

黄金

准备迎接金价新阶段

美联储两次降息至 0 利率，黄金不涨反跌。美联储在 3 月 3 日，3 月 16 日连续两次分别降低联邦基准利率 50 个 BP 和 100 个 BP，直接将联邦基准利率降低至 0-0.25% 的零利率上。而 COMEX 金价从 3 月 5 日高点 1688.2 美元/盎司一路下跌至 3 月 18 日的 1488.2 美元/盎司，下跌 11.85%。在趋势上，金价一般呈现出与美元实际利率的负相关关系，本次美联储降息后，金价涨跌看起来较为异常。

流动性危机是金价短期走势的决定性因素。COBE 风险 VIX 指数是衡量美国股市风险的重要指标。2 月下旬以来，VIX 指数从低于 20 急剧攀升，在 3 月 16 日达到 82.69 高于 2008 年金融危机 11 月 20 日的前高 80.86。从风险指数上看，已经出现了金融危机，美联储反常降息已经在应对全市场流动性不足的问题。短期影响金价的主导因素可能仍然是流动性。

金融危机中金价先跌后涨。2008 年的金融危机是一场流动性危机，金价在危机中明显呈现出两个阶段：第一阶段收到流动性危机影响，金、股双杀；第二阶段，在美联储迅速扩表给市场补充流动性后，金价迅速反弹，并随着 QE 的进程不断创历史新高。

美联储准备全力以赴。美联储在 3 月 15 日的降息公告中提到，会全力使用美联储所有的工具来补充流动性，以稳定价格和就业。此后美联储推出包括 7000 亿美元的 QE 在内的一系列补充流动性的工具和方案。美联储资产也迅速从 3 月 11 日的 4.36 万亿美元增加至 4.72 万亿美元。

准备迎接金价的新阶段。金价因流动性危机下跌的阶段已经接近尾声。美联储正在全力以赴补充市场流动性。一旦流动性问题得到解决，参考 08 年的情况，金价有望进入快速反弹阶段。

推荐黄金龙头山东黄金、紫金矿业，建议关注有增量的银泰黄金、赤峰黄金和华钰矿业。

风险提示：新冠感染数持续增长，市场迅速恶化的风险；通缩紧缩的风险；一季度矿产销量不及预期的风险等。

证券研究报告

2020 年 03 月 23 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

杨诚笑 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517020002
 yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110516110003
 sunliang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《黄金-行业点评:新冠美国肆虐 联储紧急降息 黄金再次出发》2020-03-04
- 2 《黄金-行业点评:关注黄金的趋势性上涨机会》2020-02-28
- 3 《黄金-行业点评:黄金板块投资价值显现》2020-01-06

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-03-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019A/E	2020E	2021E	2018A	2019A/E	2020E	2021E
600547.SH	山东黄金	30.10	买入	0.28	0.51	0.59	0.62	107.50	59.02	51.02	48.55
601899.SH	紫金矿业	3.46	买入	0.16	0.17	0.20	0.27	21.63	20.35	17.30	12.81

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 金价反常? 暂时流动性影响	3
2. 08 年金融危机的启示: 金价先跌后涨	3
2.1. 危机的第一阶段: 金、股双杀	3
2.2. 美联储扩表后 金价迅速反弹	4
3. 迎接金价的新阶段	5
3.1. 美联储新的 QE 已经开始	5
3.2. 迎接金价的新阶段	5
4. 风险提示	5

图表目录

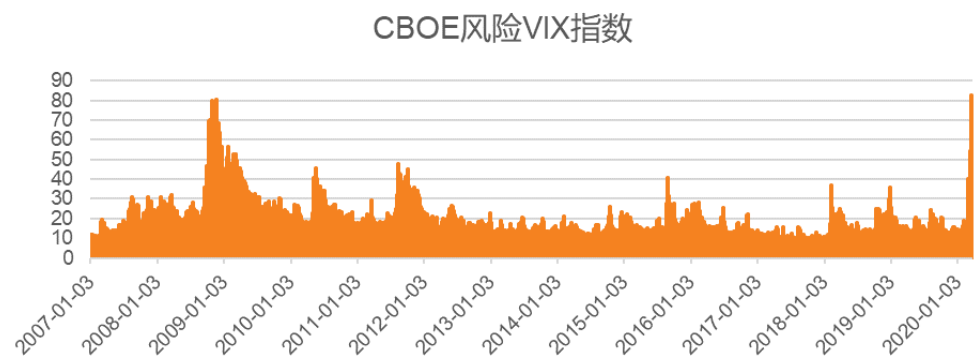
图 1: 从 VIX 风险指数创新高	3
图 2: 2008 年金融危机中金价和股价双双下跌	4
图 3: 金价迅速回升股市继续探底后回升	4
图 4: 金价迅速回升股市继续探底后回升	5
表 1: 美联储 2007-2008 年 10 次降息	3

