

有色金属行业深度：黄昏未至曙光待现 II-源于黄金供需逻辑面的深度梳理解读

2020 年 05 月 25 日

看好/维持

有色金属

行业报告

| | | |
|------|---|-----------------------|
| 分析师 | 郑闵钢 电话：010-66554031 邮箱：zhengmgdxs@hotmail.com | 执业证书编号：S1480510120012 |
| 分析师 | 胡道恒 电话：021-25102923 邮箱：hudh@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480519080001 |
| 研究助理 | 张天丰 电话：021-25102858 邮箱：tfzhang901@126.com | 执业证书编号：S1480118100014 |

投资摘要：

全球黄金供需增速整体维持稳定状态，但 2020 年 Q1 黄金市场出现阶段性供应缺口：全球黄金年均总供应量约 4640 吨，年均增速 1.3%；其中矿产金年均产量约 3460 吨，增速 1.6%，再生金年均产量 1200 吨，增速 2.3%。全球黄金年均总需求量约 4350 万吨，需求总量年均增速变化维持 2% 左右。全球黄金供需结构进入 2020 年 Q1 出现 28.7 吨的供应紧缺，总供应量缩减（-3.8%）与总需求量增长（+1.9%）共振是导致黄金基本面强化的原因。

全球矿产金供应增速已出现趋势性下滑：全球矿产金产量增速自 2015 年显现下行拐点，该数值由 2015 年的+3.1%逐步萎缩至 2019 年的-1.3%，而至 2020 年 Q1 矿产金增速进一步出现-2.6%的下滑。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约 74%，暗示全球黄金实际有效供给已经出现收缩。

投资性需求成为全球黄金实物需求的新增长点：传统黄金需求如金饰类/金条类出现阶段性下滑，而投资类需求如 ETF 及央行购金同期出现有效增长。由 2015 年至 2019 年，全球金饰及金条的总需求量分别由 2458.5 吨及 1091.7 吨降至 2107 吨及 870.6 吨，降幅各为-14.3%及-20.3%，而同期全球黄金 ETF 及央行购金量则分别由 1594.2 吨及 33016 吨升至 2886.8 吨及 34736 吨，涨幅分别达 81.1%及 5.2%。五年间全球消费类黄金需求整体下降 571.9 吨，但全球投资类黄金需求整体增加 3012.6 吨，显示投资性需求开始成为影响黄金总需求的核心变量。

全球央行常态化购金已成趋势，中国央行黄金购买量有巨大增长空间：全球央行黄金储备量由 2008 年 3 万吨增至 2019 年 3.47 万吨，该数据已接近上世纪 80 年代水平。其中 2018 及 2019 年全球央行年度购金量连续高于 650 吨，创布雷顿森林体系结束后的最高年度购金量。考虑到巴塞尔协议 III 对黄金资本属性的再定义，预计黄金货币及汇率溢价的回归将对央行购金产生有效吸引。此外，全球央行黄金储备分布的不平衡及黄金占外储比例分布的不平衡同样意味着央行购金具有持续性的预期，其中我们认为中国央行长期年预期购金量或至 100 吨，这意味着央行购金对黄金现货会产生有效的需求拉动。

实物持仓 ETF 规模增长推动黄金需求曲线右移：全球实物持仓 ETF 从 2006 年开始出现明显增长，至 2020 年 4 月底持仓规模已达 3355 吨（较 2019 年底增长 15.5%），创史上最高同期管理规模增幅。考虑到黄金实物持仓 ETF 年回报率（17%）及 15 年的金价回报率（8%）对个人投资者的有效吸引，黄金资产的对冲性和流动性特点对机构投资者的有效吸引，我们预计黄金实物持仓 ETF 具有可持续增长性。从 2019 及 2020 年至今数据观察，黄金实物持仓 ETF 的增量相当于扩充全球黄金需求曲线右移近 10%。

黄金基本面的定价逻辑依然维持强势多头格局：黄金供需关系的强化导致现货黄金维持有效的平溢价交易，这有效提升黄金交易结构中的安全边际。从金价观察，当前黄金价格运行中枢已经涨至 1700 美元/盎司，我们认为今年年内的黄金价格目标将突破 1930 美元/盎司，对应人民币黄金计价约 440 元/克，关注 1680 美元/盎司支撑的有效性。

建议关注：紫金矿业，山东黄金，银泰黄金。

风险提示：全球负收益率债券规模萎缩，实物黄金 ETF 持仓量大幅下降，黄金现货大幅折价交易等。

目 录

| | |
|---|----|
| 1. 全球黄金供应出现阶段性失衡 | 4 |
| 2. 黄金供给端：相对刚性，矿端供应短期或进一步收紧 | 5 |
| 2.1.1 全球黄金年均供应相对稳定 | 5 |
| 2.1.2 全球黄金储量及产量呈现聚拢型特征 | 5 |
| 2.1.3 金矿供应在 2020 年遭受事件性扰动 | 7 |
| 3. 黄金需求端：央行和基金投资渐成未来重要变量 | 7 |
| 3.1 综述：消费领域有所下滑，实物和基金投资两极分化 | 7 |
| 3.2 巴塞尔协议 III 对黄金资本属性再定义的讨论 | 8 |
| 3.3 央行常态化购金已成趋势 | 10 |
| 3.3.1 央行购金是全球黄金消费新增量 | 10 |
| 3.3.2 全球央行黄金分布的两个不平衡会带动央行购金的持续性进行 | 10 |
| 3.3.3 中国央行长期年预期购金量或至 100 吨 | 11 |
| 3.4 实物持仓 ETF 规模增长推动黄金需求曲线右移 | 11 |
| 3.4.1 全球黄金实物持仓 ETF 已达历史最高流入量 | 11 |
| 3.4.2 全球主要区域实物黄金 ETF 出现积极增长 | 12 |
| 3.4.3 避险及流动性因素将推动黄金 ETF 持仓扩张 | 13 |
| 3.4.4 黄金实物 ETF 已经成为影响全球黄金需求端的重要变量 | 14 |
| 3.5 全球金饰消费出现阶段性下滑 | 14 |
| 4. 黄金股多维度数据对比： | 15 |

插图目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1： 黄金供应端变化（2010-2019） | 5 |
| 图 2： 2019 年全球黄金储量分布 | 6 |
| 图 3： 2019 年全球黄金产量分布 | 6 |
| 图 4： 全球主要黄金矿企 2018 年储量统计（单位：吨） | 6 |
| 图 5： 全球主要黄金矿企产量统计（2018，单位：吨） | 6 |
| 图 6： 巴塞尔协议 III | 9 |
| 图 7： 全球黄金储备（吨） | 10 |
| 图 8： 中印俄黄金储备量持续增长 | 10 |
| 图 9： 各国官方黄金储备统计 | 10 |
| 图 10： 主要国家黄金占外出比例对比 | 10 |
| 图 11： 中国央行未来 20 年购金规模拟合 | 11 |
| 图 12： 全球黄金 ETF 持仓总量（单位：吨） | 12 |
| 图 13： 全球黄金 ETF 持仓总规模（单位：十亿美元） | 12 |
| 图 14： 全球 ETF 单月持仓变动（单位：吨） | 14 |
| 图 15： ETF+央行购金占总需求比值持续提升 | 14 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 黄金供需平衡表 (2015-2019) | 4 |
| 表 2: 3 月以来部分黄金矿产商/精炼厂减停产汇总 | 7 |
| 表 3: 黄金需求端统计 (2015-2019) | 8 |
| 表 4: 2017 年修订版 BASAL III 协议中部分资产风险权重 | 9 |
| 表 5: 全球黄金 ETF 持仓统计 (截止 2020 年 3 月 31 日) | 12 |
| 表 6: 全球前十大黄金 ETF 持仓统计 (截止 2020 年 3 月 31 日) | 12 |
| 表 7: 亚洲前十大黄金 ETF 持仓统计 (截止 2020 年 3 月 31 日) | 13 |
| 表 8: 全球金饰消费 (2015-2019) | 15 |
| 表 9: A 股和港股黄金企业各项指标对比 (截止 2020 年 4 月 14 日) | 15 |

