

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

为期三月调整已结束，待通胀风起

核心观点：

贵金属上周大涨，基本上消息主要包括两个方面，一个是对欧洲疫情的交易风格在有所转变，英国央行宣布将债券购买目标总额上调至 8950 亿英镑，比市场预期多增加 500 亿英镑，英国央行表示如果市场恶化，央行准备好再次提高量化宽松；欧洲央行 10 月份议息会议没有更多动作，维持关键利率和资产购买计划不变，但是拉加德在随后的讲话中，释放了偏鸽派的信号，表示 12 月央行“几乎无疑”会加码刺激政策，下一步行动可能不仅仅是提高购债规模，且不排除使用任何工具；欧洲疫情对于市场的影响在逐步由【疫情重，经济差，通缩担忧】转变为【疫情重，经济差，刺激多，通胀回升】；

另外一个利好是拜登获胜可能性大增，市场开始交易继续交易拜登上台预期，即会有更大规模的财政刺激计划，弱美元的确定性走高，以及对新能源领域更多的扶持措施，上周美股光伏板块迅速走高，白银也受益表现强势。

整体上看，我们认为持续接近 3 个月的贵金属调整已经基本结束，后续随着更多刺激政策出台，以及疫苗出现带动的海外经济活动恢复从而推动海外通胀走高，贵金属将会再次迎来单边上涨行情。

策略建议：

贵金属调整基本结束，后面每次回调就是做多机会

风险提示：

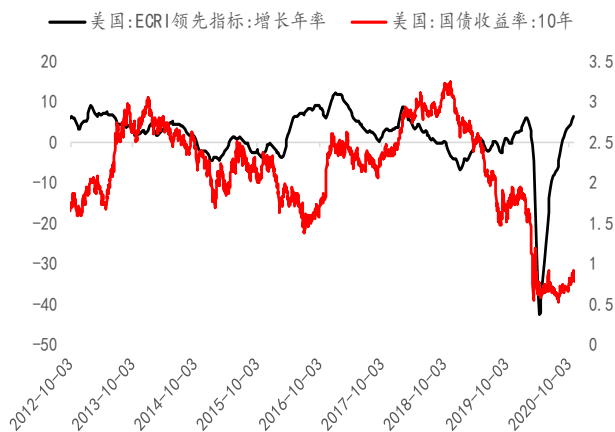
美国大选出变故，疫情推出不及预期



一、名义利率

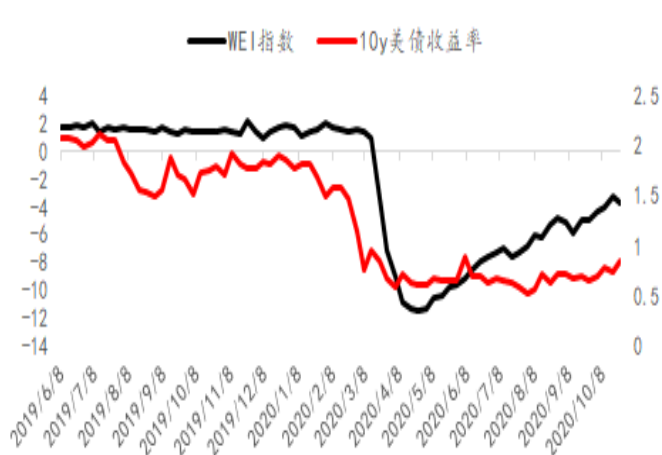
本周美债收益率继续抬头，期间一度回升至 0.9% 的水平，尽管从各类经济景气指数的角度来看，长债的收益率是明显被低估了，但是我们认为短期内美债收益率期限结构的陡峭化，已经基本反映出了美国当前的经济复苏水平

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率



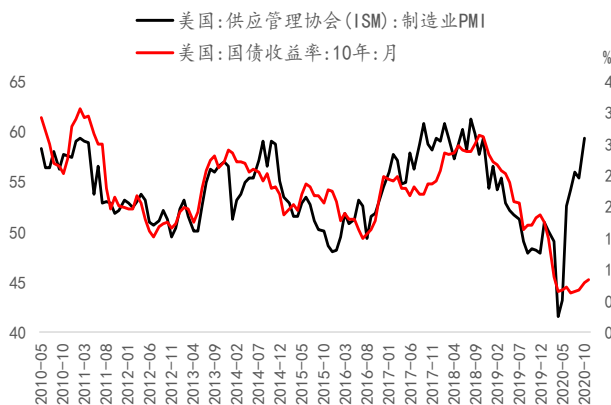
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 2: WEI 指数与美债收益率



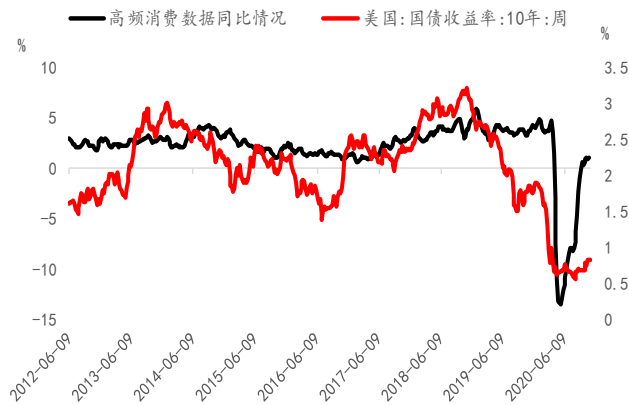
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

