

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

黄金破位，多头恐慌

核心观点：

贵金属方面，一周震荡走低，海外疫苗持续超预期叠加美国相对较好的经济数据，使得黄金跌破 1850 支撑位，白银受益于工业品通胀和新能源的逻辑，仍然守在 23 美元/盎司一线，周五国内多家银行暂停贵金属开户带动内盘开盘就往下砸，多头情绪已经十分低迷。

疫苗方面，俄罗斯再传利好，俄罗斯“卫星-V”疫苗的国际交付将于 2021 年 1 月完成，“卫星-V”疫苗价格比辉瑞和 Moderna 的新冠疫苗接种价格便宜两倍或更多，疫苗试验期间没有报告出现不良副作用，开发人员称，最新研究结果显示疫苗的有效性为 91.4%。美国 11 月 Markit 制造业 PMI 56.7，超出预期，也高于前值 56.9，经济数据的持续改善也加剧了疫苗带来的刺激政策预期弱化的效果。

黄金价格走势与主要的基本面指标近期略显小幅背离，不论是实际利率还是美元指数，我们觉得在情绪上应该是见底了，但是现在疫苗的持续超预期使得基本上并没有明显反转的迹象。

这个时候如果继续持有多单，需要想好赌的逻辑，通胀一时半会不会明显上升，这个时候就是赌疫苗量产到全面接种有时间差，同时这个时间差的存在会使得半封闭状态会一直延续，从而令刺激政策仍然会有所期待。

策略建议：

没有仓位的不建议进场，持有多单的控制仓位，换成明年 6 月的合约，等待疫苗效弱化或者是通胀回升的机会。

风险提示：

疫情推出再次大幅超预期

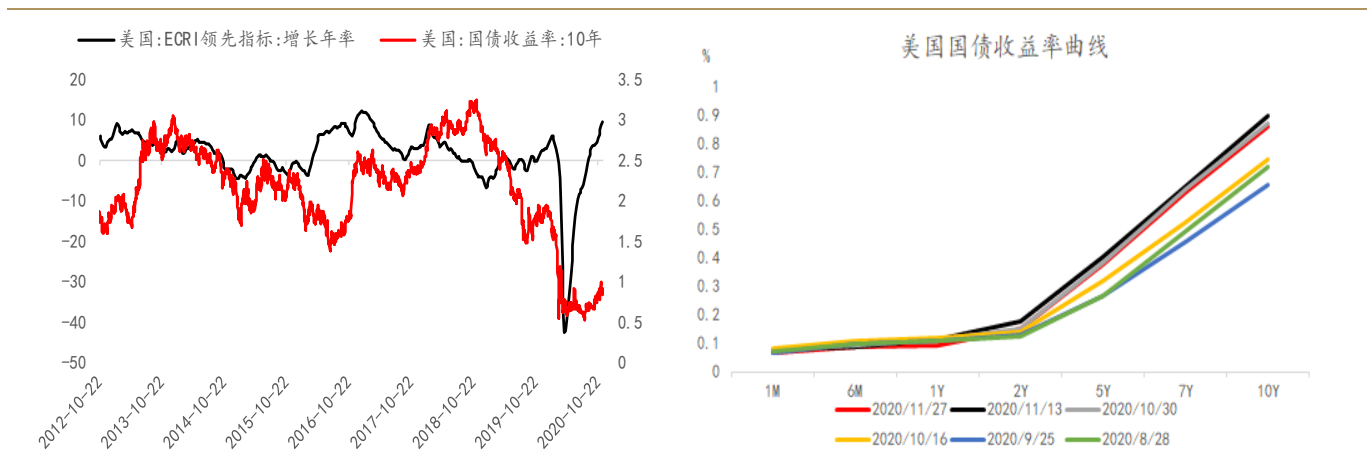


一、名义利率

本周美债收益率暂时停止了上行的步伐，长期国债收益率维持在 0.85% 的水平，美债收益率曲线维持熊陡的状态，美国经济数据的环比改善只要能延续，这种陡峭化的状态就始终会维持，除非美联储或者财政部推出进一步的刺激措施。

