

混沌天成研究院

宏观组

联系人：赵旭初

☎：15611668355

✉：zhaoxc@chaosqh.com

从业资格号：F3066629

杀预期告一段落，贵金属逐步修复

核心观点：

贵金属在9月底大幅下跌之后触底反弹，白银反弹有约15%。之前的暴跌的驱动主要是前期快速上涨的通胀预期下杀的缘故，这个我们可以看到9月初美国10年期通胀预期与全球通胀水平一起回落，但是最近两者明显开始企稳，美国的通胀预期再度修复到1.7%的水平，带动贵金属价格企稳回升。

后市来看，从实际利率的角度，目前10年期美债收益率约为0.78%，通胀预期处在1.7%上下，美联储的政策目标给通胀预期划定的上限是2.5%左右，疫情期间美国政府和企业的加杠杆压制了美债收益率的上行空间，考虑到美联储在今明两年基本不太可能出现明显的加息和缩表等收紧货币政策的行为，10年期美债收益率我们认为难以回到疫情之前1.5%的水平，1%左右会是阶段性的上限，这意味着实际利率在今明两年仍然有下行空间，这也是长期看多的原因。

但是困难是其间的运行节奏，以后会有大通胀出现吗？直觉上可能会有大通胀，但是现实中并没有明显的证据，所以通胀预期回到疫情之前的水平之后就有点上行乏力了，我们觉得短期内贵金属继续大幅上行的驱动力并不强（除非出现地缘紧张问题），如果美国财政部加快债券的发行节奏，而美联储并没有即时性的匹配相应的发债速度的话，美债收益率可能会独立于通胀预期先行向上，这将会使得贵金属价格承压，所以短期内我们认为贵金属价格大概率在暴跌修复后维持一段时间的震荡。

策略建议：

短期反弹修复，并无明显驱动，长期还是看多，仍然是逢低慢慢买。

风险提示：

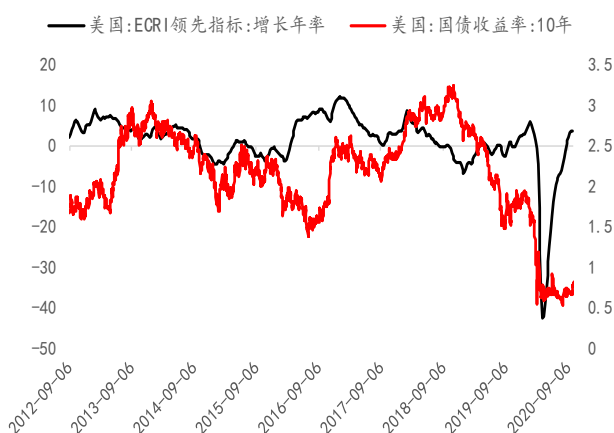
美国财政刺激超预期，疫情再出大变故



一、名义利率

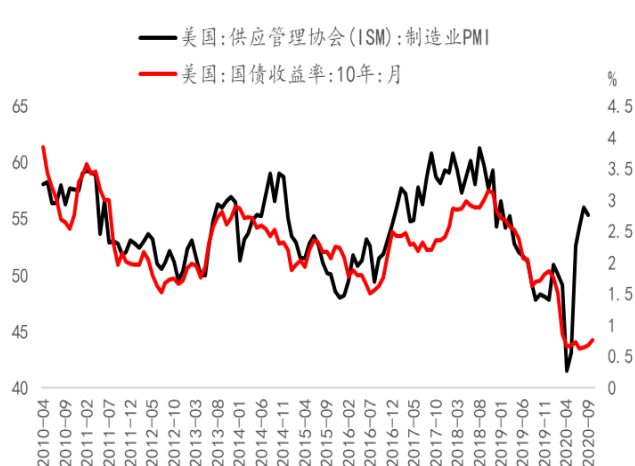
国债收益率短期内受到货币政策和流动性影响，中长期跟经济景气度相关，而无论是从工业生产还是消费等角度，美国的国债收益率其实都有上升的动力，但是国债收益率却和这些相关性指标出现了历史性的背离；

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率



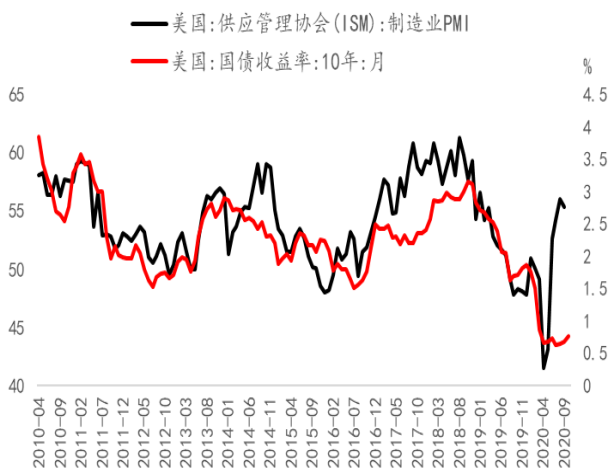
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 2：WEI 指数与美债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 3：制造业 PMI 与美债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 4：高频消费数据与美债名义利率



