

## 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

## 情绪修复，背离缓解

## 核心观点：

贵金属本周继续低开，在实际利率和美元齐跌的背景下，贵金属延续了近一周多的下跌，不过周一晚上迅速开始触底回升，技术图形上看，黄金仍然处在中线的旗形调整通道当中，白银则处于中线级别的震荡区间内。

驱动方面，虽然最近传出了美参议院出台新一轮刺激措施的草案，但是跟贵金属大幅上涨的时间点对不上，我们倾向于贵金属的暴力反弹是来自于此前对与实际利率和美元背离的修正，而此前之所以出现背离，是因为疫苗持续推进带来的风险资产大涨导致的风险情绪高涨，压制了避险情绪，资金在从贵金属这样的避险资产当中流出去向风险资产，这也能从此前黄金的ETF当中的持续大幅下降看出来信号，内盘的期货持仓看的也很明显，最近持仓在不断下行，创下阶段性的低点，这也是在反应多头情绪的低迷，另外可以看到过去两周虽然贵金属与实际利率有所背离，但是与VIX却是强相关，这也是一种情绪反应的印证。

后续行情上看，我们觉得短线博情绪反弹的逻辑已经兑现，短期投资者可以考虑获利离场，中长线多头需要想清楚自己去博的逻辑，中线博的逻辑是疫苗量产到全面接种有近半年的时间差，因此刺激政策还是会有，长线博的逻辑是未来经济复苏的时候通胀会大幅回升。

## 策略建议：

技术上看贵金属仍然处于调整区间内，投资者要么保持观望，要么保持轻仓远月多头配置；

## 风险提示：

疫苗进展再度超预期，刺激政策再度破产



## 一、名义利率

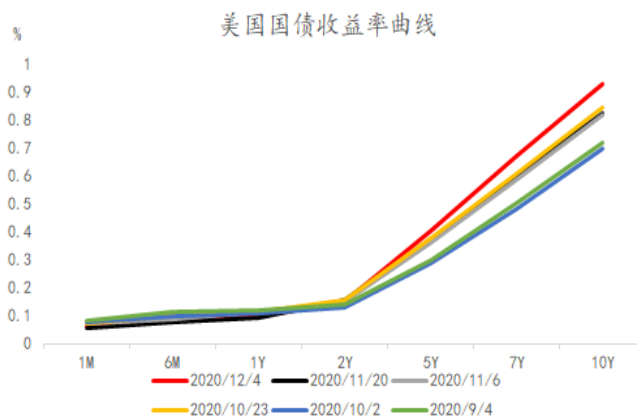
本周美债收益率继续小幅回升，长期国债收益率最高触及 0.95% 的水平，美债收益率曲线继续维持陡峭的状态，美国经济数据的环比改善只要能延续，这种陡峭化的状态就始终会维持，除非美联储或者财政部推出进一步的刺激措施。

图表 1: ECRI 增长年率与美债收益率



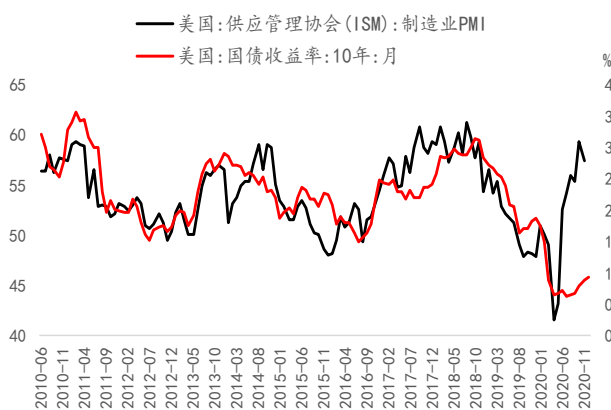
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 2: 美债收益率曲线



