

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

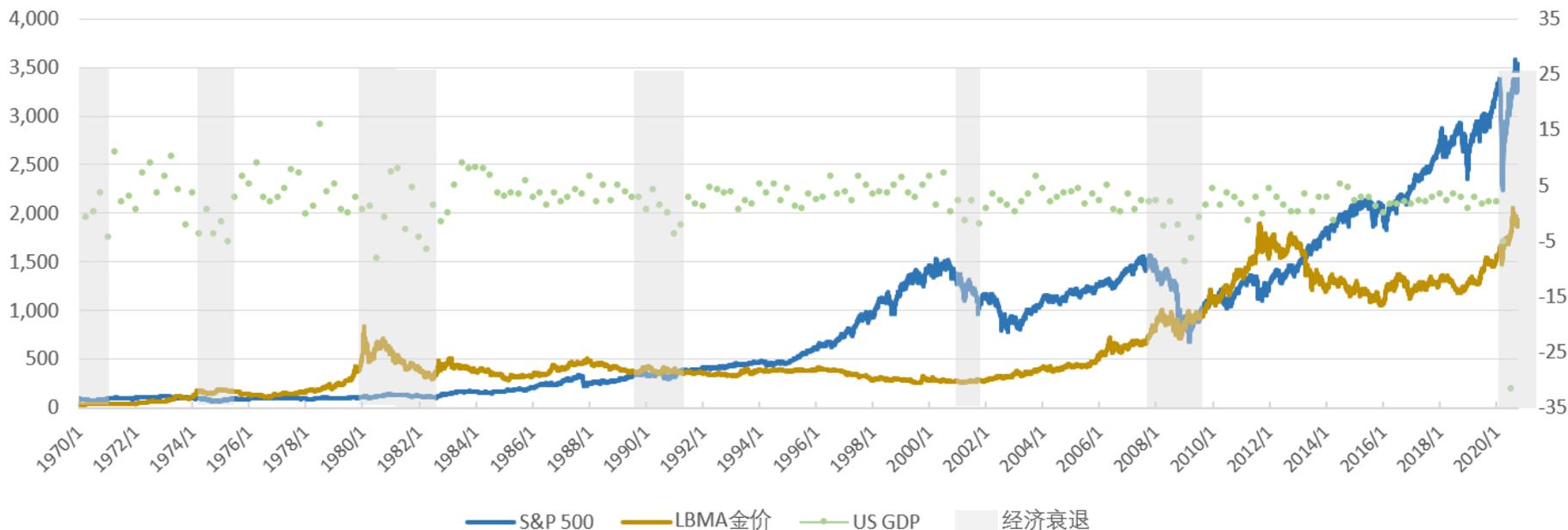
- 自1970年代初布雷顿森林体系解体至今，黄金经历了两轮大的周期。
- 经历2015.12至2019.5黄金的低位盘整，本轮黄金周期自2019年5月开启第三轮周期，LMB黄金价在2020年8月6日触及2074.71美元/盎司，创历史收盘价新高。截至2020.10.12，金价较年初上涨25.8%，较2020.3.19低位上涨30.3%，较2019.5低位上涨51.5%。



- 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，VIX指数飙升至83.56（2008年金融危机期间高值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。

经济周期与黄金周期

- 经济周期与黄金周期：经济繁荣 — 经济衰退，通缩，资产价格大跌，黄金下跌 — 经济刺激，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，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年金融危机更糟。