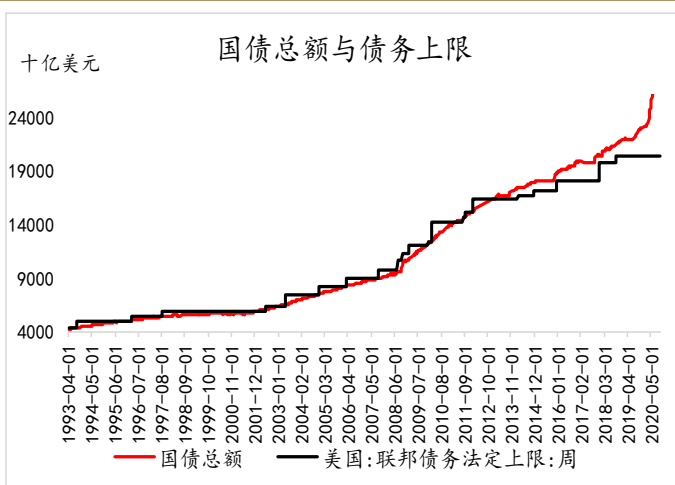
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

这主要是因为美联储到目前货币政策上仍然没有收紧所导致的，美联储对于通胀评估框架的偏鸽派表态，其实就是在传达在货币政策的角度上不会过早的采取行动，这一轮疫情带来的危机与以

往不同，并没有实际的市场出清，政府和企业在这一轮危机中加杠杆的行为会使得疫情结束之后杠杆率创造出历史记录，这在客观上压制了名义利率的上升空间。

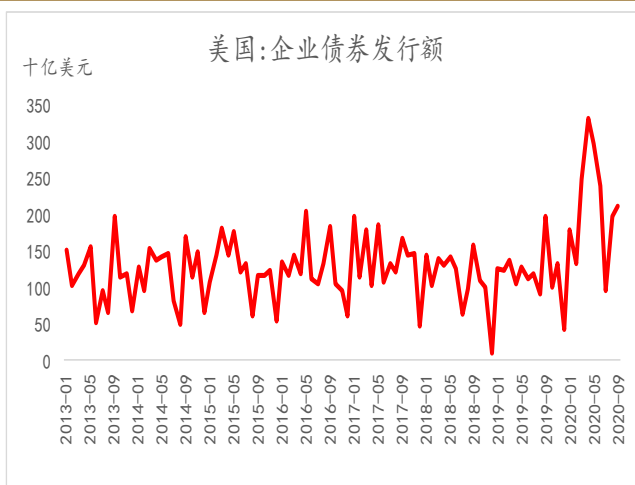
不过最近美债收益率似乎开始出现抬升的迹象，我们判断只要没有明显的加息和收紧举措，即便后期经济加速回升，国债到期收益率难以恢复到疫情之前，十年期国债到期收益率 1% 左右可能会是阶段性的上限，但是需要关注其间的节奏，如果美国财政部加速国债发行给债券市场带来供给冲击，此时如果美联储没有即时性给予市场足够的流动性投放的话，美债收益率可能会出现一段加速甚至是过量上涨的迹象，如果出现，则阶段性会利空贵金属。

图表 5：美国债发行情况



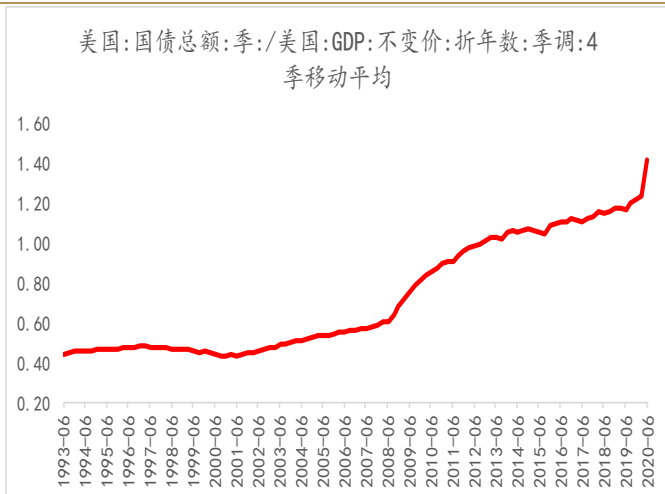
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门月度债券发行情况



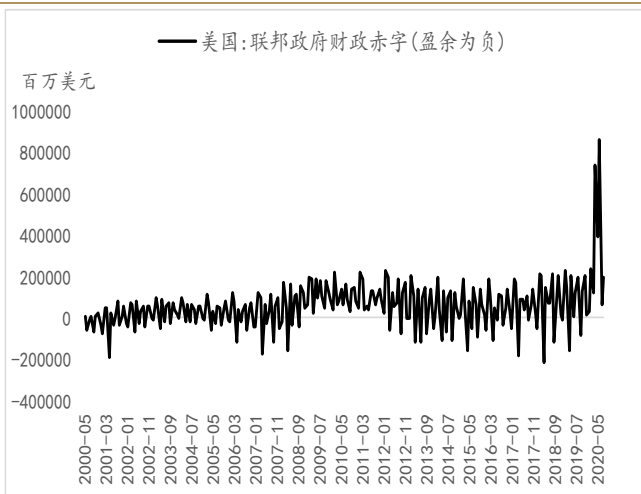
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



