

本轮黄金周期的投资策略及市场展望

招金国际矿业有限公司

2020-10

本轮黄金周期的特征和背景

- 自1970年代初布雷顿森林体系解体至今，黄金经历了两轮大的周期。
- 经历2015.12至2019.5黄金的低位盘整，本轮黄金周期自2019年5月底开启第三轮周期，LBMA金价在2020年8月6日触及2074.71美元/盎司，创历史收盘价新高。截至2020.10.12，金价较年初上涨25.8%，较2020.3.19低位上涨30.3%，较2019.5低位上涨。

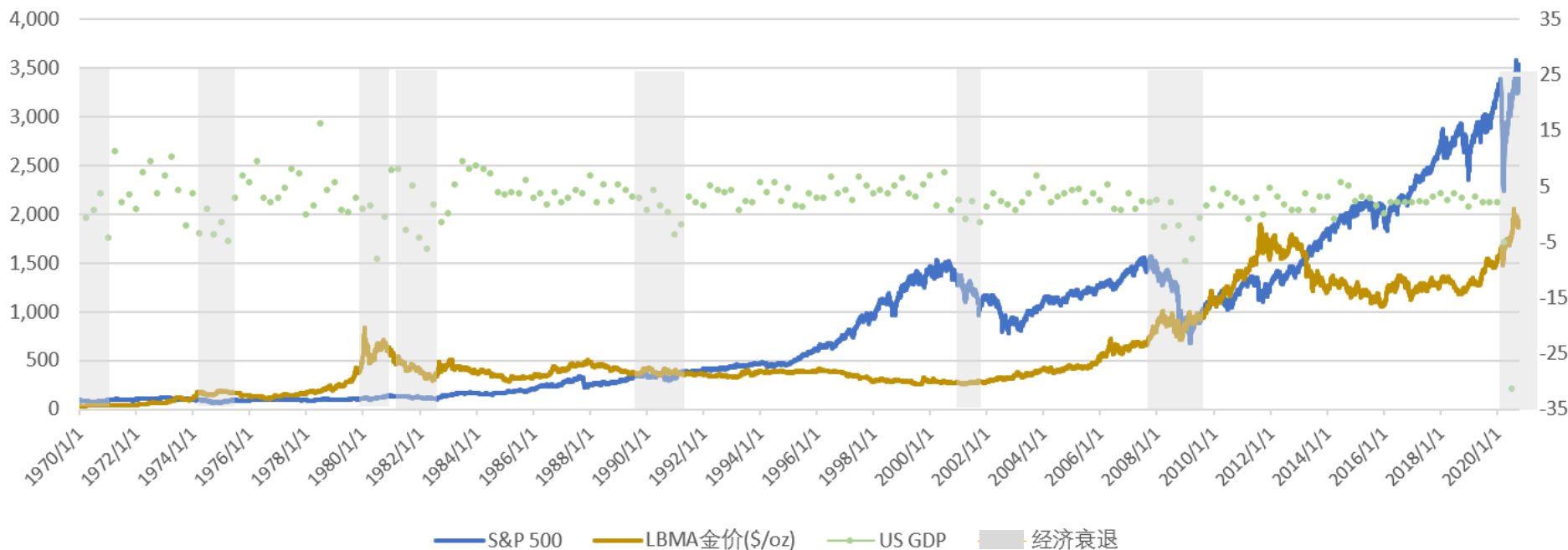


— LBMA-Gold Bullion 伦敦金银市场协会下午价。

- 新冠疫情引发2020年全球金融动荡，其前因有美股10年上涨积累的泡沫，叠加3月初OPEC+谈判破裂导致的全球油价暴跌，市场对全球经济前景衰退担忧加剧，市场恐慌指数VIX飙升至83.56（2008年金融危机期间仅达到59.89），美联储两次紧急降息至0-0.25%，并开启无限量量化宽松，全球11家央行紧急跟进降息，推动黄金价格大涨，美股也在经历大幅震荡后创出历史新高。
- 本次金融动荡与08年金融危机期间起因不同，却均导致了市场流动性危机，对经济造成严重冲击。对比两次危机，美股、美元指数、金价、金矿股有高度相似的波动趋势。

经济周期性衰退

- 经济周期：经济繁荣 — 经济衰退，通缩 — 经济刺激（降息、量化宽松、财政刺激） — 通胀上行，资产价格上涨，黄金上涨 — 经济恢复，通胀高企 — 央行回收流动性，黄金下跌。
- 1970年代以来的7次经济衰退期间均有金价的大幅波动，并开启金价的上行趋势。
- 受全球疫情冲击导致的本次经济衰退，IMF 2020.6预测2020年全球经济增长-4.9%，2021年预计增长5.4%，较2008-09年金融危机更差。



数据来源：Capital IQ、MI，美国经济分析局BEA。

- 如08年金融危机期间，本次疫情对美国经济冲击的恢复过程必然也充满波折。
- 市场认为美国经济将经历短期之内的严重衰退，随后将出现长时间的经济停滞，这迫使联储长期维持零利率，伴随着债务-通货紧缩的恶性循环（天风证券）。

