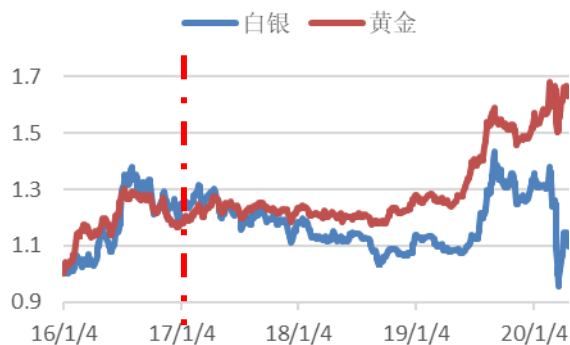


贵金属横向交叉复盘

--杜少伦

2020-04-25

贵金属横向交叉品种其实就是金银比价，黄金和白银同时作为避险品种两者却又有微妙的不同之处。主要表现为黄金的货币性质和弱工业性质，对于通胀来说黄金只能反映真实通胀显示在货币上的部分，但是白银就有更强的工业性质和比较弱的货币性质。所以在通胀上行经济向好的阶段，由于工业品总需求的增加白银体现出的工业品性质会使得白银的走势强于黄金，同样的在通胀预期消退甚至通缩预期产生的阶段，白银由于工业需求悲观会产生若于黄金的走势。这两者在经济预期和通胀的双重作用下会产生不同的强弱关系。下面我们就从基本的通胀预期和经济预期出发对金银比价进行复盘。

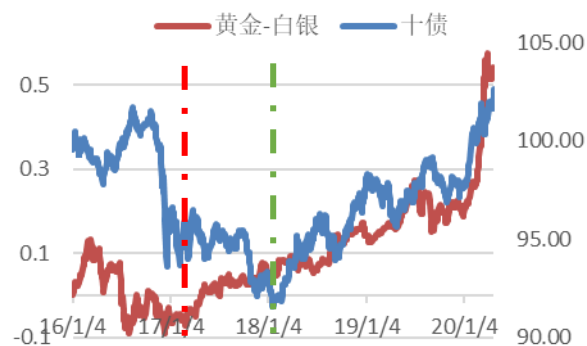


图一、黄金白银归一化趋势



图二、黄金-白银趋势

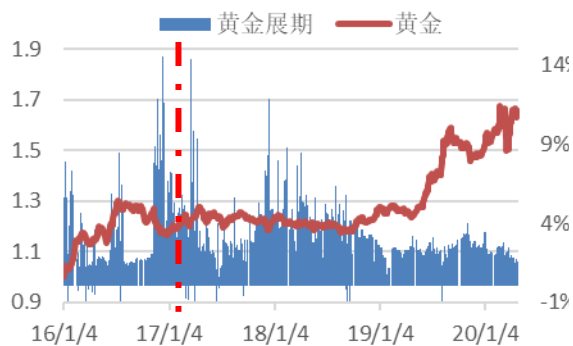
大体上来看金银的相对强弱趋势分为两个阶段：2016年到2017年白银强于黄金，2017年之后黄金强于白银。这个时间分布刚好符合我们之前说过的中国从2016年开始的强复苏预期，之后预期破灭，从2017年开始第一批品种开始走弱，之后从2018年初开始确定全部品种除了黑色系以外集体走弱。通胀预期和经济复苏预期彻底歇菜。从黄金和白银的对比上就可以看出2017年初白银开始走弱，但是白银真正弱势地位的确立发生在2018年初。金银比值在2018年初出现了阶段性高点，同时这个平台一直维持在高位长达半年时间。从2018年下半时期金银币再次走出新高并从此进入伶俐的多头趋势一直到现在。这种变化其实从时间节点上刚好符合了我们对通胀的预期，下面我们来对比金银比价和十年期债券价格走势：



