

中国黄金业

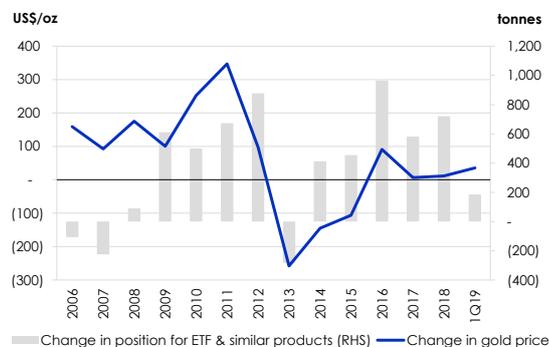
新周期从这里开始

- ▶ 由于新减息周期的来临，碍逐黄金价格涨的压力在消除。参考上轮黄金周期，黄金价格能挑战上次周期的高位
- ▶ 基于盈利对金价的敏感性，金矿公司的盈利将会大幅受惠于黄金价格的上涨

黄金重回上升轨道。从环球宏观的资产配置考虑，我们始终看好黄金。我们认为，唯一阻碍黄金成为理想资金配置的绊脚石是强美元，美元走势反映了美国的经济和货币政策趋势。在我们看来，最新的联储议息会议明确表示降息已经纳入日程，唯一的问题是会不会在今年7月或之后出现。美元已见顶，减息正在临近。如果中美之间的紧张局势没有解决，全球经济正在放缓，并可能会变得更糟。中东的混乱和右翼民粹主义的增长也进一步加剧了全球紧张局势。所有这些因素都使黄金成为理想的投资。

参考上次周期，金价有机会挑战上次高位，大幅提升金矿公司盈利。对我们来说，黄金价格明显在上行。我们唯一不确定的是它将上升地多快和多久。虽然央行肯定是黄金的主要支持者，我们认为与黄金相关的ETF和其他金融产品的仓位是黄金价格的关键影响因素。在上一个周期，黄金支持的金融产品的总投资从2012年10月的1,090亿美元（我们估计当前水平）攀升至1,570亿美元的峰值花了大约18个月。我们预计这种情况将再次出现。同期黄金价格达到1,900美元/盎司，远高于现在的价位。由于大部分中国金矿公司在未来两年的产量大致维持平稳，加上生产成本有一定上涨压力，金价上涨成为提升盈利的主要动力。

黄金价格变动及黄金支持金融产品持有量变动



资料来源：世界黄金协会，建银国际证券

林学海

(352) 3911 8245
felixlam@ccbintl.com

于伦伦

(352) 3911 8263
angelyu@ccbintl.com

黄金 – 阴霾中的一道光

虽然珠宝和工业应用是黄金的重要消费渠道，但我们认为 ETF 及其相似产品的投资需求才是影响黄金价格的关键，至少是在短期和中期是这样。各国黄金储备的增加是黄金的另一个主要支撑力量。虽然央行购买可能不会导致黄金价格直接上涨，但他们的行动无疑反映了他们对全球货币状况的看法，从而反映其风险偏好。这将引发金融投资者的购买，从而间接地为金价提供支撑。

全球黄金 – 价格和金融产品持仓高度相关

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
黄金价格 ¹ (美元/盎司)	604	696	872	972	1,225	1,572	1,669	1,411	1,266	1,160	1,251	1,257	1,268	1,304
变动 ² (美元/盎司)	159	92	175	100	252	347	97	(258)	(145)	(106)	91	6	11	35
ETF 及相似产品	259	260	325	645	421	192	307	(906)	(173)	(122)	575	206	69	40
中央银行及其他 ³	(365)	(484)	(235)	(34)	79	481	569	624	584	577	390	375	651	145
其他	3,203	3,340	3,689	3,063	3,720	4,029	3,837	4,796	3,924	3,848	3,462	3,579	3,625	867
总需求	3,096	3,116	3,778	3,674	4,220	4,702	4,714	4,513	4,335	4,302	4,427	4,160	4,345	1,053