- 如08年金融危机期间，本次疫情对全球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。

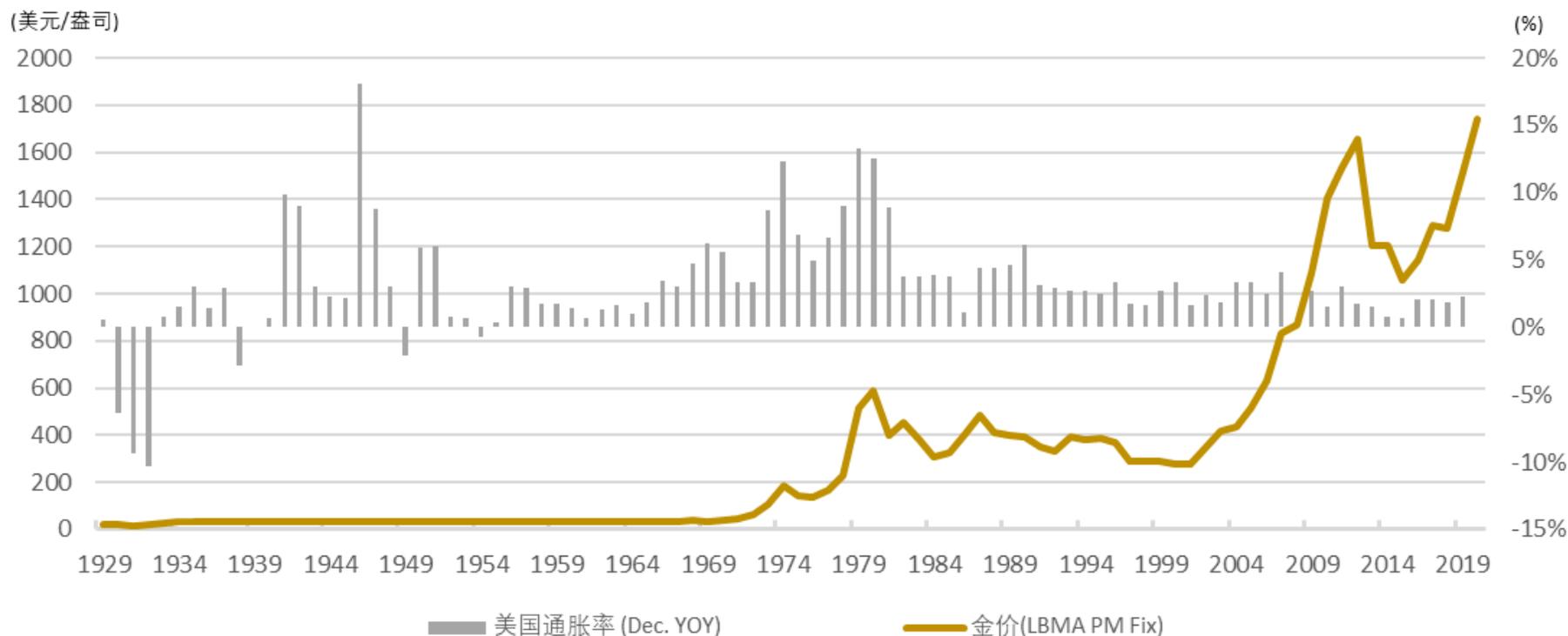
前两个因素对黄金长期表现的影响尤为重要，构成购买和投资黄金的战略依据。

- **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. 主要经济体政府债务，特别是美国 - 决定金价地板；
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。
- 通胀水平是美联储货币政策的主要考量因素。
- 美联储当前关注经济衰退通缩风险，9月提出达到并稳定2%平均通胀率的目标。
- 全球经济恢复进程的不确定性，更多央行和政府可能考虑长期平均通胀目标，容忍并观察短期的通胀上行。



美联储将较长期维持基金零利率

- 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。



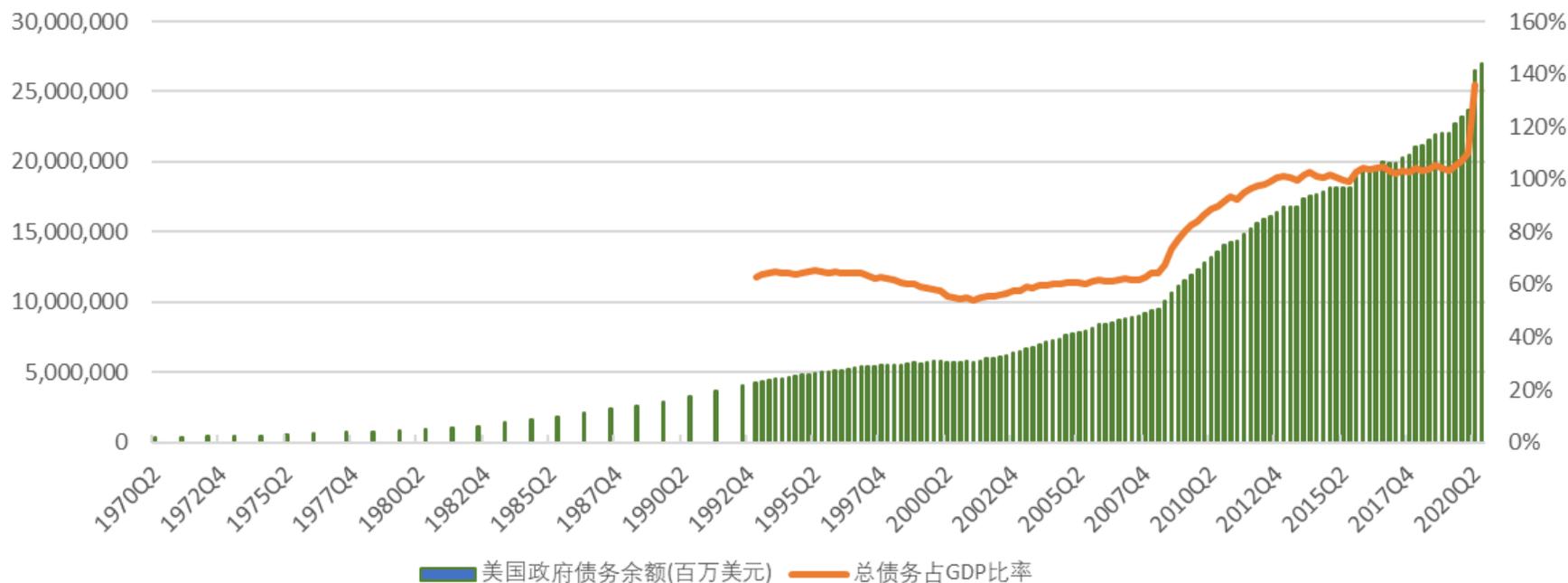
美联储资产负债表大幅扩张

- 2008年11月美联储推出第一轮量化宽松政策，至2014年先后实施了三轮量化宽松，美联储总资产规模从9951亿美元扩张至最高4.5万亿美元。
- 2018年初美联储开始实质性缩减资产负债表，至2019.8低点3.76万亿缩减约14.8%。
- 2020.3.14美联储宣布开启无限量量化宽松，截止2020.10.9，美联储资产负债表资产总额为7.07万亿美元，较2019年8月底阶段低点增加88.2%。
- 未来如财政政策不能有效支撑经济稳定恢复，美联储仍有可能继续扩表，会对金价上行构成支撑。



