

行业研究/动态点评

2019年08月14日

行业评级:

有色金属 增持 (维持)
基本金属及冶炼II 增持 (维持)

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

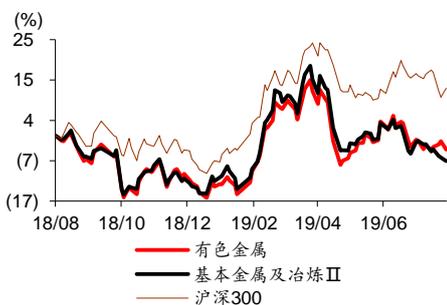
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiukeyuan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1 《神火股份(000933,增持): 主营业务减亏, 投资收益增厚业绩》2019.08
- 2 《有色金属: 嘉能可拟关停 Mutanda 铜钴矿, 参考历史看影响》2019.08
- 3 《有色金属: 行业周报 (第三十二周)》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

金银比处于 85-100 敏感区间, 修复范式或已触发

金银比处于 85-100 敏感区间, 修复范式或已触发

7月金银比已创近20年新高, 逼近过去50年极大值100大关。自18年11月以来金银比进入85-100敏感区间, 近期白银价格大幅上涨, 我们认为金银比的修复范式或已触发。1968年至今, 金银比大体经历了三个完整的周期(划分标准见正文), 目前处于第四周期中的上升阶段。布雷顿森林体系崩塌后, 金银比开始波动, 自1968-2010年, 三次金银比周期的运行规律体现出了一种不变的范式, 即无论世界经济环境如何变化, 金银大宗商品属性如何变化, 金银比上升到一定极值后便会下降。

过往历史规律表明多层面共振构成金银比修复范式

自1968年后, 不同时期金银比的峰值不同, 且金银比达到所处时期的峰值时, 该比例会进行回调, 即存在一个修复范式。修复范式指金银比的回调从属于多种因素的动态共振之下: 心理层面上, 从古至今, 黄金白银保值避险的共识深入人心; 资金流向层面上, 资金会从高价格高价值资产转向低价格次高价值资产; 基本上, 商品价格变化会影响生厂商微观层面的动态调整; 以上多种层面的共振构成了金银比修复范式。

物极必反, 否极泰来, 何为“极”

我们知道事物运行规律从属于物极必反、否极泰来的原则框架之中。但知道上述原则是无实际意义的, 如何量化“极”才是核心矛盾。我们遵照极值思想, 即寻找历史上出现过最显著的回调, 其余幅度的回调即包含在内, 明确几次最显著回调前的极值点, 这种方法虽然无法把握阶段性小级别行情, 但对大级别行情会有清晰认知, 小级别行情自然也包含其中。我们测算了1968年至今金银比各个区间的下降幅度, 测算结果显示近50年的时间内, 金银比共出现三次完整周期, 目前正处于第四次周期上涨阶段, 我们判定85-100属于金银比敏感区间(判断方式见正文)。

只会迟到从未缺席的强势补涨金属

历史规律显示白银是黄金价格上涨启动后强势的补涨金属。上述后两次完整周期金银比在极值后下降幅度分别为-61%、-62%, 期间黄金价格涨幅均值为30%, 白银为240%, 白银相对涨幅高达210%。另外从细分阶段来看, 1968.01-2019.08.13期间金银比达到峰值后出现较为显著的回调(幅度18%以上, 共17个阶段), 我们发现所有17个阶段, 当金银比在高位出现显著回调后, 无一例外均是白银价格出现显著上涨, 而非白银价格稳定黄金价格大幅下跌, 17个阶段的白银涨幅均值为98%, 黄金为16%, 白银的相对收益高达83%。

当金银比处于周期极值, 危机往往已经显现

1973年6月29日金银比达到第1周期极值点44, 当时正值越南战争时期; 1991年2月12日金银比达到第2周期极值点100, 当时正值海湾战争时期; 2008年10月10日金银比达到第3周期极值点85, 当时正值全球金融危机时期。现在金银比已处于85-100敏感区间, 全球正面临着经济下行的压力, 贸易摩擦的不确定性, 民粹主义情绪的升温, 因此我们认为金银比进入85-100敏感区间, 又一次来到了这一时刻, 修复范式或已触发。

风险提示: 中美贸易摩擦问题完全解决, 英国无协议脱欧没有对欧盟经济产生较大影响, 近40年金银比修复范式失效。

金银比处于 85-100 敏感区间，修复范式或已触发

7月金银比已创近20年新高，逼近过去50年极大值100大关。自18年11月以来金银比进入85-100敏感区间，近期白银价格大幅上涨，我们认为金银比的修复范式或已触发。自布雷顿森林体系崩塌，金银比开始波动。如图表1所示，1968年至今，直观上从图形来看，金银比似乎是达到某一阶段的极值后便会下降。

