

混沌天成研究院

宏观组

联系人：赵旭初

☎：15611668355

✉：zhaexc@chaosqh.com

从业资格号：F3066629

疫苗大超预期，贵金属受重挫

核心观点：

贵金属周一大幅跳水，辉瑞疫苗是关键变量，疫苗的出台时机对贵金属来说有截然不同的效果，如果是明年1月份出来这样的消息，那个时候欧美新一轮刺激政策已经逐步出台，疫苗出来经济活动迅速恢复，通胀开始走高，那对贵金属是大利好。但是当下这个时间点，是欧美新的刺激政策将出未出之际，疫苗的超预期使得市场对于欧美继续推出大幅度刺激的预期开始有所弱化。

展望后市，首先对于疫苗的效果还有待观察，即便能如期量产，民众是否会有抵触情绪尚未可知，而只有等到大部分人完成接种之后，经济才能从半封闭的状态之中走出来，这个时间点，恐怕得到明年的一季度，因此中途很有可能仍然会少不了继续的刺激措施出台。

即便没有新的刺激，我们觉得当下美国的刺激政策的完全体并没有体现，一方面是财政支出缓慢，一方面是经济活动没有恢复导致货币流通速度很低，这两个都压制了通胀的回升，即便疫苗迅速推出，新的刺激政策落空，但是后面随着财政支出加快以及经济活动恢复，通胀预期上升的空间并不比名义利率低，这样的环境下，贵金属充其量是个震荡，并没有持续暴跌直接扭转牛市预期的基础，我们仍然对贵金属后市持有乐观态度。技术上纽银指数只要不破前低22.68的位置，黄金不破1851.1的价位，那就维持逢低多的观点不变

策略建议：

买入明年6月份的合约，等待市场给予一次炒作通胀的机会。

风险提示：

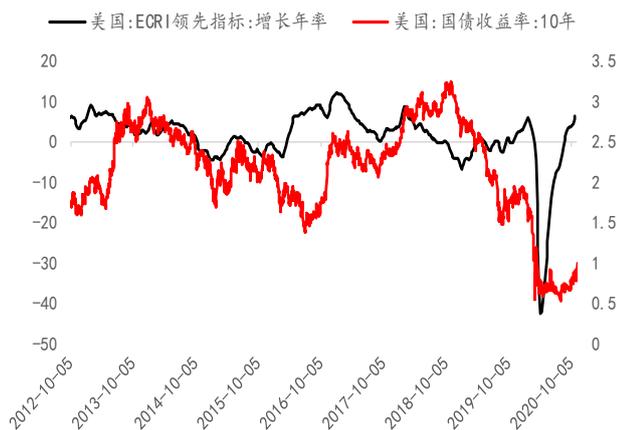
美国大选出变故，疫情推出不及预期



一、名义利率

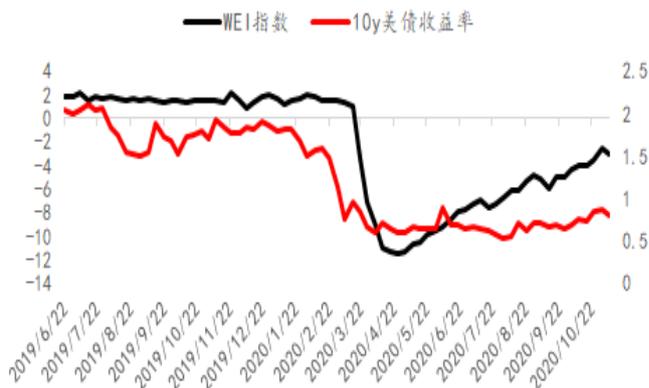
本周美债收益率继续抬头，疫苗消息出台后，市场对于美国经济未来复苏信心大为提振，10年期美债收益率一度回升至1%的水平。

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率



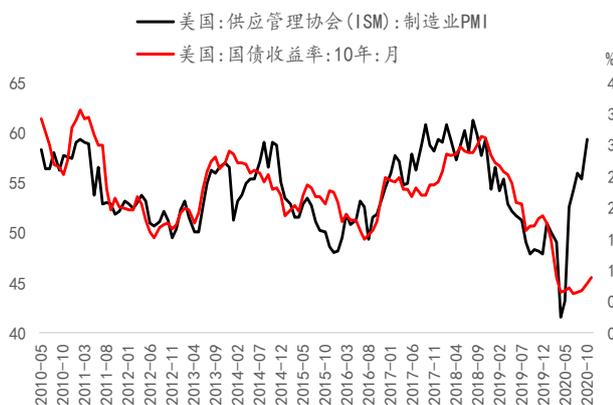
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