1. 金价反常？暂时流动性影响

美联储两次降息至 0 利率，黄金不涨反跌。美联储在 3 月 3 日，3 月 16 日连续两次分别降低联邦基准利率 50 个 BP 和 100 个 BP，直接将联邦基准利率降低至 0-0.25% 的零利率上。而 COMEX 金价从 3 月 5 日高点 1688.2 美元/盎司一路下跌至 3 月 18 日的 1488.2 美元/盎司，下跌 11.85%。在趋势上，金价一般呈现出与美元实际利率的负相关关系，本次美联储降息后，金价涨反跌看起来较为异常。

流动性危机是金价短期走势的决定性因素。COBE 风险 VIX 指数是衡量美国股市风险的重要指标。2 月下旬以来，VIX 指数从低于 20 急剧攀升，在 3 月 16 日达到 82.69 高于 2008 年金融危机 11 月 20 日的前高 80.86。从风险指数上看，已经出现了金融危机，美联储反常降息已经在应对全市场流动性不足的问题。短期影响金价的主导因素可能仍然是流动性。

图 1：从 VIX 风险指数创新高



资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 08 年金融危机的启示：金价先跌后涨

2008 年的金融危机是一场流动性危机，金价在危机中明显呈现出两个阶段：第一阶段收到流动性危机影响，金、股双杀；第二阶段，在美联储迅速扩表给市场补充流动性后，金价迅速反弹，并随着 QE 的进程不断创历史新高。

2.1. 危机的第一阶段：金、股双杀

美联储在危机出现后数次降息。2007 年在以北岩银行出现兑付危机为代表的金融危机开始发酵后，美联储连续 10 次降息，将联邦目标利率从 5-5.25% 降低至 0-0.25%。

表 1：美联储 2007-2008 年 10 次降息

利率调整时间	联邦目标利率上限(%)	调整 (%)
2006/6/29	5.25	-0.25
2007/9/18	4.75	-0.5
2007/10/31	4.5	-0.25
2007/12/11	4.25	-0.25
2008/1/22	3.5	-0.75
2008/1/30	3	-0.5
2008/3/18	2.25	-0.75
2008/4/30	2	-0.25
2008/10/8	1.5	-0.5
2008/10/29	1	-0.5
2008/12/16	0.25	-0.75

资料来源：WIND，天风证券研究所

降息后仍然金、股双杀。金融危机在 2008 年继续发酵，虽然美联储不断降息，但 COMEX 金价仍然从 2008 年 3 月 18 日的 1004.3 美元/盎司跌至 11 月 13 日的 711.30 美元/盎司跌幅达到 29.17%；道琼斯工业指数则由 2008 年 1 月 3 日的 13056.7 跌至 2009 年 3 月 9 日的 6547.05，跌幅 49.86%。在流动性危机下，单纯的降息无法让资产止跌回稳；金价、股市双跌是流动性危机的结果和特征之一。