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率

图表 2: 美债收益率曲线

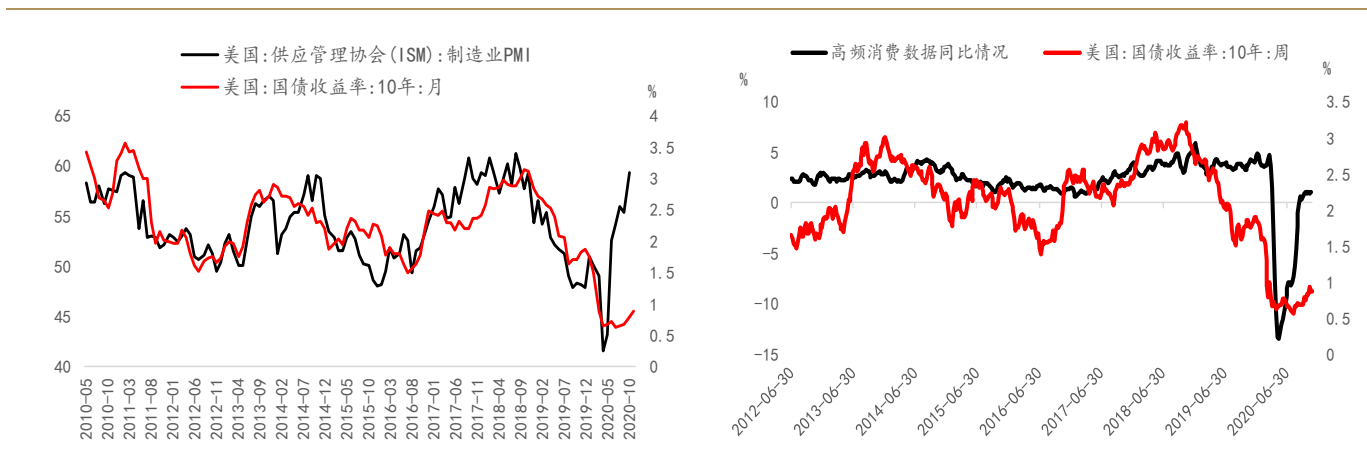


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

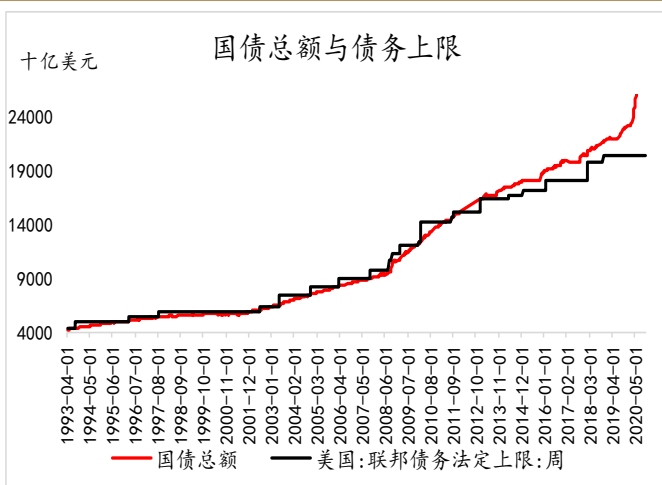
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

我们倾向于还是会有刺激，主要原因是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，而这个疫苗量产到全面接种长达一个多季度的时间差，会使得经济始终难以恢复到全面复工复产的状态，政策上的呵护肯定还是需要。

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。

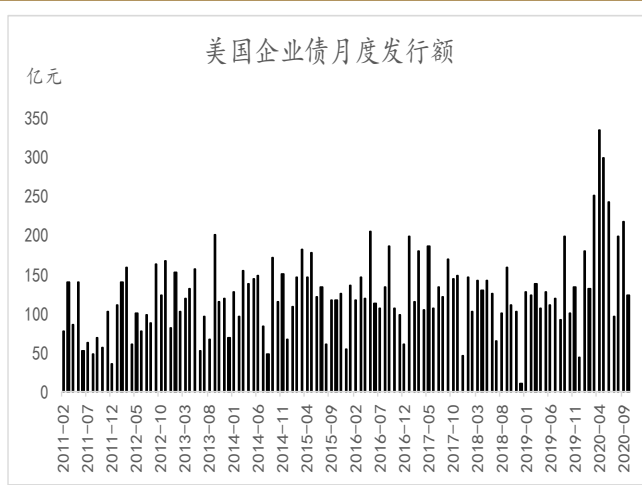
在这种背景下，我们判断只要没有明显的加息和收紧举措，即便后期经济加速回升，国债到期收益率难以恢复到疫情之前，十年期国债到期收益率 1%-1.2%左右可能会是阶段性的上限。

图表 5：美国债发行情况



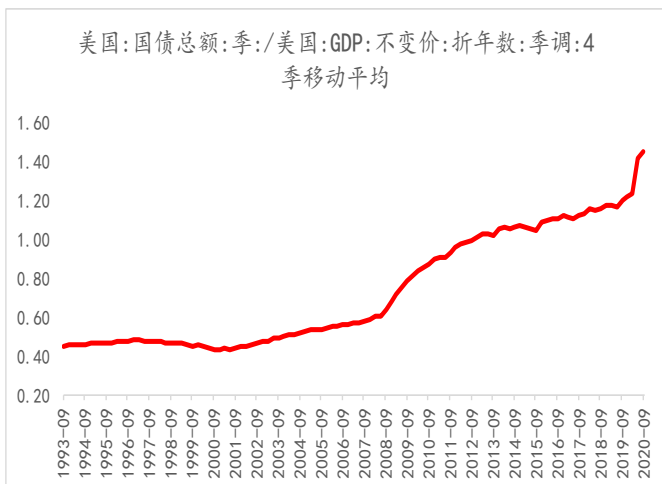
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门月度债券发行情况



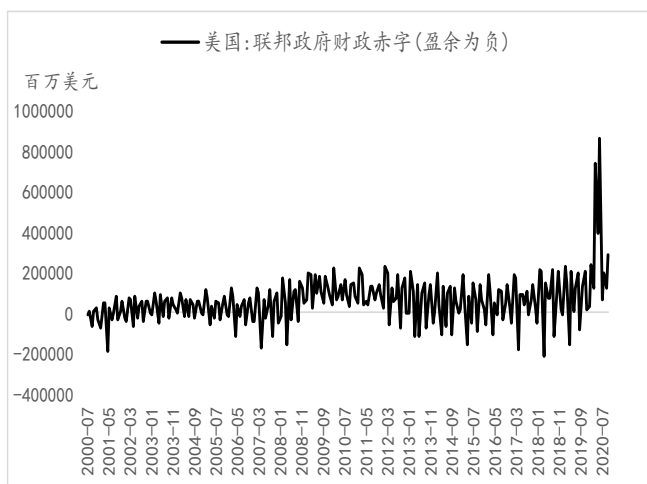
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



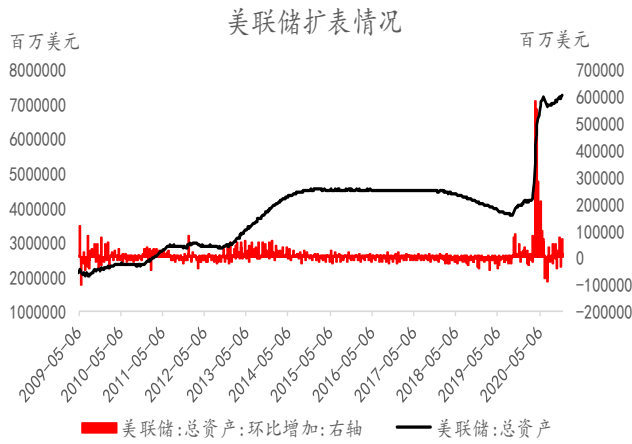
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