膨胀的政府资产负债表

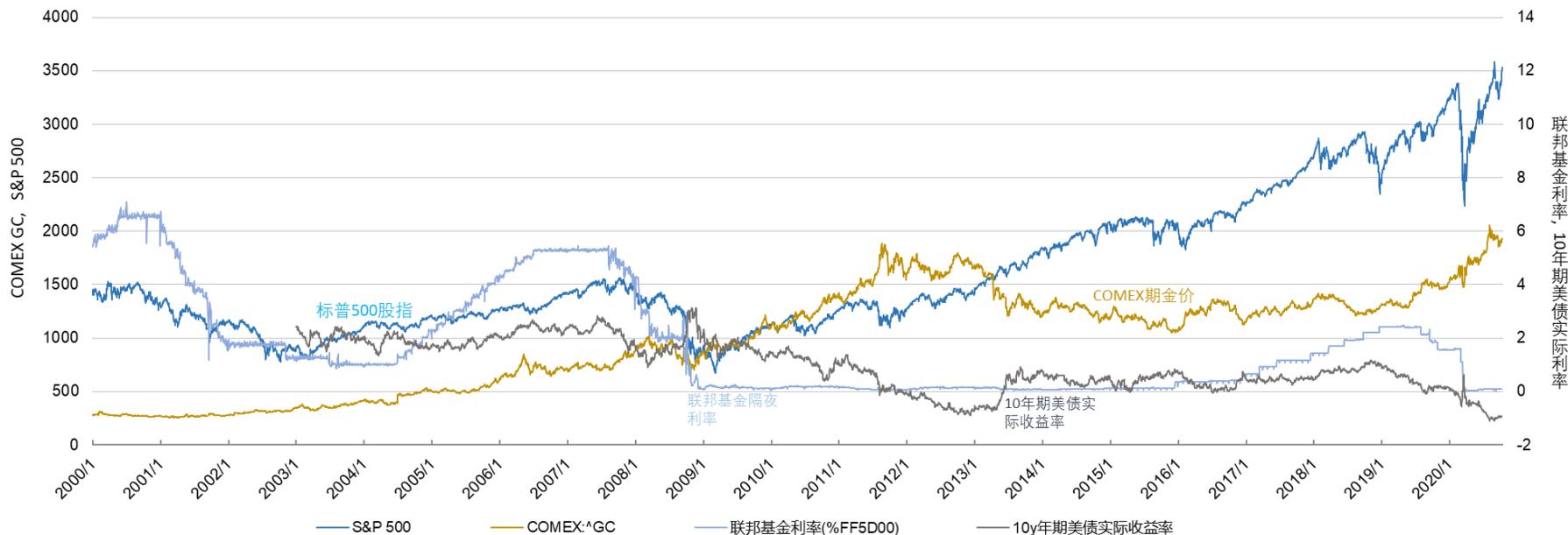
- 2020年3月美国政府推出2.8万亿美元经济刺激计划，正在讨论2万亿规模的第二轮财政刺激计划。
- 美国联邦政府债务余额在2020.10.8达到27.07万亿美元，相比年初增加16.8%，为二季度年化GDP的138.7%。
- 美国就业率从6月开始回升，9月已恢复至疫情前80%水平，但生产效率、产量及需求仍远低于危机前，而这也是利率位于零下限的时期，所以扩张性财政政策对维持经济持续恢复和增长显得重要，这也将导致政府预算赤字增大，负债持续增加。



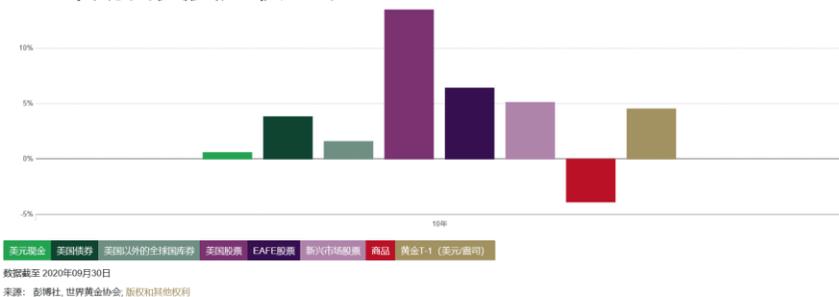
- 美国政府不断扩充的债务余额，会逐渐侵蚀美债的信用边际。加上全球其他发达、发展中国家不断膨胀的巨额债务，有可能引爆全球性经济危机。
- 这奠定了黄金周期的底部。预计在本轮黄金周期的底部，金价可维持在1400-1500美元水平。

各类资产投资回报率对比，黄金仍具有优势

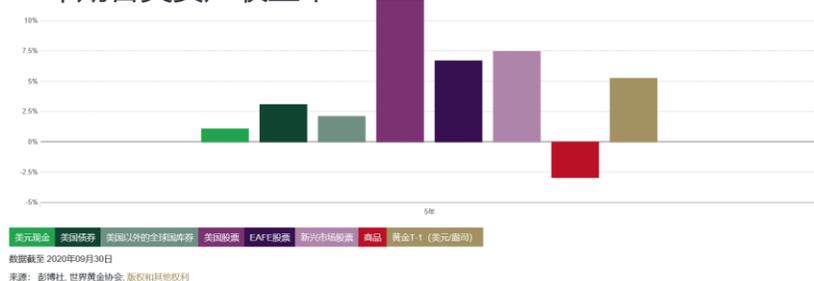
- 美债收益率作为市场对比衡量黄金持有收益的基础，美债收益率走高会对黄金需求构成压制。
- 3月降息后10年期美债实际收益率为负，预计在未来较长时期将维持低位，降低持有黄金的机会成本，成为支撑黄金投资需求的重要因素。