1. 期内黄金平均价格；2. 与前期相比变动；3. 中央银行或其他官方机构如国际货币基金组织和国际结算银行

资料来源：世界黄金协会，建银国际证券

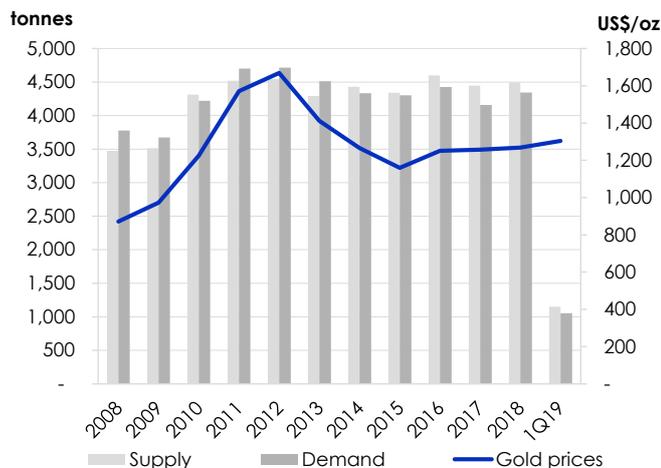
金价主要动力来自 ETF 黄金投资和相似产品



黄金支撑的金融产品
存量是影响黄金价格
的因素

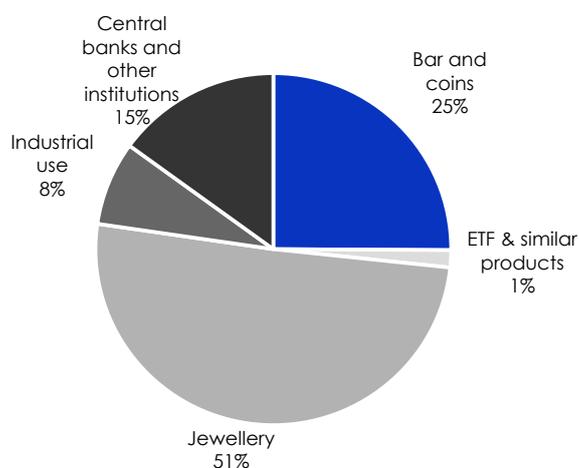
资料来源：国际货币基金组织，世界黄金协会，建银国际证券

全球黄金供需



资料来源：世界黄金协会，建银国际证券

需求分类，2018 年



资料来源：世界黄金协会，建银国际证券

投资黄金资产的时机出现

全球经济放缓和世界不同地区政治动荡令投资领域焦虑不安。投资者开始对美中之间的紧张关系可能由 1947 至 1991 年美苏之间最初的冷战发展新冷战关系，而变得十分担忧。阻碍黄金价格走强的主要因素是强美元，这反映了美国经济相对于其他发达国家的强势以及由此带动资本流入美国国债和债券。

话说回来，经济数据显示美国经济正处于扩张周期末期。许多人辩称，全球经济仍然具有支点，并且央行仍然能够向各自经济注入更多资金以维持增长。然而从过去十年收购资产所要负担的债务水平，以及信贷推动的经济扩张的长度来看，全球经济增长的发动机缺乏一个明显的推动力。民族主义和极端政治在不同的国家涌现，使全球不再团结，同时影响经济增长。

事实上，正是由于担心经济活动放缓，正如更多宏观数据所表明的那样，美联储已经转向鸽派，6 月的联邦公开市场委员会会议表明，减息现已正式摆在桌面上。资本市场开始消化美联储将在 7 月会议上减息的概率高于 50% 这一因素。我们认为，减息的时机并不重要，利率走势才是市场最关心的，因为这解释了美元走弱及美国国债和债券收益率的下降的原因。