长期金价的驱动因素

- **WGC概况的黄金资产类别的主要长期驱动因素包括：**

- 1) 财富与经济扩张；
- 2) 市场风险与不确定性；
- 3) 机会成本；
- 4) 市场动能与仓位。

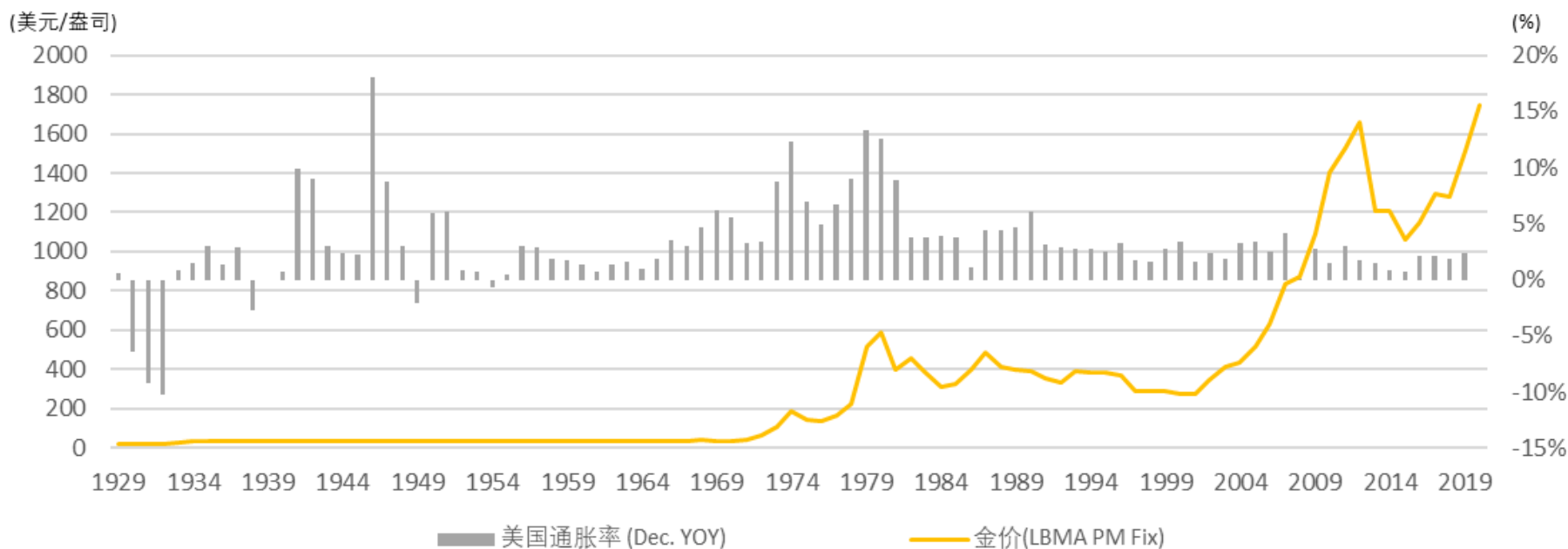
前两个因素对黄金长期表现的影响尤为重要，构成购买和投资黄金的战略依据。

- **在实际分析中，我方追踪的主要因子：**

1. 全球主要经济体通胀率，特别是美国通胀率 - 黄金的抗通胀特性；
2. 美元指数 - 金价的反相关因子；
3. 美国联邦基金利率 - 加息进程压制金价的中长期因子；
4. 美联储资产负债表 - 其扩张或收缩是经济危机开始及结束时影响金价走势的重要因素；
5. 美债收益率 - 重要避险资产收益率，市场对比黄金持有收益以衡量黄金持有的机会成本；
6. 美国联邦政府债务、企业和家庭负债 - 决定金价底板；
7. 全球黄金供需变化。

通胀预期是金价波动的主要经济因素

- 1960年代以来，金价与通胀率具有高度正相关性。
- 美联储当前致力于经济稳定复苏，着眼于避免经济衰退通缩，宣布达到并稳定2%平均通胀率目标。
- 考虑全球经济恢复进程的不确定性，这样的货币政策思路很可能被其他央行和政府所采取，令全球范围内的负实际利率维持更久。



数据来源: www.thebalance.com。

美联储将较长期维持基金零利率

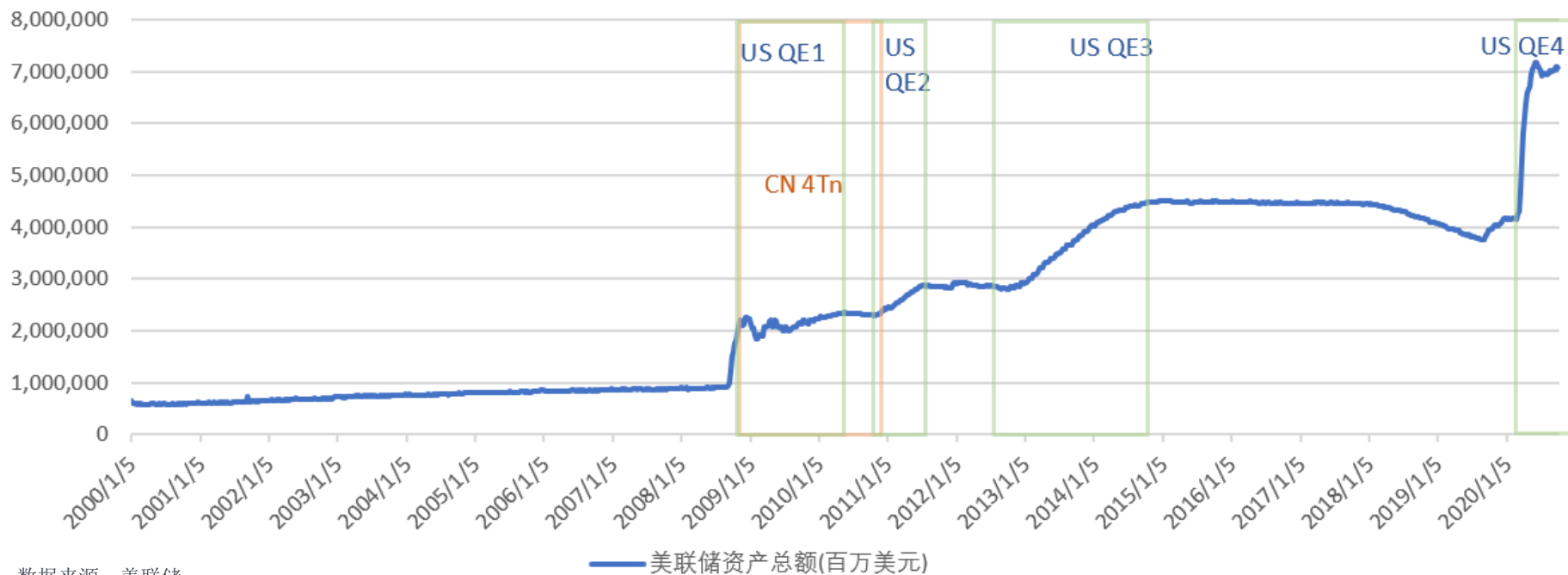
- 2008年美国爆发金融危机，2008年美联储为应对次贷危机，共降息7次共4%，在年底降至0%-0.25%，并保持到2015年底。
- 本轮金融动荡开始时，美联储两次降息（3月3日降息50个基点、3月13日降息100个基点）至0-0.25%，市场预期零利率将维持至2023年末。



