

撰写日期：2019年10月23日

证券研究报告--产业金融月报

需求增长疲软压制金属价格，欧美经济下滑提振黄金行情

有色及新材料行业月报

分析师：王合绪

执业证书编号：S0890510120008

电话：021-20321303

邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆基本金属行情方面，继续维持低迷态势。9月LME铜、铝、铅、锌、锡、镍期货价格分别收于5711、1718、2131、2363、15900、17120美元/吨，月变动幅度分别为1.05%、-2.19%、5.05%、6.44%、-2.18%、-4.38%。上期所铜、铝、锌、铅、锡、镍期货价格分别收于46110、14015、16945、18695、134800、137480元/吨，月变动幅度分别为0.79%、-1.72%、-2.02%、-0.27%、4.11%、5.15%。上月基本金属涨跌互现。9月LME库存增减幅度：铜(-21.69%)，铝(0.05%)，铅(-10.50%)，锌(-0.07%)，锡(-2.00%)，镍(3.61%)；SHFE库存增减幅度：铜(-18.36%)，铝(-11.88%)，铅(-49.17%)、锌(-6.75%)、锡(-9.81%)、镍(-13.42%)。

◆黄金价格短期震荡，中期上涨预期未改。9月LME金、银期货价格分别收于1478美元/盎司、17元/克，月变动幅度分别为-3.34%、-7.82%，上期所金、银期货价格分别收于345美元/盎司、4275元/千克，月变动幅度分别为-3.27%、-6.27%。经过8月贵金属大幅上涨后，黄金再次出现回撤调整，主要由于美国经济数据表现超预期，以及美日、美中贸易关系向好，美元指数走强，贵金属受到强势美元压制，但经济周期客观存在，全球经济下行方向没有改变，10月美国公布多项经济数据不达预期，仍看好黄金中长期上涨预期。

◆上周有色板块继续跑输大盘。9月上证综指、深证指分别收于2905.19、1595.21，月变动幅度分别为0.66%、1.01%；上月有色指数、新材料指数分别收于3572.03、2519.08，月变动幅度分别为-4.40%、-3.43%。有色板块大幅跑输于上证综指。9月有色金属各子板块，涨幅前三名：锂(13.5%)，非金属新材料(7.8%)，钨(6.2%)，跌幅前三名：磁性材料(-21.3%)，黄金(-14.1%)，稀土(-7.3%)。

◆基本金属下游需求持续疲软，小金属独立行情值得关注。宏观方面，美国及欧洲经济将继续下行，中美贸易摩擦暂时休战但长期风险犹存，英国脱欧最后期限逼近，硬脱欧风险仍存；总体来看，外需预计将持续低迷。内部来看，下游房地产周期回落，汽车、家电等行业持续低迷，经济下行压力不减。四季度仍然是年度消费复苏的关键时期，同当对前中美贸易磋商市场保持谨慎乐观，预计需求端无较大改观，也将继续拖累铜、铝、镍等基本金属价格上涨。钨、钴等小金属因供给端影响短期有望走出独立行情。

◆黄金配置价值依旧。年内美联储降息节奏存不确定性，但全球经济同步偏弱。中美贸易摩擦变数、美国经济下行，欧元区经济风险、英国硬脱欧、地缘政治冲突构成得主要风险点都会轮番触及避险情绪及提振黄金行情。

◆风险提示：美元超预期走强及小金属需求不及预期。

内容目录

1.有色板块涨跌分化，金价震荡回调	5
1.1.基本金属整体下跌，小金属触底反弹	5
1.2.有色板块跑输上证综指	8
2.有色金属下游消费概览	9
2.1.地产端：房价同比增速明显回落，地产开工持续疲软	9
2.2.家电板块：空调和彩电增速回落较大，电网基建放缓	10
2.3.汽车板块：乘用车产量降幅收窄，新能源车产量下滑明显	10
3.宏观因素运行态势跟踪	11
3.1.美国经济退而未衰，前景不容乐观	11
3.2.欧洲经济延续疲软态势，货币政策或进一步宽松	12
3.3.国内环境：国内经济短期或存韧性，但下行趋势未改	13
4.后期市场展望	14
4.1.贵金属：黄金中长期配置上行趋势未改	14
4.1.1.美联储否认将量化宽松，市场押注美联储再度降息	14
4.1.2.中美贸易摩擦仍存不确定性，英国脱欧及地缘冲突风险加剧	15
4.1.3.黄金 ETF 持仓较为稳定，外资对黄金板块增持明显	15
4.2.基本金属：基本面压力仍然较大，基本金属价格承压	15
4.2.1.铝：上游环保限产加严 VS 下游需求逐渐疲软	15
4.2.2.镍：不锈钢产能难有增量，镍价上涨承压	16
4.2.3.铜：全球经济增长预期下调，铜价反弹空间受限	17
4.3.小金属：分化明显，有望走出独立行情	17
4.3.1.钨：泛亚库存拍卖落地，供给端使得“易涨难跌”	17
4.3.2.钴：未来钴供需或将发生趋势性扭转	17
4.3.3.锂：下游需求疲软，价格维持低位	17
5.个股表现、投资建议	17
5.1.小金属及新材料板块个股涨幅最大，稀土永磁概念股跌幅靠前	18
5.2.中长期仍看好金价上涨，短期关注小金属独立行情	18
6.风险提示：	18

图表目录

图 1: LME 铜价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	5
图 2: SHFE 铜价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	5
图 3: LME 铝价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	6
图 4: SHFE 铝价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	6
图 5: LME 铅价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	6
图 6: SHFE 铅价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	6
图 7: LME 锌价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	6
图 8: SHFE 锌价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	6
图 9: LME 锡价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	6
图 10: SHFE 锡价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	6
图 11: LME 镍价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
图 12: SHFE 镍价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
图 13: COMEX 黄金及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
图 14: SHFE 黄金及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
图 15: COMEX 白银及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
图 16: SHFE 白银及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
图 17: 美元指数与黄金价格 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
图 18: 美债到期收益率 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
图 19: 有色子版块行情速览	9
图 20: 上月内各行业涨跌幅 (单位:%)	9
图 21: 上月有色金属子板块涨跌幅 (单位:%)	9
图 22: 房地产开发投资完成额与销售面积: 累计同比	9
图 23: 房屋新开工、施工、竣工面积: 累计同比	9
图 24: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数增速	10
图 25: 70 个大中城市二手商品住宅价格指数增速	10
图 26: 家用电冰箱及冰柜产量及同比增速	10
图 27: 空调及彩电产量及同比增速	10
图 28: 电网基本建设投资完成额: 累计值	10
图 29: 电源基本建设投资完成额: 累计值	10
图 30: 国内乘用车产量及同比增速 (辆, %)	11
图 31: 国内商用车产量及同比增速 (辆, %)	11
图 32: 锂电池产量及同比增速	11
图 33: 国内新能源车产量及同比增速 (辆, %)	11
图 34: ISM PMI 指数连续 5 个月回落	12
图 35: 9 月零售销售增速下滑	12
图 36: 美国 9 月非农就业回升	12
图 37: 美国 9 月就业总体强劲	12
图 38: 欧元区投资信心指数下降	13
图 39: 欧元区 PMI 连续下滑	13
图 40: 英国 PMI 连续下滑	13
图 41: 英国 GDP 增速下滑	13
图 42: CPI 同比预测	14
图 43: PPI 同比预测	14
图 44: 中国 9 月制造业 PMI 较上月回升 0.3pct	14
图 45: 中国固定资产投资: 累计同比 (%)	14
图 46: 有色板块内部外资持股情况	15

图 47: 黄金 ETF 持仓情况	15
图 48: 9 月电解铝产能同比下滑	16
图 49: 9 月份电解铝开工率 83.25%, 环比降低.....	16
表 1: 基本金属价格及涨跌幅度 (单位: 元/吨, 美元/吨)	5
表 2: 小金属价格及涨跌幅度	8
表 3: 上月综合指数速览	8
表 4: 9 月有色金属板块跌幅前五公司	18
表 5: 9 月有色金属板块涨幅前五公司	18

1. 有色板块涨跌分化，金价震荡回调

1.1. 基本金属整体下跌，小金属触底反弹

基本金属：继续维持低迷态势。上月 LME 铜、铝、铅、锌、锡、镍期货价格分别收于 5711、1718、2131、2363、15900、17120 美元/吨，月变动幅度分别为 1.05%、-2.19%、5.05%、6.44%、-2.18%、-4.38%。上期所铜、铝、锌、铅、锡、镍期货价格分别收于 46110、14015、16945、18695、134800、137480 元/吨，月变动幅度分别为 0.79%、-1.72%、-2.02%、-0.27%、4.11%、5.15%。上月基本金属涨跌互现。9 月 LME 库存增减幅度：铜 (-21.69%)，铝 (0.05%)，铅 (-10.50%)，锌 (-0.07%)，锡 (-2.00%)，镍 (3.61%)；SHFE 库存增减幅度：铜 (-18.36%)，铝 (-11.88%)，铅 (-49.17%)，锌 (-6.75%)，锡 (-9.81%)，镍 (-13.42%)。

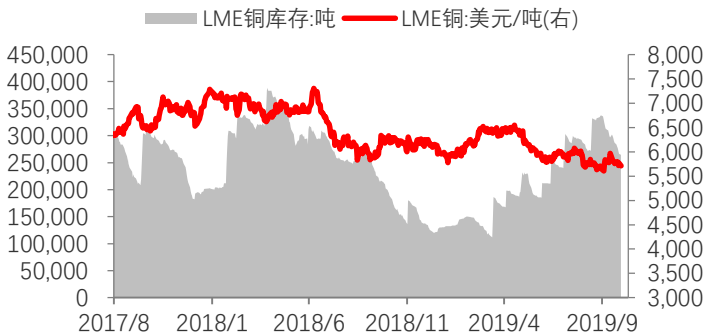
贵金属：黄金价格短期震荡，中长期继续上涨。上月 LME 金、银期货价格分别收于 1478 美元/盎司、17 元/克，月变动幅度分别为 -3.34%、-7.82%。上期所金、银期货价格分别收于 345 美元/盎司、4275 元/千克，月变动幅度分别为 -3.27%、-6.27%。经过 8 月贵金属大幅上涨后，黄金再次出现回撤调整，主要由于美国经济数据表现超预期，以及美日、美中贸易关系向好，美元指数走强，贵金属受到强势美元压制，但经济周期客观存在，全球经济下行方向没有改变，10 月美国公布多项经济数据不达预期，仍看好黄金中长期上涨预期。

