

来源:中国证券报

今年以来，随着以美国为首的西方国家经济稳步回升，全球主要经济体通胀苗头显现，避险资产需求升温。不过，一向被市场称作“避险天堂”的黄金却一蹶不振，COMEX黄金期货二季度累计跌2.35%；同期，“铜博士”涨势凌厉，受到资金热捧，伦铜涨幅达8.38%。

同具避险属性，“土豪金”缘何不敌“铜博士”？何种因素遮掩了黄金的光芒？未来投资者该选择哪种品种进行布局？

“土豪金”不敌“铜博士”

作为抗通胀和避险利器，黄金近几年一直被市场寄予厚望，来自国内外各主力机构的买入推荐不绝于耳。

不过，二季度以来，黄金市场整体表现低迷，COMEX黄金期货主力合约震荡走弱，最新收报于1303.5美元/盎司，累计下跌2.35%；同期，伦敦金现货价格跌幅为1.99%。

相比黄金，铜价近期强势袭来，成为市场上的抢手品种。经过多月调整之后，COMEX铜期货上周更是强势逼人，最新收报于3.2995美元/磅，二季度累计上涨8.43%；伦铜价格最新收报于7305.5美元/吨，维持在四年半高位7348元/吨附近，同期累计涨幅达8.38%。

美国商品期货交易委员会（CFTC）最新公布的数据显示，截至6月5日当周，对冲基金和基金经理减持黄金期货期权净多头部位，增持期铜期权净多仓。其中，投机客减持COMEX黄金期货净多仓3169手至58066手，增持COMEX期铜期权净多仓18887手至48799手，为四个月来净多仓最高水平。

为何近期贵金属成为“烫手山芋”，“铜博士”则炙手可热？

招金期货贵金属研究院副院长曹梦洋向中国证券报记者称，影响近期金价走势的因素主要有两方面：一是美联储加息，另一种是市场避险情绪，当前金价下挫主要是源于美联储加息预期增强打压。从资产配置角度考虑，上半年金银波动率较低，市场关注度不高，也是金价窄幅震荡的原因。而铜方面，2018年以来，全球主要经济体通胀整体呈现上升趋势，主要是因发达经济体的复苏高点与新兴经济体的动能增强同向叠加，发达经济体产出缺口逐步弥合与新兴经济体过剩产能出清形成总供给张力，全球货币政策收紧对通胀的制约存在滞后。因此，随着通胀预期攀升，具有商品属性的铜价表现得更亮眼。

从资产属性角度来看，广发期货发展研究中心总经理刘清力表示，虽然黄金具有避险资产属性，但目前来看，市场其实并没有太强的避险需求，或者对于美国引发的贸易摩擦问题、伊朗问题等，会否引发避险偏好上升还有待观察。实际上，黄金更适合作为“固收”关联资产，主要因其定价与利率紧密相关。现阶段，黄金更多是体现这种属性，在利率较快上行阶段，金价倾向于下行。

“从投资组合倾向角度来看，在利率较快上行阶段，市场避险偏好平稳的情况下，市场更倾向于投资于偏高收益资产。此阶段，商品多数会是偏高收益资产，比如原油等，而不是持有黄金。”刘清力说。

### 谁遮掩了黄金的光芒

若将时间维度拉长来看，2017年以来，COMEX黄金期货整体表现谨慎，进二退一，累计涨幅为13.75%。同样，具有抗通胀属性的铜则一鼓作气，伦铜期价同期累计上涨32.44%，远高于金价涨幅。

中银国际期货有色首席研究员刘超表示：“从投资角度看，无论是短线操作还是长线投资，近两年买铜的收益明显跑赢黄金。”

“贵金属具有商品属性、货币属性和金融属性，走势的主导在于货币属性。黄金抗通胀功能和避险功能的本质在于不升息的黄金与实际利率呈现负相关性，根本上也反映了拥有货币属性的黄金可被视为一般等价物。而多数有色金属只具备商品属性，主导走势因素主要体现在供需关系上。”曹梦洋表示。

