

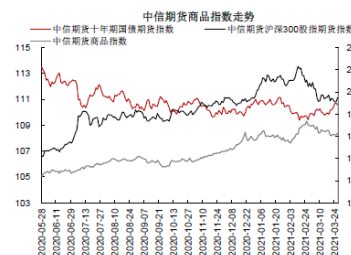
多头思路，白银绿叶或成红花

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

报告要点

我们认为，判断 2023 年贵金属只要回答三个问题：（1）美联储何时转向，是否降息？（2）美国经济是否衰退，何时衰退？（3）白银价格上涨是否短期，空间如何？分析结果是，美国明年年中转向，且改变不了未来衰退命运。“滞胀加深”或“衰退实现”都将有利于贵金属，黄金向上空间或有限，白银有超预期向上可能。



摘要：

核心观点： 我们认为，判断 2023 年贵金属只要回答三个问题：（1）美联储何时转向，是否降息？（2）美国经济是否衰退，何时衰退？（3）白银价格上涨是否短期，空间如何？

我们的答案是，（1）美国明年二季度结束前加息或暂停，但由于通胀回落缓慢，未来降息空间也受限；（2）美国经济未来衰退概率接近 100%，时间最早或在二季度末，较大概率在三四季度，此时加息对长端利率影响愈发有限，美元指数大幅上冲概率较低，支撑贵金属；（3）白银现货需求和低库存使白银相比黄金更强。

综上，我们预测，Comex 黄金价格 1620 美元/盎司为底部，黄金和白银将在 12 月议息会议确定加息高点后缓慢向上。但由于通胀回落缓慢，因此美联储降息也会较为慎重，因此如不出现地缘外生冲击，价格上涨程度或有限，高点预期在 1950-2000 美元/盎司。

我们更强调白银的多头机会，20.4 美元/盎司为底部。由于通胀韧性，低库存问题或将更加严重，白银价格空间或强于黄金，第一目标价位 26.10 美元/盎司，不排除更高可能。

比价关系方面，我们关注 11 月低点之后多金铜比机会，以及长期的多金油比和金银比机会。

风险提示： 1. 通胀大幅反弹； 2. 美联储预期管理超预期

大宗商品策略团队

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

qutao@citicsf.com

目 录

摘要:	1
一、2022 年贵金属市场回顾：地缘、通胀、衰退	3
二、2023 年贵金属的三个问题：货币政策转向、美国衰退、白银逻辑	5
（一）货币政策转向：上半年或暂停加息，“滞胀”逻辑支撑贵金属	5
（二）美国衰退逻辑：概率接近 100%，预计最早在明年二三季度，此时贵金属获得向上动力	8
（三）白银逻辑：实际库存历史极低，宏观转向下	11
（四）非美海外情况：美元指数上行空间受限，支撑贵金属	13
三、策略：贵金属单边多头，空金银比，多金油比	15
（一）趋势判断：方向变化或在年底，关注货币传导和核心通胀变化	15
（二）关注比价关系：金铜比、金油比，白银库存下降下白银和金银比的逻辑变化	15
免责声明	18

一、2022 年贵金属市场回顾：地缘、通胀、衰退

贵金属用美元计价，主要和美国经济相关。在此背景下，贵金属主要驱动为：

（1）美联储货币政策（2）地缘冲突（3）美国经济实际状况，三者具有内在逻辑关系，互相影响。我们认为，地缘和货币政策分别主导了一季度和二季度的贵金属价格走势，三季度则是经济数据变化引致货币政策变化，带来了贵金属的先扬后抑。

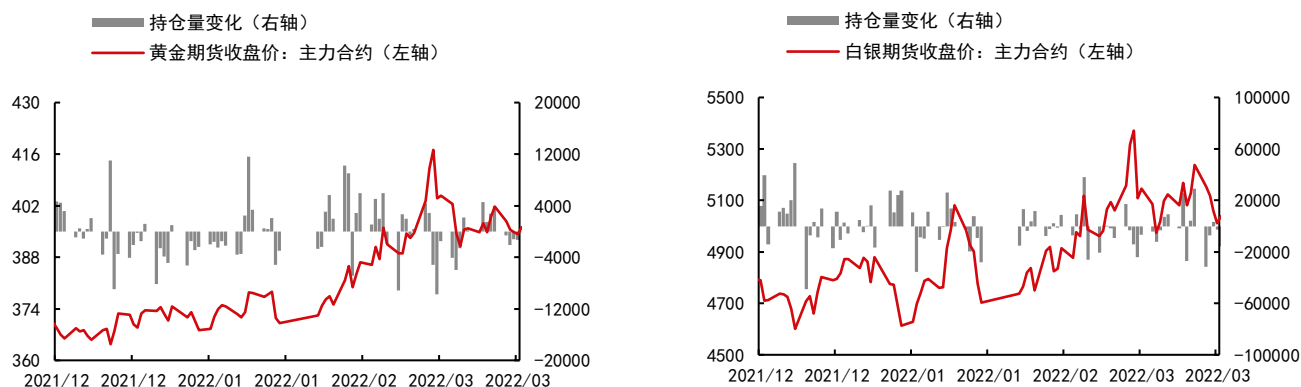
一季度的主要驱动力来自地缘冲突。1 月份，在 12 月美国通胀创 30 年历史新高的背景下（CPI 7.1%），贵金属因加息预期爆表承压。但在地缘问题的驱动下，美联储货币政策预期由鹰转鸽，避险需求使贵金属获得溢价大幅上涨，黄金涨幅接近 2020 年的历史高点，主力合约在 3 月 8 日达到最高 2078.8 美元/盎司，白银则到达 27.495 美元/盎司（图表 2），**地缘加速了我们年报的目标判断，但也改变了后期的逻辑。**

二季度开始，通胀预期的波动导致美联储货币政策变化，引导贵金属价格趋势。随着三月中旬地缘冲击导致能源和粮食价格不断上涨，美联储收紧货币的预期也在不断加强。在美国经济仍显韧性的条件下，通胀对货币政策的影响使价格下跌，正如**二季度策略报告《时机很重要，关注多头驱动的三个因素》**中介绍，我们建议随着通胀预期回落做多金银比，并关注通胀前瞻和同步指标操作获得了验证。