1. 全球黄金供应出现阶段性失衡

全球黄金总供应整体维持稳定状态，但矿产金供应增速出现下行态势。自 2015 年至 2019 年，全球黄金年均总供应量约 4640 吨，年均增速 1.3%；其中矿产金年均产量约 3460 吨，增速 1.6%，再生金年均产量 1200 吨，增速 2.3%。从分项增速具体观察，全球矿产金产量增速自 2015 年显现下行拐点，该数值由 2015 年的+3.1%逐步萎缩至 2019 年的-1.3%（至 2020 年 Q1 增速降至-2.6%），反映出黄金新增有效供给的收缩；而从再生金角度观察，其供应增速从 2017 年的-9.8%大幅增长至 2019 年的+10.9%，对原生金增速的下滑形成有效弥补。此外，从黄金供给占比角度观察，矿产金供给占比约 74%，再生金占比约 26%，显示矿产金供应增速的变化是黄金供应的核心变量。

全球黄金需求整体稳定，投资性需求已经成为黄金实物需求的新增长点。全球黄金年均总需求量约 4350 万吨，增速维持均衡状态。从需求品类观察，传统黄金需求如金饰类/金条类出现显著下滑，而投资类需求如 ETF 及央行购金出现明显增长。由 2015 年至 2019 年，全球金饰及金条的总需求量分别由 2458.5 吨及 1091.7 吨降至 2107 吨及 870.6 吨，降幅各达-14.3%及-20.3%，而同期全球黄金 ETF 及央行购金量则分别由 1594.2 吨及 33016 吨升至 2886.8 吨及 34736 吨，涨幅分别达 81.1%及 5.2%，5 年间消费类黄金需求整体下降 571.9 吨，但投资类黄金需求整体增加 3012.6 吨，显示投资性需求开始成为影响黄金总需求的核心变量。

从黄金供需平衡角度观察，进入 2020 年 Q1 后全球黄金市场出现阶段性供应缺口。全球黄金在 2020 年 Q1 显现 28.7 吨的供应紧缺，总供应量缩减（-3.8%）与总需求量增长（+1.9%）的共振是导致黄金基本面强化的原因。其中供应方面，Q1 矿产金与冶炼金供应分别收缩-2.6%及-4.4%，较 2019Q1 分别-21.1 吨及-12.8 吨；而需求方面，Q1 金饰与金条需求分别-37.3%及-6.2%，但黄金 ETF 需求却+594.5%，推动全球黄金总需求同比+20.3 吨。黄金供需结构由前期的相对过剩转为阶段性紧缺印证了黄金基本面的强化，也对金价的强势形成支撑。

表1：黄金供需平衡表（2015-2019）

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020Q1 |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| 供应量 | | | | | | |
| 金矿产量 | 3,300.7 | 3,398.5 | 3,455.2 | 3,509.3 | 3,463.7 | 795.8 |
| 同比变动 | 3.1% | 3.0% | 1.7% | 1.6% | -1.3% | -2.6% |
| 生产商净对冲额 | 12.9 | 37.6 | -25.5 | -12.5 | 8.3 | -9.7 |
| 同比变动 | -87.7% | 191.9% | -167.8% | 51.1% | 166.9% | -447% |
| 再生金量 | 1,121.4 | 1,281.5 | 1,156.1 | 1,176.1 | 1,304.1 | 280.2 |
| 同比变动 | -5.6% | 14.3% | -9.8% | 1.7% | 10.9% | -4.4% |
| 总供应量 | 4,434.9 | 4,717.6 | 4,585.7 | 4,673.0 | 4,776.1 | 1066.3 |
| 同比变动 | -1.4% | 6.4% | -2.8% | 1.9% | 2.2% | -3.8% |
| 需求量 | | | | | | |
| 金饰 | 2,458.5 | 2,101.1 | 2,236.9 | 2,240.2 | 2,107.0 | 337.1 |
| 同比变动 | -2.9% | -14.5% | 6.5% | 0.1% | -5.9% | -37.3% |
| 科技 | 331.7 | 323.0 | 332.6 | 334.8 | 326.6 | 73.4 |
| 同比变动 | -4.8% | -2.6% | 3.0% | 0.7% | -2.4% | -8.2% |
| 金条和金币总需求量 | 1,091.7 | 1,073.3 | 1,046.9 | 1,093.6 | 870.6 | 241.6 |
| 同比变动 | 2.3% | -1.7% | -2.5% | 4.5% | -20.4% | -6.2% |
| 黄金 ETFs 及类似产品 | -129.4 | 541.2 | 271.2 | 76.2 | 401.1 | 298 |

| | | | | | | |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| 同比变动 | 15.4% | 518.2% | -49.9% | -71.9% | 426.4% | +594.5% |
| 各国央行和其他机构 | 579.6 | 394.9 | 378.6 | 656.2 | 650.3 | 145 |
| 同比变动 | -3.6% | -31.9% | -4.1% | 73.3% | -0.9% | -7.7% |
| 总需求量 | 4,332.1 | 4,433.5 | 4,266.2 | 4,401.0 | 4,355.7 | 1095 |
| 同比变动 | -1.4% | 2.3% | -3.8% | 3.2% | -1.0% | +1.9% |
| 供需平衡 | 102.9 | 284.1 | 319.5 | 272.0 | 420.5 | -28.7 |

资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

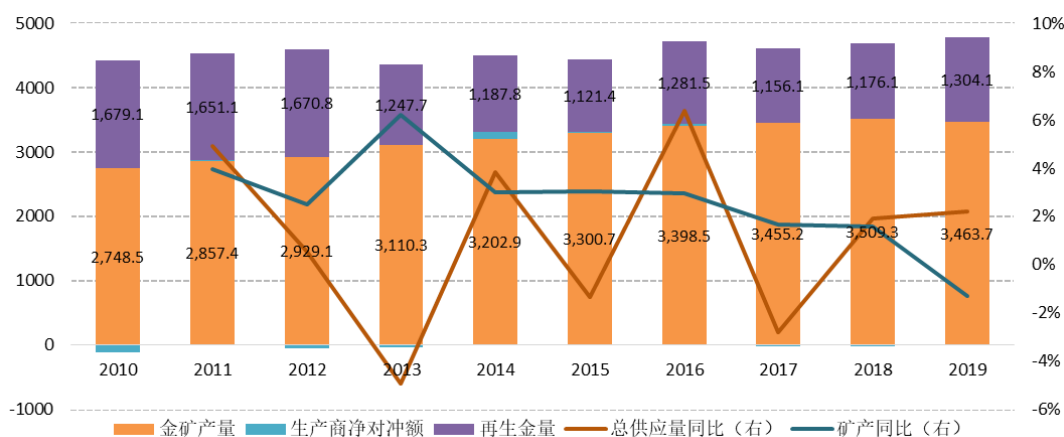
2. 黄金供给端：相对刚性，矿端供应短期或进一步收紧

2.1.1 全球黄金年均供应相对稳定

长周期观察，黄金供应端整体呈现相对刚性特征。从 2010-2019 年全球黄金年供应量维持在 4300-4800 吨的区间，上下波动不超 7%。而 2019 年黄金的全球黄金得益于金价上涨推动的再生金产量释放，带动黄金年供应量达到 4776.1 吨，同比增长 2.2%，年内黄金具体供应情况细分如下：