表 1：基本金属价格及涨跌幅度（单位：元/吨，美元/吨）

市场	基本金属	9 月价	8 月价	月涨跌幅	年涨跌幅
LME (美元/吨)	铜	5711.5	5652.0	1.05%	-3.39%
	铝	1718.5	1757.0	-2.19%	-7.26%
	铅	2131.0	2028.5	5.05%	5.99%
	锌	2363.0	2220.00	6.44%	-3.71%
	锡	15900.0	16255.0	-2.18%	-18.29%
	镍	17120.0	17905.0	-4.38%	60.83%
SHFE (元/吨)	铜	47110.0	46740.0	0.79%	-2.20%
	铝	14015.0	14260.0	-1.72%	3.13%
	铅	16945.0	17295.0	-2.02%	-5.89%
	锌	18695.0	18745.0	-0.27%	-10.66%
	锡	134800.0	129480.0	4.11%	-6.03%
	镍	137480.0	130750.0	5.15%	56.10%

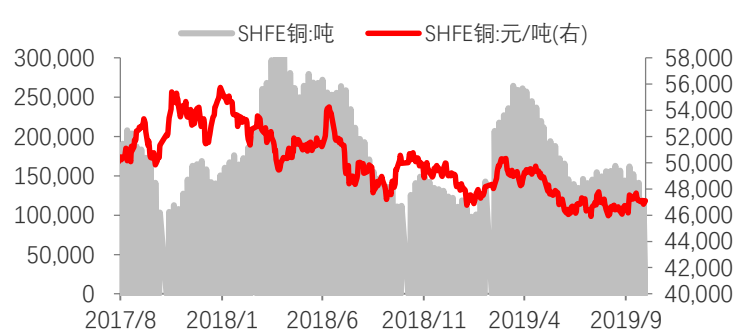
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 1：LME 铜价及库存（截止 2019 年 9 月 30 日）



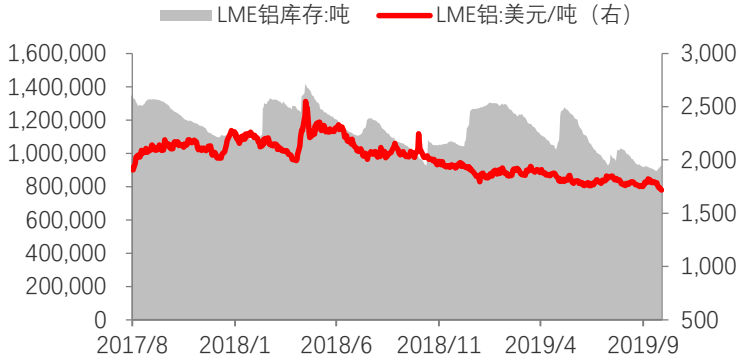
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：SHFE 铜价及库存（截止 2019 年 9 月 30 日）



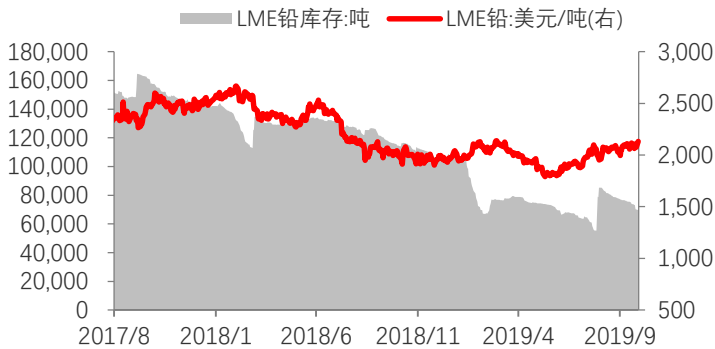
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3: LME 铝价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



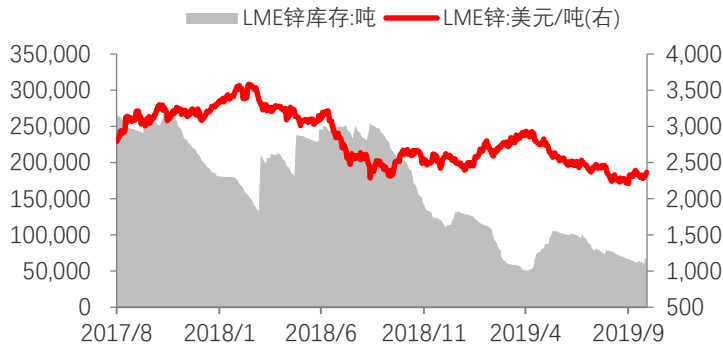
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 5: LME 铅价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



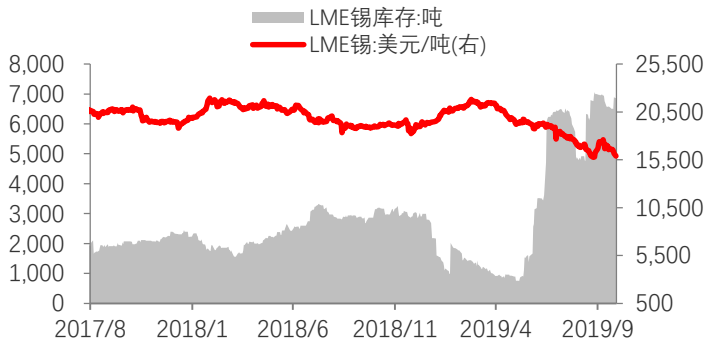
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 7: LME 锌价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



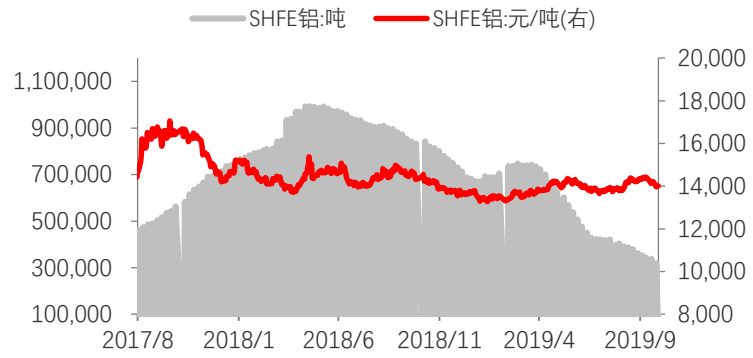
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 9: LME 锡价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



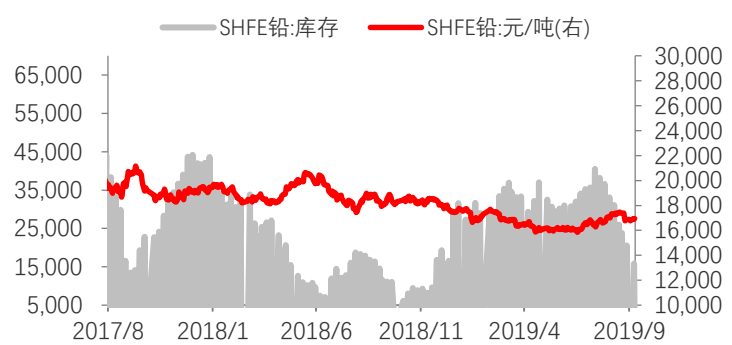
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 4: SHFE 铝价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



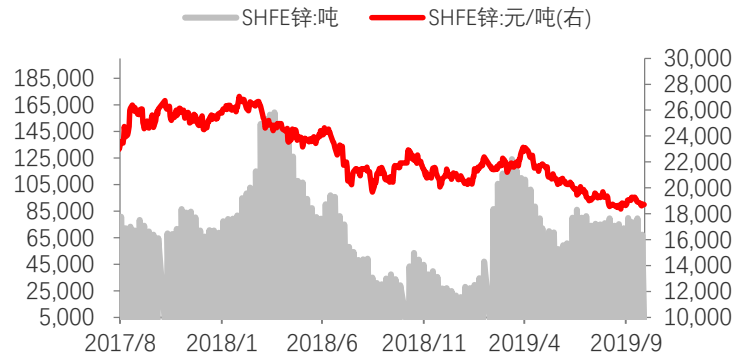
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 6: SHFE 铅价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



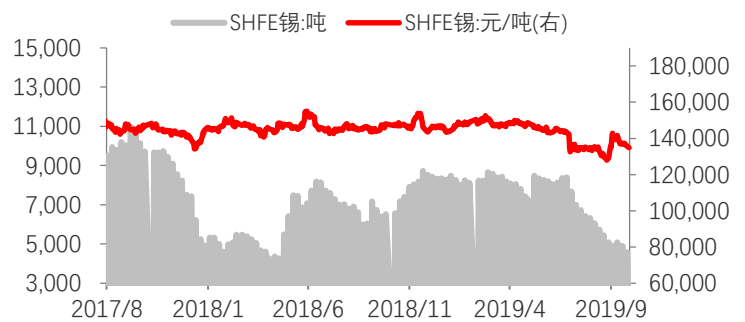
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 8: SHFE 锌价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



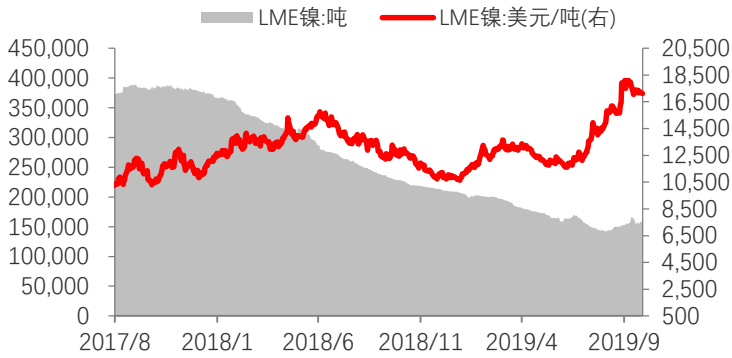
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 10: SHFE 锡价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