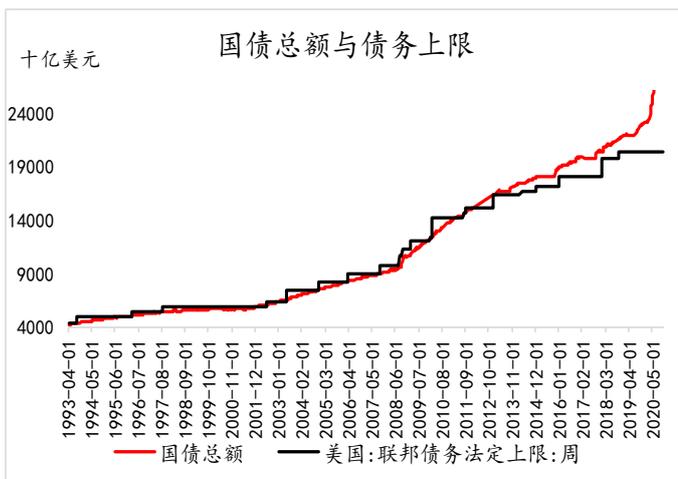
对于疫苗的效果还有待观察，即便能如期量产，民众是否会有抵触情绪尚未可知，而只有等到大部分人完成接种之后，经济才能从半封闭的状态之中走出来，这个时间点，恐怕得到明年的一季度，从这个角度来讲，当下的美债收益率水平基本已经定价疫苗量产超预期这件事，如果真的是到明年一季度才能实现大规模接种，那么其间的刺激措施可能还是会出来，尽管有缩水，但还是会推出，因此美债收益率会有一定下落的风险。

而且长期来看，美联储到目前货币政策上仍然没有收紧的迹象，最近的联储官员出来发言，仍

然是在维持这样的表态。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。

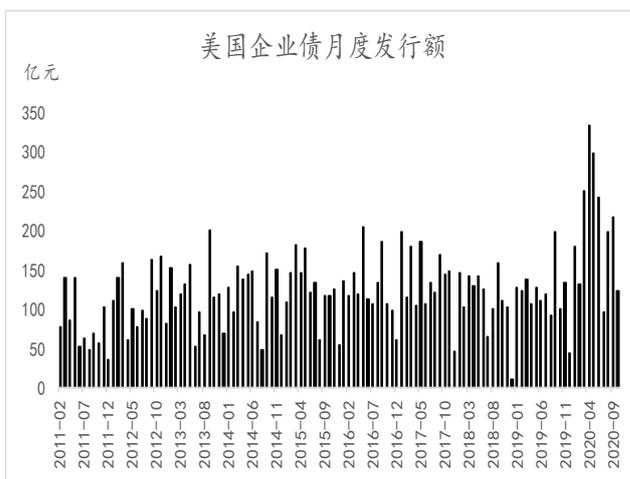
在这种背景下，我们判断只要没有明显的加息和收紧举措，即便后期经济加速回升，国债到期收益率难以恢复到疫情之前，十年期国债到期收益率 1%-1.2%左右可能会是阶段性的上限。

图表 5：美国债发行情况



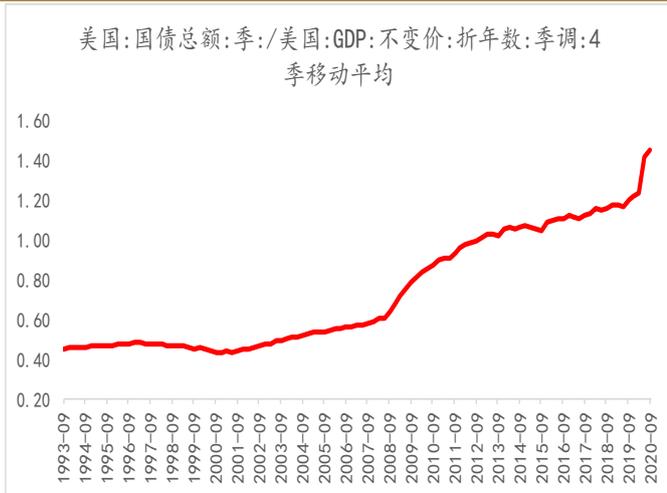
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门月度债券发行情况



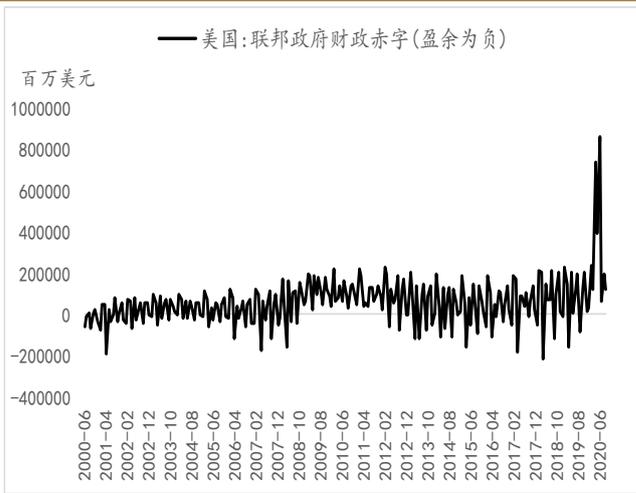
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



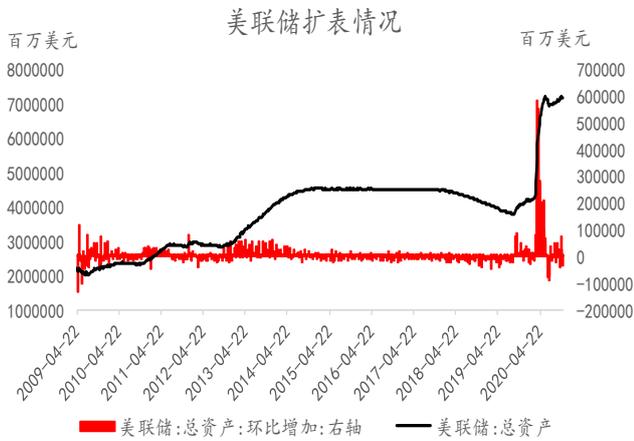
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



