

全球经济衰退预期加强，美联储降息预期升温，黄金板块仍处于极佳配置阶段

有色金属行业

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件

8月14日，美国10年期和2年期国债收益率出现倒挂，创下了自2007年6月以来的首次倒挂。

2. 我们的分析与判断

（一）美国长短期国债收益率倒挂，全球经济衰退预期加大，市场避险情绪高涨

8月14日2年期美债报收1.587%，10年期国债报收1.584%。美国2年期短期国债收益率和10年期长期国债收益率出现自2007年6月以来的首次倒挂情况。一般来说，美债的长端利率因期限更长而要给与更多的风险溢价，使其高于美债的短端利率。一旦美债长短期利率倒挂，则预示着投资者对于美国经济前景的担忧以及长线投资信心的减弱，进而减少长期的投融资需求以压低长端利率。这种反常规的收益率曲线倒挂常被视为美国经济在未来12个月可能步入衰退的预警信号。从历史数据上看，在1990年、2001年和2008年美国出现衰退前，美国长短期国债利率都曾出现过倒挂。而本次美国2年期国债与10年期国债收益率的倒挂情况则更令市场担忧，因上次发生这一现象后的一年内，美国发生了由次贷危机引发的全球金融海啸。而除开美国长短期国债收益率倒挂外，近期英国10年期国债收益率跌破央行基准利率，德国国债整体收益率曲线降至零以下，西班牙、葡萄牙等欧元区风险较高的国家10年期国债收益率也接近负值，而日本10年期国债收益率也处于负值区间。美国2年期与10年期国债收益率的倒挂，全球各国长端国债收益率的全面下滑，以及彭博巴克莱全球负收益率债券指数创下新高，都表明了市场对于全球经济衰退的预期在不断加强，投资者的风险偏好下降，避险情绪升温。

（二）美联储降息预期再升温，压低实际利率催涨黄金价格

尽管在8月1日美联储如市场预期般降息25个基点，但美联储将这次降息描述为周期中的调整（mid-cycle adjustment），并不认为此次降息开启了美国未来的降息通道，而这一鹰派表述是超出了市场预期，当天CME的美联储观察工具显示美联储继续降息的预期较会议前有所回落，美联储9月降息25个基点和降息50个基点的概率分别从88.8%和5%下滑至69%和2.3%。受此影响，黄金价格出现短暂的回调。但从近期美联储降息后各种资产表现来看，股市与石油、铜等大宗商品为代表的风险资产价格巨幅震荡，各国国债价格、日元汇率等避险资产上涨，VIX恐慌指数近乎创下今年以来的新高，这表明市场认为美联储的一次降息并不足以阻止美国经济放缓并走向衰退的进程，未来美国经济仍然需要美联储的多次降息来支撑。而本次美联储仅25个基点的降息与较为鹰派的

分析师

华立

☎：(8621) 20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516080004

联系人

叶肖鑫

✉：yexiaoxin_yj@chinastock.com.cn

吴建璋

✉：wujianzhang_yj@chinastock.com.cn

相关研究

表态反而将会加深市场对美联储未来降息的预期。此外，美联储所担心影响美国经济未来发展的两大因素全球经济与贸易战并无缓和的迹象，全球各国国债长端收益率不断下滑使全球经济衰退预期不断升温，而中美贸易战问题也不断反复（美国对 3000 亿美元中国进口商品加征 10% 关税，我国声明的将进行反制措施）。美国经济衰退预期的加强使市场对于美联储降息的预期再度上升，目前 CME 美联储观察工具显示美联储 9 月降息的概率已经从 8 月初的 71.3% 重新上升至 100%，而今年年底前美联储再降息 3 次的概率上升至 43.8%，成为市场的主流概率。在强烈的多次降息预期下，美国 10 年期国债的实际收益率被压制至 0.02% 创下 2016 年以来的新低，不断下行的美国国债实际收益率将继续驱动黄金价格的上涨。

3. 投资建议

我们认为虽然美联储认为美国的消费数据与就业数据仍然健康，表态 8 月 1 日的降息并不代表美国将进入降息周期，但在全球经济衰退预期不断加强，中美贸易战不断反复的情况下，美国经济由放缓转入衰退的可能性在不断上升，而这使市场对美联储的降息预期不断升温，压低了美国国债收益率。美国国债实际收益率的持续下行，将驱动黄金价格的上涨。我们认为我们现在还处于美国降息周期的初始阶段，美国经济持续放缓走向衰退但并未到真实衰退指标出现这一时间段内都是黄金板块的最佳配置时期。在美国经济走向衰退，美联储降息周期在被逐渐确认的过程中，黄金价格将不断上涨，我们继续看好黄金板块以及黄金影子股白银板块，推荐内生外延确定性较大的行业龙头山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH），估值低、海外扩张积极的铜金矿龙头紫金矿业（601899.SH），产量弹性大、成本优势明显的银泰资源（000975.SZ），未来发展潜力巨大的湖南黄金（002155.SZ）和恒邦股份（002237.SZ）等黄金生产企业。考虑到金银比的修复和银价的高弹性，推荐白银龙头盛达矿业（000603.SZ）。

4. 风险提示

- 1) 金银价格大幅下跌；
- 2) 美联储重降息低于预期
- 3) 中美贸易谈判出现本质好转。
- 4) 美国经济强于预期。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

华立，有色金属行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn