

# Q4 金价波动加剧，整体震荡运行

—有色金属行业贵金属四季报

专题研究报告/有色金属

2019年10月15日

## 报告摘要：

### ● 利好一：美国经济先行指标进入下降通道，经济下行风险增加

美国9月PMI、PPI数据继续下行，美国未来经济走势不确定性上升，失速风险增加。2018年以来全球经济增速不断放缓，世界银行不断下调全球经济增速。全球经济放缓，美国难以独善其身。

### ● 利好二：美国年内降息概率强烈，全球进入降息潮

CME显示年内降息的概率依然在78%，9月美联储资产负债表开始扩张，同时自10月15日起每月将购买600亿美元国库券（至少持续到2020Q2）。尽管购买短期国债不会影响长期利率，但事实上美联储已经进入扩表周期，利率将维持低位。美国乃至全球进入降息周期，利好金价上行。

### ● 利好三：全球央行持续增持黄金

2019Q2全球央行净增持224.4吨黄金，同比增长48%，创近6年以来全球央行Q2净买入新高。中国央行连续增持10个月，累计增持340万盎司，达6624万盎司。央行外汇储备多元化以及购金意愿的延续将对金价构成支撑。

### ● 利好四：黄金期货看多意愿不减，ETF增持创新高

COMEX黄金非商业多头持仓仍处于高位，看多金价的资金意愿依然未见下滑。截至9月底，全球黄金ETF及类似产品总持仓2808吨，创历史新高。

### ● 利空一：避险情绪影响边际减弱

短期中美贸易关系缓和、英国硬脱欧风险缓解，全球避险情绪消退，黄金短期回撤概率大。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，不能改变金价原有走势。同时，风险因素对金价的影响预计将边际减弱。

### ● 利空二：通胀疲软或将持续压制金价

美国9月CPI受油价拖累不及预期，TIPS隐含市场通胀预期在1.5%，整体处于下行周期。当前主要发达经济体持续疲软；叠加当前油价震荡偏弱的趋势或将继续延续，全球通胀上行动力不足，中期通胀疲软或成为压制黄金的主要因素。

### ● 利空三：美国短期经济韧性犹在，10月降息预期过于乐观

9月非农新增就业人口13.6万人，不及预期；但2019年以来月均就业增加人数16.08万人依然在10万人以上。鲍威尔讲话重申美联储的货币政策对数据的依赖，10月降息的不确定性增加。当前市场对于宽松的预期过于乐观，并已部分消化宽松利好；若10月未能降息，黄金存在较大的回调压力。

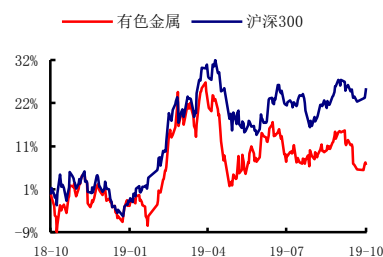
### ● 2019Q4金价展望：波动加剧，整体震荡运行

9月PMI等先行指标持续下行显示美国经济走势不确定性增加，年内降息概率依然较高（88%），利多金价上行。央行持续增持、黄金ETF持仓创新高，对金价构成支撑。但9月纪要显示美联储内部对后续货币政策分歧较大，美联储重申数据依赖，10月降息不确定性增加。考虑短期风险因素回落、美国短期经济数据的韧性以及市场对于10月降息预期过高，预计后期金价波动剧烈，Q4震荡运行。

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

分析师：方驭涛

执业证号：S0100519070001

电话：021-60876718

邮箱：fangyutao@mszq.com

研究助理：薛绍阳

执业证号：S0100117100002

电话：021-60876718

邮箱：xueshaoyang@mszq.com

相关研究

1. 民生有色贵金属季报 20190715：三季度黄金预期震荡上行
2. 民生有色贵金属季报 2019Q2：二季度贵金属价格或将震荡上行

● **关注标的**

推荐山东黄金、盛达矿业、银泰资源、紫金矿业，关注中金黄金。

● **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
		10月14日	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600547.SH	山东黄金	34.00	0.45	0.88	1.28	90	46	32	推荐
600489.SH	中金黄金*	8.88	0.06	0.10	0.13	151	86	66	暂无评级
000603.SZ	盛达矿业	14.26	0.60	0.66	0.72	23	21	19	推荐
000975.SZ	银泰资源	13.76	0.33	0.53	0.64	45	29	24	推荐
601899.SH	紫金矿业	3.33	0.18	0.22	0.25	20	17	15	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) 美国经济先行指标进入下降通道，经济下行风险增加	4
(二) 美国年内降息预期强烈，全球进入降息潮	5
(三) 全球央行持续增持黄金	6
(四) 期货资金看多意愿不减，ETF持续创历史新高	7
<b>二、利空因素</b>	<b>8</b>
(一) 避险情绪影响边际减弱	8
(二) 通胀疲软或将持续压制金价	9
(三) 美国短期经济韧性犹在，10月降息预期过于乐观	10
<b>三、2019年四季度及后期黄金价格展望</b>	<b>11</b>
<b>四、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>

