

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

疫苗影响似有弱化，贵金属震荡一周

核心观点：

贵金属周初一度小幅上行，但随后连续传出疫苗超预期的进展，先是 Moderna 疫苗有突破，随后是牛津疫苗再传利好，贵金属再次下跌，基本回吐周初的涨幅。

市场近期的交易重心仍然在疫苗上，但是对于疫苗的反应，可以比较 11.9 号辉瑞疫苗，11.16 号 Moderna 疫苗再加上后来牛津疫苗的消息，感觉贵金属对于疫苗的反应明显在弱化（这个还需要继续观察，只是目前看来似乎是这样），对此的解读，一方面可能是疫苗的推出存在一些上市公司高管的小心思，我们也看到了辉瑞高管在疫苗消息出来之后抛售股票的现象，另一方面是疫苗推出到大部分人接种仍然存在一定的时间差，从当下算可能需要一到两个季度欧美国家才能大部分完成接种。

这种背景下，半封闭状态可能会持续维持，半封闭就意味着还是会有刺激会到来，如果美国继续陷入扯皮当中财政刺激推不出来，美联储可能会用货币政策来去弥补财政刺激的缺位，所以我们仍然对刺激措施保有预期，如果财政不给力，可能会有更多的货币政策补上。

即便没有刺激了，后期经济回升，通胀弹性会更大，贵金属还是可以有期待，所以操作上，买入明年 6 月合约，如果还有刺激那当然是大利好，如果没有，那就等待市场给予一次炒作通胀回升的机会。

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：

疫情推出再次大幅超预期

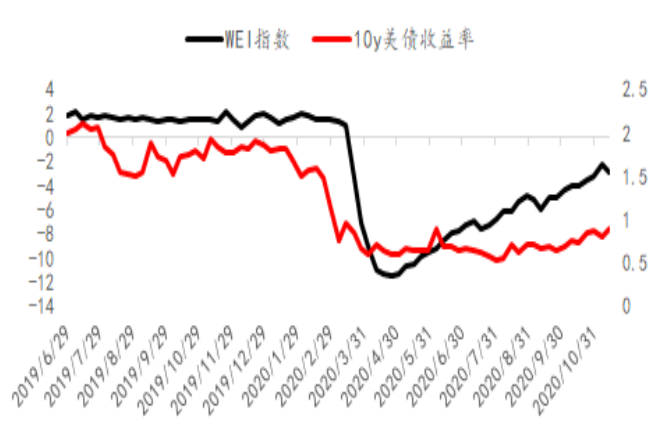
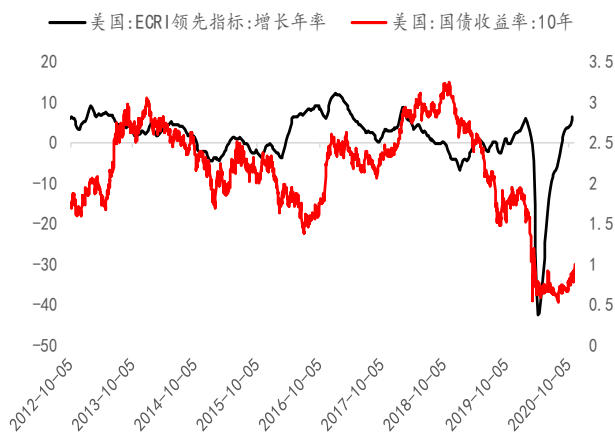


一、名义利率

本周美债收益率小回落，长期国债收益率收于 0.82%附近，后期随着疫苗的逐渐接种，经济回升，国债收益率将有机会继续上行。

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率

图表 2: WEI 指数与美债收益率

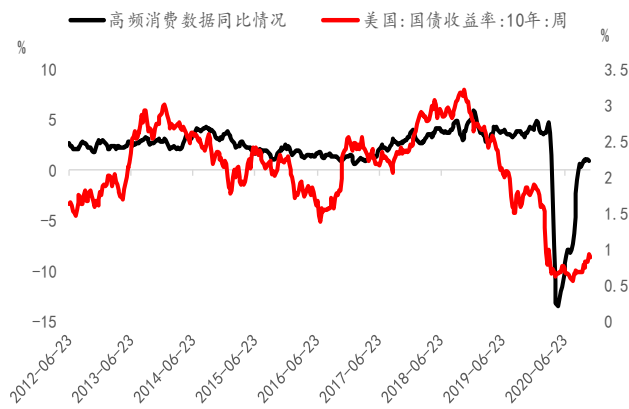
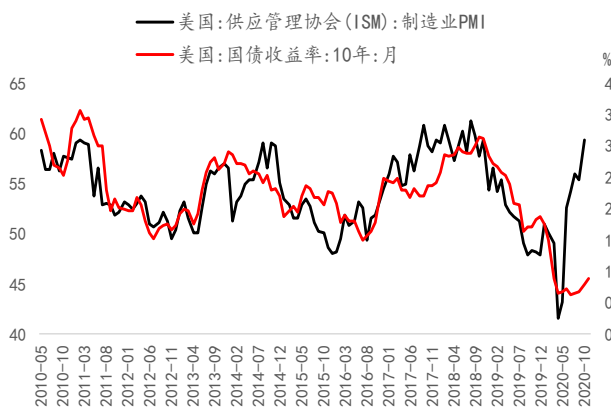