我们知道事物运行规律从属于物极必反，否极泰来的原则框架之中。但知道上述原则是无实际意义的，如何量化“极”才是核心矛盾。自1968年后，不同时期金银比的峰值不同，且金银比达到所处时期的峰值时，该比例会进行回调，即存在一个修复范式。修复范式指金银比的回调从属于多种因素的动态共振之下；心理层面上，从古至今，黄金白银保值避险的共识深入人心；资金流向层面上，资金会从高价格高价值资产转向低价格次高价值资产；基本上，商品价格变化会影响生厂商微观层面的动态调整；以上多种层面的共振构成了金银比修复范式，所以单一层面分析金银比修复或有失偏颇。

历史上出现过数次金银比在80以上，行情开始修复的情况。但对于本轮金银比走势来看，这种情况显然失效，金银比自2018年2月2日达到80，截至2019年8月8日，维持80以上近一年半的时间，并创近20年历史新高。失效原因在于仅统计了少数几次金银比达到80出现的回调便判断极值点在80，样本过少，实为阶段性认知的幻想。

为了避免片面认知，我们遵照极值思想，即寻找历史上出现过最显著的回调，其余幅度的回调即包含在内，明确几次最显著回调前的极值点，这种方法虽然无法把握阶段性小级别行情，但对大级别行情会有清晰认知，小级别行情自然也包含其中。我们测算了1968年至今金银比各个区间的下降幅度，测算结果显示近50年的时间内，金银比，显著下降在60%以上，且上涨在105%以上，出现过三次。我们以此为标准，定义涨幅大于105%，降幅大于60%可以划分为一个完整上涨下跌周期，1968年至今金银比可划分为三个完整周期，现阶段金银比正处于第四周期的上涨阶段，截至201908013，金银比自第三周期结束已上升178%，大于105%符合我们此前定义的一个完整周期的上涨标准，至于上涨周期是否结束，需要等待下跌周期走完才能确定，但此时对于整个周期极值点的判断才具备实际意义。

上述三个完整上涨下跌周期金银比回调前的极值分别为45、100、85。1973年距离1971年美国宣告布雷顿森林体系结束，时间较近，我们认为体系或对当时市场上的金银价格仍存在一定影响，因此我们不参考第1周期的极值点。

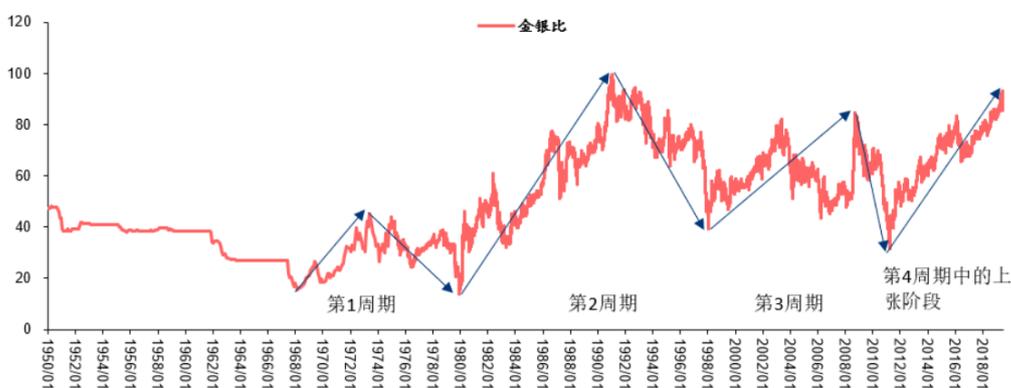
综上，可供参考的两个周期为19800103-19980205，19980206-20110422，显著回调前的极值点分别为100、85。因此在历史规律不失效的前提下，我们认为可具备参考的金银比极值区间为85-100。

图表1: 第2、3周期金银比回调期间相对黄金涨幅均值达210% (单位: 美元/盎司)

		黄金价格	白银价格	黄金涨幅	白银涨幅	白银相对涨幅	金银比	金银比涨幅
第1周期	1968/3/29	35	2				15	
	1973/6/29	120	3	241%	17%	-224%	45	192%
	1980/1/2	560	40	366%	1398%	1033%	14	-69%
第2周期	1980/1/3	634	37				17	
	1991/2/12	364	4	-43%	-90%	-48%	100	481%
	1998/2/5	299	8	-18%	109%	127%	39	-61%
第3周期	1998/2/6	298	7				41	
	2008/10/10	850	10	185%	39%	-146%	85	105%
	2011/4/22	1507	47	77%	371%	294%	32	-62%
周期下跌阶段均值				142%	626%	485%	58	-64%
第2、3周期均值				30%	240%	210%	70	-62%

