

大宗和权益联动：疫情期间黄金板块的复盘和跟踪

摘要：

自从新型冠状病毒发生以来，全国甚至全球均密切关注，1月31日凌晨世界卫生组织（世卫组织，或“WHO”）正式将新型冠状病毒定义为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC）。尽管商品和股票的定价逻辑存在较大差异，乃至在风险平价模型中股票和商品是用来分配组合权重风险的有效资产，可见两者之间的差异性，但在一些特殊环境下，两者是存在一定共性的，好比说在系统性风险冲击下的 risk on/off 交易模式。

从整体来看，我们观察近14年的国内上涨综指和wind商品指数之间的关系，从表面来看，商品和股指之间并不存在绝对的正负相关性，其相关系数波动较大。但其实这种波动也可以用传统的美林时钟来解释：在过热期和滞涨期，商品和股票呈现同涨同跌的关系，在衰退和复苏阶段，呈现走势相反的表现。此外，我们还发现，不同的时间窗口所观察到的联动性周期也会不同。因此必须肯定商品和股票之间存在一定的联动性，本文希望以本轮疫情为切入点，分析造成联动性强弱的因子。

从宏观来讲，系统性风险和政策是造成金价和黄金股相关性走强的主要原因，其背后逻辑还是来自于金价的大涨大跌。以本轮疫情为例，股票和商品之间的联动性明显，但黄金股票和金价尽管都录得上涨，但还是存在一定差异：一方面是涨跌趋势，黄金股的避险属性明显要差于金价，在春节假期过后黄金股先承压后反弹，另一方面是在资产内部排序，疫情以来，黄金是商品中受益最明显的子类，但黄金股在申万一级行业涨幅中仅处于中上水平。可见在系统性风险冲击和政策因子的敏感度上，黄金优于黄金股。

从微观来看，从相关性上看上游产业链较下游更强，呈现黄金>半导体>珠宝首饰的强弱关系，我们认为主要和主因产品类型以及盈利模式有关。影响上游企业的主要因素为金价、产量和成本，大部分上游企业主营产品为黄金，利润也和金价密切相关。反观下游，珠宝首饰中黄金首饰售价为“金价+加工费”的模式，利润主要来自于加工费，市占率和品牌价值等因素，金价成本转嫁给消费者和企业利润相关性较低。而电子业中，黄金在其成本中占比极低，金价的波动难以影响到电子业的成本，因此呈现上游和金价相关性强于下游的现象。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎0755-82537411

✉caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

相关研究：

节后首日市场恐慌性急跌，关注后期超跌修复机会

2020-02-04

宏观大类月报：疫情行情推演及大类资产展望

2020-02-04

商品策略月报：疫情令商品承压 静待逆周期调节扭转颓势

2020-02-04

降准预期兑现 风险偏好改善

2020-01-02

引言：股票和商品在特殊环境下存在一定的联动性

• 本轮疫情期间黄金板块和黄金价格存在一定的联动性

自从新型冠状病毒发生以来，全国甚至全球均密切关注，1月31日凌晨世界卫生组织（世卫组织，或“WHO”）正式将新型冠状病毒定义为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC）。尽管商品和股票的定价逻辑存在较大差异，乃至在风险平价模型中股票和商品是用来分配组合权重风险的有效资产，可见两者之间的差异性，但在一些特殊环境下，两者是存在一定共性的，好比说在系统性风险冲击下的 risk on/off 交易模式。

