

貝萊德世界黃金基金

如何點燃黃金火箭？

黃金價格脈動

今年來金融市場由憂慮、困惑與偶爾的樂觀氣氛交織出大幅震盪走勢。黃金價格走勢由2010年底的每盎司1400美元一路上漲至9月初的1900美元，近期才出現一波回檔整理。

9月中金融市場行情普遍下挫，即使是黃金也無法倖免。投資人大舉殺出股票市場、商品市場、外匯市場，在資金湧向美元下，金價在10個交易日中每盎司下跌250美元，黃金類股下挫19%，銀價暴跌26%，而美元卻升值5%(以貿易加權為計算基礎)。

投資人恐慌外，加上芝加哥商品交易所提高最低擔保保證金21%，獲利賣壓湧現，促使短期內黃金期貨出現大量平倉。金價於極短時間內觸及每盎司1533美元低價，但又立即快速反彈站穩每盎司1600美元。

這種情況在2008年10月曾經出現，當時金價在14個交易日大跌21%後落入谷底，但在其後6個月卻大漲超過33%。我們認為，此反映出市場不確定性，以及政府對債務相關議題的處理態度，事實上，市場大幅震盪強化我們持續持有黃金部位的理由。

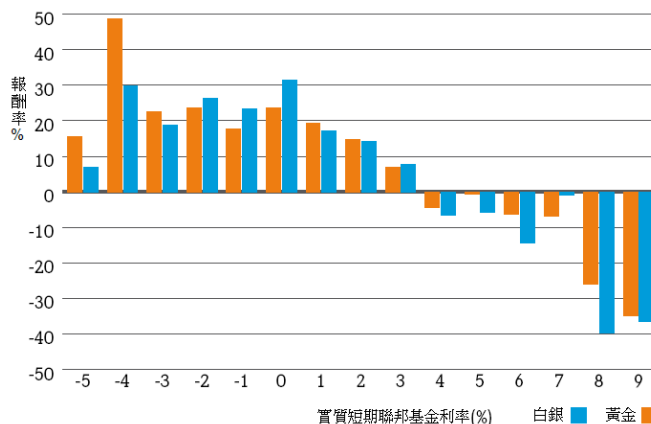
長期低檔 - 負實質利率的影響

持有黃金理由不變，黃金持續為投資組合的多元化關鍵，同時在紙鈔持續因國債日益攀高下價值降低，持有黃金可作為未來貨幣貶值的最佳避險工具，這是恆久不變的真理。歷史經驗得知，黃金投資在各種經濟環境都有優異報酬，其中以負利率環境(通膨率高於利率)中的報酬率最高。

美國聯邦公開操作委員會聲明表達出，他

們預期美國經濟惡化，以及低利率環境將維持至2013年中，這使得黃金投資前景可樂觀以待，因為持有黃金的機會成本等於零。相反的，在正實質利率環境下，黃金因為無法產生利息而使得投資報酬率不佳。下面圖表顯示黃金價格、白銀價格與實質利率在過去40年關聯度。

圖一：1970年來實質正利率環境中黃金與白銀投資年報酬率



資料來源：德意志銀行，2011年3月。

上述數據以美國為依據，不過目前不僅美國，甚至整個已開發國家世界都出現一樣狀況，這也凸顯出新興國家在黃金市場影響力日益遽增。中國對黃金需求穩定成長，此趨勢一直延續到2011年上半年。黃金礦業服務公司(GFMS)估計，2011年上半年珠寶需求成長19%，投資需求暴增90%至138公噸。

許多滿手現金的中國投資人在負利率的環境中面臨兩難，一是存款價值被侵蝕，減損了購買力，二是投資選擇不夠多，這除了來自資本管制外，還有股市(相較全球)及房地產仍相對處於高檔。過去10年隨法規放寬，中國購買黃金人口數增加，顯示出黃金投資在中國被認同，而這也是最大潛在的需求來源。

貝萊德世界黃金基金

如何點燃黃金火箭？

中央銀行

在任何市場中，當主要的供應來源枯竭，通常會推升價格，如果關鍵的供應方不但停止供應，甚至轉而成爲需求者，就更會擴大對價格的影響力。這就是中央銀行在過去所扮演的角色。

直到2008年，中央銀行是淨賣方，每年出售約400公噸，約全球黃金供給的10%。但當金融海嘯發生後，西方世界的中央銀行停止賣出黃金，新興國家中央銀行加速增持黃金儲備。由買進黃金的國家名單看來，他們都是未來10年最大的全球成長動力，其中以中國、印度與俄羅斯最受矚目。其他黃金買家是收取大量外匯作爲交換天然資源的國家，沙烏地阿拉伯、墨西哥都是主要產油國。

這些快速成長的國家擁有龐大的外匯存底，通常以美元、歐元與日圓爲主要資產。近期標準普爾調降美國主權評等，以及歐洲債務問題國家等的不確定性，讓這些國家貨幣長期購買力遭到強烈質疑。黃金此時成爲毫無負債、具數世紀交易歷史的好資產，在當前貨幣政策環境，黃金吸引力逐漸提升。