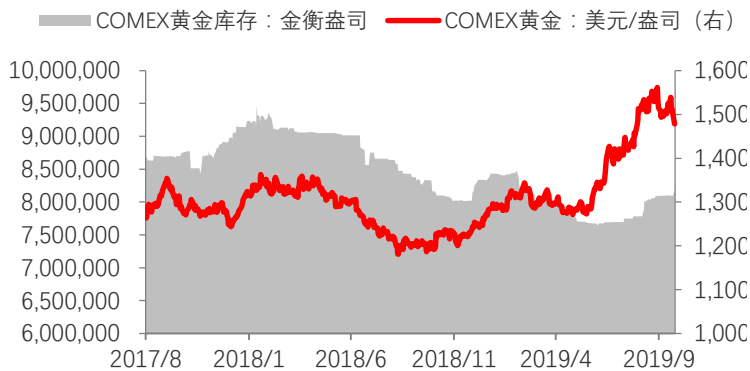
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 11: LME 镍价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



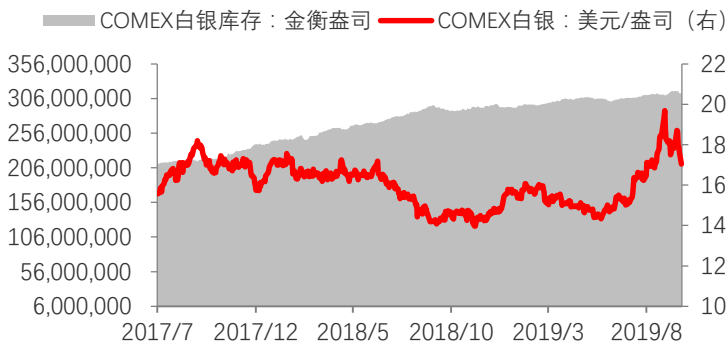
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 13: COMEX 黄金及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



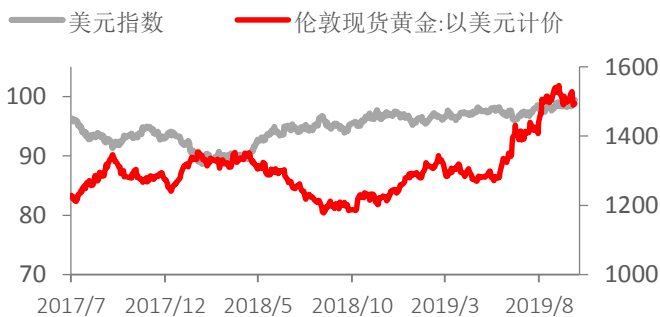
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 15: COMEX 白银及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



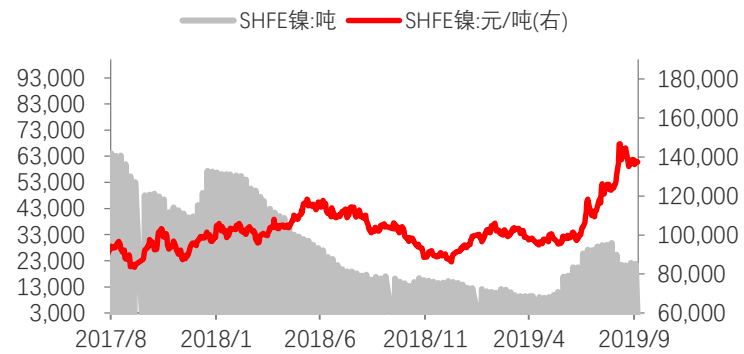
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 17: 美元指数与黄金价格 (截止 2019 年 9 月 30 日)



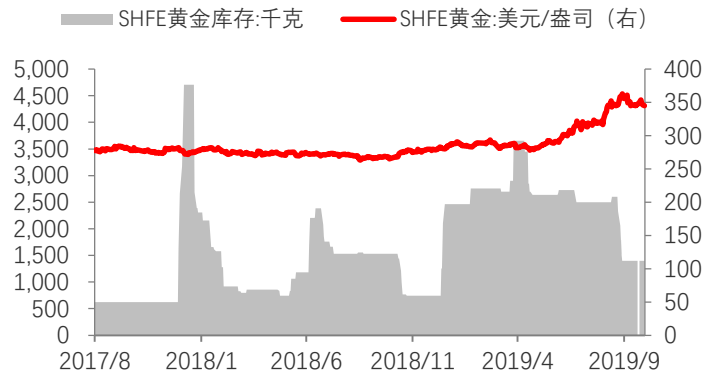
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 12: SHFE 镍价及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



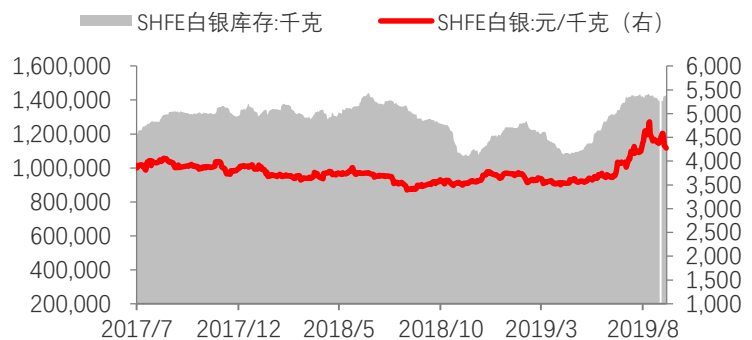
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 14: SHFE 黄金及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



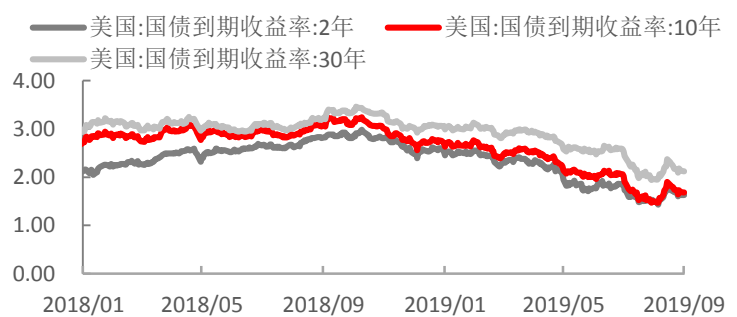
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 16: SHFE 白银及库存 (截止 2019 年 9 月 30 日)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 18: 美债到期收益率 (截止 2019 年 9 月 30 日)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

小金属: 涨跌分化明显。9 月钴价格回升, 嘉能可宣布 Mutanda 矿或将于 2020-2021 年

停产修缮，钴供需有望“剧烈”反转。锂价经长期下跌，逐步筑底，因传统消费端，国内手机市场趋于饱和，短期难迎新的需求拐点，新能源补贴退坡影响，需求持续走弱；钨价近一年已下跌 30%以上，降至历史低位。钨精矿价格上涨显著，泛亚仲钨酸铵拍卖落地后市场担忧有所缓解，前期行业联合家产也使得供需格局边际改善，后续钨产品价格有望继续上行。

表 2：小金属价格及涨跌幅度

小金属	单位	9月30日	前一月	前一年	月涨跌幅	年涨跌幅
碳酸锂	元/吨	60500	62500	79500	-3.20%	-23.90%
金属锂	元/吨	645000	645000	805000	0.00%	-19.88%
氢氧化锂	元/吨	66500	72500	112000	-8.28%	-40.63%
钨精矿	元/吨	90000	73000	96500	23.29%	-6.74%
APT	元/吨	139500	112000	153000	24.55%	-8.82%
钨铁	元/吨	148000	136000	171000	8.82%	-13.45%
海绵钛	元/千克	78	79.5	66.5	-1.89%	17.29%
钼精矿	元/吨	2000	2030	1710	-1.48%	16.96%
钼铁	元/吨	130000	134000	113000	-2.99%	15.04%
碳酸钴	元/吨	143500	117500	172500	22.13%	-16.81%
钴酸锂	元/吨	240	210	305	14.29%	-21.31%
四氧化三钴	元/吨	220000	191000	257000	15.18%	-14.40%
铋锭	元/吨	40000	37500	50750	6.67%	-21.18%
镁锭	元/吨	16150	16650	18650	-3.00%	-13.40%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.2.有色板块跑输上证综指

9月上证综指、深证指分别收于 2905.19、1595.21，月变动幅度分别为 0.66%、1.01%；上周有色指数、新材料指数分别收于 3572.03、2519.08，月变动幅度分别为-4.40%、-3.43%。有色板块大幅跑输于上证综指。

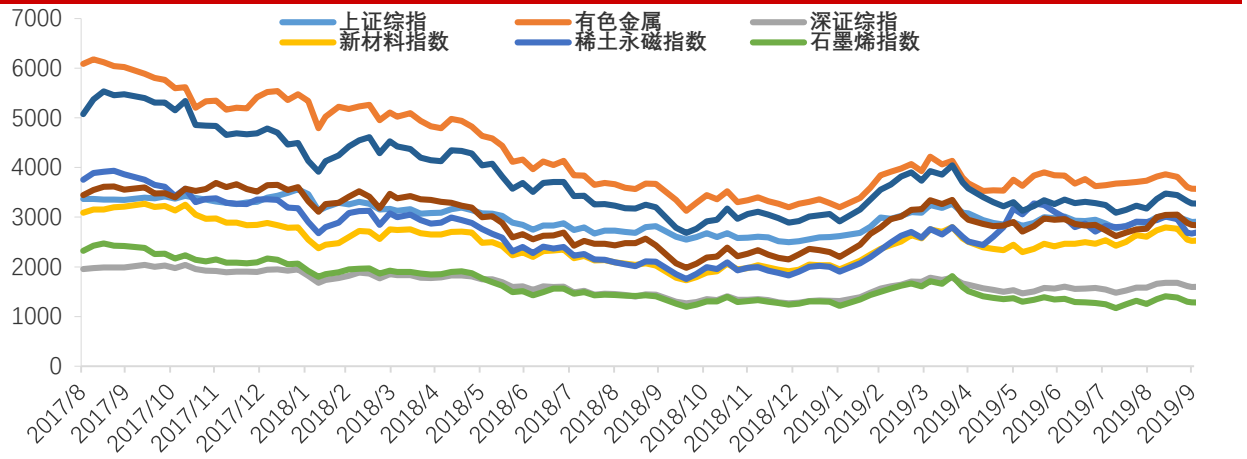
9月有色金属各子板块，涨幅前三名：锂（13.5%），非金属新材料（7.8%），钨（6.2%），跌幅前三名：磁性材料（-21.3%），黄金（-14.1%），稀土（-7.3%）。