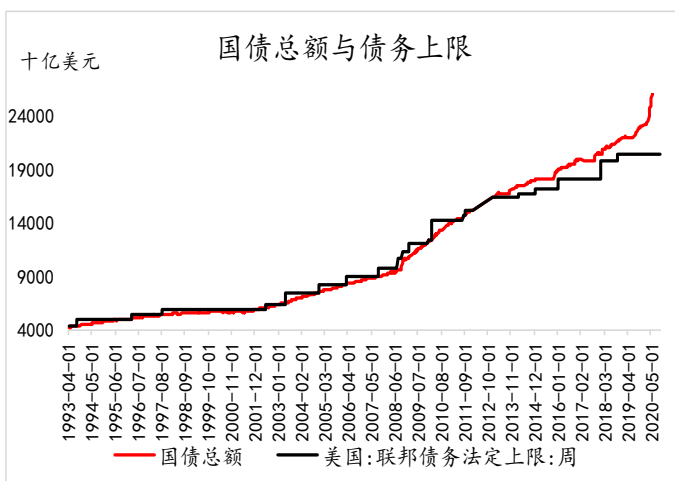


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

长期来看，美联储到目前货币政策上仍然没有收紧的迹象，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，这在客观上压制了未来名义利率的上升空间。

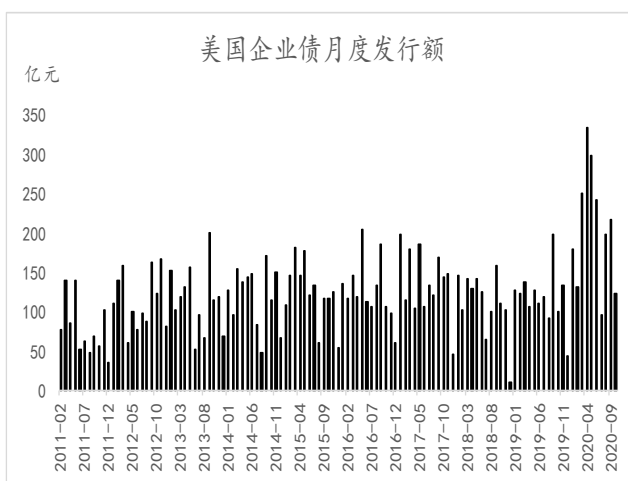
在这种背景下，尽管美债收益率近期一度有所抬升，但我们判断只要没有明显的加息和收紧举措，即便后期经济加速回升，国债到期收益率难以恢复到疫情之前，十年期国债到期收益率 1% 左右可能会是阶段性的上限。

图表 5：美国债发行情况



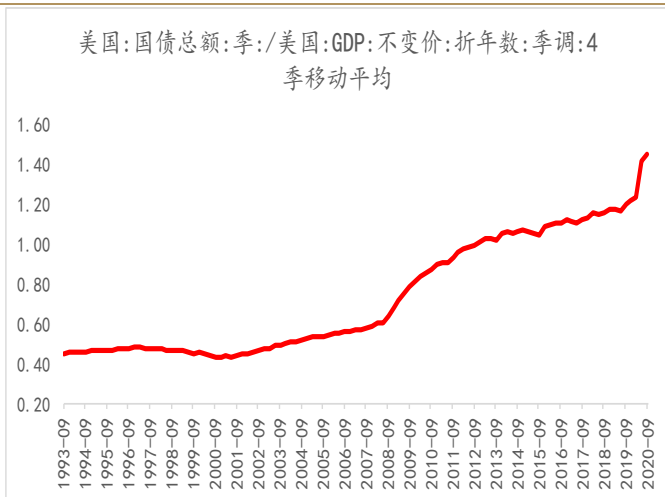
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门月度债券发行情况



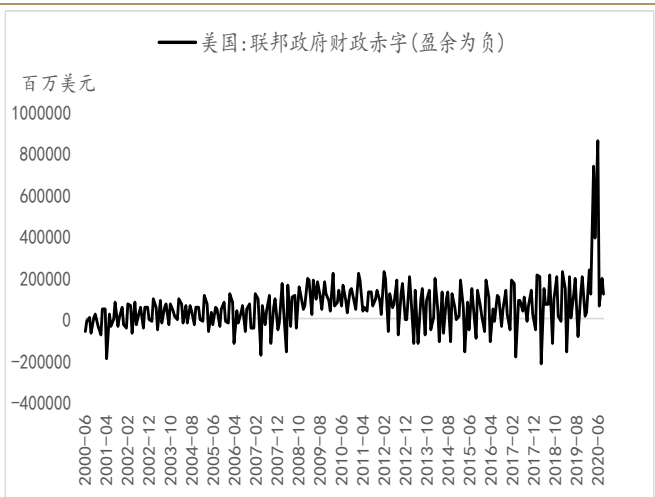
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