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

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

数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

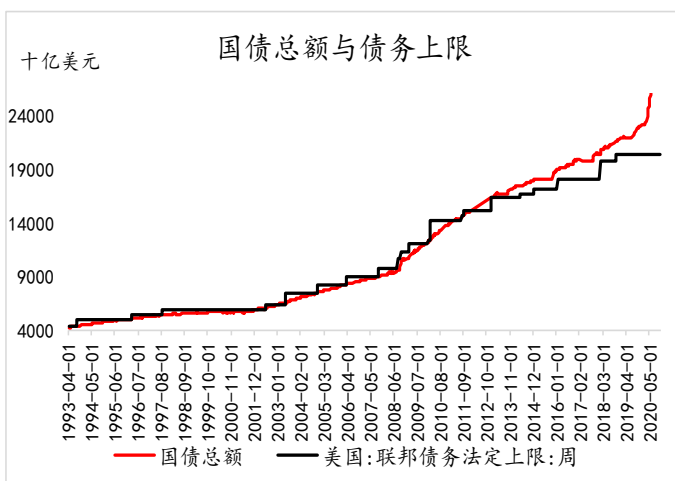
但对于疫苗的效果还有待观察，即便能如期量产，民众是否会有抵触情绪尚未可知，而只有等到大部分人完成接种之后，经济才能从半封闭的状态之中走出来，从跟踪的疫苗的产能来看，大概率是到明年的一季度末期实现 60%以上的接种，也就是群体免疫的水平。

从长期来看，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。

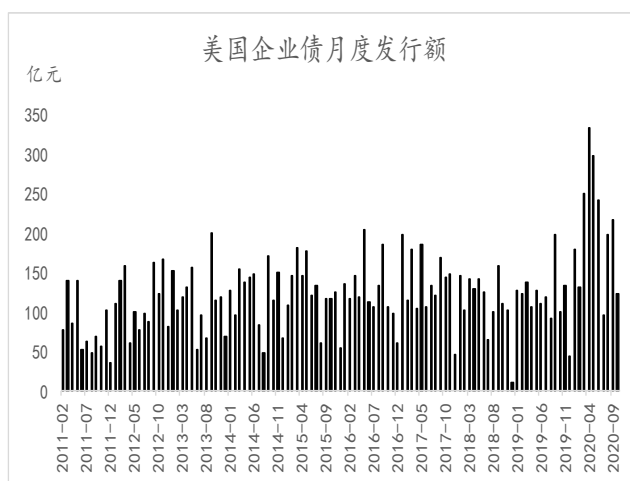
在这种背景下，我们判断只要没有明显的加息和收紧举措，即便后期经济加速回升，国债到期收益率难以恢复到疫情之前，十年期国债到期收益率 1%-1.2% 左右可能会是阶段性的上限。

图表 5：美国债发行情况



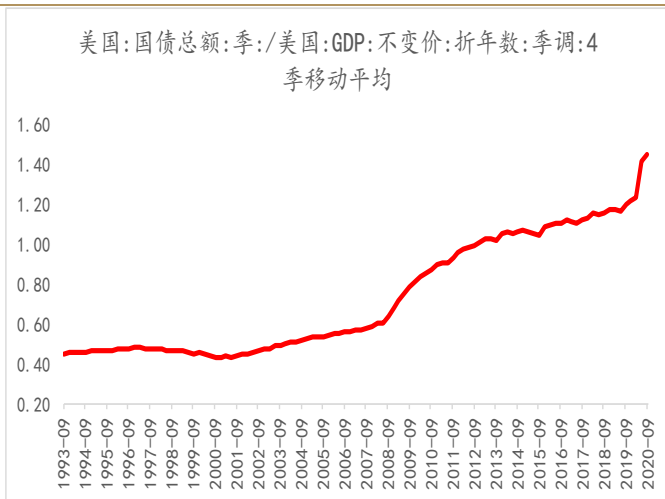
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门月度债券发行情况



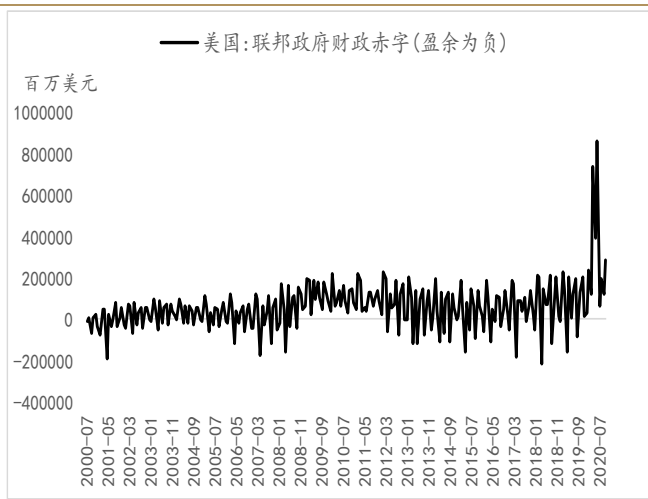
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



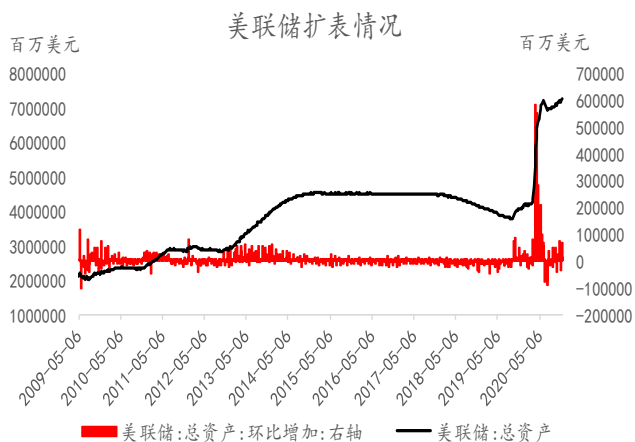
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



