

2020年1月21日

## 中国宏观观察

### 黄金目标 1800，白银看涨

- ① **受逆全球化、民粹主义和地缘政治等负面因素影响，全球增长前景并不明朗。**越来越多国家步入降息状态，主要经济体重启扩表，金融环境趋于宽松。在低利率的背景下，作为零息资产的贵金属将成为资产配置的首选。我们认为，黄金和白银在中长期具有良好的配置价值。
- ① **黄金还有上涨空间。**当经济下行风险上升时，股市下跌，黄金的避险属性凸显，金价上涨。这种现象在经济危机时尤其明显。但有时，黄金价格与标普 500 的波动趋同，黄金的表现更类似于一种风险资产，例如通胀回升的初期阶段。2019 周期末段，全球经济增长同步放缓，掀起“降息潮”。在低利率甚至负利率的背景下，宽松的金融环境有望带动经济筑底修复，通胀压力逐渐积聚。黄金有望表现为一种风险资产，适当的通胀压力将助推金价走高。倘若发生极端的风险事件引发危机，那么避险情绪升温将激发黄金的投资需求。黄金还有上涨空间。
- ① **警惕黄金近期的回调压力。**黄金的非商业持仓在 2019 年 9 月触及阶段性新高后回落，预示着黄金近期的回调风险。非商业交易者一般持仓期短，不进行实物交割，在达到交易目的后通过反向合约对冲平仓，所以非商业持仓的变化能较好的反映金价的短期走势。一般而言，非商业净多持仓的变化趋势与黄金价格正相关。历次 COMEX 黄金非商业净多持仓触底回升，往往伴随着金价的上涨。然而，非商业持仓从阶段性高点回落时，金价亦会承压，引发回调。
- ① **处于极端高位的金银比暗示白银将迎来上涨行情，我们看好白银的后市表现。**白银价格更多由贵金属的金融属性所决定，与黄金价格往往同向波动。金银比有着均值回归的特性。目前它处于 87 的极端高位水平，已远高于长期均值。从历史走势来看，金银比继续上行的空间有限，后市有望向长期均值回归。过去五十年中，金银比主要通过银涨金跌，或者金银齐涨、银快于金，这两种方式实现。目前全球经济筑底修复，但增长前景仍不明朗，同时利率走低，金融环境持续宽松。宏观基本面对贵金属仍具有一定支撑。在黄金还未涨完的情况下，金银比从极端高位回落时，将触发白银牛市。

**谭淳**

karen.tan@bocomgroup.com  
(852) 3766 1825

**蔡涵**

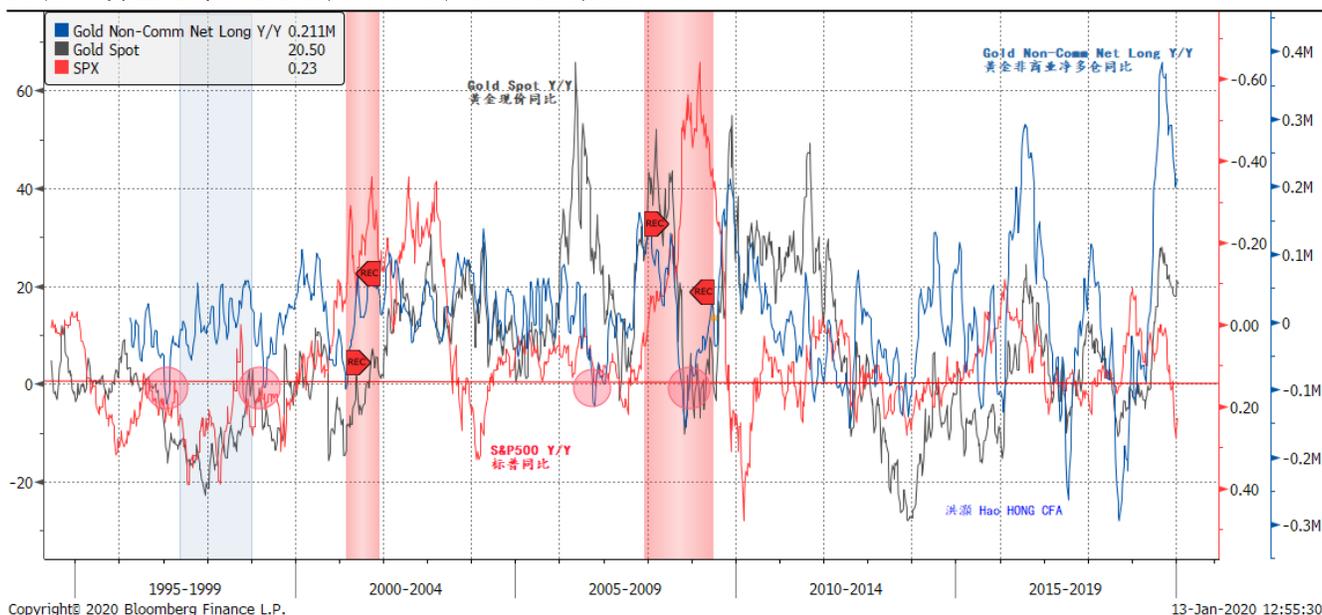
hanna.cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1805

