



策略周報

逢低布局黃金股好時機

實際利率進一步下行有望帶來黃金股新一輪行情。

- **金價調整後，上行概率和空間依然較高。**本輪金價調整與美債利率反彈聯繫在一起，全球流動性寬鬆預期與地緣政治反復也加大了金價的波動。從周期定位的角度，都屬短期影響金價的因素，不改變金價上行的趨勢。從康波周期來看，衰退晚期到蕭條期，黃金的信用對沖屬性使得金價在這一階段具有較為明確的超額收益。因此，美國實際利率的長期趨勢水平為決定金價的核心因素，美債利率繼續下行的趨勢不變，通脹的時滯效應也不會缺席。短期來看，全球風險偏好為影響黃金資產短期價格變化的核心因素，市場對於衰退及危機的恐慌情緒及悲觀預期對於短期金價變化起著至關重要的作用。
- **實際利率下行中繼，金價仍存上行空間。**當前來看，黃金資產相對於其他商品資產依然享有獨立的趨勢性行情。隨著美國產出缺口由正轉負，美國經濟周期未來將逐步步入下行區間，聯儲降息周期的開啓使得名義利率下行周期下黃金資產的牛市仍未結束，金價仍有上行空間。2018年起的中美貿易摩擦使得市場避險情緒升溫，推升金價的風險溢價中樞。
- **金價持續超預期上行為黃金股行情持續的必要條件。**結合6月20日周報《黃金股是否仍具配置機會》的研究，我們發現金價趨勢上行預期及估值相對低位為黃金股牛市啓動的基本條件，而金價的持續超預期上行為牛市持續的必要條件。金價上行階段，股票資產的價格彈性遠高于現貨黃金資產。除了金價上行帶來的盈利貢獻，實際利率下行帶來的估值貢獻也是驅動股價上行的重要因素。
- **金價進一步上行有望推動黃金股第二波行情。**9月以來實際利率的階段性上行使得黃金價格出現高位震蕩，估值修復行情中彈性較大的高貝塔板塊領漲，市場對於未來金價上行趨勢及空間出現分歧，前期漲幅較大的黃金股出現回調。我們認為，美國經濟衰退周期尚未結束，基本面因素帶動的利率下行有望推動金價下一輪行情。多項領先指標表明美國經濟已脫離經濟增長峰值。基本面因素推動下，實際利率的進一步下行將助推金價的第二波上行。盈利持續修復，黃金股有望迎來新一輪行情。
- **風險提示：中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。**



觀點回顧

——20190922《估值修復行情進入觀察階段》：市場進入邏輯驗證期，政策逐步落地，短期市場波動增加。隨著本周國內外貨幣政策的逐步落地及各項改革政策的出臺，市場即將進入本輪行情的邏輯驗證階段。對於 10 月不確定性擔憂使得短期市場兌現需求增加，行情進入觀察階段。

——20191007《回歸業績主線》：10 月流動性環境邊際偏弱，不確定因素抑制風險偏好提升，建議關注三季報盈利確定性。驅動 9 月市場估值修復的因素逐步兌現，不確定性因素增加或將抑制市場風險偏好水平進一步提升，9 月估值修復的分母端邏輯轉變為 10 月盈利驅動的分子端邏輯。

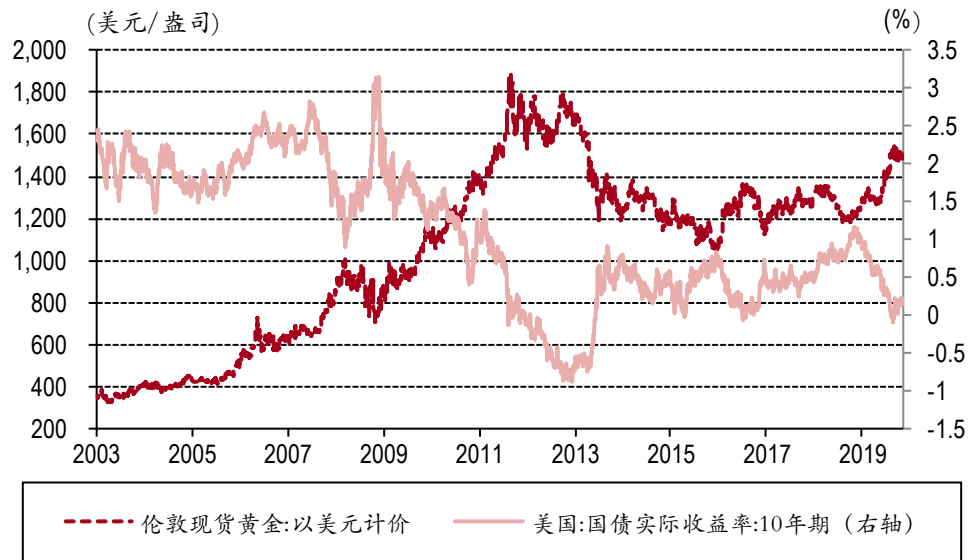
——20191020《業績確定性優于估值安全性》：滯脹擔憂修正流動性預期，市場回歸業績主線。經濟增速平穩回落，年內滯脹擔憂上行。當前市場更多反應為對貨幣政策寬鬆節奏誤判的修正，市場有望回歸業績主線。