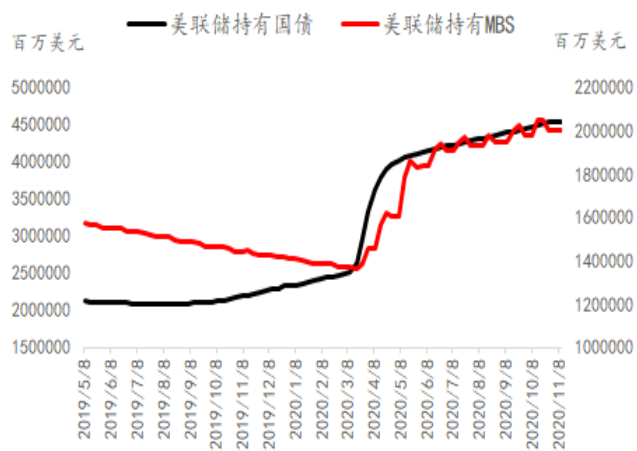
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：联储资产负债表增速放缓



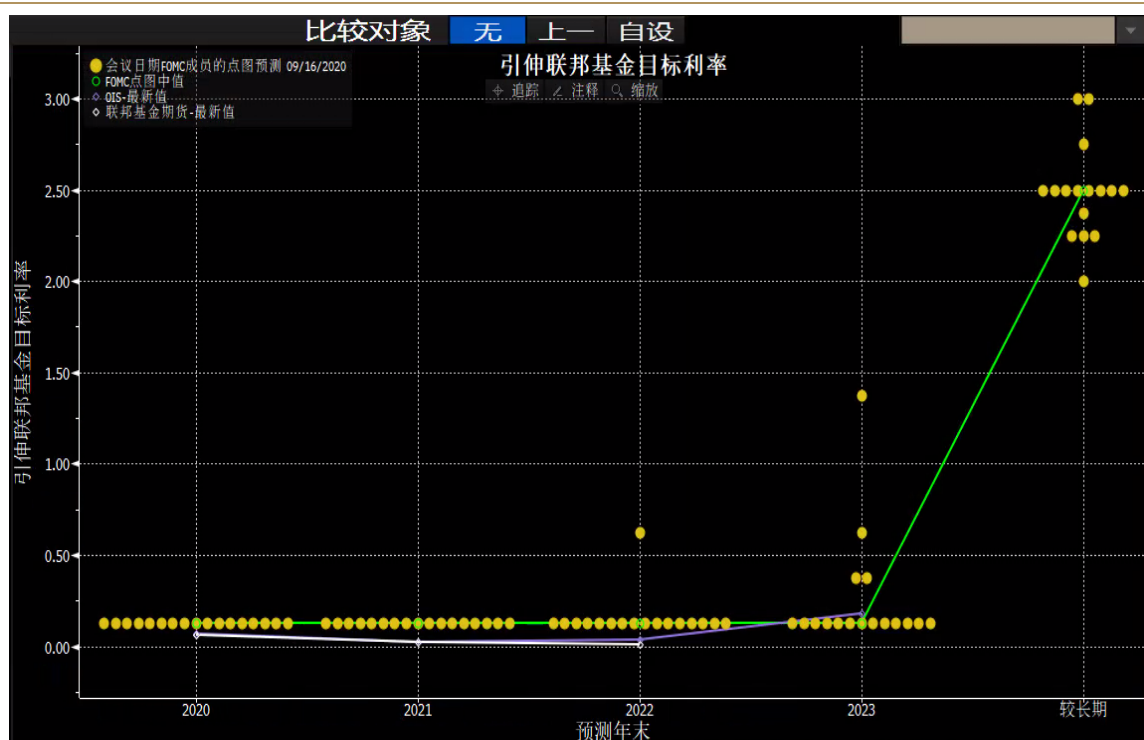
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

