

横看成岭·侧成峰

——近期金银观点分享

中粮期货，曹姗姗

投资资格证号：Z0013588

手机：18612332523（同微信）

邮箱：caoshanshan@cofco.com

2020年12月2日



中粮期货资深贵金属研究员，澳洲国立大学金融管理专业，2016年加入中粮期货，负责工业类市场研究分析工作。深耕产业，专注市场，服务于产业和贸易类客户，擅长捕捉期限、跨期、跨市、跨品种的套利机会。丰富的实体企业套保案例，为大型企业进行研究框架、交易策略、风险控制等做指导方案。上海期货交易所优秀贵金属分析师、优秀分析团队成员。《期货日报》特约撰稿人、新浪财经特约讲师。

投资资格证号：Z0013588

手机：18612332523（同微信）

邮箱：caoshanshan@cofco.com





信仰

万事皆周期
逻辑需推演

调频

短期= 3月以内
中期=3-12月
长期=1-3年

目录

CONTENT

01

作为大多头，我为什么转空了？

此轮十年黄金上涨的价格推演；长期看多的理由；
短期看空的理由

02

逻辑推演

当前黄金价格的传导逻辑；黄金的利率框架逻辑；
美元周期本周

03

金银交易常见的两个问题

黄金市场 大or小？金银比的本质？



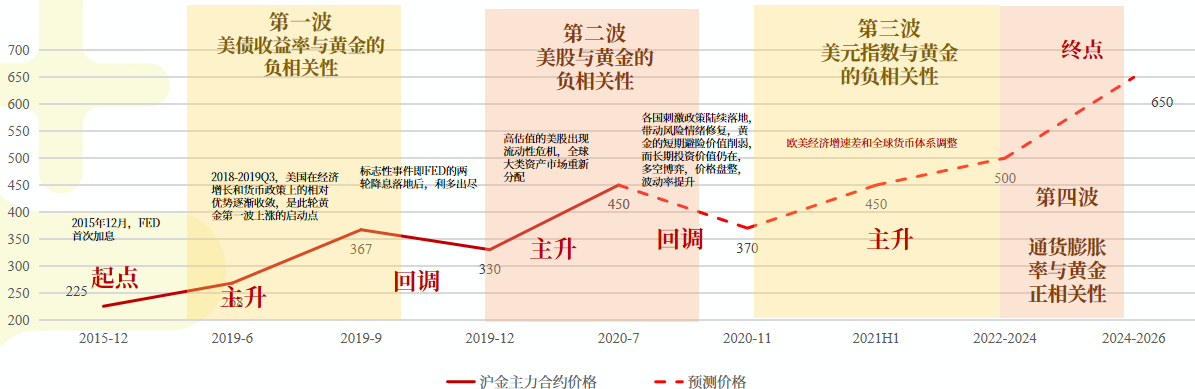
中粮期货
COFCO FUTURES
自然之道 顺势而为



长多短空



- **第二波主升浪之后的回调几近结束，第三波的核心在于美元指数；**
- **第三波的主逻辑在于欧美经济增速差和全球货币体系调整；**经济全面复苏过程中，美元指数进入中长期下跌通道；国际政治局紧张势具有普遍性和持久性，对国际贸易总量的影响较大，全球货币体系正在进行调整。

