

作者：朱美侠

投资咨询资格证号：Z001562

电话：021-20625025

邮箱：zhumeixia@sd-gold.com

山金期货官微：



黄金与原油价格相关性分析

报告导读

一、原油与黄金的基本属性

原油也被称为“黑金”，是全球工业生产的重要原料，其价格受到供需关系、地缘政治风险、货币政策等多种因素的影响。黄金是一种贵金属，具有高度的稳定性和稀缺性。它不仅是全球货币体系的重要支撑，还是投资者们广泛认可的避险资产。

二、影响黄金与原油的因素分析

首先，经济增长是决定原油与黄金的价格走势的重要因素。其次，通胀预期与美联储货币政策预期对黄金与原油价格影响更为有力。最后，地缘政治风险是影响油价和金价的重要因素之一。

三、黄金与原油相关性分析

中长期来看，黄金与原油走势基本一致，总体相关性可达 80%。两者存在着很强正相关的原因有三：其一，黄金与石油都是美元计价，负负得正；其二，黄金是通胀之下的保值品，而石油价格上涨意味着通胀会随之而来，带动黄金上涨；其三，石油价格变动直接影响着石油产出国对黄金的操作，进而引发金价的变动。

四、金油比分析与展望

金油比多数时间在 10-25 区间运行，每当金油比走到高位，除了对全球经济释放预警信号外，对黄金、原油市场也通常意味着“拐点”时刻的到来。一般认为，金油比一旦超过 25，世界经济陷入衰退的可能性将上升。展望未来，金油比或持续在 25 以上，高比价或成常态。欧美经济衰退预期仍将抬升金价中枢，而供应过剩将导致油价中枢下行，金油比还会处于高位，黄金的投资依旧更具吸引力。

风险提示： 联储官员发言偏鹰、地缘异动等

原油与黄金作为全球大宗商品的核心商品，其价格的波动关乎到各国经济的稳定，近年来，随着国际政治经济格局的不断演变，原油与黄金的价格走势愈发引人关注。它们之间究竟存在着怎样的逻辑关系？为何在某些时期，两者的价格会呈现出高度的相关性？而在另一些时期，却又相差甚远？本文旨在系统性梳理原油价格和黄金的逻辑关系。

一、原油与黄金的基本属性

原油也被称为“黑金”，顾名思义，其意味着具有重要的工业属性与经济价值。是全球工业生产的重要原料，对经济增长具有重要影响。其价格受到供需关系、地缘政治风险、货币政策等多种因素的影响。原油市场的波动不仅会影响相关行业的盈利状况，还会对全球经济产生深远影响。

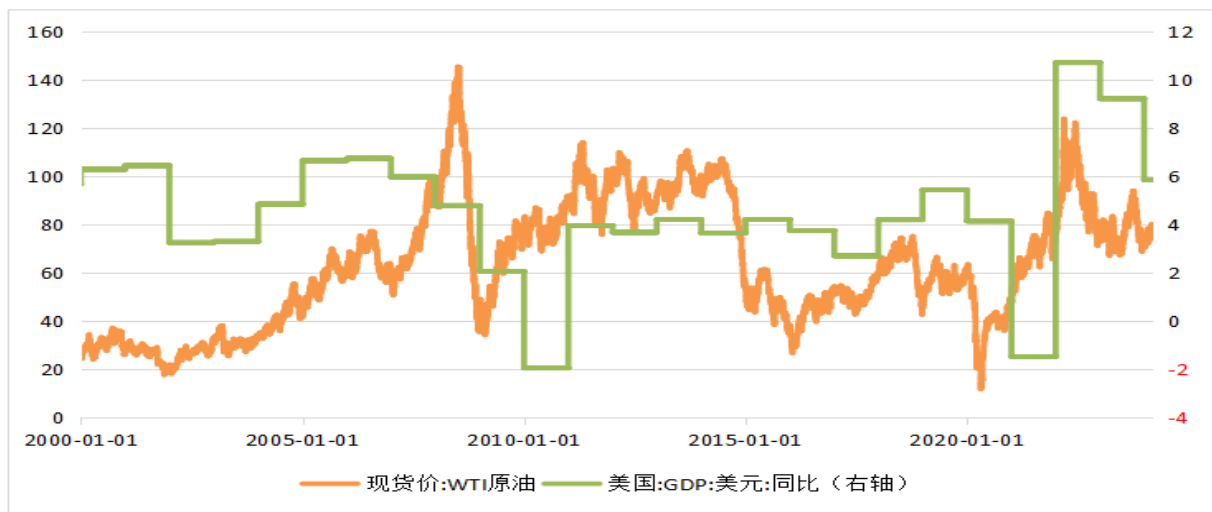
黄金是一种贵金属，具有高度的稳定性和稀缺性。它不仅是全球货币体系的重要支撑，还是投资者们广泛认可的避险资产。在经济不确定时期，投资者往往会增加对黄金的需求，以规避风险。