数据来源：Capital IQ、MI。

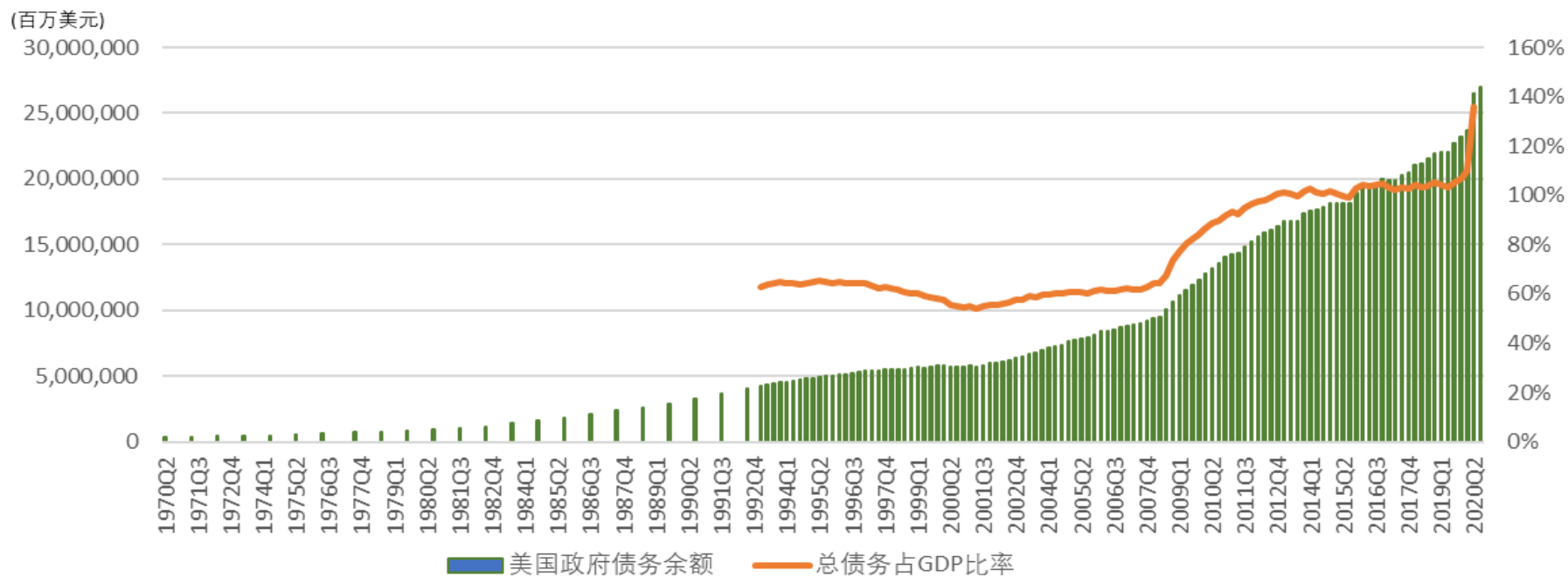
美联储资产负债表扩张

- 2008年11月美联储推出第一轮量化宽松政策，2009-2014年美联储先后实施了三轮量化宽松，大量买入国债、联邦机构债券、抵押贷款支持债券（MBS），美联储总资产规模从1万亿美元最高扩张至4.5万亿美元。
- 2017年底美联储开始实质性缩减资产负债表，至2019.5缩减约15%。
- 2020.3.14美联储宣布开启无限量量化宽松，截止2020.10.9，美联储资产负债表总资产为7,074,649百万美元，较2019年8月底阶段低点的37.6万亿增加88.2%。
- 本轮周期美联储缩表预计



膨胀的政府资产负债表

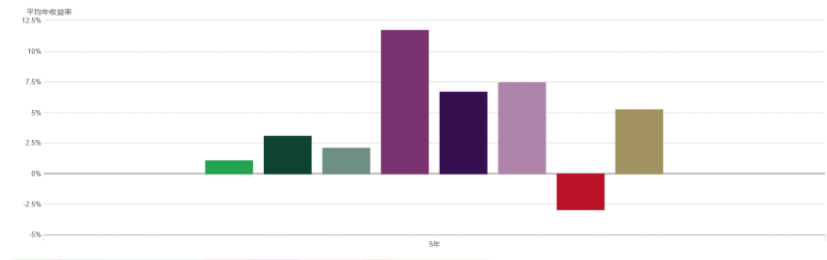
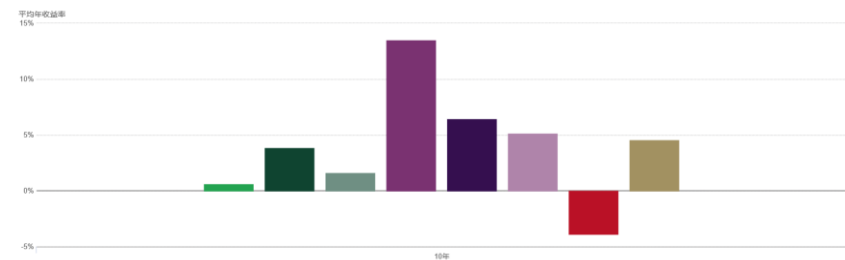
- 为应对疫情，2020年美国推出2.8万亿美元经济刺激计划，并在讨论2万亿左右的第二轮财政刺激计划。
- 美国就业率从2月80.5%下降到4月69.7%，8月回升至75.3%。衰退后就业缓慢恢复，而生产效率、产量及需求仍远低于危机前，而这段时期也是利率位于零下限的时期，扩张性财政政策对维持经济持续恢复和增长显得重要，这也将导致政府预算赤字增大，负债持续增加。
- 美国联邦政府债务余额在2020.10.8达到27.07万亿美元，相比年初增加16.8%，为二季度年化GDP的138.7%。
- 美国政府不断扩充的债务余额，会逐渐侵蚀美债的信用边际。全球其他发达、发展中国家不断膨胀的巨额债务，有可能引爆全球性经济危机。
- 黄金仍是最佳的避险保值资产奠定了黄金周期的底部。我们预计在本轮黄金周期的底部，金价可维持在1400-1500美元水平。