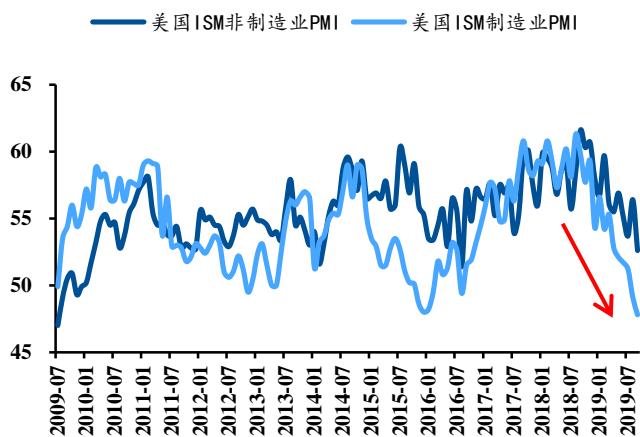
## 一、利好因素

### (一) 美国经济先行指标进入下降通道，经济下行风险增加

经济先行指标持续下行。美国9月PMI数据继续下行，ISM制造业PMI 47.8，不及预期50.5（前值49.1），为2009年7月以来近十年新低；ISM非制造业PMI 52.6，不及预期55.1（前值56.4），创近三年来新低。9月PPI月率-0.3%，预期0.1%，创近8个月新低。9月Markit服务业PMI初值50.9，不及预期51.5。作为先行指标的PMI数据已经确认进入下降通道，同时制造业PMI下行有向服务业蔓延趋势，美国未来经济走势不确定性上升，失速风险增加。

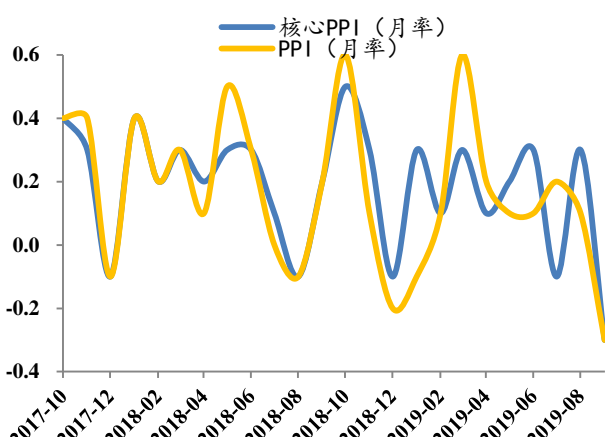
全球经济放缓，美国难以独善其身。2018年以来全球经济增速不断放缓；世界银行不断下调全球经济增速，6月下调0.3个百分点至2.6%后，10月进一步下调至2.5%。美国与主要经济体的贸易摩擦和全球经济增速放缓亦会影响到美国经济增速。

图1：美国制造业PMI与非制造业PMI持续下行



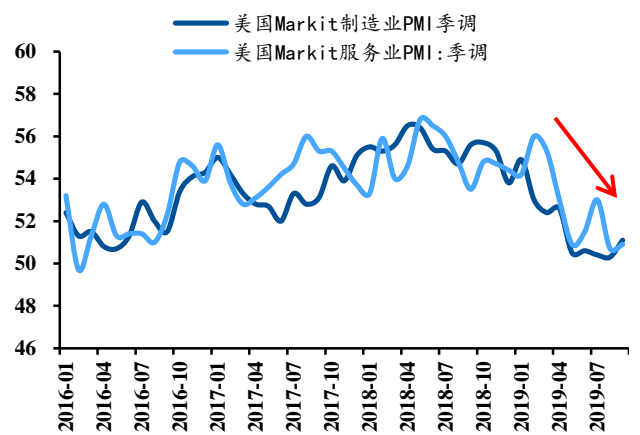
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：美国9月PPI数据创近8个月新低



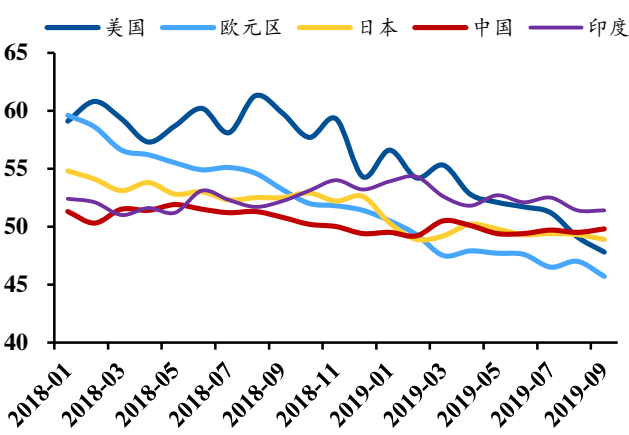
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：美国Markit服务业PMI开始下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：全球主要经济体制造业PMI均处于下行趋势



