟	-0.50%
14	英国	0.62%
15	美国	1.73%
16	中国	3.06%
17	印度	6.34%

- 2018年9月以来，全球负收益债券的规模不断创新高，当前已超15万亿美元；
- 当前十年期国债收益率微为负值的国家至少有12个；
- 这表明在很多国家持有黄金的机会成本已经低至负值；
- 考虑通胀的国债实际收益率更低，美国当前十年期国债实际收益率仅为0.07%

### 3、特定时期：全球性降息潮催生保值需求

收益率曲线倒挂预示再一次衰退



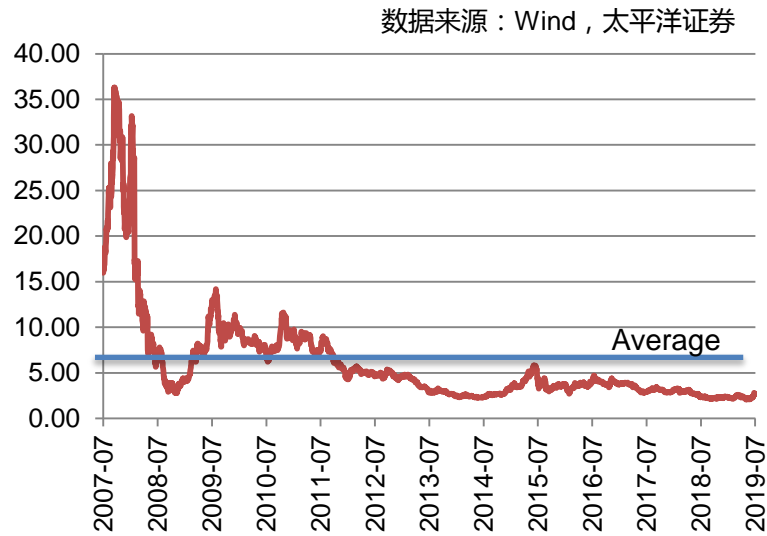
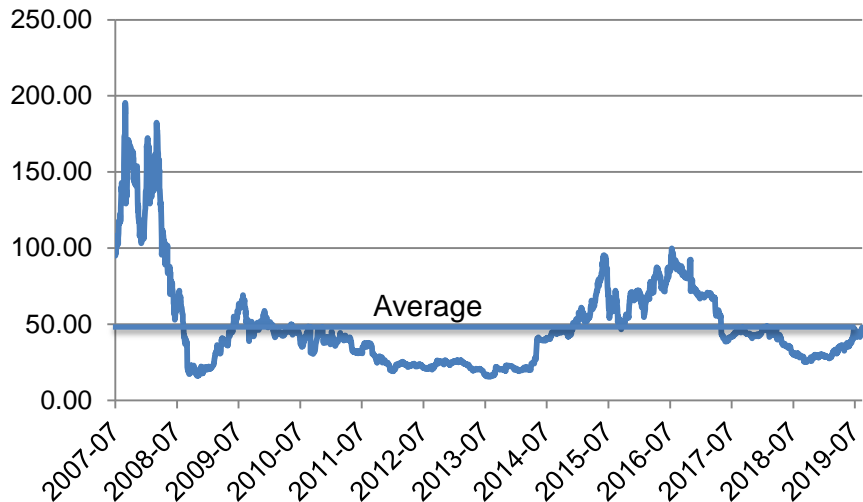
— 美国10年期国债实际收益率 — 美国30年期国债实际收益率

— 10年-2年 — 10年-3个月

- 美国当前十年期国债实际收益率仅为0.04%，跌破0是大概率，即持有黄金的机会成本近似于零乃至负值；
- 长短期国债收益率曲线再次进入倒挂，收益率曲线倒挂后12个月至18个月内经济可能发生衰退；
- 历史倒挂都导致衰退和经济危机：1978-1980年、1989年、2000年、2006-2007年、2019-？

## 4、标的推荐：板块估值并不贵

PE接近历史中枢，PB角度严重低估



- 从PE看，当前SW黄金板块市盈率47.93，历史均值49.18；当前板块市盈率低于历史上34.7%的时候；
- 从PB看，当前SW黄金板块市净率3.00，历史均值6.01，当前板块市净率低于历史上73.27%的时候；
- 从PE/金价看，当前0.1371，历史均值0.2043，当前位置低于历史58.40%的时候；
- 从PB/金价看，当前0.0086，历史均值0.0255，当前位置低于历史92.48%的时候

## 4、标的推荐：四黄金、一白银

持续首推戴维斯双击理想标的恒邦股份



- 迎来戴维斯双击的弹性票，40%空间
- 金价上行：赚EPS的钱，>15%空间；
- 江铜入主：赚PE的钱，>25%空间；
- 金价上行确定性较大，带来业绩提升；同时在江铜资产注入预期下，从较为纯正的冶炼企业变成资源型企业，整体估值将获得提升，戴维斯双击的理想标的



- 规模、资源及成本优势明显；
- 绝对龙头，最大受益于金价上行；



- 铜金兼备，防御进攻皆可；
- 估值优势，资源王者被低估；



- 金矿品味高，资源优异；
- 估值较低，有一定成长性；

证券代码	证券简称	评级	EPS				PE				2018.05.10 收盘价
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
000975.SZ	银泰资源	增持	0.33	0.47	0.55	0.60	47.19	33.33	28.56	26.19	15.78
002237.SZ	恒邦股份	买入	0.45	0.52	0.65	0.78	41.38	35.74	28.84	23.99	18.62
600547.SH	山东黄金	增持	0.40	0.67	0.82	0.99	124.90	75.00	60.64	50.32	49.96
601899.SH	紫金矿业	买入	0.18	0.21	0.25	0.29	21.28	18.09	15.60	13.11	3.83
000603.SZ	盛达矿业	买入	0.60	0.67	0.78	0.91	24.53	22.08	18.91	16.15	14.72

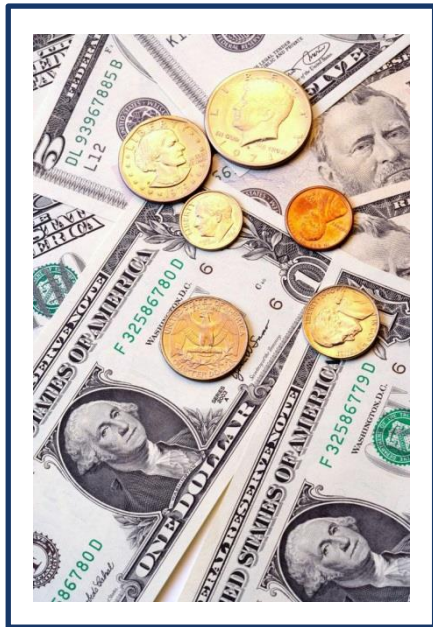
## 6、风险提示



风险：通胀回升幅度不及预期



风险：美联储降息进程迟缓



风险：美元超预期走强



风险：地缘政治危机大幅缓解





研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

太平洋有色钢铁公众号



## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号13480000。本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



守正 出奇 宁静 致远

太平洋证券研究院