二、影响黄金与原油的因素分析

首先，经济增长是决定原油与黄金的价格走势的重要因素

黄金与原油都受到全球经济状况的影响。当经济增长强劲时，工业生产和消费活动增加，对原油的需求上升，从而推高油价。同时，经济的繁荣也带来了投资需求的增加，投资者们对黄金的购买意愿增强，金价因此上涨。反之，当经济增长放缓或衰退时，原油需求减少，油价下跌，投资者风险偏好降低，黄金的避险属性凸显，金价上涨。

图 1：伦敦金、美油与美国 CPI

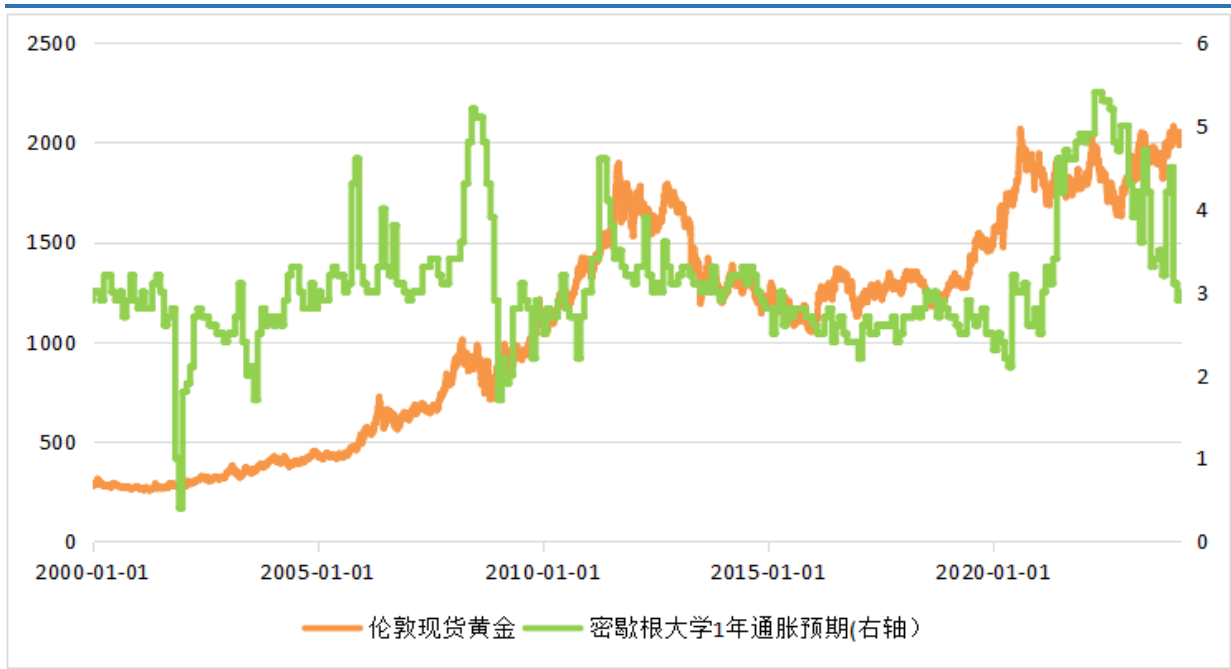


数据来源：iFind、山金期货投资交易咨询部

其次，通胀预期与美联储货币政策预期对黄金与原油价格影响更为有力