- **矿产金供应再度收紧。**矿产金同比下滑 1.3% 至 3463.7 吨，增速自 2008 年以来首次进入负区间。矿山供应此消彼长，俄罗斯（Natalka）、澳大利亚（Mount Morgans/Cadia Valley）、土耳其（Copler）、西非（Ghana/Burkina Faso）等诸多项目 2019 年产出有了明显增长。然而受制于环保政策，中国地区矿金产量在 2019 年同比降近 6%，为连续第三年下滑；南非和墨西哥等地的罢工和社区纠纷也对产出造成了负面影响，整体上造成矿端供应收紧。品位下滑同样限制了产量的增长，这可以由国内黄金企业近两年明显提升的克金成本所印证。
- **生产商净对冲出现增长：**生产商净对冲额+8.3 吨，2016 年以来再次转正。其中 Q1-Q4 净对冲额分别为-1.5、+49、-9.2、-29.9 吨。Q2 生产商做大规模对冲以保障项目的资金安全，Q4 出现大额减对冲是因为期权到期以及平掉已有套保仓位。
- **再生金产量大幅攀升：**再生金产量 1304.1 吨，同比增长 10.9%，为 2012 年以来的最高供应水平，为整体供应增长的最大贡献项。金价上涨是最主要原因，经济预期不明朗情形下的普通消费者变现行为也助推了供应量的增长。

图1：黄金供应端变化（2010-2019）



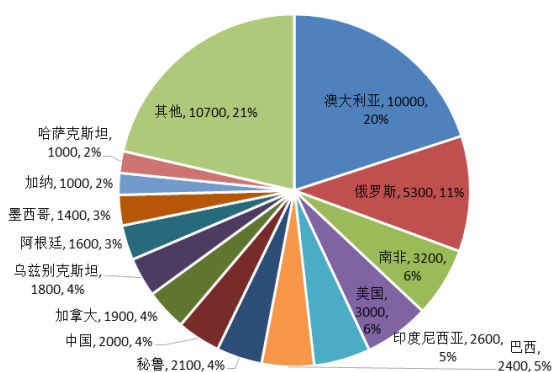
资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

2.1.2 全球黄金储量及产量呈现聚拢型特征

全球黄金储量及产量具有明显的聚拢特征。从全球黄金资源分布角度观察，2019 年全球黄金储量约 5 万吨（USGS），澳大利

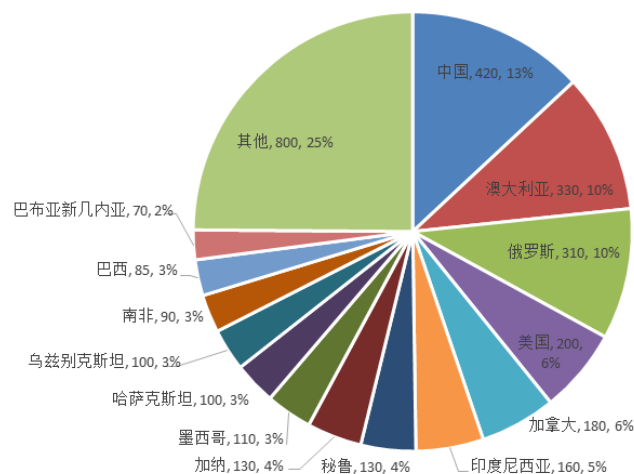
亚、俄罗斯、南非、美国、印尼占黄金储量前五位，所对应的储量全球占比分别为 20%（1 万吨），11%（0.53 万吨），6%（0.32 万吨），6%（0.3 万吨）及 5%（0.26 万吨），累计占全球储量总量的 48%。而从全球黄金产量分布情况观察，中国（420 吨）、澳大利亚（330 吨）、俄罗斯（310 吨）、美国（200 吨）及加拿大（180 吨）是全球前五大黄金生产国，累计年黄金产量占全球黄金总产量 45%。进一步从企业端角度观察，Barrick、Newmont、Anglogold、ashanti 等黄金巨头仍然在储量和产量方面占据明显优势，值得注意的是，中国的紫金矿业在储量方面已进入全球金矿企业前五，根据其发布的 2019 年报数据，资源储量已达到 2130 吨（含武里蒂卡金矿）。