三季度，贵金属因通胀数据变化，美联储对通胀长期化的担忧使贵金属先上后下。7 月中旬，美联储对通胀预期调控效果边际转弱。通胀预期不因货币政策预期加码继续下行，实际利率也未继续上升，显示货币政策的作用短期饱和。随着 7 月通胀数据好转，贵金属反弹。但在 8 月通胀数据公布后，美联储货币核心通胀上行，货币政策再度转向，贵金属持续承压。

四季度，美联储货币加息前置趋于结束，观察期+观察预期使贵金属重新反弹。由于货币政策传导到实体经济具有时滞性，四季度开始交易美联储后续货币政策转向，贵金属出现反弹。在 10 月通胀数据超预期向好的背景下，贵金属在 11 月大幅反弹向上。白银由于印度进口和实物需求库存大幅下降，价格表现强于黄金。

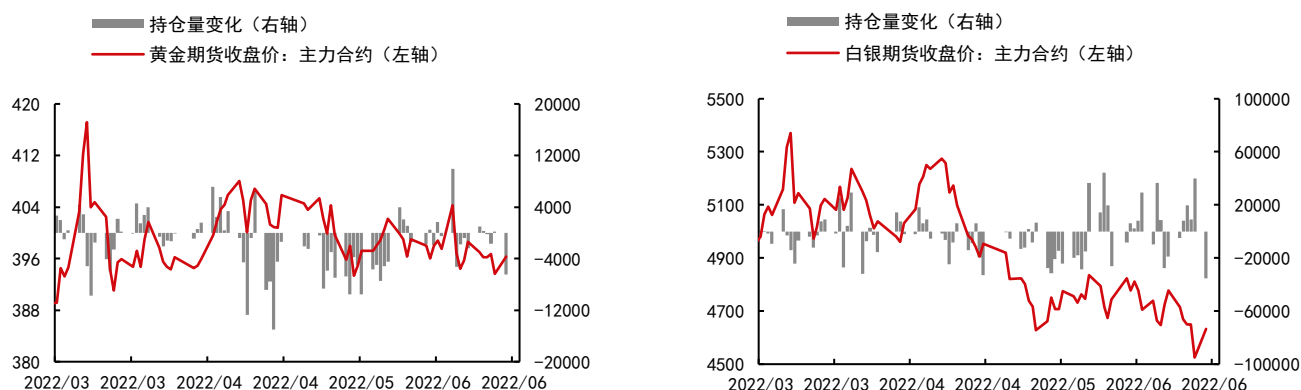
图 1：2022 年 1 月-3 月沪金和沪银价格和持仓：地缘主导大幅拉升



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

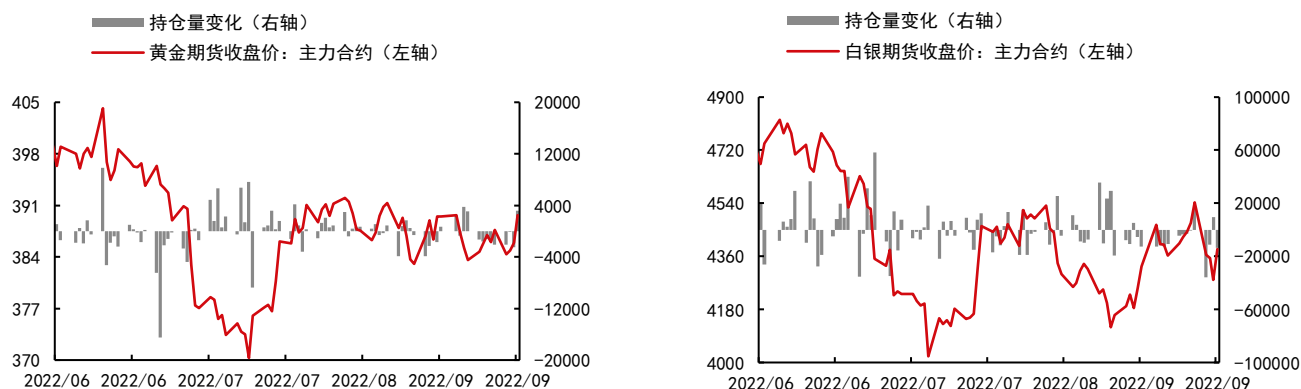
图 2：2022 年 3 月-6 月沪金和沪银价格和持仓：货币收紧使承压



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

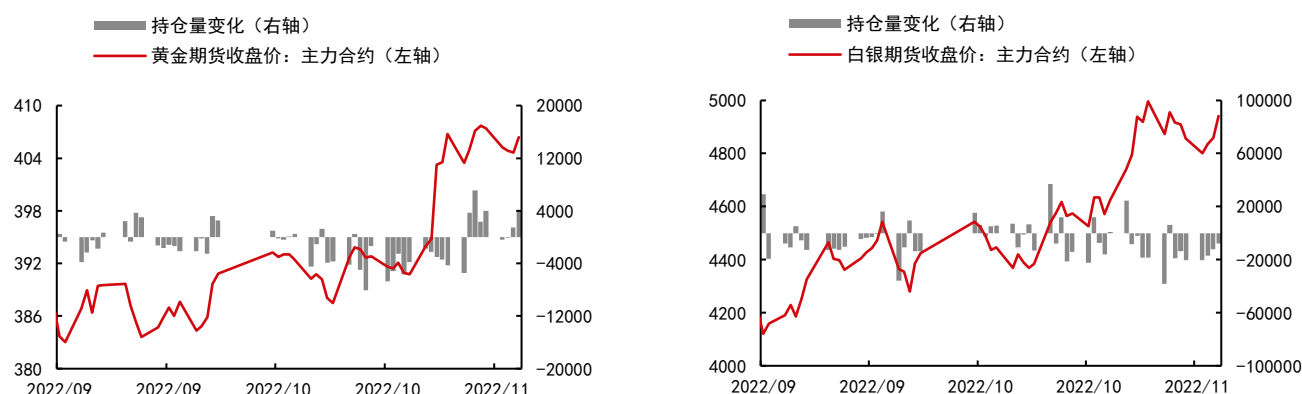
图 3：2022 年 6 月-9 月沪金和沪银价格和持仓表现：通胀数据变化，使贵金属先抑后扬



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图 4： 2022 年 9 月-11 月沪金和沪银价格和持仓表现：衰退预期+货币政策转向预期使贵金属再度反弹