从两者内在方面分析，“黄金和铜不同步节奏有其内在的必然性。”刘超解释称，2012年开始，以美国为首的西方经济体逐渐从次贷危机中走出。截至今年一季度，美国和欧洲季度GDP增速均为2.2%，市场预期美国二季度GDP增速仍会继续上升。美国核心通胀增速为2.1%，处于温和通胀阶段，美联储缩表加息路径清晰，经济乐观情绪占主导。而在经济衰退和复苏初级阶段，有色金属价格持续下跌，矿产商的产品持续跌价，项目扩建投资不得不停滞。2015年就连大名鼎鼎的矿山巨头嘉能可也差点落入资不抵债靠甩卖资产度日的厄运。当经济好转后，原有的商品供给能力下降，需求迅速回升，供需出现错配，商品开始快速上涨。铜由于本身的标准差和方差均大于黄金，波动性更强，因此价格涨幅明显高于黄金。

刘清力则认为：“驱动逻辑不同也是近期贵金属与工业金属走势分化的因素。”商品作为主要资产类别之一，总体表现依赖于宏观经济，个别商品比如铜，其表现还有赖于自身供求基本面，但黄金的表现主要还是依赖于宏观经济。当宏观经济大致处于平稳阶段，市场避险偏好下降，利率快速上行使得金价上行面临阻力。工业金属则不同，最起码还有自身基本面变化。比如铜价，近期全球最大铜矿山智利Esco

Escondida矿山劳资谈判就是一个因素，工业需求也略好于预期。

### 后市会否步入同向通道

不仅如此，同属对冲通胀的工具，黄金和铜之间的比率也是衡量全球经济健康的一个关键指标。

黄金和铜构建比价组合后即可作为投资标的，也可以观察相对强弱，对当前通胀和经济运行阶段进行佐证。根据测算，目前金铜比处在1987年以来历史最高点与最低点之间50%的位置。值得一提的是，自2016年8月以来，金铜比一直处于下跌通道中。

“作为全球铜消费大国，中国经济自2016年9月开始进入L型止跌趋稳，铜需求进入稳定增长时期。但在经济下滑期，由于铜矿山削减投资后，新增扩产产能跟不上，精矿品位持续下滑，铜加工费回落，铜价涨幅开始扩大。特别是近期，智利Escondida矿山谈判再度开启，供应中断的概率增大，铜价涨幅随之扩大。黄金随着地缘局势问题缓解，避险作用减弱，资金流入减少，价格呈现区间震荡。”刘超表示。

“近年来，金铜比不断下跌，反映出市场正在回归正常。与不断上涨的铜价格相比，黄金价格非常便宜，为投资者提供了很好的买入机会。”曹梦洋表示。

对于两者后市走势，刘超认为，首先，随着全球通胀上升，作为对冲通胀的首选，黄金和铜会持续受益，价格上行概率大。其次，美国GDP占全球GDP比例和黄金价格有密切关系。当美国GDP占比出现衰落时，黄金避险功能会增强，因此会推升价格走高。从历史上看，美国GDP占比从1960年的40%下降到目前的25%，金价也从35美元/盎司上涨至目前的1303美元/盎司。当前，美国GDP占全球比自2014年起受经济好转影响小幅回升，对应的金价涨幅开始趋弱。中国、欧盟、美国GDP总量约占全球的60%，随着中国经济稳定增长，美欧GDP占全球比例逐渐下降是大势所趋。从长期看，黄金仍具备趋势性投资价值。最后，从供需层面出发，铜短期供需不确定性增加，推升铜价领先金价上涨。但从长期看，中国正处于经济转型升级阶段，防风险和去杠杆压力较大，铜消费以稳定小幅增加为主，增速提升空间不大。从金铜比价角度来看，目前处于近几年中位偏低区域，大幅下行空间也不大。因此，当金铜比跌至下方低位时，黄金和铜价涨势节奏或将再度逆转，强势黄金或许并不遥远。

曹梦洋则认为：“三、四季度市场可能会重新炒作这两个品种。”从目前的消息来看，金价震荡下跌趋势仍在运行，不过，三季度消息面可能会出现变化，比如下半年美联储加息大概率只有1次，全球通胀预期可能也会支撑金价，总体来看并不悲观。关于铜价走势，鉴于全球经济增长仍然强劲，以及预计中国经济将渐进式放缓

，铜的供需动态将收紧，且随着通胀预期攀升，具有商品属性的铜价有望表现得更亮眼，因此铜价走势仍较乐观。（作者：马爽）