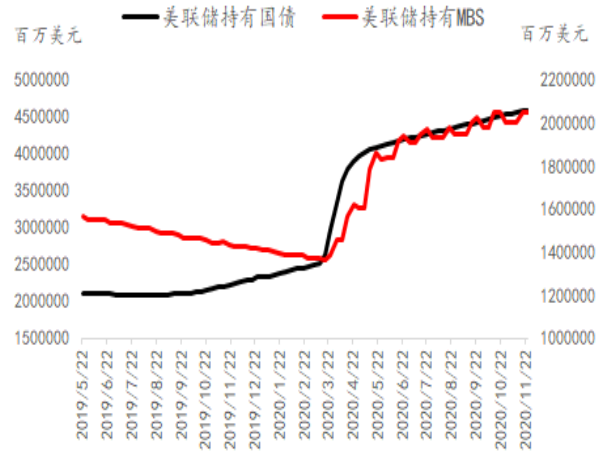
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：联储资产负债表增速放缓



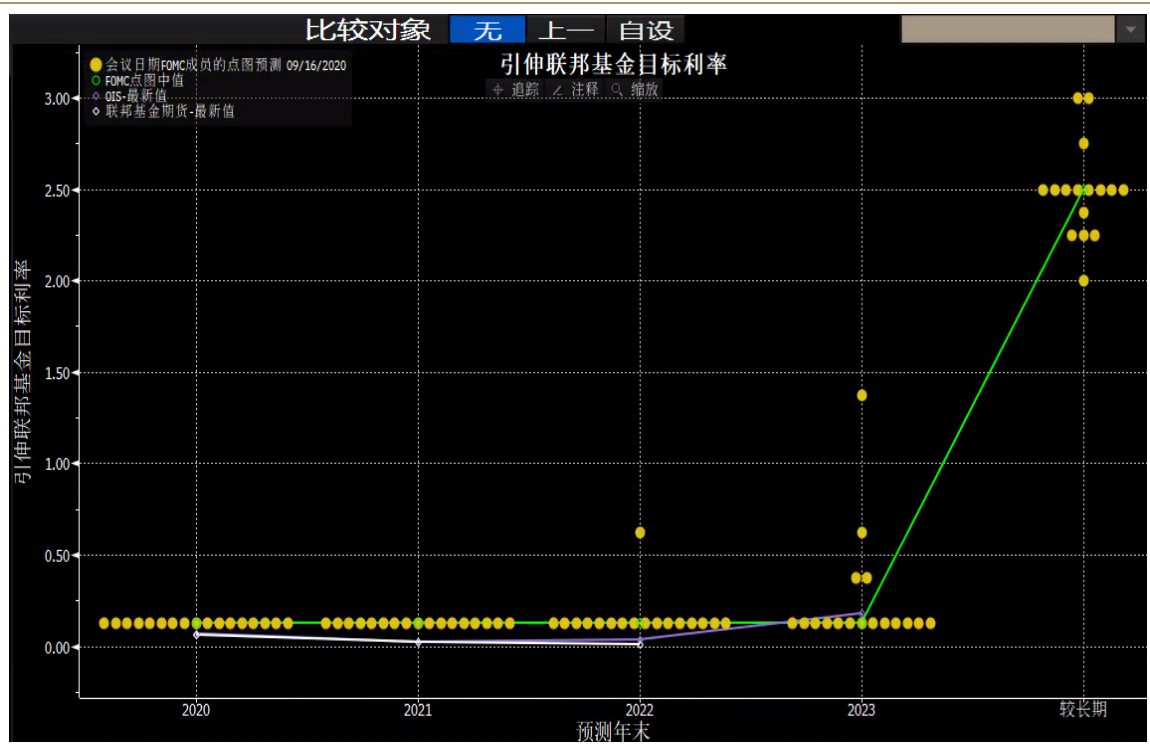
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

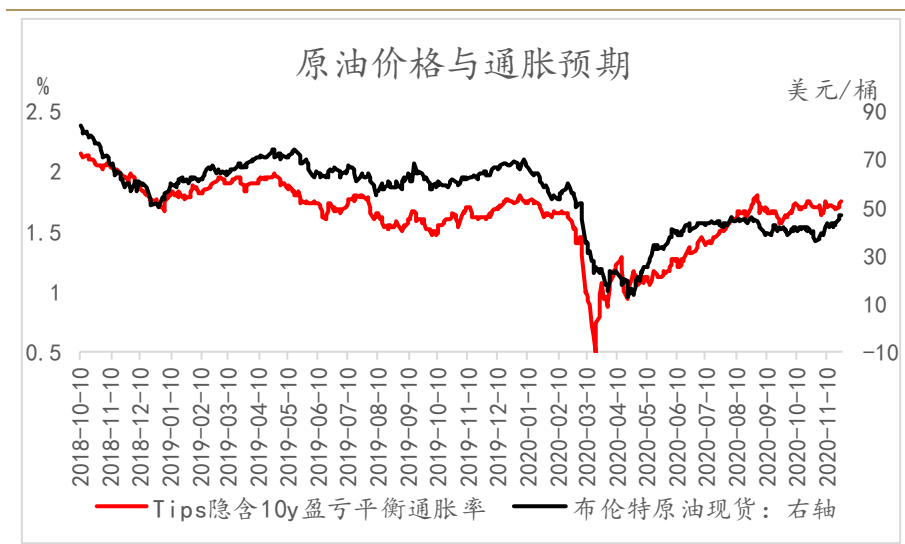


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀预期

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

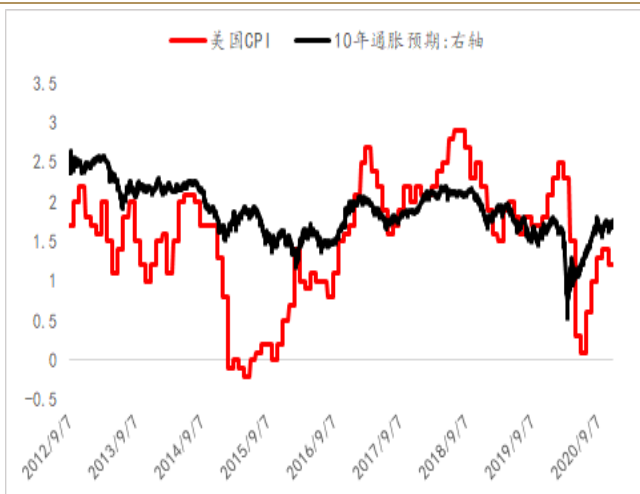
图表 12：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