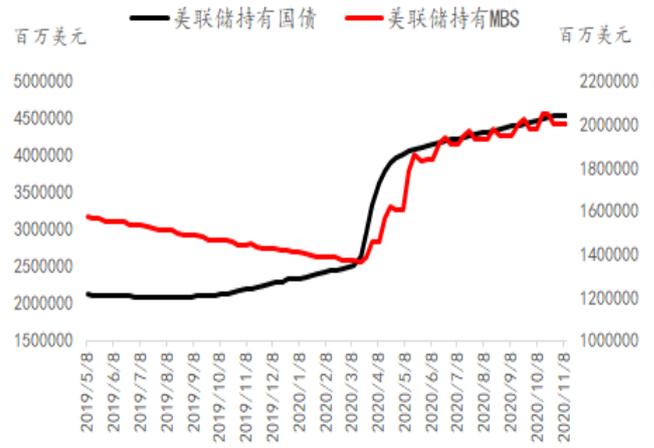
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：联储资产负债表增速放缓



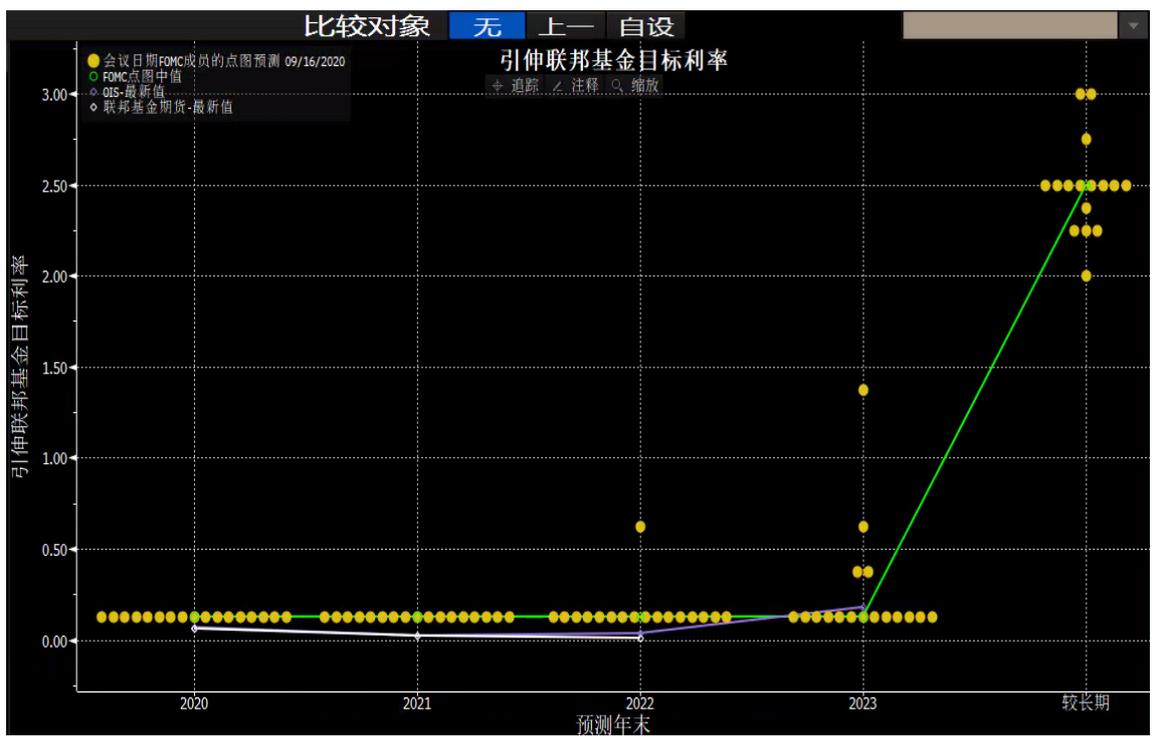
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