10年期各类资产收益率



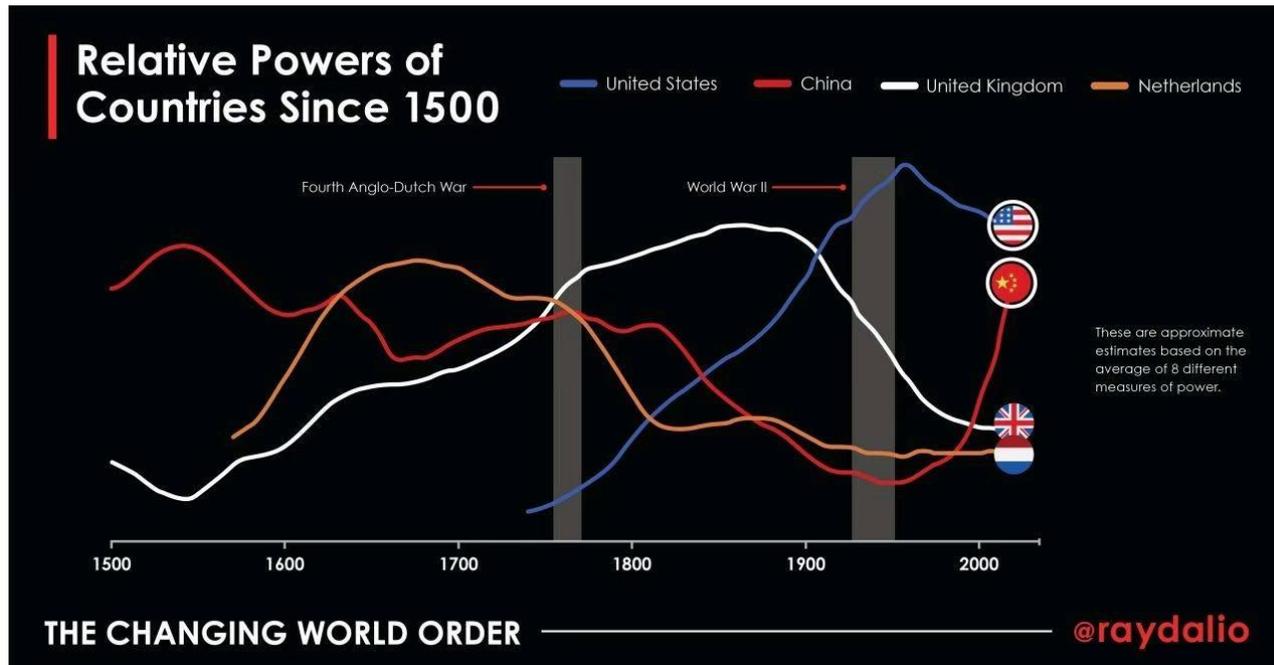
5年期各类资产收益率



数据来源：S&P Capital IQ、MI，WGC。

金价仍处于上行趋势

- 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，美国经济能否继续强劲增长，支持美股再进入长牛，美联储持续加息缩表形成强美元，对黄金形成长期压制？
- 经历8月历史高点后，9月金价下跌3.6%，分析为获利了结有关的震荡回调。短期波动并未改变震荡区间增大的上行趋势，我们可能仍处于一个长期黄金牛市的前端。

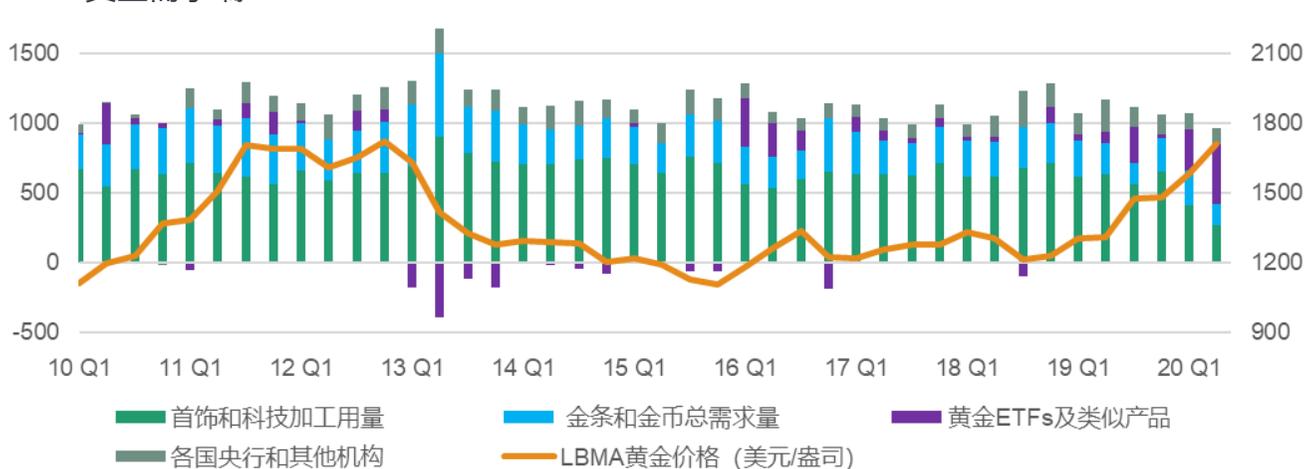


近10年黄金供需

黄金供应端



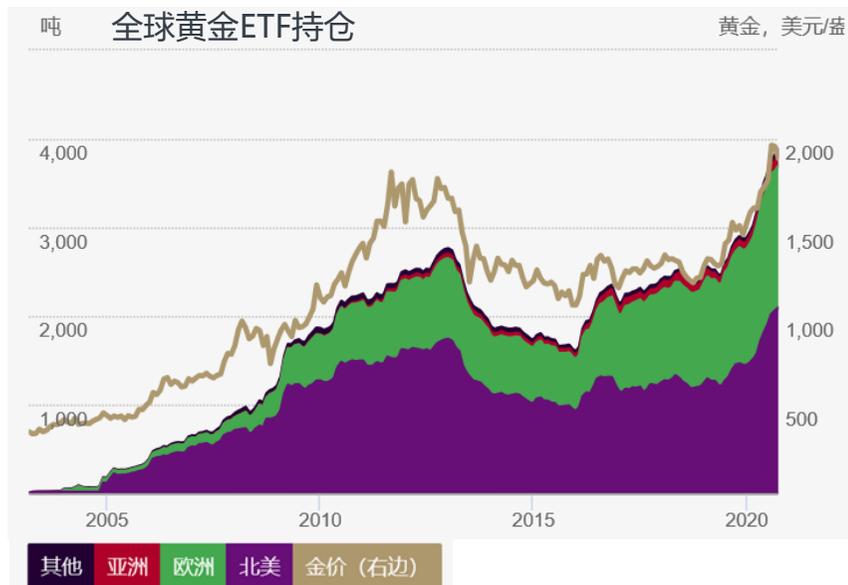
黄金需求端



- 2019年全球黄金供应4826.5吨，其中矿产金产量3533.7吨，总需求4404.1吨。
- 2020年上半年因疫情影响，黄金总供应量同比下降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%)。

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%，ETF持仓的吨位和价值继续创下新高。
- 自2008年金融危机以来，全球黄金ETF出现过3次连续10个月的净流入，分别是2007/6-2009/3、2016/1-2016/10、2019/12-目前)。



数据截至2020年9月30日

数据来源: WGC, CFTC。

分区域ETF流量 2020.9

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 2020.9

国家	持仓量 (公吨)	流量 (公吨)	流量 (百万美元)	流量 (%AUM)
美国	1,268.5	17.4	1,115.6 ▲	1.4%
英国	251.6	15.7	983.8 ▲	6.6%
美国	518.1	12.8	809.6 ▲	2.5%
英国	230.5	12.3	768.4 ▲	5.6%

