

来源：中国证券报

近期，贵金属板块光芒四射，不管是期货价格还是概念股均出现显著上涨，沉寂多时的白银价格更是拾级而上，也使得金银比值得以修复。何种因素驱动贵金属标的资产联动走高？金银比出现修复意味着什么？此轮贵金属能涨到多高？本栏目邀请格林大华期货武汉营业部总经理韩骁、光大期货贵金属高级研究员展大鹏一起探讨。

标的资产联动上涨

中国证券报：近期，贵金属板块期货、股票等标的出现联动上涨的原因是什么？

韩骁：近期贵金属价格大幅上涨的原因主要是市场对于美联储降息预期的炒作。美联储最快可能在7月底的议息会议上下调基准利率25个基点。美联储主席鲍威尔在本月16日表示，央行正在密切监控美国经济成长下滑风险，将会采取适当行动以维持经济扩张，并强调近年来利率决策更加考量全球因素，这番话使得市场更加确定了本月底美联储降息的猜测。

自2015年底首次加息以来，近些年美联储一直处于货币紧缩周期，美联储此次降息意味着美联储可能会进入到货币宽松的周期，货币宽松会增加市场货币流动性，导致美元贬值，刺激贵金属价格上涨。因此，在美联储降息预期下，贵金属相关资产开始大幅上涨。

展大鹏：贵金属股票估值与贵金属价格走势息息相关。对于黄金冶炼企业来说，利润最大的变量就是金价，金价上涨，利润增加，估值也会相应提升；对于黄金饰品加工企业来说，赚的是加工费，但金价上涨可以提高销量。因此，理论上，贵金属板块期货和股票呈正相关表现，今年走势联动最紧密的一段始于5月中下旬，表现为同步上涨与同步回调。

不过，需要注意的是，金价与黄金股呈现强相关性往往是短期的，长期来看是弱相关性，这主要是因股票相比期货更能反映投资者对企业的盈利预期，这其中不仅包含价格预期，还包含宏观、基本面以及市场整体氛围和投资者的情绪等。投资者可以认为期货更加理性，股票多存情绪化，预期一致时，股期多联动，增强相关性；预期产生分歧，金价与股市常有背离，从而降低了相关性。

金银比值迎来修复

中国证券报：目前，金银比值处于何种水平？该比值变化隐含哪些信息？

韩骁：截至7月18日，金银比值在88附近，前段时间由于黄金价格暴涨导致金银比值一度突破90，近日由于白银价格补涨，金银比值有所回落，但仍处历史高位水平。金银比值在近几年持续上涨，今年甚至突破85——近年来比值的震荡区间。这其中反映出一个问题，黄金和白银这两个贵金属品种的相关性减弱。每个市场品种其实都拥有金融属性和商品属性，从近几年来看，黄金的金融属性远超过其商品属性的特性没有多大改变，但白银的金融属性在逐渐减弱，商品属性在逐渐增强，这点从今年黄金价格大幅上涨但白银价格涨幅有限，以及近期有色金属价格大幅上涨白银价格也跟着大幅上涨上可以很明显地看出来。因此，对于做套利的交易者而言，做多或者做空金银比值这个内在逻辑可能需要调整。

展大鹏：过去三年，金银比持续震荡攀升，近几个交易日最高一度达到93，超过2008年金融危机前水平，也是近20年的最高水平。从历史走势来看，金银比平均在70-75左右，90以上相当罕见。

一般来说，黄金因避险作用稳定性强于白银，而白银比黄金具有更强的工业属性和波动性，因此金银比可以反映经济周期的一定变化，在经济衰退周期，白银价格下跌快于黄金价格，金银比一般会上升；在经济复苏周期，白银价格上涨快于黄金价格，金银比往往会下降。

当金银比接近或达到某一极值，市场中做空金银比的意愿会相当强，即会产生买银抛金的动力，这对于金或银来说可能面临重要的拐点。在当前的环境下，随着美联储货币政策转松以及国内经济“弱复苏”，白银工业属性有所显现，此时价格又处于近几年低位，在“做空金银比”的保护下，白银价格出现补涨行情也在预料之中。只是白银价格补涨行情在市场预期一致下很快变成了轧空行为。随着银价迅猛上涨，金银比快速修复，或预示着本轮金银上涨行情进入收尾阶段，特别是对黄金投资者来说，当金银比修复至80左右，应注意因多头获利了结可能产生的回调风险。

多头行情能走多远

中国证券报：从历史牛市周期来看，此轮贵金属价格能涨到多高？

韩骁：俗话说：“牛市不言顶。”如果参考历史上牛市周期的话，2008年黄金价格从680美元/盎司涨到了2011年1900美元/盎司，上涨幅度接近300%。黄金从2013年开始进入震荡周期以来，波动率已持续6年保持在较低水平。根据以往经验，在持续长时间低波动率后，接下来很有可能会迎来波动率的快速上扬。目前，金价在突破前期压力位后，会逐渐转入牛市周期中，中短期可能还会有10%左右的涨幅，未来几年有可能创出历史新高。

展大鹏：从黄金涨幅上看，此轮行情只能称为熊市中的“小牛市”。从历史上两轮

大牛市周期来看，主要发生在某一经济体高速发展时期，往往伴随着高增长、高利率和高通胀。第一轮发生在上世纪七十年代，以美国为首的经济体快速发展，当时利率和通胀水平都较高；最近一轮大牛市是本世纪初，源于中国经济的腾飞，彼时利率和通胀同样处于较高水平，而且它不光是黄金的十年牛市，也是整个大宗商品的黄金十年。经济学家普遍认为目前所处的环境是进入“存量经济”时期，政府也定调“L”型走势，因此暂时看不到经济的再度腾飞，也就看不到黄金新的大牛市。

从技术上测算，本轮贵金属行情符合熊市中“小牛市”的看法，反弹最高点一般是熊市下跌幅度的50%处，从最低点测算行情高点应该在1500美元/盎司左右。从近期上涨高点来看，已比较接近，因此黄金多头投资者在乐观的同时，也要注意随时回调的风险。

中国证券报：对于后市贵金属标的资产走势有何看法？投资者又该如何布局？

韩骁：本轮贵金属价格上涨的主线逻辑是美联储降息预期，后续美联储的确有降息的可能性，因此后市贵金属类标的资产包括期货、期权、贵金属企业证券、贵金属理财产品等应该都会有良好的表现。

风险偏好较低的投资者可考虑配置低杠杆类的标的资产，例如贵金属现货、银行纸黄金等；风险偏好中等的投资者可考虑配置贵金属企业证券、合适仓位的贵金属期货、贵金属理财产品等；风险偏好高的投资者可考虑贵金属期货、贵金属期权等贵金属金融衍生品。

展大鹏：从历史走势来看，黄金的作用并不在于“涨”，而在于“稳”，在于对冲未来经济发展过程中市场可能出现的不确定性风险，国际上许多知名机构或基金往往会在资产配置中加入黄金来对冲或分散风险，然后根据经济周期节奏来调整黄金配置的比重。

随着国内投资者对于金融市场风险认识的加深，黄金投资需求越来越得到重视，在实际投资过程中也会考虑黄金类投资标的来分散风险。当然对于不同的投资者推荐的标的也会不一样，稳健的投资者建议选择定投式买入黄金ETF做中长期持有，因折现难度大并不建议选择黄金实物；激进的投资者建议选择黄金期货或递延品种，如此对于中短期金价波动多空都可灵活对待。