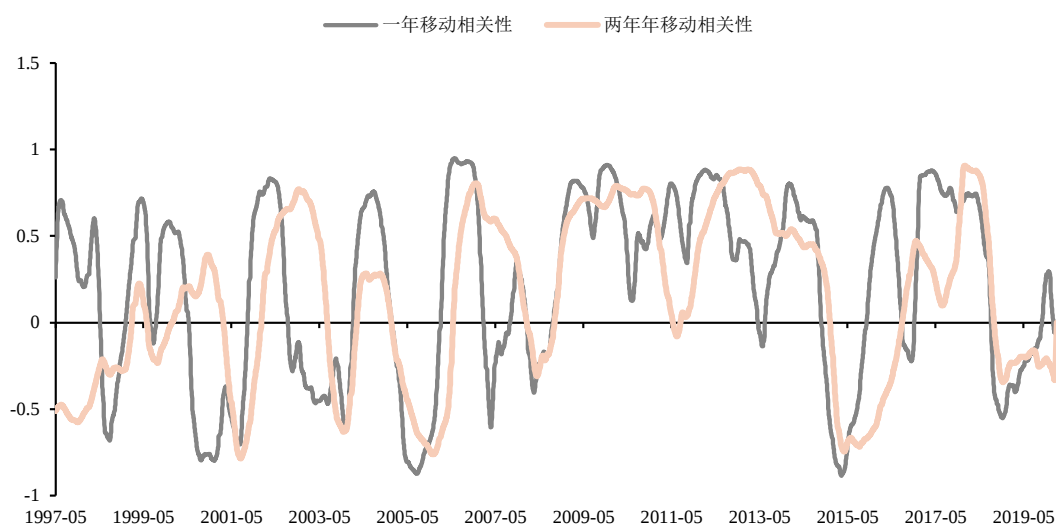
从整体来看，我们观察近 14 年的国内上涨综指和 wind 商品指数之间的关系，并用相关系数来显示两者的相关性（1 为完全正相关，-1 为完全负相关，下同），从表面来看，商品和股指之间并不存在绝对的正负相关性，其相关系数波动较大。但其实这种波动也可以用传统的美林时钟来解释：在过热期和滞涨期，商品和股票呈现同涨同跌的关系，在衰退和复苏阶段，呈现走势相反的表现，也就如下图所展示的相关性波动较大的表现。此外，我们还发现，不同的时间窗口所观察到的联动性周期也会不同。因此必须肯定商品和股票之间存在一定的联动性，本文希望以本轮疫情为切入点，分析造成联动性强弱的因子。

图 1： 上证综指和商品的移动相关性波动较大



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2: 观察的时间窗口不同, 也会影响到联动性的定位

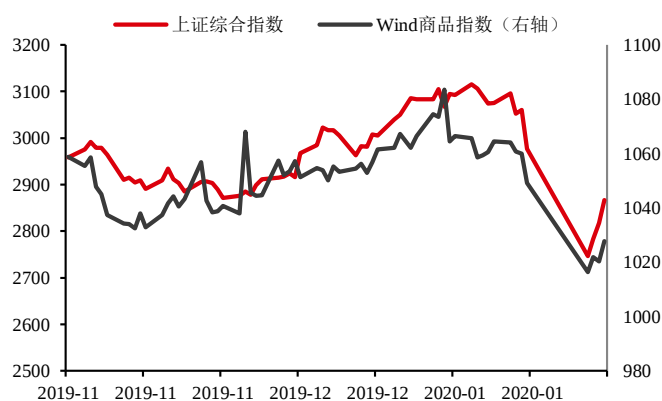


数据来源: Wind 华泰期货研究院

根据我们在疫情专题中的剖析, 我们将 SARS 和本轮疫情划分为开始、扩散、爆发和稳定、结束五个阶段, 开始、稳定及结束三个阶段大类资产更多的是延续基本面的走势。而在扩散和爆发阶段期间, 疫情因子影响处于主要矛盾, 在这个阶段无论是 SARS 还是本轮疫情来看, 股票和商品之间, 黄金价格和股票的黄金板块之间都存在较明显的联动性。

复盘 SARS 疫情来看, 商品和股票之前存在“错位”效应, 也就是说商品先跌, 股票后跌, 后续的探底反弹阶段相对一致, 我们认为这种“错位”现象主要是当时信息相对闭塞, 实体经济受影响较金融市场情绪波动更早所导致的。

图 3: 本轮疫情股、商波动相一致 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

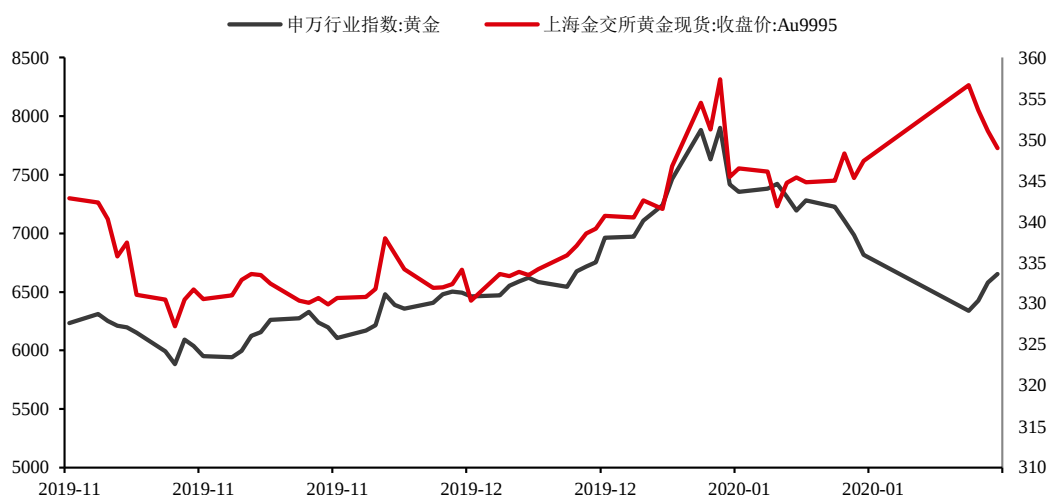
图 4: SARS 期间股、商呈现“错位”效应 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