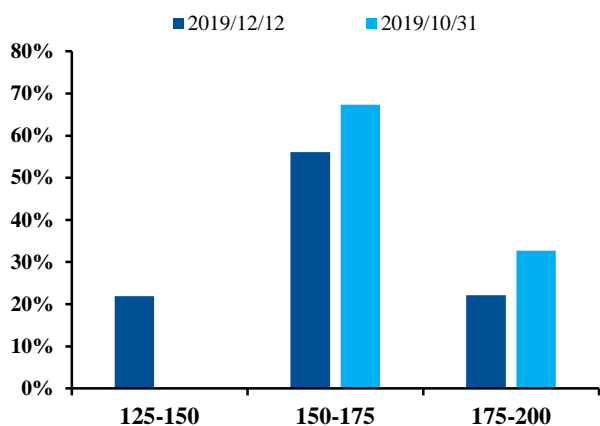
资料来源：Wind，民生证券研究院

## (二) 美国年内降息预期强烈，全球进入降息潮

年内降息预期强烈，利率维持低位。截至10月13日，CME显示市场对于10月份降息的预期有所下降，但年内降息的概率依然在78%（降息25bp为56%，降息50bp的概率为22%）。9月20日以来，美联储已通过公开市场回购向市场注入超2000亿美元，9月资产负债表开始扩张。美联储宣布继续将进行回购操作，同时将自10月15日起开始每月购买600亿美元国库券（至少持续到2020Q2）。美联储一再强调此举非重启QE，主要为增加银行间准备金规模，更有效维持货币政策效果；尽管对短期国债的购买不会影响长期利率，但事实上，美联储已经进入扩表周期，未来再次步入宽松在所难免，利率有望维持低位。

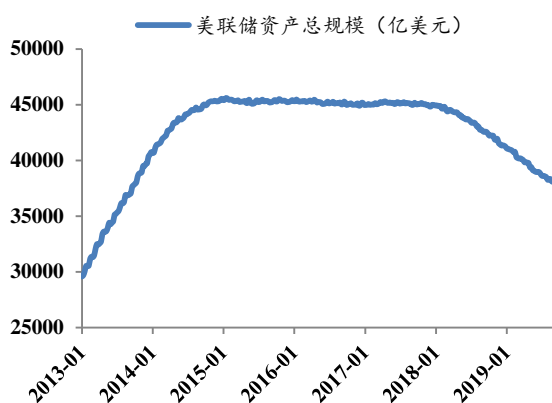
全球进入降息潮。进入2019年后全球降息国家超过30个，主要经济体中美国（2次/50bp）、欧盟（1次）、澳大利亚（2次/50bp）、新西兰（2次/50bp）、印度（5次/135bp）、埃及（1次/100bp）、南非（1次/25bp）、土耳其（1次/425bp）、巴西（2次/100bp）等均有不同次数降息。美国乃至全球进入降息周期，对金价构成支撑。

图5：年内降息概率依然较高



资料来源：CME，民生证券研究院

图6：美联储资产负债表9月出现5年多来首次扩张



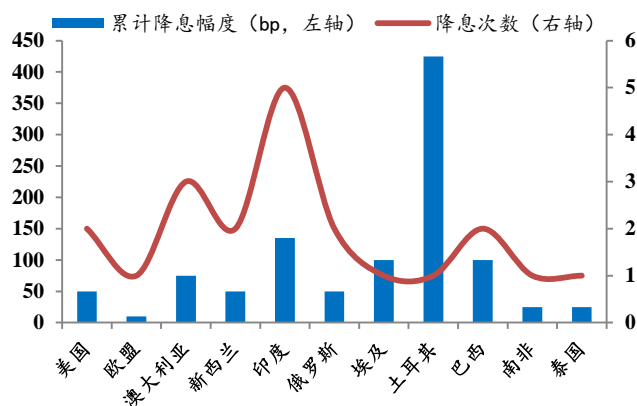
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：黄金价格与TIPS关系



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：全球主要经济体降息幅度及次数



资料来源：各国央行，民生证券研究院

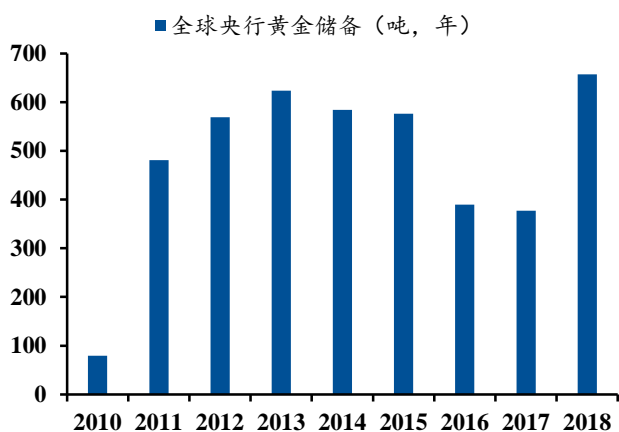
### (三) 全球央行持续增持黄金

**全球：**2019Q2 全球央行净增持 224.4 吨黄金，同比增长 48%，达到近 6 年以来全球央行 Q2 净买入新高，并逼近 2018Q3 的历史高点 253 吨。2018 年以来，全球央行开始加速对黄金的增持；2018-2019Q2，增持黄金的央行主要为新兴市场国家，增持量较高的为俄罗斯（+368 吨）、波兰（+125 吨）、土耳其（+112 吨）、中国（+84 吨）、哈萨克斯坦（+76 吨）和印度（+60 吨）。