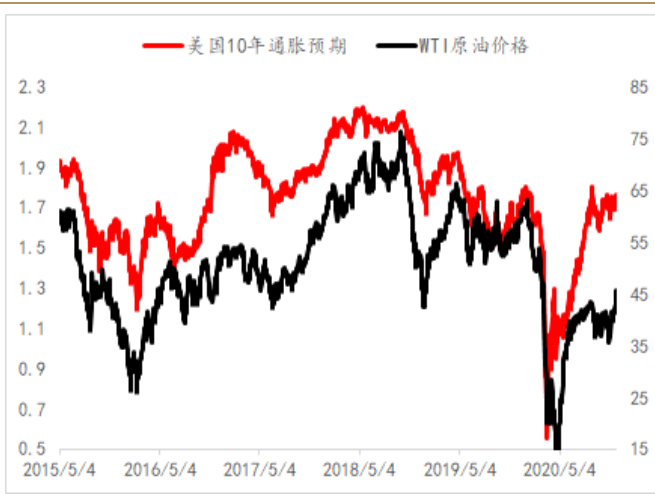
美国 10 月 CPI 与核心 CPI 数据均小幅不及预期，且弱于前值，在通胀预期已经恢复至疫情之前水准的情况下，实际通胀还距离疫情之前有较大缺口，实际通胀无法快速上行，通胀预期难有大的上涨动力，除非有更大规模的刺激政策出台。

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



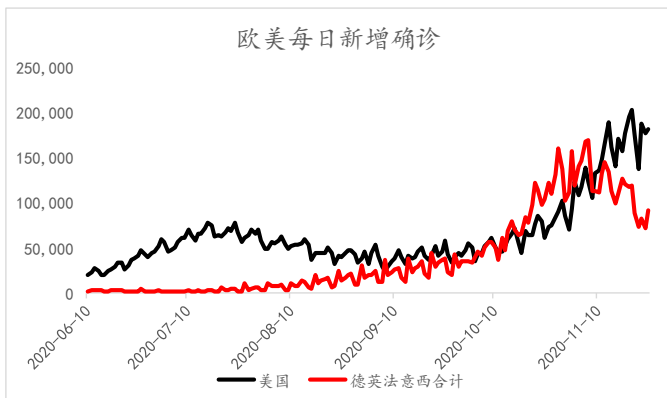
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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,这种在恢复但是恢复的又不是极为快的状态就使得当前的实际通胀水平一直上不来,不过未来对通胀的期待还是有,毕竟美国居民部门的消费能力还在,而工业企业疫情期间发生了快速的去库,未来的补库行为也会加快通胀水平的回升。

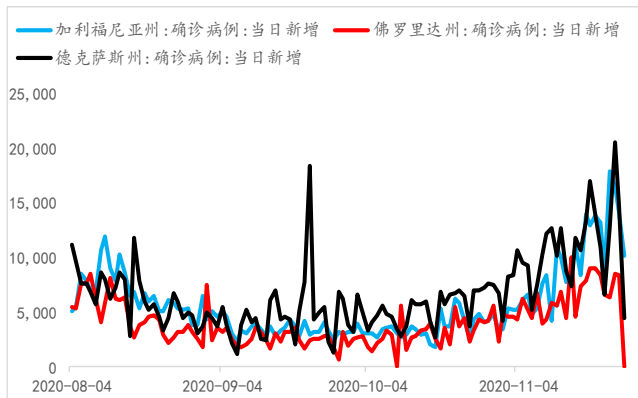
欧洲方面,封禁确实一度引发了衰退的担忧,服务业和交通出行景气受到了严重影响,但随着更多刺激出台,市场对于通缩预期已经基本消褪。

图表 15: 欧美每日新冠新增确诊



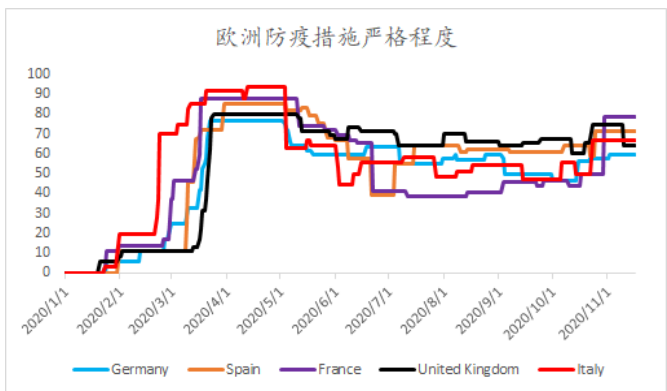
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 疫情严重州也已连续好转



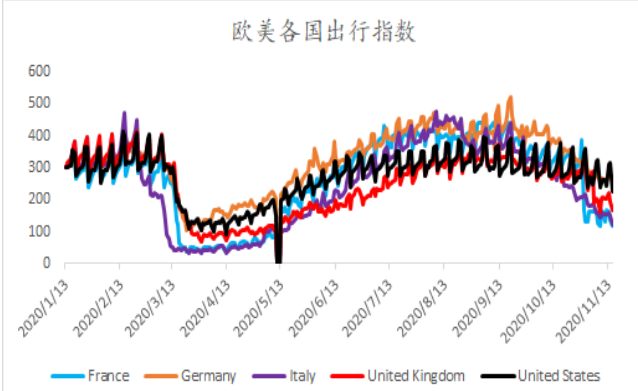
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 欧洲防疫严格程度



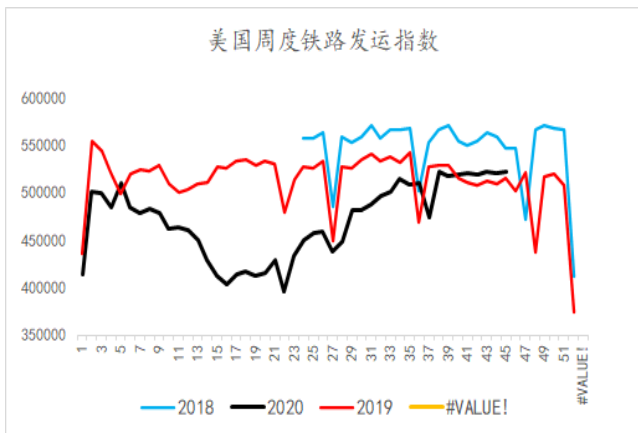
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 欧美各国出行指数