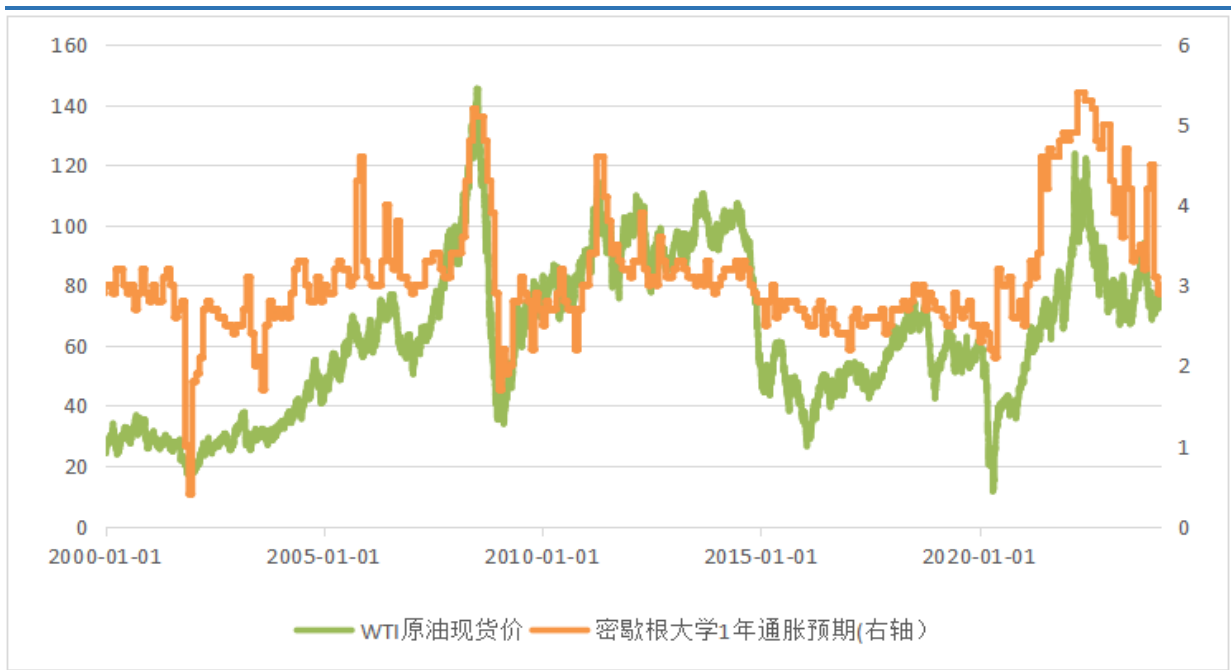
通胀通过影响美联储加息与降息预期，从而对金油价产生有力影响。当通胀预期大幅抬升后，投资者们往往会选择购买黄金作为一种避险工具，因为黄金具有保值增值的特性。同时，通胀抬升也可能导致石油供应减少，从而推高油价。此外，各国央行的货币政策也是影响油价和金价的重要因素。当央行采取紧缩货币政策时，利率上升可能导致借贷成本增加，进而影响消费者和企业的投资决策，从而压制对油价和金价，而当央行采取宽松的货币政策时，大量资本涌入市场，可能推高油价和金价。但长期来看，如果货币政策导致通胀加剧，那么黄金的避险属性可能会更加凸显，而石油作为工业原料，其价格受通胀影响相对较小。