**彭非**

fei.peng@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

## 本周焦点图表

图表 1: 黄金还有上涨空间，但短期回调压力累积



Copyright © 2020 Bloomberg Finance L.P.

资料来源: 彭博, 交银国际

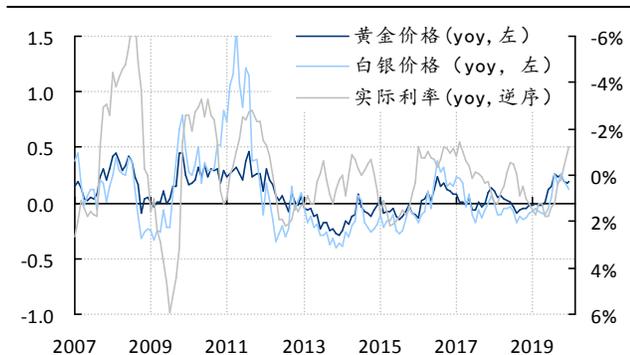
## 实际利率下降，优选黄金白银

实际利率下行降低贵金属的持有成本，利好贵金属长期走势。黄金白银成为资产配置的首选。黄金白银等价于无息资产，实际利率可视为持有的机会成本。当实际利率下降时，其他生息资产收益率降低，无息资产的投资价值凸显；反之亦然。我们认为，随着名义利率企稳和通胀压力积聚，实际利率将继续下降，支撑金银上涨。

美国名义利率暂时企稳。美联储认为在缺乏实质性变化之下，目前的货币环境是合适的。这意味着利率水平将维持在 1.5%-1.75% 不变。而市场预期甚至认为利率仍有继续下行的可能性。期货市场显示美联储在 2020 年降息的概率约 67%。

与此同时，美国通胀压力仍存，通胀预期也将逐渐升温。宽松的金融环境叠加饱和的就业市场，美国通胀压力或缓慢回升。一方面，全球“降息潮”使得金融环境趋于宽松，欧美经济周期亦现筑底企稳态势，通胀或温和回升。而美国产出缺口在往后两年仍然处于正区间，暗示着通胀将在需求带动下回暖。另一方面，美国就业市场强劲，失业率已降至 3.5%，处于近 50 年低位。加之薪资增长稳健，通胀压力将进一步积累。此外，近期中东局势趋于紧张，扰乱原油供应的市场预期推涨油价，催化通胀预期。