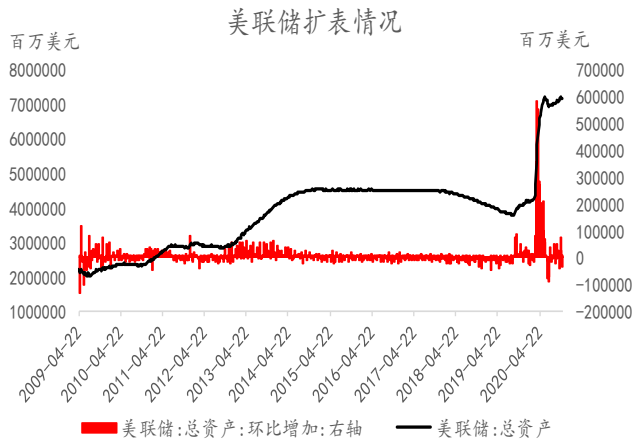
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



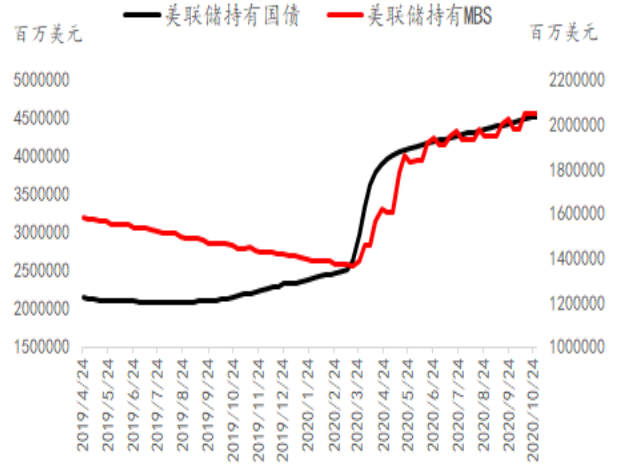
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：联储资产负债表增速放缓



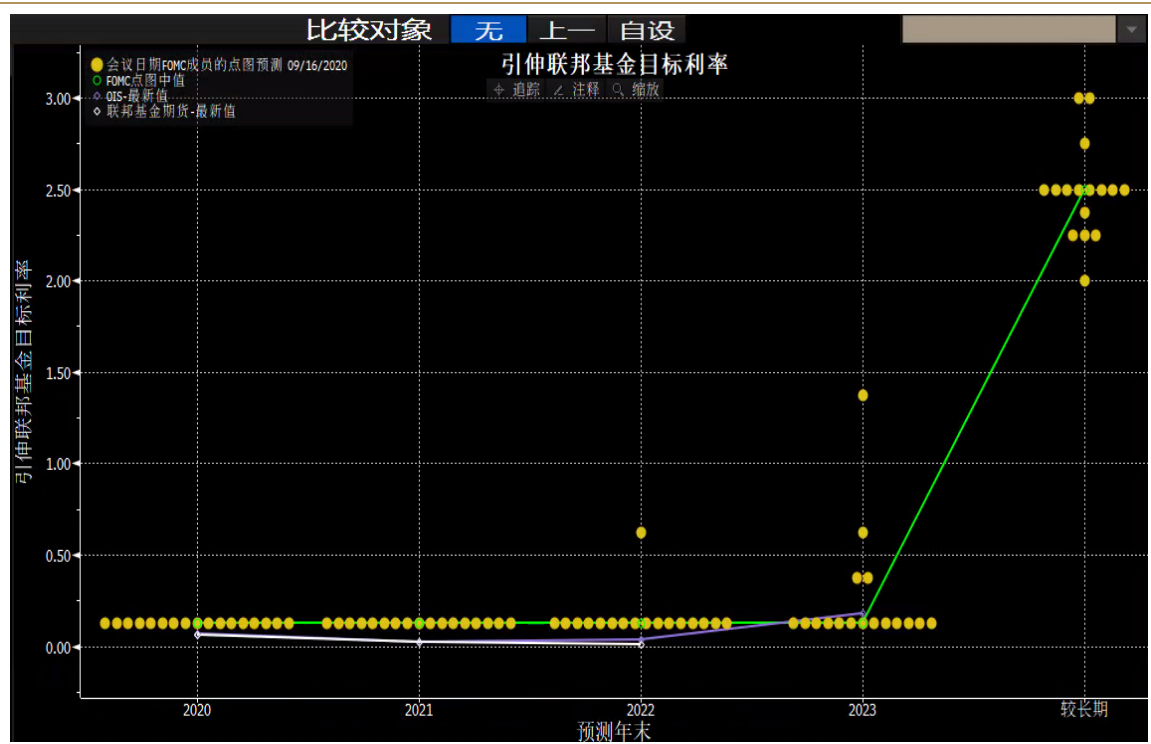
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