图 2：伦敦金与美国通胀预期



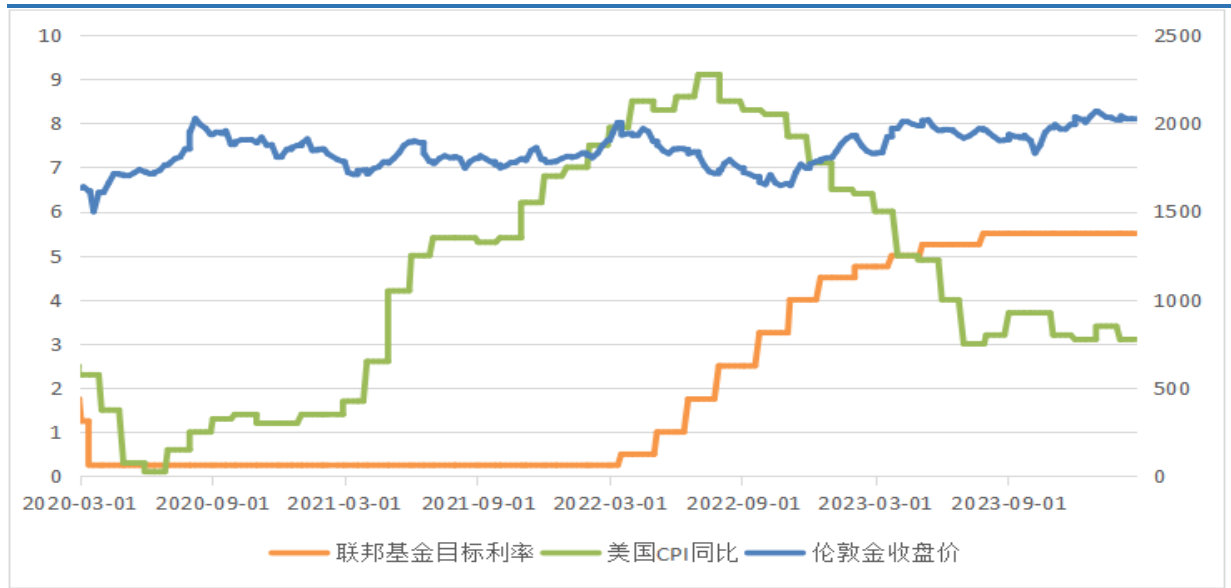
数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 3：美油与美国通胀预期