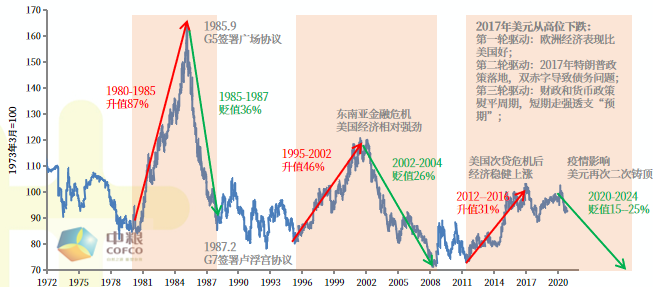


请仔细阅读风险揭示与免责声明

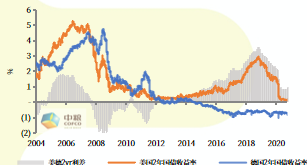
中粮期货 增您所托⁺
WE GROW WHAT YOU ENTRUST



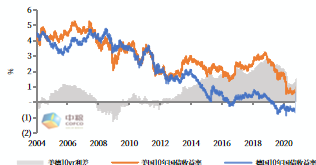
图：近五十年美元指数的三轮周期



图：美德短端利差维持



图：美德短长利差持续扩大



数据来源：Wind、中粮期货

长空美元指数的理由

(一) 欧盟“复苏基金”推动欧洲财政一体化进程，德国“独大”利于施政推进，欧洲前景更加乐观；

(二) 美国政治风险增加，“逆全球化”势不可挡，美元的国际本位货币作用受到压制；

(三) 疫情和内部种族矛盾影响，美国货币政策的相对优势几近不在，且疫情控制较中国在内的其他经济体毫无优势；

(四) 看空情绪已经高涨，CFTC非商业净持仓转空。



短空理由（一）：大选后美国刺激政策落地可期

长多短空



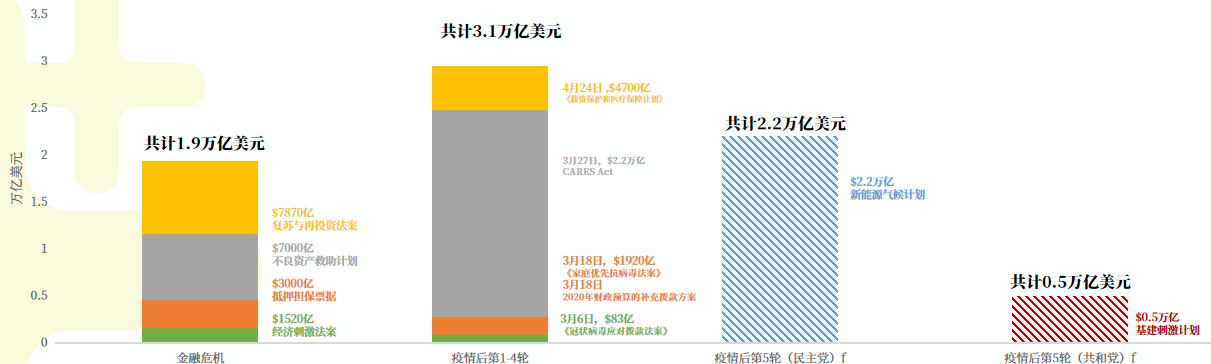
短空理由（一）：大选后美国刺激政策落地可期

短空理由（二）：全球二次疫情引发金融危机逐步证伪

短空理由（三）：“脉冲式”避险结束

- 民主党的第二轮刺激政策远高于共和党的计划；
- 虽然由于总统和国会对立，导致刺激计划推进困难，双方博弈后，刺激规模大概率“打折”；
- 缩水后的幅度仍然即为可观。

图：2008金融危机与2020疫情美国救助计划规模对比



数据来源：网络收集, Fed, 中粮期货

请仔细阅读风险揭示与免责声明

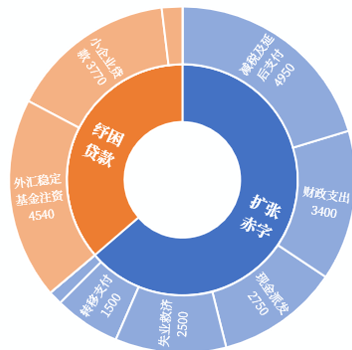


表：2020美国2万亿美元一揽子经济救助方案主要内容

类别	措施	内容	金额 (亿美元)	占2019年GDP比例
扩张赤字	现金派发	<ul style="list-style-type: none"> 2019年收入个人低于\$75,000的或者夫妇低于\$150,000具备资格 成人每人\$1,200, 儿童每人\$500 	2,750	1.3%
	财政支出	<ul style="list-style-type: none"> 医院及医疗系统支持, \$1,300亿 联邦救灾署 (FEMA), \$450亿 交通系统及机场, \$350亿 疫苗及物质储备, \$270亿 退伍军人支持, \$190亿 	3,400	1.6%
	转移支付	对各州转移支付, 按人口分配	1,500	0.7%
	行业补贴	拨款支持航空公司工资	320	0.1%
	减税及延后支付	<ul style="list-style-type: none"> 推迟社保税缴纳, \$2,463亿 员工社保税留置 (ERC), \$504亿 企业经营亏损抵免, \$821亿 放松其他如利息抵扣, \$993亿 	4,950	2.3
	失业救济	<ul style="list-style-type: none"> 覆盖面拓展, 包括临时工及UBER司机等自由职业者 期限延长, 从26周延长至39周 金额增加, 四个月每周额外提供\$600, 至\$1,200 	2,500	1.2
纾困贷款	小企业贷款	<ul style="list-style-type: none"> 500人以下企业, 或者餐饮住宿企业每个500人以下分店 可获得2.5个月工资成本全额贷款 由银行发放, 但小企业管理局 (SBA) 100%担保 该贷款对银行资本金要求计提零风险权重 支付薪金、租金和电费部分可转为赠款, 总量不超过\$3,500亿 	3,770	1.8
	特殊行业贷款	<ul style="list-style-type: none"> 航空客运, \$250亿 航空货运, %40亿 国家安全/波音公司, \$170亿 接受贷款公司要求禁止分红回购, 保留90%员工, 高管限薪 	460	0.2
	外汇稳定基金注资	支持FED以10倍港安购买公司债	4,540	2.1
	合计		24,190	11.3%

