

金银比、金油比、金铜比

核心驱动

胡悦

金信期货研究院

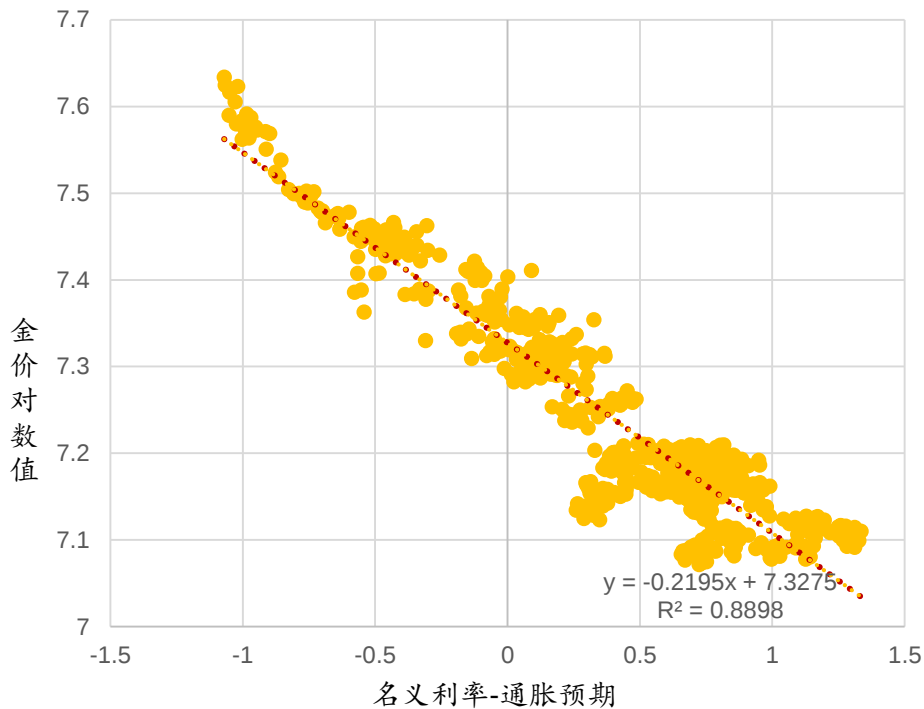


金信期货
GOLDTRUST FUTURES

诚挚如金
专业而信

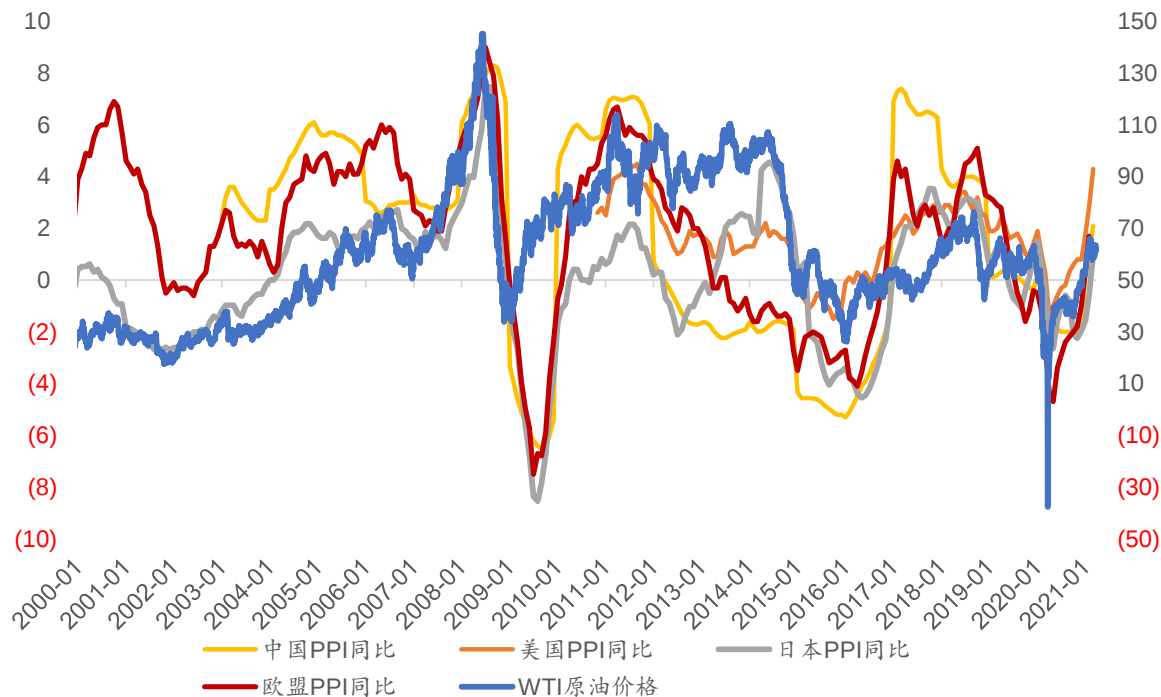
黄金的本质是一种零息债券，与资本回报率（实际利率）呈负相关

美国实际利率与黄金价格呈显著负相关

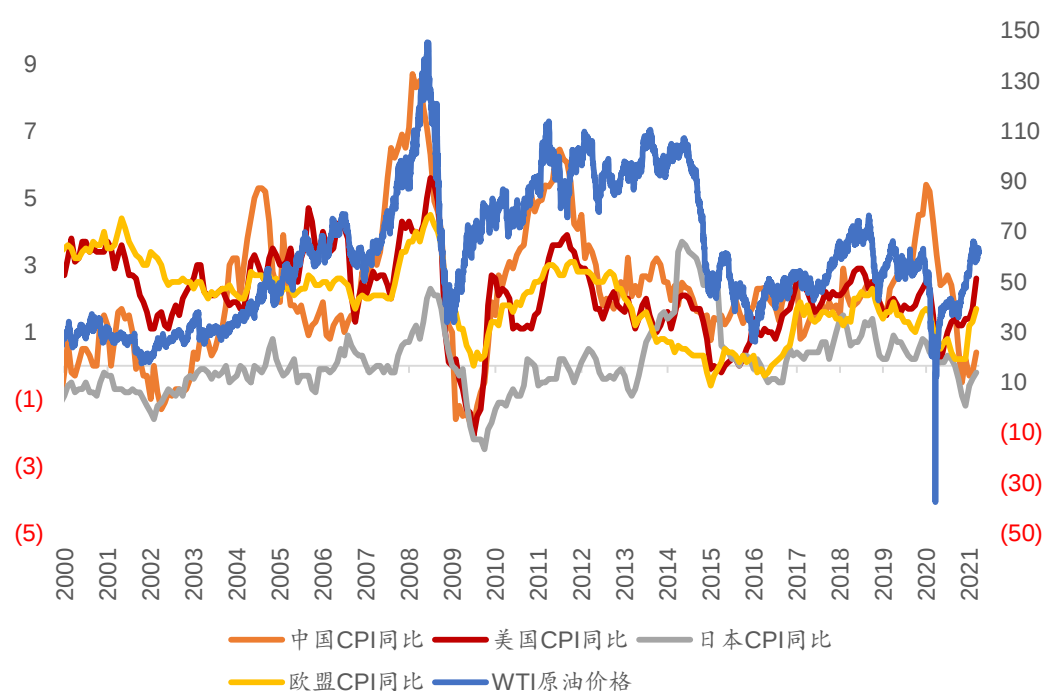


一般而言，黄金具备三大属性：商品属性、金融属性以及货币属性，货币属性是决定金价的锚。其核心是一种零息债券，主要影响因素是美国的实际利率，即其价格与其持有成本（美国实际利率）成反比。由于其货币属性，因此当货币体系处于动荡期时，黄金处于牛市，例如2020年全球放水推动金价上涨。而当货币体系稳定时，金价黯然失色。