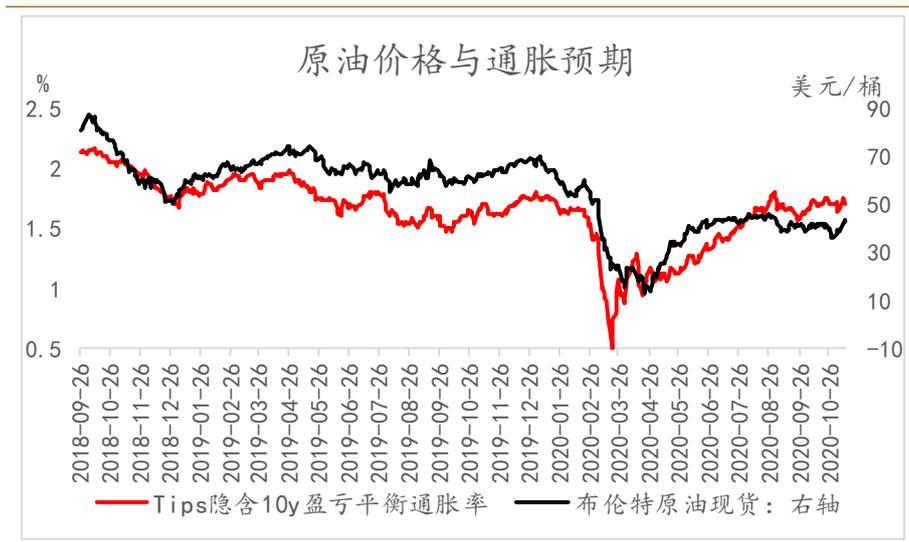


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

疫苗超预期这件事，最为确定性的影响是油价，原油价格本周也是应声大涨，从供给端对通胀预期形成支撑。

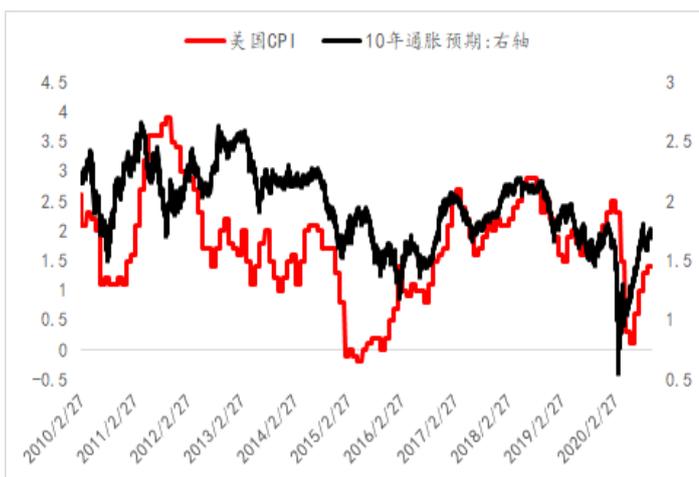
图表 12：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

美国 10 月 CPI 与核心 CPI 数据均小幅不及预期，且弱于前值，在通胀预期已经恢复至疫情之前水准的情况下，实际通胀还距离疫情之前有较大缺口，实际通胀无法快速上行，通胀预期难有大的上涨动力，除非有更大规模的刺激政策出台。

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



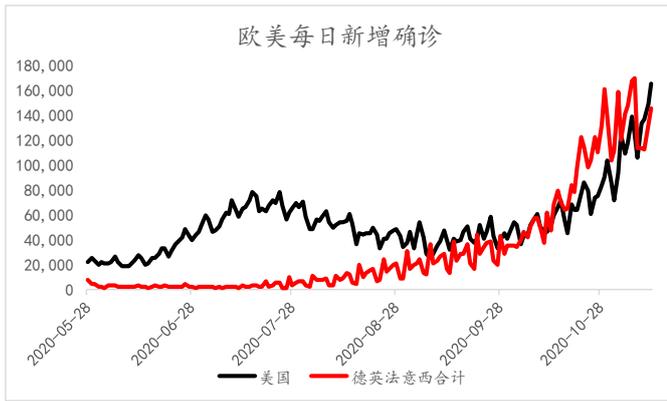
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

实际通胀水平未来的恢复，还需要经济活动持续复苏的支持。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。欧美的社会保障体系以及救济政策呵护了居民的消费能力，所以消费端与疫情之前无大差别，工业生产仍然

复苏缓慢，产出仍有较大缺口，服务业则恢复的最差。

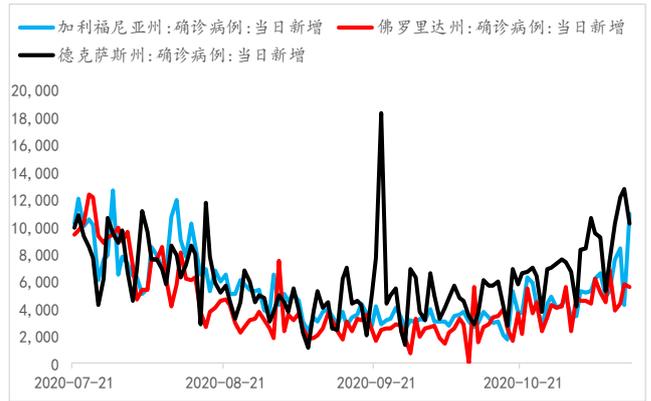
欧洲方面，封禁确实一度引发了衰退的担忧，服务业和交通出行景气受到了严重影响，但随着更多刺激出台，市场对于通缩预期已经基本消褪。

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



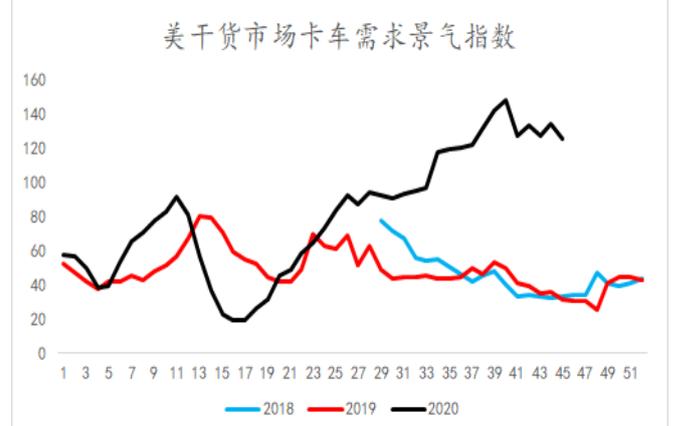
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 17：美国铁路周度发运情况