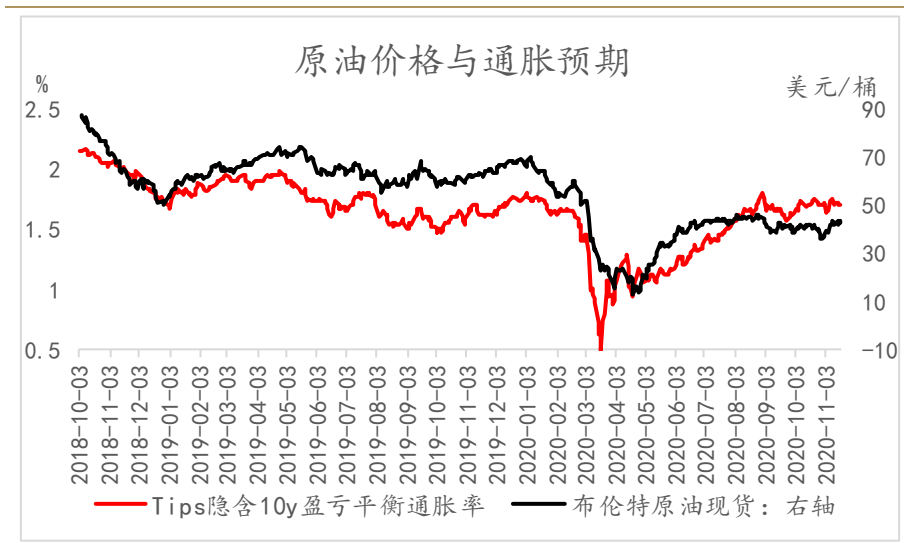


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

疫苗超预期这件事，最为确定性的影响是油价，原油价格本周小幅上行，从供给端对通胀预期形成支撑。

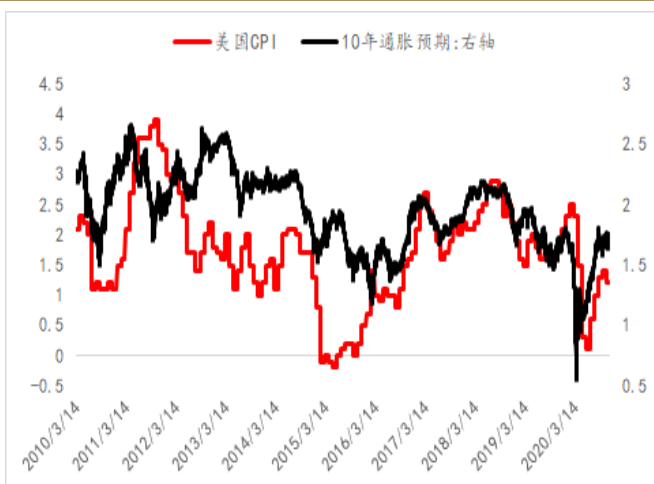
图表 12：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

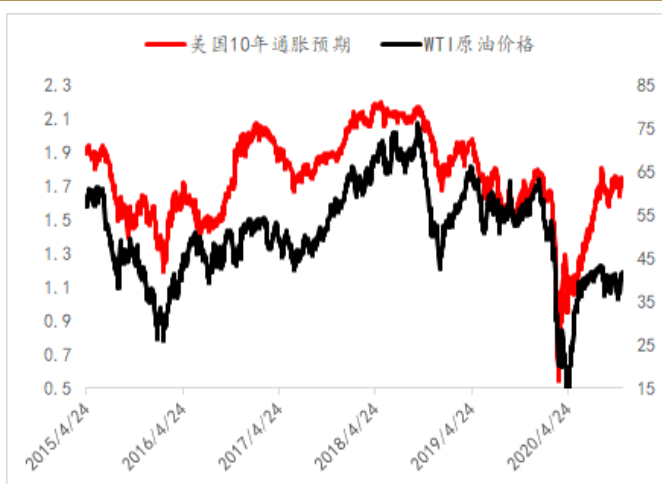
美国 10 月 CPI 与核心 CPI 数据均小幅不及预期，且弱于前值，在通胀预期已经恢复至疫情之前水准的情况下，实际通胀还距离疫情之前有较大缺口，实际通胀无法快速上行，通胀预期难有大的上涨动力，除非有更大规模的刺激政策出台。

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



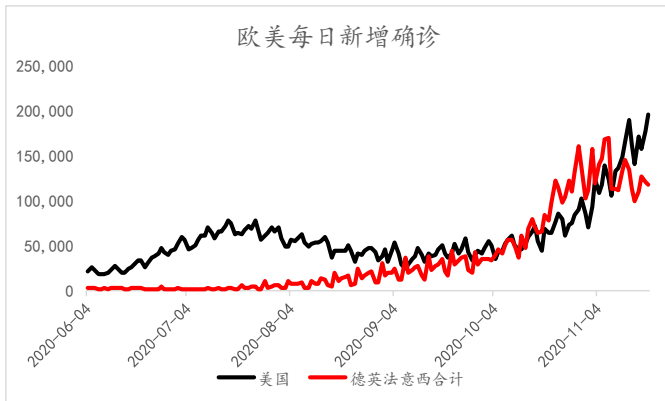
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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，但这种复苏在半封闭的状态下仍然十分有限。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。

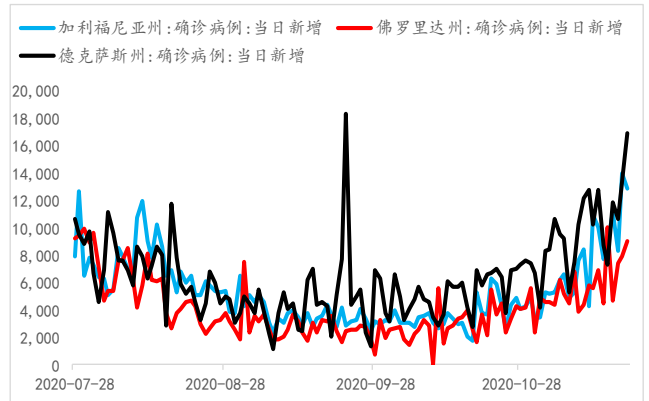
欧洲方面，封禁确实一度引发了衰退的担忧，服务业和交通出行景气受到了严重影响，但随着更多刺激出台，市场对于通缩预期已经基本消褪。

图表 15：欧美每日新冠新增确诊



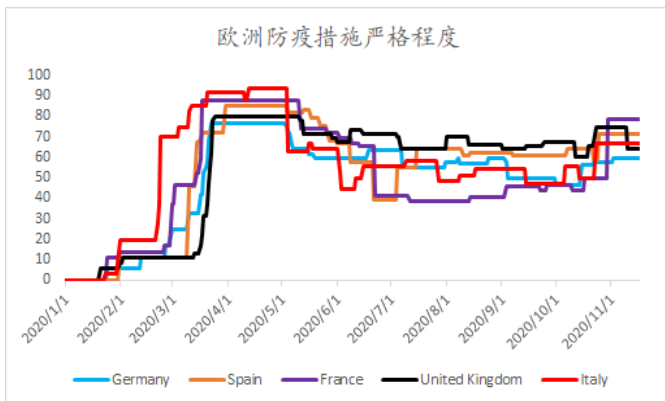
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 16：疫情严重州也已连续好转