数据来源：美国财政部、美国经济分析局BEA。

各类资产投资回报率对比，黄金仍具有优势

- 美债收益率作为市场对比衡量黄金持有收益的基础，美债收益率走高会对黄金需求构成压制。
- 3月降息后10年期美债实际收益率为负，预计未来较长时期将维持低位，降低持有黄金的机会成本，成为支撑黄金投资需求的重要因素，利于维持金价高位。



数据截至 2020年09月30日
来源: 彭博社, 世界黄金协会, 股权和其他权利

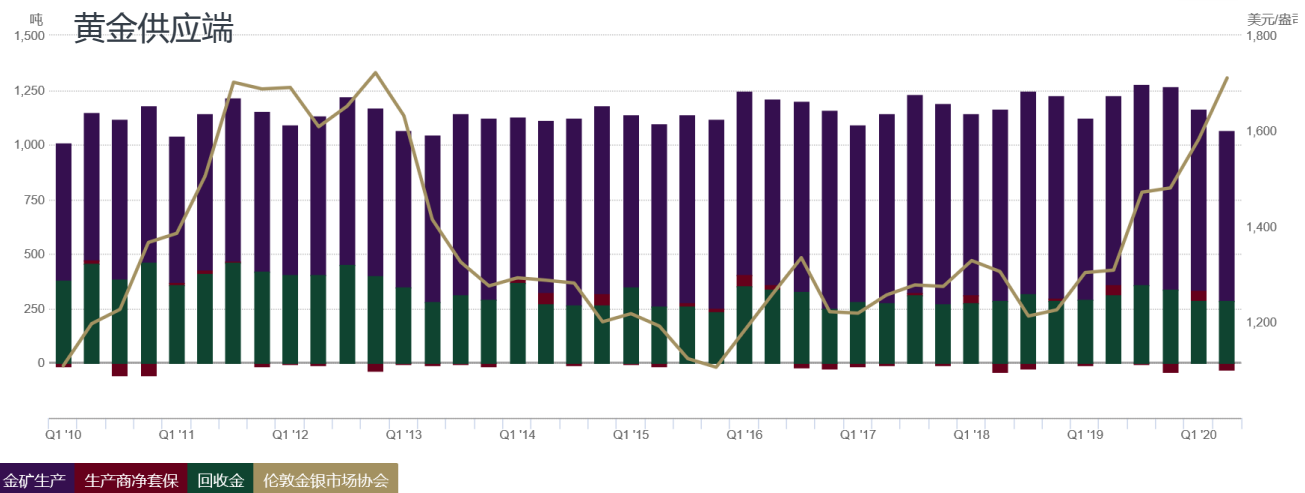
10年期各类资产收益率

来源: WGC.

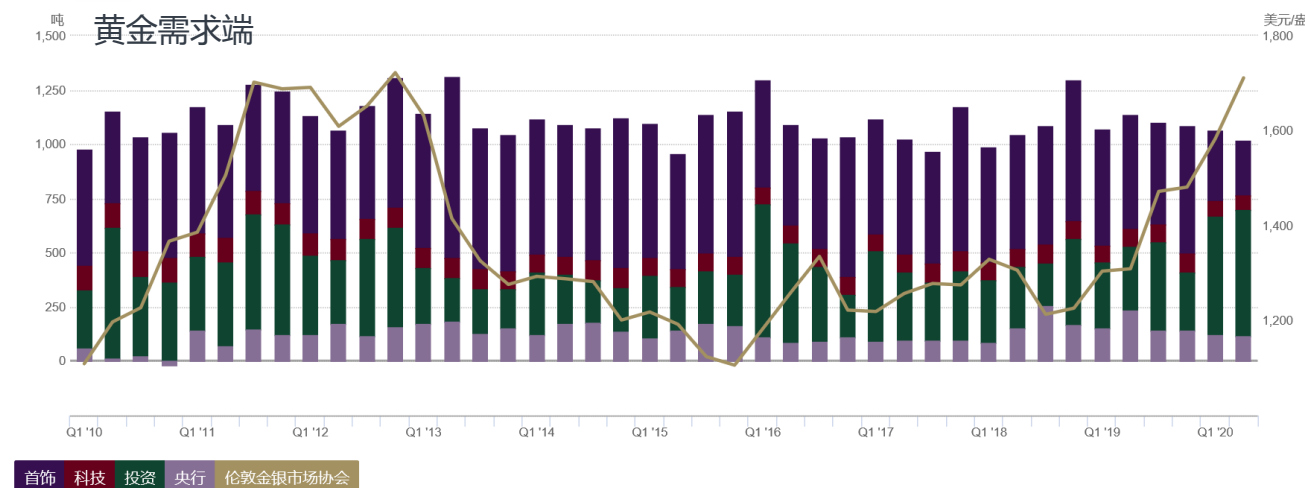
数据截至 2020年09月30日
来源: 彭博社, 世界黄金协会, 股权和其他权利