图表 2: 实际利率下行降低金银持有成本



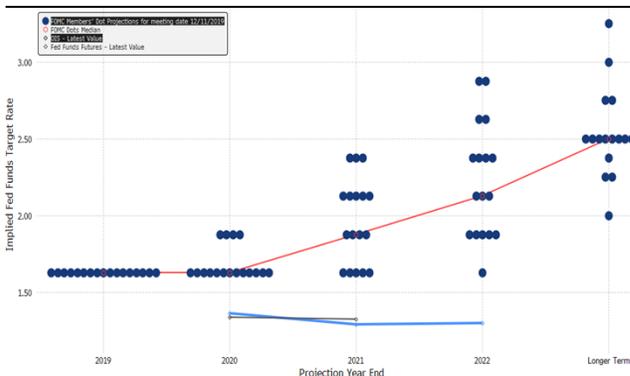
资料来源: 彭博, 交银国际

图表 4: 就业市场饱和和加剧通胀压力



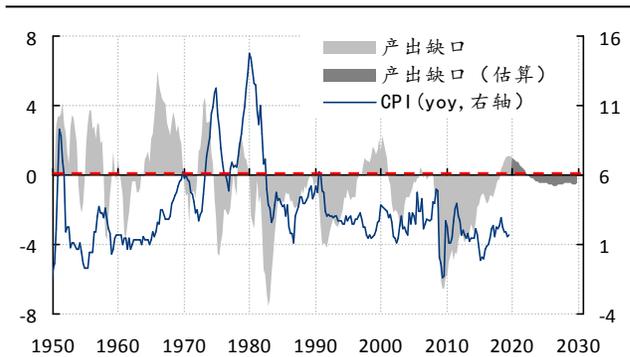
资料来源: 彭博, 交银国际

图表 3: 美国名义利率暂时企稳



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 5: 正向产出缺口暗示通胀压力



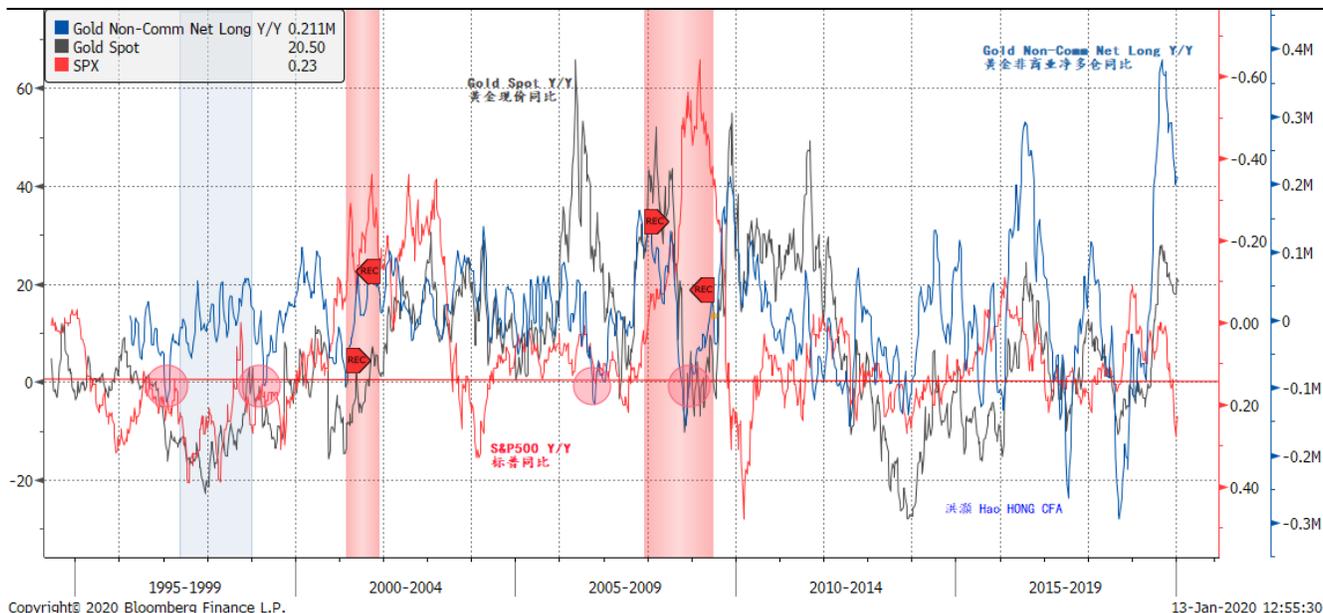
资料来源: 彭博, 交银国际

## 黄金还有上涨空间，但需警惕近期回调风险

黄金还有上涨空间。当经济下行风险上升时，尤其处于经济危机时，黄金的避险属性凸显，与标普 500 的运行趋势显著负相关。例如 1997-1998 年亚洲金融危机与 2008 年全球金融危机。但有时，投资者对黄金的态度可从避险资产转向风险资产，黄金价格与标普 500 的波动趋同。例如，通胀回升的初期阶段。2019 年全球经济增长同步放缓，掀起“降息潮”。在低利率甚至负利率的背景下，宽松的金融环境将带动经济筑底修复，通胀压力逐渐积聚，通胀或温和回升。那么，黄金有望表现为一种风险资产，适当的通胀压力将助推金价走高。倘若发生极端的风险事件引发危机，避险情绪升温又将进一步激发黄金的投资需求。黄金还有上涨空间。