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

二、2023 年贵金属的三个问题：货币政策转向、美国衰退、白银逻辑

贵金属可视为一种特殊的债券，由于库存不灭性，因此与美联储货币政策、经济状态和地缘政策更相关。我们认为，判断 2023 年贵金属只要回答三个问题：

（1）美联储何时转向，是否降息？（2）美国经济是否衰退，何时衰退？（3）白银价格上涨是否短期，空间如何？

我们的答案是，（1）美国明年二季度结束前加息或暂停，但由于通胀回落缓慢，未来降息空间也受限；（2）美国经济未来衰退概率接近 100%，时间最早或在二季度末，较大概率在三四季度，此时加息对长端利率影响愈发有限，美元指数大幅上冲概率较低，支撑贵金属；（3）白银现货需求和低库存使白银相比黄金更强。

综上，我们预测，Comex 黄金价格 1620 美元/盎司为底部，黄金和白银将在 12 月议息会议确定加息高点后向上。但由于通胀回落缓慢，因此美联储降息也会较为慎重，因此如不出现地缘外生冲击，价格上涨程度或有限，高点预期在 1950-2000 美元/盎司。

我们更强调白银的多头机会，20.4 美元/盎司为底部。由于通胀韧性，低库存问题或将更加严重，白银价格空间或强于黄金，第一目标价位 26.10 美元/盎司，不排除更高可能。

（一）货币政策转向：上半年或暂停加息，“滞胀”逻辑支撑贵金属

我们可以从金融指标和实体经济指标分别验证货币政策变化和经济时间衰退时点。首先观察历史衰退时点、利差倒挂持续时间、货币转向时间的关系，如

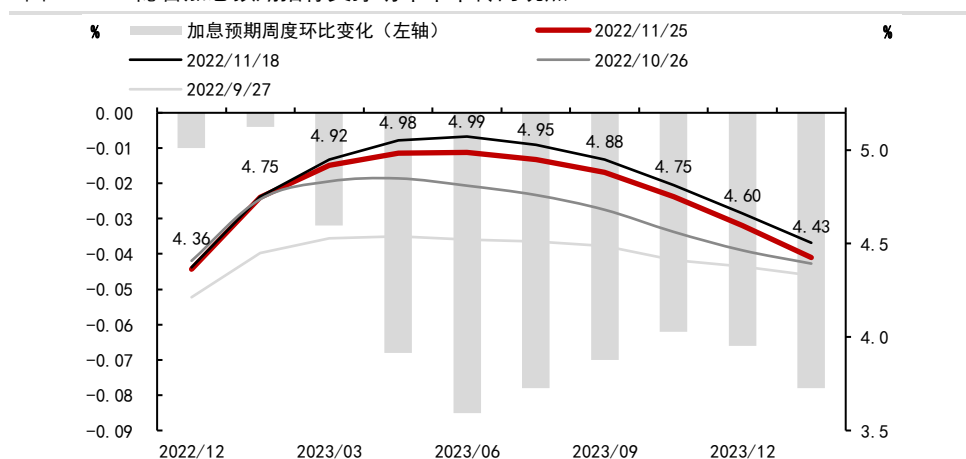
图表所示，除 1980 年 1 月的衰退时点外，通常利差倒挂后 5 个月后中止加息，最久不超过 9 个月。之后经济逐步步入衰退期，这体现美国货币政策前置熨平经济波动的过程。当前利差倒挂已经持续 5 个月，至明年年中为 11 个月，超过之前均值，且与联邦基金利率期货判断转向时点对应，因此我们判断明年年中货币收紧中止确实较大。从隐含加息预期指标看，同样支持明年二季度前转向观点，且联邦基金利率高点在年中为 5% 附近。而从明年年中开始，实体经济将进入衰退概率较大的时间区间。这支撑贵金属。

图 5：衰退前利差倒挂时间和转向时间：明年下半年开始准备进入衰退，预计货币政策转向

衰退开始	衰退结束	10 年-3 月利差 倒挂时间（月）	10 年-2 年利差 倒挂时间（月）	30 年-5 年利差 倒挂时间（月）	进入倒挂后货币政策 转向时间（月）
1980 年 1 月	1980 年 7 月	—	16	14	22
1981 年 7 月	1982 年 11 月	—	10	10	9
1990 年 7 月	1991 年 3 月	13	18	19	5
2001 年 3 月	2001 年 11 月	8	13	13	4
2007 年 12 月	2009 年 6 月	16	22	0	4
2020 年 2 月	2020 年 4 月	1	0	0	-5
当前状态	-	1	5	3	>5

资料来源：Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 6：隐含加息预期指标支撑明年年中转向观点

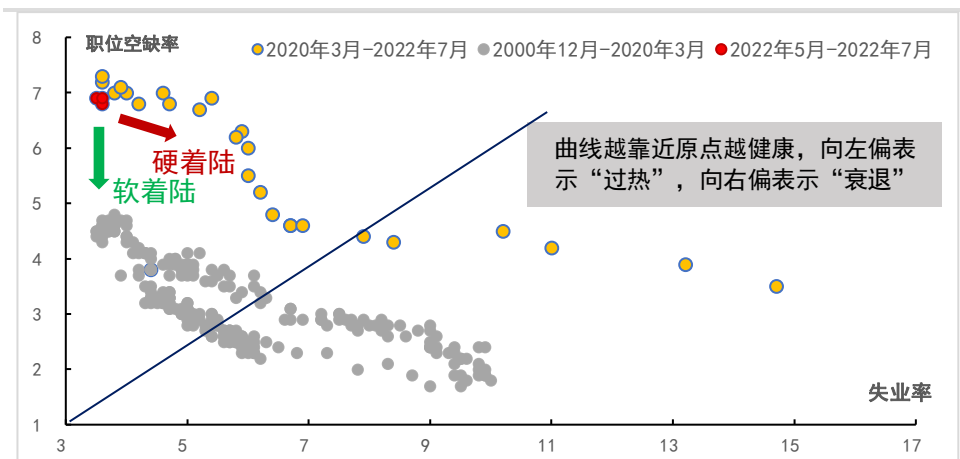


资料来源：BEA BLS 中信期货研究所

而从经济指标看，就业情况和房屋等价租金同样验证通胀回落缓慢，预计降息时间点存在不确定性，明年空间也有限。美联储“软着陆”的方案简单概括，就是使贝弗里奇曲线以职位空缺率下降，但是失业率不变的方式回归到疫情前位置（绿线代表“软着陆”）。我们认为，即使当前采用暴力加息模式，核心通胀