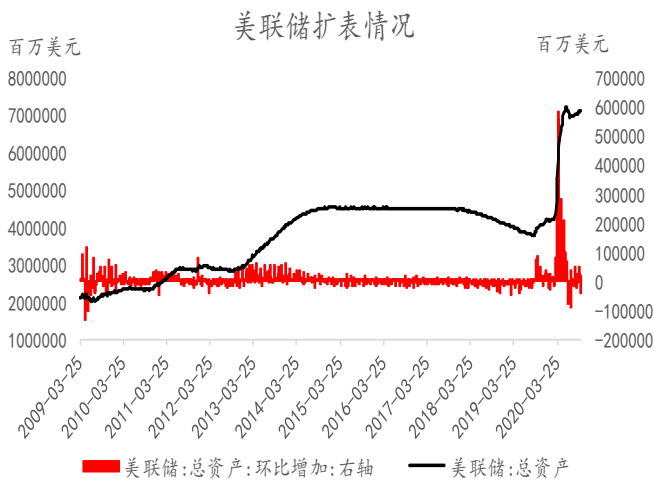
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



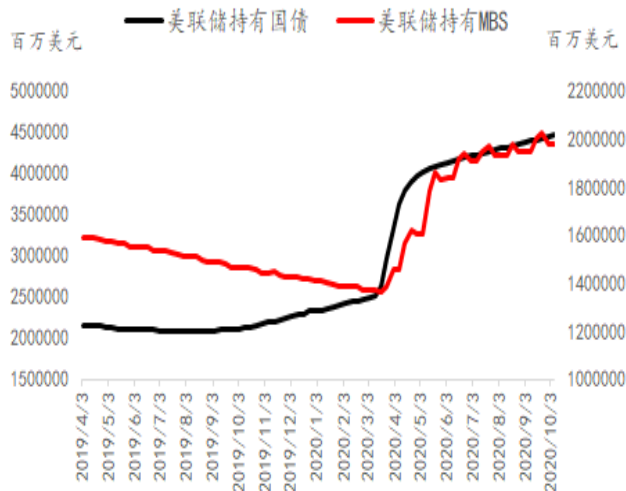
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：联储资产负债表增速放缓



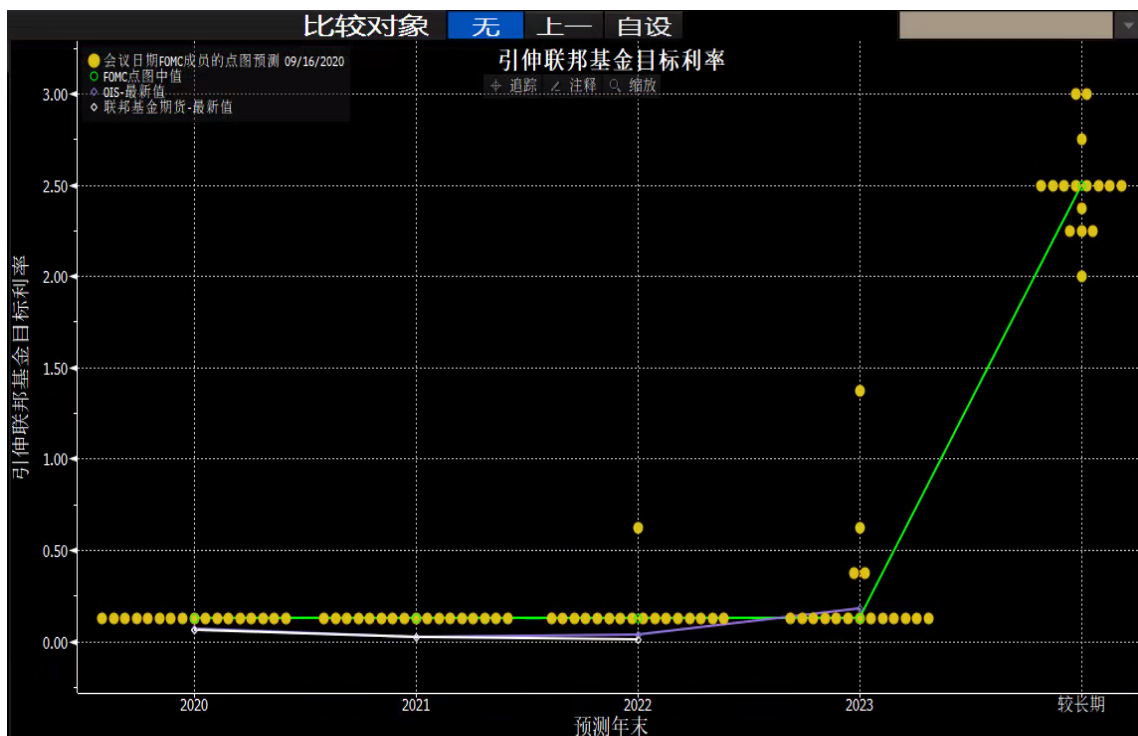
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 10：但资产购买还在继续



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 11：美联储最新一期点阵图显示直到 2022 年才会考虑加息的操作