图 2：2008 年金融危机中金价和股价双双下跌

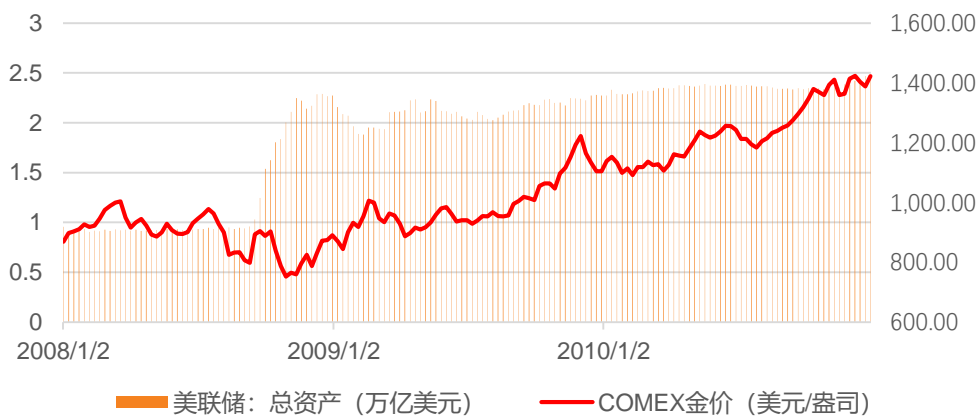


资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2. 美联储扩表后 金价迅速反弹

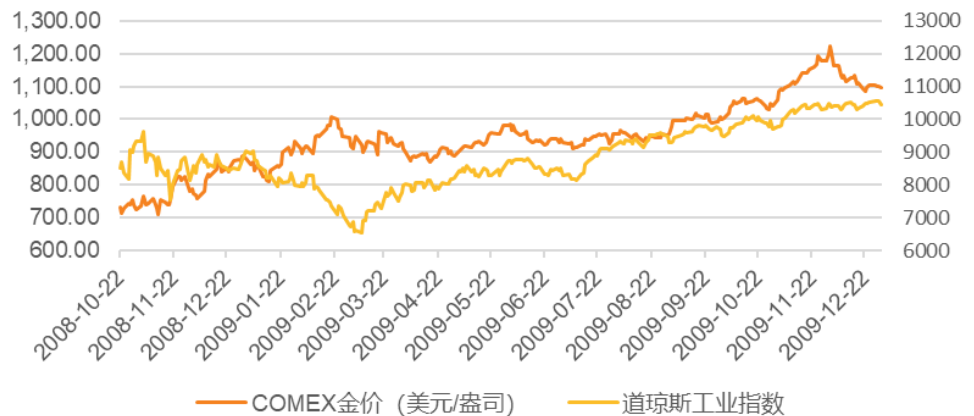
美联储扩表后 金价快速回升。在 2008 年 9 月下旬开始，美联储迅速扩表。从 9 月 3 日至 10 月 29 日，两个月时间内美联储资产迅速从 9395 亿美元扩张至 2 万亿美元，并在 12 月 17 日达到 2.29 万亿美元。在美联储迅速扩表为市场提供流动性后，金价开始迅速反弹，并随着美联储的 QE 进程不断上涨；而股市则继续探底至 2009 年 3 月才开始反弹。所以流动性是危机中金价下跌的决定性因素，一旦流动性得到释放，金价会迅速反弹。

图 3：金价迅速回升股市继续探底后回升



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4: 金价迅速回升股市继续探底后回升



3. 迎接金价的新阶段

美联储在 3 月 15 日降息时同时推出 7000 亿美元的新 QE，并推出一系列补充流动性的政策，美联储资产也开始迅速增长。一旦流动性问题得到解决，黄金可能出现大幅反弹。

3.1. 美联储新的 QE 已经开始

美联储推出一系列流动性解决方案。美联储 3 月 16 日推出了 7000 亿美元的新 QE 计划；3 月 17 日 开启商业票据融资机制 (CPFF)；3 月 18 日推出货币市场共同基金流动性工具 (MMLF)；3 月 19 日宣布与澳大利亚储备银行、巴西中央银行、丹麦国家银行等 9 家央行建立临时的美元流动性安排；3 月 20 日开始启动一级交易商信贷便利机制 (PDCF)。美联储资产也迅速从 3 月 11 日的 4.36 万亿美元增加至 4.72 万亿美元。

美联储准备全力以赴。美联储在 3 月 15 日的降息公告中提到，会全力使用美联储所有的工具来补充流动性，以稳定价格和就业。不排除在 7000 亿 QE 完成后，美联储继续推出新 QE 计划的可能。

3.2. 迎接金价的新阶段

准备迎接金价的新阶段。金价因流动性危机下跌的阶段已经接近尾声。美联储正在全力以赴补充市场流动性。一旦流动性问题得到解决，参考 08 年的情况，金价有望进入快速反弹阶段。

推荐黄金龙头山东黄金、紫金矿业，建议关注有增量的银泰黄金、赤峰黄金和华钰矿业。

4. 风险提示

新冠感染数持续增长，市场迅速恶化的风险；通缩紧缩的风险；一季度矿山产销量不及预期的风险等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com