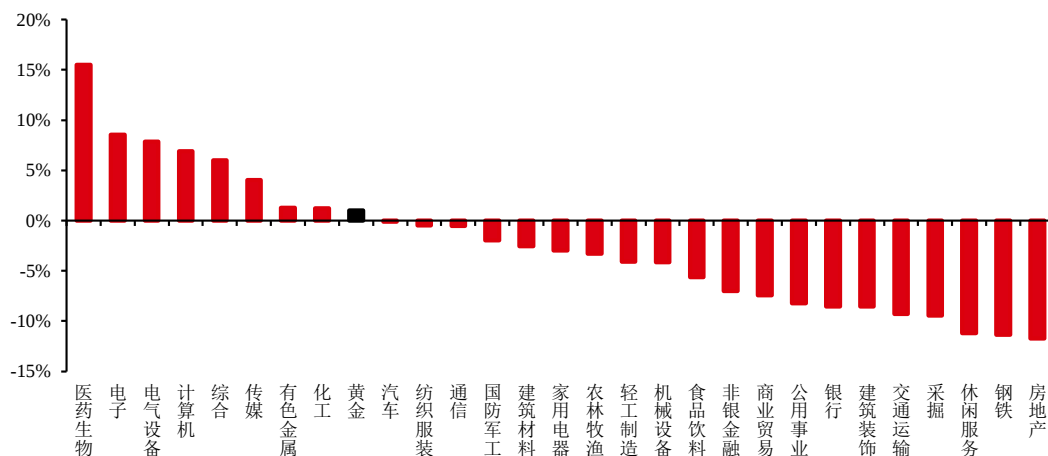
而从本轮疫情来看，股票和商品之间的联动性明显，但黄金股票和金价尽管都录得上涨，但还是存在一定差异：一方面是涨跌趋势，黄金股的避险属性明显要差于金价，在春节假期过后黄金股先承压后反弹，另一方面是在资产内部排序，疫情以来，黄金是商品中受益最明显的子类，但黄金股在申万一级行业涨幅中仅处于中上水平。可见在系统性风险冲击的选择上，黄金还是优于黄金股的。

图 5： 本轮疫情下黄金股和金价相关性较明显



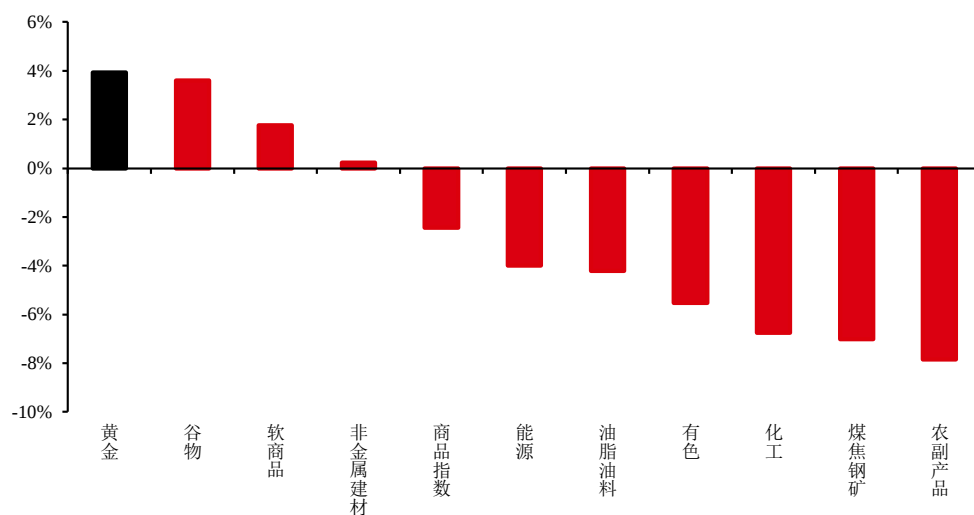
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6： 申万二级黄金行业及申万一级行业在疫情扩散（12 月 21 日）至今的涨跌幅对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7: 黄金价格及 Wind 商品大类指数在疫情扩散（12 月 21 日）至今的涨跌幅对比