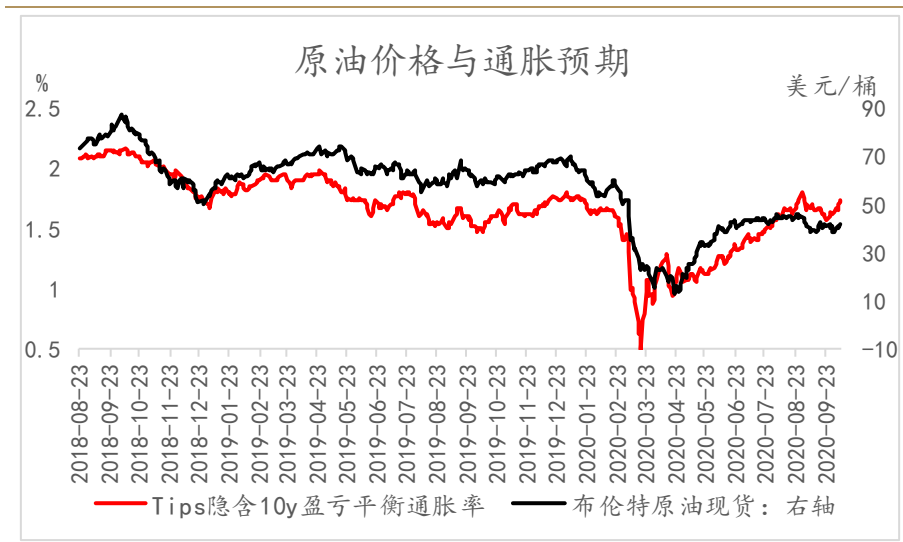


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

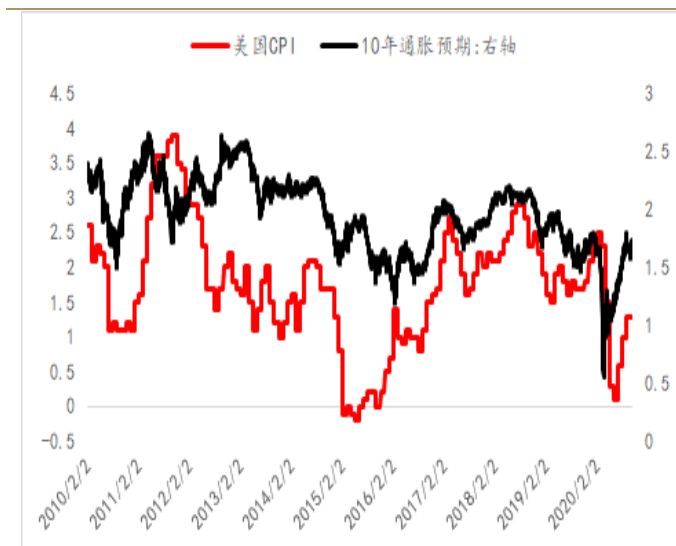
原油价格小幅上行，通胀预期本周开始修复；

图表 12：原油价格与美国通胀预期



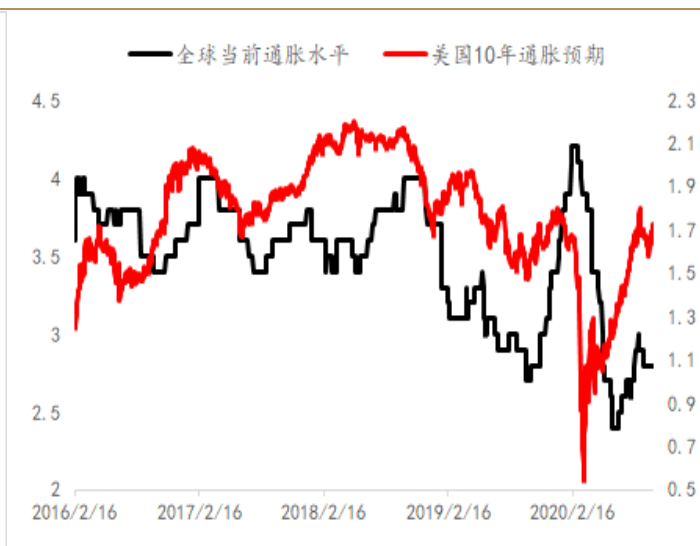
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 13：通胀与通胀预期变化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

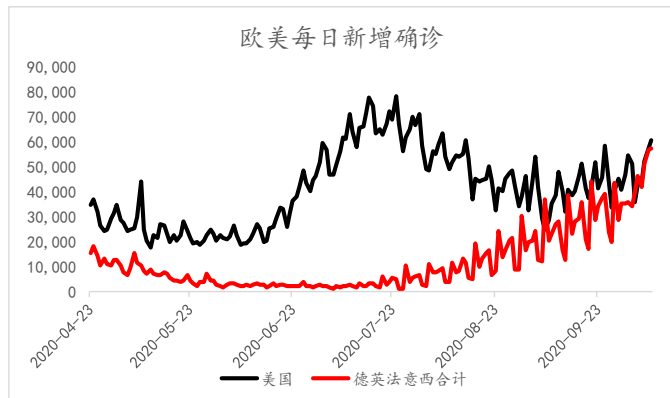
图表 14：全球通胀水平与原油价格变化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