数据来源：美国参议院、美国众议院, 中粮期货

表：2020美国2万亿美元一揽子经济救助资金分布





短空理由（二）：全球二次疫情逐步证伪

长多短空



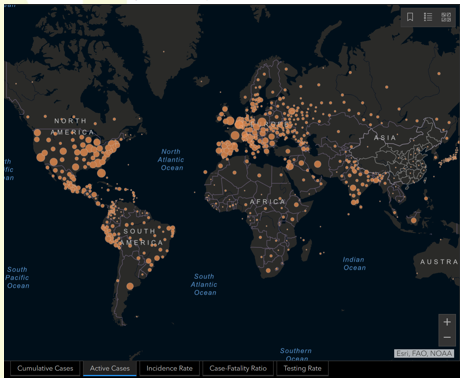
短空理由（一）：大选后美国刺激政策落地可期

短空理由（二）：全球二次疫情引发金融危机逐步证伪

短空理由（三）：“脉冲式”避险结束

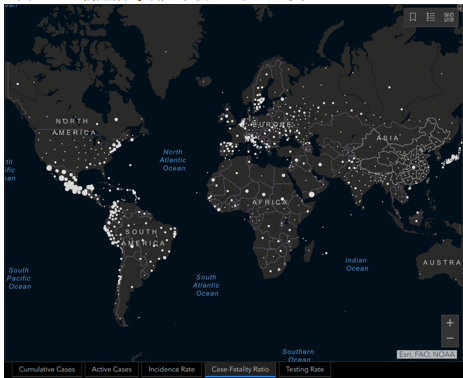
- 感染人数增加幅度远小于二季度；
- 感染在治分布与致死率分布不一致；
- 南美地区高致死率对全球经济影响较小；
- 感染人数增加 \neq 金融风险。

