

# Q4 黄金震荡，迎来配置时机

—贵金属 2020Q4 展望

专题研究报告/有色金属

2020年12月21日

## 报告摘要:

### ● 利好一：看好通胀预期逐步回升

据 EIA 预测，2020Q3 开始原油供需将转变为供不应求（供应缺口约 304 万桶/日），Q4 预计仍将短缺 318 万桶/日，油价中枢大概率逐步向 50 美元/桶附近抬升。对比 2008 年油价见底企稳后，通胀预期出现快速修复，油价企稳以后通胀预期还处于继续回升通道。欧美各国推出的天量货币政策有助于进一步推动通胀预期越过 2% 以上，尤其是 2021 年上半年油价的同比增幅会带动通胀预期大幅上行，实际利率仍有下行空间。

### ● 利好二：低利率环境延续

疫情爆发以来，欧美方面以零利率和资产购买（QE）为主要货币政策向市场提供支持。美联储 12 月点阵图显示当前零利率将维持到 2023 年。短期复苏预期抬头，或将抬升长期国债收益率；考虑美国财政赤字以及后续融资需要，不排除美联储会实施收益率曲线控制政策，10 年期国债收益率有望继续维持低位。低利率或是未来常态，彭博巴克莱全球负收益率债券指数数值已达历史新高 18 万亿美元，贵金属的配置价值持续提升。

### ● 利好三：美元进入弱勢周期

短期来看，海外疫情二次爆发以后，美国的单日新增确诊病例持续高位，而欧洲主要国家的疫情已经相对可控，市场对美国经济迅速反弹的预期弱化。长期来看，美元指数与美国财政赤字负相关，侧面反映美元的超发程度；美元指数与美国 GDP 占全球比重高度正相关，考虑美国在全球的系统重要性逐步下降，预计美元进入长周期下行趋势。

### ● 利空一：疫苗逐步推出带来复苏预期，名义利率短期回升

11 月以来，Pfizer、Moderna 疫苗均显示不错的临床效果（有效性均在 90% 以上）；疫苗研发进展超预期，或在 2020 年底至 2021 年年初逐步上市，市场开始交易全球复苏预期，原油等大宗商品开始出现明显上涨。布伦特原油和 LME 铜 11 月上涨 27.51% 和 12.71%，LME 铜价已经创下近 7 年新高。近期美国 10 年期国债收益率出现大幅回升。

### ● 利空二：风险偏好抬升，避险和投资需求下降

VIX 指数已经从 10 月底的 40 附近下行至 20 附近，避险情绪回落明显。黄金 ETF 持仓达到 3899 吨的历史高位后，自 11 月开始出现下滑（-102 吨），避险和投资资金撤离行为会影响到黄金 ETF 持仓，对黄金构成利空。

### ● 利空三：央行储备和金饰需求支撑有限

2020 年金价持续上行叠加疫情影响，金饰需求下滑明显。疫情对居民的收入和消费能力造成明显影响，印度以及中国等传统金饰消费国后续需求恢复有不及预期风险。全球央行 2020Q3 较为罕见的出现了季度净出售，单季减持黄金 12 吨。金价的大幅上行和疫情的爆发导致全球主要国家央行购金的意愿在降低。

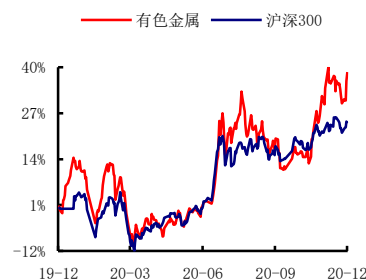
### ● 小结：短期与长期逻辑背离，Q4 震荡为主，看好 2021 年上行行情，建议配置

黄金的短期交易逻辑与长期逻辑出现背离。短期全球开始交易经济复苏，名义利率有抬头迹象；但我们继续看好通胀预期在 2020H1 的逐步回升，实际利率仍有下行空间，贵金属价格有望继续上行。因此，我们判断 Q4 仍以震荡为主，美元强势不可持续+利率长期低位+通胀预期中长期回升长期逻辑不变。建议 Q4 逐步配置贵金属板块。

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

## 相关研究

- 1.【民生研究】大类资产配置周观点 20201221
- 2.民生有色周报 20201221：继续推荐锂铜铝，关注黄金反弹

● **投资建议:**

紫金矿业、银泰黄金、盛达资源、山东黄金、恒邦股份，关注赤峰黄金。

● **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、黄金实物需求下降等风险。

表 1: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 12月18日	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601899.SH	紫金矿业	9.19	0.18	0.18	0.25	51	51	37	推荐
000975.SZ	银泰黄金	8.92	0.44	0.49	0.60	20	18	15	推荐
000603.SZ	盛达资源	15.51	0.65	0.63	0.87	24	25	18	推荐
600547.SH	山东黄金	23.94	0.28	0.53	1.16	86	45	21	推荐
002237.SZ	恒邦股份	13.58	0.34	0.53	0.62	40	26	22	推荐
600988.SH	赤峰黄金*	17.94	0.13	0.26	0.51	138	69	35	/