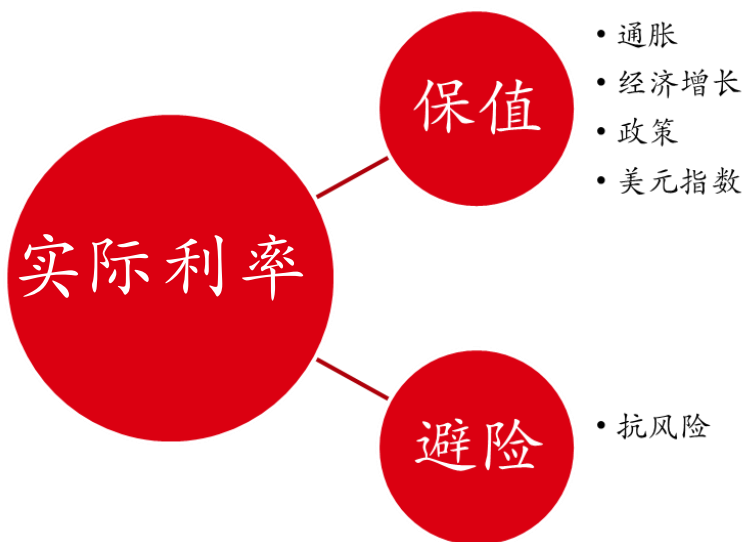
数据来源: Wind 华泰期货研究院

黄金的定价逻辑

• 实际利率是金价的定价核心

从长周期看, 1969 年至今 50 年, 黄金价格走势均围绕“实际利率”的定价核心, 大部分金价的上涨可划分为三个级别: 第一, 经济过热阶段, 表现为通胀和利率双走强, 通胀带动实际利率走高引领黄金牛市; 第二, 经济衰退阶段, 美国经济衰退引发的降息乃至 QE 周期, 叠加美元指数走弱, 表现为政策宽松叠加通胀疲软, 经济衰退趋势越明显, 宽松力度越大, 金价涨幅越大; 第三, 风险事件冲击, 触发避险情绪, 进而刺激黄金配置, 比如说今年中国的新型冠状病毒疫情, 2016 年特朗普当选美国总统等事件。

图 8: 黄金的定价逻辑



数据来源：华泰期货研究院

图 9: 金价和实际利率负相关性显著



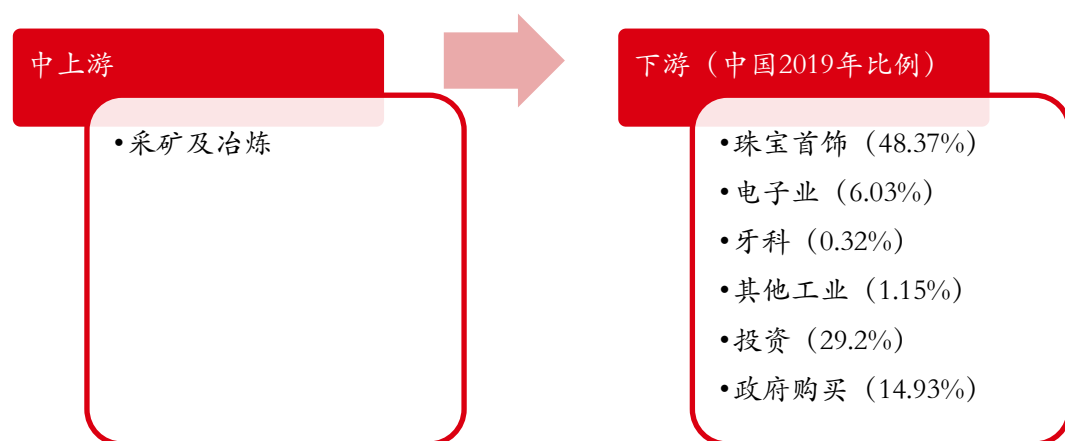
数据来源：华泰期货研究院

黄金股的定价逻辑

• 黄金的产业链介绍

黄金的产业链主要分为上下游，上游采矿企业基本兼具冶炼的角色。而下游来看，用于珠宝首饰的黄金制品占 48.37%，这里需要提到的是，目前国内黄金首饰的定价模式基本采用“金价+加工费”的标价，将金价成本完全转移到消费者身上。电子业占 6.03%，电子工业中，金主要以电镀用化学品、键合金丝和溅射靶材形式使用，少量用于混合电路浆料和焊料。金的最大用途是作为连接件和接点的电镀涂层，其次是半导体组件中的键合金丝。

图 10： 黄金产业链



数据来源：华泰期货研究院

本文选取申万二级行业指数黄金代表上游采矿业，申万二级行业指数半导体代表下游电子业，申万三级行业指数珠宝首饰代表下游珠宝首饰。观察近 12 年样本来看，三者和金价的相关性呈现黄金>半导体>珠宝首饰的强弱关系，相关系数分别为 0.31, 0.17, 0.09。

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_7388