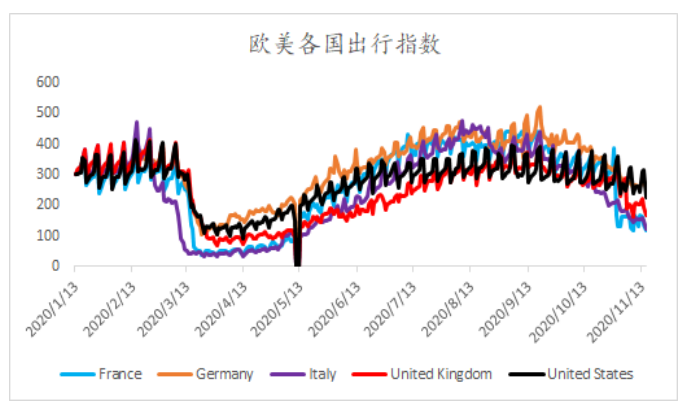
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 17：欧洲防疫严格程度



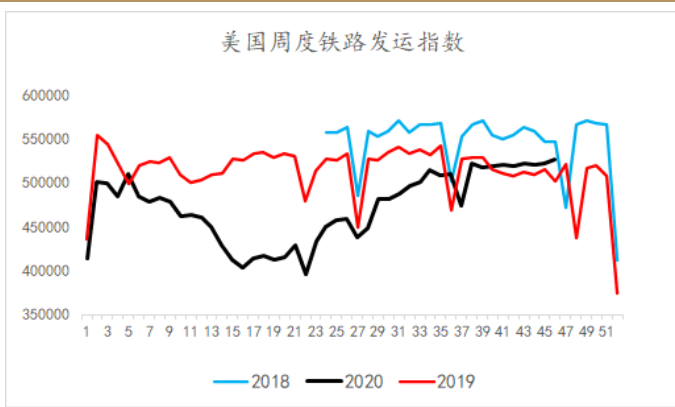
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 18：欧美各国出行指数



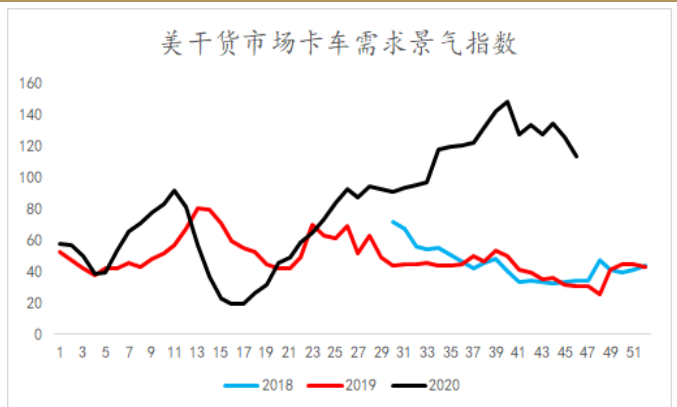
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 19: 美国铁路周度发运情况



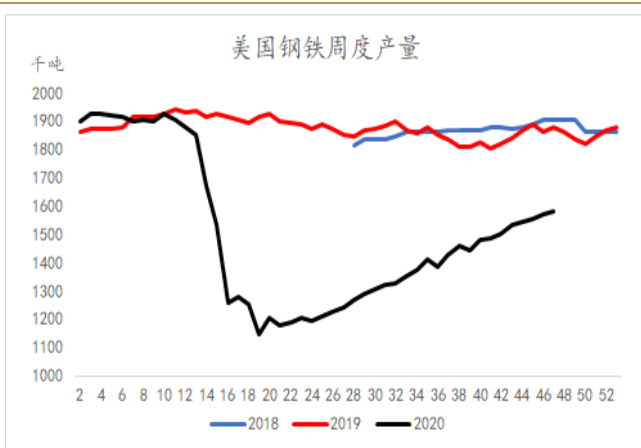
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 美卡车市场需求景气指数



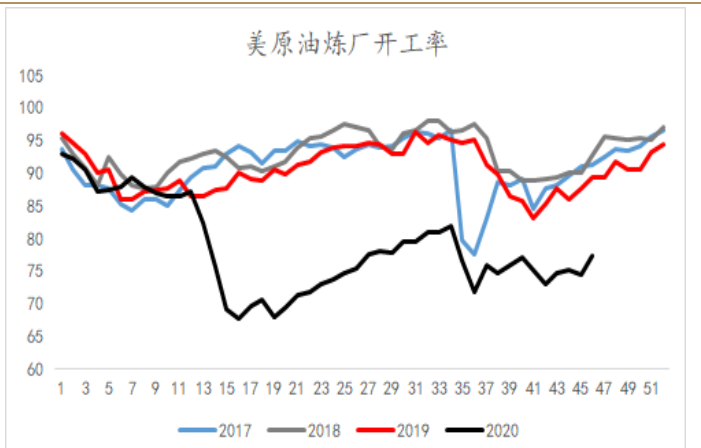
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美粗钢生产情况