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

图 4：伦敦金与美国利率、CPI



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

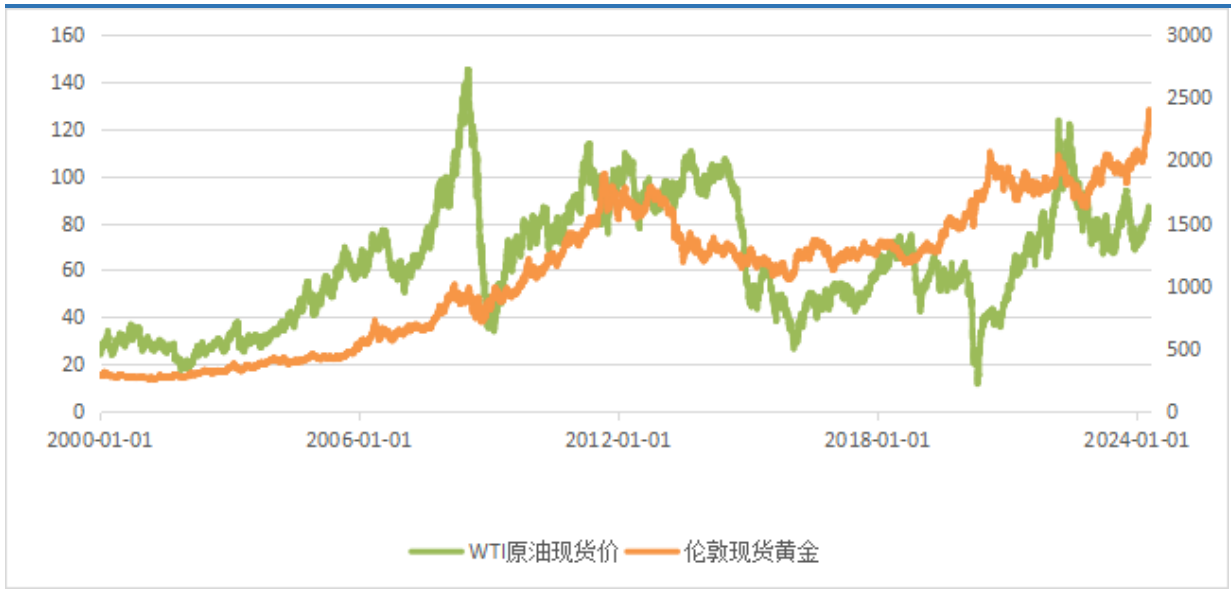
最后，地缘政治风险是影响油价和金价的重要因素之一

地缘政治风险也是影响油价和金价的重要因素之一。当某地区发生政治动荡或战争时，不仅可能导致石油供应中断，推高油价，还可能引发投资者对避险资产的需求增加，推高金价。此外，地缘政治风险还可能导致货币贬值和资本外流等后果，进一步推动黄金和原油价格上涨。但值得注意的是，地缘政治风险对油价和金价的影响往往是短期的，随着事件的平息，两者可能会迅速回归正常水平。

三、黄金与原油相关性分析

中长期来看，黄金与原油走势基本一致，有着正相关的关系。从图 5 可以看出，在 2002-2008 年间，虽然原油走势明显强于黄金，但黄金与原油持续走强，正相关性不断加大。而 08 年金融危机后原油需求下降和供应过剩的双重打击，油价暴跌大幅，黄金持续走高。虽原油走势明显弱于黄金，但随着国际经济的恢复，油价持续反弹，再次走出一波正相关性。到 2012 年金价短期触顶回落，而原油持续高位震荡，但 2014 年随着原油价格战与退出量化宽松的政策实施，油价也大幅回落，正相关性再次加强。2020 年全球新冠疫情爆发导致油价一路暴跌，但黄金的避险属性显现，黄金与原油走出一波负相关走势。后期随着疫情的放开，需求的恢复，叠加地缘政治危机致使油价大幅上涨，同时黄金重心不断上移，正相关再次显现。通过 20 年的走势分析可得出黄金与原油相关性总体相关性可达 80%。

图 5：伦敦金与 WTI 原油现货价



数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

黄金与石油之间存在着正相关的原因有三：其一，黄金与石油都是美元计价，和美元负相关，负负得正。其二，黄金是通胀之下的保值品，而石油价格上涨意味着通胀会随之而来，经济的发展不确定性增加。这时候黄金保值避险的作用就会受到人们的青睐，原油价格的上升预示着黄金价格也要上升，原油价格下跌预示着黄金价格也要下跌。其三，石油价格变动直接影响着石油产出国对黄金的操作，进而引发金价的变动。为了转移风险，石油输出国往往将石油美元中极大的一部分投入到国际金融市场上去，而黄金作为规避风险、投资保值的优良工具，自然也在这些石油输出国的选择范围之内。石油价格上涨时期，产油国所持有的石油美元会迅速膨胀，于是这些国家会相应地提高黄金在其国际储备中的比例，增加国际黄金市场上对黄金的需求，进而推动黄金价格的上涨。

四、金油比分析与展望

1. 金油比分析

金油比，即黄金价格与原油价格的比率，是国际上用来观察黄金、原油关系，长期以来一直被视为全球经济的晴雨表之一。它的历史走势不仅反映了投资者对两种资产的偏好，也揭示了全球经济、政治和金融市场的变迁。长周期看，由于黄金和原油都是美元计价，所以二者多呈现同向波动状态，即便有短暂背离也能很快回归。

历史上，金油比多数时间在 10-25 区间运行，每当金油比走到高位，除了对全球经济释放预警信号，对黄金、原油市场也通常意味着“拐点”时刻的到来。一般认为，金油比一旦超过 25，世界经济陷入衰退的可能性将上升。

2008 年金融危机

2008 年由美国爆发的次贷危机引发了全球金融危机，金油比最高达到了 26。这主要是因为投资者在危机期间寻求避险资产，而黄金作为传统的避险工具，其需求激增。与此同时，原油市场受到需求下降和供应过剩的双重打击，油价暴跌。随后各国政府采取了一系列货币政策刺激措施，并加强了金融监管，世界经济的不断恢复，金油比再次回归至 15 附近。