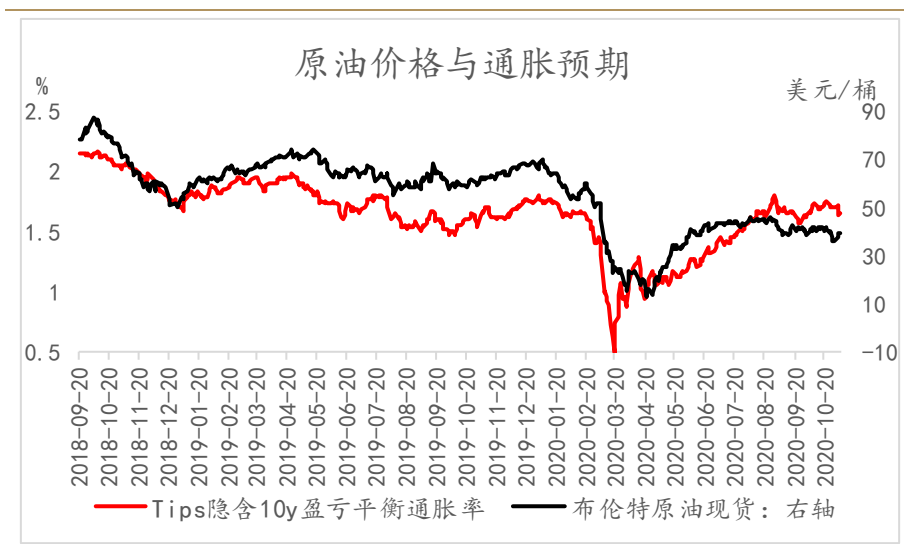


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

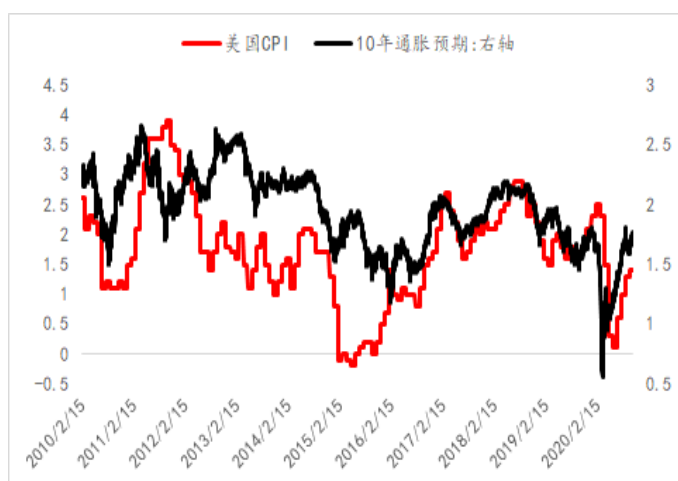
随着市场对于欧洲疫情带来的封禁恐慌的适用，油价也逐步站稳，其对通胀预期的拖累相对有限；

图表 12：原油价格与美国通胀预期



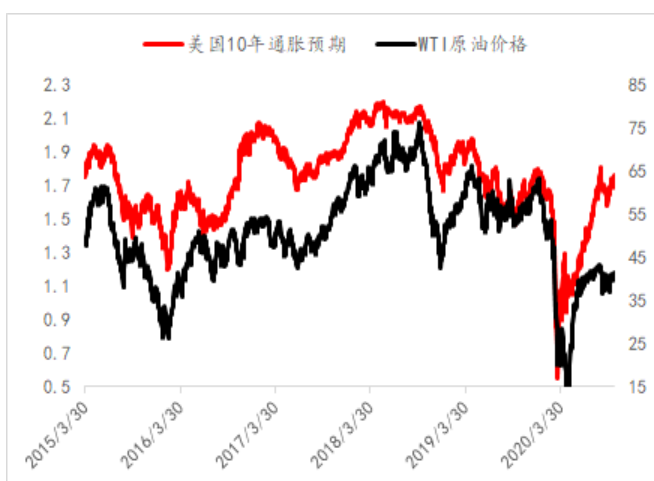
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 13：通胀与通胀预期变化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

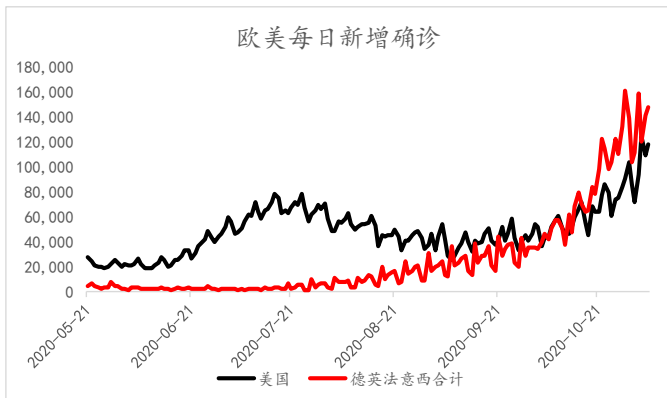
图表 14：全球通胀水平与原油价格变化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

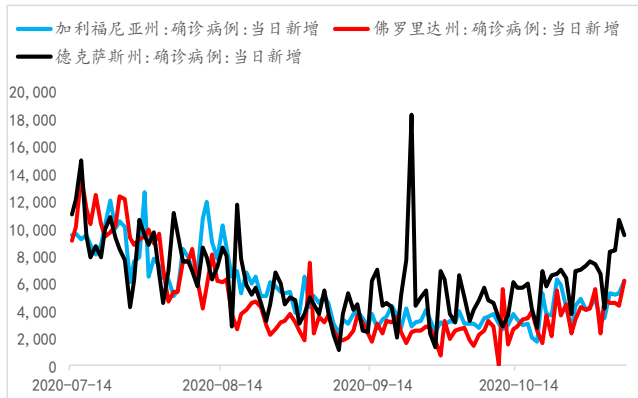
美国近期的重心在大选上，尽管疫情又抬头，但是政府对于防疫政策并不积极，所以工业生产和消费继续延续复苏状态，欧洲方面，封禁确实一度引发了衰退的担忧，服务业和交通出行景气受到了严重影响，但随着更多刺激出台，市场对于通缩预期已经基本消褪。