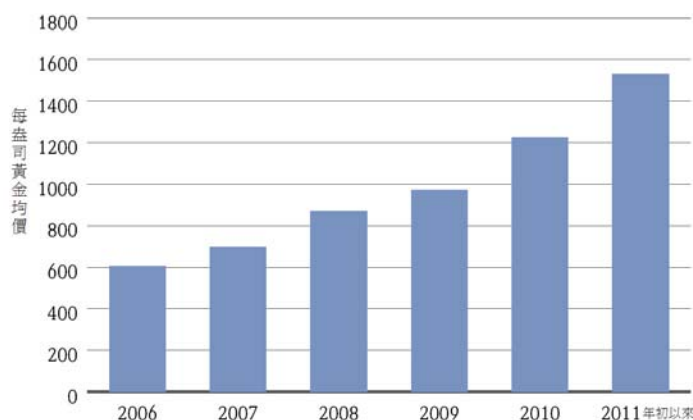
以貨幣爲主體的外匯存底規模遠超過黃金市場。光中國即擁有超過1.15兆美國公債，相對於整體黃金市場2010年4300公噸、約當2210億美元價值（以每盎司1600美元爲計價單位）。因此，僅需要小規模資金轉換成黃金，就可發揮出實質的市場效應。黃金類股在富時金礦指數中屬於小族群，市值不到3000億美元（比蘋果市值少25%）。

黃金類股 - 蓄勢待發

黃金價格由去年底的每盎司1400美元漲到

今年每盎司突破1600美元，讓持有黃金的投資人今年來收穫頗爲豐碩。然而，黃金類股投資人感受卻大不相同，因爲相關類股僅小幅上漲幾個百分比，明顯低於黃金價格漲幅。從黃金價格與黃金相關企業獲利直接關聯度觀察，這令人吃驚。黃金市場後市，以及刺激黃金類股表現的關鍵因素爲何？

圖二：歷年黃金平均價格



註：以美元爲計算單位。資料來源：財經數據庫DataStream。

黃金價格今年來走勢應該可以推升黃金類股上漲，不過事實並非如此，顯示目前股價與金價變動關聯度不高。這是因爲我們處於零利潤擴張的環境嗎？不。今年來金價平均價格比2010年每盎司高出300美元(25%)，儘管勞工成本提高、新興國家貨幣升值，以及原物料帶動的通膨，黃金礦業服務公司指出，2011年上半年平均現金與整體成本僅增加每盎司75美元。會有例外情況，部分企業無法控管成本，不過目前基金投資組合中的高品質生產商第3季獲利都可能再創新高紀錄。黃金企業需要多少季的現金流創新高、利潤擴張與企業購併案例，才能得到市場認同？

黃金類股 - 讓我們見錢眼開

過去10年黃金ETF市場已經開闢出新黃金投

貝萊德世界黃金基金

如何點燃黃金火箭？

資人族群，目前持有黃金量約7500萬盎司。這是黃金類股外的另一種投資方式，無需承擔營運、管理或股票市場風險。黃金企業股票持有人必須從與黃金價格連動、每股現金流成長、產出與庫藏、配股中得利，這與黃金ETF全然不同。

投資黃金企業股票最大的好處在於，這些公司可以將黃金價格飆漲轉化成配股與投資人共享。目前從黃金生產商獲利潛力觀察配股，可以發現無法成正比現象。以整體大型黃金生產商和黃金價格每盎司1500美元為基準，可以發現目前配股政策反映股利分配率僅占淨利的16%。這相對於投資人所承擔的風險價值極低，這是投資人未來需要關注的重點。我們一直施壓相關公司董事與管理階層，期許他們做出改變，目前從配股逐漸開始提高可驗證這些公司願意傾聽。

市場給予該公司合理股價，與同類型股票相比價值達到相對高檔。此個股名列貝萊德世界黃金基金前5大投資組合。

過去幾周黃金價格下跌，在每盎司1600美元築底。黃金類股未隨金價如此回檔，而從多項指標來看，目前股價接近歷史低檔區。黃金類股表現遜於大盤，投資價值具吸引力，以及黃金後市看多，都將令黃金類股有所表現。

圖三：黃金生產商股利分配率與股利殖利率

	Barrick	Goldcorp	Kinross	Newmont	Gold Fields	Eldorado
股利分配率	11%	28%	12%	25%	22%	20%
股利殖利率	1.05%	0.89%	0.74%	1.92%	3.61%	0.74%

資料來源：豐業資本（Scotia Capital），以2011年產量預期，金價每盎司1575美元，2011年9月29日的股價推算

有一些傑出的貴金屬企業對配股政策較為慷慨。Fresnillo設有股利分配率30~50%目標，而過去數年都達到高標。高品質資產連同強勢管理，使該公司可以達到此目標，在此同時該公司於未來5年投資產出可成長50%。