资料来源: 公司公告、民生证券研究院 (\*为 wind 一致性预期)

## 目录

一、利好因素 .....	4
(一) 利好一：长逻辑不变，看好通胀预期继续回升 .....	4
(二) 利好二：低利率环境延续低位 .....	5
(三) 利好三：美元进入弱势周期 .....	6
二、利空因素 .....	7
(一) 利空一：疫苗进展迅速带来复苏预期，名义利率短期抬升 .....	7
(二) 利空二：风险偏好抬升避险需求和投资需求下降 .....	8
(三) 利空三：央行储备和金饰需求支撑有限 .....	9
三、2020Q4 及后期黄金价格展望：黄金震荡向上，关注白银补涨 .....	10
四、投资建议 .....	10
风险提示 .....	10
插图目录 .....	11
表格目录 .....	11

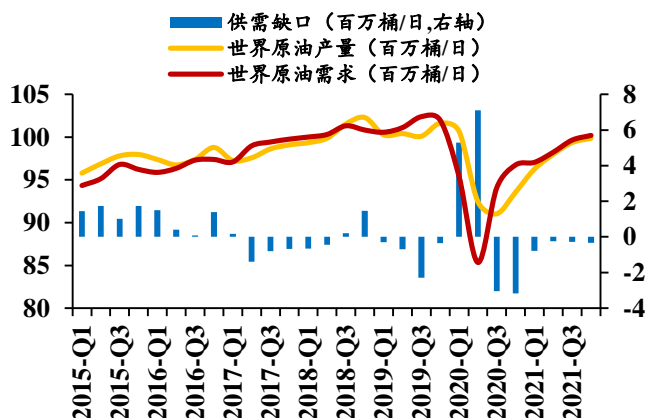
## 一、利好因素

### (一) 利好一：长逻辑不变，看好通胀预期继续回升

**油价中枢上移。**疫情爆发以来，Q1 和 Q2 原油过剩达到历史高点（过剩约 800 万桶/日），但随着 OPEC+减产协议达成，减产计划实施后全球原油产量下滑明显。据 EIA 最新预测，Q3 季度原油供需将逐步转变为供不应求（供应缺口约 304 万桶/日），Q4 预计仍将短缺 318 万桶/日，油价中枢大概率逐步向 50 美元/桶附近抬升。

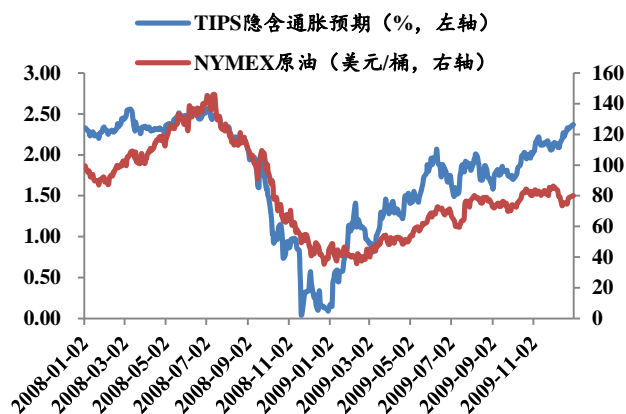
**通胀预期与油价走势相关性较强。**对比 2008 年油价见底企稳后，通胀预期出现快速修复，且明显快于油价上行速度，油价企稳以后通胀预期还处于继续回升通道。2020 年疫情以来持续走低的油价和通胀预期也已开始修复，目前通胀预期已修复至疫情前 1.7% 附近的水平。欧美各国推出的天量货币政策有助于进一步推动通胀预期超过 2% 以上，尤其是 2021 年上半年油价的同比增幅会带动通胀预期大幅上行，实际利率仍有下行空间。