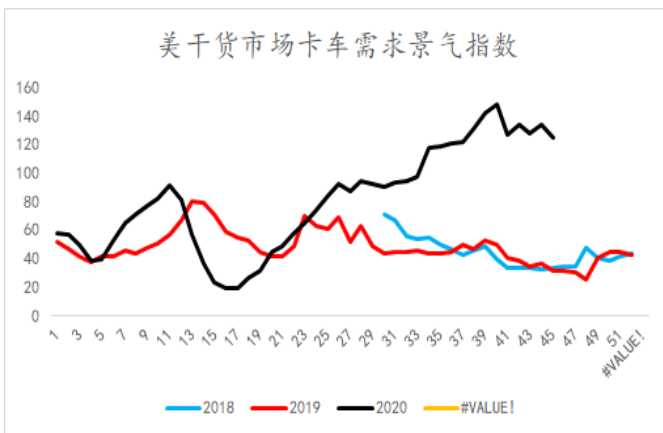
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 美国铁路周度发运情况



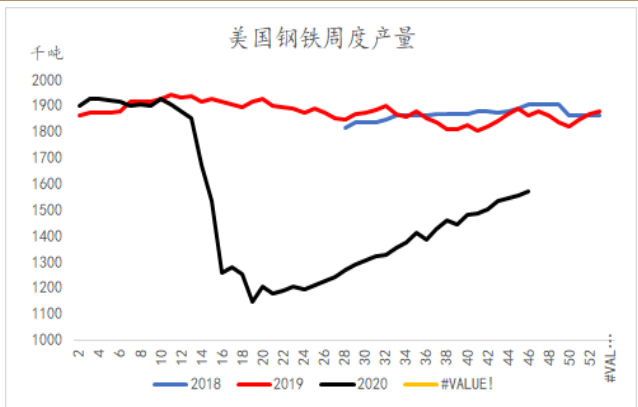
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 美卡车市场需求景气指数



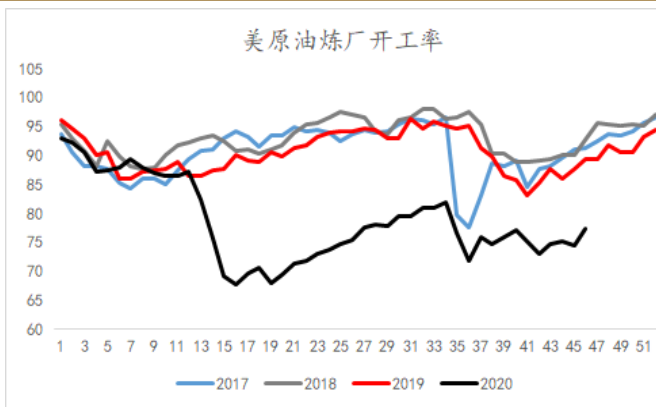
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美粗钢生产情况



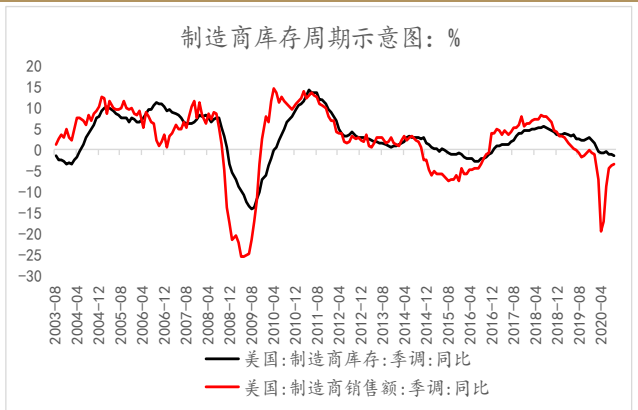
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 美炼油厂开工情况



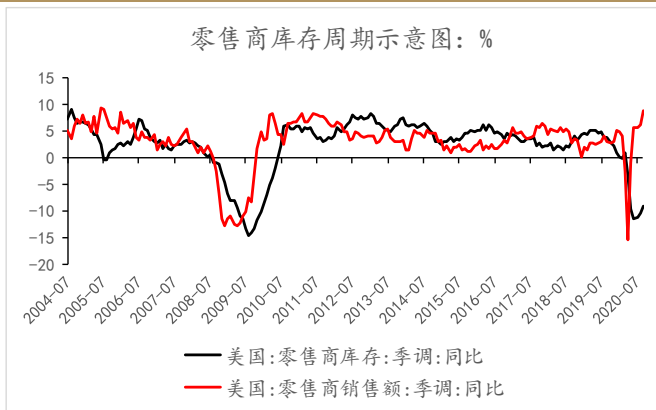
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美制造商库存情况



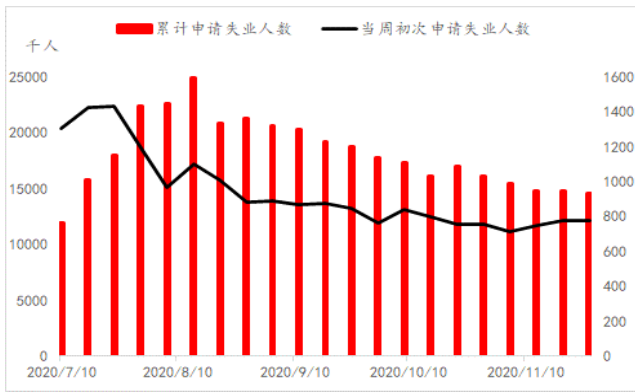
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 22: 美零售商库存情况