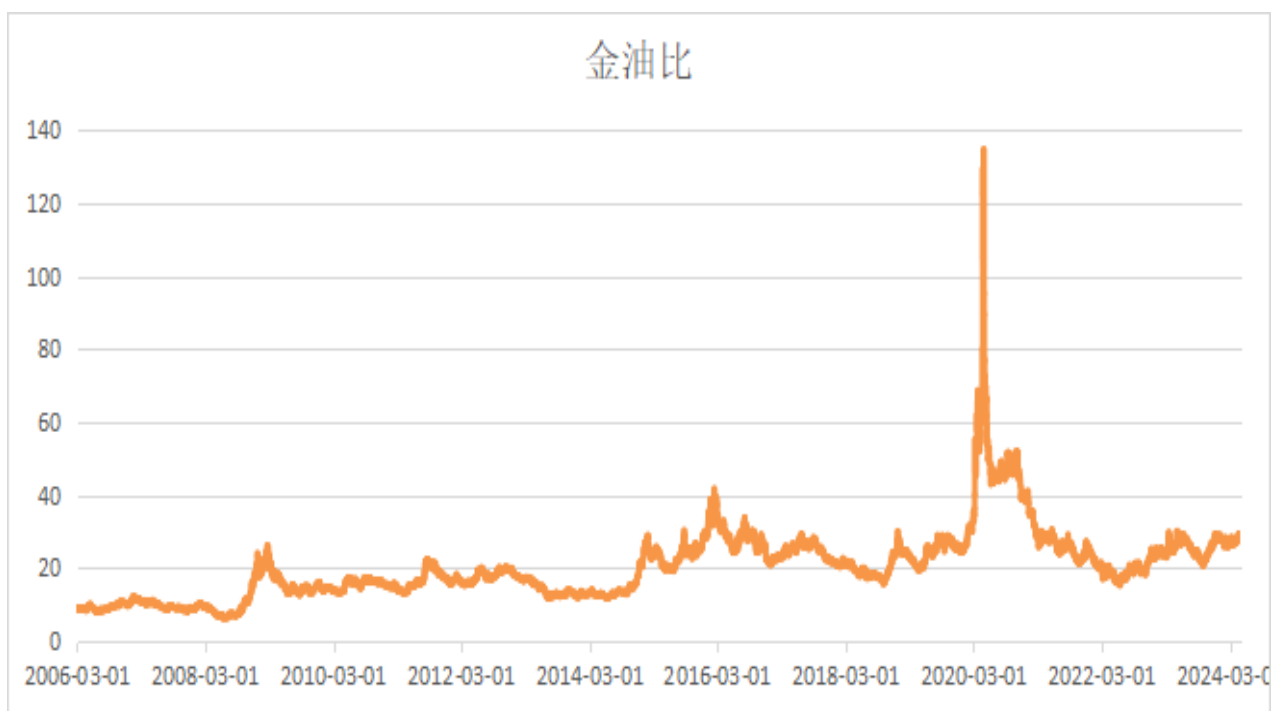
2014-2016 年原油价格战

在 2014 年至 2016 年期间，原油市场经历了原油价格战与退出量化宽松的双重打击，油价大幅下跌，金油比大幅攀升至 38。2014 年 10 月，美联储宣布将逐渐退出量化宽松，市场上流动性减少，美元币值，持续数年的原油“流动性行情”结束。而美国页岩油大幅增产，OPEC 对美国页岩油攫取市场份额非常不满，从而实施了增产，企图通过价格战的方式令开采成本更高的页岩油企业破产，供给的大幅增加导致国际原油进一步下跌。美原油价格也从 2014 年的 107 美元/桶的高位一路下跌至 26 美元/桶附近。投资者放弃石油等高风险投资，对黄金的需求再次上升，导致金油比大幅抬升。直到 2016 年 11 月，OPEC 无法承受长时间的低油价主动达成减产协议，随后在 2017 年两次对减产协议延期。再加上 2018 年 5 月美国退出伊朗核协议并实施制裁，供给端的减少使得油价在缓慢回升，至此长达 2 年多的价格战结束，金油比再次回到 17 附近。