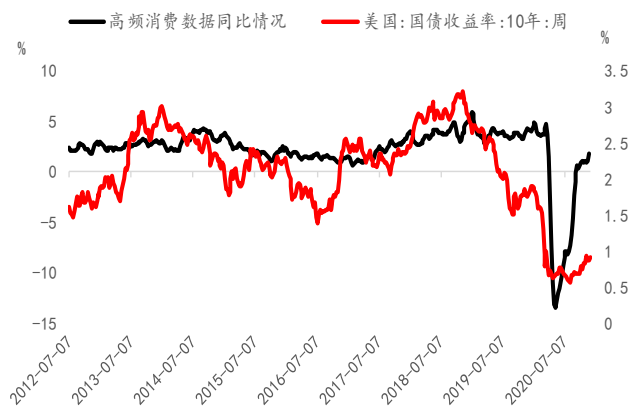
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



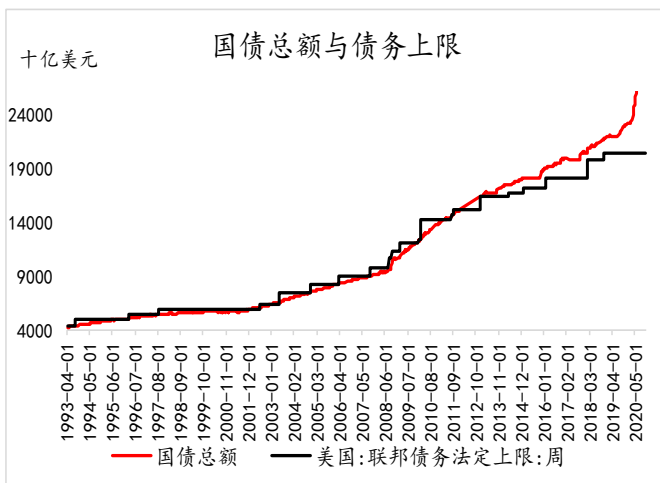
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

那么会不会继续有刺激呢，我们倾向于还是会有，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欧美才能实现 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。

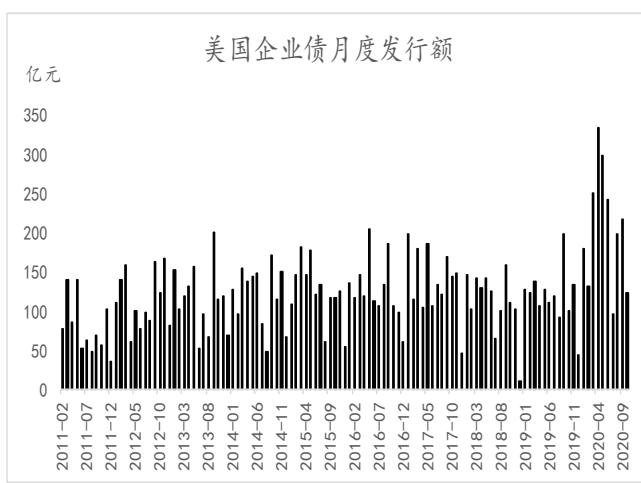
在这种背景下，我们判断只要没有明显的加息和收紧举措，即便后期经济加速回升，国债到期收益率难以恢复到疫情之前，如果没有经济过热的话，十年期国债到期收益率 1%-1.2%左右可能会是明年 10 年期美债收益率的上限，如果经济过热，那贵金属则会受益于通胀，先涨一波，现在美债收益率已经达到 0.95%的水平，这意味着贵金属的调整可能要进入尾声了。

图表 5：美国债发行情况



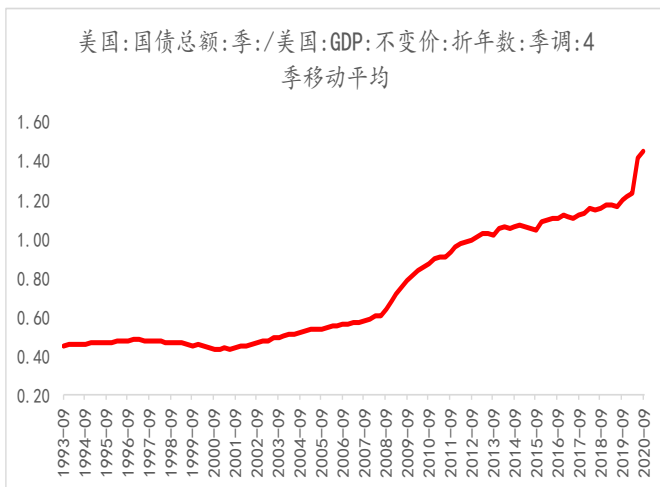
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美企业部门月度债券发行情况