图 1：全球原油供需及供需缺口（百万桶）



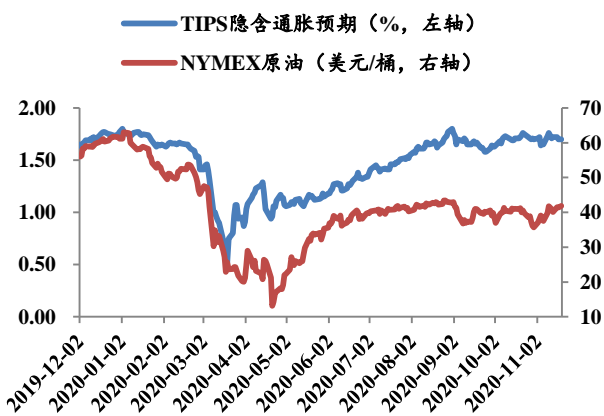
资料来源：EIA，民生证券研究院

图 2：2008 年通胀预期修复明显快于油价修复



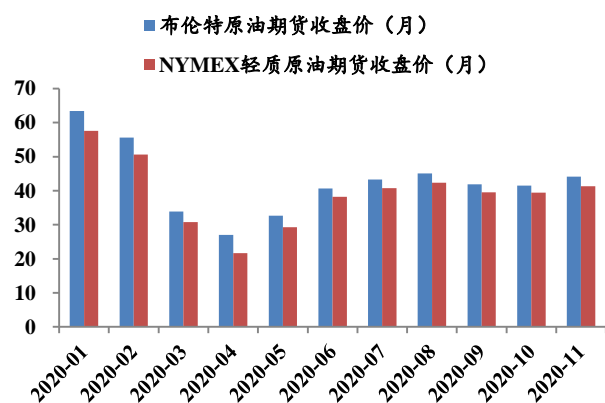
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：2020 年通胀预期修复和油价修复



资料来源：Wind，民生证券研究

图 4：布伦特原油和 NYMEX 原油的月均价（美元/桶）



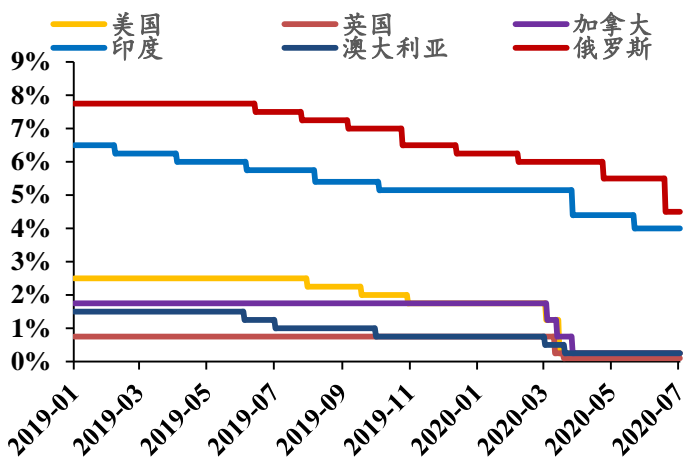
资料来源：Wind，民生证券研究院

## (二) 利好二：低利率环境延续低位

疫情爆发以来，全球主要国家均进行了多次降息操作；欧美方面则以零利率和资产购买（QE）为主要货币政策向市场提供支持。欧盟：加大 QE 规模，发布新型流动性工具（LTRO，200 亿欧元/月购买规模，TLTRO 期限为 2020.6-2021.6）和紧急抗疫购债计划（PEPP，规模 1.35 万亿，延长至 2021.6）及扩大抵押品范围。美联储：3 月宣布实施无限 QE，目前每月仍在继续购买 1200 亿美元国债和抵押支持证券。12 月点阵图显示当前零利率将维持到 2023 年。

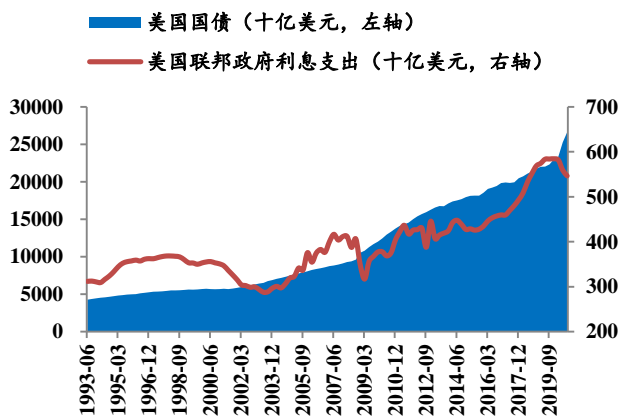
全球经济增长缺乏驱动力，低利率环境有望长期维持。短期经济复苏预期抬头，或将抬升长期国债收益率，美国利率曲线将趋于陡峭；考虑美国财政赤字以及后续融资需要，不排除美联储未来会实施收益率曲线控制政策（YCC），10 年期国债收益率有望继续维持低位。从长周期来看，在缺乏明显技术进步的大背景下，全球经济增长放缓依然是大概率事件，全球利率中枢逐步下移，低利率或是未来几年常态；截至 12 月 11 日，彭博巴克莱全球负收益率债券指数市值已升至 18 万亿美元，达到历史新高，贵金属的配置价值持续提升。