原油价格与全球PPI基本同步运行



原油价格与全球CPI基本同步运行



原油作为大宗商品的上游，由于其价格变动会影响商品的运输成本以及生产成本，因此，我们看到油价与PPI高度相关，甚至具备一定的领先性。同时，美国、欧盟、日本等国家在计算CPI时，能源权重占比不低，另外PPI口径的通胀会进一步传导至CPI。原油价格对于全球通胀影响较大。从PPI看，原油与欧盟PPI的相关性更显著；原油与美国的CPI的相关性较为显著

铜：全球宏观经济周期的镜子

铜价与全球GDP实际增速正相关



铜价与新兴市场股票市场高度正相关



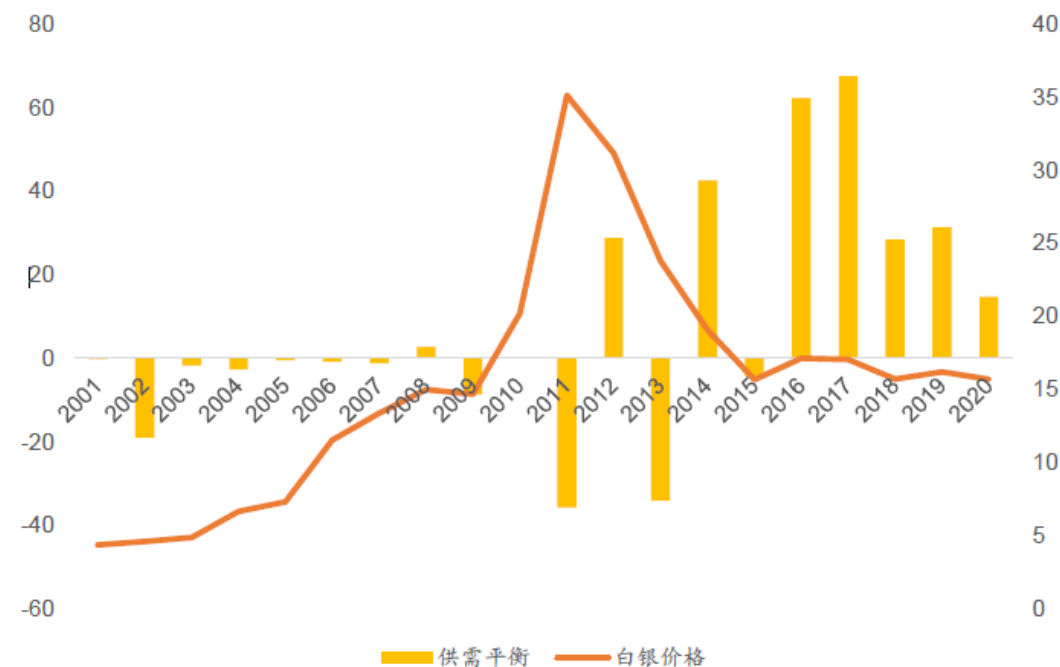
相较于原油，铜处于产业链的中上游，对其他商品的价格影响较小，因此铜与通胀的相关性弱于原油。此外，有别于原油供给端易受全球产油国的政策影响，铜的供给更具周期性、更稳定。因此铜更像是全球需求的一面镜子，即能反映全球经济周期。