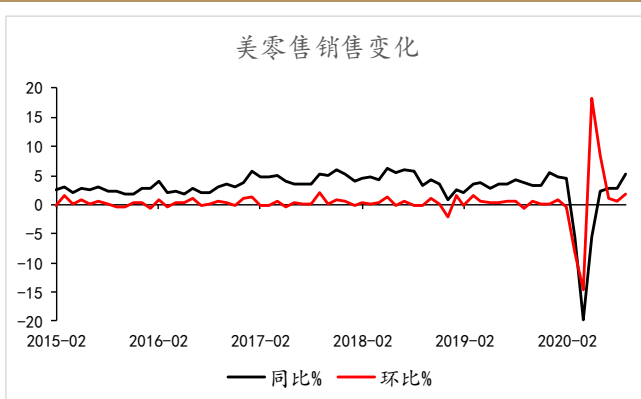
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 美炼油厂开工情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 美零售销售变化



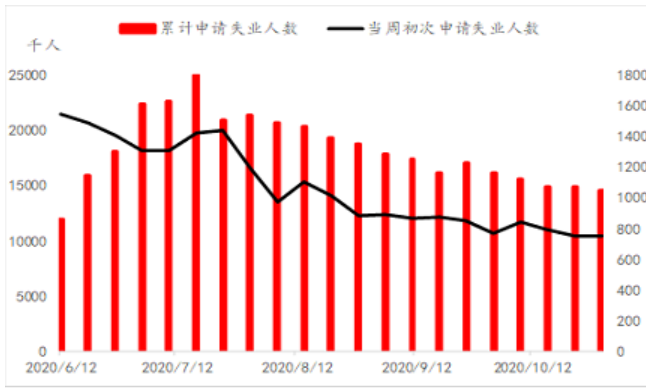
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 海外线上订餐情况



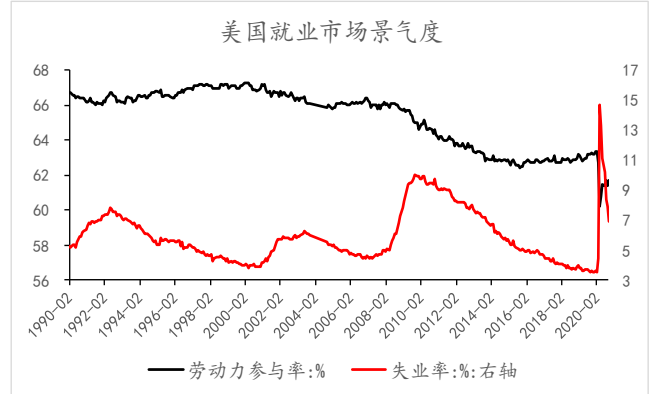
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



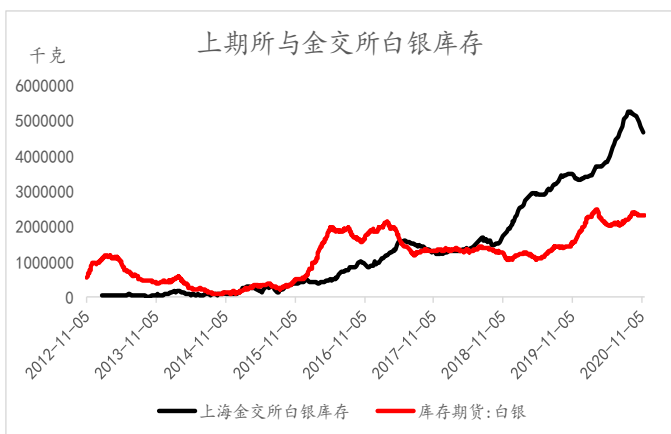
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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，内盘白银与外盘白银比价有所改善（不过由于人民币升值预期的存在，仍然整体上比往年均值水平要弱）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，老外的多头对于白银的信心仍然没有被白银持续数月的暴跌所干扰。

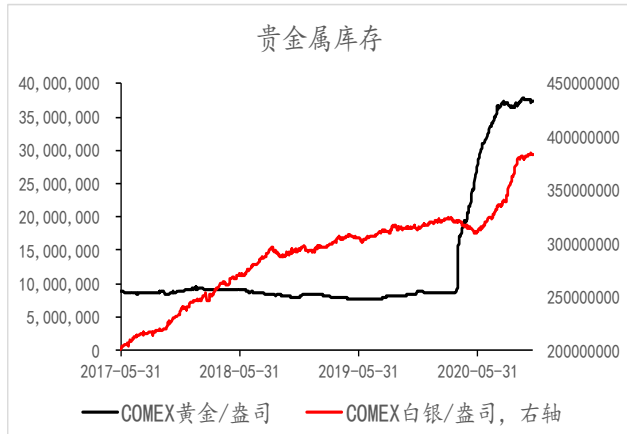
美元指数方面，美国疫情继续高位，欧洲疫情小幅好转，美元有所承压。

图表 27：国内白银库存



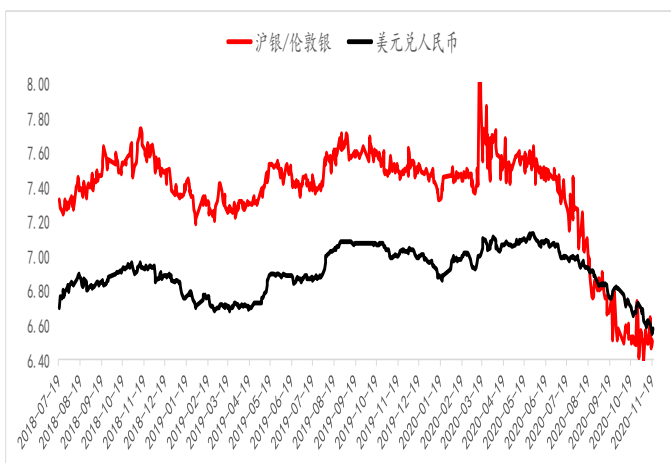
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 28：Comex 库存