5年期各类资产收益率

近10年黄金供需



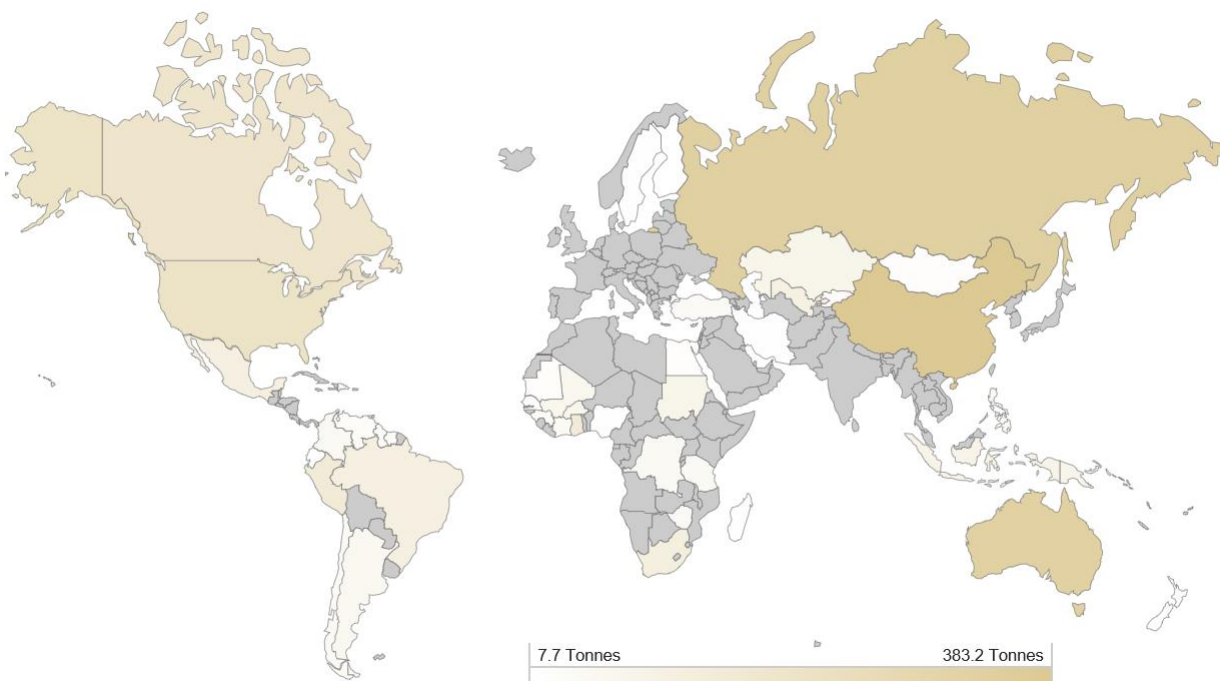
- 黄金需求和供应数据，包括生产成本、黄金ETF持仓及流动、央行黄金储备数据以及期货市场仓位。
- 2019年全球黄金供应吨，矿产金产量3533.7吨，
- 2020年上半年因疫情影响，黄金总供应量下降6.0%，其中矿山生产金产量较2019年同期下降5.2%。
- 2020年上半年总需求量同比降低5.9%，其中首饰等实物金需求大幅下降(-46%)，而投资需求大增(90%)，主要为ETF、期货等产品同比大增517%。创纪录的黄金ETF流入抵消了受新冠疫情重创的黄金消费需求疲软。



*来源：WGC。

近10年黄金供需

- 中国自2007年起成为世界最大黄金生产国，2019年矿产金产量占全球总量约11%。
- 同时中国也是全球最大黄金消费国，黄金需求中居民消费、投资占比高。

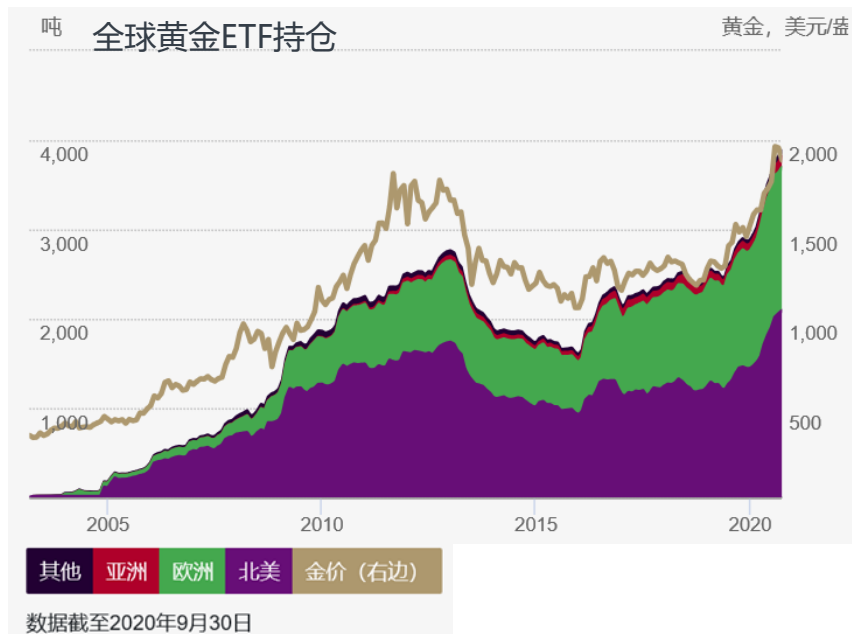


来源: WGC。

国家 ▲ ▼	吨 ▲ ▼
中国	383.2
俄罗斯	329.5
澳大利亚	325.1
美国	200.2
加拿大	182.9
秘鲁	143.3
加纳	142.4
南非	118.2
墨西哥	111.4
巴西	106.9
乌兹别克斯坦	104.0