2020 年全球新冠疫情爆发

2020年新冠疫情期间，全球经济受到严重冲击，原油需求大幅下降，油价一路走弱。4月20日，伦敦维加资本（Vega Capital London）的十几位交易员恶性抛售大量的WTI原油期货合约，WTI期货价格暴跌，从当天开始的每桶56美元跌至收市时的-37美元的惊人场面，与此同时，黄金价格却创下了历史新高，达到每盎司2074.88美元。由于原油市场的负油价现象，金油比一度出现“无法显示”的情况，最高达至134.7的高位，这反映了在极端市场条件下，两种资产的定价机制可能出现极端波动。后期随着新冠疫情的管控的逐步放开，国际经济缓慢恢复，叠加22年的俄乌冲突也导致原油价格出现大幅上涨，金油比再次回到16附近。

图 6:伦敦金与美原油的比值



数据来源：文华财经、山金期货交易咨询部

美联储由加息周期转为降息周期

2023 年到目前为止，金油比持续在 25 以上。2022 年美联储开启了加息周期，黄金价格受到名义利率和实际利率的抬升而一直承压，即便在全球各国央行巨量的金融需求推升下也难以上涨，但是，自 2022 年 7 月以来，美国通胀在美联储迅速地加息约束下见顶回落，黄金价格筑底回升，开启了上行之路，尤其是进入 2024 以后，国际金价直线攀升，伦敦金价逼至 2200 美元/盎司。而同为大宗商品的原油表现完全不同，在俄乌战争爆发之后，随着美国页岩油的不断增产，叠加全球经济下行，油价持续走弱，尽管 OPEC+持续减产，中东地缘政治问题频发，但国际原油需求疲软，致使油价大部分时间依旧在 70-90 美元区间震荡，导致金油比不断走高，截至目前已经至 28。

2. 金油比展望

展望未来，金油比或持续在 25 以上，高比价或成常态。主要逻辑在于未来黄金价格依旧偏强运行，而油价大概率在 80 美元/桶下方运行。美国 3 月物价温和上涨，消费支出强劲提振二季度经济前景。PCE 物价指数同比升 2.7%，预期升 2.6%，前值升 2.5%；美国 3 月核心 PCE 物价指数同比升 2.8%，预期升 2.7%，前值升 2.8%；美国 3 月个人支出环比升 0.8%，预期升 0.6%，前值升 0.8%；美国 4 月一年期通胀率预期为 3.2%，前值 3.10%。就业上，美国 3 月就业增长远超预期，且薪资稳步上涨。十年期美债收益率和美元指数承压回调。目前市场预期美联储 5 月大概率维持利率不变，首次降息预期后移到 9 月，2024 降息空间预期跌至 25 基点附近，低于 3 月点阵图预期的 75 基点。后期随着美国经济增速的下行风险愈发明显，美联储货币政策将会逐步转向宽松，进入中长期降息周期，美元指数和美债收益率进入下行周期，给贵金属价格带来利多驱动。而原油短期大概率依旧在 70-90 美元/桶区间震荡，地缘问题虽然还不断发生，但影响在不断弱化，原油市场月差结构出现了明显的回落，成品油走势较弱导致裂解差不断回落，供应端支持油价强势的核心能量出现明显消退。欧佩克+的减产在过去 2 个月时间将油价推高了 10 美元左右，被市场计价较为充分，但在欧佩克+宣布减产延长到二季度之后，油价上行动力明显不足，也是反应了需求端没有给油价提供足够推力，资金追涨意愿转弱，令油价整体承压。中期随着地缘降温与供需的格局不改的情况下，油价重心或继续下移。

总之，欧美经济衰退预期仍将抬升金价中枢，而供应过剩将导致油价中枢下行，金油比还会处于高位，黄金的投资依旧更具吸引力。

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初

次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。