也很难快速回落，而就业结构问题（就业率和劳动参与率偏低）和货币传导“时滞”问题将错杀需求（红线代表“硬着陆”），这使得明年“滞胀加深”。但无论明年美国处于“滞胀加深”还是“衰退落地”，都有利于贵金属。

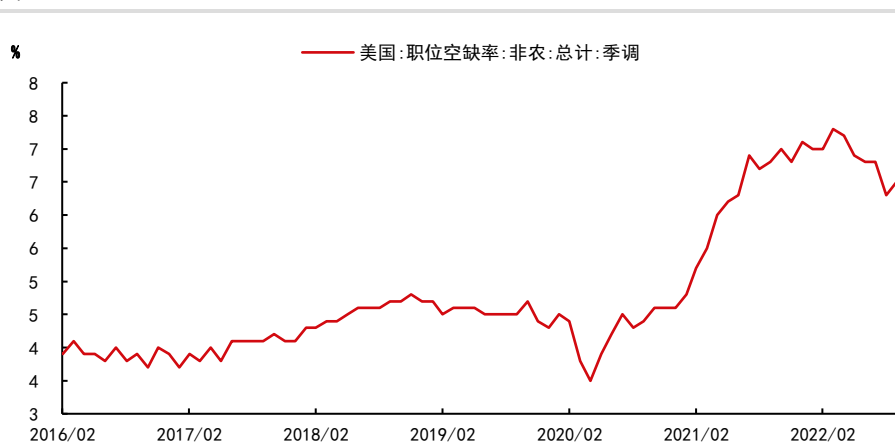
图 7： 贝弗里奇曲线：美联储希望降低职位空缺率，不抬升失业率



资料来源：Bloomberg Wind 中信期货研究所

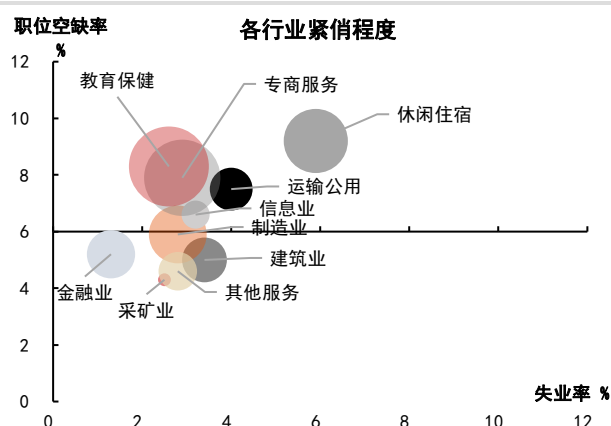
如上图所示，如果简单看美国当前失业率处于低位，职位空缺数处于高位，那么美国确实处于“过热”，存在“软着陆”的可能，但是实际上却不是这样。因为美国就业存在“错配”的可能，即在贝弗里奇曲线的二维空间内，存在结构错配的“第三维度”，使失业率相比真实值较低。由于新冠疫情使密切接触服务业供给难以恢复，超额储蓄使美国居民无心回到就业市场导致。此时核心通胀回落将缓慢，因为我们很难通过加息打压医疗、教育、基础服务业需求的方式改善通胀。

图 8： 职位空缺波动向下但仍未脱离峰值



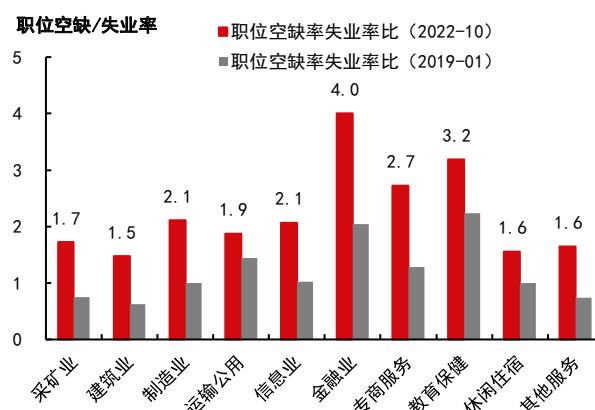
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 9： 各大行业仍然面临高职位空缺与低失业率的组合



资料来源：Wind 中信期货研究部
注：气泡大小代表行业就业人数规模

图 10： 各大行业劳动力紧俏程度仍然高于常值



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）美国衰退逻辑：概率接近 100%，预计最早在明年二三季度，此时贵金属获得向上动力

我们认为，即使年中货币政策转向，未来美国衰退概率已接近 100%，这同样支撑贵金属价格。该观点可以从衰退时点的预测过程中体现。

衰退常用的预测方式是，金融利率指标+实体经济指标。我们首先看美债长端利差验证观点。从图表可见，从 1977 年以来，当 10 年-3 月、10 年-2 年、30 年-5 年美债月均利差倒挂为两个或以上时，美国未来衰退概率为 100%。截止 2022 年 11 月，三种利差同时出现倒挂，暗示金融市场认为未来美国经济衰退几成定局。

图 11： 1980 年以来两种以上利差均值同时倒挂，未来衰退概率 100%，当前三种利差同时倒挂



资料来源：Bloomberg Wind 中信期货研究所

再从刚才衰退时点、利差倒挂持续时间、货币转向时间的关系看，历史上，即使货币政策出现转向，但滞后性依然使得实体经济面临一段时间压力，从明年

年中开始，实体经济将进入衰退概率较大的时间区间，这利好贵金属。

图 12： 衰退前利差倒挂时间和转向时间：明年下半年开始准备进入衰退，预计货币政策转向

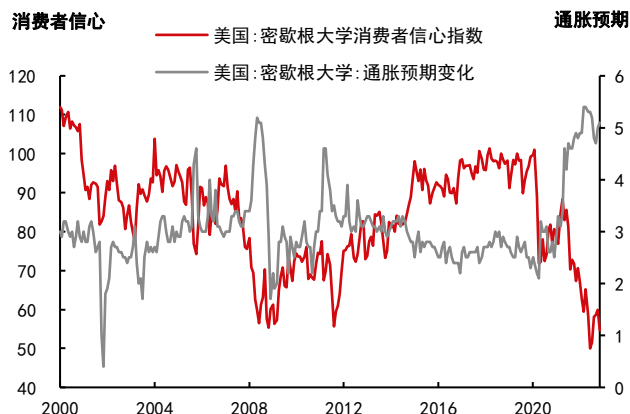
衰退开始	衰退结束	10 年-3 月利差 倒挂时间（月）	10 年-2 年利差 倒挂时间（月）	30 年-5 年利差 倒挂时间（月）	进入倒挂后货币政策 转向时间（月）
1980 年 1 月	1980 年 7 月	--	16	14	22
1981 年 7 月	1982 年 11 月	--	10	10	9
1990 年 7 月	1991 年 3 月	13	18	19	5
2001 年 3 月	2001 年 11 月	8	13	13	4
2007 年 12 月	2009 年 6 月	16	22	0	4
2020 年 2 月	2020 年 4 月	1	0	0	-5
当前状态	-	1	5	3	>5