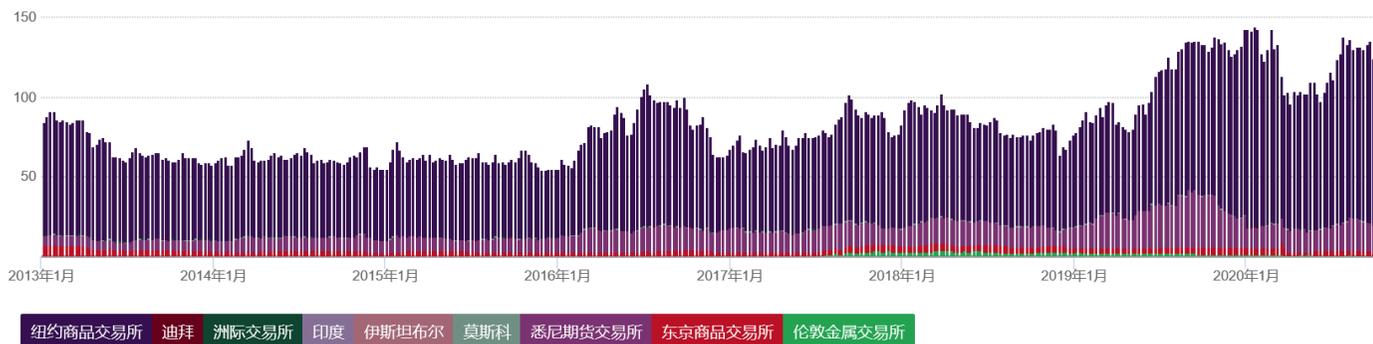
全球黄金ETF持仓净变化



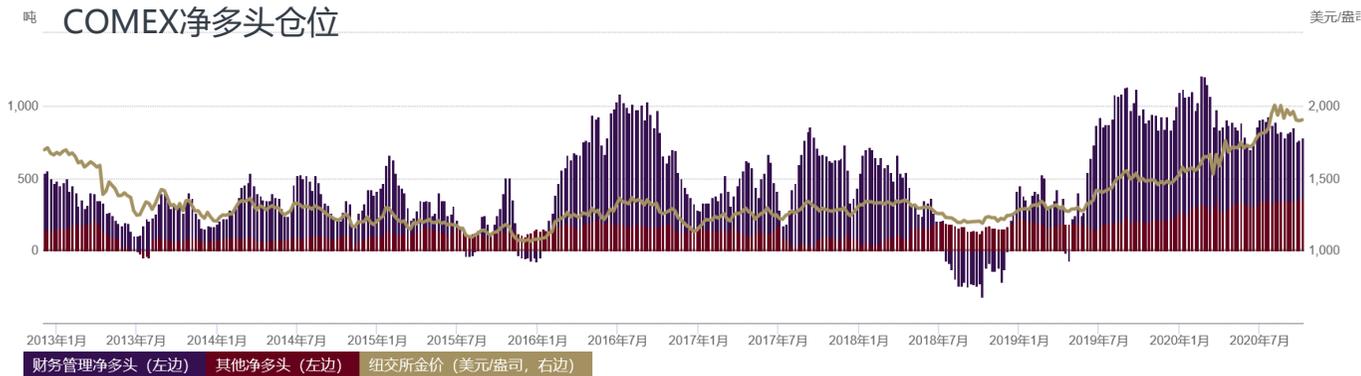
期货持仓亦显著增加

- 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。

Notional (US \$bn) 期货持仓

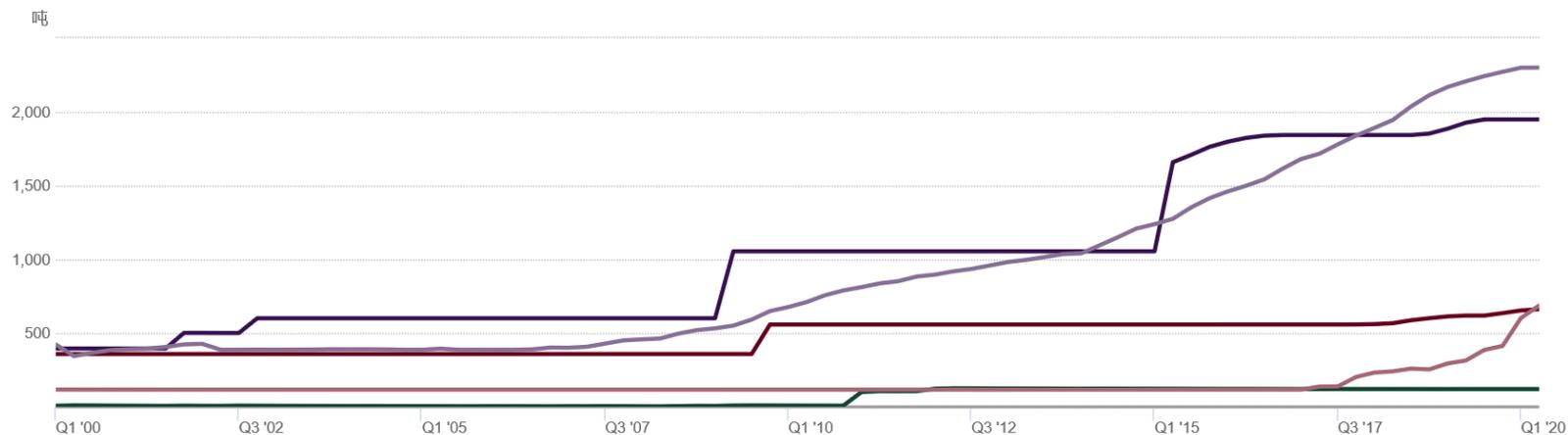
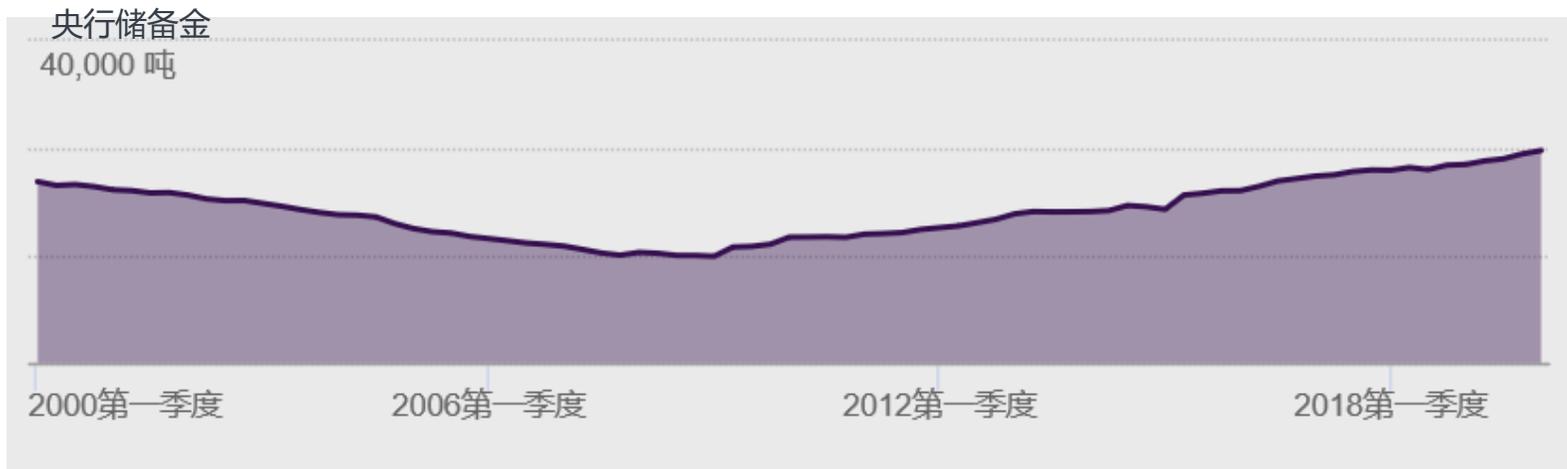