图2：2019 年全球黄金储量分布



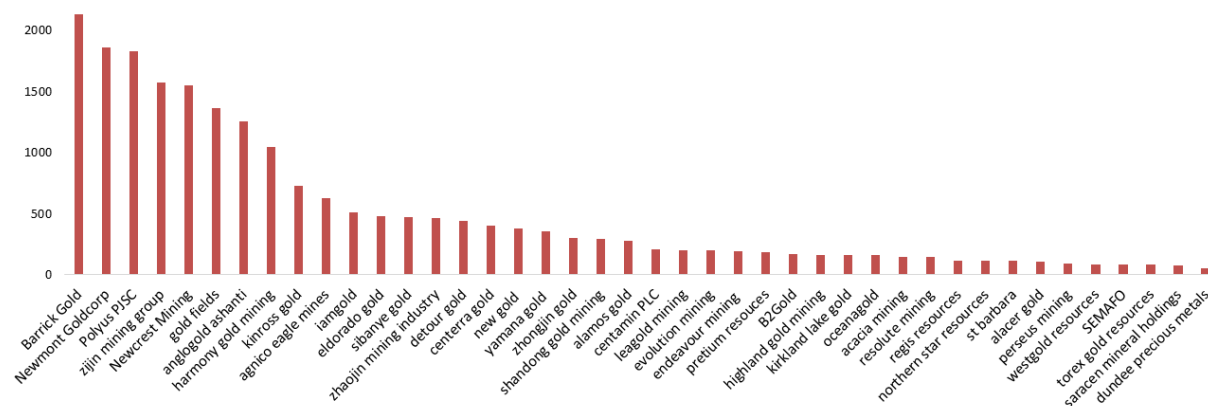
资料来源：USGS, 东兴证券研究所

图3：2019 年全球黄金产量分布



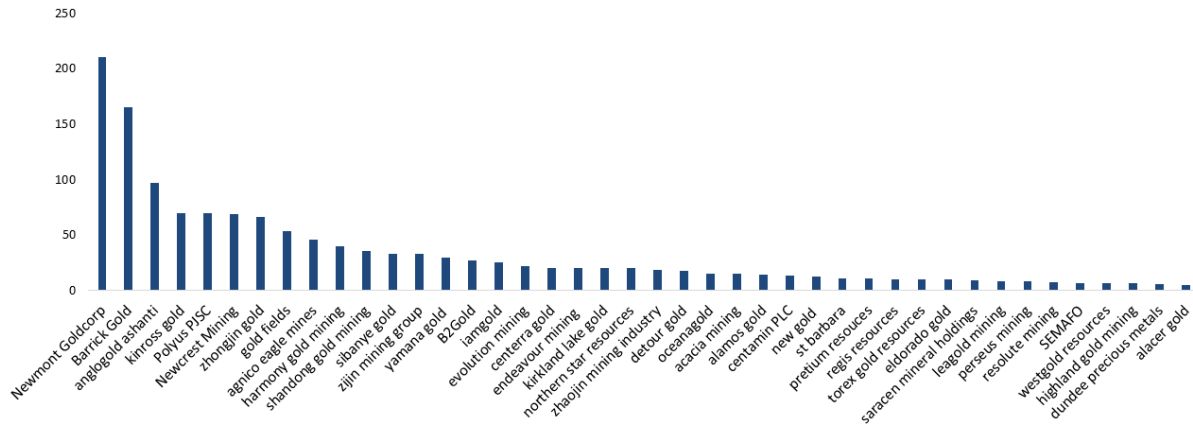
资料来源：USGS, 东兴证券研究所

图4：全球主要黄金矿企 2018 年储量统计（单位：吨）



资料来源：Metals Focus, 东兴证券研究所

图5：全球主要黄金矿企产量统计（2018，单位：吨）



资料来源：Metal Focus，东兴证券研究所

2.1.3 金矿供应在 2020 年遭受事件性扰动

全球金矿供应在 2020 年遭受阶段性扰动。新冠疫情全球蔓延，多个国家出台较为严格的停工停产措施，导致金矿开采/黄金冶炼受到一定影响。据不完全统计，多个矿产商位于南非墨西哥等地的若干矿山暂停开采工作，停工期限至少 3 周，Newmont/Argonaut Gold 因此也撤销了 2020 年产量指引。精炼厂方面同样如此，南非 Rand Refinery、瑞士 Valcambi / PAMP / Argor-Heraeus 均因配合防疫而停产，一度造成市场上金条和金币的供应短缺。当前海外疫情尚未得到完全控制，非洲南美等地仍存爆发可能，因此停工停产措施或有可能延续，供应端整体上将有所收紧。

表2：2020 年 3 月以来部分黄金矿产商/精炼厂减产停产汇总

| 矿产商/精炼厂 | 矿山 | 所在地 | 停工期限 |
|---------------------------------|---|-----|-------------|
| Newmont Goldcorp | Musselwhite / Eleonore | 加拿大 | |
| | Cerro Negro | 阿根廷 | 维护保养 |
| | Yanacocha | 秘鲁 | |
| Harmony | 9 座矿山 | 南非 | 3.26-4.16 |
| Argonaut Gold | El Castillo / San Agustin / La Colorada | 墨西哥 | 4 月底 |
| Gold Resource Corporation | Oaxaca Mining Unit | 墨西哥 | 4 月底 |
| AngloGold Ashanti | Cerro Vanguardia | 阿根廷 | 3 月底 |
| | Mponeng | 南非 | 3.26-4.16 |
| Valcambi / PAMP / Argor-Heraeus | 精炼 | 瑞士 | 4 月 6 日部分复产 |
| Rand Refinery | 精炼 | 南非 | 3.26-4.16 |

资料来源：SMM, My Metal, 东兴证券研究所

3. 黄金需求端：央行和基金投资渐成未来重要变量

3.1 综述：消费领域有所下滑，实物和基金投资两极分化

全球黄金总需求整体稳定，年均需求量维持于 4400 吨上下。2019 年全球黄金需求总量 4355.7 吨，同比下降约 1%。分项来看，受制于金价上涨和经济疲弱，传统消费领域（金饰和工业用金等）出现了 2-9% 的不同程度下滑。投资方面，实物金条投资下降 25% 至 579.9 吨，为 09 年以来最低位，但黄金 ETF 及类似产品规模则出现极快速增长（+425%），成为需求端贡献的唯一增量；央

行购金规模则连续第二年保持在 650 吨以上，较为稳定。2019 年 ETF+央行购金规模合计超过 1000 吨，总需求占比达到 24.1%，为十年来最高水平。

表3：黄金需求端统计（2015-2019）

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | | 年同比变化% |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---|--------|
| 金饰 | 2,458.5 | 2,101.1 | 2,236.9 | 2,240.2 | 2,107.0 | ▼ | -6 |
| 占总需求比重 | 56.8% | 47.4% | 52.4% | 50.9% | 48.4% | | |
| 科技 | 331.7 | 323.0 | 332.6 | 334.8 | 326.6 | ▼ | -2 |
| 占总需求比重 | 7.7% | 7.3% | 7.8% | 7.6% | 7.5% | | |
| 电子用金 | 262.1 | 255.6 | 265.6 | 268.4 | 262.6 | ▼ | -2 |
| 其他行业 | 51.0 | 49.8 | 50.7 | 51.2 | 50.1 | ▼ | -2 |
| 牙科 | 18.6 | 17.6 | 16.3 | 15.3 | 13.9 | ▼ | -9 |
| 投资 | 962.3 | 1,614.5 | 1,318.1 | 1,169.8 | 1,271.7 | ▲ | 9 |
| 占总需求比重 | 22.2% | 36.4% | 30.9% | 26.6% | 29.2% | | |
| 实物金条 | 790.2 | 797.0 | 781.7 | 778.0 | 579.9 | ▼ | -25 |
| 官方金币 | 225.2 | 208.3 | 188.8 | 242.3 | 224.0 | ▼ | -8 |
| 奖牌/仿制金币 | 76.3 | 67.9 | 76.4 | 73.3 | 66.7 | ▼ | -9 |
| 黄金 ETFs | -129.4 | 541.2 | 271.2 | 76.2 | 401.1 | ▲ | 426 |
| 各国央行 | 579.6 | 394.9 | 378.6 | 656.2 | 650.3 | ▼ | -1 |
| 占总需求比重 | 13.4% | 8.9% | 8.9% | 14.9% | 14.9% | | |
| 黄金需求量 | 4,332.1 | 4,433.5 | 4,266.2 | 4,401.0 | 4,355.7 | ▼ | -1 |

资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

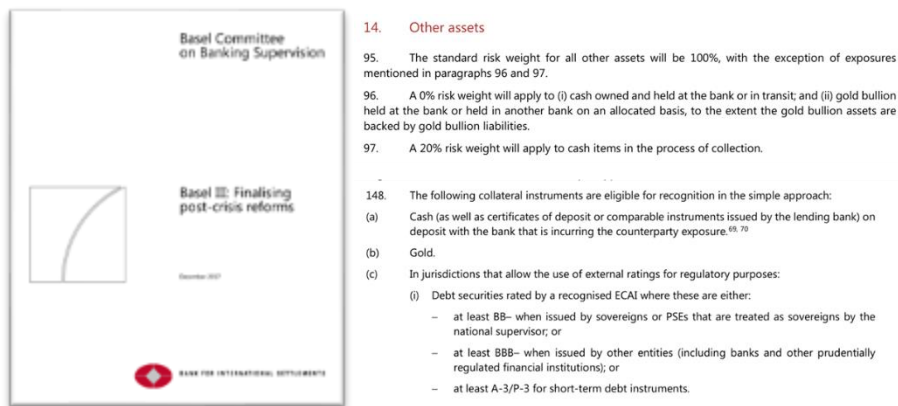
3.2 巴塞尔协议 III 对黄金资本属性再定义的讨论

《巴塞尔协议》是巴塞尔委员会制定的在全球范围内主要的银行资本和风险监管标准。巴塞尔委员会由来自 13 个国家的银行监管当局组成，是国际清算银行的四个常务委员会之一。由巴塞尔委员会公布的准则规定的资本要求被称为以风险为基础的资本要求。