图 5：全球主要国家利率走向（%）



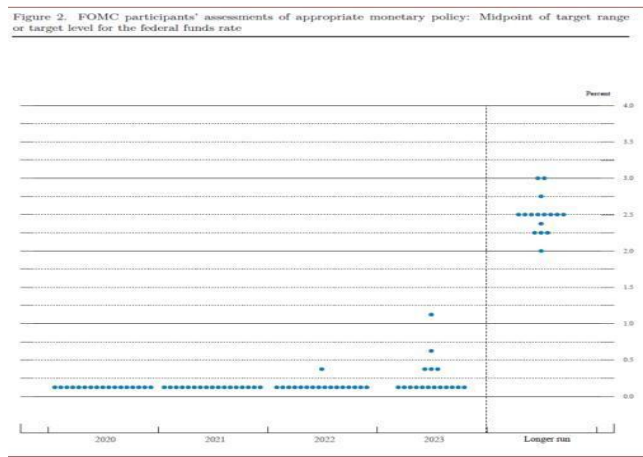
资料来源：Trading Economics，民生证券研究院

图 7：美国政府负债规模不断抬升而付息支出减少



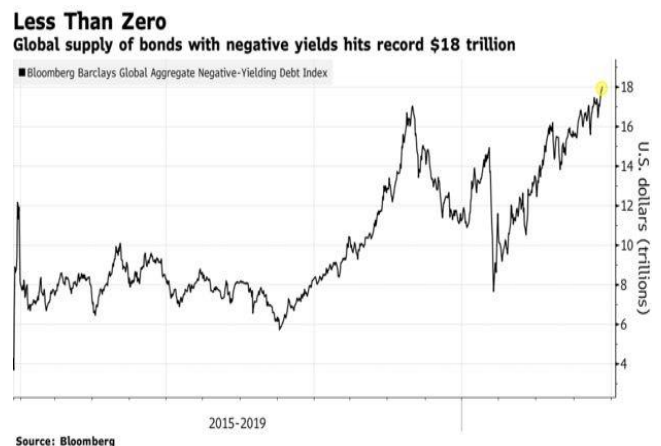
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：美联储最新点阵图（12 月）



资料来源：FED，民生证券研究院

图 8：全球负利率债券规模再创历史新高达 18 万亿美元



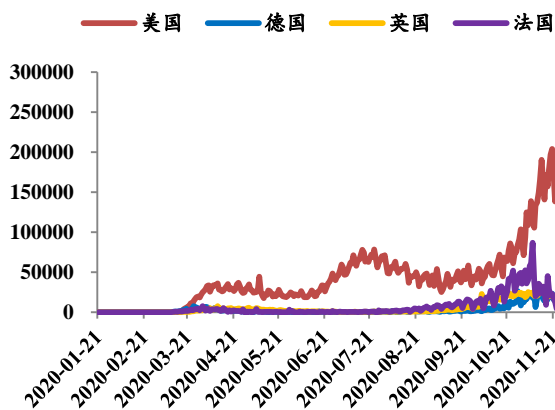
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

### (三) 利好三：美元进入弱势周期

**美元短期走弱。**短期来看，海外疫情二次爆发以后，美国的单日新增确诊病例持续高位，而欧洲主要国家的疫情已经相对可控，市场对美国经济迅速反弹的预期弱化，经济修复斜率或更加平滑；叠加欧洲经济刺激力度增强，市场对欧洲复苏的预期更乐观，欧元、英镑开始走强，美国经济相对优势将丧失，美元短期难以走强。

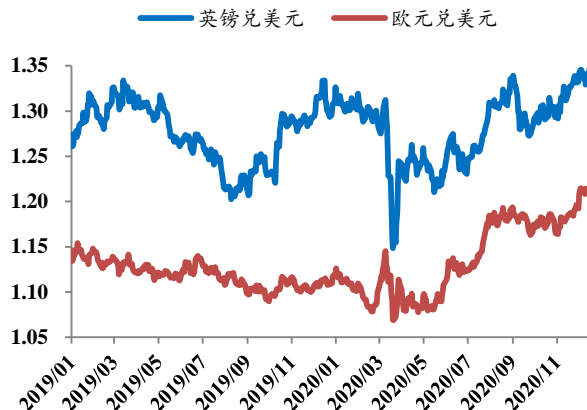
**美元进入长周期下行趋势。**长周期来看，美元指数由两个因素决定，1) 供需：美元作为货币本身，其自身的供需决定了其强弱；2) 美国经济：货币可以反映一国经济强弱。因此，美元指数与美国财政赤字高度负相关，侧面反映美元的超发程度。长期来看，美元指数与美国GDP占全球比重高度相关，即美元指数反映的是美国经济在全球经济中重要性的强弱变化，而美国在全球的系统重要性逐步下降，预计美元进入长周期下行趋势。