吨 COMEX净多头仓位



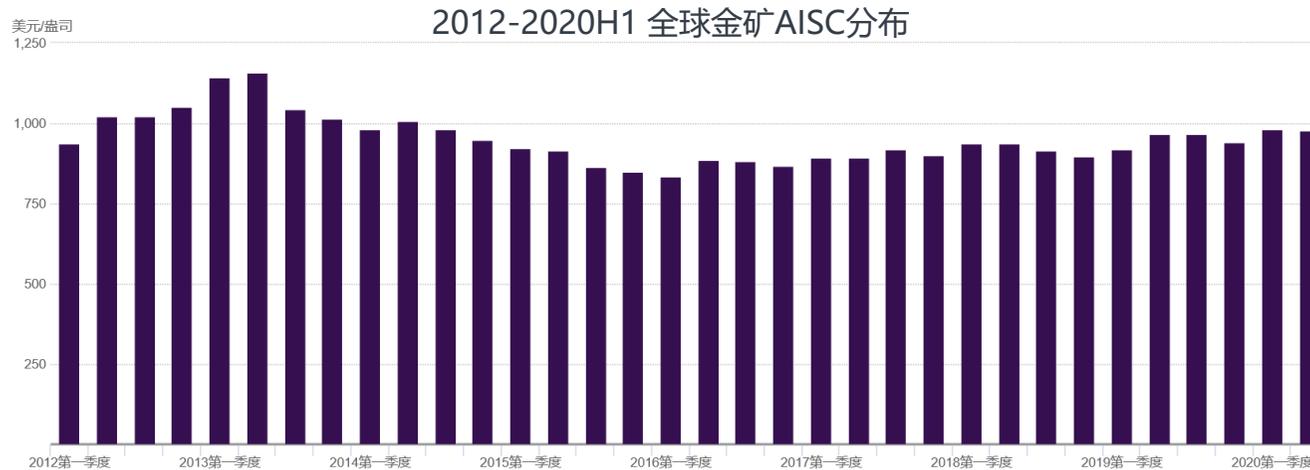
央行购金稳定增长

- 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。



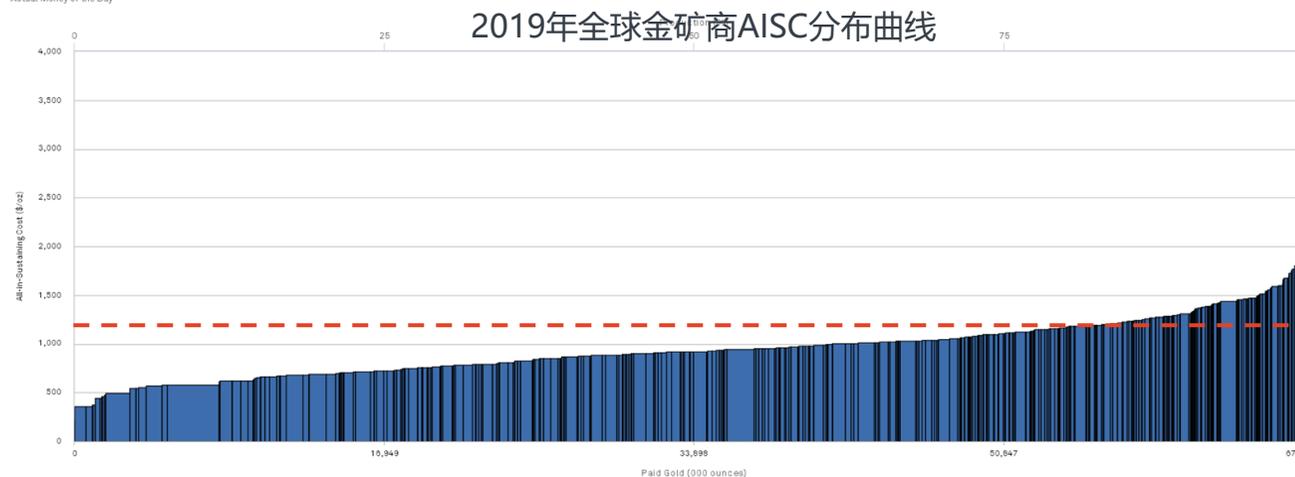
黄金矿工成本基本稳定

- 全球金矿工生产成本自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*

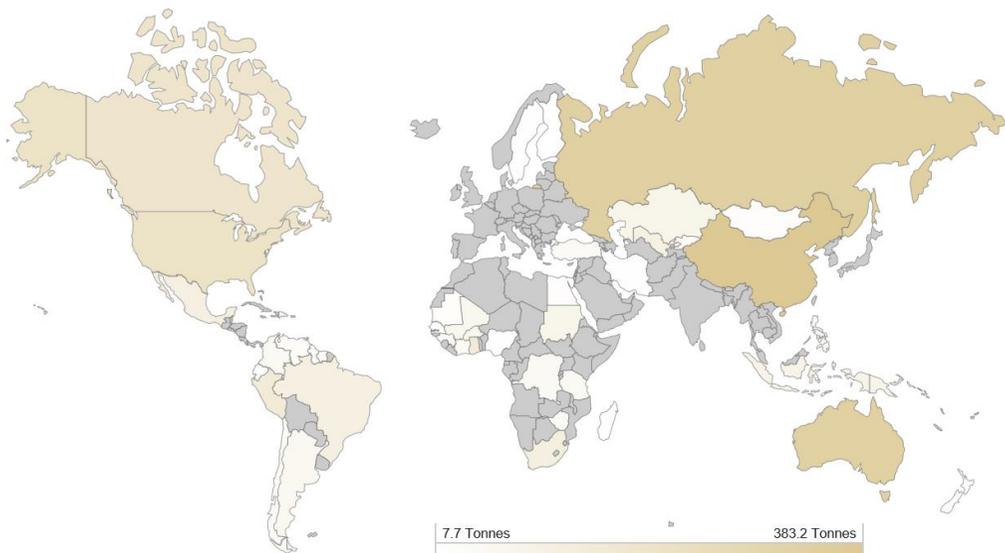
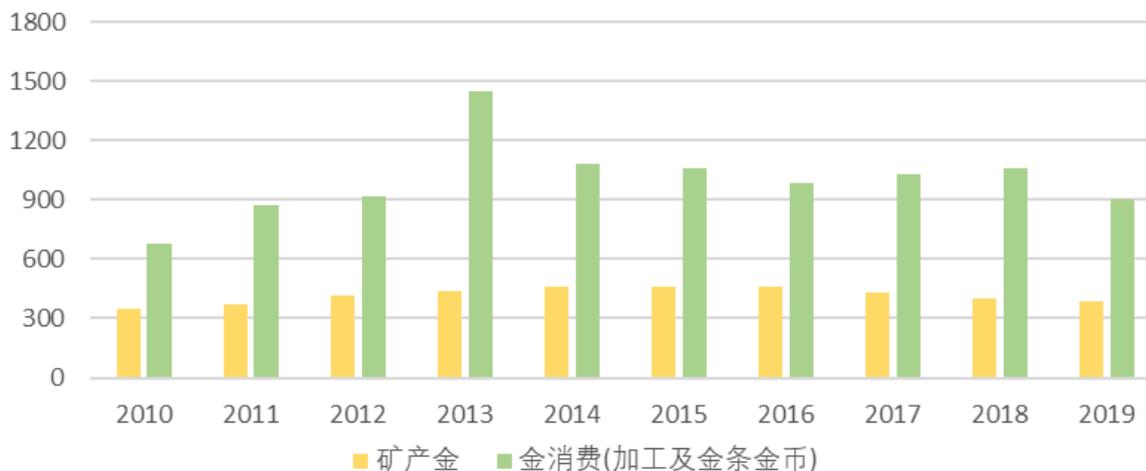
Actual Money of the Day



80%成本分位线，
约1200美元/盎司金

中国的黄金供需情况