图表 15: 欧美每日新冠新增确诊



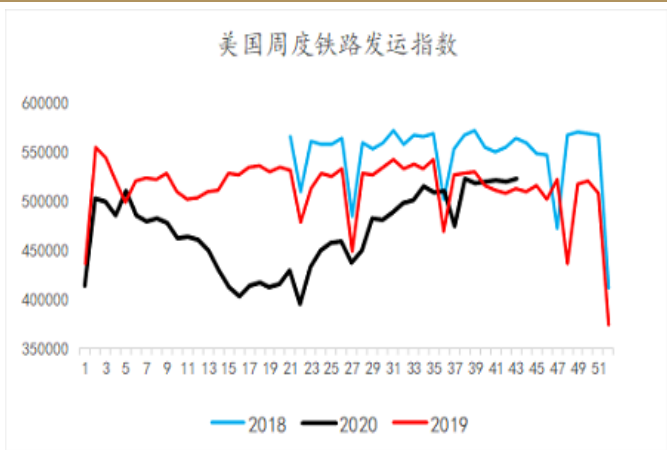
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 疫情严重州也已连续好转



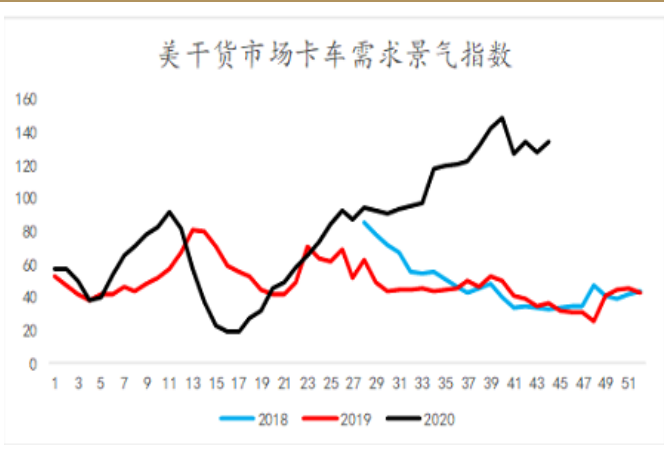
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 美国铁路周度发运情况



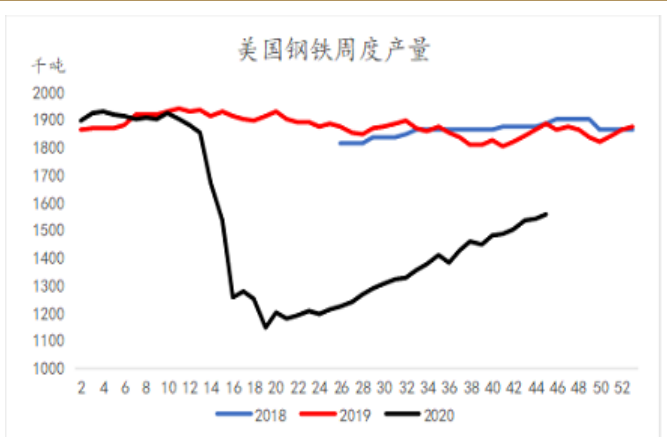
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美卡车市场需求景气指数



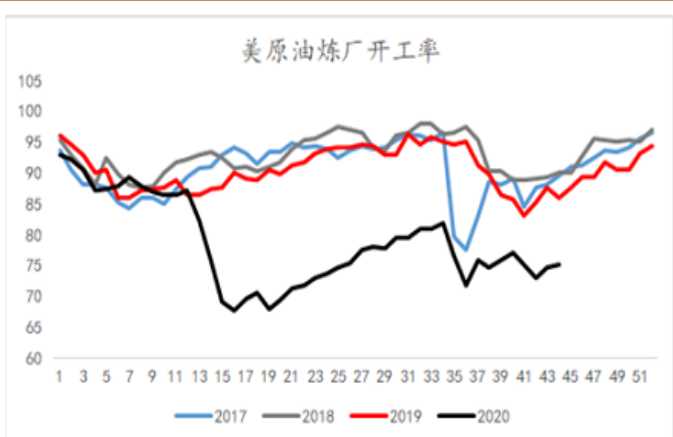
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 美粗钢生产情况



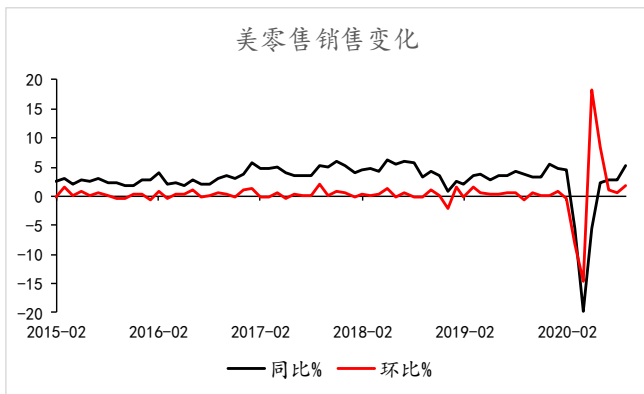
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 美炼油厂开工情况