- 1988 年 7 月，颁布第一个准则文件，称“1988 资本一致方针”，又称“巴塞尔协议”。主要目的是建立防止信用风险的最低资本要求。
- 2004 年 6 月，颁布新的资本要求准则，称“巴塞尔协议 II”，目的是通过引入与银行所面临风险更加一致的以风险为基础的资本要求，于 2007 年在全球范围内实施。
- 2010 年 9 月，由 27 个国家银行业监管部门和中央银行高级代表组成的巴塞尔银行监管委员会就《巴塞尔协议 III》的内容达成一致，全球银行业正式步入巴塞尔协议 III 时代。2017 年 12 月，巴塞尔银行监管委员会发表声明称，《巴塞尔协议 III》已完成修订，将从 2022 年 1 月 1 日起逐步实施。

巴塞尔协议 III 对黄金的最大影响就是将黄金在全球央行的资本属性进行了再定义：自 2019 年 3 月 29 日起，国际清算银行(BIS)允许各国央行将持有的实物黄金（按市值计价）作为储备资产进行计算，如同允许计算现金和主权债务工具一样。这意味着黄金由新规前的央行三级资产（风险资产）变成新规后的一级资产，和货币、国债具备了同等的法律地位。黄金的交易属性将因此发生质变，由商品属性逐步向货币属性转换。

对各国央行而言，黄金资本属性的重新划分意味着央行可以通过黄金来扩充资产负债表，同时代表全球央行对黄金的需求进入了新的增长周期，这也是为什么全球央行自 2019 年开始一致性购买黄金的最核心的原因。

图6：巴塞尔协议 III


资料来源：BIS，东兴证券研究所

表4：2017 年修订版 BASAL III 协议中部分资产风险权重

| Risk Weight | 0% | 10% | 20% | 30% | 50% | 75% | 100% | 150% |
|--|------------|------------|--------------------------|----------|-------------------------|--------------|--------------------------------------|-----------|
| Sovereigns | AAA to AA– | | A+ to A– | | BBB+ to BBB– | | BB+ to B– Unrated | Below B– |
| Non-central government public sector entities | | | AAA to AA– | | A+ to A– | | BBB+ to BBB– BB+ to B– Unrated | Below B– |
| Multilateral development banks | | | AAA to AA– | A+ to A– | BBB+ to BBB– Unrated | | BB+ to B– | Below B– |
| Banks | | | AAA to AA– | A+ to A– | BBB+ to BBB– | | BB+ to B– | Below B– |
| Covered bonds | | AAA to AA– | A+ to A– BBB+ to BBB– | | BB+ to B– | | Below B– | |
| Securities firms /other financial institutions | | | AAA to AA– | A+ to A– | BBB+ to BBB– | | BB+ to B– | Below B– |
| Corporates | | | AAA to AA– | | A+ to A– | BBB+ to BBB– | BB+ to BB– Unrated | Below BB– |
| Cash owned & held at bank/in transit | √ | | | | | | | |
| Cash items in the process of collection | | | √ | | | | | |
| Gold bullion held at the bank | √ | | | | | | | |
| Other assets | | | | | | | √ | |

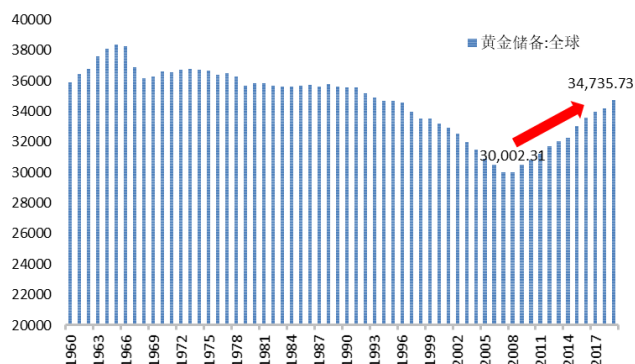
资料来源：BIS，东兴证券研究所

3.3 央行常态化购金已成趋势

3.3.1 央行购金是全球黄金消费新增量

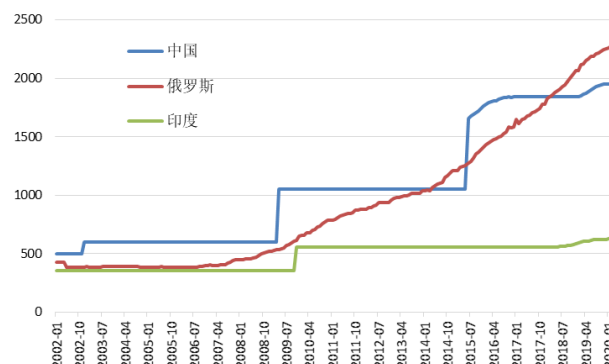
央行购金已经成为当前全球黄金消费的新增量。08 年金融危机以来，央行每年黄金保持净购入，全球央行黄金储备自 2008 年 3 万吨提升至 2019 年 3.47 万吨储备量，已接近上世纪 80 年代水平。2018 年全球央行购金量达到 651.5 吨，同比增长 74%；2019 年同样保持在 650 吨规模之上，其中 15 个国家增加至少一吨以上储备，包括最显著的三个发展中经济体，中国、俄罗斯和印度。中国 2019 年黄金储备增长约 96 吨至 1948.4 吨；俄罗斯增加 213 吨至 2279.2 吨；印度则增加 48.6 吨至 612.57 吨。2020 年央行购金节奏有所放缓：截至 2020 年 2 月，全球各国央行的净购金量共计 64.5 吨，较 2019 年前两个月 116.1 吨的购金量下降了 44%。在 2 月底公布黄金储备数据的央行中，土耳其（+24.8 吨）、俄罗斯（+10.9 吨）是最显著的黄金买家。

图7：全球黄金储备（吨）



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图8：中印俄黄金储备量持续增长



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

3.3.2 全球央行黄金分布的两个不平衡会带动央行购金的持续性进行

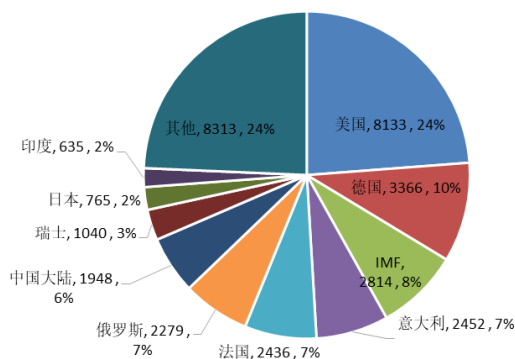
各央行黄金分布情况中存有两个不平衡，这或将带动全球央行尤其是新兴央行出现持续性购金。

第一个是黄金储备分布的不平衡：当前全球央行官方总储备 3.47 万吨，其中美国占 23.8%，欧元区合计占 31%，俄罗斯 6.5%，中国 5.6%，日本 2.2%，印度 1.9%。欧美+中印俄的黄金总储备占全球 197 个央行黄金总储备 70% 之上，显示出黄金的央行储备分布极不平衡（土耳其、哈萨克斯坦增幅都在 50 吨之上）。