图：全球新冠病毒在治感染人数集中在欧洲和北美



数据来源：约翰·霍普金斯大学，中粮期货

图：全球新冠病毒致死率较高地区为南美





短空理由（三）：“脉冲式”避险结束

长多短空



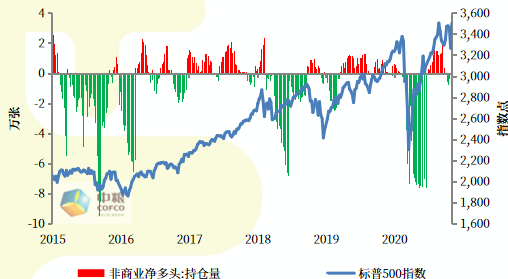
短空理由（一）：大选后美国刺激政策落地可期

短空理由（二）：全球二次疫情引发金融危机逐步证伪

短空理由（三）：“脉冲式”避险结束

- 全球流动性良好；
- 美国大选、英国硬脱欧、纳卡冲突降温；
- 市场交易核心转向风险资产，即交易经济复苏。

图：美股非商业净持仓处于正常水平



图：VIX向下表征风险偏好抬升



数据来源：Wind, 中粮期货

请仔细阅读风险揭示与免责声明



当前黄金价格的传导逻辑—更新20201111

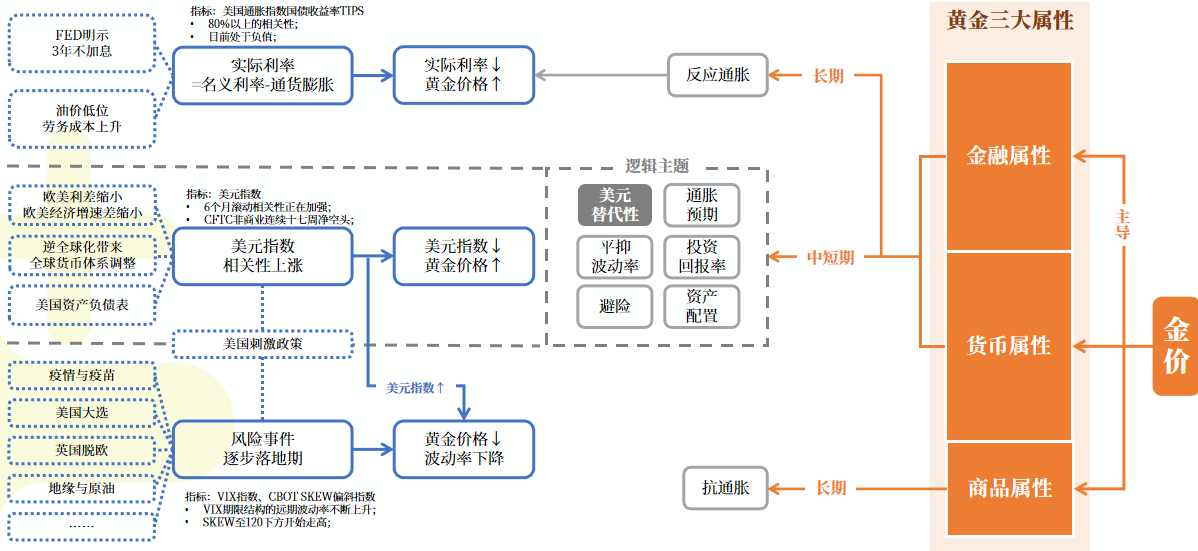
逻辑推导



长期 (1-3年)

中期 (3-12月)

短期 (3月以内)



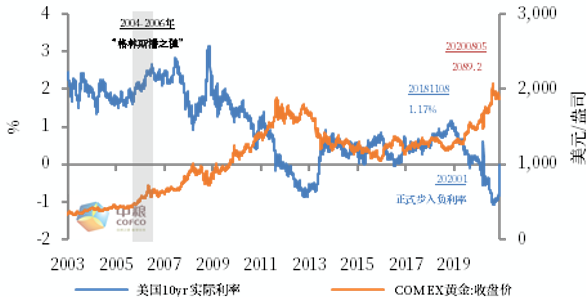
请仔细阅读风险揭示与免责声明



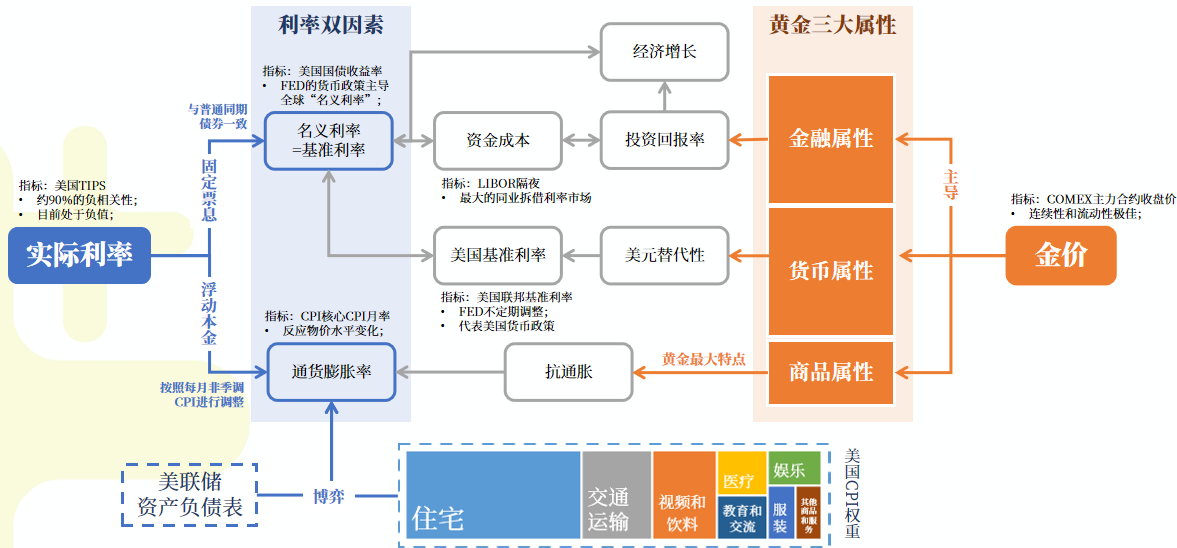
- 实际利率是指名义利率扣除通胀因素之后的剩余部分，即“**实际利率=名义利率-通货膨胀率**”，反应的是借款人真实的资金成本和贷款人所收到真实收益，是左右经济主体做出投资决策的决定因素。
- 各国央行的货币被政策主要就是通过调节名义利率，最终作用于实际利率，进而对经济活动产生影响。利率过高，不利于社会投资，阻碍经济发展；利率过低，推升资产泡沫和通货膨胀，引发金融危机，
- 通货膨胀可以通过PPI、CPI以及PCE等指标进行度量。
- 此外，实际利率还可以通过观察美国通货膨胀保值债券TIPS的收益率来获得。