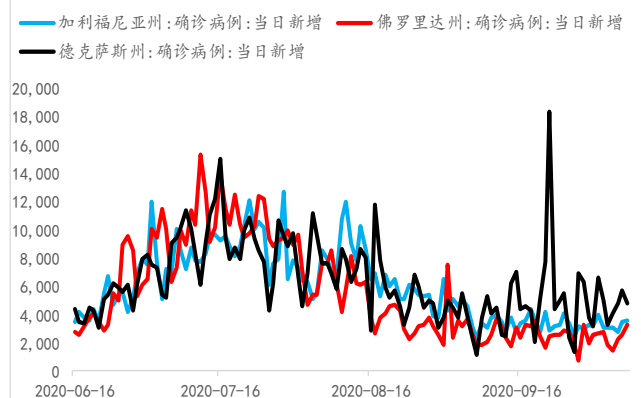
9月份那一拨杀预期的行情似乎告一段落，通胀水平上的证据是全球的通胀水平跌不下去，美国的通胀预期跌下来之后又开始往上修复，杀预期的两个导火索，欧洲疫情抬头与美国财政刺激落空，前者被特朗普快速住院又快速出院所淡化，后者市场已经逐渐适应大选前出不来财政刺激这个事情了，而从两党持续的争执来看，反倒大选后出台刺激是一个确定性的事情。从美国的经济数据来看，仍然是维持缓慢修复的状态。

图表 15: 欧美每日新冠新增确诊



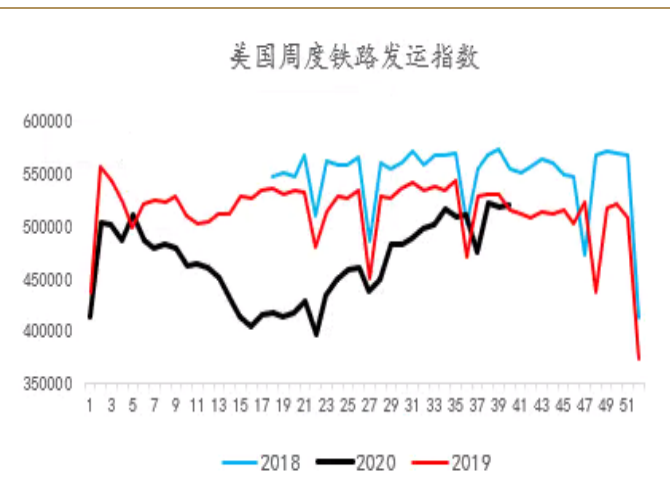
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 疫情严重州也已连续好转



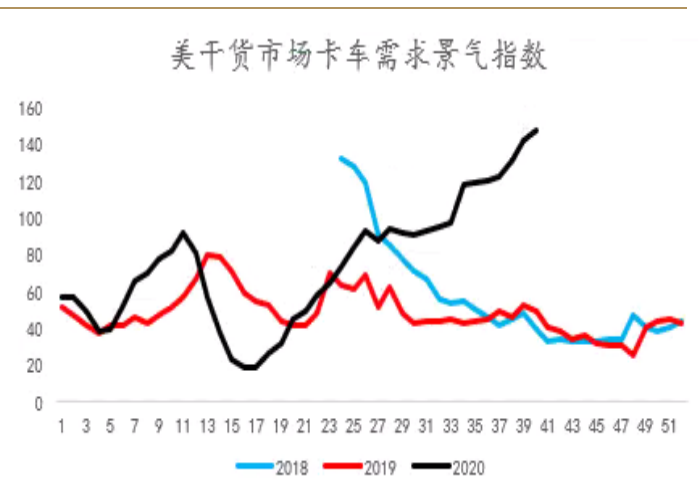
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 美国铁路周度发运情况



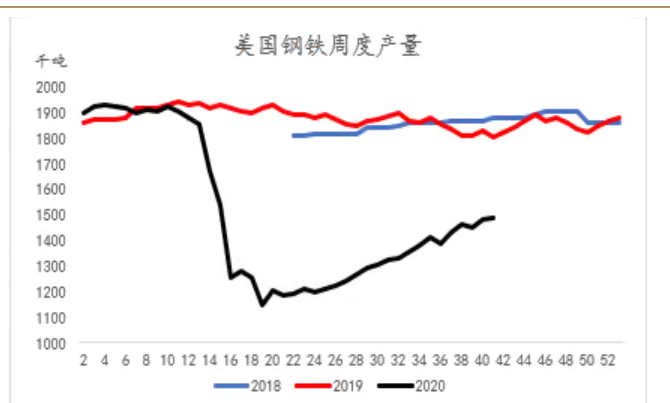
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美卡车市场需求景气指数