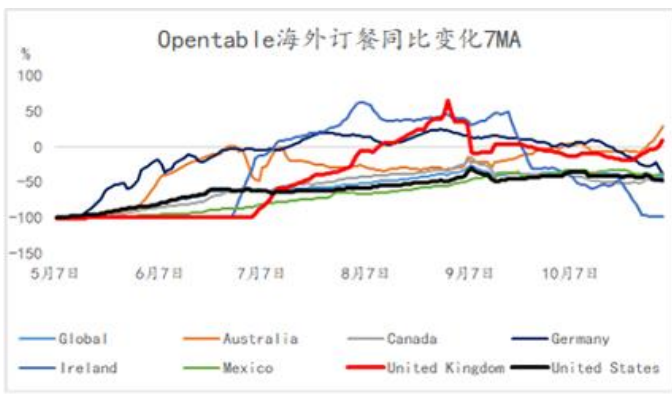
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美零售销售变化



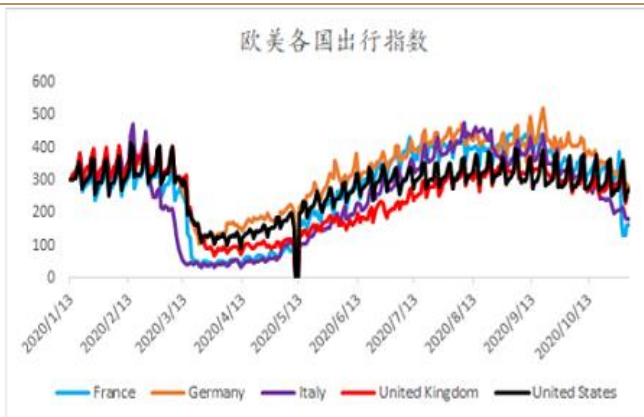
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 海外线上订餐情况



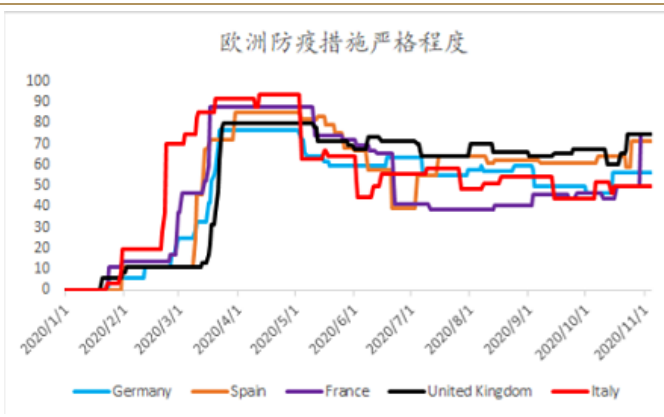
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 欧美各国出行指数



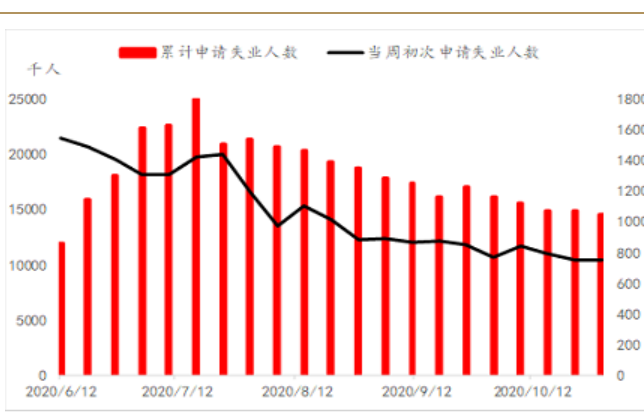
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 欧洲防疫严格指数



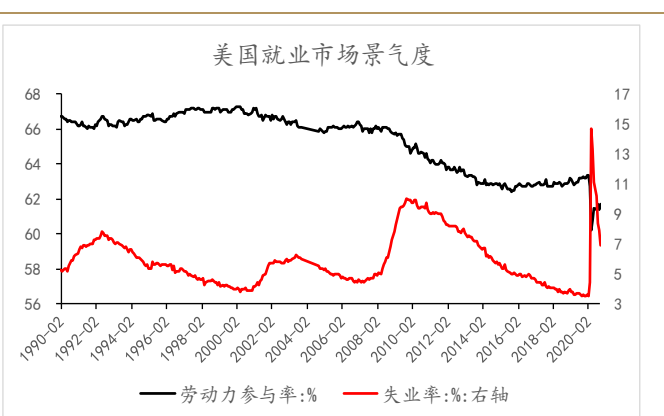
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



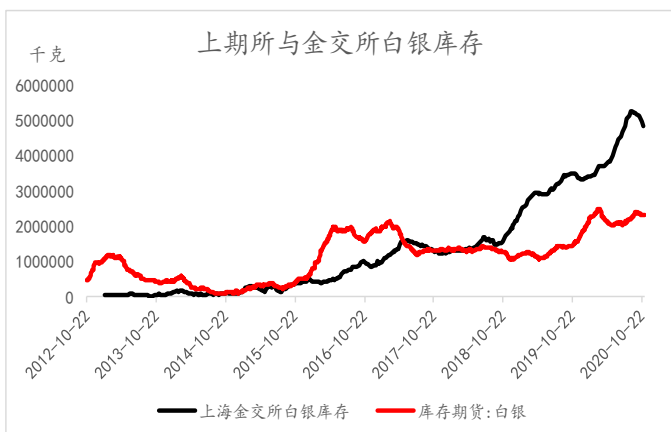
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