不过，我们也注意到，黄金的非商业持仓在 2019 年 9 月触及阶段性新高后回落，预示着黄金近期的回调风险。黄金非商业持仓是以对冲基金为主的投机性机构持仓，其主要是通过追逐金价的涨跌来赚取利润。非商业交易者一般持仓期短，不进行实物交割，在达到交易目的后通过反向合约对冲平仓，所以非商业持仓的变化能较好的反映金价的短期走势。一般而言，非商业净多持仓的变化趋势与黄金价格正相关。历次 COMEX 黄金非商业净多持仓触底回升，往往伴随着金价的上涨。然而，非商业持仓从阶段性高点回落时，金价承压。

图表 6: 黄金还未涨完，但需警惕近期回调风险



资料来源: 彭博, 交银国际

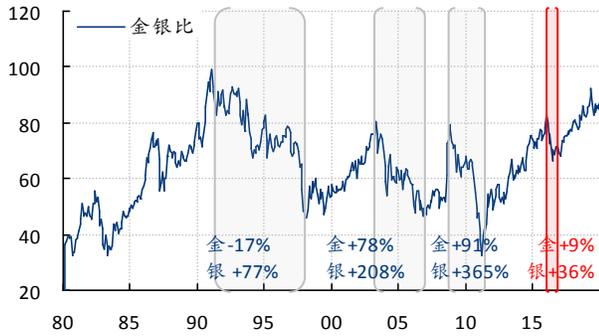
## 白银将迎来上涨行情

白银价格更多由贵金属的金融属性所决定，尤其在金银比接近极致状态时。黄金价格对白银价格有着较强的指引作用，两者显著正相关。但白银的价格波动性较黄金更强，弹性更大。中长期来看，经济增长不确定性较高且利率走低的环境仍利好贵金属表现。此外，白银供给偏紧，可投资存量降低，对白银价格形成一定支撑。另一方面，金银比从极端高位向均值回归的潜在趋势，也预示着白银将迎来上涨行情。

金银比有着均值回归的特性。过去五十年中，金银比主要通过银涨金跌，或者金银齐涨、银快于金，这两种方式实现。然而无论过程如何，金银比从极端高位回落均会触发白银牛市。具体来看，如果金银比在触及阶段性高点后开始持续下行，那么白银还有极大的上涨空间，并将大幅跑赢黄金。一如 1991-1998 年，2003-2006 年，2008 年-2011 年的行情。即使金银比仅出现阶段性调整，白银也能为投资者带来不错的收益，例如 2016 年上半年。