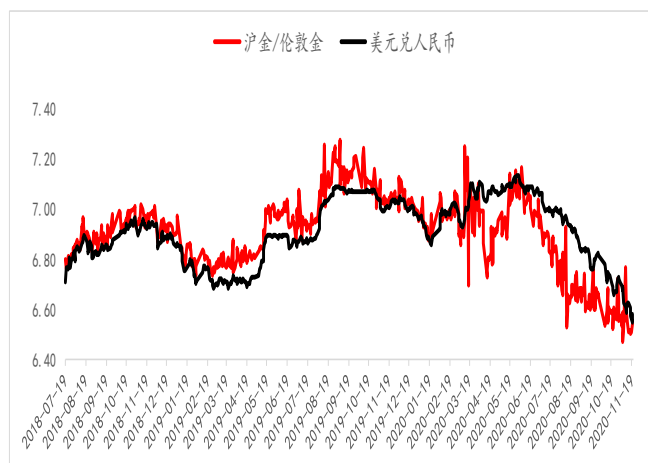
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



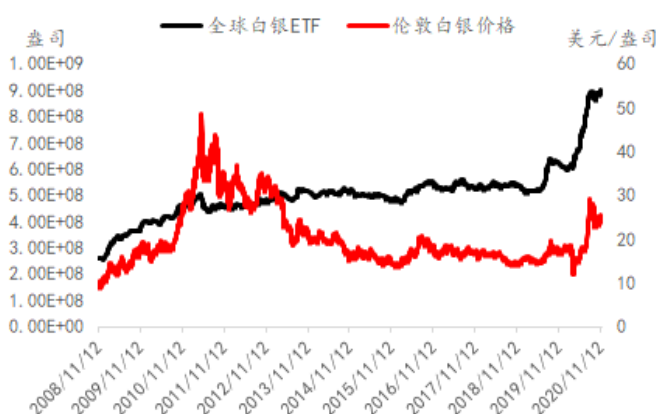
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31: 黄金 ETF



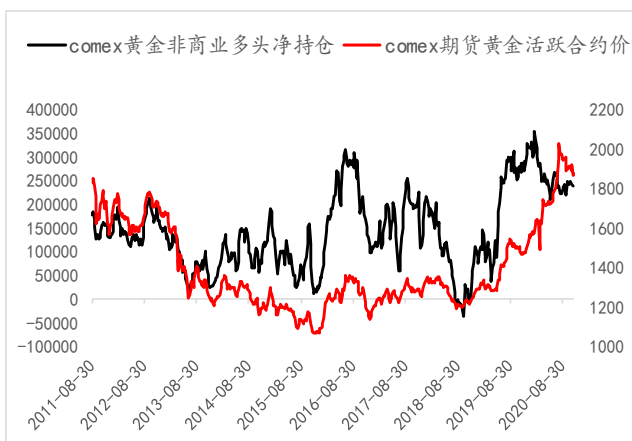
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 白银 ETF



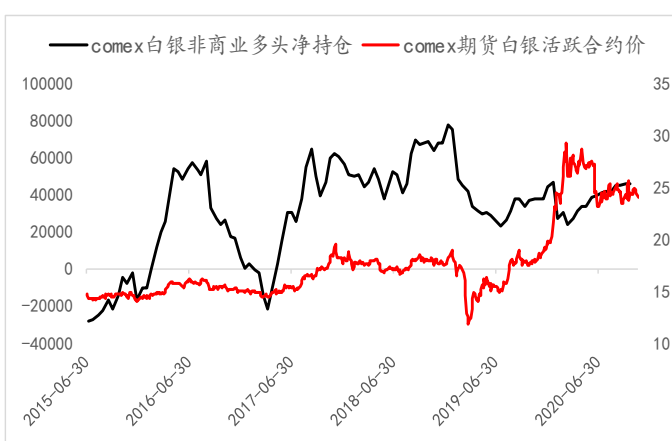
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



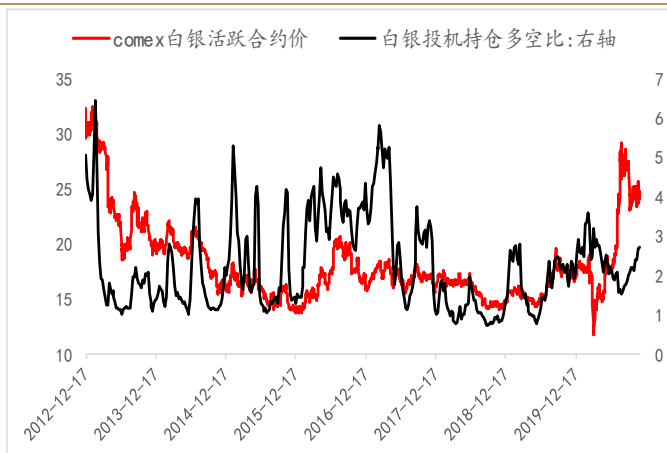
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 黄金多空比