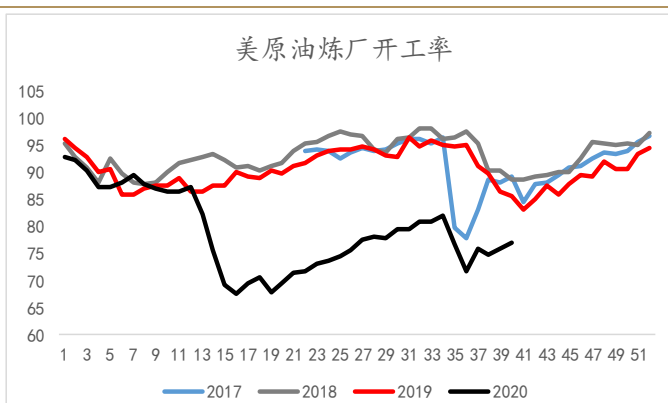
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 美粗钢生产情况



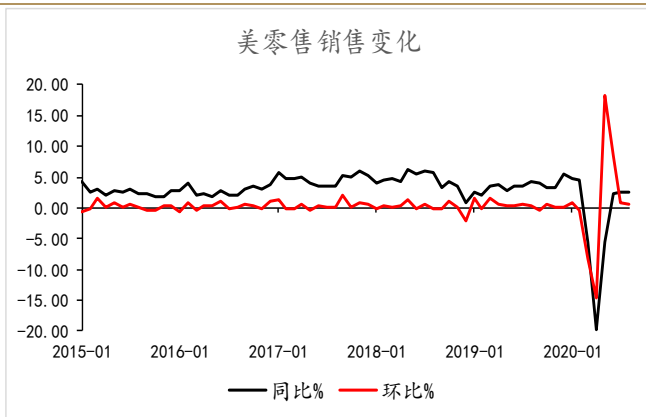
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 美炼油厂开工情况



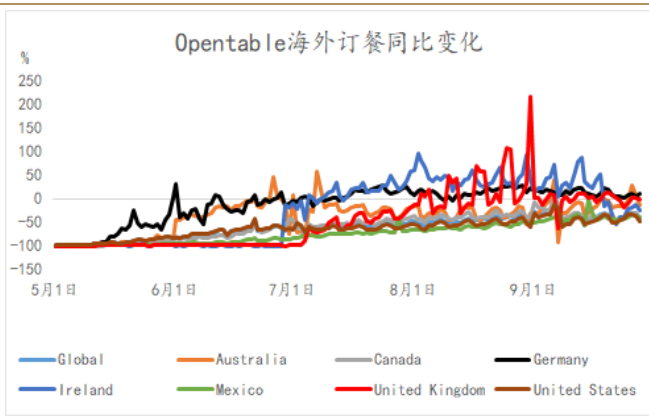
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美零售销售变化



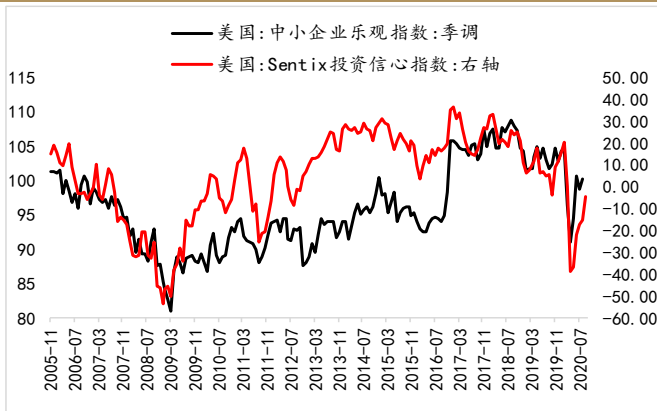
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 海外线上订餐情况



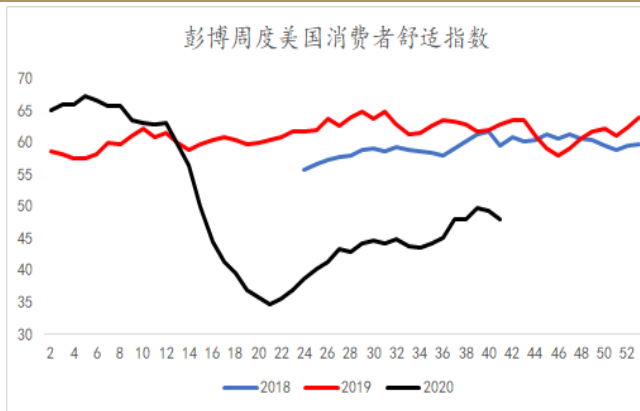
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 美国消费与投资信心指数



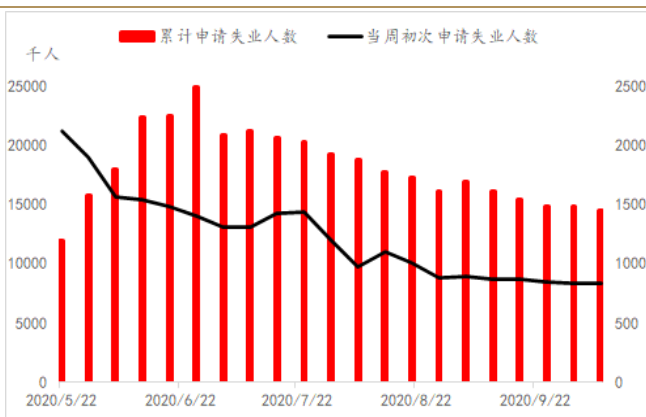
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 美彭博消费者信心指数