白银：兼具货币属性与工业属性

金银走势高度正相关

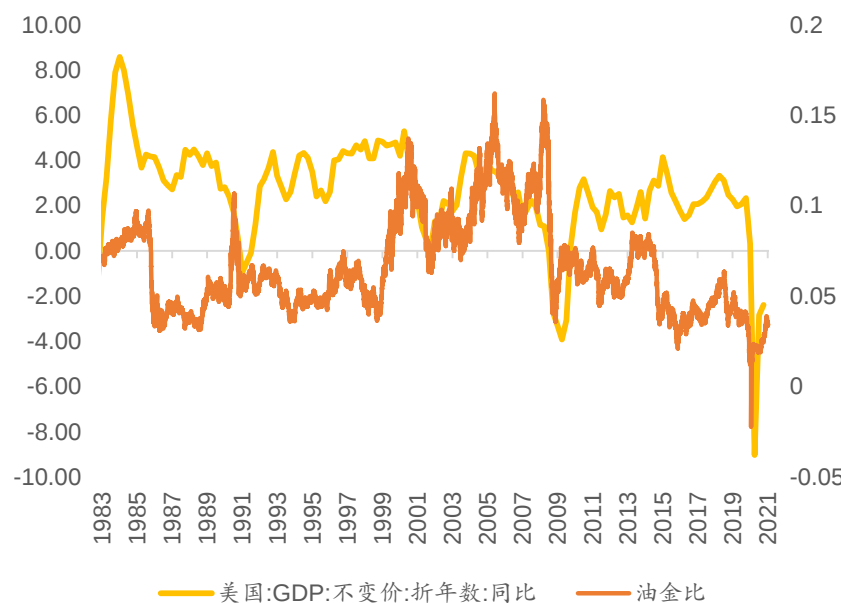


白银均价与供需平衡的关系

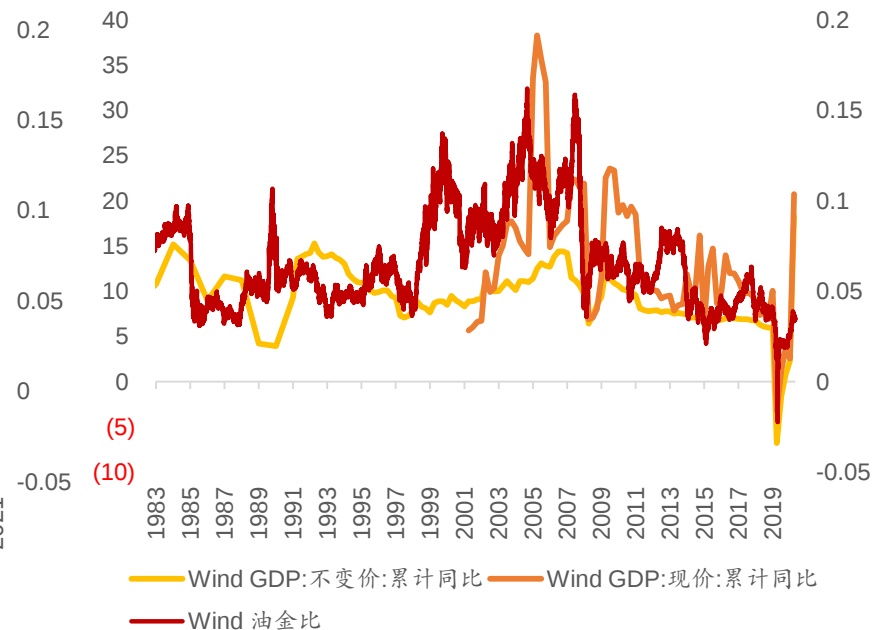


- 相较于黄金，白银兼具货币属性与工业品属性
- 在宏观环境稳定的状况下，白银价格的走势更多的取决于其基本面属性，即供需关系。当宏观环境产生剧烈震荡时，白银价格受货币政策影响较大，跟随黄金变动。