**中国：**其中中国央行自 2018 年 12 月连续增持 10 个月，累计增持 340 万盎司，达 6624 万盎司（折合 1926.5 吨）。央行数据显示 9 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。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。

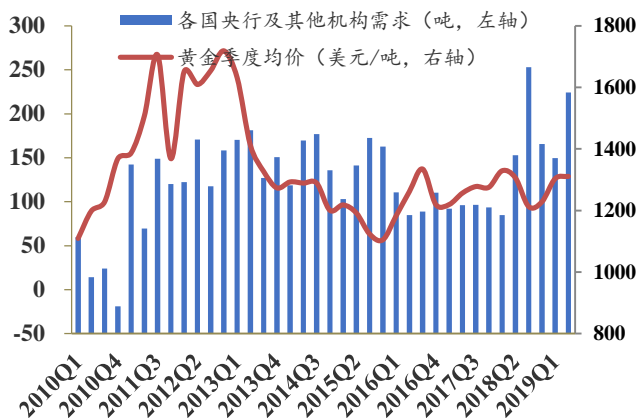
在全球去美元化的进程中，央行外汇储备多元化以及购金意愿的延续将对金价构成支撑。

图9: 全球央行黄金储备总量



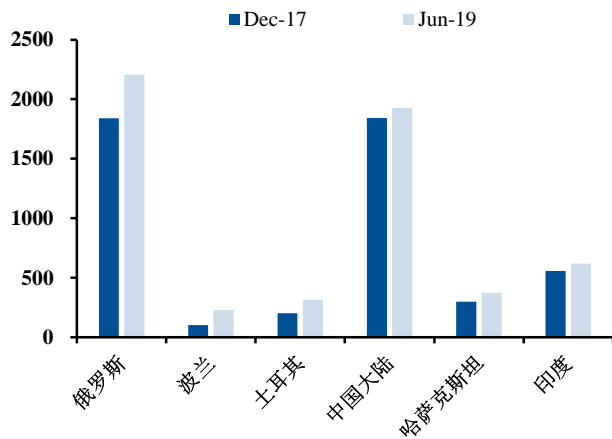
资料来源: WGC, 民生证券研究院

图10: 全球央行季度增持黄金储备量与黄金季度均价



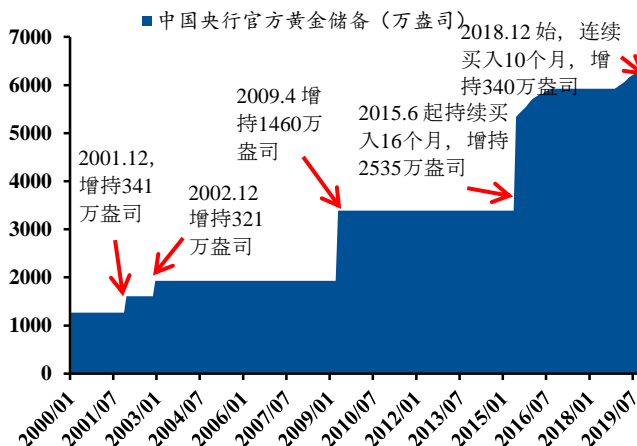
资料来源: WGC, 民生证券研究院

图11: 2018 年以来增持黄金储备靠前的国家 (吨)



资料来源: WGC, 民生证券研究院

图12: 中国央行历次增持黄金储备情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

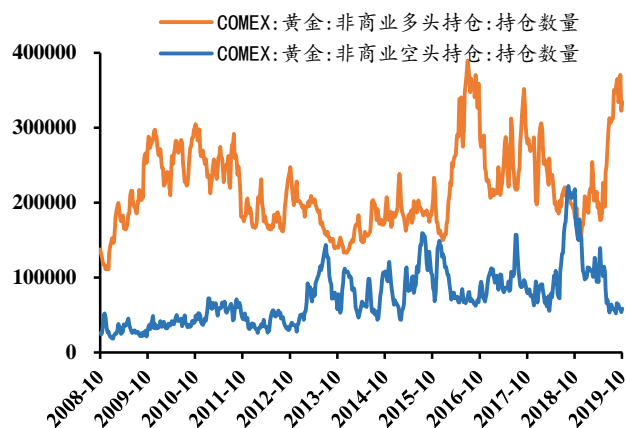


#### (四) 期货资金看多意愿不减，ETF 持续创历史新高

**投机资金看多意愿维持高位。**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，较5月底增加67.56%；而非商业空头持仓下降明显，较5月底下滑40.68%。截至10月8日，COMEX黄金非商业多头持仓仍处于高位，单周小幅回升11583张；而非商业空头持仓单周增加5013张。从交易层面，看多金价的资金意愿依然未见下滑。

