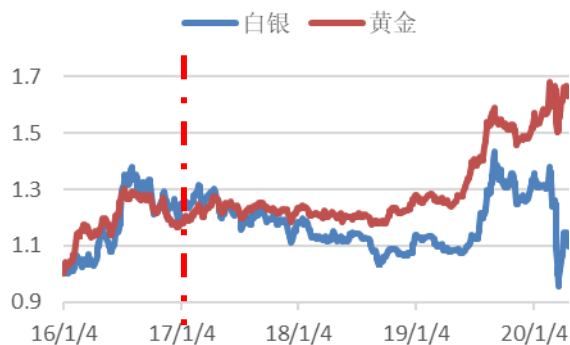


## 贵金属横向交叉复盘

--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。

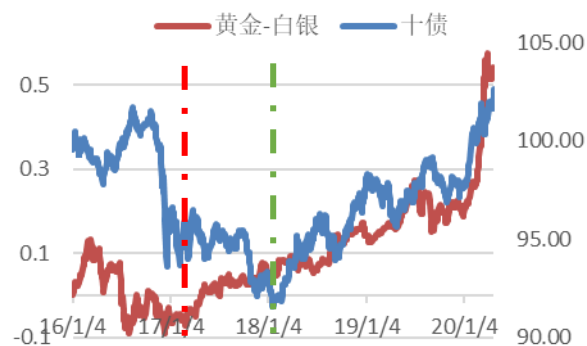


图一、黄金白银归一化趋势



图二、黄金-白银趋势

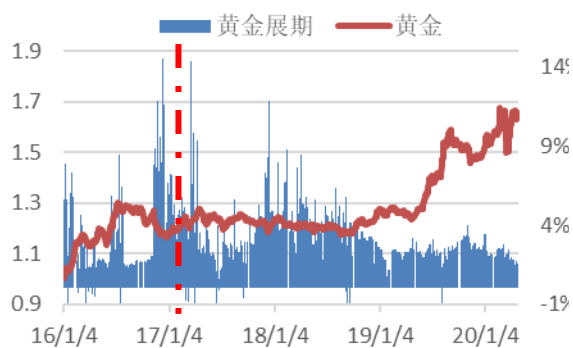
大体上来看金银的相对强弱趋势分为两个阶段：2016年到2017年白银强于黄金，2017年之后黄金强于白银。这个时间分布刚好符合我们之前说过的中国从2016年开始的强复苏预期，之后预期破灭，从2017年开始第一批品种开始走弱，之后从2018年初开始确定全部品种除了黑色系以外集体走弱。通胀预期和经济复苏预期彻底歇菜。从黄金和白银的对比上就可以看出2017年初白银开始走弱，但是白银真正弱势地位的确立发生在2018年初。金银比值在2018年初出现了阶段性高点，同时这个平台一直维持在高位长达半年时间。从2018年下半时期金银币再次走出新高并从此进入伶俐的多头趋势一直到现在。这种变化其实从时间节点上刚好符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



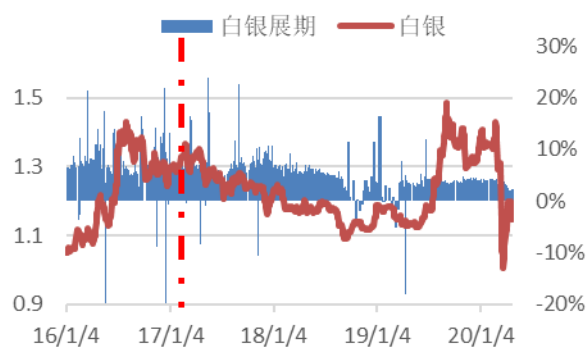
图三、金银币和十债价格

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 年处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。