表 3：上月综合指数速览

代码	名称	9月收盘点数	月变动	年变动
000001.SH	上证综指	2905.19	0.66%	15.52%
399106.SZ	深证综指	1595.21	1.01%	24.68%
CI005003.WI	有色指数	3572.03	-4.40%	9.23%
884057.WI	新材料指数	2519.08	-3.43%	29.57%
884086.WI	稀土永磁指数	2667.78	-8.13%	40.33%
884109.WI	石墨烯指数	1282.31	2.21%	2.00%
884039.WI	锂电池指数	3273.59	3.25%	12.06%
884119.WI	3D 打印指数	2843.67	2.84%	26.43%

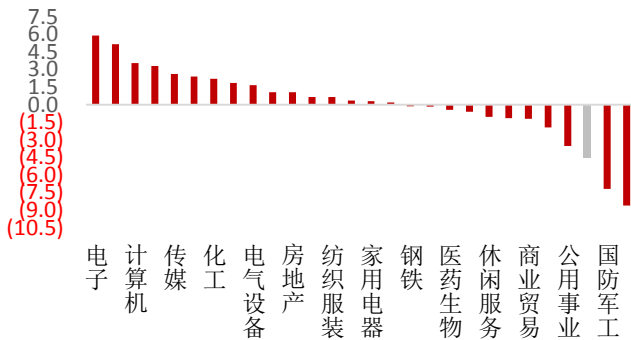
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 19: 有色子版块行情速览



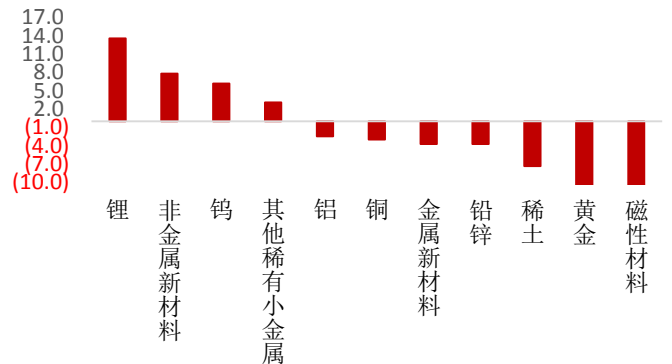
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 20: 上月内各行业涨跌幅 (单位:%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 21: 上月有色金属子板块涨跌幅 (单位:%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2. 有色金属下游消费概览

2.1. 地产端: 房价同比增速明显回落, 地产开工持续疲软

8 月房地产开发投资完成额累计同比 10.5%，相比上个月变动-0.1 个百分点。商品房销售面积累计同比-0.6%，相比上月变动 0.7 个百分点。房屋新开工面积累计同比 8.9%，相比上月变动个百分点-0.6。房屋施工面积累计同比 8.8%，相比上月变动-0.2。房屋竣工面积累计同比-10.0%，相比上月变动个百分点 1.3。70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比变动 9.10%，相比上个月变动-1 个百分点，环比上涨 0.6%；二手住宅价格指数当月同比变动 5.3%，相比上个月变动-1.2 个百分点，环比上涨 0.3%。

图 22: 房地产开发投资完成额与销售面积: 累计同比

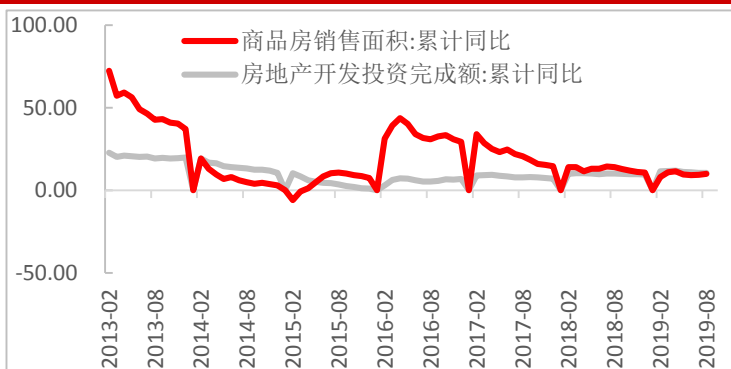
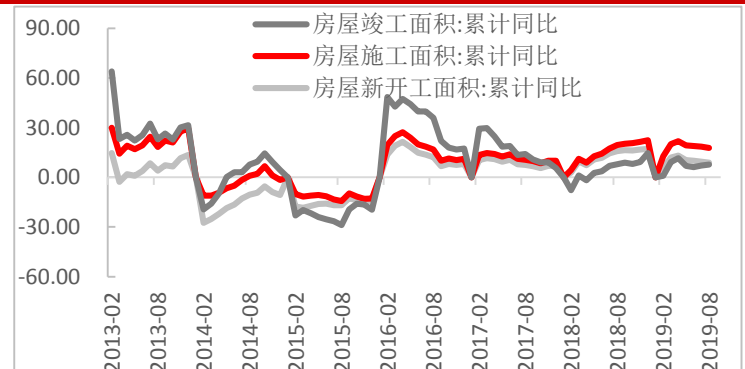
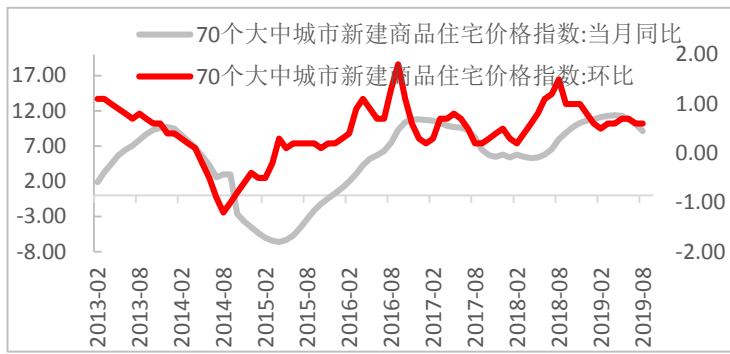


图 23: 房屋新开工、施工、竣工面积: 累计同比



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

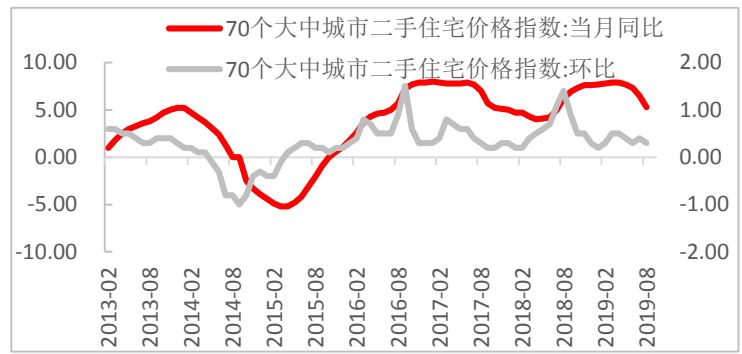
图 24: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数增速



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 25: 70 个大中城市二手商品住宅价格指数增速

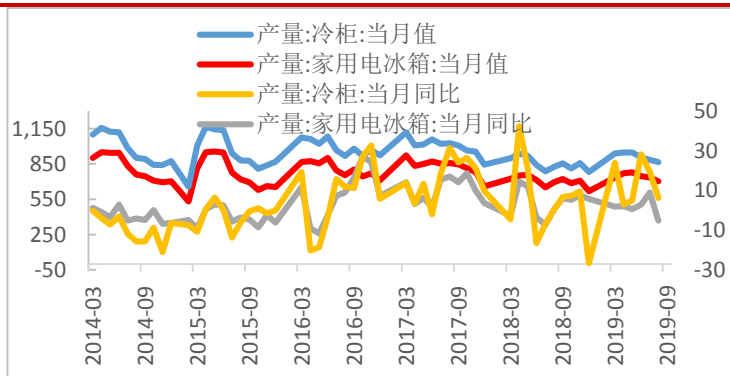


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2.2. 家电板块: 空调和彩电增速回落较大, 电网基建放缓

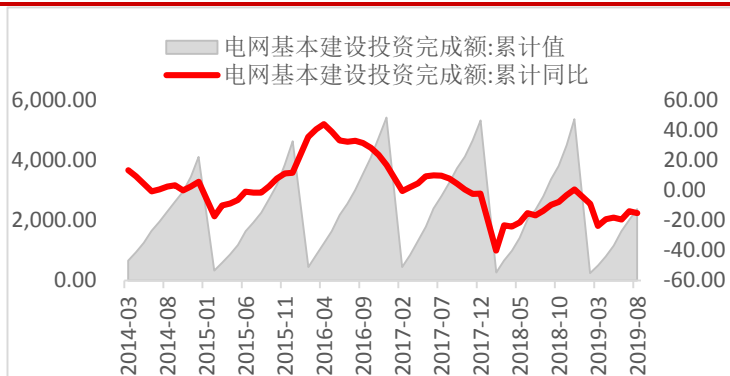
8 月空调和彩电增速回落较大, 冰柜保持向好态势。2019 年前 8 个月, 空调产量同比增长小幅回落至 7.9%, 家用电冰箱产量同比增长回落至 2.8%, 冰柜产量同比增长维持在 13.4%, 彩电产量同比增长今年首次出现负增长, 下 1.3%。电网基本建设投资完成额累计值 2378 亿元, 相比上月变动 357.0 亿元。电网基本建设投资完成额累计同比-15.2%, 相比上月变动 -1.3 个百分点。电源基本建设投资完成额累计值 1533 亿元, 相比上月变动 287.0 亿元。电源基本建设投资完成额累计同比 5.2%, 相比上月变动 4.5 个百分点。

图 26: 家用电冰箱及冰柜产量及同比增速



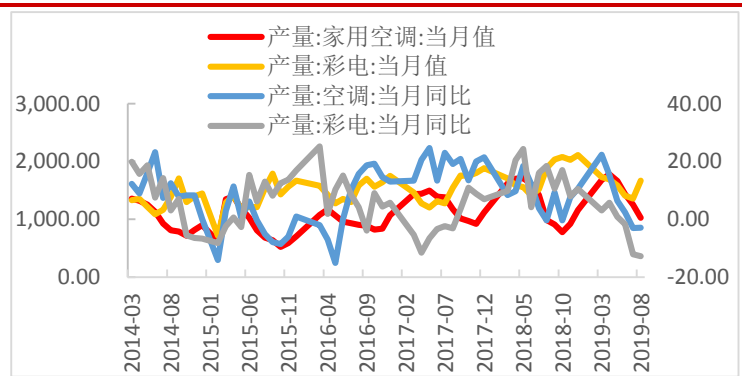
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 28: 电网基本建设投资完成额: 累计值