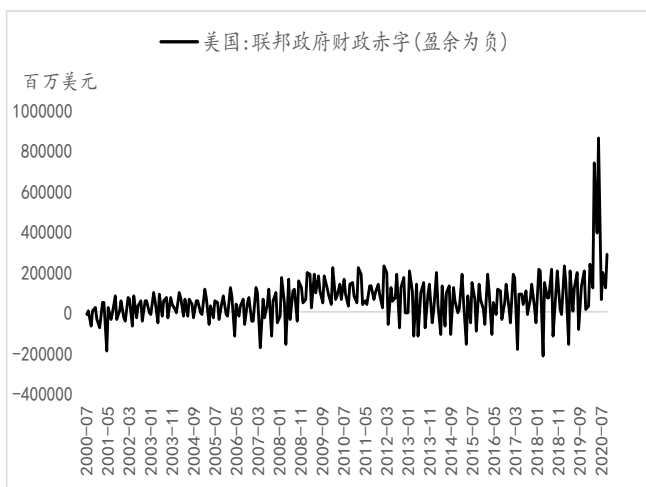
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例



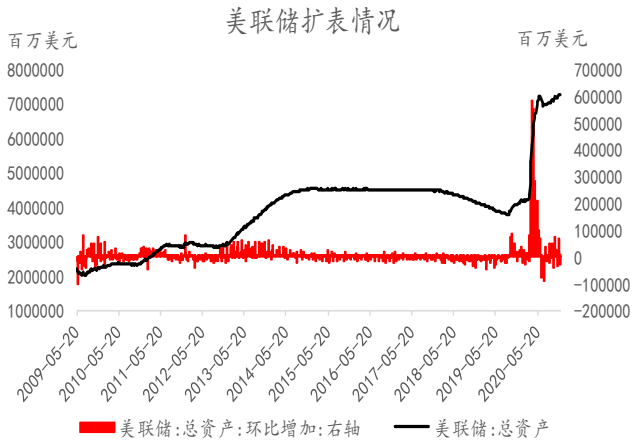
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美联邦财政赤字



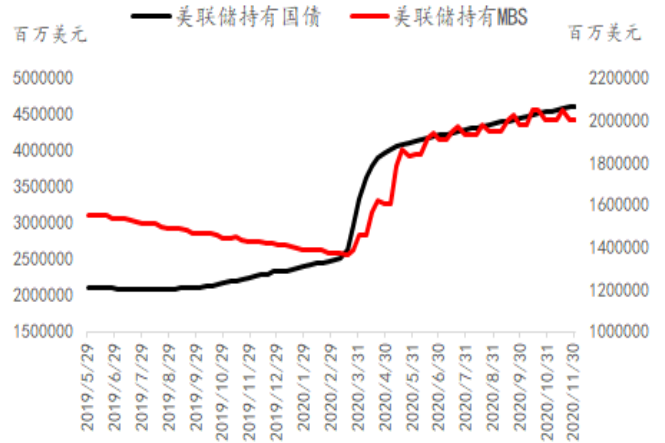
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：联储资产负债表增速放缓