图 9：美德英法四国每日新增确认人数（人）



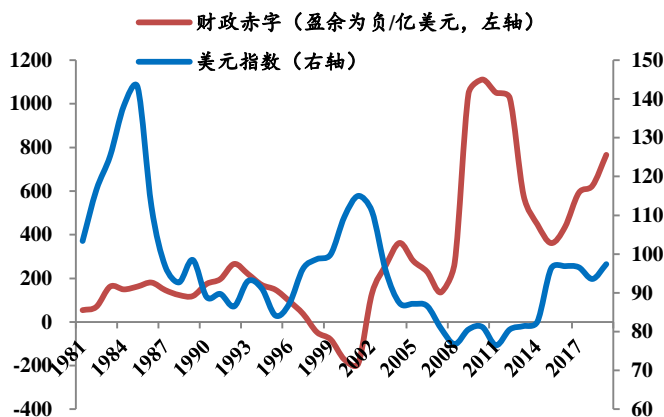
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：近期非美货币强势



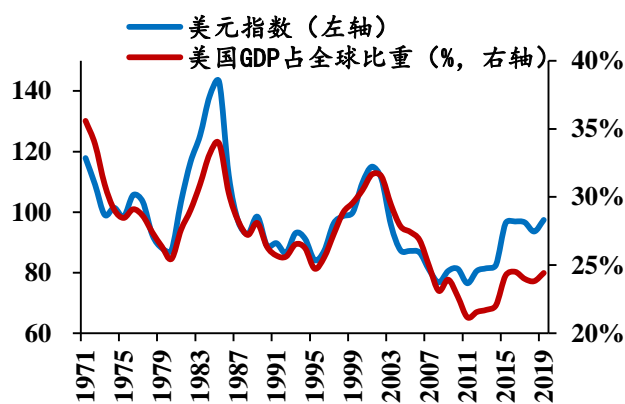
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：美国财政赤字与美元指数走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：美元指数与美国 GDP 占全球比重高度相关



资料来源：Wind，民生证券研究院

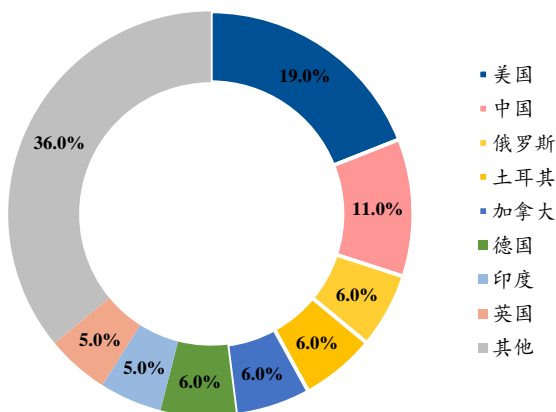
## 二、利空因素

### (一) 利空一：疫苗进展迅速带来复苏预期，名义利率短期抬升

疫苗临床效果明显带来较强复苏预期。据 WHO 数据显示，截至 11 月 12 日，全球共有 212 个新冠疫情候选疫苗；其中，美国和中国的疫苗研发占比较高。在主要的进度靠前的 50 多款研发的疫苗中，已经有 1 款疫苗申请上市（国药集团），并有 13 款疫苗进入临床 III 期。11 月以来，Pfizer、Moderna 疫苗均显示不错的临床效果（有效性均在 90% 以上）。疫苗研发进展超预期，上市时间有望大幅缩短，或在 2020 年底至 2021 年年初有疫苗正式上市，市场开始交易复苏预期。

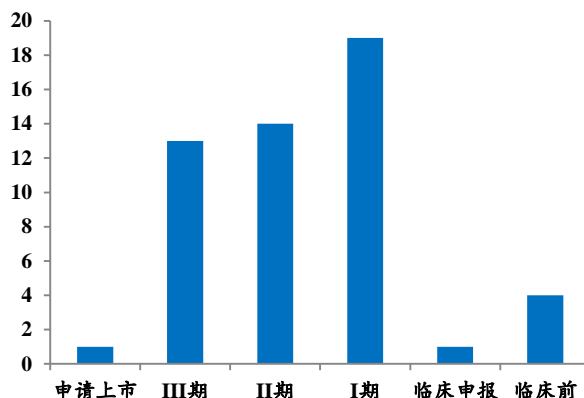
名义利率短期抬头。由于疫苗推出的预期渐行渐近，市场开始交易全球复苏预期，原油等大宗商品开始出现明显上涨。布伦特原油和 LME 铜 11 月上涨 27.51% 和 12.71%，LME 铜价已经创下近 7 年新高，市场复苏预期强烈，美国 10 年期国债收益率到期上行明显。