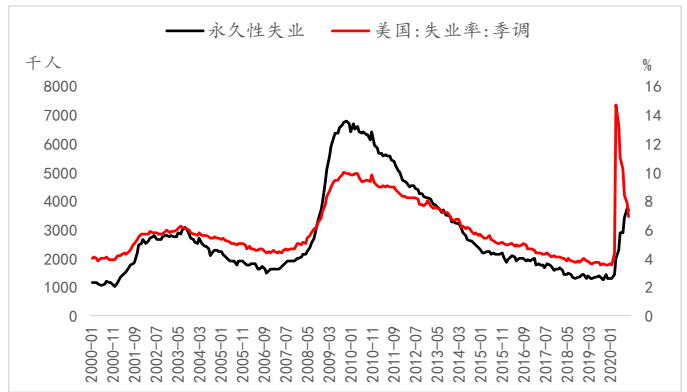
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: 美高频就业数据



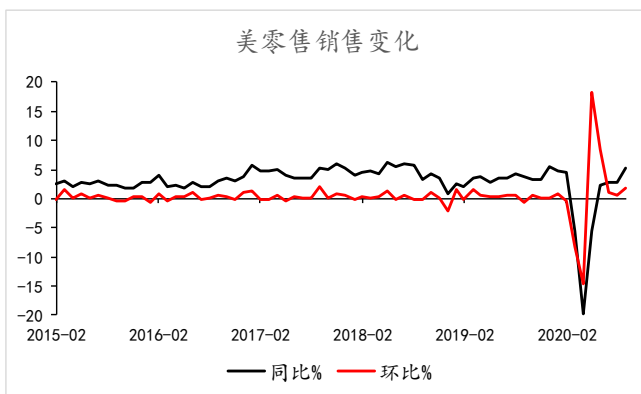
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 失业率与永久失业状况



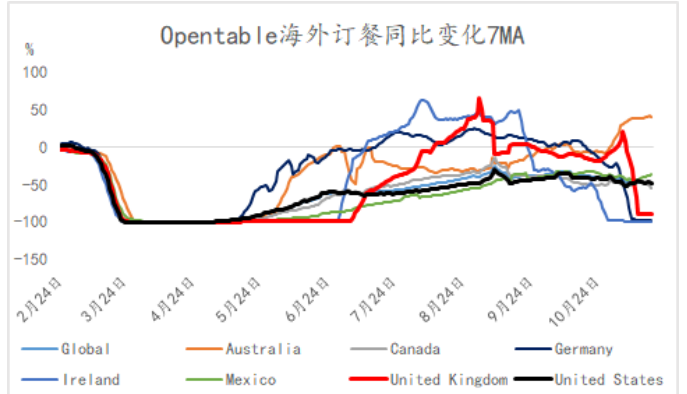
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 美零售销售变化



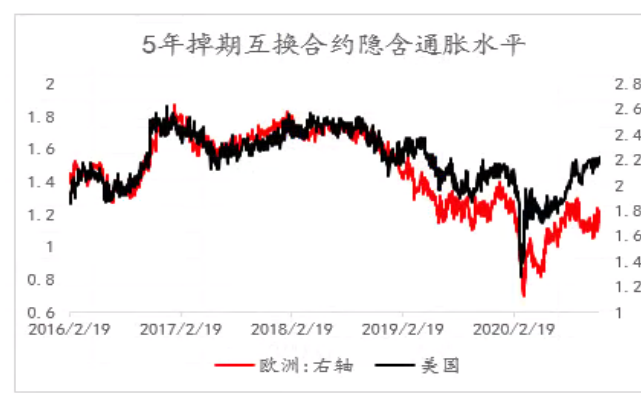
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 海外线上订餐情况



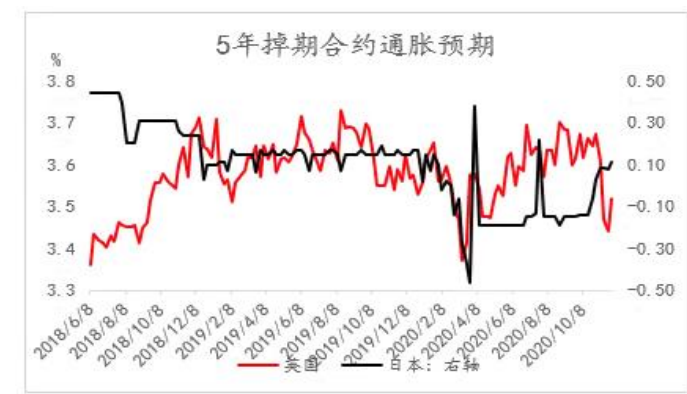
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 掉期互换合约隐含通胀



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 掉期互换合约隐含通胀



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

三、其他数据监控

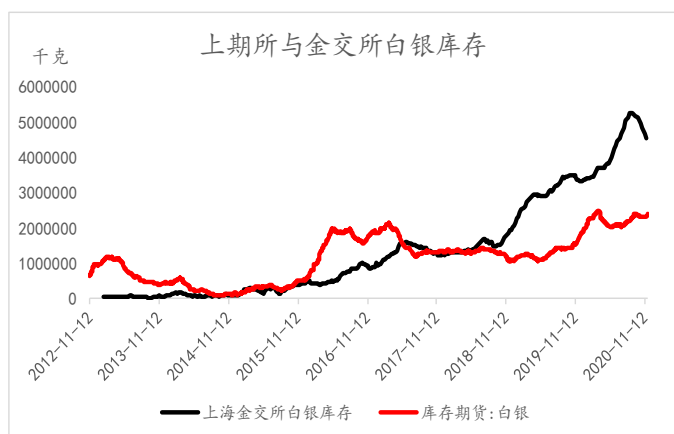
由于国内外消费的下滑，上半年国内金交所累计了数千吨的白银库存，不过这个因素正在边际好转，金交所库存已经拐头向下，内盘白银与外盘白银比价有所改善（不过由于人民币升值预期的存在，仍然整体上比往年均值水平要弱）COMEX 白银库存增长也开始边际放缓。

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，这也是白银近期相比黄金略显强势的地方，白银会受益于新能源和工业品通胀的逻辑。