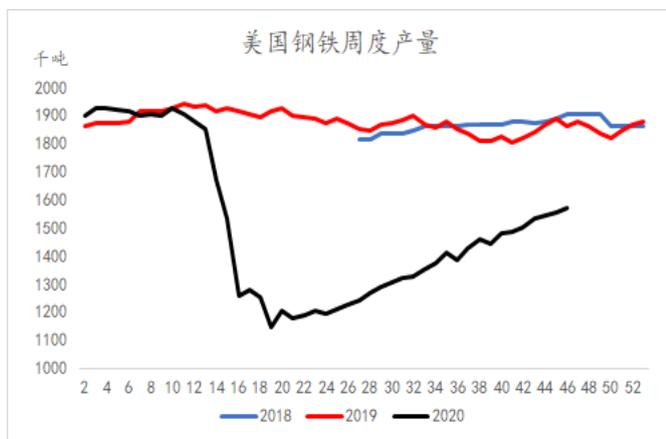
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：美卡车市场需求景气指数



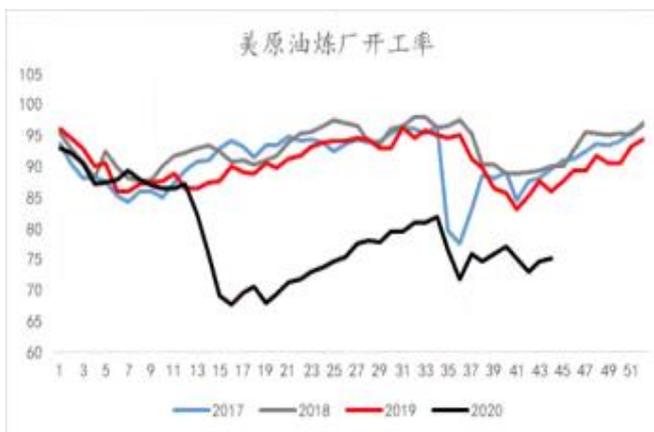
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 19: 美粗钢生产情况



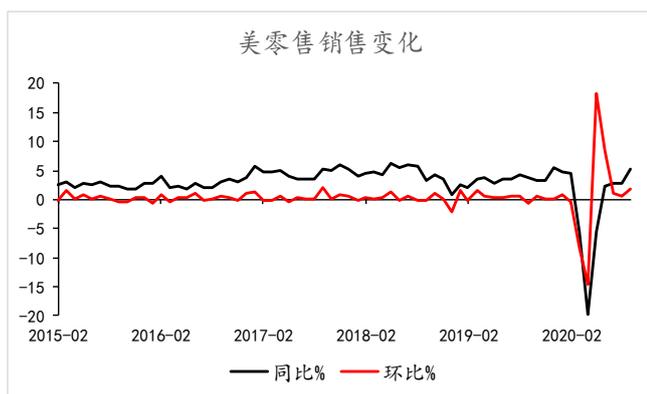
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



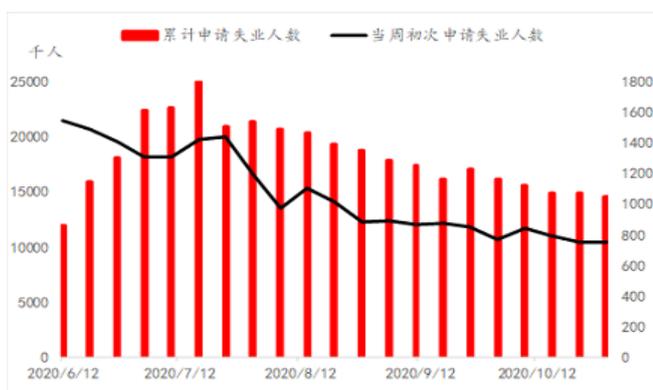
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 海外线上订餐情况



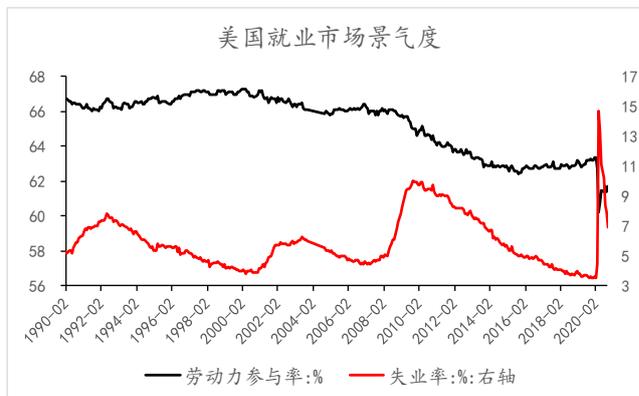
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 美国失业高频数据