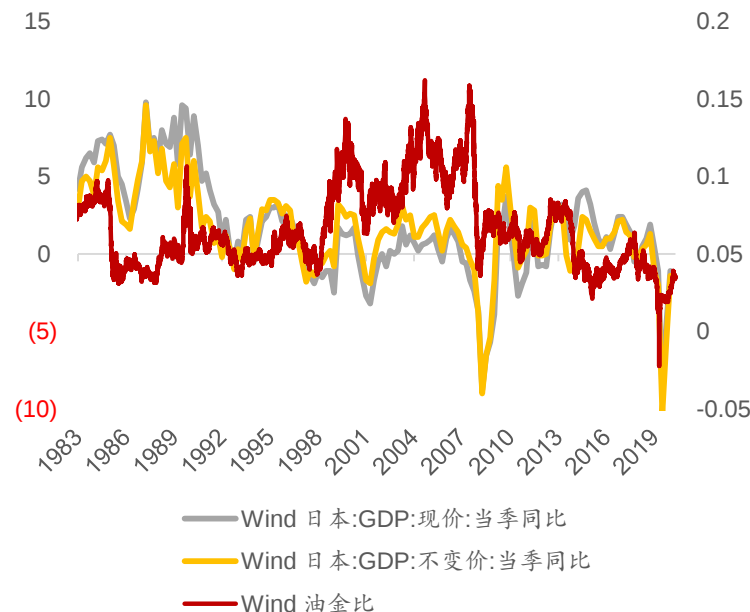
油金比与美国实际GDP增速正相关显著



油金比与中国名义GDP增速正相关显著

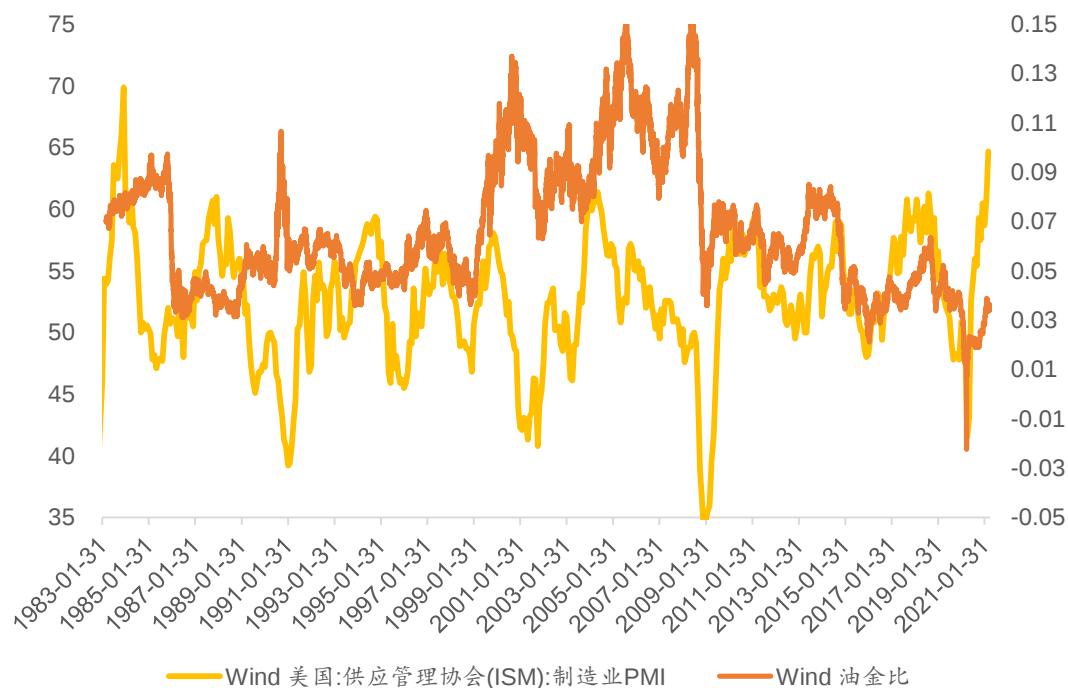


油金比与日本GDP增速正相关显著

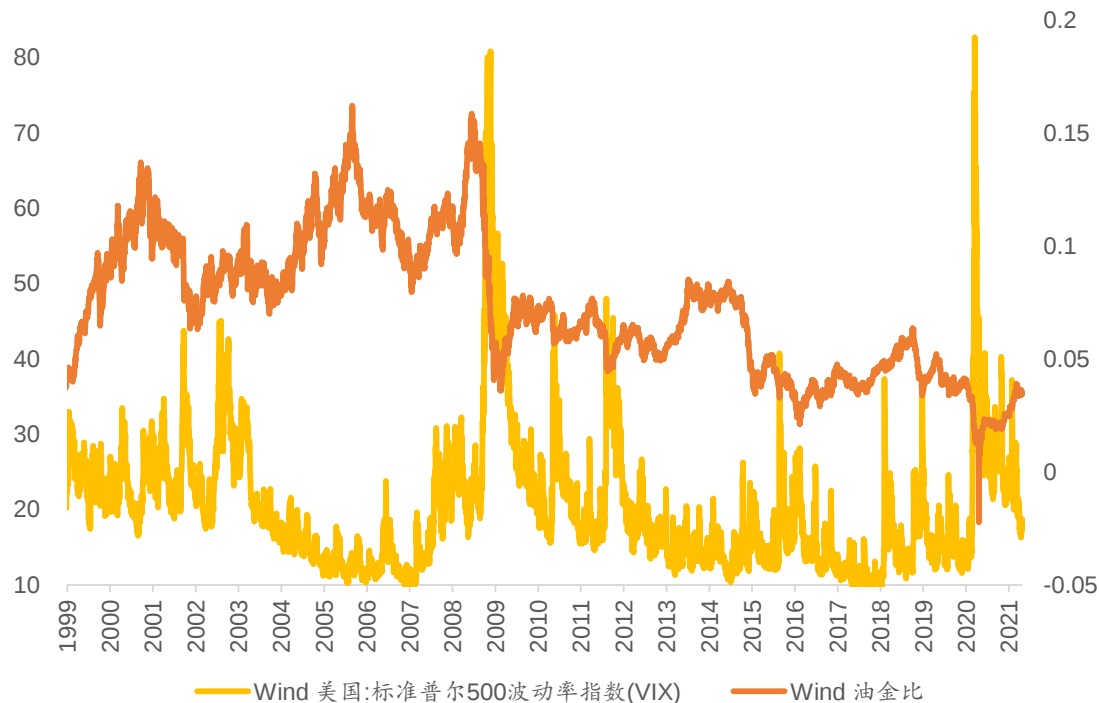


- 中国、日本作为全球产业链的上游制造国，对原油的需求较大。油金比在经济复苏到过热阶段呈现上行态势，而在滞胀到衰退阶段呈现下行态势。美国作为全球产业链的下游消费国，同时也是原油的生产国，对原油的价格具有一定影响力。油金比与美国的GDP增速同样呈较高的正相关性。
- 油金比刚好反映了“原油→通胀（预期）→黄金”的传导关系。