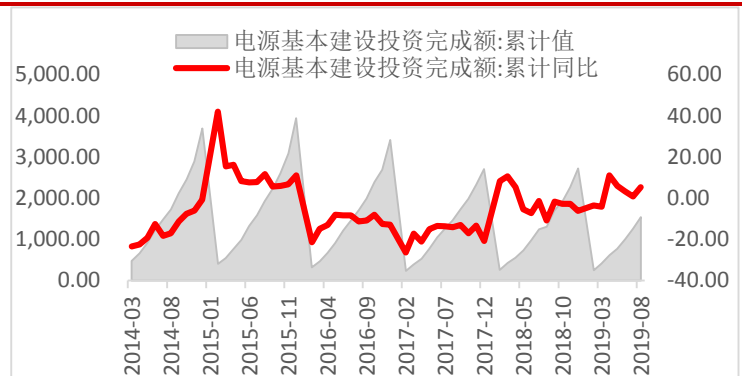
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 27: 空调及彩电产量及同比增速



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 29: 电源基本建设投资完成额: 累计值

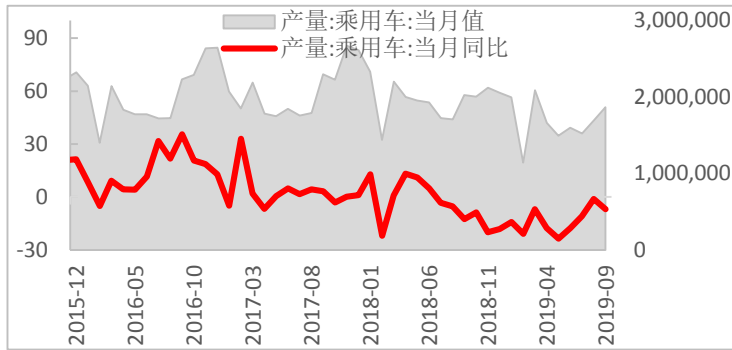


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2.3. 汽车板块: 乘用车产量降幅收窄, 新能源车产量下滑明显

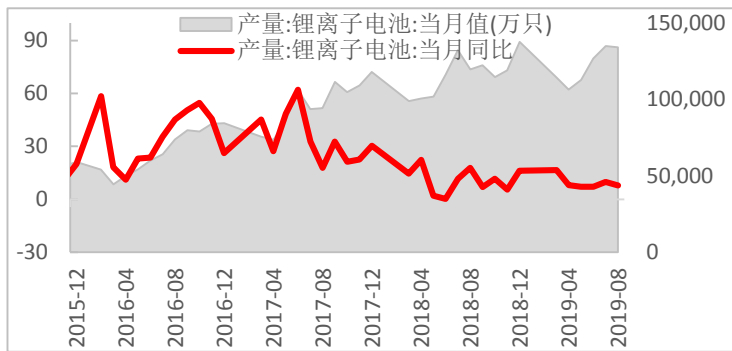
乘用车产量 186.4 万辆，相比上月变动 17.0 万辆。乘用车产量同比-7%，相比上月变动 6.0 个百分点。商用车产量 34.4 万辆，相比上月变动 4.7 万辆。商用车产量同比 3.96%，相比上月变动 3 个百分点。纯电动车乘用车产量 71.7 万辆，相比上月变动 7 万辆，新能源车同比-24.2%。锂离子电池产量 134068.6 万只，相比上月变动-812.4 万只。锂离子电池产量同比 7.8%，相比上月变动-2.0 个百分点。

图 30：国内乘用车产量及同比增速（辆，%）



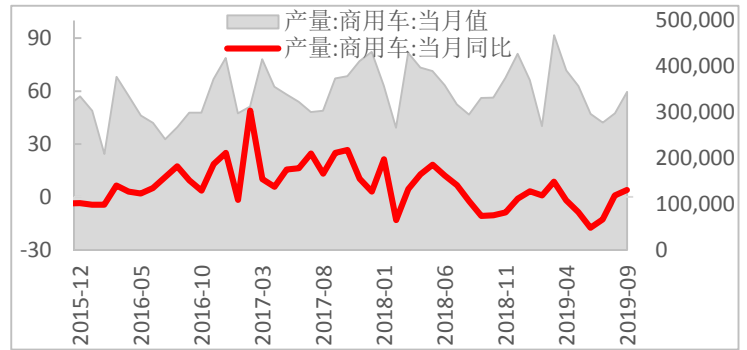
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 32：锂电池产量及同比增速



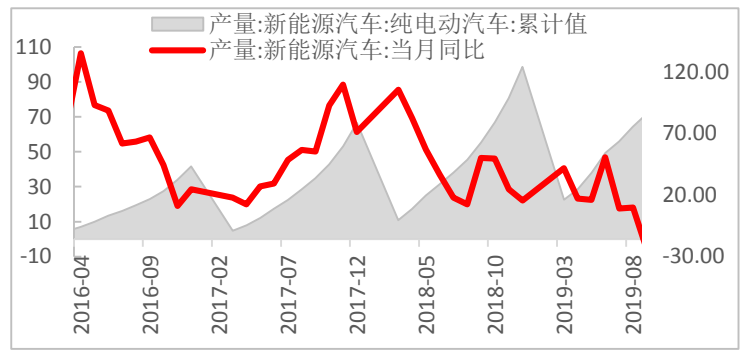
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 31：国内商用车产量及同比增速（辆，%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 33：国内新能源车产量及同比增速（辆，%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

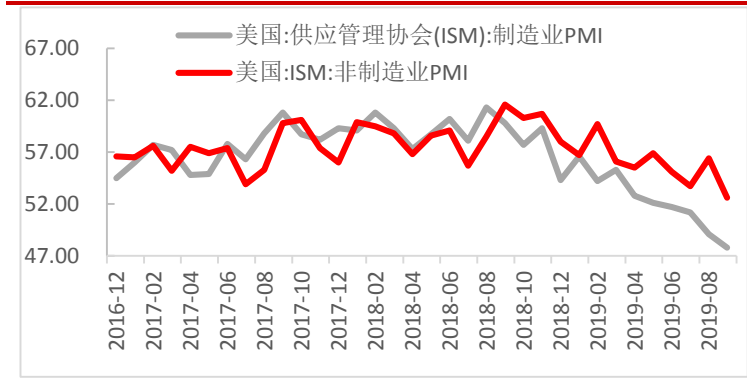
3.宏观因素运行态势跟踪

3.1.美国经济退而未衰，前景不容乐观

PMI 指数大约领先 GDP 同比 1 个季度。美国 ISM 制造业 PMI 指数 9 月录得 47.8，连续 5 个月回落且连续两个月低于荣枯线，并创下 2009 年 6 月以来最低水平，显示美国制造业萎缩加剧。美国 9 月 ISM 非制造业 PMI 同样创下历史新低，终值为 52.6，预期 55，前值 56.4，表明美国经济的最重要部门增长放缓，加剧了市场对美国经济衰退的担忧。

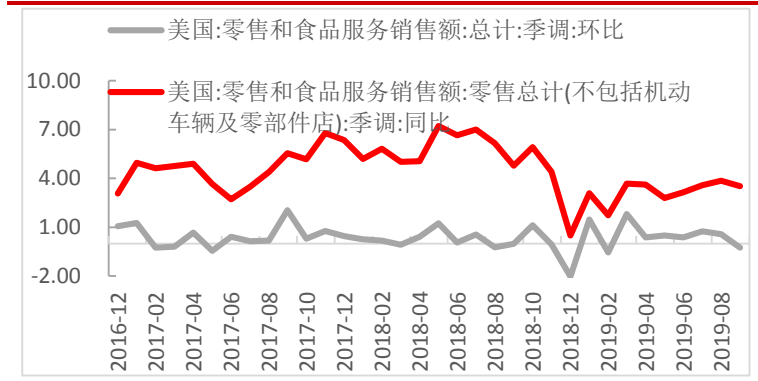
消费是美国 GDP 最主要的组成部分，占比 70% 左右，从历史经验来看，消费与 GDP 走势也保持高度一致。美国三季度零售销售增速较高，但仍显著低于去年水平。9 月份零售销售增速环比为 0.36%，较上月的 0.79% 下滑明显。

图 34: ISM PMI 指数连续 5 个月回落



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 35: 9 月零售销售增速下滑

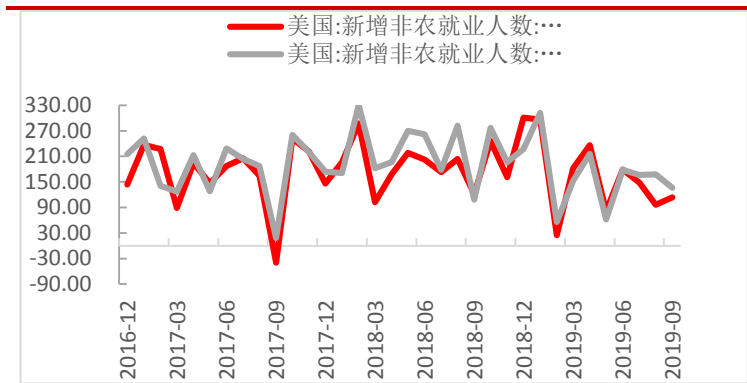


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

就业是经济的最大保障,美国近期就业数据仍然强劲,表明经济仍有一定支撑。美国 9 月非农就业数据好于预期,季调后非农就业人口新增 13.6 万人,预期增 14.5 万人,前值增 13 万人; 9 月美国失业率录得 3.5% 的历史低位,劳动参与率保持 63%。美国初请失业金人数数据同样好于预期,至 10 月 5 日当周初请失业金人数为 21 万人,预期 21.9 万人。结合前文表现疲弱的领先性指标,我们认为美国经济目前处于退而未衰的状况