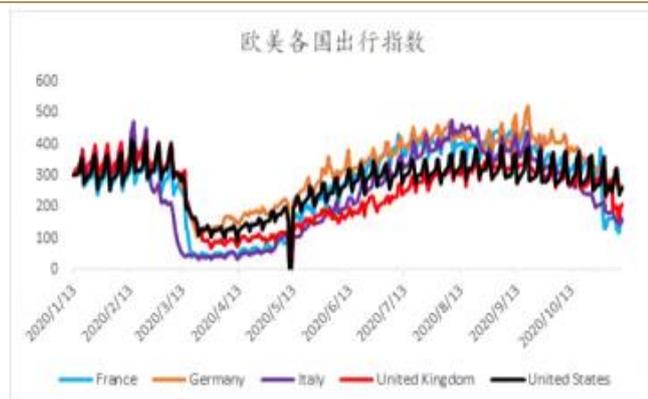
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 美国劳动市场景气度



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 欧美各国出行指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 欧洲防疫严格指数



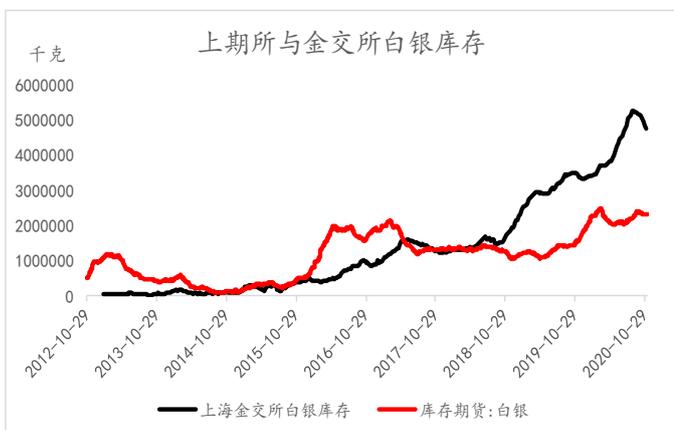
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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，内盘白银与外盘白银比价有所改善，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，而且考虑到未来欧美的刺激计划以及中国的十四五规划当中，都对绿色能源产业做到了着重强调，因此光伏产业的发展可能会利好白银的相关需求。CFTC 的持仓数据显示，白银的净多头仓位仍然在逐步增加。

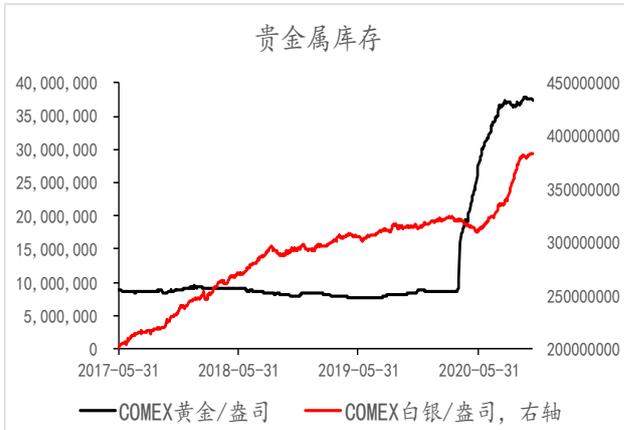
市场中长期看空美元的情绪仍然十分浓厚，美元与美欧疫情增速，美元与美德利差本周继续延续背离，不过随着欧洲疫情的封禁结果开始生效，欧洲利率上行，欧元上行，这种背离应该会逐步抹平。

图表 27：国内白银库存



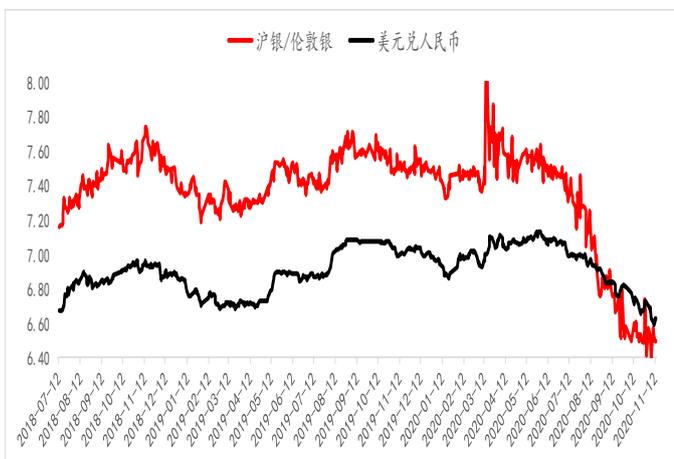
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：Comex 库存



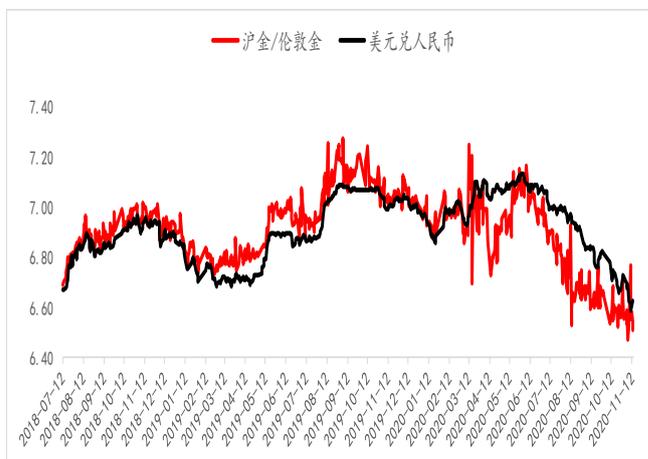
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 29：白银内外比价