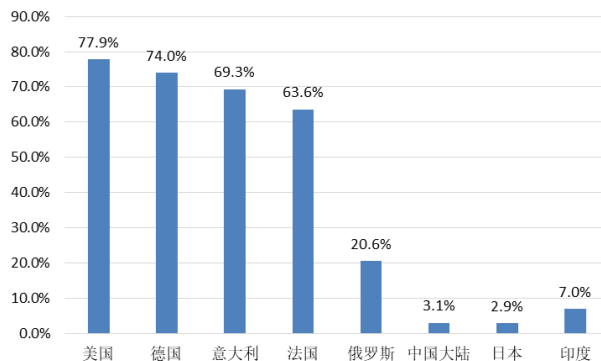
第二个是黄金占外储比例分布的不平衡：西方发达国家黄金占其外储比例均在 60% 之上（美国 78%，德国 74%），而东亚地区则普遍偏低。如中国黄金占外储比例仅有 3.1%，日本 2.9%，印度为 7.0%，但俄罗斯的黄金占外储比例近年来从低于 7% 涨到 21%，主要源于其 2018 年起抛售 94% 的美国国债转而购买黄金。所以，从这两个不平衡的角度观察，新兴央行无论是黄金储备规模还是黄金占外储比例，与西方央行相比都显著偏低，这意味着新兴央行的黄金购置仍有持续性增长的可能。

图9：各国官方黄金储备统计

图10：主要国家黄金占外储比例对比



资料来源：国际金融统计，东兴证券研究所

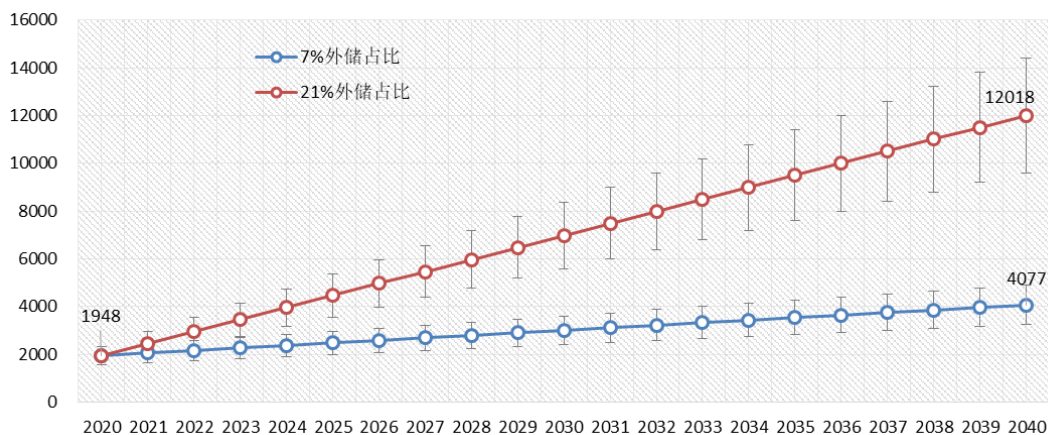


资料来源：国际金融统计，东兴证券研究所

3.3.3 中国央行长期年预期购金量或至 100 吨

我们拟合了中国央行的未来预期购金规模，在当前 3.1 万亿（±20%）外储规模的预期及 1550 美元/盎司的金价假设下，如果中国的黄金外储比例目标达到印度 7% 的水平，中国央行的黄金总储备需要达到 4077 吨，意味着较当前的 1948 吨需要增长 2130 吨，如果按 20 年期的长期购买计划计算，每年需净买入 106 吨，而这个买入规模恰恰和近两年中国央行的购金规模吻合。如果按乐观情形假设，即达到俄罗斯 21% 的水平，央行需要增加超过 10000 吨的黄金储备，每年净买入超 500 吨。总之，和欧美 70%、印度 7% 及俄罗斯 21% 相比，中国 3% 的黄金占外储比例无疑是极度偏低的，这意味着央行购金未来仍然有很大的空间，也是必然会走一个持续性的过程。

图 11：中国央行未来 20 年购金规模拟合



资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.4 实物持仓 ETF 规模增长推动黄金需求曲线右移

3.4.1 全球黄金实物持仓 ETF 已达历史最高流入量

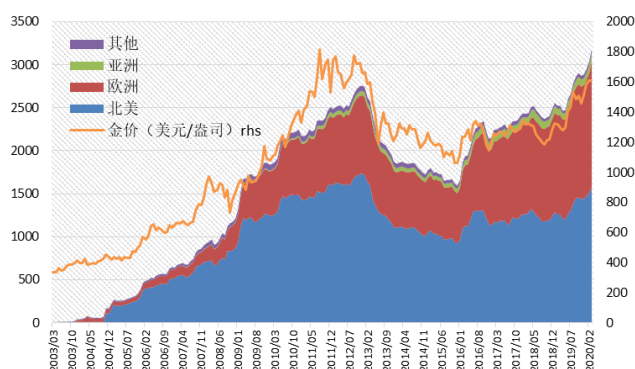
除了央行购金外，对冲基金实物持仓 ETF 的持续增长也对黄金需求形成推动。全球实物持仓 ETF 从 2006 年开始出现明显增长，2019 年单年上升了 403.6 吨达到 2886.8 吨。由于全球黄金实物需求端不超过 4400 吨/年，所以黄金实物的投资性消耗相当于扩充了全球黄金需求曲线右移将近 10%。2020 年，ETF 持仓数据依然在增长，截止 4 月底全球持仓规模达到 3355 吨，较 2019 年底增长 15.5%，合计净流入 449 吨，是史上最高的单季度资产管理规模增幅；整体资产规模也突破了 2012 年 9 月的

高位（当时金价 1750 左右）。

3.4.2 全球主要区域实物黄金 ETF 出现积极增长

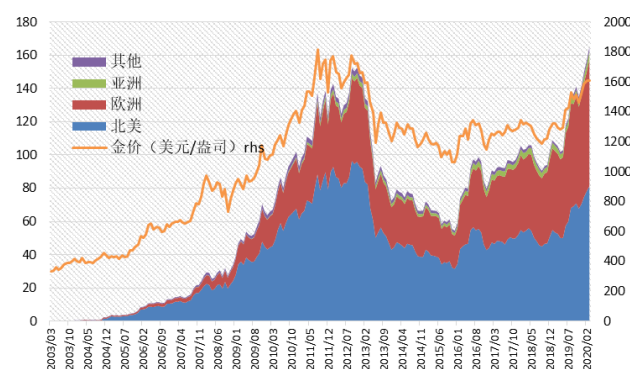
分区域观察，全球主要地区的黄金实物持仓 ETF 出现全面性增长。进入 2020 年 3 月份，欧洲、亚洲以及其他区域的基金都出现创纪录的规模增长，其背景在于金价波动率到达金融危机水平且美元金价几无涨跌，而其他货币计价的黄金价格却持续创历史新高，推动美国地区以外的黄金 ETF 持仓不断增长。中国的黄金实物持仓 ETF 同样保持积极增长，如华安易富，博时和易方达三个基金黄金实物持仓 4 月底合计已突破 50 吨（较 19 年底+22%），成为全亚洲第一，第三和第四大的黄金基金。从这个角度看，不论是央行购金的常态化持续，还是对冲基金对黄金的持续性购买和相关的黄金 ETF 产品的设立，这些都无疑对黄金需求形成了正向推动，这也是现货黄金价格自 2019 年整体上维持了相对平溢价交易的原因。