- 中国自2007年起成为世界最大黄金生产国，2019年黄金总产量500.42吨，其中矿产金产量383.2吨，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，2019年金饰+金币金条类黄金总消费量899.5吨，占全球30%。



2019年全球主要产金过矿产金产量(不含冶炼加工金)

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%。但仍未达到上轮周期的高点。

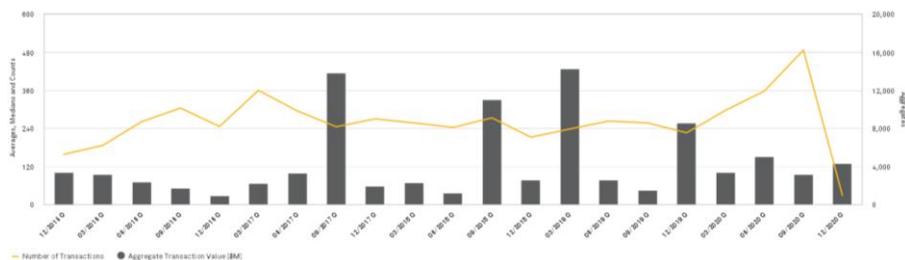


- 一轮周期中黄金股波动阶段：初期金价的温和上涨，带动黄金股大幅上涨，中期金价大幅上涨并有大幅波动，黄金股有限上涨，呈现个股分化，后期黄金小幅下跌，黄金股大幅下跌。在中短周期中，也呈现类似规律。