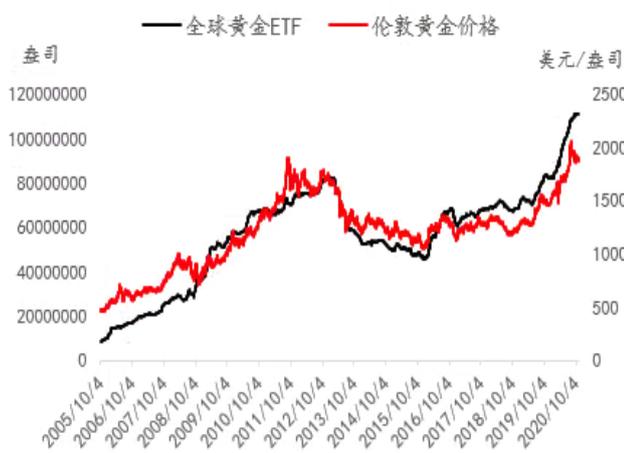
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30：黄金内外比价



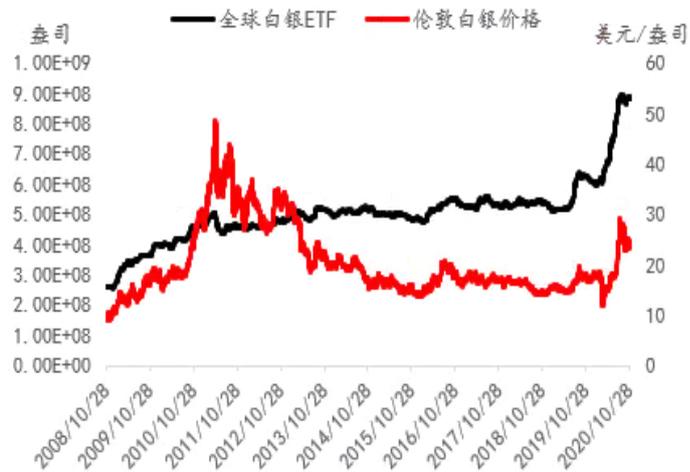
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31: 黄金 ETF



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 白银 ETF



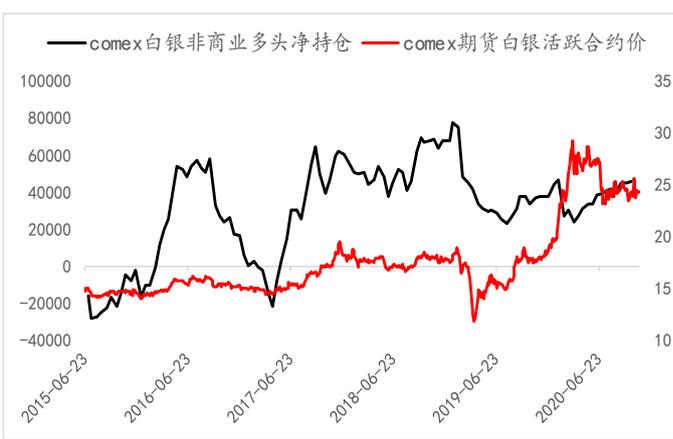
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 黄金投机多头净持仓



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 白银投机多头净持仓



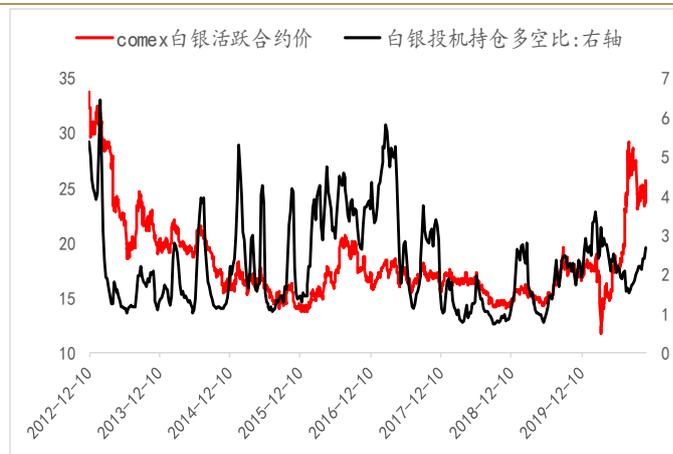
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 黄金多空比



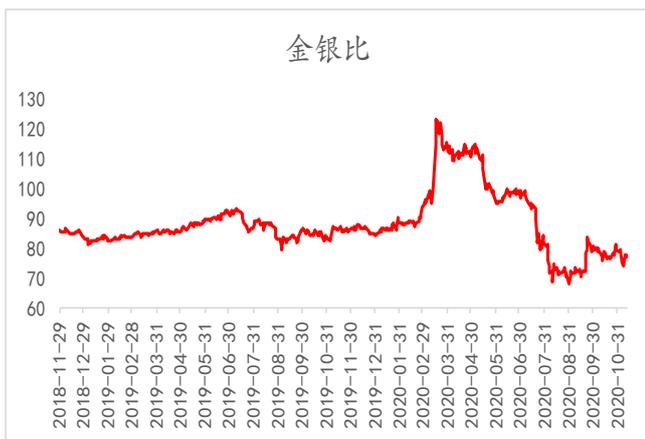
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 白银多空比