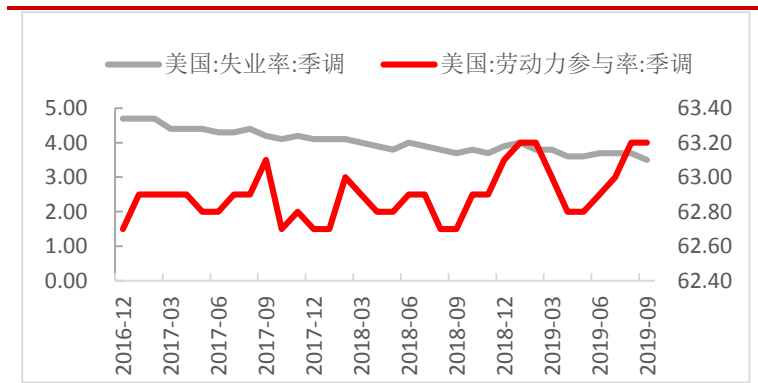
但是,未来经济预期并不好,因为历史经验看,失业率往往反应相对滞后,而前文所述的指标反应更快。也就是说,美国经济暂时还没有大问题,但展望并不乐观。

图 36: 美国 9 月非农就业回升



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 37: 美国 9 月就业总体强劲



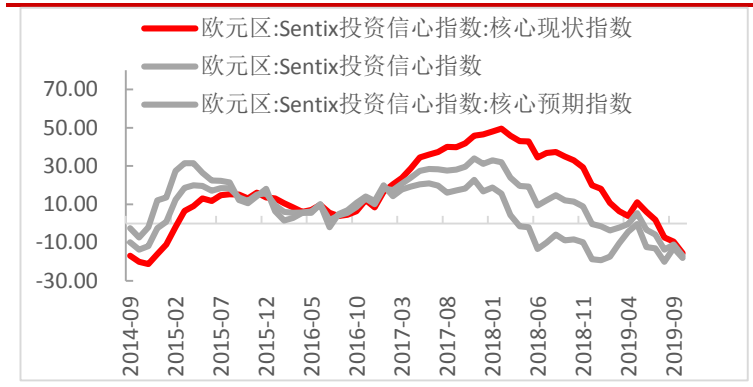
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

3.2. 欧洲经济延续疲软态势, 货币政策或进一步宽松

欧洲经济增长于 2017 年下半年触顶, GDP 增速达到 2.8%, 随后 2018 年开始下行趋势。今年一季度欧元区 GDP 同比录得 1.2%, 与 2018 年第四季度持平, 二季度继续下降至 1.1%。2 月以来欧元区制造业 PMI 指数一直位于临界值之下, 截至 9 月下降至 45.7, 服务业 PMI 指数下降至 51.6。欧元区 Sentix 投资者信心指数自 2018 年以来持续下滑, 10 月录得 -16.8, 创 2013 年 4 月以来新低。全球经济下行抑制欧洲出口, 同时英国脱欧的不确定性也在压制市场和企业的情绪, 我们预计欧洲经济在短期内还将延续疲软态势, 欧元区经济数据继续走低, 叠加欧美贸易局势紧张, 欧元区货币政策或进一步宽松。

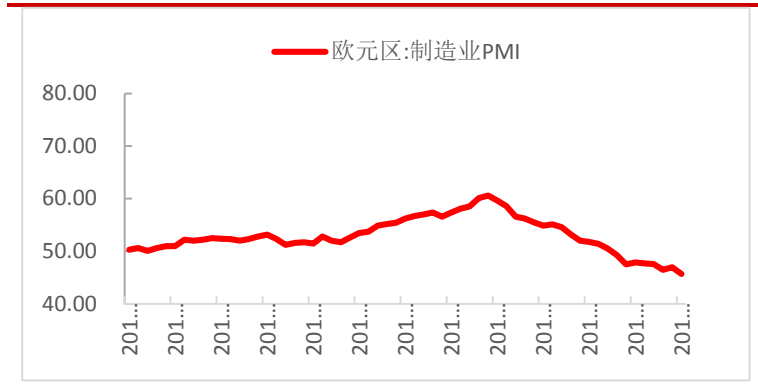
受全球贸易紧张局势加剧及英国“无协议脱欧”可能性上升等影响, 英国央行将 2019 年 GDP 增速预测由 1.5% 下调至 1.3%, 2020 年下调至 1.3%。英国制造业 PMI 指数也直线下滑。制造业 PMI 自今年 3 月达到顶点后呈下滑态势, 9 月录得 48.3, 连续五个月低于荣枯线。服务业是英国的主导产业, 服务业 PMI 连续 2 个月下滑, 9 月份意外跌至 49.5, 陷入萎缩区域, 引发市场对英国经济陷入衰退边缘的担忧。

图 38: 欧元区投资信心指数下降



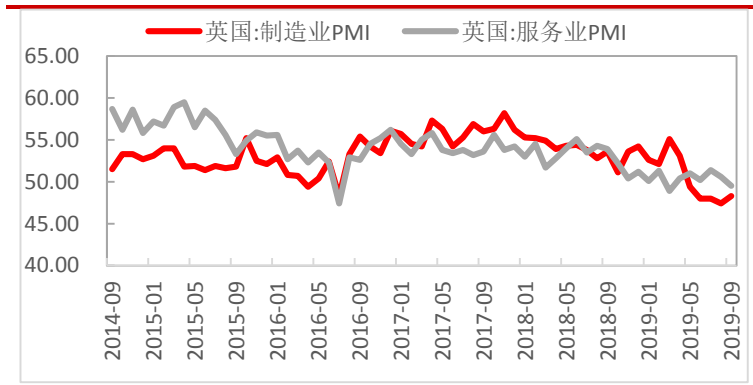
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 39: 欧元区 PMI 连续下滑



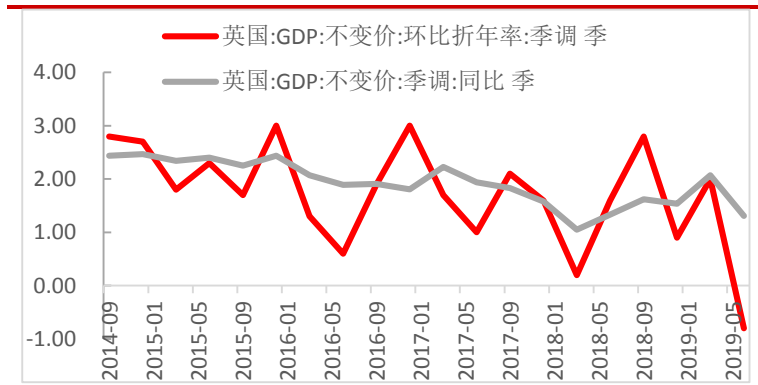
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 40: 英国 PMI 连续下滑



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 41: 英国 GDP 增速下滑



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

如前文所述, 虽然美国经济也在下滑, 但相比较而言, 欧元区面临经济大幅下滑但货币政策捉襟见肘的双重困境, 局面更不乐观, 未来甚至不排除出现危机的可能性, 需要持续关注。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。

3.3. 国内环境: 国内经济短期或存韧性, 但下行趋势未改

生产、内需短期修复。9月我国制造业 PMI 指数为 49.8, 较上月回升 0.3 个百分点, 连续 5 个月落入荣枯线以下。PMI 回升主要源于生产和新订单的回升, 其中生产指数环比回升 0.4 个百分点至 52.3, 拉动 PMI 回升 0.1 个百分点, 新订单指数回升 0.8 个百分点至 50.5, 为 5 月份以来首次升至扩张区间, 拉动 PMI 回升近 0.2 个百分点。但另一方面, 企业库存水平仍在下降, 原材料库存指数和产成品库存指数分别为 47.6 和 47.1, 企业偏谨慎的库存行为表明企业对未来需求或盈利的预期仍未明显改善。外贸方面, 新出口订单上升 1 个百分点至 48.2, 边际改善但仍处收缩区间。

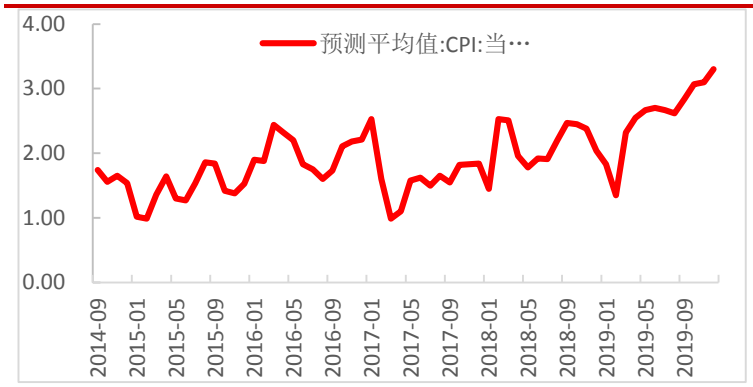
工业企业利润继续筑底。8月规模以上工业企业实现利润总额 5177.9 亿元, 同比下降 2.0%, 上月同比增长 3.6%; 1-8 月实现利润总额 4.02 万亿元, 同比下降 1.7%, 与上月持平。自年初出现大规模负增长以来, 全年工业利润处于缓慢筑底期, 这与制造业 PMI、工业增加值等表现出来的情况也是一致的。

展望未来, 年末 CPI 破 3% 概率较大。因猪肉价格上涨幅度超出预期, 对 CPI 上行有较强的推动作用。9、10 月份 CPI 尚在可控范围, 预计年末 CPI 同比破 3% 的可能性较大。

PPI 亦将在年末抬升。在国内经济下行的压力下, 工业品出厂价格疲软, 但是考虑到去年同期的基数较高, 预期 PPI 同比将在 10 月之后有所回升。

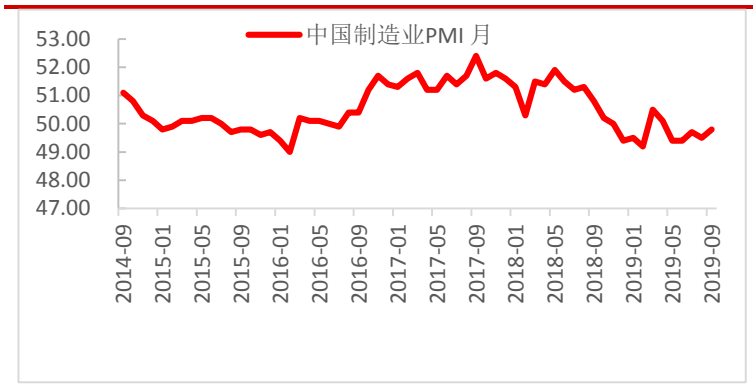
外部来看，如前文表述，美国及欧洲经济将继续下行，中美贸易摩擦暂时休战但长期风险犹存，英国脱欧最后期限逼近，硬脱欧风险仍存；总体来看，外需预计将持续低迷。内部来看，下游房地产周期回落，汽车、家电等行业持续低迷，经济下行压力不减。