二十世纪后油金比与美国PMI正相关性显著

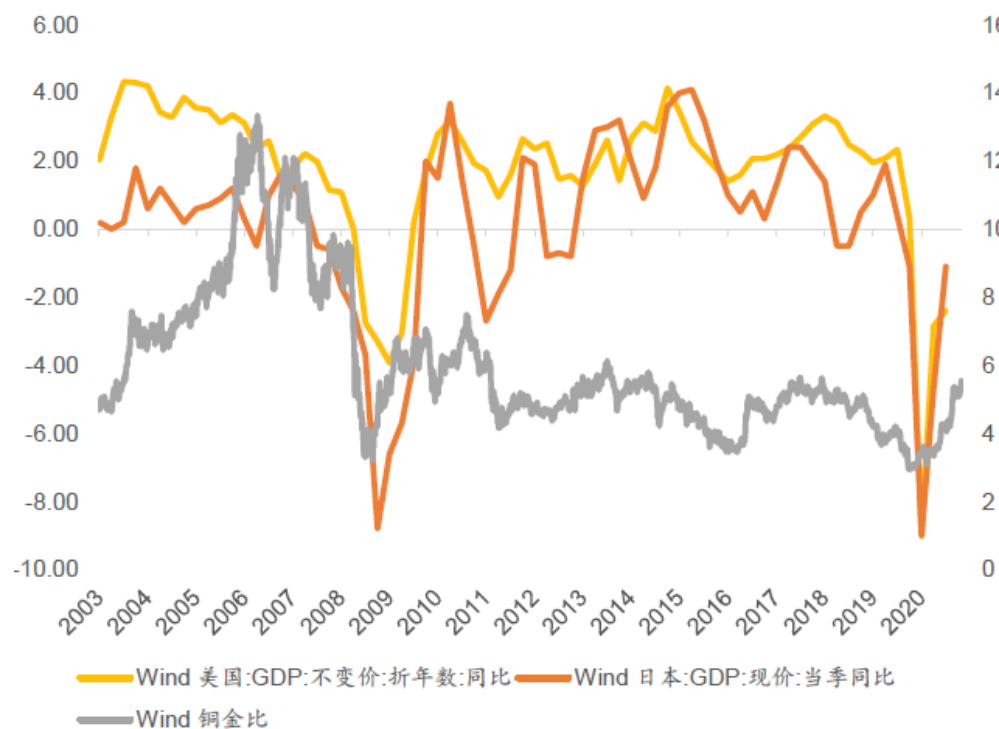


油金比与VIX在极致时期负相关



- 原油是风险资产，而黄金具备避险功能，因此油金比也是全球经济风险的风向标。2008年次贷危机初期的流动性危机阶段，尽管美债及黄金也遭到抛售，但风险资产的下跌幅度更深，进而油金比走低；2016年日本央行推出负利率政策后，使得全球负利率债规模大幅上升，推动黄金的配置需求快速上升，油金比创出历史极值；2020年全球新冠疫情爆发，油金比再次创历史新低。
- 在无供给端异常变化的前提下，市场风险偏好较好的经济复苏到过热阶段，油金比走高；在经济滞胀到衰退期，尤其是在风险偏好转恶的阶段，油金比大概率回落。

铜金比与美国GDP增速相关性更高

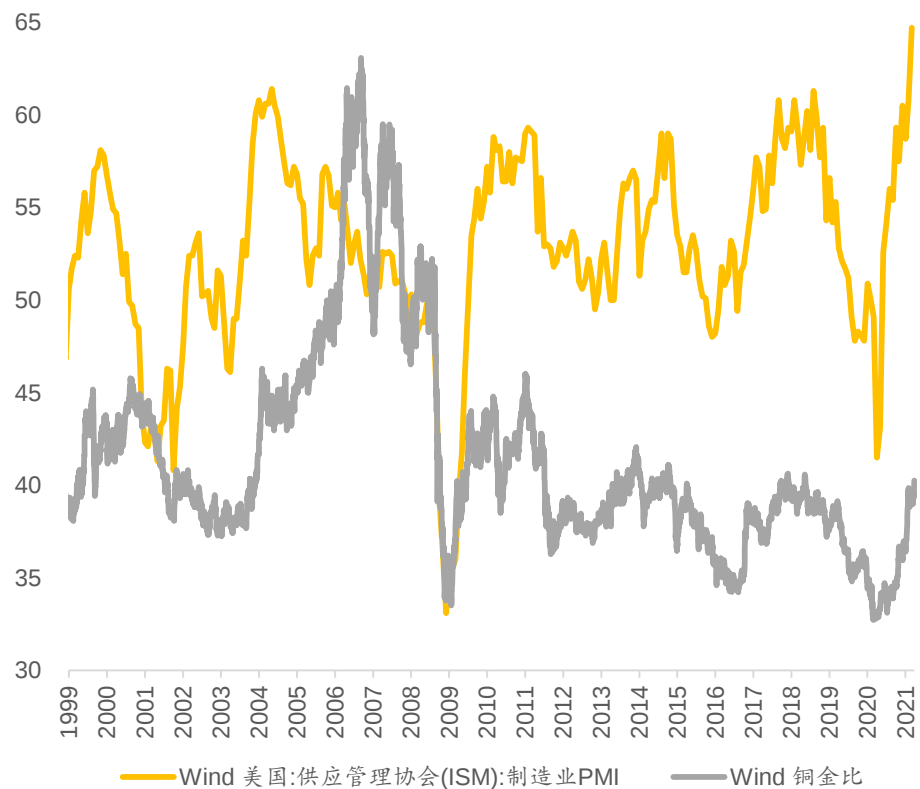


铜金比与中国GDP增速相关性偏弱

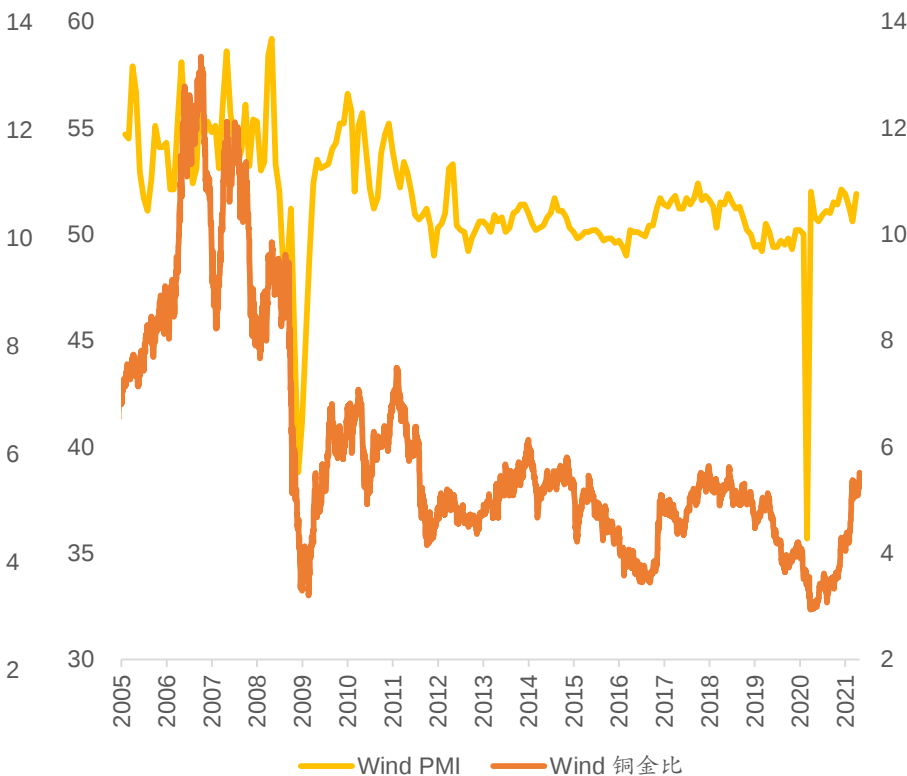


- 从铜金比与美国方面GDP相关性可以发现，两者契合度较高，呈现出较为明显的正相关。当GDP增长呈现出走低的情况之时，通常受到需求端展望较差影响，铜金比走弱。
- 铜金比与中国、日本GDP增速的相关性偏弱，但整体走势仍然保持一致。
- 目前美国作为全球第一大经济主体，其GDP亦对全球有较深远的影响，从铜金比上也可以看出，其走势与美国GDP契合度更高。