由于国内外消费的下滑，上半年国内金交所累计了数千吨的白银库存，不过这个因素正在边际好转，金交所库存已经拐头向下，COMEX 白银库存增长也开始边际放缓，因此在白银的供需面开始有所好转的情况下，我们认为金银比继续大幅度上涨的动力不高。CFTC 的持仓数据显示，白银的净多头仓位仍然在逐步增加。

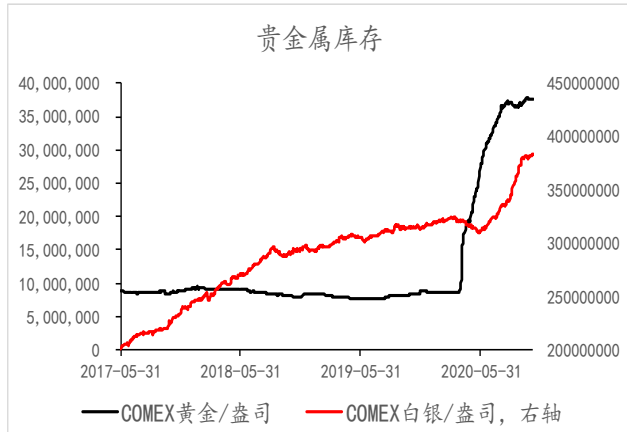
随着拜登上台的可能性逐步增加，市场对于未来更大规模财政刺激计划的出台开始有了更多的期待，那相应的美联储也需要匹配财政刺激进行更大规模的放水，利空美元的重要因素正逐步浮出水面，这也会利多贵金属。

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



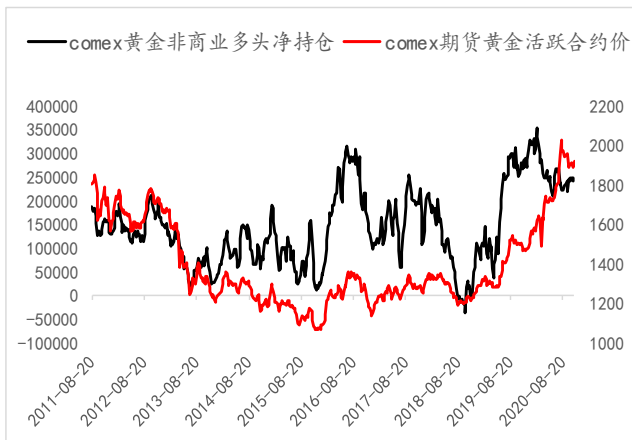
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30：白银 ETF



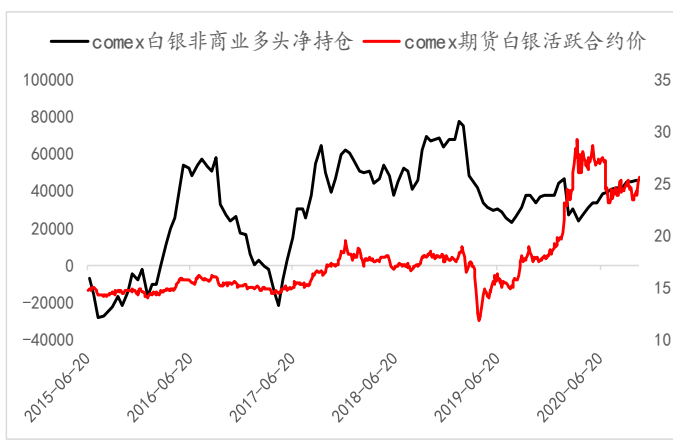
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31: 黄金投机多头净持仓



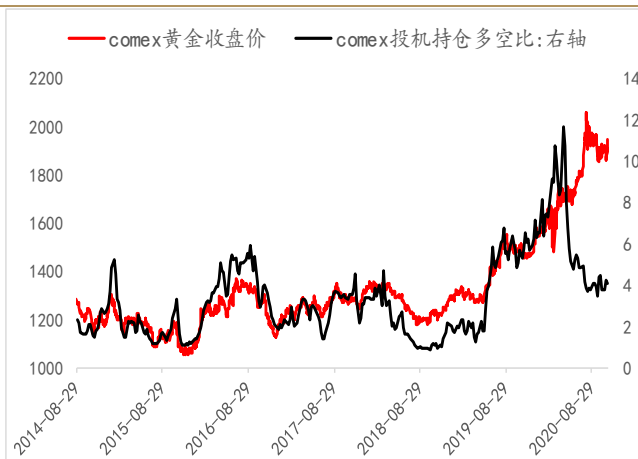
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 白银投机多头净持仓



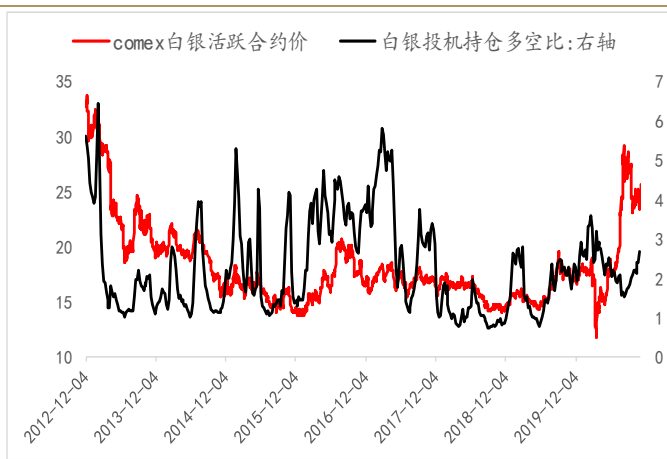
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