图 42: CPI 同比预测



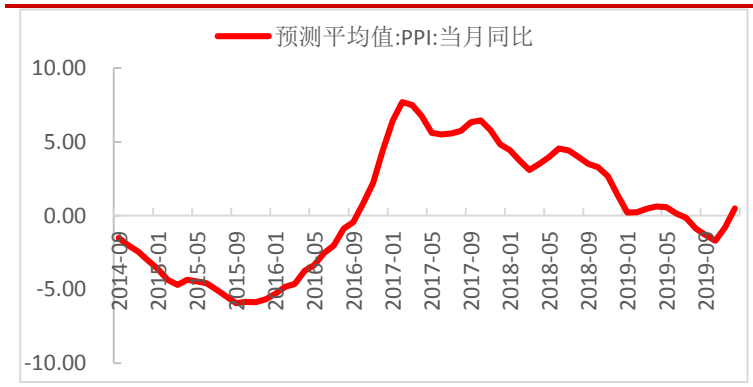
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 44: 中国 9 月制造业 PMI 较上月回升 0.3pct



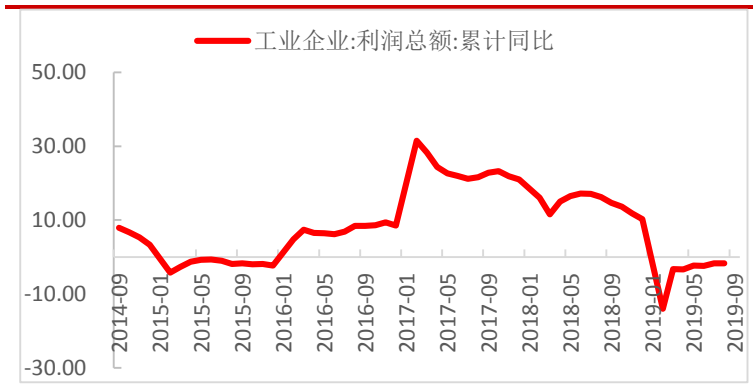
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 43: PPI 同比预测



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 45: 中国固定资产投资: 累计同比 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

4.后期市场展望

4.1.贵金属: 黄金中长期配置上行趋势未改

4.1.1.美联储否认将量化宽松, 市场押注美联储再度降息

如前文分析, 美国经济前景不容乐观, 美国此前公布的美国 PPI 数据显示, 9 月美国 PPI 环比减 0.3%, 创 8 个月来最大跌幅, CPI 同比录得 1.7%, 同样不及预期。进一步增强了市场对美联储降息的预期, 特朗普也在货币宽松问题上一直倒逼美联储。此但是美联储将左右为难。其一, 美联储担心通胀压力会进一步回升; 其二, 美国经济退而未衰, 本轮降息空间较过去明显小, 美联储不会过快行动; 其三, 失业率是衡量美国经济复苏到衰退周期的最佳指标, 目前失业率整体仍然在低位, 连续多次降息必要性不强。10 月 11 日, 美联储宣布将自今年 9 月中旬启动的回购计划至少延长到 2020 年 1 月, 同时宣布扩张资产负债表, 计划自 10 月 15 日起通过每月购买 600 亿美元短期美国国债。但是美联储重申, 此举并不是量化宽松, 不代表美联储货币政策立场的转变。

目前市场强烈押注美联储年内再次降息, 某种意义上也在绑架美联储。从最新的 CME Fed Watch 的数据来看, 美联储 10 月降息 25 个基点至 1.50%-1.75% 的概率为 91.9%, 维持当前利率的概率为 8.1%; 到 12 月降息 25 个基点至 1.50%-1.75% 的概率为 68.4%, 降息 50 个基点的概率为 25.8%, 维持当前利率的概率为 5.8%。预计短期而言, 10 月降息可能性

较高，对黄金走势将有提振作用。

4.1.2.中美贸易摩擦仍存不确定性，英国脱欧及地缘冲突风险加剧

近期中美贸易摩擦进入休战期，美日、美中贸易关系向好，使黄金价格承压。虽然中美近期就第一阶段实质性贸易协议达成一致，特朗普将暂缓实施原计划10月15号进行的对华加征关税举措，但尚未就原定于12月生效的关税措施做出决定。同时我们必须意识到，对中国发展的战略性压制是美国对中美贸易摩擦的长期诉求，中美经贸摩擦的对峙局面并没有彻底改观。

英国无协议脱欧仍然存在不确定性。虽然议会已通过阻止无协议脱欧的法案，但英国首相约翰逊在脱欧期限问题上态度非常强硬，坚持在10月31日前脱欧，与议敌对关系升级。但是目前英国与欧盟的脱欧谈判仍在拉锯，考虑到时间的紧迫性，无协议脱欧的风险仍然存在。英国无协议脱欧可能会造成一系列的影响。对英国而言，这意味着英国和欧盟之间的贸易将依照世界贸易组织规则，这将增加双方之间的关税水平和壁垒。IMF预测，今后5到10年间，英国国内生产总值(GDP)将因此下降4%，整体衰退预期不仅远超2008年的金融海啸，还将进入“自二战以来的最惨萧条”。硬脱欧风险将加剧全球经贸的持续下滑，避险情绪仍将聚集。

伊朗局势不稳，土耳其叙利亚冲突等地缘政治风险加剧得影响也将不断发酵。

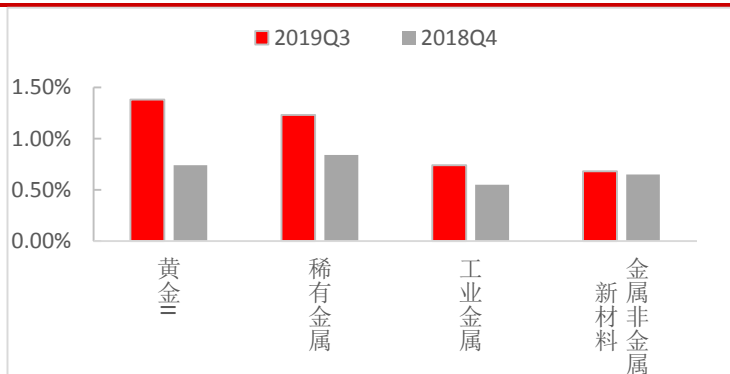
4.1.3.黄金 ETF 持仓较为稳定，外资对黄金板块增持明显

截至到10月18日，黄金ETF持仓量(SPDR+iShares)1279.01吨，较8月底上升6.2%，黄金ETF持仓量仍较为稳定。

外资持仓方面，统计了QFII以及陆股通持股情况，将二者合计值作为外资持股市值，从有色板块内部来看，外资较为青睐于配置黄金和稀有金属，黄金板块增配明显，根据2019年9月30日的数据测算，黄金板块外资持股比例为1.38%，稀有金属外资持股比例为1.23%，居于有色板块内部前两位，且持股比例明显高于工业金属；此外与2018年底外资持仓情况相比较，黄金板块增配明显，黄金板块外资持股比例从0.74%上升至1.38%。

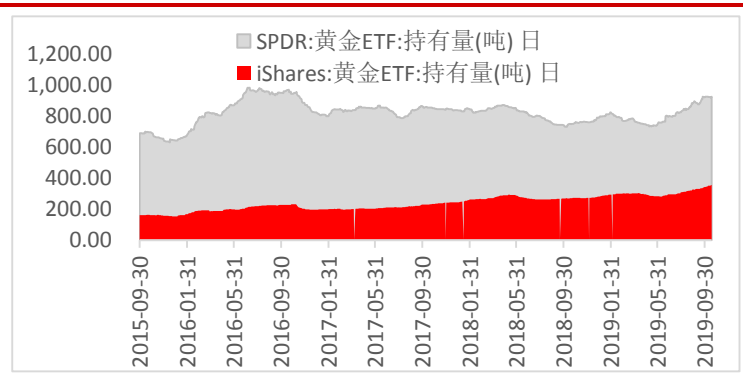
综上，美国经济当前处于加速回落阶段，并将继续带动真实收益率趋势性回落，打开金价上涨空间。维持前期观点，认为黄金中长期仍具配置价值。

图 46：有色板块内部外资持股情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 47：黄金 ETF 持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.2.基本金属：基本面压力仍然较大，基本金属价格承压

4.2.1.铝：上游环保限产加严 VS 下游需求逐渐疲软

9月伦铝先扬后抑，月初伦铝在1750美元/吨上下浮动，随着印尼可能禁矿消息的刺激下，伦铝趋势上涨至1822美元/吨，后因全球经济指标不及预期拖累，伦铝有所下跌，但表现出一定的抗跌性，伦铝持续下降至1718美元/吨。沪铝方面，前期因铝锭库存持续去化，支撑铝价，以及受印尼可能禁矿消息扰动，沪铝主力高位震荡。但随着市场消化印尼可能禁矿消息后，盘面重归震荡，且中国8月多项宏观经济数据不及预期，以及进入后期铝锭去库节奏缓慢，且由于环保因素、国庆假期来临，下游开工受到停产或限产影响，市场交投冷清，使铝价持续弱势。