黄金ETF-本年度金价大涨的主要推力

- 2020年1-9月，全球黄金ETF净流入1003吨，远高于2009全年646吨的最大年度流入。
- 北美的黄金ETF在前三个季度持仓上升649吨，占今年全球净流入的2/3。
- 截至今年9月，全球黄金ETF资产管理总规模共增长67%，以吨位和价值计算的全球黄金ETF持仓量继续创下新高。
- 自2008年金融危机以来，全球黄金ETF出现过三次连续十个月的净流入，分别是2007/6-2009/3, 2016/1-2016/10, 2019/12-目前)。



*来源: WGC。

分区域ETF流量

区域	AUM总计 (十亿美元)	持仓量 (公吨)	流量 (公吨)	流量 (百万美元)	流量 (%AUM)
北美	126.8	2,089.4	34.6	2,246.6 ▲	1.8%
欧洲	97.3	1,604.1	26.0	1,933.9 ▲	2.0%
亚洲	7.3	121.0	6.8	431.6 ▲	5.9%
其它	4.0	65.4	0.6	23.5 ▲	0.6%
总计	235.4	3,880.0	68.1	4,635.6	2.0%
全球资金流入†			82.1	7,433.6 ▲	3.2%
全球资金外流†			-14.0	-2,798.0 ▼	-1.2%

截至2020年9月30日

流量前10位	国家	持仓量 (公吨)	流量 (公吨)	流量 (百万美元)	流量 (%AUM)
SPDR Gold Shares	美国	1,268.5	17.4	1,115.6 ▲	1.4%
iShares Physical Gold ETC	英国	251.6	15.7	983.8 ▲	6.6%
iShares Gold Trust	美国	518.1	12.8	809.6 ▲	2.5%
Invesco Physical Gold ETC	英国	230.5	12.3	768.4 ▲	5.6%

全球黄金ETF持仓净变化

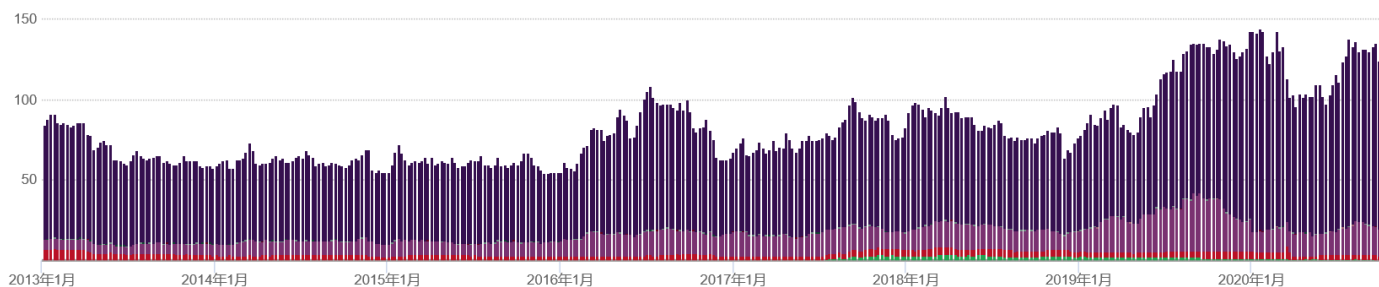


期货持仓亦显著增加

- 全球黄金期货持仓总额从今年3月显著增加，主要增量来自COMEX期金持仓。
- 经历8月历史高点后，9月金价下跌3.6%，为获利了结有关的震荡或回调。

期货持仓

Notional (US \$bn)

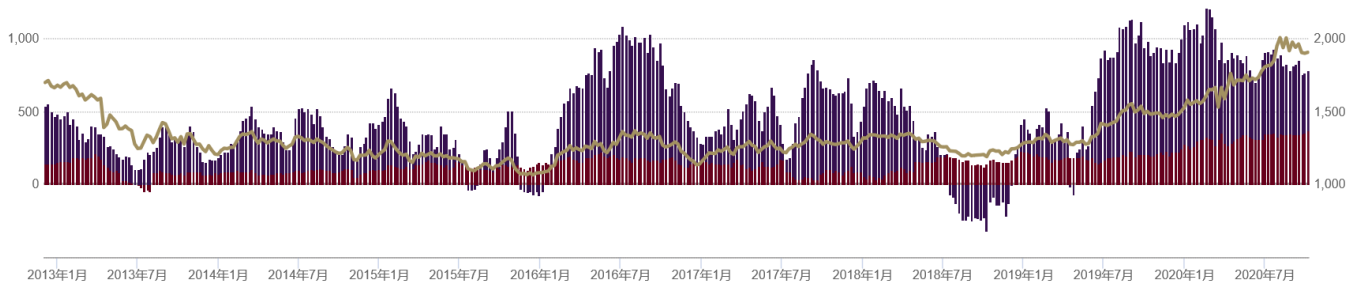


纽约商品交易所 迪拜 洲际交易所 印度 伊斯坦布尔 莫斯科 悉尼期货交易所 东京商品交易所 伦敦金属交易所

数据截至 2020年10月09日

COMEX净多头仓位

吨 美元/盎司



财务管理净多头 (左边) 其他净多头 (左边) 纽交所金价 (美元/盎司, 右边)