图 13：全球疫苗临床试验各国占比



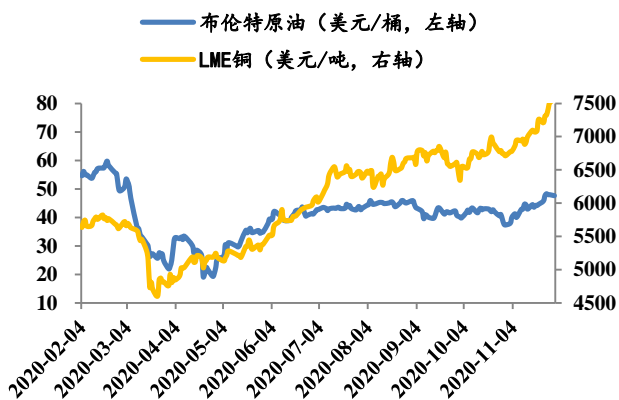
资料来源：WHO，民生证券研究院

图 14：全球主要疫苗所处各研发阶段的数量（个）



资料来源：WHO，民生证券研究院

图 15：商品价格持续上涨反映经济复苏预期增强



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：近期名义利率上行明显（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

## (二) 利空二：风险偏好抬升，避险需求和投资需求下降

**避险需求下降。**从避险角度来看，10月底以来，VIX指数已经从10月底的40附近下行至20附近，避险情绪回落明显。同时，维持低位的TED利差也显示当前流动性依然充裕。前期流入黄金的避险资金有流出迹象，对黄金构成利空。

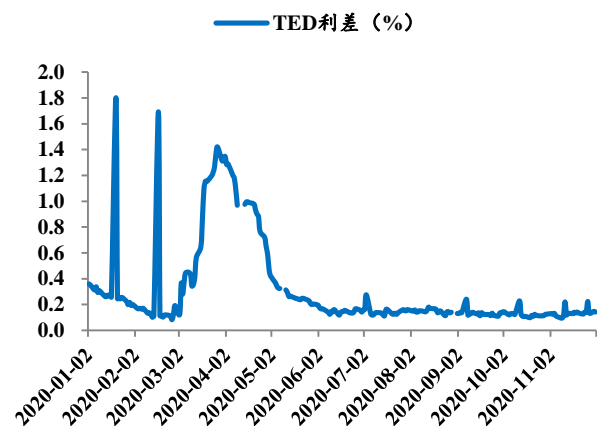
**ETF持仓10月新高后开始下滑。**2020年以来，全球黄金ETF大幅增仓，截至10月底，全球总持仓规模已达3899吨，达到历史高位；2020年前十个月黄金ETF累计增仓1022吨。但自11月开始，黄金ETF持仓开始出现下滑（-102吨），北美地区下滑60.8吨，欧洲下滑42吨，亚洲增加1.2吨，其他地区下滑0.8吨。短期交易复苏预期的行为会影响到黄金ETF持仓。

图 17：VIX 指数持续新低显示避险需求下降



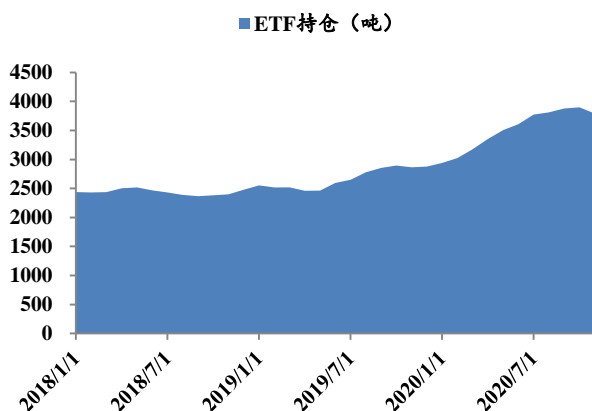
资料来源：WGC，民生证券研究院

图 18：TED 利差持续低位 (%)



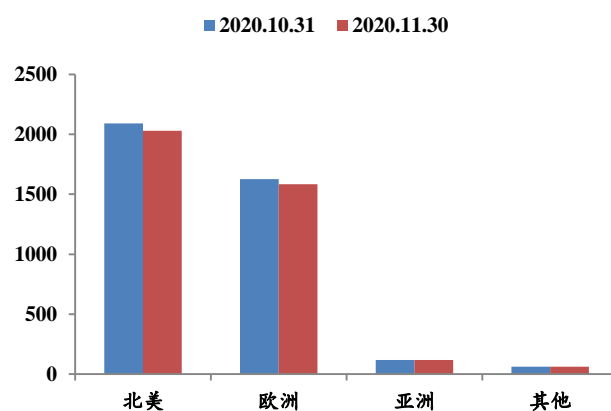
资料来源：WGC，民生证券研究院

图 19：黄金 ETF 持仓于 10 月底创历史新高后开始下行



资料来源：WGC，民生证券研究院

图 20：全球主要地区 ETF 持仓对比 (11.30/10.31, 吨)