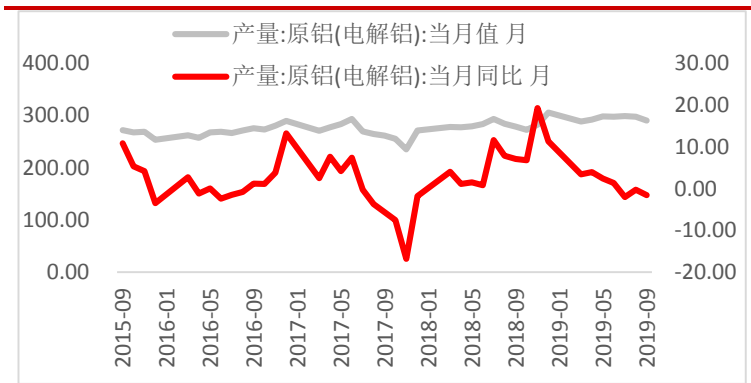
进入10月以来，美联储疲软的经济数据增加了美联储降息预期，导致美指大幅下跌，导致伦铝震荡上行。但好景不长，隔夜高盛将三个月期铝价预期下调，以及据LME库存报告显示伦铝库存连日增加，市场避险情绪加重，伦铝跌至1719美元/吨。沪铝方面，中美贸易摩擦休摩虽然缓和一部分市场悲观情绪，但汽车、家电等行业产销等经济数据仍旧不乐观，需求不佳，加之国庆后期投复产压力较大，悲观情绪依旧，施压铝价。

10月16日，京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案出台涉及电解铝行业，具体的细化要求还需等待各地方政府的文件出台。目前对上游矿石尚未做出明确要求，但进入冬季氧化铝厂有意进行矿石的储备采购，北方矿石供应略显紧张，价格已呈现上涨趋势，有助于拉涨铝价。

但预计国内氧化铝价格上涨压力较大：一是部分企业进口矿使用的增加缓解矿石紧张程度，将不再受制于原料减产；二是随着今年年底海德鲁巴西阿鲁诺特(Alunorte)氧化铝厂逐步复产，国际氧化铝市场供应量增加，国际氧化铝价格随之下行，截至10月17日，海外氧化铝FOB价格为277.5美元/吨，氧化铝进口窗口再次打开。进口氧化铝海运及报关时间相对较长，进口量的增加预计在年底将有明显体现。同时10月或将有部分产能复产，届时对于电解铝成本的支撑转弱。

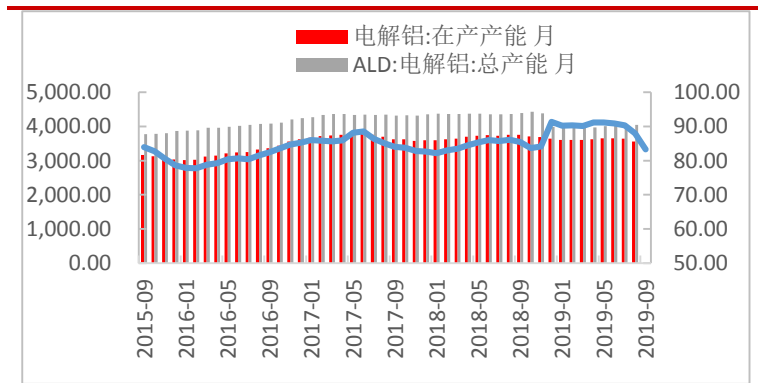
整体来看，9月份电解铝产能290万吨，当比同比下滑-1.6%，电解企业开工率，同时国庆节前电解铝库存持续下降6周，10月份库存也继续下降，供需情况明显好转，但是9-10月市场下游消费疲软，而上游氧化铝上涨承压，预计沪铝仍将整体处于弱势状态。

图 48：9 月电解铝产能同比下滑



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 49：9 月份电解铝开工率 83.25%，环比降低



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.2.2.镍：不锈钢产能难有增量，镍价上涨承压

9月沪镍价格整体处于上涨走势，LME镍有所回调，呈高位震荡走势，国内因300系不锈钢减产与镍铁供应过剩的利空并未出现，因此镍价或维持高位震荡。四季度印尼镍铁供应将持续增加，而国内不锈钢产量或难有增量。10月以来镍价呈下跌回落走势，菲律宾棉兰老岛发生地震，目前暂无影响，后期影响范围需继续确认。硫酸镍市场方面，受到下半年补贴退坡对新能源汽车行业造成较大的影响，9月新能源汽车产销同比降幅较大，从结构上看，合资品牌新能源汽车正在逐步展开攻势，出现逆势大幅增长的势态。随着合资车企在新能源

领域的布局，新能源汽车行业进一步复苏，有利于提振硫酸镍的需求，进一步扩大硫酸镍供需缺口。

4.2.3.铜：全球经济增长预期下调，铜价反弹空间受限

当前全球铜矿供应增速放缓，加工费未见止跌，且国内废铜进口受限，供应端趋紧或抑制铜价跌幅。下半年的国内冶炼产能将集中投放，而供应端对铜价的拉涨作用依然有限。在需求方面，交易所的库存陆续减少，保税区库存持续下降，全球铜库存处于历史低位，库存去化较为可观，为铜价提供较强支撑。

需求方面，铜的传统终端下游消费有 27%集中在家电和汽车产品，所以针对家电和汽车行业的刺激政策将会对铜价会有明显的推动作用。四季度消费预期仍在，汽车销售方面，经销商库存压力缓解及厂商加快批发节奏预计将使销量回升，需求另一端，电网领域电源投资和电网投资增速依然未兑现预期，四季度仍然是年度消费复苏的关键时期。同时当前中美贸易磋商市场保持谨慎乐观，对铜价有一定的提振作用，预计短期铜价短期已筑底，但是反弹空间有限。

4.3.小金属：分化明显，有望走出独立行情

4.3.1.钨：泛亚库存拍卖落地，供给端使得“易涨难跌”

泛亚库存拍卖落地，供给扰动性因素消除。9月18日，洛阳钼业发布公告称以 32.68 亿元竞拍得到泛亚 2.83 万吨仲钨酸铵库存，竞拍单价为 11.53 万元/吨，略高于市场价 11.5 万元/吨，起拍价为 8.64 万元/吨，高于起拍价 3 万元/吨，表明行业内部普遍看好钨价后续上涨空间。预计当前在泛亚落地、成本支撑、库存低位、联合减产保价四因素共振下，钨价易涨难跌。上游钨矿价格方面，主流矿山钨精矿成本线在 7-8 万元/吨之间，2019 年下半年以来，黑钨精矿价格已经跌至 7-8 万元/吨之间，已经接近主流矿山的成本线，后期下跌空间不大。目前钨库存处于相对低位，库存处于低位，几无下降空间 APT 库存最低降至 1540 吨，较 2018 年初下降了 60%左右，而钨精矿最低点降至 530 吨，较 2018 年初减少了 75% 左右，库存已经大幅度去化。联合减产造成未来供给收缩。2019 年 5 月，国内钨企得联合减产，共同维护钨原料市场供应秩序，推进钨行业供给侧结构性改革。

4.3.2.钴：未来钴供需或将发生趋势性扭转

9 月份钴价上涨，主要受到 Mutanda 将停产得预期影响。展望未来，在供给端，全球最大钴矿 Mutanda 将在 2020-2021 年修缮停产，预计这成为引发钴供需“扭转”的核心变量之一，因钴供给端 2019 年仍然处于过剩状态，但是，进入到 2020 年，由于 Mutanda 停产计划的施行，供需格局大幅或将大幅改善，2020-21 年供需结构或将趋势性扭转。需求端得关键包括 5G 手机的推广，2020 年智能手机出货量有望由负转正，并且“换机潮”可能会实现正增长，甚至是 10% 以上的双位数增长，而消费电子需求由负转正，将是供需结构发生“剧烈”逆转。

4.3.3.锂：下游需求疲软，价格维持低位

锂价经过大幅下跌后，已经进入底部价格中枢。供给端随着供过于求，看到更多格局重塑的行业事件发生。需求端，因国内手机市场趋于饱和，短期难迎新的需求拐点；同时受新能源补贴退坡影响，新能源汽车市场成交疲软，订单走弱，预计短期内维持低位震荡格局。

5.个股表现、投资建议

5.1. 小金属及新材料板块个股涨幅最大，稀土永磁概念股跌幅靠前

9月涨幅较大的股票当中：丰华股份（摘帽利好）、天齐锂业也涨幅靠前，由于锂价经过大幅下跌后已经进入底部中枢，行业内出现了破产重组预期。金力永磁，银河磁体等前期涨幅过大的个股出现回调，跌幅居前。

表 4：9月有色金属板块跌幅前五公司

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	市盈率 PE (倍)	市盈率 PB (倍)	月涨跌幅 (%)
金力永磁	300748.SZ	155.86	122.54	16.77	-48.26
银河磁体	300127.SZ	58.75	44.21	5.59	-22.24
银泰黄金	000975.SZ	258.63	33.68	3.33	-21.96
荣华实业	600311.SH	24.16	-26.52	3.64	-17.87
赤峰黄金	600988.SH	69.32	-82.65	2.66	-17.35

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 5：9月有色金属板块涨幅前五公司

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	市盈率 PE (倍)	市盈率 PB (倍)	周涨跌幅 (%)
丰华股份	600615.SH	16.15	831.85	2.71	26.32
*ST 利源	002501.SZ	16.40	-0.41	0.54	25.00
天齐锂业	002466.SZ	310.62	27.92	2.99	18.52
菲利华	300395.SZ	66.17	38.20	6.17	17.13
东睦股份	600114.SH	43.77	23.78	1.82	16.30

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5.2. 中长期仍看好金价上涨，短期关注小金属独立行情

短期多重影响因素交织，金价短期震荡偏弱，美国经济下滑预期强烈，故中期向上方向仍较明确。黄金短期向上的节奏是不确定的，对美联储降息周期是否持续的不确定性是近期在利率驱动上拖累金银价格表现的最大利空。黄金中期向上的方向还是相对确定的，毕竟最核心的利率驱动依然对金价具有向上的推力。另一方面，中美谈判虽然获得阶段进展，但贸易谈判随时可能生变，后期避险因素约束市场相对较快，同时基于全球货币放松的大背景不变，一些地缘政治、经济领域的全球性冲突也没有盖棺定论，黄金仍然具有配置价值。

小金属：钨价处于历史低点，关注钴价反弹机会。供给端有成本支撑、库存低位及联合减产使得9月钨价大幅上涨，泛亚APT拍卖价格超预期，行业预期变动有望促使价格进一步上涨，使钨价当前具有较强的反弹动力，短线继续推荐。

钴供给端减产的预期依然存在，由于2019年上半年钴价节节下探，钴矿企业不断调整生产计划，导致预期供给量连续下调。全球钴供给断崖式紧缩导致供需平衡重建，未来钴供需或将发生趋势性扭转。

6. 风险提示：

美元超预期走强及小金属需求不及预期

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。