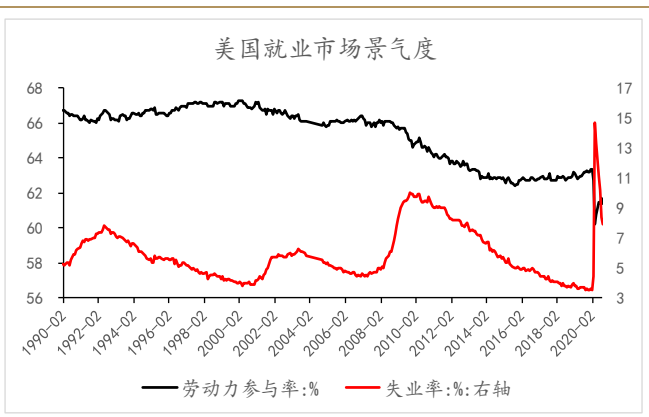
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 美国失业高频数据



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 美国劳动市场景气度



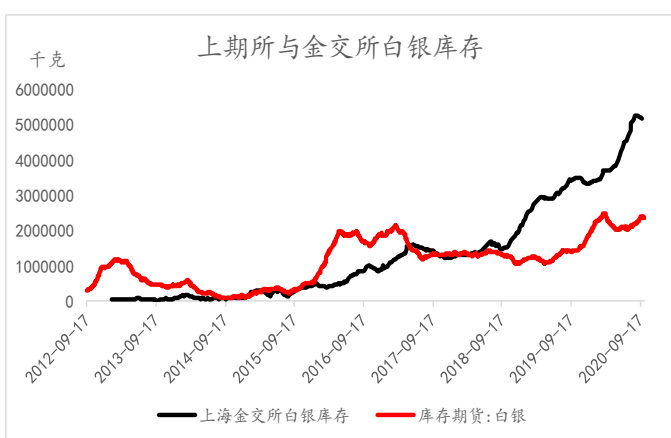
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

国内金交所白银库存出现连续下滑，全球白银ETF也开始拐头向上，从投资数据和工业属性的角度来看，白银的暴跌应该是结束了。

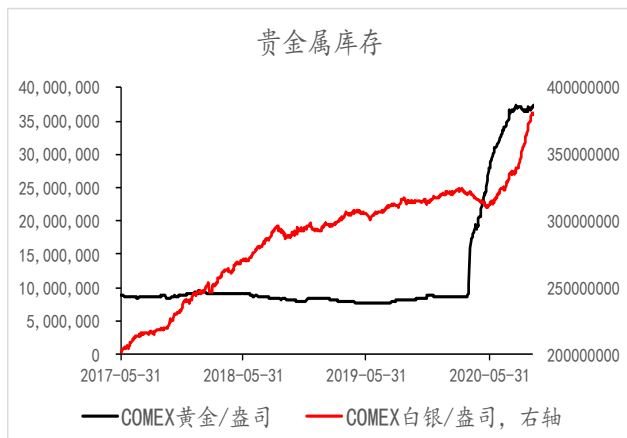
CFTC的持仓数据显示，白银的净多头仓位仍然在逐步增加。

图表 27：国内白银库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：Comex 库存



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29：黄金 ETF



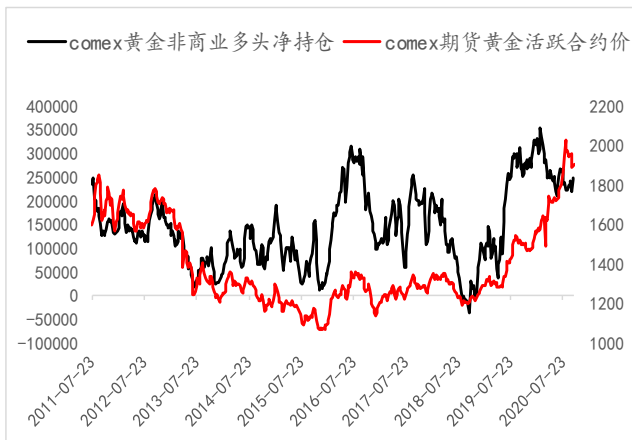
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30：白银 ETF



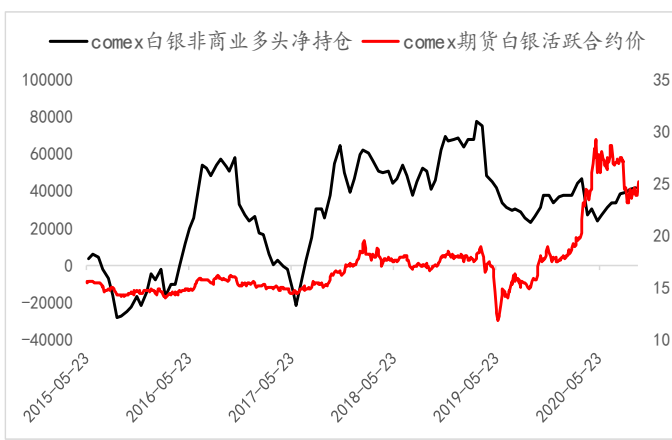
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31: 黄金投机多头净持仓