——20191102《估值切換，優選消費》：11 月 MSCI 增加市場資金需求，年底季節性估值切換，市場回歸價值藍籌的結構性行情。MSCI 增加市場資金需求，年底季節性估值切換，但基本面和流動性難有提升，臨近年末，政策加碼空間收窄，風險偏好弱勢環境下，市場將回歸價值藍籌的結構性行情。

周期定位角度黃金超額收益表現

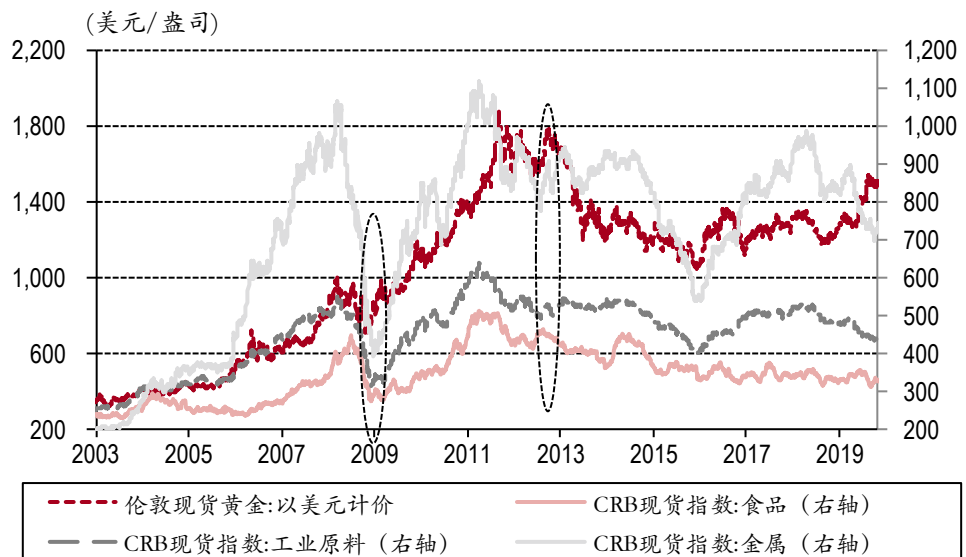
金價調整後，上行概率和空間依然較高。本輪金價調整與美債利率反彈聯繫在一起，全球流動性寬鬆預期與地緣政治反復也加大了金價的波動。從周期定位的角度，都屬短期影響金價的因素，不改變金價上行的趨勢。從康波周期來看，衰退晚期到蕭條期，黃金的信用對沖屬性使得金價在這一階段具有較為明確的超額收益。因此，美國實際利率的長期趨勢水平為決定金價的核心因素，美債利率繼續下行的趨勢不變，通脹的時滯效應也不會缺席。中周期來看，購買力因素驅動下黃金主要體現為商品屬性，在全球經濟共振下行中，黃金相對工業金屬的超額收益會得到體現。同時我們也能看到，經濟危機或信用體系的動蕩引起的避險情緒升溫會在短期內引發金價與大宗商品價格中樞的偏離：2008年金融危機及2013年歐債危機的爆發均造成金價短期內背離大宗商品價格趨勢的大幅抬升。因此短期來看，全球風險偏好為影響黃金資產短期價格變化的核心因素，市場對於衰退及危機的恐慌情緒及悲觀預期對於短期金價變化起著至關重要的作用。

圖表1. 金價與實際利率呈現顯著負相關關係



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表2. 中周期金價與商品價格趨勢相關



資料來源：萬得，中銀國際證券

實際利率下行中繼，金價仍存上行空間。當前來看，黃金資產相對於其他商品資產依然享有獨立的

趨勢性行情。隨著美國產出缺口由正轉負，美國經濟周期未來將逐步步入下行區間，聯儲降息周期的開啓使得名義利率下行周期下黃金資產的牛市仍未結束，金價仍有上行空間。2018年起的中美貿易摩擦使得市場避險情緒升溫，推升金價的風險溢價中樞。