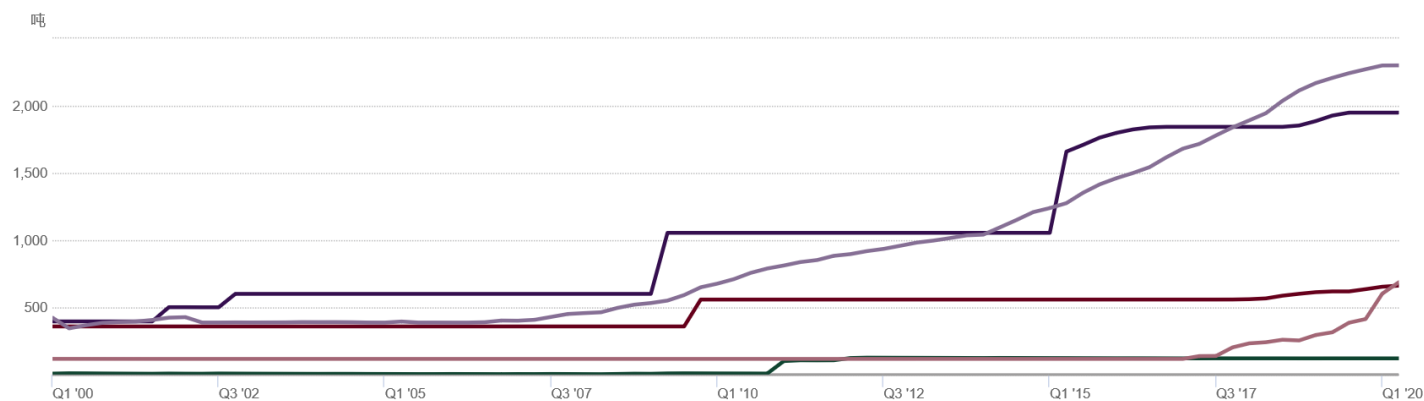
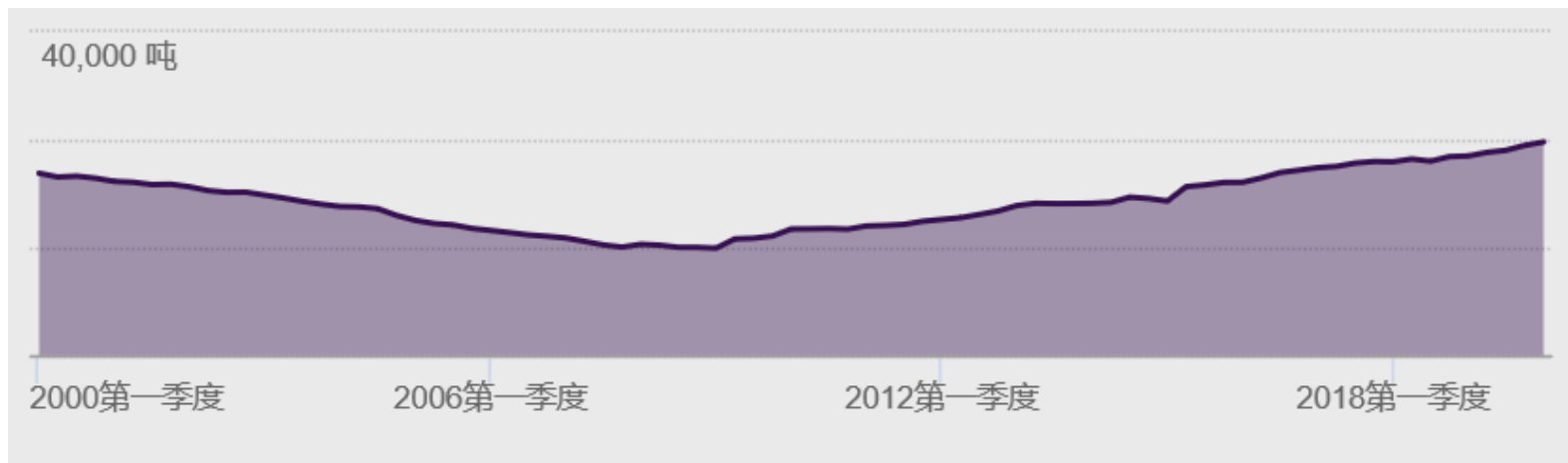
数据截至 2020年10月06日

*来源: WGC。

央行购金稳定增长

- 08年金融危机爆发以后，央行黄金储备整体稳定增长。
- 年初以来，除全球个别央行净销售金外，主要央行黄金储备小幅增长。

央行储备



*来源：WGC。

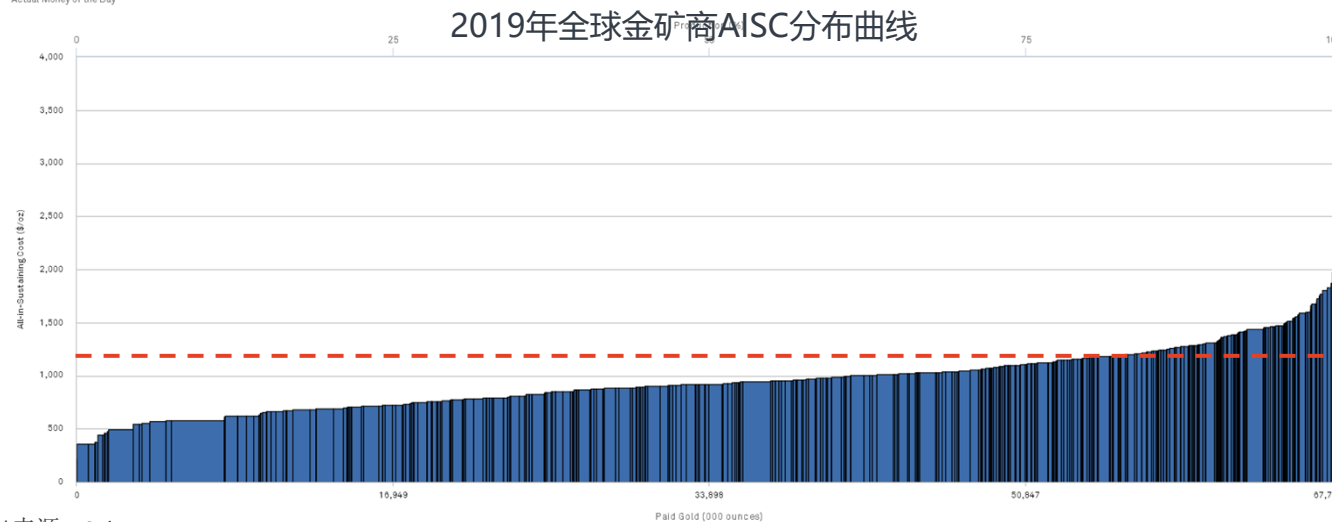
黄金生产商成本基本稳定

- 全球金矿商生产成本自2015年后基本稳定，AISC在820-960美元/盎司。
- 随着金价上涨，平均生产成本也将由于调整边界品位、项目复产、新项目投产等因素被推升。