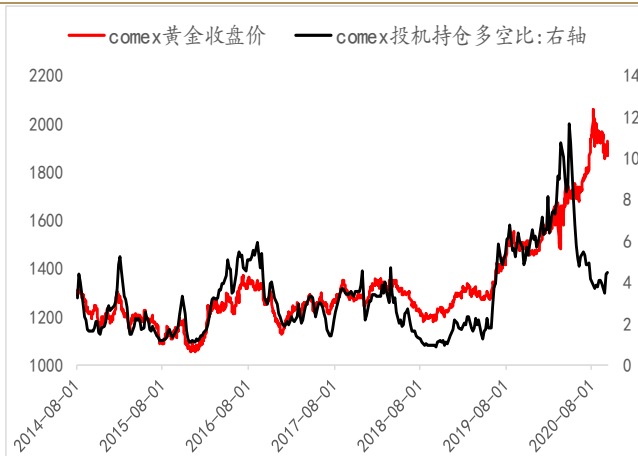
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 白银投机多头净持仓



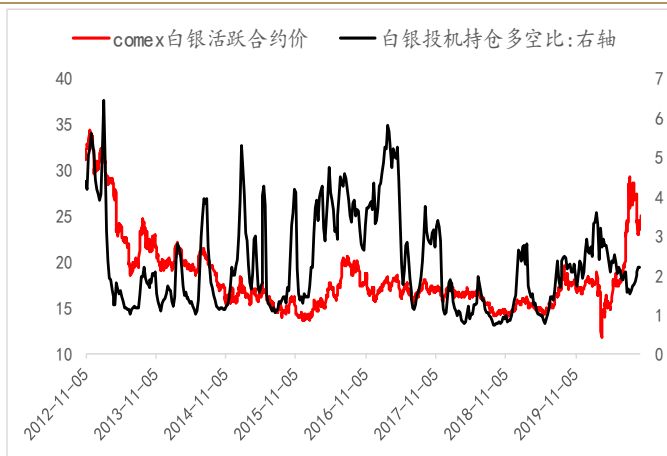
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 白银多空比



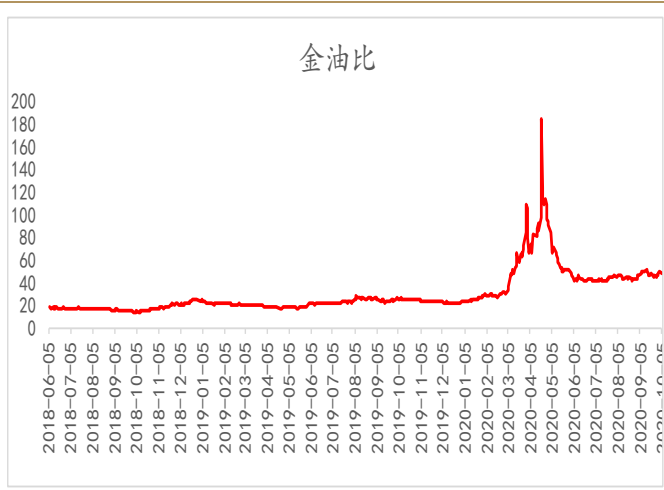
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 伦敦现货金银比



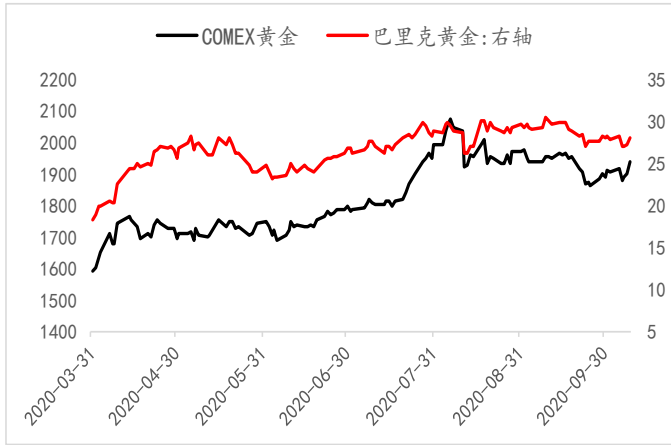
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 伦敦金与布伦特原油



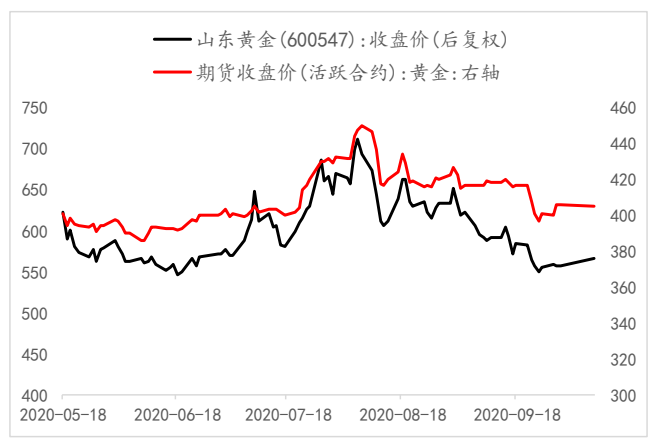
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 巴里克黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 山东黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

长按识别下方二维码，了解更多资讯！



混沌天成研究院