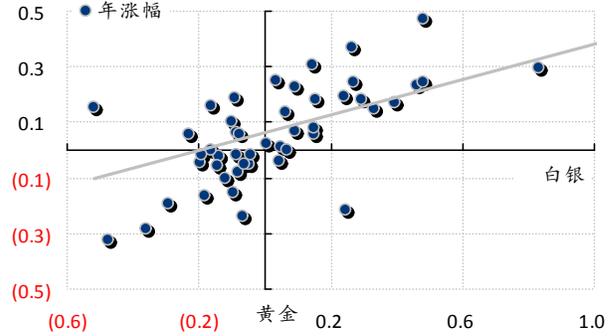
金银比均值回归预示着白银牛市。金银比在过去 50 年、30 年、10 年和 1 年的均值分别为 57、68、67、86。目前它处于 87 的极端高位水平，已远高于长期均值。从历史走势来看，金银比继续上行的空间有限。与此同时，白银基本面改善有望驱动金银比向长期均值回归。目前全球经济筑底修复，但增长前景仍不明朗，同时利率走低，金融环境持续宽松。宏观基本面对贵金属仍具有一定支撑。在黄金还未涨完的情况下，金银比从极端高位回落时，将触发白银牛市。

图表 7: 金银比处于极端高位，看好白银后市表现



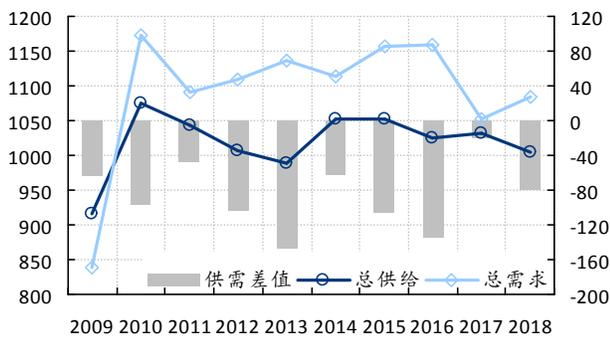
资料来源：彭博，交银国际

图表 8: 黄金与白银价格同向变动



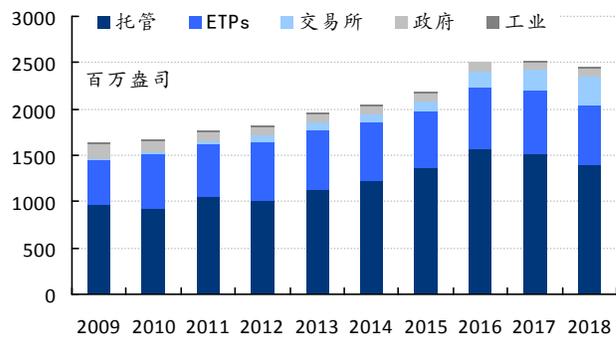
资料来源：彭博，交银国际

图表 9: 白银供需偏紧



资料来源：世界白银协会，交银国际

图表 10: 白银可投资存量下降



资料来源：世界白银协会，交银国际

## 经济领先指标

图表 11: 螺纹钢价格 (周度)



图表 12: 唐山高炉开工率 (周度)



图表 13: 铁矿石价格指数及进口量



图表 14: 铁矿石库存同比增速 (周度)



图表 15: 水泥市场价格 (周度)



图表 16: 西部地区水泥市场价格 (周度)



图表 17: 长江有色市场无氧铜丝价格 (日度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 18: 生猪、豆粕价格 (周度)



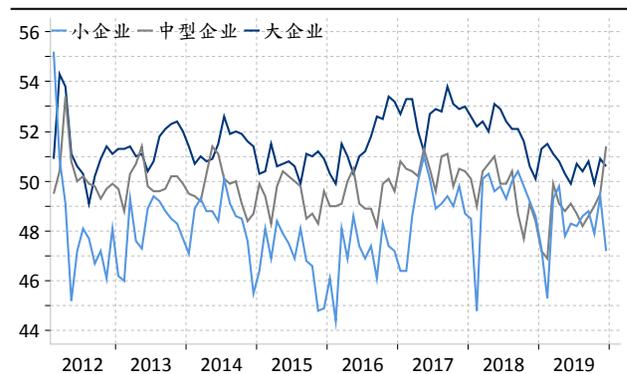
资料来源: 万得, 交银国际

图表 19: PMI 中国制造业与非制造业 (月度)