美国通货膨胀保值债券TIPS：由美国财政部从1997年开始发行的与CPI挂钩的债券，其收益率可以直接作为相应期限的美国国债实际收益率。

图：金价与美国实际利率TIPS相关系数高达-0.89



数据来源：Wind、中粮期货





美元周期的本质：产业转移→人力成本→通胀周期→美元周期

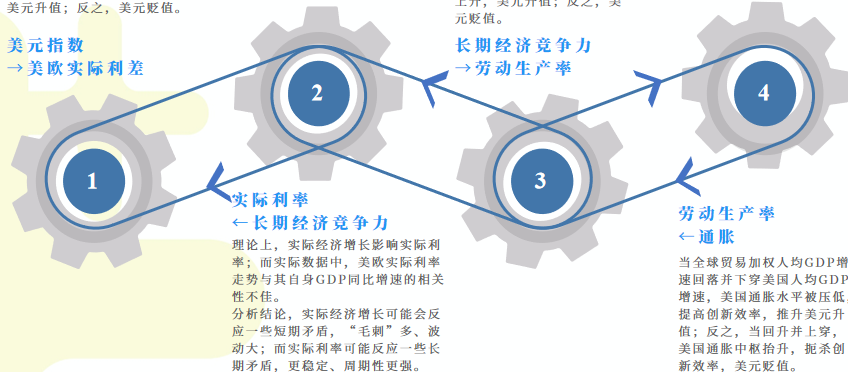
逻辑推导



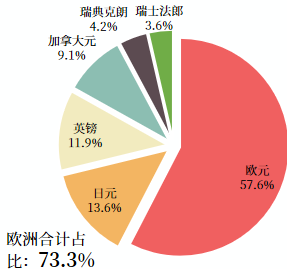
图：美元指数反应美国相对非美（尤其欧日）的长期经济竞争力。

长期角度，当美欧实际利差上升，美国资本回报率更好，资金流入美国资产，美元升值；反之，美元贬值。

美元指数
→ 美欧实际利差



图：美元指数构成



美元指数是“一篮子”货币指数，其变化综合反映了美国国内经济基本面相“一篮子”货币国家的变化，最终代表的是美国经济以及实际利率水平，是美国货币政策和经济增速的相对结果。