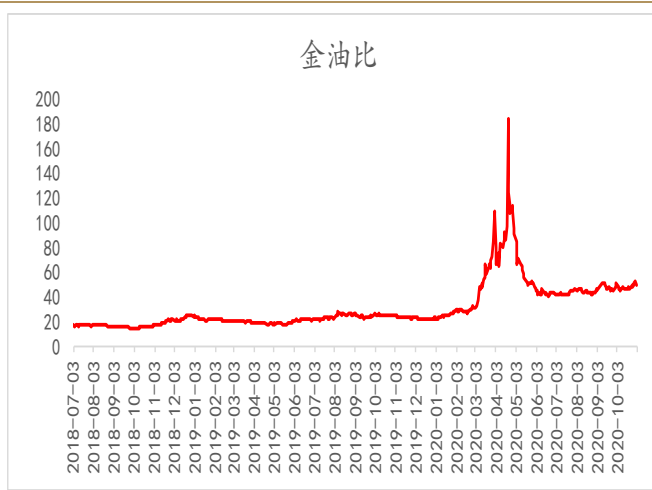
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 伦敦现货金银比



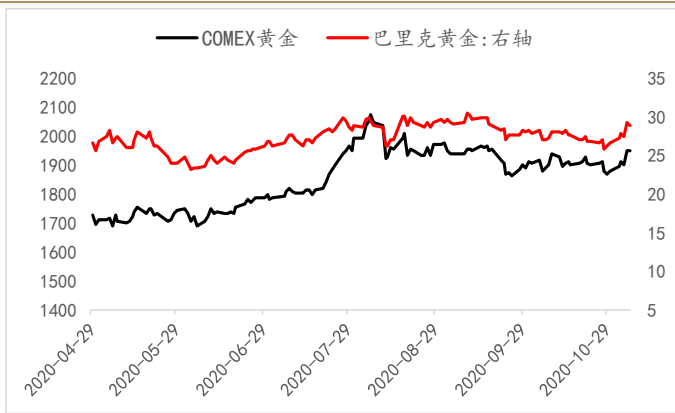
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 伦敦金与布伦特原油



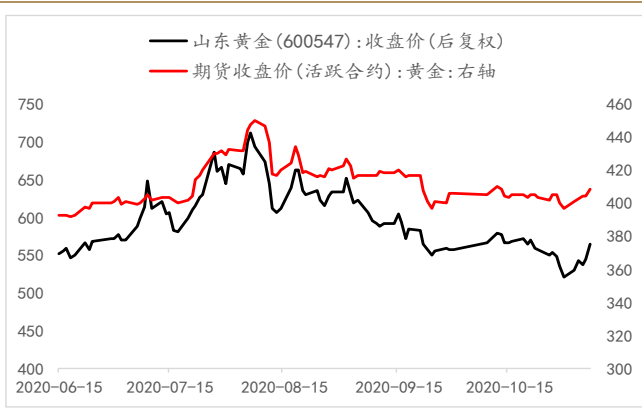
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 巴里克黄金价格



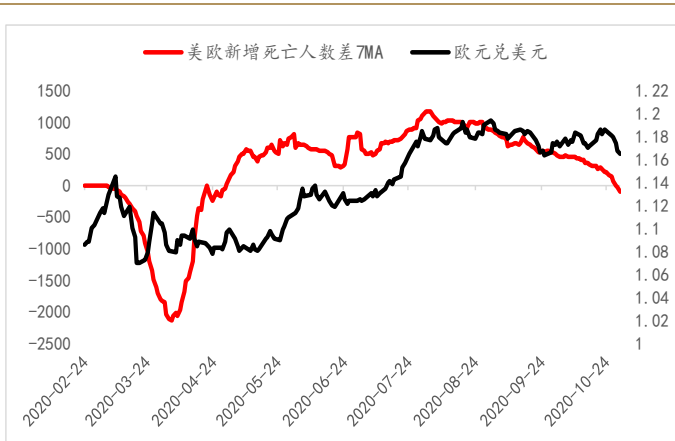
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 山东黄金价格



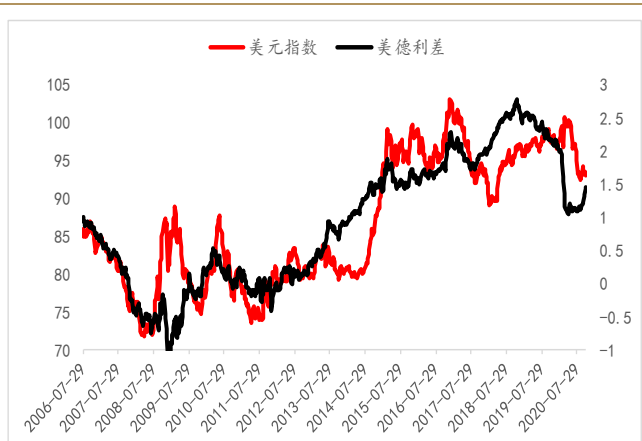
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 41: 欧元与疫情死亡增速差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 42: 美元指数与美德利差



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