资料来源：Bloomberg Wind 中信期货研究所

再从经济指标看，我们从美国实体经济指标观察，同样验证美国经济见顶预期。美联储哈克曾表示，货币政策传导到实体经济大约一年，以此推断，密集加息将在明年二、三季度开始显示威力，这支撑贵金属价格。

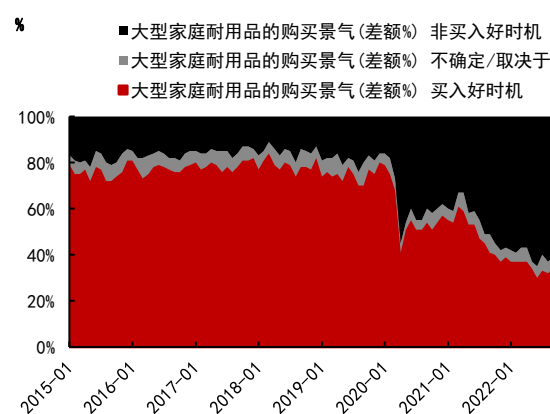
消费周期看，美国依赖多余储蓄，零售销售动能趋缓。年初以来，尽管名义个人可支配收入有所上涨，但个人实际可支配收入已回落至回疫情前水平并保持于此，这意味着任何名义增长已被通胀悉数蚕食，居民收入缺乏实际“增量”流入。因此，美国消费支出或有赖于前期积累的多余储蓄。然而，自 2021 年末以来，美国个人储蓄率持续走低，个人储蓄实际数据已持续低于假设走势，疫情期间所累积个人储蓄或已消耗过半。因此，今年美国零售数据环比增速持续边际放缓至环比持平。叠加前文所述居民资产或将继续受股市与楼市拖累，美国居民消费支撑可持续性存在疑问，而上行空间有限的居民净值增速或将拖累美国消费需求并带动零售销售增速向下。

图 13： 通胀预期施压消费者信心



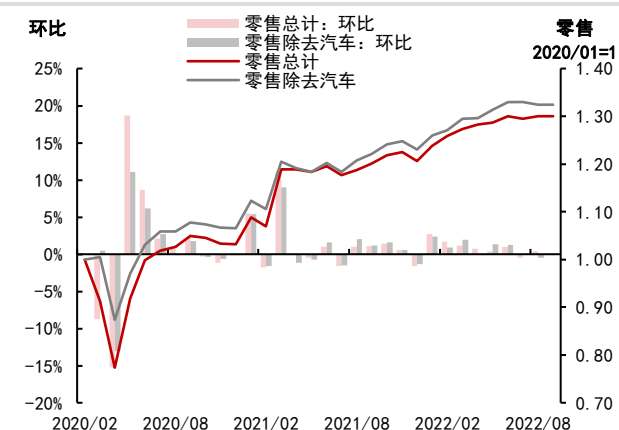
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 14： 居民净值或将拖累美国消费需求



资料来源：Bloomberg 中信期货研究 1

图 15: 零售数据环比增速持续边际放缓



资料来源: Wind 中信期货研究所

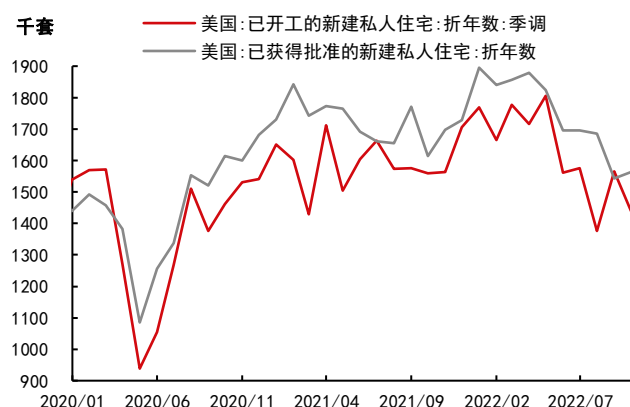
图 16: 居民净值或将拖累美国消费需求



资料来源: Wind 中信期货研究所

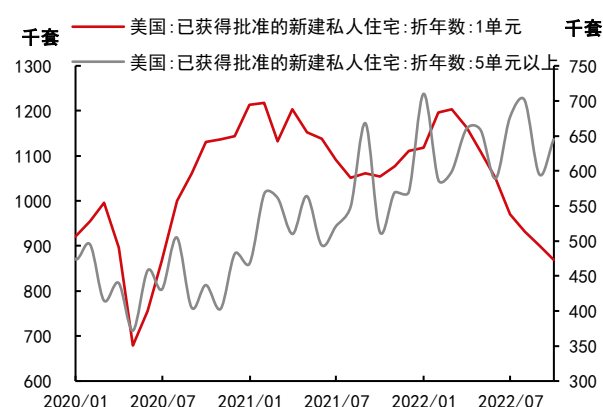
地产周期看，建设已脱离巅峰，趋于回落。从地产建材库存周期来看，今年年初以来，地产建材新订单同比增速持续回落、订单库存同比增速回归显示需求见顶收缩且订单不再积压，结合建材库存同比增速见顶回落，显示地产建材进入被动补库阶段。由于木材运输工具通常为平板货车，当美国私人住宅投资达到高峰时，美国木材价格与平板货车需求同步触顶。从私人住宅投资增速来看，疫情爆发以来美国第二轮地产建设已结束，平板货运市场需求回归常态，地产建设已从高峰回落。