资料来源：Wind，民生证券研究院

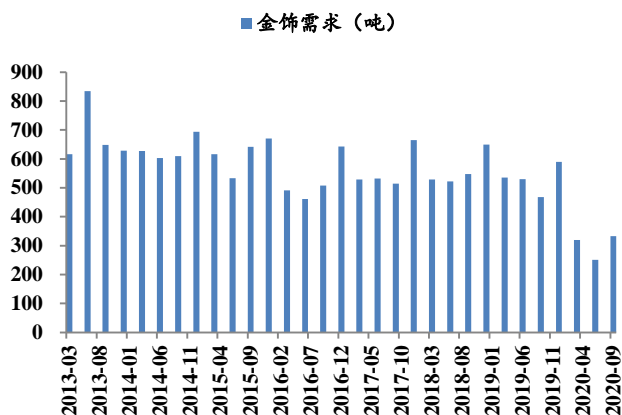


### (三) 利空三：央行储备和金饰需求支撑有限

**金饰需求下滑明显。**2020 年金价持续上行叠加疫情影响，全球实物金需求大幅下滑，2020Q1 全球金饰需求同比下降 40.26%；2020Q2-Q3 全球金饰需求环比继续改善，Q3 金饰需求同比仍下滑 28.88%。疫情对居民的收入和消费能力造成明显影响，印度以及中国等传统金饰消费国后续需求恢复有不及预期风险（中国金饰需求环比改善明显，印度仍有较大影响）。居民的消费能力继续受到疫情影响，从而继续拖累金饰需求。

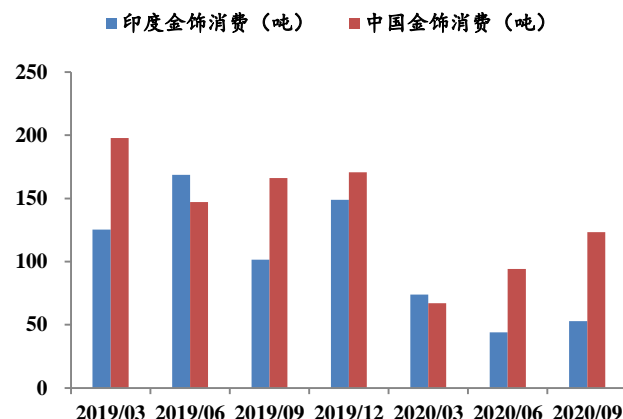
**央行购金意愿下降。**自 2011 年以来，全球央行每季度均对黄金呈现净买入，而 2020Q3 较为罕见的出现了季度净出售，单季减持黄金 12 吨。金价的大幅上行和疫情的爆发导致全球主要国家央行购金的意愿在降低。新兴市场国家抵御风险能力整体较弱，疫情对经济造成的影响不小，各国仍需财政刺激，土耳其、波兰、哈萨克斯坦、印度等传统增持国的增持意愿下降；俄罗斯央行作为黄金储备增持大户（2018 年增持 274.3 吨，2019 年增持 158.1 吨），目前黄金储备占外汇储备比重已超过 20%，进一步增持空间有限，全球央行购金意愿下滑。