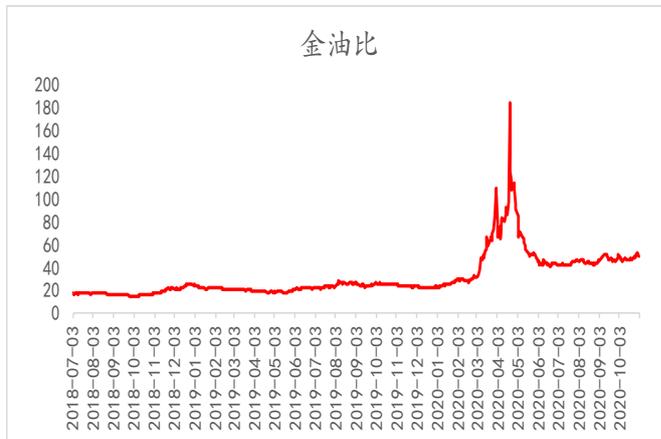
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 伦敦现货金银比



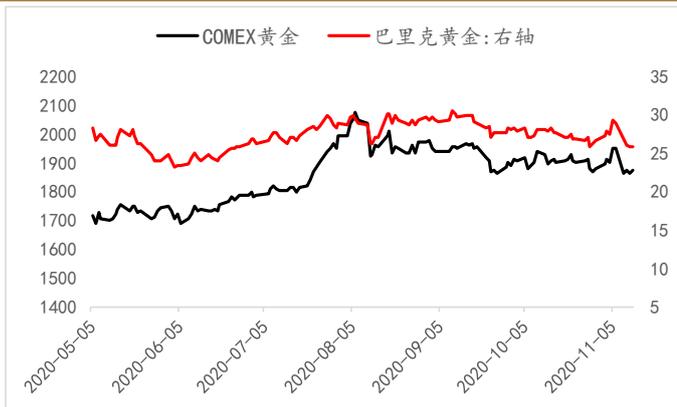
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 伦敦金与布伦特原油



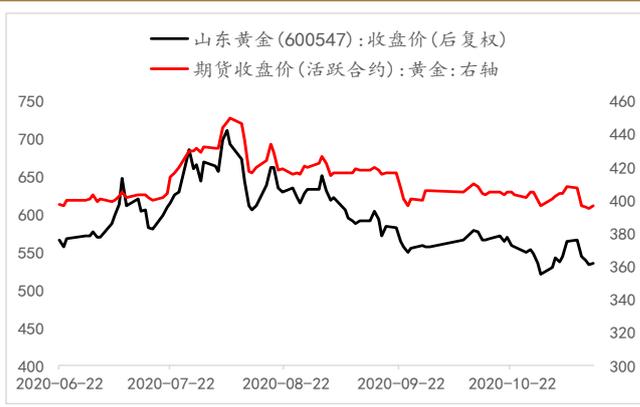
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 39: 巴里克黄金价格



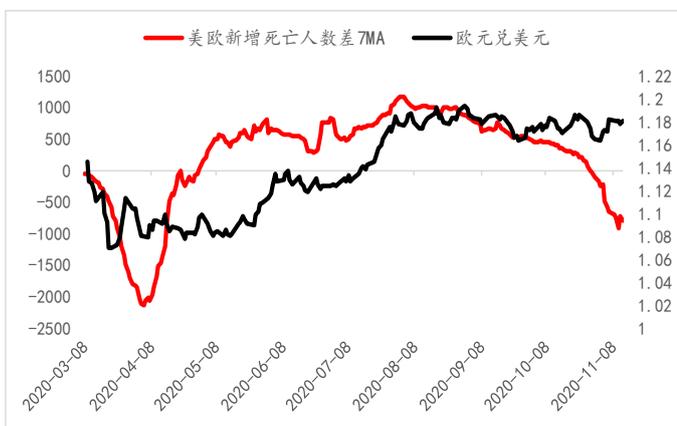
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 40: 山东黄金价格



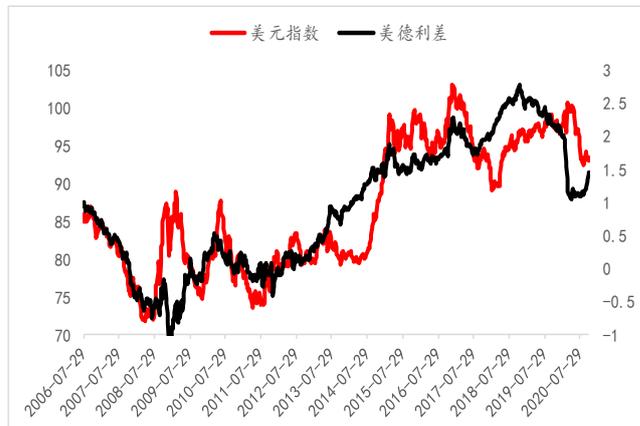
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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