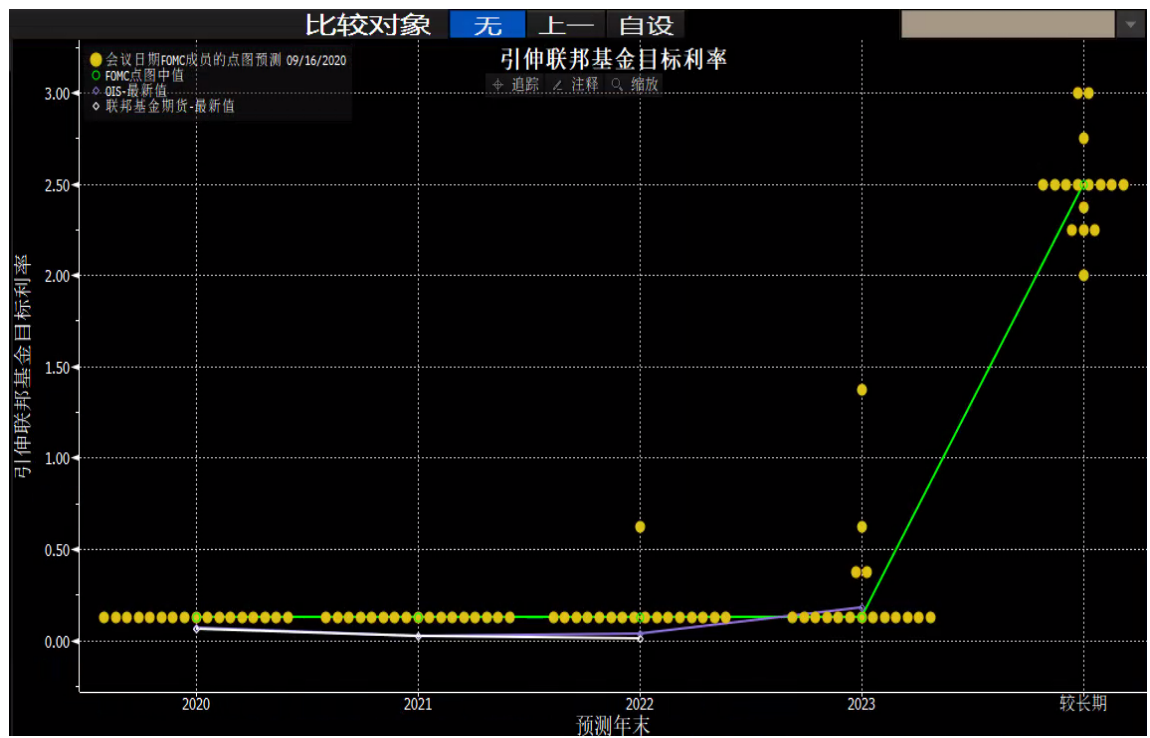
据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

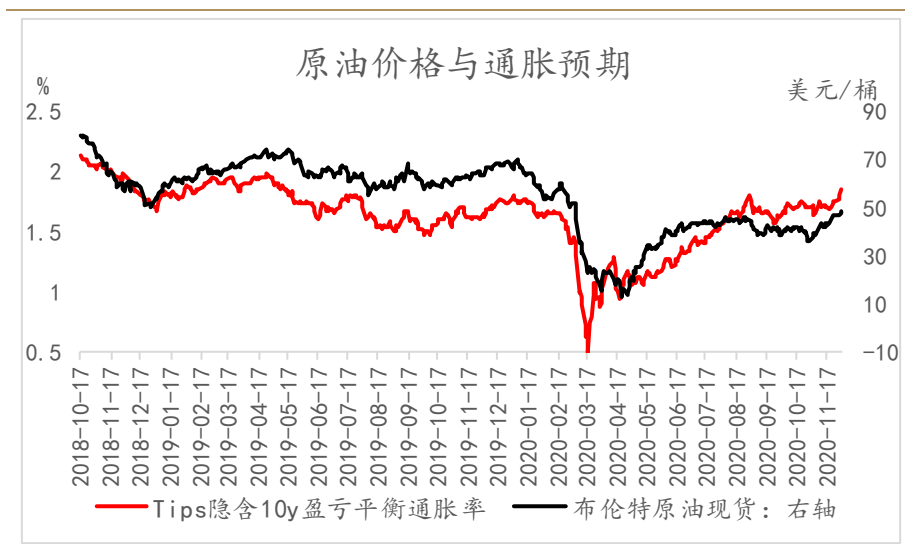


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

## 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。

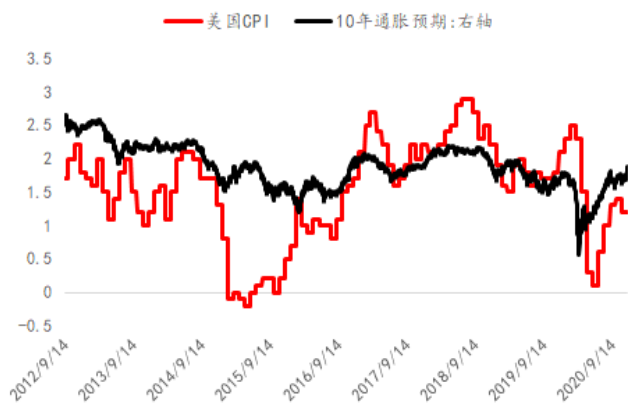
图表 12：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