数据来源：Wind、中粮期货工业品部

请仔细阅读风险揭示与免责声明



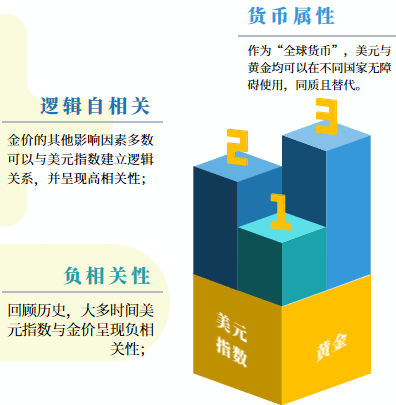
美元指数如何影响金价？

逻辑推导

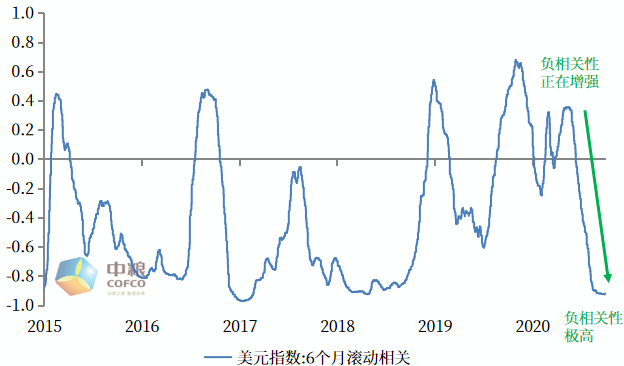


由于黄金是以美元计价，因此当美元走弱/强时，市场**通常**会认为黄金将走强/弱。

图：美元指数与黄金的三层次关系



图：美元指数与金价的相关性增强



数据来源：Wind、中粮期货



Q:黄金市场 大or小? A:不同角度结论不同

Q & A



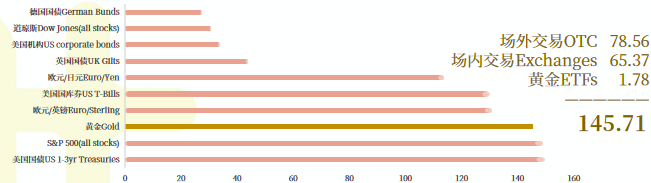
大：仅次于美股、美债的全球第三大交易市场，流动性极佳。

小：实物交易量（包括黄金ETF）占比仅为1%。

大：中国的交易量全球第一。

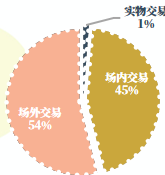
小：中国的交易金额占比仅为10%。

图表：全球主要资产日均成交金额（单位：十亿美元/日）



图表：全球黄金交易市场分类

LBMA是全球最大场外黄金交易市场。



SGE超过LBMA，是目前全球最大的实物黄金交易市场

COMEX是全球最大场内远期交易市场，SHFE位居第二，SGE是全球最大场内即期交易市场

表：全球黄金交易市场排名（2018-2019年）

成交量排序		市场名称	交易量 (万吨)		交易金额 (十亿美元/日)
2019	2018		2019	2018	
1	1	纽约商品交易所COMEX	31.623	28.606	48.47
2	2	伦敦金银交易所LBMA	15.830	15.448	44.89
3	4	上海期货交易所SHFE	4.625	1.612	8.82
4	3	上海黄金交易所SGE	3.429	3.376	5.97
5	5	中国商业银行OTC市场	1.004	0.931	
6	7	印度大宗商品交易所MCX	0.900	0.495	
7	6	东京商品交易所TOCOM	0.851	0.817	
8	8	迪拜黄金和商品交易所DGCX	0.029	0.029	
9	9	纽约泛欧证券交易所 NYSE.Euronext	0.004	0.007	
-	-	其他	0.686	2.841	
全球合计			58.981	54.163	

数据来源：Bloomberg, 国际清算银行, Metals Focus, 《世界黄金年鉴2020》、世界黄金协会、中粮期货

请仔细阅读风险揭示与免责声明



Q:金银比的本质是什么? A: 白银工业属性的单边投机

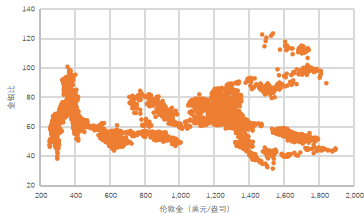
Q & A



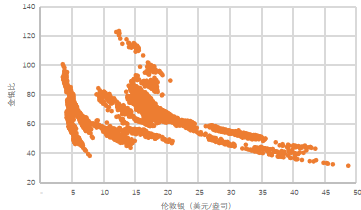
银价与金银比的相关性更佳

- “金银天然不是货币，但货币天然金银”——《政治经济学批判》，马克思
- “金银除了与其他商品一样是由劳动时间来衡量价值的商品以外，还具有普遍交换手段，即货币的性质”——《哲学的贫困——答蒲鲁东先生“贫困的哲学”》，马克思
- “要判断黄金和白银之间的比例关系，只有市场价格才是决定性的。需要把一种金属换成另一种金属的那些人的数目和愿意进行交换的那些人的数目决定了比例”，“金银币所含价值的比例也是金银的市场价格基础。如果金银的市场价格变化很大，铸币的市场价格就必须进行调整，以便跟上金银的市场价格”——理查德·坎蒂隆
- “一般说来，白银的价值更有永久性，而黄金的价值容易发生变化”——《商业性质概论》，理查德·坎蒂隆