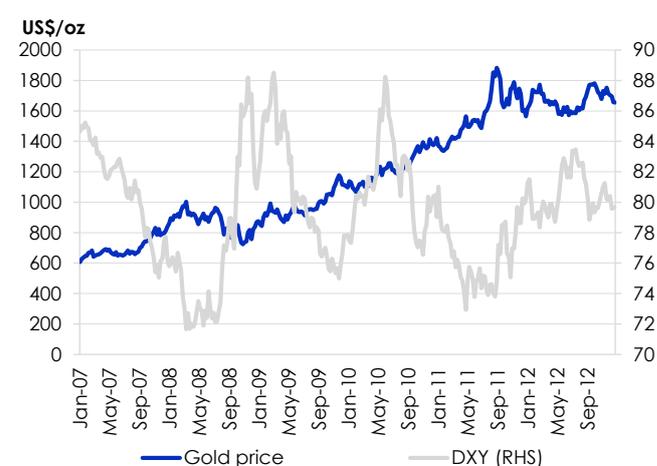
随着美元计价的黄金价值吸引，以及利率下降使持有黄金的成本下降，黄金成为了最佳的投资资产。我们预计黄金价格将出现强劲的上升趋势，近期的价格突破可能是反弹才刚刚开始证明。如果降息周期和前两轮量化宽松政策可以作为一个很好的参考的话，黄金价格可能会回升上一周期 2011 年约 1,900 美元/盎司的高峰。

金价随减息和货币宽松（前两轮量化宽松）而飙升



资料来源：彭博，建银国际证券

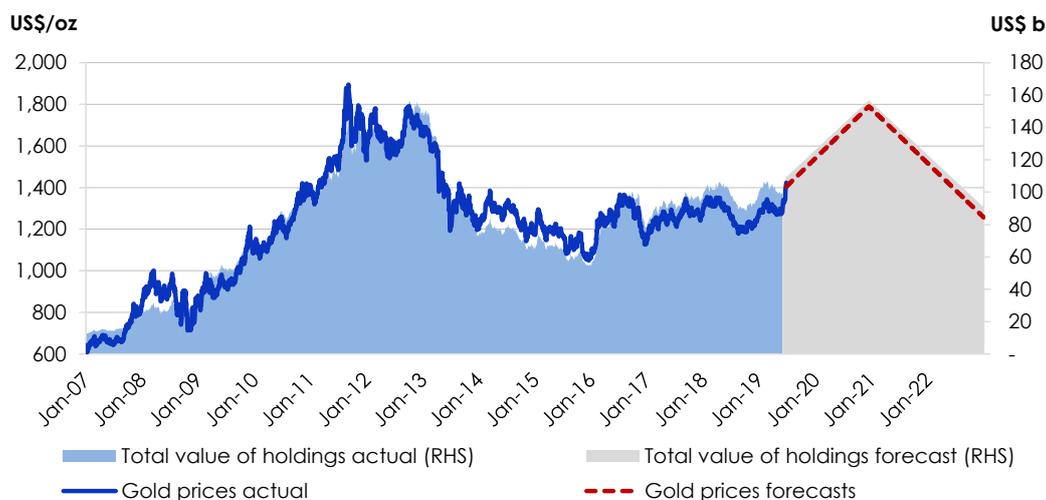
货币政策导致美元疲软有利于金价走强



资料来源：彭博，建银国际证券

鉴于每个周期不尽相同，也很难预测美国和中国之间的紧张局势的发展，但我们相信，这不太可能很快并很容易地得到解决。冲突越久，全世界，而不仅仅是中美两国，将受到越多的影响。如果投资者愿意将资金投入负收益债（现在为 13 万亿美元），我们认为他们有理由配置足够的黄金。

如果上一周期重演，金价将会如何？



资料来源：建银国际证券

金价上涨是提升金矿公司盈利的动力来源

一般来说金矿公司的盈利波动远大于黄金价格的波动。对于中国的黄金公司，由于缺乏产量的增长加上因矿石品位下跌，环保投入和人工方面所带来的成本压力，过去两年的盈利表现不理想。但在未来两三年，在新一轮宏观推动的金价上升周期下，国内的金矿公司的盈利因该能有比较理想的表现。

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及 / 或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及 / 或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征询独立法律、财务、会计、商业、投资和 / 或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与其它第三方进行交易前, 使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及 / 或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和 / 或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息, 且不应分发给零售客户。如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士 (根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税法 (修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交与, 且仅应通过建银国际海外 (美国) 公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大, 及中国境内的公众人士 (就本文而言, 不包括香港、澳门及台湾)。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097