图 21：金价上涨和疫情影响 2020 年金饰需求下滑明显



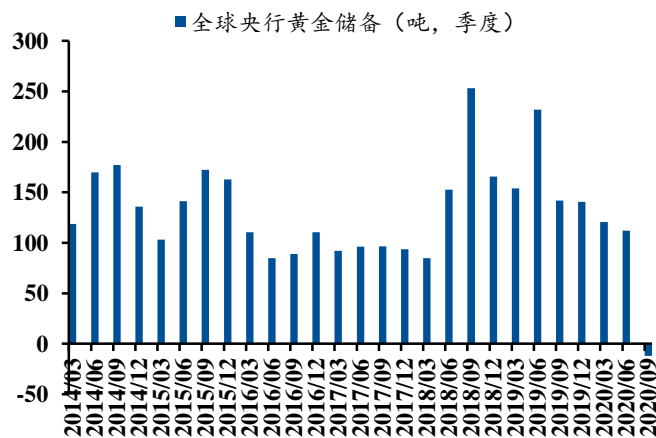
资料来源：印度进出口管理局，民生证券研究院

图 22：印度和中国黄金消费仍未完全恢复



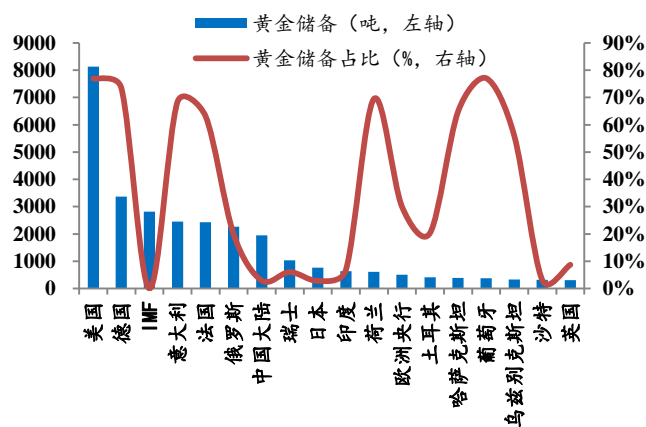
资料来源：WGC，民生证券研究院

图 23：2019 年增持黄金储备靠前的主要国家（吨）



资料来源：WGC，民生证券研究院

图 24：黄金储备靠前国家及黄金储备占比



资料来源：WGC，民生证券研究院

### 三、2020Q4 及后期黄金价格展望：黄金震荡向上，关注白银补涨

当前黄金的主要交易逻辑并未发生变化，我们继续看多金银观点不变。但黄金的短期交易逻辑与长期交易逻辑出现背离，黄金短期震荡。

1) 利率：疫苗推出预期增强，全球开始交易经济复苏，名义利率有抬头迹象，而美国财政刺激迟迟未能出台，通胀预期上行幅度明显小于名义利率，实际利率短期没有明显下行空间。  
2) 资金配置需求下降：疫苗推出预期渐行渐近，避险需求下降，前期流入黄金的避险资金有流出迹象，同时，黄金 ETF 自 10 月达到历史新高以后开始下降，投资需求下降。

长期看好黄金的三大逻辑不变：美元进入下行周期+利率长期低位+通胀预期中长期回升。我们判断随着通胀预期在 2020H1 的逐步回升，贵金属价格有望继续上行，重视配置价值。

1) 实际利率：疫情影响过后，经济走向复苏，但名义利率仍将维持低位，上行幅度有限。复苏带动商品价格回升，流动性推升资产泡沫，全球供应链安全重于效率分配，系统摩擦成本上升，继续看好 2021 年通胀预期上行，实际利率仍有下行空间。  
2) 美元：美国财政刺激出台确定性强，美国赤字率不断抬升，在全球经济中的相对优势减弱，美元将进入弱势周期；美元与黄金整体呈现负的相关性，利好黄金。纸币信用遭考验，黄金有望成为纸币最佳对冲资产，重视贵金属配置价值。同时，经济修复预期好转阶段白银工业需求逐步复苏，关注白银补涨行情。

### 四、投资建议

持续推荐紫金矿业、银泰黄金、山东黄金、盛达资源、恒邦股份，关注赤峰黄金。

### 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: 全球原油供需及供需缺口 (百万桶) .....	4
图 2: 2008 年通胀预期修复明显快于油价修复 .....	4
图 3: 2020 年通胀预期修复和油价修复 .....	4
图 4: 布伦特原油和 NYMEX 原油的月均价 (美元/桶) .....	4
图 5: 全球主要国家利率走向 (%) .....	5
图 6: 美联储最新点阵图 (6 月) .....	5
图 7: 美国政府负债规模不断抬升而付息支出减少 .....	5
图 8: 全球负利率债券规模再创历史新高达 18 万亿美元 .....	5
图 9: 4 月份以来 TED 利差逐渐回落趋于稳定低位 (人) .....	6
图 10: 美元央行互换额度明显下滑 .....	6
图 11: 美国财政赤字与美元指数走势 .....	6
图 12: 美元指数与美国 GDP 占全球比重高度相关 .....	6
图 13: 全球疫苗临床试验各国占比 .....	7
图 14: 全球主要疫苗所处各研发阶段的数量 (个) .....	7
图 15: 商品价格持续上涨反映经济复苏预期增强 .....	7
图 16: 近期名义利率上行明显 (%) .....	7
图 17: VIX 指数持续新低显示避险需求下降 .....	8
图 18: TED 利差持续低位 (%) .....	8
图 19: 黄金 ETF 持仓于 10 月底创历史新高后开始下行 .....	8
图 20: 全球主要地区 ETF 持仓对比 (11.30/10.31, 吨) .....	8
图 21: 金价上涨和疫情影响 2020 年金饰需求下滑明显 .....	9
图 22: 印度和中国黄金消费仍未完全恢复 .....	9
图 23: 2019 年增持黄金储备靠前的主要国家 (吨) .....	9
图 24: 黄金储备靠前国家及黄金储备占比 .....	9

## 表格目录

表 1: 盈利预测与财务指标 .....	2
----------------------	---

## 分析师简介

方馥涛，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。

## 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。