图：1990年至今黄金与金银比相关性仅为-0.04



图：1990年至今白银与金银比相关性为-0.35



数据来源：Wind, 中粮期货



Q:金银比的本质是什么? A: 白银工业属性的单边投

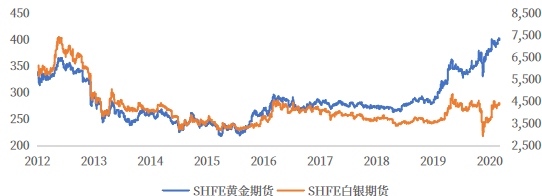
Q & A



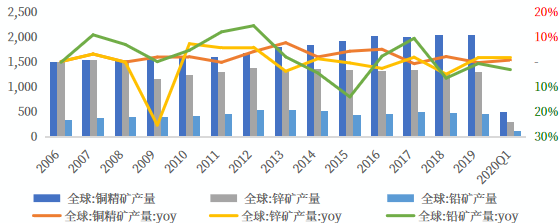
黄金决定趋势，工业金属决定幅度

- 最为贵金属的一员，白银天然拥有货币和金融属性，**与黄金的高度正相关**，相关性高达+0.89，黄金对白银的引领作用不言而喻。
 - 货币属性方面，目前银币仍然是各国铸币的重要组成部分，2019年全球累计**银币银条**销量为6565吨，**占实物需求的26%**，而同期金币仅占黄金实物需求的4%。
 - 金融属性方面，**白银的金融属性较黄金偏弱**。
-
- 相对于黄金，白银与CRB指数、与Brent的相关性更高。
 - 从供应端，**56%的白银都来自对银价不敏感的铜铅锌金等矿山副产品**。当主产品价格高时，矿山会增加开采量，相反，当主产品价格低时，矿山会降低开采量。在成本计量中，大部分费用会分摊在主产品中，因而作为副产品的白银开采成本极低，难以通过绝对价格的边际效应进行产能出清。
 - 从需求端，**54%的白银用于工业需求**（仅有10%的黄金用于工业需求），包括电子电器、光伏、钎焊料、感光材料、消毒等。

图：金银价格走势相关性高达+0.89



图：2020Q1副产白银的主要有色金属产量下滑



数据来源：上海期货交易所，Wind，中粮期货



Q:金银比的本质是什么? A: 白银工业属性的单边投机

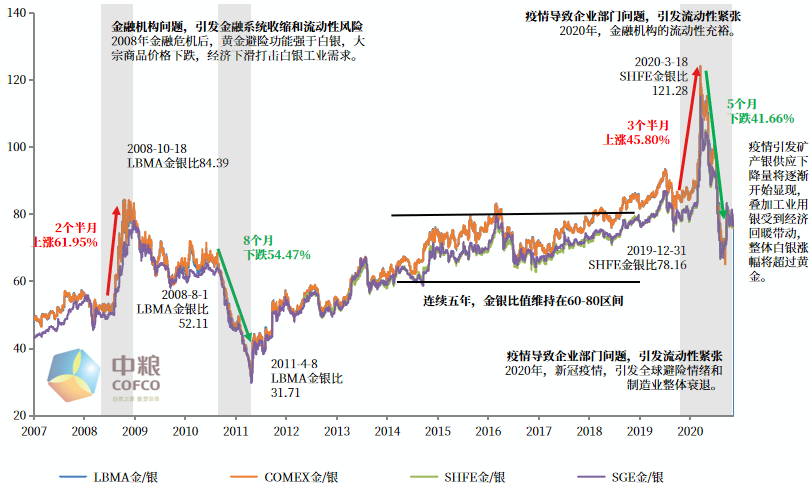
Q & A



白银的高波动来自于什么?

- 长期分析, 金银比套利本质是一个白银工业属性的单边投机, 属于比较特殊的统计学套利;
- 短期交易, 在工业属性保持稳定时, 金银比交易资产配置中的金银估值均衡回归;
- 今年金银比冲高回落, 主要由于金融属性的不稳定;
- 金银比高表明白银的基本面非常差, 库存的高企结构很深的 contango, 反应出宏观经济层面全球总需求的一个基本轮廓。

图: 2008年与2020年金银比大幅波动对比



数据来源: Wind



中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号：证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。



感谢聆听！

中粮期货，曹姗姗

投资资格证号：Z0013588

手机：18612332523（同微信）

邮箱：caoshanshan@cofco.com

中粮期货 增您所托⁺
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦3层、15层

400-706-0158

www.zlqh.com