图 17: 新屋开工、单户住宅营建许可于今年持续出现下滑



资料来源: Wind 中信期货研究所

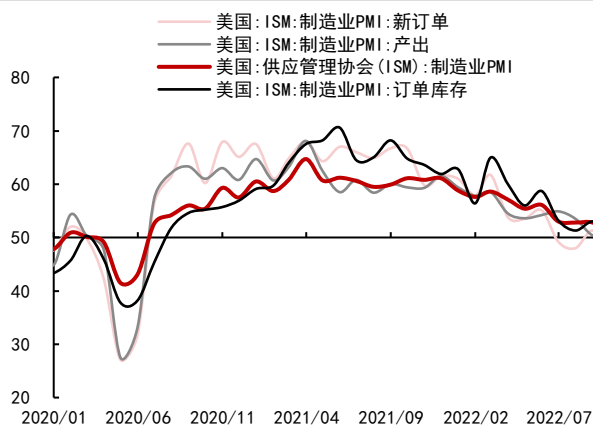
图 18: 单户营建许可下行明显，多户住宅上行犹豫



资料来源: Wind 中信期货研究所

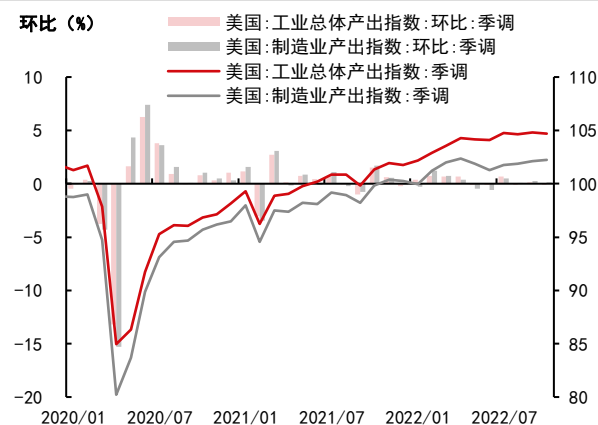
制造业周期看，美国工业扩张趋势逐步进入尾声。美国 ISM 制造业 PMI 自年初以来不断回落，10 月 ISM 制造业 PMI 录得 50.2，显示美国制造业已几近停滞。从 ISM 制造业 PMI 细分来看，美国制造业新订单 PMI 今年徘徊于收缩区间，显示需求已无增量。虽然短期之内生产 PMI 显示同步活动尚未出现收缩，但订单库存收缩使得同步生产的韧性存在依赖前期积压订单的嫌疑。从美国工业生产指数来看，美国工业生产今年并未出现明显下滑但上升已显疲态。

图 19: ISM 制造业 PMI 自年初以来不断回落



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 20: 工业生产上行动能趋缓

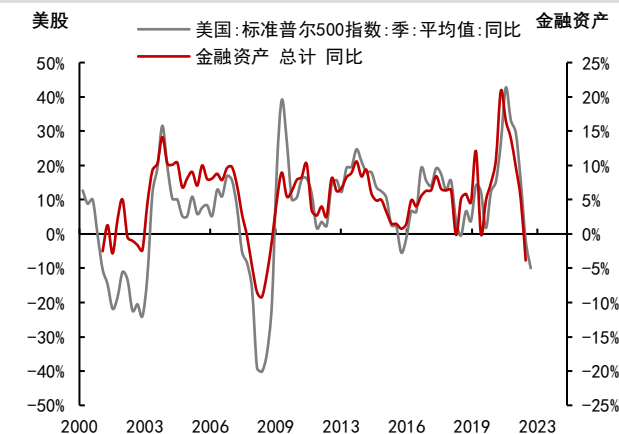


资料来源: Wind 中信期货研究所

（三）白银逻辑：实际库存历史极低，宏观转向下

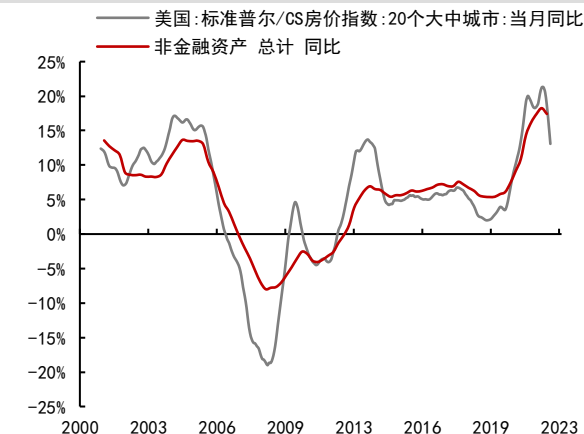
上述分析可知我们判断，（1）明年年中，美联储大概率中止加息；（2）即使中止加息，美国仍难以避免需求回落，走向衰退。虽然我们也认为，2023 年美国通胀回落速度较慢，使得美联储从中止加息迅速转向降息仍待观察，但美股、流动性、居民金融资产间的高相关性，以及实体经济大概率走衰的情况，**仍然使我们认为贵金属值得重点关注，尤其是“滞胀加深”表现极佳的白银。**

图 21: 居民金融资产与美股同行



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 22: 地产转冷拖累居民非金融资产



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

我们曾强调，由于白银在 2020 年累积了超量金融投资库存，使得其价格仍然主要跟随黄金，并据此提出了根据通胀预期操作金银比的策略，在二季度产生良好效果，但这一情况在今年 8 月下旬起发生变化，金银比与通胀预期负相关关系消失，显示白银相对黄金定价逻辑变化。

中信期货贵金属 2023 年度策略报告

图 23： 白银供需平衡表：2020 年积攒了近十年最高的金融投资库存 10299 吨

项目 (单位: 吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
供应										
矿山生产	26293	27437	27896	27992	26863	26445	26000	24295	25587	26226
回收	5609	5018	4581	4537	4580	4622	4593	5044	5382	5616
净对冲供应	-	332	67	-	-	-	473	264	-	156
官方部门净销售额	52	36	33	33	33	37	32	37	48	48
总供应量	31954	32822	32577	32562	31475	31104	31097	29640	31017	32045
需求										
工业的	13983	13650	13720	14785	15663	15539	15492	14459	15807	16783
工业中光伏	1571	1507	1684	2915	3166	2877	3069	3142	3536	3950
摄影	1424	1355	1282	1174	1092	1051	1018	865	892	885
珠宝	5813	6000	6273	5859	6072	6280	6229	4660	5641	6278
银器	1447	1666	1802	1677	1853	2102	1931	1009	1327	1639
净实物投资	9351	8806	9654	6594	4843	5139	5809	6377	8668	8686
净对冲需求	913	-	-	374	66	239	-	-	292	-
总需求量	32930	31478	32731	30463	29590	30348	30480	27370	32627	34270
供需平衡	-977	1344	-155	2099	1885	755	617	2270	-1610	-2224
ETP持有拉动	148	-9	-532	1676	223	-666	2590	10299	2020	778
市场余额减去 ETP	-1124	1353	377	423	1663	1421	-1972	-8029	-3630	-3002
银价 (美元/盎司)	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	23.9