铜金比与美国PMI走势高度相关

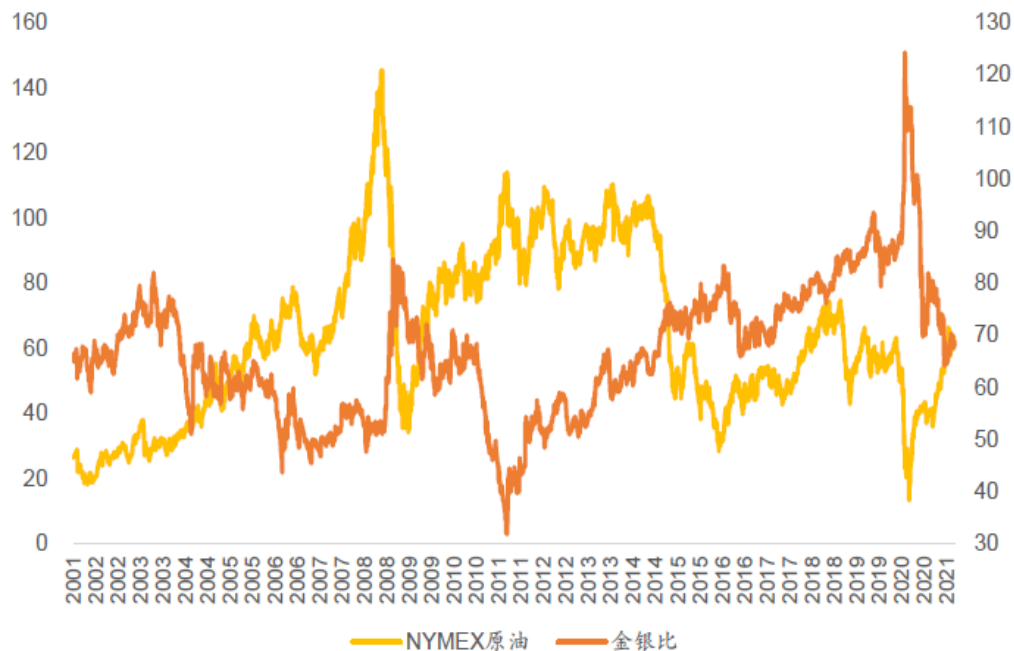


铜金比与中国PMI呈正相关

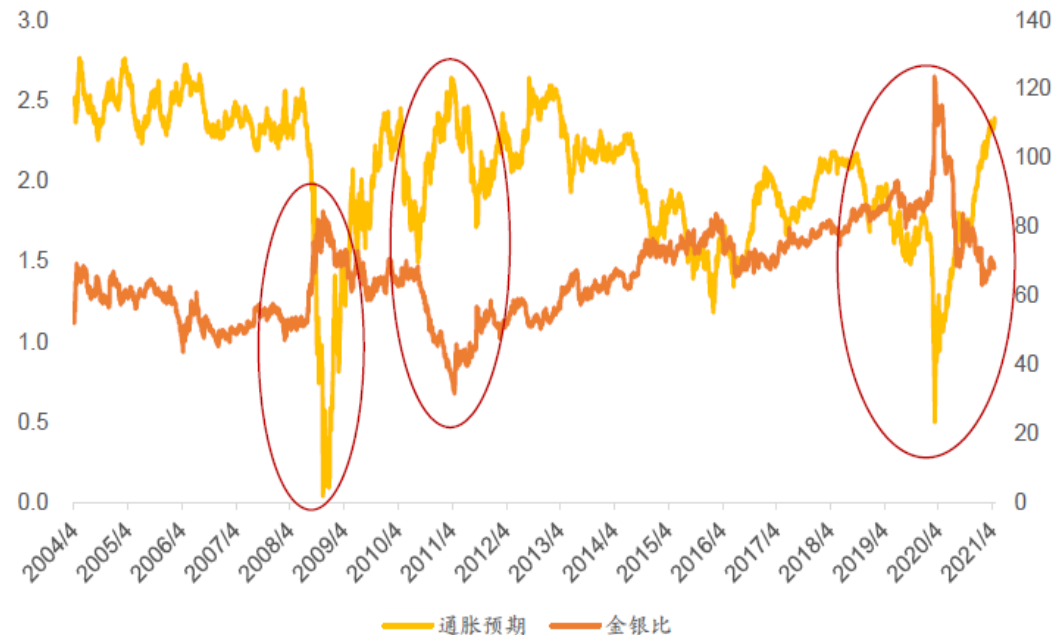


- 铜金比与美国PMI数据的契合度更高，每当PMI数据出现明显拐点之时，铜金比亦出现类似的拐点。
- 制造业景气度处于下行阶段时，铜金比走弱；反之亦然
- 铜金比与油金比一样，都是反映全球经济周期的度量衡
- 尽管铜的需求大部分集中在中国，但铜金比与美国PMI指数的相关性要强于中国，主要和铜的定价仍为国际定价有关。