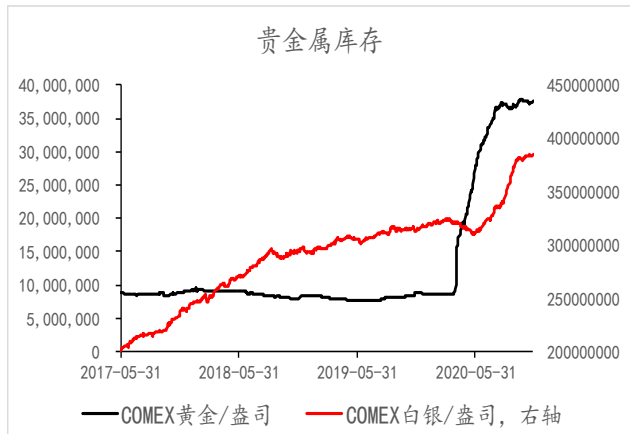
美元指数方面，整体维持震荡走势，美国的疫情严重施压美元，但疫苗的推出以及不封城又使得美元有支撑，虽然美国在疫情期间货币宽松力度几乎是最大，这也是长期看空美元的理由，但是最近美国的新的刺激措施断档，而欧洲又即将加码刺激措施，上述多重因素使得美元近期走势变的不太明朗。

图表 29：国内白银库存



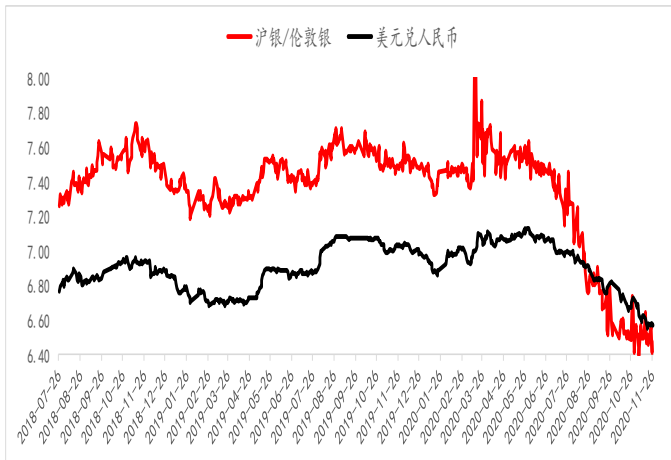
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 30：Comex 库存



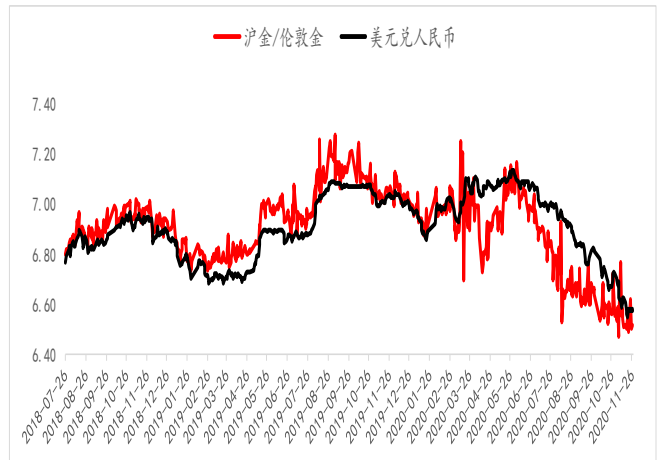
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 31: 白银内外比价



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 黄金内外比价



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 黄金 ETF



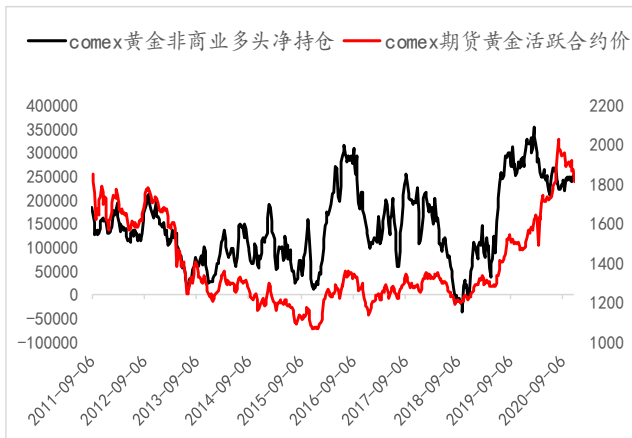
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 白银 ETF



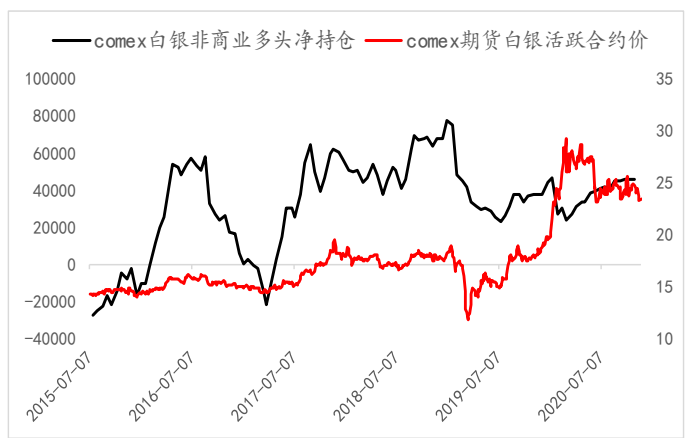
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 黄金投机多头净持仓



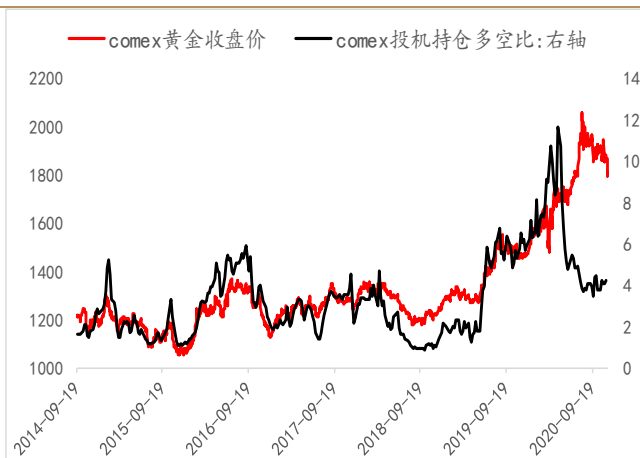
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 白银投机多头净持仓