图12：全球黄金 ETF 持仓总量（单位：吨）



资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

图13：全球黄金 ETF 持仓总规模（单位：十亿美元）



资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

表5：全球黄金 ETF 持仓统计（截止 2020 年 3 月 31 日）

| | 2018 年底持仓 (吨) | 2019 年底持仓 (吨) | 当前持仓 (吨) | 2020 年变动 (吨) | 资产管理规模 (十亿美元) |
|----|------------------|------------------|-------------|-----------------|------------------|
| 北美 | 1,235.3 | 1,440.5 | 1,568.9 | 128.5 | 81.2 |
| 欧洲 | 1,134.2 | 1,322.1 | 1,472.2 | 150.1 | 76.2 |
| 亚洲 | 79.4 | 79.2 | 92.8 | 13.6 | 4.8 |
| 其他 | 34.3 | 45.0 | 50.9 | 5.9 | 2.6 |
| 合计 | 2,483.2 | 2,886.8 | 3,184.8 | 298.0 | 164.8 |

资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

表6：全球前十大黄金 ETF 持仓统计（截止 2020 年 3 月 31 日）

| 基金名称 | 彭博交易代码 | 上市国家（地区） | 当前持仓（吨） | 2020 年变动（吨） |
|---------------------------|----------------|----------|---------|-------------|
| SPDR Gold Shares | gld us equity | US | 966.7 | 73.7 |
| iShares Gold Trust | iaa us equity | US | 390.9 | 30.9 |
| Xetra-Gold | 4gld gr equity | Germany | 209.0 | 5.5 |
| iShares Physical Gold ETC | sgln ln equity | UK | 195.2 | 51.6 |
| Invesco Physical Gold ETC | sgld ln equity | UK | 184.7 | 38.8 |

| | | | | |
|---|----------------|-------------|-------|------|
| WisdomTree Physical Gold | phau ln equity | UK | 145.5 | -1.2 |
| Gold Bullion Securities Ltd | gbs ln equity | UK | 82.7 | 3.1 |
| ZKB Gold ETF | zgld sw equity | Switzerland | 72.1 | 5.4 |
| Xtrackers Physical Gold ETC EUR | xad5 gr equity | Germany | 67.4 | -0.9 |
| Xtrackers Physical Gold Euro Hedged ETC | xad1 gr equity | Germany | 57.8 | 6.0 |

资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

表7：亚洲前十大黄金 ETF 持仓统计（截止 2020 年 3 月 31 日）

| 基金名称 | 彭博交易代码 | 上市国家（地区） | 当前持仓（吨） | 2020 年变动（吨） |
|--------------------------------|-------------------|---------------------|---------|-------------|
| 华安易富黄金 ETF | 518880 ch equity | China P.R. Mainland | 24.2 | 3.8 |
| Japan Physical Gold ETF | 1540 jt equity | Japan | 16.6 | 2.0 |
| 博时黄金 ETF | 159937 ch equity | China P.R. Mainland | 15.8 | 2.4 |
| 易方达黄金 ETF | 159934 ch equity | China P.R. Mainland | 8.5 | 2.5 |
| Nippon India ETF Gold BeES | gbees in equity | India | 8.3 | 0.3 |
| ICICI Prudential Gold iWIN ETF | icpgold in equity | India | 3.7 | 3.2 |
| ValueGold ETF | 3081 hk equity | Hong Kong SAR | 3.0 | 0.1 |
| SBI-ETF Gold | sgets in equity | India | 2.6 | 0.2 |
| HDFC Gold Exchange Traded Fund | hdfgold in equity | India | 2.0 | 0.2 |
| 博时黄金 ETF I 份额 | 930 | China P.R. Mainland | 1.8 | 0.0 |

资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

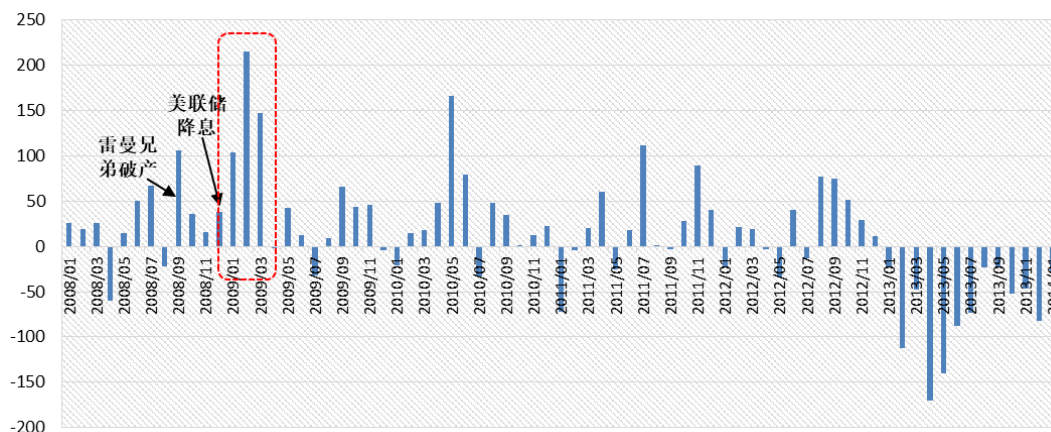
3.4.3 避险及流动性因素将推动黄金 ETF 持仓扩张

08 年金融危机的借鉴与启示：2008 年 9 月以雷曼兄弟破产为标志性事件的金融危机爆发，同年 12 月美联储降息至零，全球黄金 ETF 总规模短期均出现了显著增长。2009 年一季度合计增长 465.7 吨，较 08 年底增长了 38.4%；如果将时间跨度拉长至三年，全球 ETF 总持仓增长了 1294.5 吨，较 08 年底增长 106.8%；直到 2013 年该趋势才被打破。对比当下，全球市场抛售之后，美联储以及其他央行启动了无限量宽松政策，低利率高通胀的环境将推高黄金的投资需求。若本次趋势与 08 年危机期间类似，则全球黄金 ETF 在未来几个月大幅净流入仍为大概率事件，这将驱动持仓规模继续创新高，现货金价将依然维持强劲，意味着黄金的上涨结构仍将稳健。

黄金实物持仓 ETF 未来增长具有持续性：

- 首先回报率角度对个人投资者具有吸引力。2020 年至今全球主要实物黄金 ETF 的年均回报率 17%，该数据已明显跑赢主要大类资产收益。如果从金价过去 15 年的涨跌幅观察，可以发现黄金价格的年均回报率 8%，该数据亦明显跑赢 CPI，这意味着持有黄金类资产可获得有效投资回报并且跑赢通胀。所以实物黄金 ETF 这种分散化按份额购买黄金的产品对个人投资具有吸引力。
- 对于机构而言，对冲和流动性将提升机构对黄金实物持仓的配置。对冲的表现为加入黄金资产的投资组合可有效提升整个组合回报率和降低波动率，以 5 年期的保险基金投资组合为例（70%固收，10%现金，20%股票配比），加入 5% 的黄金资产会令组合年回报率提升 0.31%，令组合的年波动率降低 2.47%，这个改善无疑是显著的；此外，从流动性角度观察，全球黄金的日均交易量大约 1 万亿人民币，仅低于美元/人民币 1.29 万亿的日成交规模，但远高于欧元英镑 8800 亿人民币的日成交额。其中约 5420 亿的成交份额是现货和期权/掉期/远期交易，约 4510 亿是交易所交易（中国 SHFE+SGE 的黄金交易占了约 1040 亿），考虑到上证指数的日均成交额在 2200 亿左右，所以黄金交易具有充足的市场深度。从这两个角度分析，实物持仓 ETF 的量有进一步增长的空间。