金银比与原油呈负相关



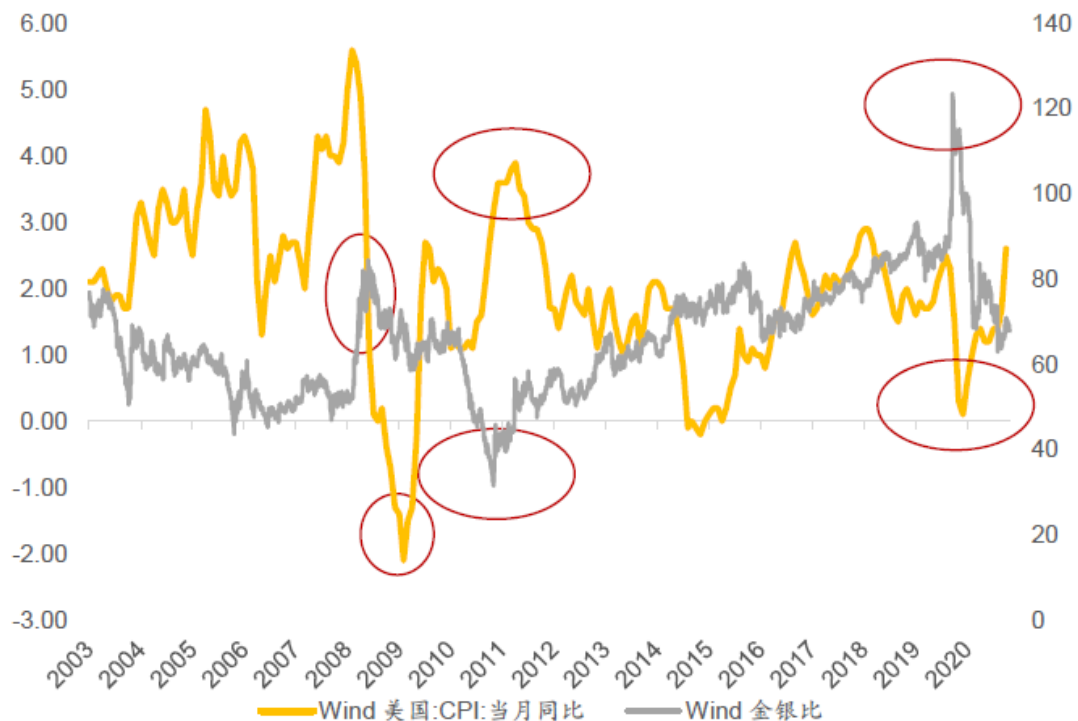
金银比与通胀预期显著负相关



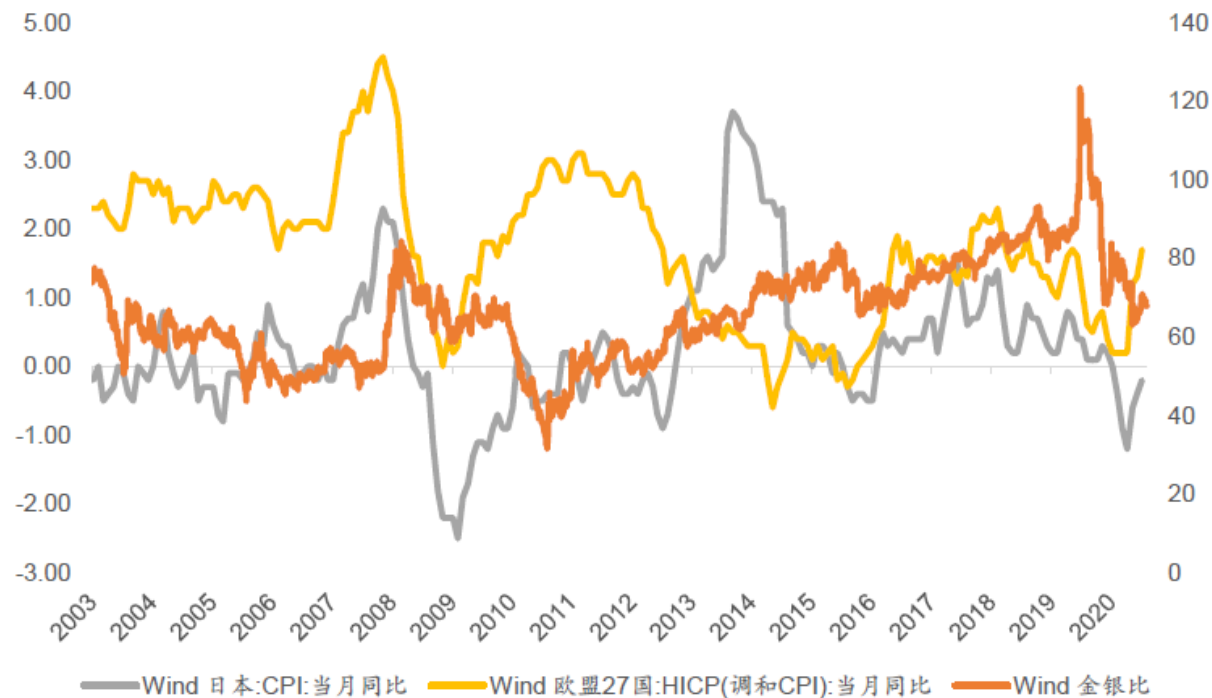
- 原油价格影响全球通胀，但由于原油的价格传导至实际通胀存在一定的时间间隔，因此原油价格的涨跌也反映了市场的通胀预期；我们看到原油价格与金银比存在负相关性，但两者存在一定的时间差，也代表了原油与金银比所反应的通胀预期有先后。
- 我们利用十年期美债收益率与十年期TIPS收益率的差值代表美国通胀的预期，图中显示，金银比与通胀预期负相关性显著，并且十分同步。我们认为，**金银比更能反应美国的通胀预期**。这也解释了原油和金银比同步性不高的原因，前者是全球通胀预期的锚，后者是美国通胀预期的锚。通胀预期上行阶段，金银比走弱；反之亦然。