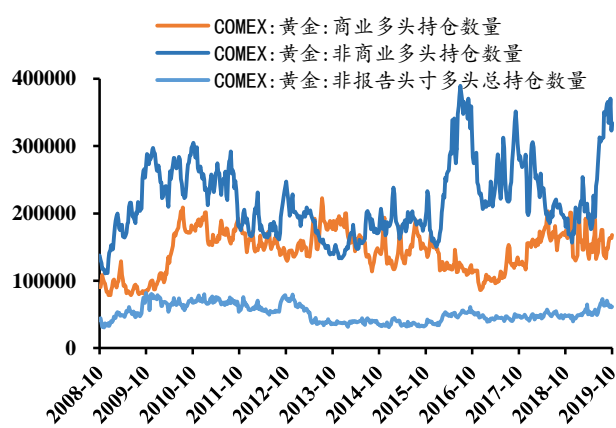
**投资需求创历史新高。**截至9月底，全球黄金ETF及类似产品总持仓突破2012年高点(金价1800美元以上)，创历史新高，总持仓量达2808吨。9月单月全球黄金ETF持仓量增加75.2吨。从地区分布来看，全球黄金ETF持仓仍主要分布在北美地区和欧洲地区，亚洲和其他地区占比小。2019年前三季度，北美增仓214.3吨、欧洲增仓146.4吨、亚洲增仓5吨(主要来自中国)、其他增仓2.2吨。

图13: COMEX 黄金非商业持仓仍为净多头



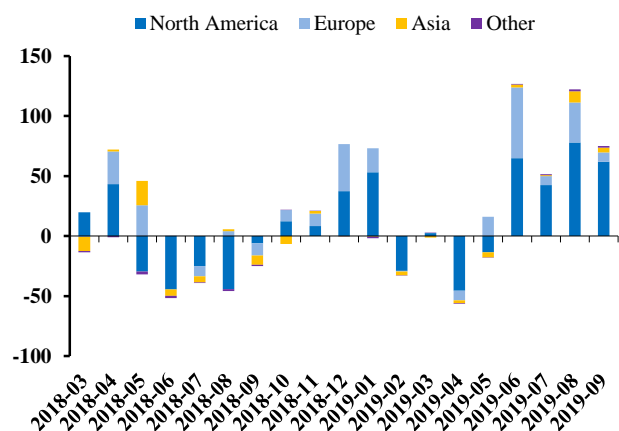
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图14: COMEX 黄金多头持仓类型



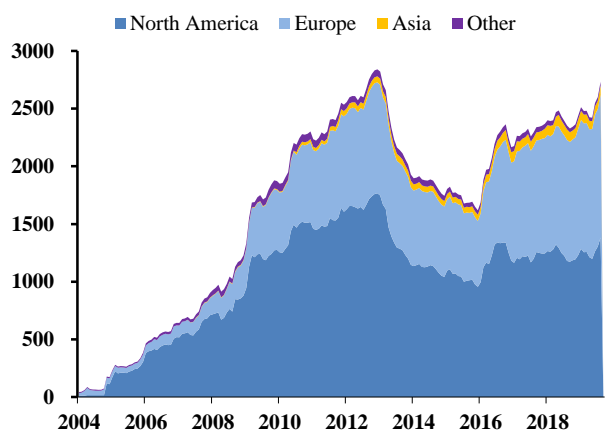
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图15: 全球黄金 EFT 在 6 月以来持续净流入 (吨)



资料来源: WGC, 民生证券研究院

图16: 全球黄金 ETF 总持仓创历史新高 (吨)



资料来源: WGC, 民生证券研究院

## 二、利空因素

### (一) 避险情绪影响边际减弱

10月10日新一轮中美贸易磋商取得积极进展,中美贸易关系出现缓和;同时,欧洲方面,英国、爱尔兰目前已达成一致,双方认为有望达成脱欧协议,英镑兑美元大幅反弹3.5%至1.27,欧元亦创三周新高。同时,近期VIX指数明显回落至15.98,全球避险情绪出现弱化迹象,而黄金短期走势受到风险情绪影响较大,短期回撤概率大。