资料来源：世界白银协会 中信期货研究所

图 24： 8 月前金银比与通胀预期明显负相关



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 25： 8 月下旬开始金银比与通胀预期负相关消失



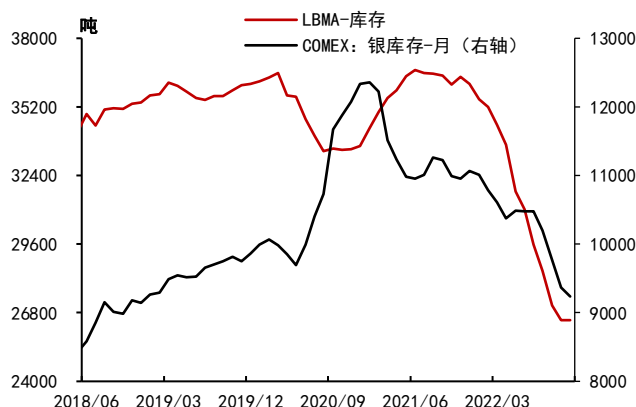
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

宏观定价变化提醒我们关注库存变化，可以发现白银库存大幅下降。LBMA 库存下降至 26500 吨左右，为 2016 年以来新低，COMEX 白银库存下降至不足 9000 吨，同样低于 2019 年水平，这解释了宏观定价能力的消失。

印度白银进口量的大幅上升或能解释库存回落。根据路透社的报道，今年印度的白银进口量将会比 2021 年增加两倍，创下历史新高，此前白银价格跌至两年

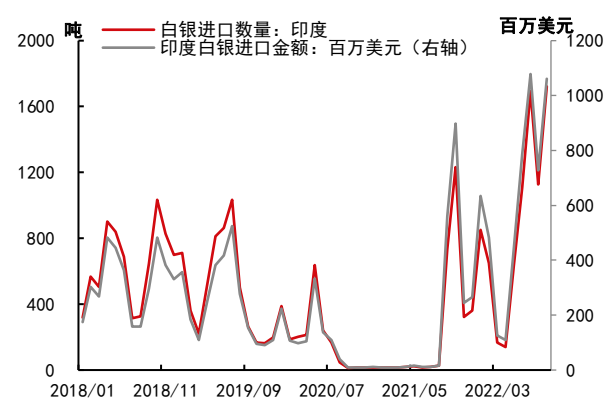
低点，促使投资者押注白银、为反弹做好准备，并预计白银在未来几年可能跑赢黄金。白银进口商 Amrapali Group Gujarat 的首席执行官 Chirag Thakkar 表示，印度的投资需求一直在推动进口，2022 年印度的白银进口量可能会跃升至创纪录的 8,200 吨，而 2021 年仅为 2100 吨。

图 26: LBMA 和 COMEX 白银库存大幅回落



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 27: 印度白银进口量大幅上升



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 28: 黄金 ETF 持仓尚未完全企稳



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 29: 白银 ETF 持仓已经提前企稳反弹



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

而从 ETF 的持仓量看，白银实际可交割的库存可能更少。如上图所示，在前期美联储货币收紧导致贵金属下跌的过程中，白银率先黄金企稳，并且库存相比收紧前没有大幅度下降，仍有 15000 吨左右（疫情前为 11000 吨）。考虑 SLV 白银 ETF 约占全球的 60% 左右，那么对应于 LBMA 的库存，其中 ETF 占据可能就有 20000 吨以上，这使得白银现货短缺程度或比表面更为严重，这使得明年白银或相比黄金更加有机会。

（四）非美海外情况：美元指数上行空间受限，支撑贵金属

黄金也被视为一种“准货币”，能够规避美元的信用风险，因此美元指数与贵金属的关系主要体现在替代性，我们也关注美元指数对白银的影响。当市场风

险来自于美国，引致其货币宽松预期，就会发现黄金与美元负相关。而当非美主权国家遭遇风险，美国稳定，黄金和美元可能同涨同跌，此时美国经济相对其他国家的强弱决定了黄金和美元哪个更有性价比。

观察近期海外市场，发现美元指数大幅拉涨，考虑到美国加息，欧元区风险和日本的维持宽松，使得美元端对贵金属产生利空。此时问题有两个：（1）海外风险是否对美元指数拉涨持续？（2）人民币汇率如何演绎，影响贵金属？（3）美元加息节奏如何，这将影响贵金属的表现。

第三个问题已经在前文回答。而前两个问题我们认为，年底前美元指数维持高位，但后续上涨将面临欧元区加息和日本持续的汇率抵抗，对贵金属压力或出现缓解，而国内经济周期和美国经济周期的分化，使得国内贵金属相比海外稳定。

图表 32： 近期美元指数回落



资料来源：Wind Bloomberg 美联储 中信期货研究所

图表 33： 汇率端近期欧元区加息、日本干预汇市，美元指数回落



资料来源：Wind Bloomberg 美联储 中信期货研究所

主要原因可以根据欧元区和美国经济状况分析得到。10 月份欧元区消费者调和价格指数同比增长 9.1%，8 月欧元区核心通货膨胀率为 4.3%，比前月的 4% 继续上升。值得注意的是，整体通胀和核心通胀之差已经放大到一倍以上，这体

现食品和能源价格依然是影响欧元区通胀和经济的核心。其中能源是主要贡献者，8 月同比上涨 43.8%（前值 44.44%）。

这就使得对于欧元区而言，控制能源价格和输入性通胀是其最优决策。而欧元区 9 月失业率 6.7%（8 月 6.6%），低于疫情前 7.4%（2020 年 2 月）。也为欧元区提供弹药，防止输入性通胀，支持其维持汇率。考虑前文分析美国经济、通胀和就业状况，以及欧元区支持制裁俄罗斯需要美国支持，预计美元指数进一步上升动力将受限。

而对于日本而言，进一步大幅贬值将伤害日本贸易结构，导致输入性通胀风险，因此干预汇市的政策或会持续，但短期仍不会改变货币政策。

考虑到日本失业率相比疫情前仍高，内债规模高于外债，国内经济压力更强，因此前期均未采用收紧货币的政策。而与欧元区不同，日本近日通胀上涨，主要原因来自贬值后贸易逆差大幅恶化（8 月贸易逆差 2.37 万亿日元，2020 年 3 月的 2.07 万亿），输入性通胀大幅拉升。由于日本重启核电设施，使得整体通胀与核心通胀差差异不大（8 月 CPI 3%，核心通胀 2.8%），因此日本后续或将持续采用政策稳定汇市，限制美元对贵金属压力。