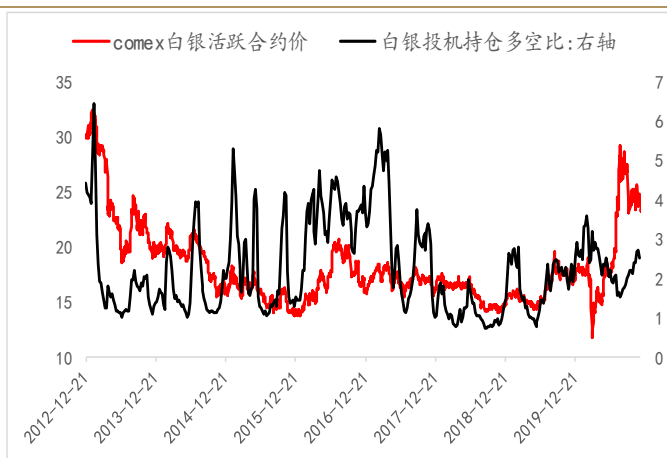
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 白银多空比



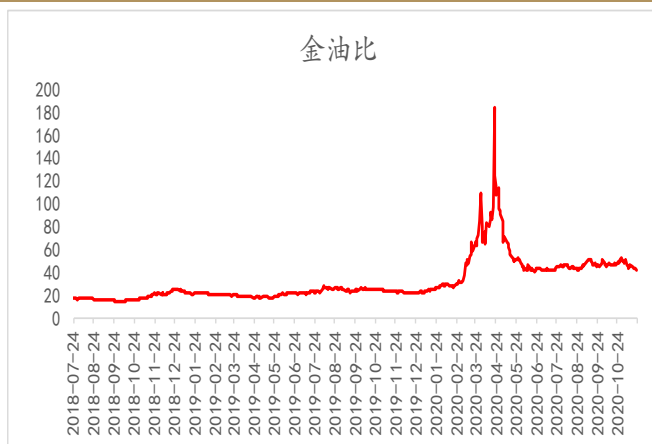
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 39: 伦敦现货金银比



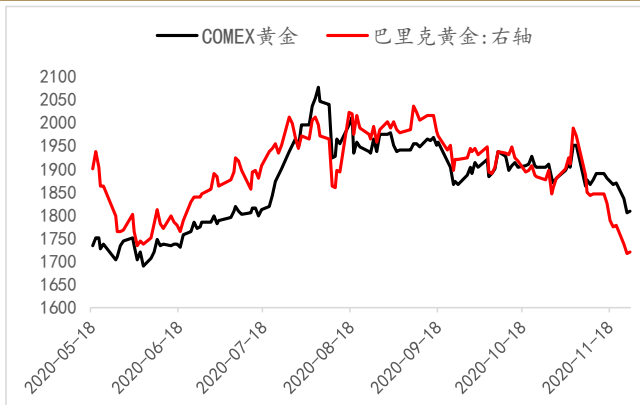
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 40: 伦敦金与布伦特原油



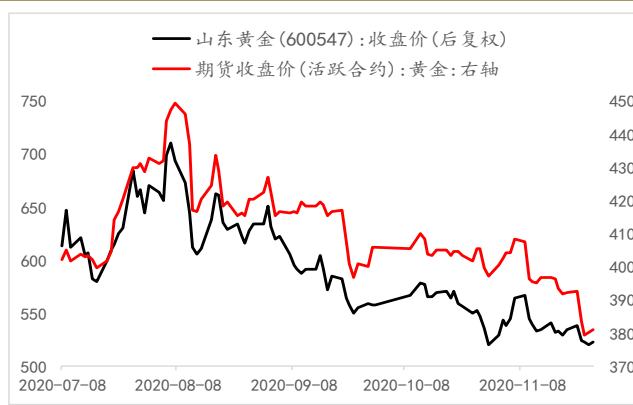
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 41: 巴里克黄金价格



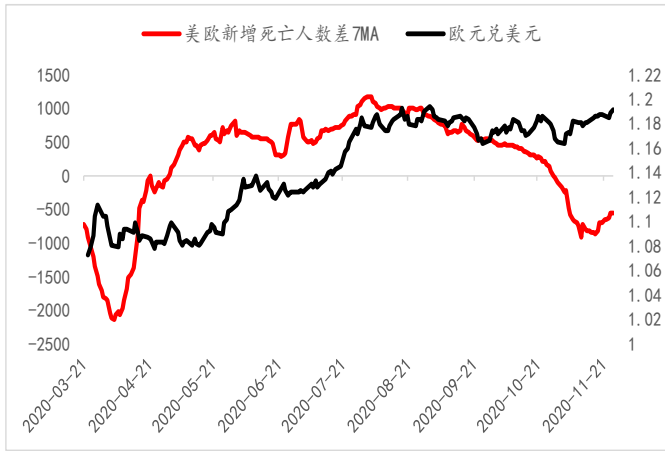
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 42: 山东黄金价格



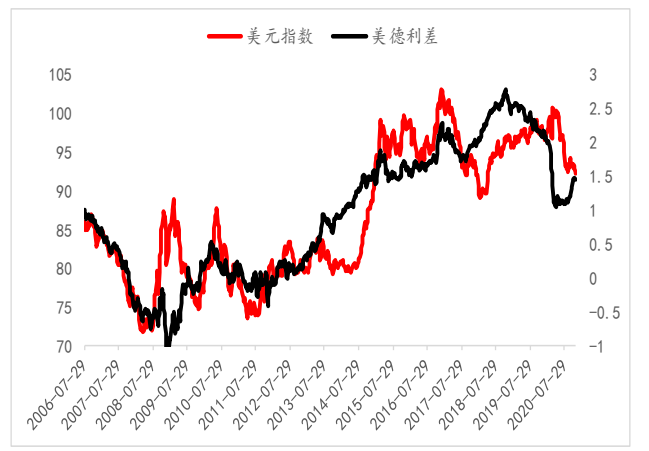
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 43: 欧元与疫情死亡增速差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 44: 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