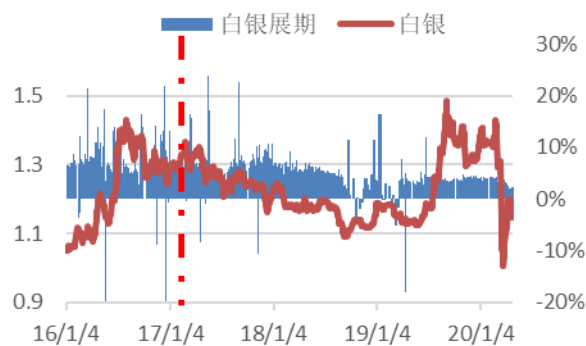
图三、金银币和十债价格

从上图我们看到，十债对通胀的预期吸收是从 2016 年下半年开始的，十债价格突然暴跌直接吸收了从 2016 年初以来的所有通胀预期在大概两周时间内全部完成重新定价，但是相比于十债价格，金银币走势更为缓和，同时反映的速度更快速。从 2016 年初开始金银币快速回落，白银的弱势地位明显改善，同时是开始在市场上流传的经济复苏预期和通胀预期。这种预期持续了整个 2016 年直到 2017 年初金银比价才开始阶段性筑底，但是同一时期的十债价格还在明显的空头趋势并且最后在 2017 年后半年又迎来了一次探底。所以说十债价格的定价反应在通胀预期回转的时候也是要慢于金银币变化的。我们仔细看 2018 年初这个时间节点，当时的金银币已经完成筑底开始回升，对应的盘面预期是通胀预期回摆但是没有达到通缩预期那么严重，当时的十债价格刚走出新低就马上鲤鱼打挺快速反弹。这时候十债价格的反弹是伴随着金银币的新高的，说明盘面在这个时候形成了一致的通缩消退预期。随后两者价格开始节节走高。直到现在十债价格突破新高，同时金银比价来到了前所未有的高度，说明通缩预期已经达到了极值。

下面我们分别看看黄金和白银各自的盘面表现：



图四、黄金和展期



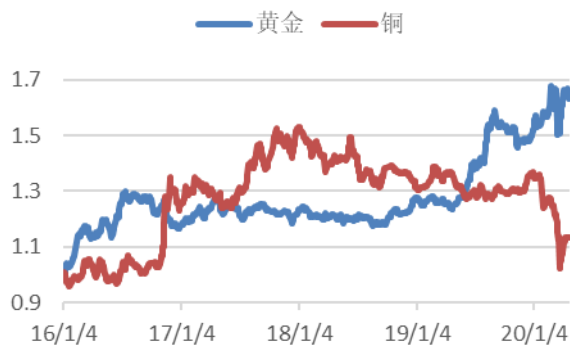
图五、白银和展期

从黄金和白银的盘面表现来看，2016 年开始的大反弹白银的远期升水情况明显强于黄金，这就是我们之前讲过的白银的工业品输赢更像。从 2017 年以后黄金白银都有一个明显的回调，但是黄金在回调时候出现了强大的远期价差拉大同时越下跌价差越大的走势，同一时期白银的价差没有明显变化。在回调过程中黄金的预期稍微强于白银。之后的走势正如我们所见，白银随着下跌过程远期的升水逐渐消失，跌势也越来越明显，黄金白银的

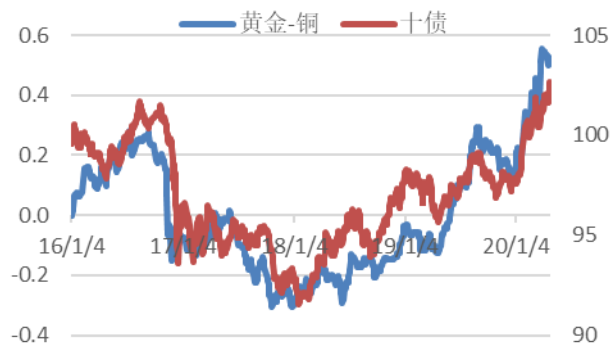
比价差距越来越大。可以看到整个 2017 到 2019 年两年之间，白银价格直接跌回了 2016 年初的水平，同一时期黄金价格一直横盘没有明显下跌，这一期间的金银比价拉大反映了盘面的通缩预期严重。可以看到随着这个比价的拉大，整个商品市场都在下跌，包括黑色系其实从 2018 年初以来就再也没有走出过新高，也是呈现弱势下行的走势的。其他的商品就更是惨不忍睹了，整个经济的悲观预期再次袭来，通缩乌云笼罩在盘面的上空。

从金银比价我们明显看到了一个很好的衡量通胀水平的工具。同时，这个工具和十债价格相互呼应之后会产生相互对照的检验过程，一旦两者达成共识基本确定了盘面的通缩或者通胀预期成立。