三、策略：贵金属单边多头，空金银比，多金油比

（一）趋势判断：方向变化或在年底，关注货币传导和核心通胀变化

我们预测，Comex 黄金价格 1620 美元/盎司为底部，黄金和白银将在 12 月议息会议确定加息高点后向上。但由于通胀回落缓慢，因此美联储降息也会较为慎重，因此如不出现地缘外生冲击，价格上涨程度或有限，高点预期在 1950-2000 美元/盎司。

我们更强调白银的多头机会，20.4 美元/盎司为底部。由于通胀韧性，低库存问题或将更加严重，白银价格空间或强于黄金，第一目标价位 26.10 美元/盎司，不排除更高可能。

（二）关注比价关系：金铜比、金油比，白银库存下降下白银和金银比的逻辑变化

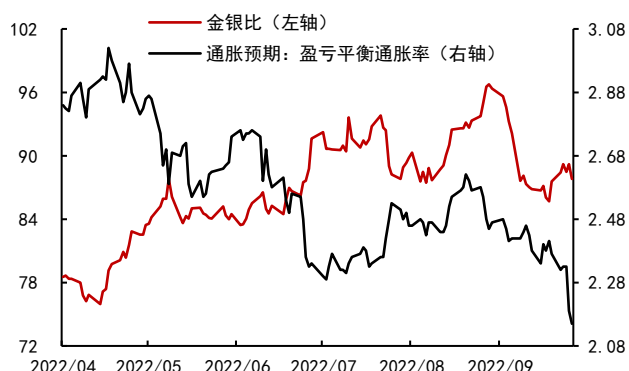
我们也建议关注结构性机会，即铜金比和金油比的变化，以及白银短缺后长期的金银比变化。我们发现，铜金比与美国 PMI 呈现明显的负相关性。参考我们

对于美国经济近期扰动和经济前景的分析，认为铜金比或将向下，**建议 11 月铜价反弹后金铜比低点入场。**

而金油比，我们发现在滞胀期，伴随需求下杀，表征通胀的 CRB 价格指数回落，金油比与其常显示负相关。此外，参考我们大宗商品策略报告，原油价格下行空间或比想象更高，**因此也可考虑做多金油比的策略。**

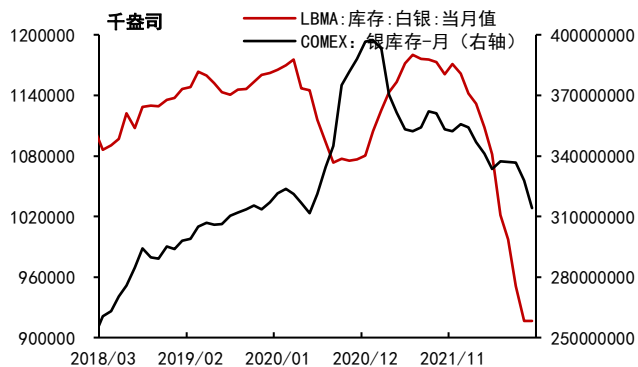
对于金银比，我们建议看空。理由在之前部分已经介绍，白银在滞胀期表现更好，同时低库存和投资需求上升使得白银空间或比黄金更高。

图表 34：金银比与通胀预期负相关性近期减弱



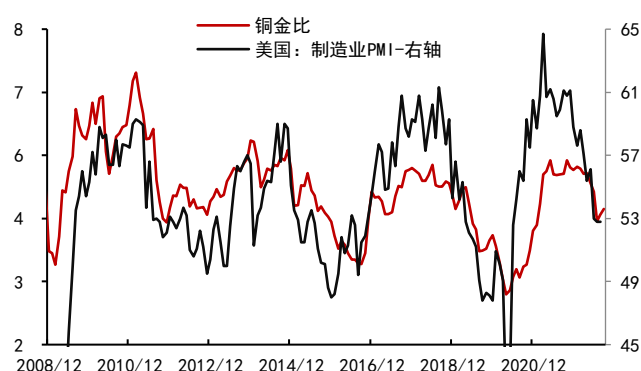
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表 36：白银库存大幅下降，导致金银比宏观定价失效



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表 35：铜金比与美国 PMI 负相关



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

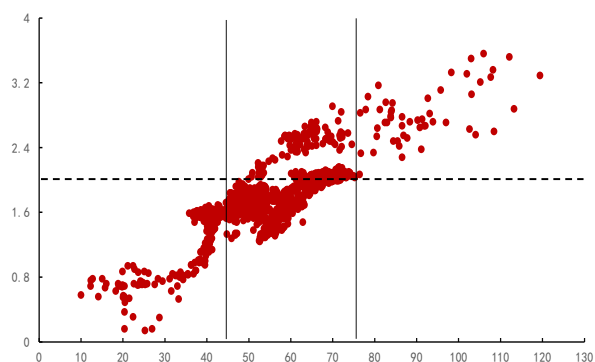
图表 37：金油比与 CRB 价格指数呈现负相关



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表 38: 5 年通胀预期 2%: WTI 油价 47-76.5 美元

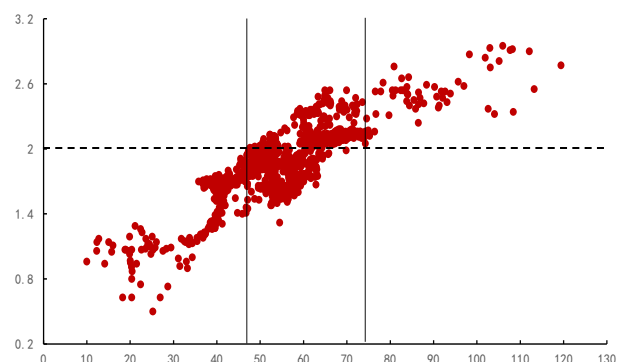
通胀预期5年 & 西德克萨斯原油现货价: 库欣交割 (2017年1月-2022年11月)



数据来源: Wind 中信期货研究所

图表 39: 10 年通胀预期 2%: WTI 油价 46.7-75.3 美元

通胀预期10年 & 西德克萨斯原油现货价: 库欣交割 (2017年1月-2022年11月)



数据来源: Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826