图14：全球 ETF 单月持仓变动（单位：吨）

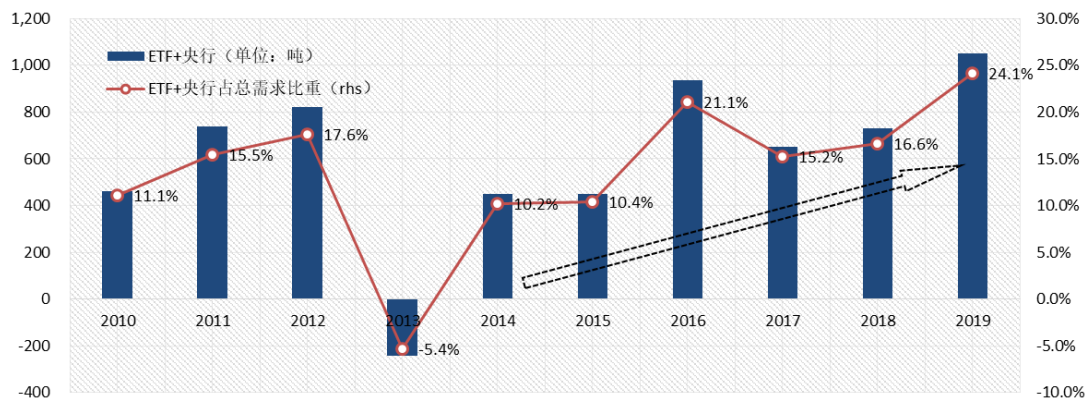


资料来源：世界黄金协会，东兴证券研究所

3.4.4 黄金实物 ETF 已经成为影响全球黄金需求端的重要变量

ETF+央行购金占总需求比值持续提升，成需求端重要变量：扣除 2013 年，近十年 ETF 实物持仓与央行购金整体规模年均超过 400 吨，占总需求比值超过 10%，近三年更是呈现明显攀升态势。2019 年两者规模合计超过 1000 吨，总需求占比达到 24.1%，均为十年来最高水平。未来在传统消费和投资领域需求量保持稳定的情况下，ETF+央行在需求端的比重或将进一步提升，其变动趋势将更大程度上影响需求端的走势。

图15：ETF+央行购金占总需求比值持续提升



资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

3.5 全球金饰消费出现阶段性下滑

全球金饰消费在 2019 年出现回落。金饰消费占黄金总需求比重一直稳定在 50% 左右，2019 年该领域合计消费 2107 吨，同比下滑 5.9%。分地区看，最大消费国中国和印度下滑明显（两国占金饰总消费近 60%），降幅分别为 -8.3% 和 -8.9%；其他地区波动相对平稳。金价上涨和经济增速放缓成为抑制金饰消费的主因，另外食品等相关物价的高企使得普通消费者在购金方面的消费意愿变得相对谨慎。展望 2020，上述抑制因素仍将持续，金饰消费或面临进一步下滑的可能。

科技用金占总需求比重较低，近几年均值为 7.6%，整体较为稳定。

表8：全球金饰消费（2015-2019）

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 同比变动 |
|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| 亚洲 | 1,658.3 | 1,366.9 | 1,487.8 | 1,510.8 | 1,385.4 | -8.3% |
| 中国 | 825.9 | 692.9 | 715.7 | 743.0 | 681.1 | -8.3% |
| 印度 | 662.3 | 504.5 | 601.9 | 598.0 | 544.6 | -8.9% |
| 其他 | 170.2 | 169.6 | 170.1 | 169.8 | 159.7 | -6.0% |
| 中东地区 | 238.0 | 199.0 | 199.9 | 171.6 | 167.5 | -2.4% |
| 土耳其 | 49.0 | 40.8 | 41.2 | 36.4 | 34.5 | -5.1% |
| 俄罗斯 | 43.1 | 38.3 | 39.8 | 43.0 | 44.5 | 3.4% |
| 美洲地区 | 170.3 | 167.5 | 173.5 | 178.7 | 180.9 | 1.3% |
| 欧洲地区 | 77.4 | 76.1 | 74.0 | 73.4 | 72.1 | -1.8% |
| 其他国家以及库存变动 | 222.4 | 212.5 | 220.7 | 226.4 | 222.2 | -1.8% |
| 合计 | 2,458.5 | 2,101.1 | 2,236.9 | 2,240.2 | 2,107.0 | -5.9% |

资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

4. 黄金股多维度数据对比：

黄金基本面的定价逻辑依然维持着强势的多头格局，供需关系的强化导致现货黄金维持有效的平溢价交易，从而提升了黄金交易结构中的安全边际。从黄金价格展望，当前黄金的价格运行重心经上涨至 1700 美元/盎司，我们认为今年年内的黄金价格目标将突破 1930 美元/盎司，对应人民币黄金计价约 440 元/克。

我们从市值、资源储量、产量、毛利率、PE/PB 等多个维度详细对比了 A 股和港股的几家黄金上市公司，具体内容数据罗列如下。

表9：A 股和港股黄金企业各项指标对比

| | 公司 | 代码 | 总市值 | 资源储量 | 市值/储量 | 产量 吨 | | 矿金 | 冶炼金 | PE | PB |
|------------|------|-----------|----------|----------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|------|
| | | | 亿元 | 吨 | 亿元/吨 | 矿金 | 冶炼金 | 毛利率 | 毛利率 | TTM | MRQ |
| A 股 | 山东黄金 | 600547.SH | 1,152.13 | 968.24 | 1.19 | 39.32 | 170.55 | 42.78% | 0.16% | 89.35 | 5.18 |
| | 恒邦股份 | 002237.SZ | 138.74 | 187.54 | 0.74 | | 41.89 | | 11.24% | 45.41 | 2.98 |
| | 赤峰黄金 | 600988.SH | 151.58 | 55.75 | 2.72 | 1.51 | 0.37 | 37.99% | 11.20% | -184.85 | 5.61 |
| | 中金黄金 | 600489.SH | 300.59 | 496.40 | 0.61 | 24.36 | 38.3 | 6.49% | | 223.29 | 2.20 |
| | 银泰黄金 | 000975.SZ | 335.39 | 99.16 | 3.38 | 5.81 | | 68.29% | | 38.81 | 3.71 |
| | 紫金矿业 | 601899.SH | 1,086.15 | 1,886.87 | 0.58 | 40.83 | 260.46 | 41.82% | 0.55% | 25.35 | 2.35 |
| 港股 | 招金矿业 | 1818.HK | 275.37 | 1,226.50 | 0.22 | 19.77 | 12.93 | 36.18% | | 51.47 | 1.79 |

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

建议关注：紫金矿业，山东黄金，银泰黄金。

风险提示：全球负收益率债券规模萎缩，实物黄金 ETF 持仓量大幅下降，黄金现货大幅折价交易等。

分析师简介

郑闰钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验，2019 年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理，东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526