2019 Gold Production Ranked on All-in-Sustaining Cost*

Actual Money of the Day



80%成本分位线，
约1200美元/盎司金

*来源：SnI。

后疫情时期黄金展望

- 2008年之后的美股11年长牛，与美国经济的基本面并不匹配，在宽松的货币环境下，美企大规模股票回购显著推升股市（约40%贡献率）。在本轮周期后段，美股能否再进入长牛，支持美联储持续加息缩表，对黄金形成长期压制？
- 我们可能处于一个相当长期的黄金牛市的开始。

黄金矿工股的表现

- Van Eck黄金矿工ETF GDX、GDXJ股价在本轮周期表现优异，10月12日GDX、GDXJ股价分别年初上涨38.6%、39.7%，较年内低点（3月13日）分别上涨114%、167%。



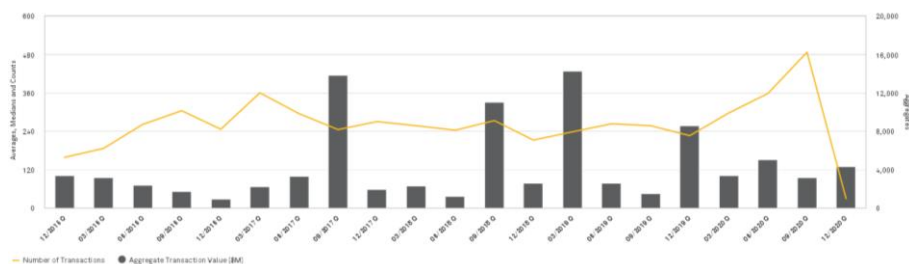
*来源：SnI。

- 在一轮周期中，初期金价的温和上涨，带动黄金股大幅上涨，中期金价大幅上涨并有大幅波动，黄金股有限上涨，呈现个股分化，后期黄金小幅下跌，黄金股大幅下跌。在中短周期中，也呈现类似规律。

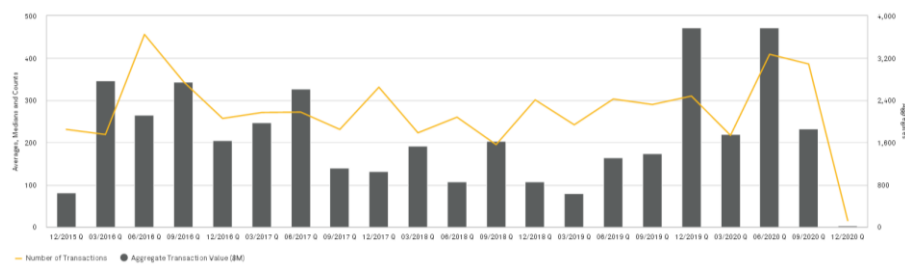
金矿项目交易规模反映市场预期

- 在确认2015年底黄金触底企稳后，2017年-2019年全球金矿类资产并购大幅增加。
- 2020年由于疫情影响，以及金矿类资产估值上升，大规模金矿资产并购较少，金矿资产并购的初级项目增加。
- 卖方预期大幅升高。

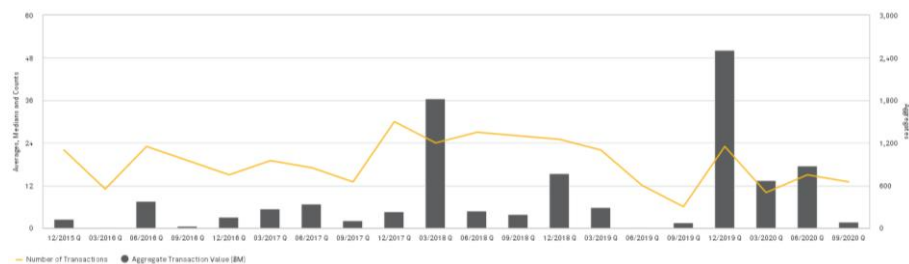
近5年全球金矿类资产交易统计-并购



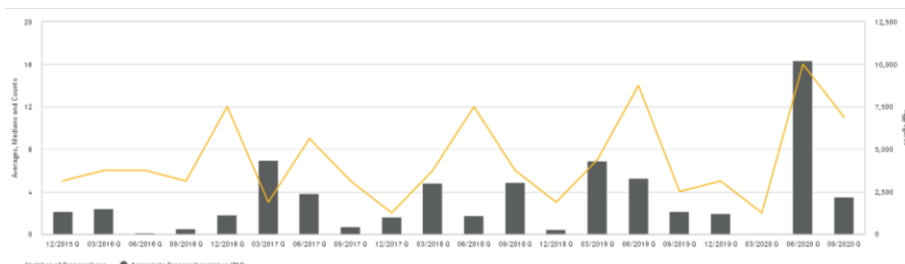
近5年全球金矿类资产交易统计-股权资本市场



近5年全球金矿类资产交易统计-融资



近5年全球金矿类资产交易统计-招股登记



数据来源: S&P MI。

招金国际近年来的投资路径和策略

- 海外平台的投资范围：金银为主，铜其次。



银、铜的增长潜力

- 上个周期银、铜分别达到41美元/盎司、4.3美元/磅，目前银、铜相比仍处于低位。
- 即使考虑中国未来的需求，在超宽松的货币环境下，预计银、铜价格仍能有出色表现。