下面我们再看一组和十债变化更加相关的品种：黄金和铜和价差对比走势。



图六、黄金和铜归一化



图七、黄金和铜价差对比十债

从图七可以明显看到铜和黄金的价差和十债价格基本同步运动，从 2016 年开始十债下跌直到 2018 年初跌至谷底，这段时间铜同时强势运行，黄金相对弱势。之后的事情大家都熟悉了，铜从 2018 年开始一路溃不成军，同一时期的黄金却开始强势盘整并最终于 2019 年初突破进入多头，走出了最近 5 年的最高价格。对比黄金和白银的价差来看，铜和黄金的价差参与的变量更多，铜代表了工业需求并没有很多货币价值，同时黄金代表了货币价值没有工业需求，两者的差就表示了货币价值相对于工业需求的差距。当货币超发导致货币贬值但是工业需求却很差的时候他们的差距会随着财政和货币政策的实行逐渐拉开。这就是我们最近三年看到的盘面变化，铜由于工业需求不济一路下行，同时黄金代表的货币层面的价值也在不断贬值，实体产业通缩，货币层面贬值，冰火两重天。往往这种现象出现就预示着经济下行压力增大同时伴随货币贬值引起的可能局部通胀。这对经济长期发展是十分不利的环境。但是从图七可以看到，这个价差对应十债的反应是基本同步的，连反应强度都基本相同，所以作为一个很好的验证指标还是值得纳入指标库的。

稍微总结一下我们看到的这两组指标：金银比，金铜比和十债价格。金银比会领先于十债价格和金铜比，金银比主要反映了纯粹的工业需求预期，因为黄金和白银同时具有货币价值，他们相减之后抹去了货币的影响只留下了工业需求预期。但是缺点在于白银的工业需求十分片面，有时候会出现错误信号。所以这个时候金铜比就派上用场了，金铜比基本上表示了货币预期和实际工业需求预期的差距，他们有剔除货币因素所以反应时间上会有延迟（因为货币政策总是逆周期调控的，或导致和实际工业需求的变化方向往往相反，我们

不剔除货币因素的后果就是信号反应变迟钝。），但是铜作为工业重要原材料有着十分广泛的应用范围所以信号的错误率更小。作为验证信号刚好可以配合十债价格一起使用。总的来说有以下公式：

$$\text{黄金} - \text{白银} = \text{货币价值} - (\text{货币价值} + \text{工业需求}) = -\text{工业需求}$$

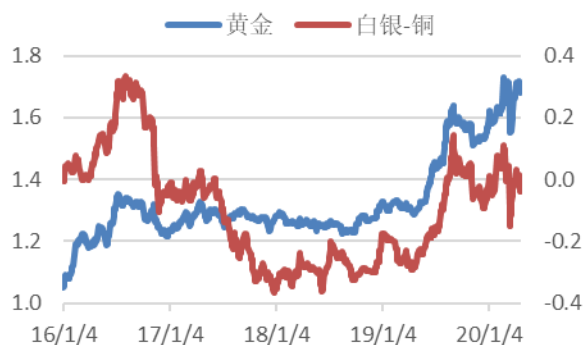
$$\text{黄金} - \text{铜} = \text{货币价值} - \text{工业需求}$$

$$\text{十债价格} = \text{通胀预期}$$

以后将要面临的情形无非是以下几种：

- 金银比和金铜比一起看多+十债价格看多---工业需求和通胀预期下行---通胀看空+总需求看空---经济下行+通缩风险=衰退
- 金银比和金铜比一起看多+十债价格看空---工业需求下行和通胀预期上行---通胀看多+总需求看空---经济下行+通货膨胀=滞涨
- 金银比和金铜比一起看空+十债价格看多---工业需求上行和通胀预期下行---通胀看空+总需求看多---经济反弹+通货平稳=反弹
- 金银比和金铜比一起看空+十债价格看空---工业需求上行和通胀预期上行---通胀看多+总需求看多---经济扩张+通货膨胀=扩张

下面单独讨论一下会不会出现金银比和金铜比背离的情况，从前面我们看到他们之间的差距就是一个货币价值，金银比看多叠加金铜比看空其实就是在说铜银比看多，那就是说货币价值在走弱。反之亦然。这个和单纯的看黄金价值似乎有点矛盾，但是这恰好给了我们一个检验目前黄金价值是否规范的逻辑框架。如果铜银比和黄金走势背离，反倒会给与一定的交易机会。下面我们作为另一个补充题目加入黄金和铜银对比的图表：



图八、银铜比价和黄金走势

从上图可以看出，他们明显的正相关变动关系成立，但是黄金从2017年之后的盘整区间走势要强于银和铜的价差走势，不过后来的暴力拉升环节再次回到了一致性。可以说从2017年到2019年之间的黄金强势是已经超出了黄金本有的货币价值的，更多的这种强势是对盘面避险情绪的反应，是对未来的极度不确定性在这一阶段拖住了金价。