圖表3. 產出缺口已進入下行周期



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表4. 美債收益率已開啓下行區間



資料來源：萬得，中銀國際證券

新一輪金價上行，黃金股行情有望延續



金價持續超預期上行為黃金股行情持續的必要條件。結合 6 月 20 日周報《黃金股是否仍具配置機會》的研究，我們發現金價趨勢上行預期及估值相對低位為黃金股牛市啟動的基本條件，而金價的持續超預期上行為牛市持續的必要條件。複盤歷史幾次黃金股牛市，黃金股在金價上漲階段存在較為明顯的超額收益，股價拐點同步或領先于現貨價格拐點。牛市啟動前期，龍頭個股估值水平基本處於歷史相對低位。而金價上行階段，股票資產的價格彈性遠高于現貨黃金資產。以山東黃金為例，金價上行階段，股價相對大盤的超額收益為同期金價的 2-7 倍，除了金價上行帶來的盈利貢獻，實際利率下行帶來的估值貢獻也是驅動股價上行的重要因素。結合 2004-2008、2008-2011 年的金價牛市經驗，實際利率每下行 1% 可帶來黃金股 13%-24% 的估值提升幅度。

圖表5. 金價上行周期黃金股表現

上漲周期	區間漲幅				股價超額收益 / 金價漲幅		山東黃金	
	山東黃金 (%)	中金黃金 (%)	倫敦金現 (%)	實際利率變化 (%)	山東黃金 (倍)	中金黃金 (倍)	盈利變化 (%)	估值變化 (%)
2004/1-2008/3	961.15	841.96	123.89	(3.91)	7.76	6.80	349.57	95.32
2008/12-2011/9	263.97	247.22	114.68	(3.76)	2.30	2.16	8.83	47.72
2016/1-2016/8	90.12	39.34	19.62	0.32	4.59	2.00	1081.19	9.62
2018/9-至今	48.28	21.23	15.98	2.17	3.02	1.33	16.09	130.07

資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表6. 黃金股估值與利率水平高度相關

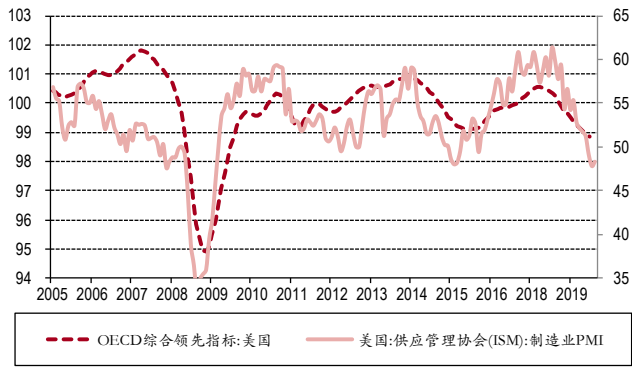


資料來源：萬得，中銀國際證券

金價進一步上行有望推動黃金股第二波行情。9 月以來實際利率的階段性上行使得黃金價格出現高位震蕩，估值修復行情中彈性較大的高貝塔板塊領漲，市場對於未來金價上行趨勢及空間出現分歧，前期漲幅較大的黃金股出現回調。我們認為，美國經濟衰退周期尚未結束，基本面因素帶動的利率下行有望推動金價下一輪行情。多項領先指標表明美國經濟已脫離經濟增長峰值，美 OECD 綜合領

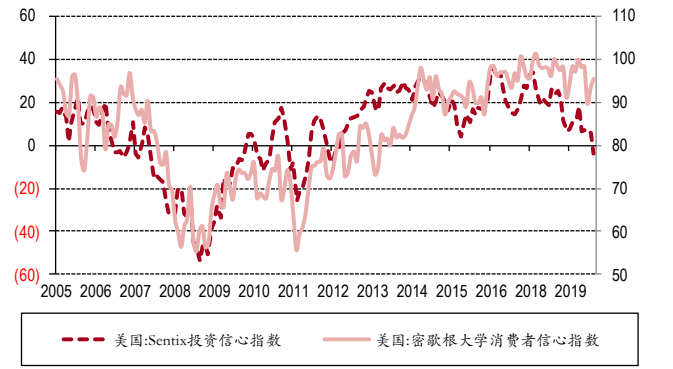
先指標已經降至 2009 以來最低水平，除消費者信心指數維持高位，10 月 Sentix 投資信心指數等多項指標新低均反映出企業及私人部門對於經濟前景的悲觀預期。從各項領先指標的指向性預判，美國經濟已大概率脫離增長峰值，處於放緩期。同期海外需求疲弱的環境有望加速美國經濟放緩。基本面因素推動下，實際利率的進一步下行將助推金價的第二波上行。盈利持續修復，黃金股有望迎來新一輪行情。對比歷史金價上行周期黃金股超額收益表現（圖表 5），本次金價及股價上行幅度均低於歷史區間漲幅水平，金價上行帶來的黃金股的盈利提升遠低於歷史平均水平，從歷史對比的角度來看，黃金股依然存在進一步上行空間。

圖表7. 綜合領先指標已降至 09 年以來最低水平



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表8. 投資信心指數 10 月轉負



資料來源：萬得，中銀國際證券

風險提示

中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371