金银比：全球（尤其是美国）通胀预期的度量衡

金银比领先美国CPI

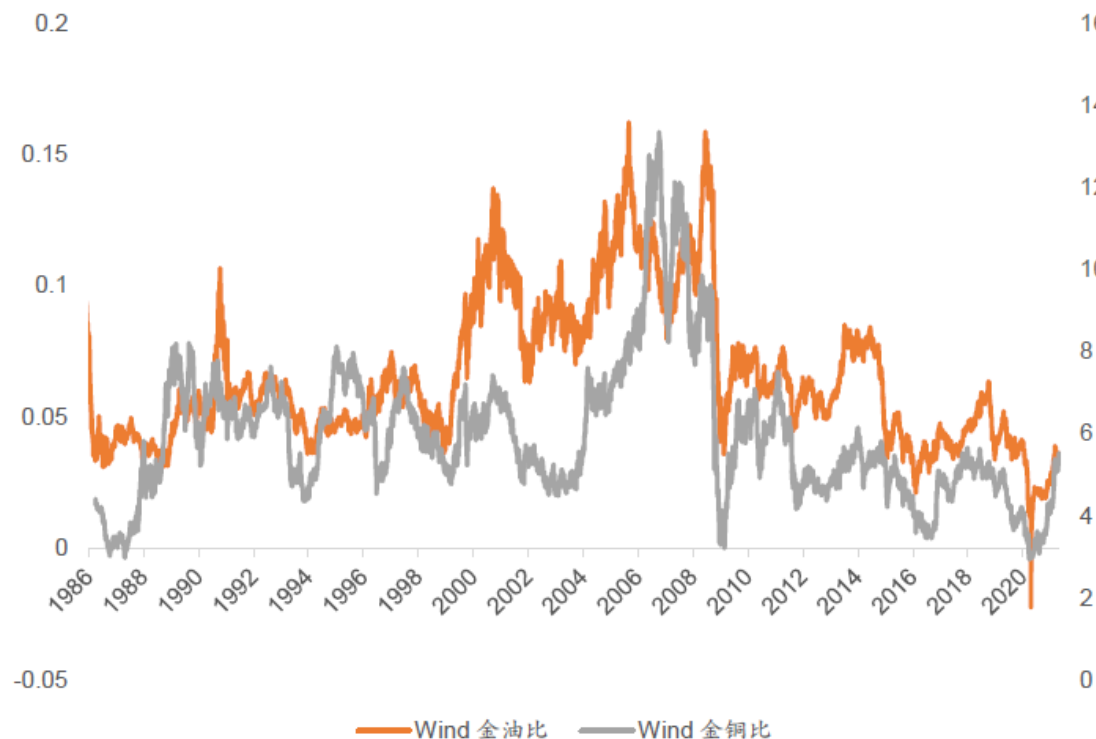


金银比与通胀预期显著负相关

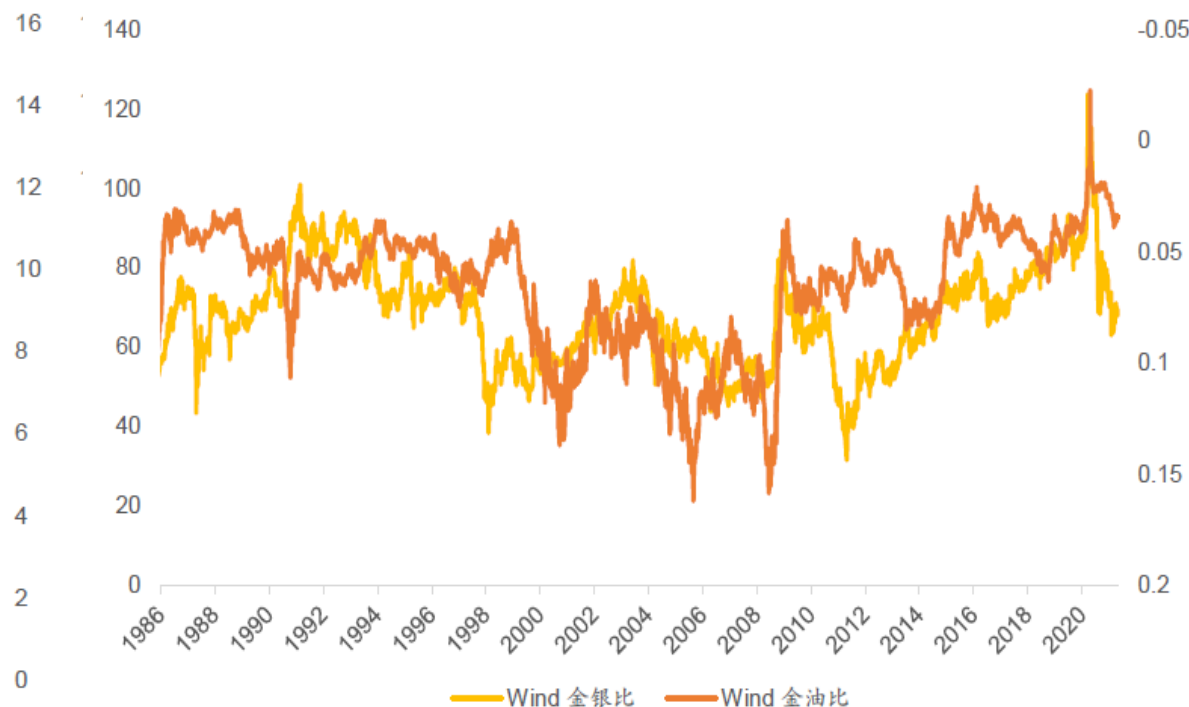


- 与黄金相比，白银具有更强的工业品属性，即：通胀属性。因此，大概率下通胀上行周期贵金属价格回升、且金银比回落；通胀下行周期贵金属价格下挫、且金银比回升。金银比与美国CPI走势基本吻合，且具备一定程度的领先型，也表明金银比的核心驱动是通胀的预期，而非实际通胀。
- 相较于日本，金银比与欧美的CPI相关性更强，即金银比与欧美消费国的相关性强于日本等制造型国家。

金油比与金铜比高度正相关



金油比与金银比存在一定负相关性（金油比逆序）



- 金油比与经济周期密切相关，金铜比反映的宏观信息与金油比大致相同，但是金铜比受到供给的冲击更小，反映宏观经济周期更敏感。金油比与金铜比的核心驱动皆为全球经济周期。金银比更多的驱动因素是全球（尤其是美国）的通胀预期。
- 操作上，对比08年金融危机之后，目前三大比值均远高于历史极值。随着美国经济的好转以及通胀预期大幅度的回升，三大比值仍有较大的下跌空间。操作上，建议做空金银比、金油比以及金铜比。对比极值情况，目前金银比下跌空间小于金油比、金铜比。节奏上，通胀预期先行于实际通胀，金银比的极值先行于金铜比及金油比



谢谢大家！

金信期货研究院

使用本研究报告的风险提示及法律声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。