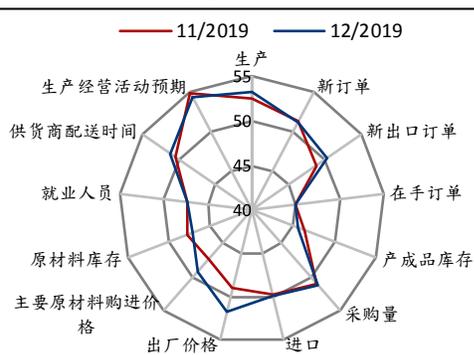
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 20: PMI 中国大中小企业 - 带季调 (月度)



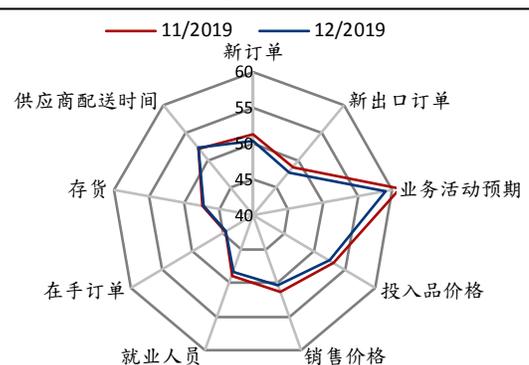
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 21: PMI 制造 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 22: PMI 非制造 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 23: 钢铁制造业 PMI 和粗钢产量 (月度)



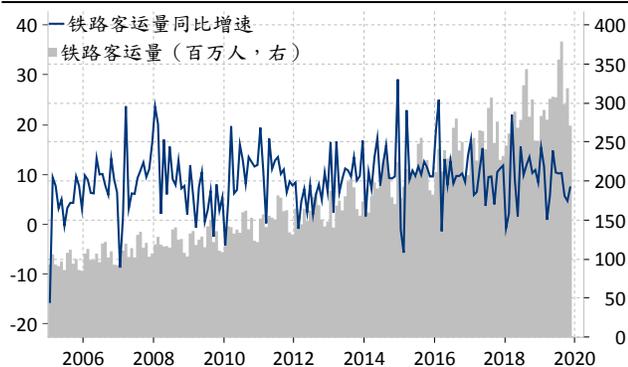
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 24: 钢材价格



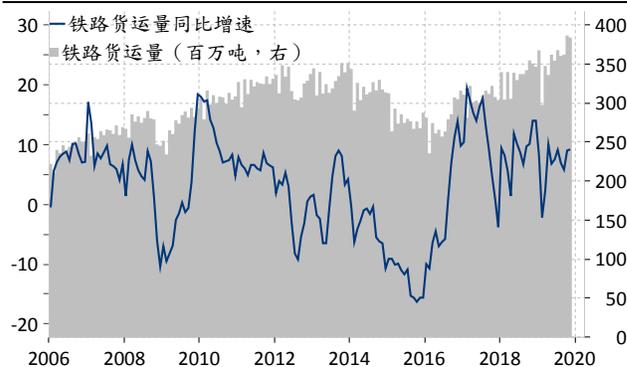
资料来源: CEIC, 交银国际

图表 25: 铁路客运量 (月度)



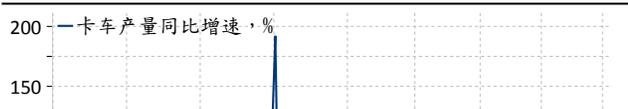
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 26: 铁路货运量



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 27: 卡车产量增速 (月度)



图表 28: 挖掘机销量同比增速 (月度)



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_7601](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7601)