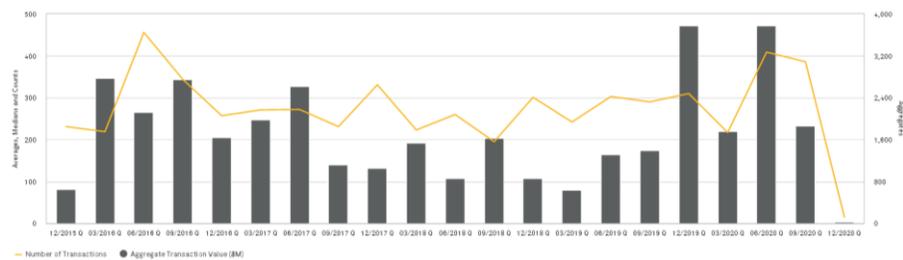
金矿资产交易规模和类型的变化

- 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，初级项目投资并购显著增加，项目股权融资活跃。

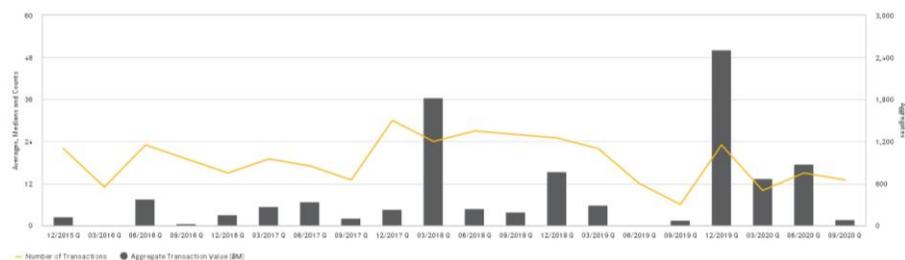
近5年全球金矿类资产交易统计-并购



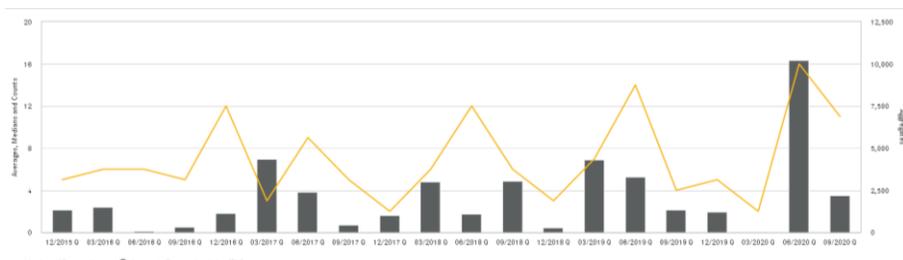
近5年全球金矿类资产交易统计-股权资本市场



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-储架注册



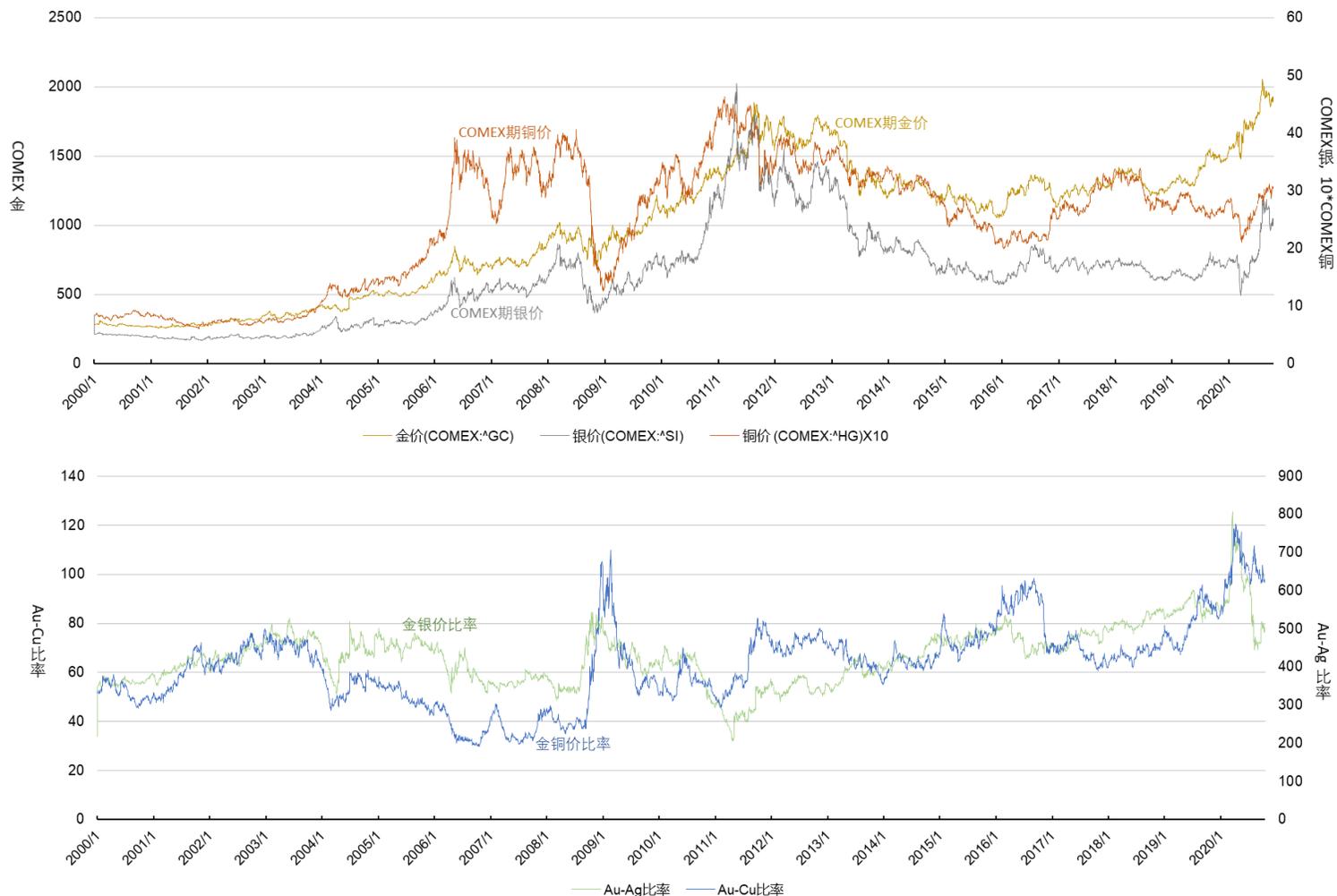
招金国际的投资路径和策略

- 海外平台的投资范围：金银为主，铜其次。



银、铜的增长潜力

- 上个周期的期银、期铜价格分别达到48.6美元/盎司、4.6美元/磅，目前银、铜相比仍处于低位。
- 即使考虑中国及其他新兴经济体未来的需求变化，在超宽松的货币环境下，预计银、铜价格仍能有出色表现。



数据来源：S&P Capital IQ、MI。