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表2: COMEX 黄金与 COMEX 白银价格比值



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

只会迟到从未缺席的强势补涨金属

历史规律显示白银是黄金价格上涨启动后强势的补涨金属。上述三次完整周期金银比在极值后下降幅度分别为-69%、-61%、-62%，期间黄金价格涨幅均值为142%，白银为626%，白银相对黄金涨幅高达418%。因上述原因，我们剥离第1周期，2、3周期金银比回调阶段，白银上涨均值为240%，相对黄金上涨210%。

细分阶段来看，1968.01-2019.08.13期间金银比达到峰值后出现较为显著的回调（幅度18%以上，共17个阶段），我们发现所有17个阶段，当金银比在高位出现显著回调后，无一例外均是白银价格出现显著上涨，而非白银价格稳定黄金价格大幅下跌，17个阶段的白银涨幅均值为98%，黄金为16%，白银的相对收益高达83%。

图表3：1968年1月至今金银比回调在18%以上的阶段白银相对黄金价格涨幅约83%（单位：美元/盎司）

	金银比	金价	银价	金价涨跌幅	银价涨跌幅	金银比回调幅度	白银相对涨幅
1973/6/29	45	120.12	2.67				
1974/2/28	26	150.23	5.69	25%	113%	-42%	88%
1975/1/20	44	175.00	3.99				
1976/7/7	24	123.30	5.08	-30%	27%	-45%	57%
1978/10/25	39	230.90	5.94				
1980/1/2	14	559.50	39.95	142%	573%	-64%	431%
1980/5/22	46	501.00	10.89				
1980/9/24	30	710.50	23.54	42%	116%	-35%	74%
1982/6/21	61	296.75	4.90				
1983/6/1	32	410.00	12.75	38%	160%	-47%	122%
1986/10/2	78	431.30	5.56				
1987/5/5	51	459.25	8.95	6%	61%	-34%	54%
1988/1/5	73	475.50	6.50				
1988/7/20	57	444.00	7.82	-7%	20%	-22%	27%
1991/2/27	100	360.00	3.61				
1992/5/11	82	336.15	4.11	-7%	14%	-18%	20%
1992/10/8	94	352.50	3.73				
1994/5/23	67	389.60	5.78	11%	55%	-29%	44%
1995/3/3	85	376.80	4.41				
1995/5/4	64	390.70	6.12	4%	39%	-25%	35%
1996/11/6	80	378.00	4.73				
1997/2/14	66	345.20	5.26	-9%	11%	-18%	20%
1997/7/18	77	328.95	4.27				
1998/2/5	39	298.65	7.64	-9%	79%	-49%	88%
1998/12/2	62	293.20	4.71				
1999/8/4	47	256.15	5.48	-13%	16%	-25%	29%
2003/6/5	82	368.75	4.50				
2004/4/6	51	419.45	8.23	14%	83%	-38%	69%
2008/10/10	85	850.10	10.06				
2009/9/16	59	1017.08	17.39	20%	73%	-31%	53%
2010/2/15	71	1100.90	15.56				
2011/4/22	32	1507.04	47.42	37%	205%	-55%	168%
2016/2/26	83	1223.46	14.70				
2016/11/10	68	1259.20	18.61	3%	27%	-19%	24%
均值				16%	98%	-35%	83%

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

当金银比处于周期极值，危机往往已经显现

1973年6月29日金银比达到第1周期极值点44，当时正值越南战争时期；1991年2月12日金银比达到第2周期极值点100，当时正值海湾战争时期；2008年10月10日金银比达到第3周期极值点85，当时正值全球金融危机时期。现在金银比已处于85-100敏感区间，全球正面临着经济下行的压力，贸易摩擦的不确定性，民粹主义情绪的升温，因此我们认为金银比进入85-100敏感区间，又一次来到了这一时刻，修复范式或已触发。

风险提示

1、中美贸易摩擦问题完全解决

中美双方就贸易问题达成一致协议，美方不再对中国做出无端指控。

2、英国无协议脱欧没有对欧盟经济造成较大影响

英国无协议脱欧的情况下，欧盟各国的股市、债市，以及欧元汇率没有受到较大影响。

3、近40年金银比修复范式失效

根据历史数据的规律总结，存在失效的可能，历史结果不能简单预测未来。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com