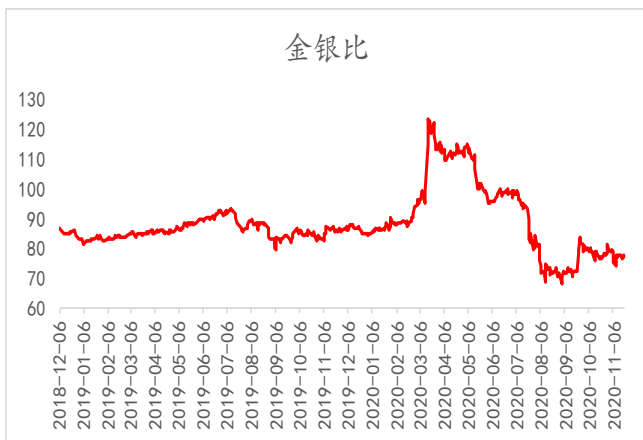
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 白银多空比



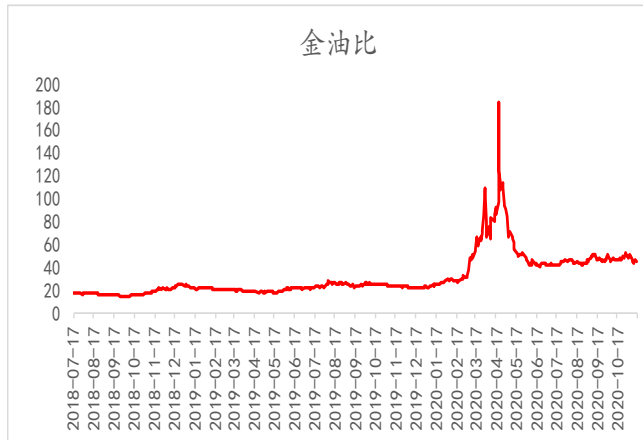
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 伦敦现货金银比



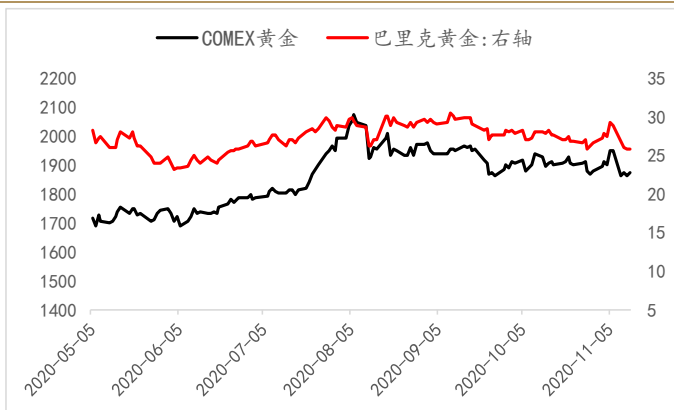
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 伦敦金与布伦特原油



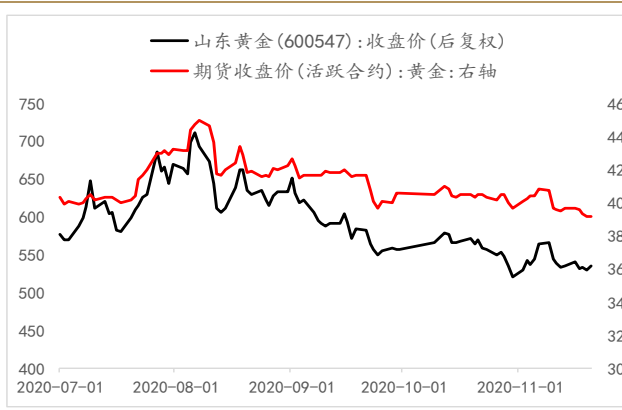
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 39: 巴里克黄金价格



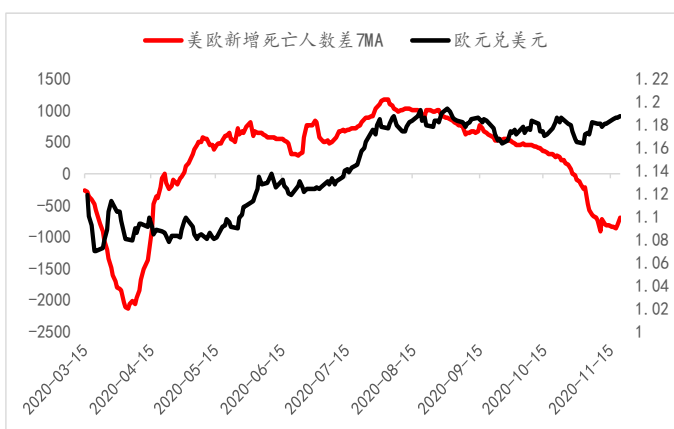
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 40: 山东黄金价格



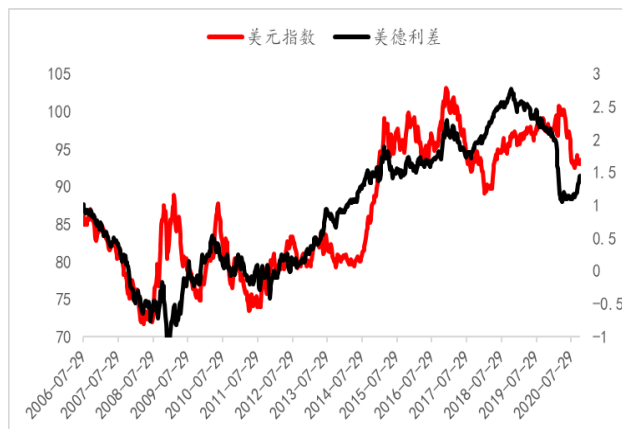
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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