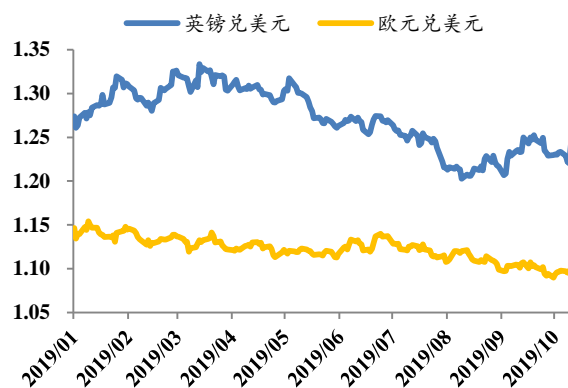
从历史数据来看,短期突发性事件对金价的影响并不具有持续性,短期风险事件导致的金价大涨并不能改变金价原有走势。短期地缘政治风险对金价支撑有限。即使后期贸易局势及脱欧事件发生负面变化,对金价的影响预计将边际减弱。

图17: VIX 指数近期大幅回落



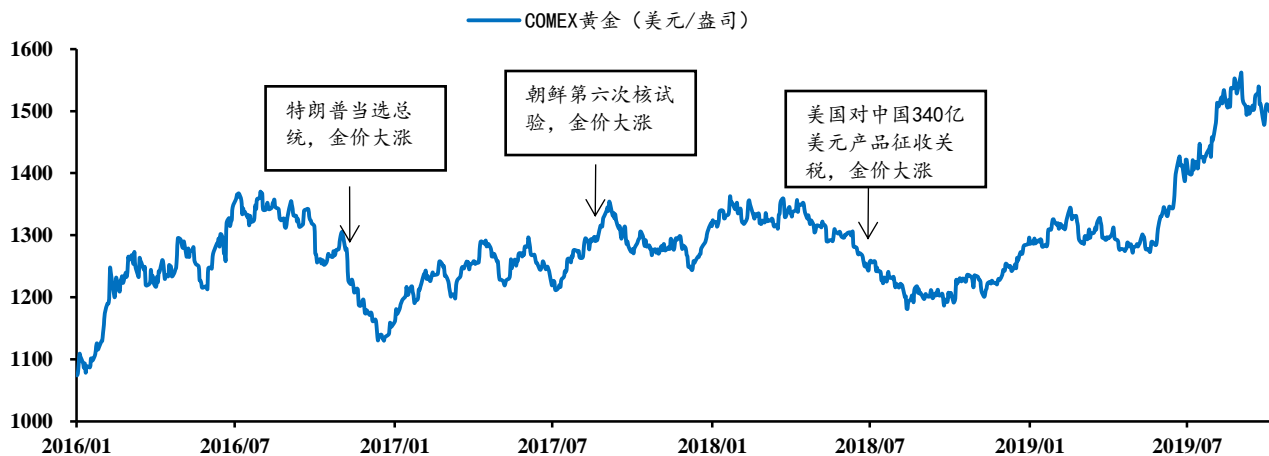
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: 英镑、欧元短期回升明显



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

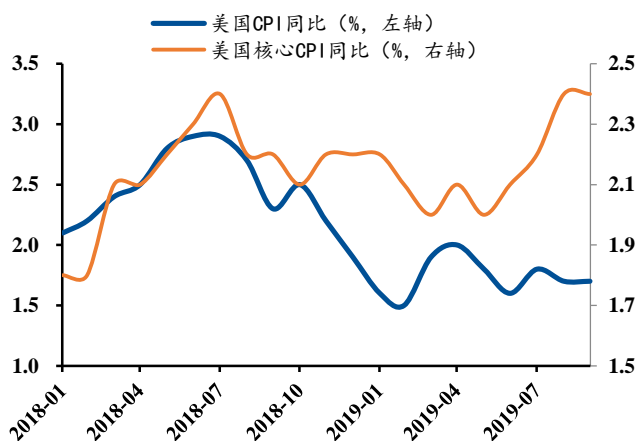


## (二) 通胀疲软或将持续压制金价

9月CPI数据小幅不及预期。美国9月CPI年率同比1.7%，不及预期1.8%；核心CPI年率同比2.4%，预期2.4%。核心CPI持平而CPI不及预期，或是受油价拖累影响。同时，TIPS暗含的市场通胀预期在1.5%附近，整体处于下行周期。鲍威尔也指出，虽然美联储相信其战略和工具一直是而且仍然是有效的，但美国 and 世界上其他发达经济体一样，面临着一些长期的挑战，包括低增长、低通胀和低利率。

通胀持续疲软，不具备大幅上行的基础。从全球的视角来看，除美国外，当前主要发达经济体欧洲和日本CPI持续疲软，均处于1%以内，存通缩风险；同时主要发达经济体PMI持续走弱，经济预期较为悲观。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20: 美国CPI与核心CPI短期背离



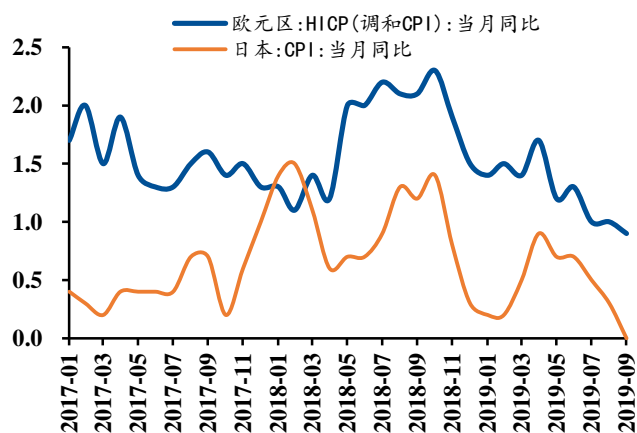
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图21: TIPS暗含通胀预期处于下行趋势



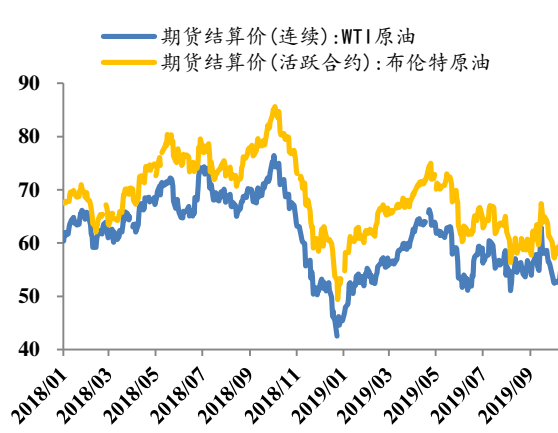
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图22: 欧洲、日本CPI持续下行



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图23: 油价仍处在震荡偏弱的阶段



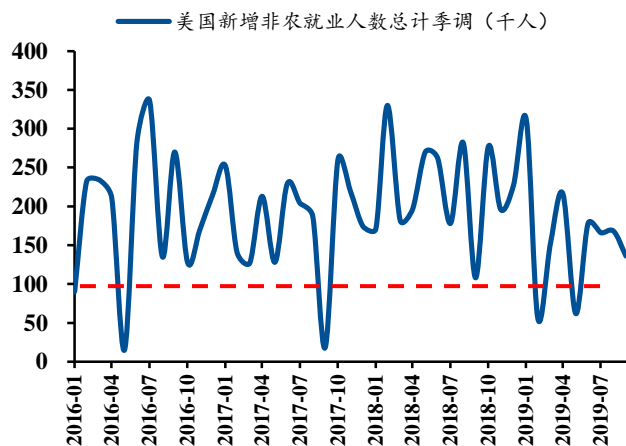
资料来源: Wind, 民生证券研究院

### (三) 美国短期经济韧性犹在，10月降息预期过于乐观

**短期韧性犹在，就业数据依旧强劲。**9月非农新增就业人口13.6万人，不及预期的14.5万人，但8月份数据上修为16.8万人；每周工时稳定在34.4小时，平均时薪同比增长2.9%（前值3.2%）；同时，失业率意外下滑至3.5%（预期3.7%，前值3.7%），创50年来新低。就业数据出现一定分歧，但整体偏正面；2019年以来月均就业增加人数（16.08万人）较2018年（22.3万人）出现下滑，但月均就业人数依然大幅超过10万人。

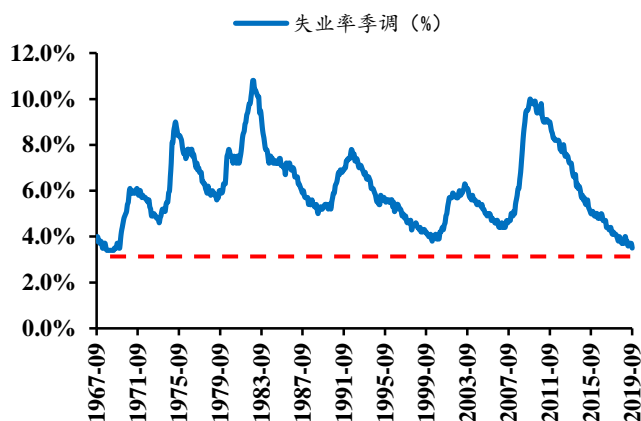
**10月降息存不确定性。**尽管9月CPI数据略不及预期，但石油价格下行的拖累比较明显。鲍威尔10月10日讲话中重新强调了美联储的货币政策对数据的依赖，10月降息的不确定性增加。同时，9月美联储会议纪要显示，美联储内部对于后续货币政策走向的分歧在加大；点阵图显示，5位决策者认为今年应不再降息，5位认为应该加息25个基点，剩下7位则支持今年至少再降一次息。当前市场对于宽松的预期过于乐观，对宽松的可能性也已经部分消化；若10月未能降息，黄金存在较大的回调压力。

图24: 美国2019年月均新增非农就业仍超过10万人



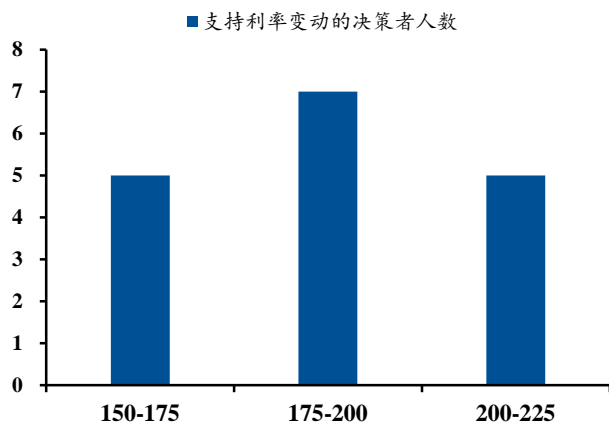
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图25: 失业率创近50年来新低



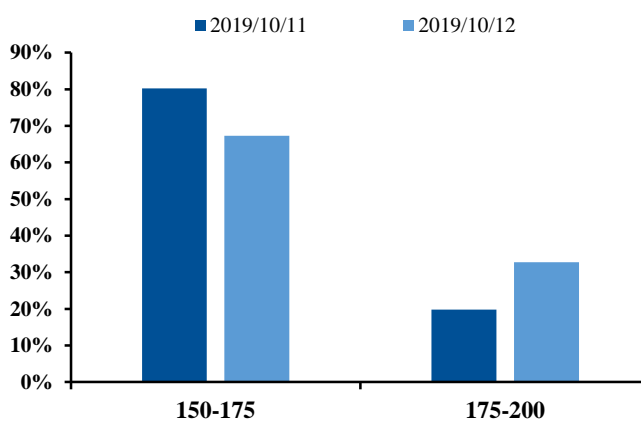
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图26: 9月点阵图显示美联储内部对货币政策走向存分歧



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图27: 市场预期的10月降息概率近期出现下行



资料来源: CME, 民生证券研究院

### 三、2019 年四季度及后期黄金价格展望

**四季度：**展望 Q4 金价，我们预计四季度金价整体震荡。9 月 PMI、PPI 等先行指标的持续下行，美国经济未来走势的不确定性在增加，年内降息概率依然较高（88%），利多金价上行。央行持续增持黄金、黄金 ETF 持仓规模创新高，期货端投机资金看多意愿不减，都将对金价构成支撑。但 9 月纪要显示美联储内部对后续货币政策走向分歧较大，鲍威尔重申美联储对数据的依赖 10 月降息的不确定性增加。考虑短期风险因素的回落、美国短期经济数据的韧性以及市场对于 10 月降息预期过高，金价短期可能回调。预计金价后期波动会更加剧烈，金价或走出“V”形走势，整体震荡运行。同时持续看好金银比修复，关注白银上涨弹性。

**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。

**长期：**长期来看，美国进入降息周期，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。央行购金意愿增强叠加全球负利率债券规模不断扩大提升黄金配置价值，维持贵金属长期上行判断。

### 四、关注标的

持续推荐山东黄金、盛达矿业、银泰资源、紫金矿业，关注中金黄金。

### 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: 美国制造业 PMI 与非制造业 PMI 持续下行.....	4
图 2: 美国 9 月 PPI 数据创近 8 个月新低.....	4
图 3: 美国 Markit 服务业 PMI 开始下滑.....	4
图 4: 全球主要经济体制造业 PMI 均处于下行趋势.....	4
图 5: 年内降息概率依然较高.....	5
图 6: 美联储资产负债表 9 月出现 5 年多来首次扩张.....	5
图 7: 黄金价格与 TIPS 关系.....	5
图 8: 全球主要经济体降息幅度及次数.....	5
图 9: 全球央行黄金储备总量.....	6
图 10: 全球央行季度增持黄金储备储量与黄金季度均价.....	6
图 11: 2018 年以来增持黄金储备靠前的国家 (吨).....	6
图 12: 中国央行历次增持黄金储备情况.....	6
图 13: COMEX 黄金非商业持仓仍为净多头.....	7
图 14: COMEX 黄金多头持仓类型.....	7
图 15: 全球黄金 EFT 在 6 月以来持续净流入 (吨).....	7
图 16: 全球黄金 ETF 总持仓创历史新高 (吨).....	7
图 17: VIX 指数近期大幅回落.....	8
图 18: 英镑、欧元短期回升明显.....	8
图 19: 突发性事件的影响难以改变金价原有走势.....	8
图 20: 美国 CPI 与核心 CPI 短期背离.....	9
图 21: TIPS 暗含通胀预期处于下行趋势.....	9
图 22: 欧洲、日本 CPI 持续下行.....	9
图 23: 油价仍处在震荡偏弱的阶段.....	9
图 24: 美国 2019 年月均新增非农就业仍超过 10 万人.....	10
图 25: 失业率创近 50 年来新低.....	10
图 26: 9 月点阵图显示美联储内部对货币政策走向存分歧.....	10
图 27: 市场预期的 10 月降息概率近期出现下行.....	10

## 分析师与研究助理简介

方取涛，民生证券有色金属行业分析师，上海对外经贸大学金融学硕士，3年行研经验，曾就职于华安证券研究所，2019年加入民生证券。

薛绍阳，澳洲莫纳什大学精算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。