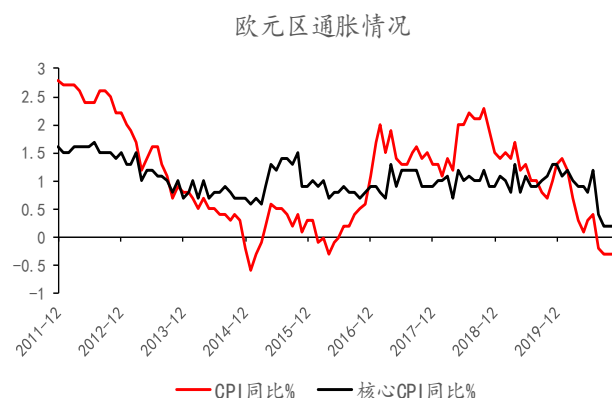
美国 10 月 CPI 与核心 CPI 数据均小幅不及预期，且弱于前值，在通胀预期已经恢复至疫情之前水准的情况下，实际通胀还距离疫情之前有较大缺口，实际通胀无法快速上行，通胀预期难有大的上涨动力，除非有更大规模的刺激政策出台，欧洲方面受制于封禁以及汇率升值，继续处在通缩状态当中。

图表 13：美国通胀与通胀预期变化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 14：欧元区通胀水平



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

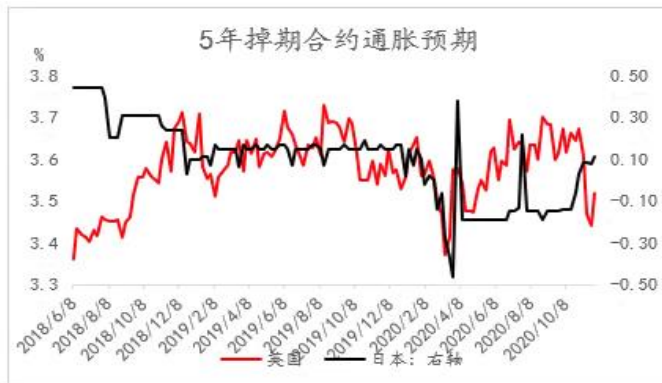


图表 15: 掉期互换合约隐含通胀



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 掉期互换合约隐含通胀



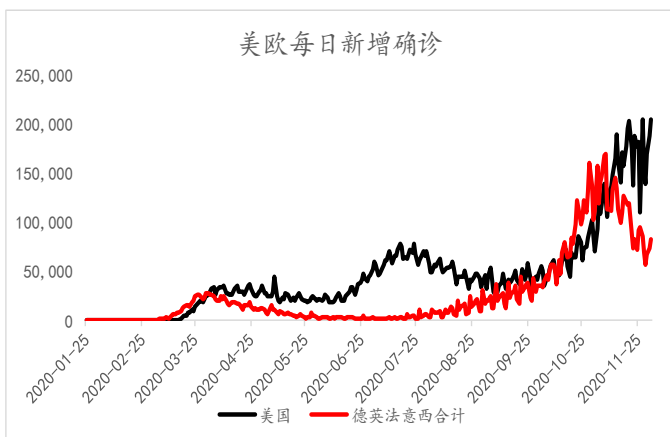
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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, 最近一期非农数据来看, 季调后非农就业人口增加 24.5 万人, 不及市场预期, 且连续第 5 个月增幅下滑。

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, 这一点欧美都一样, 储蓄水平相比较往年仍有非常大的增长, 而欧美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。

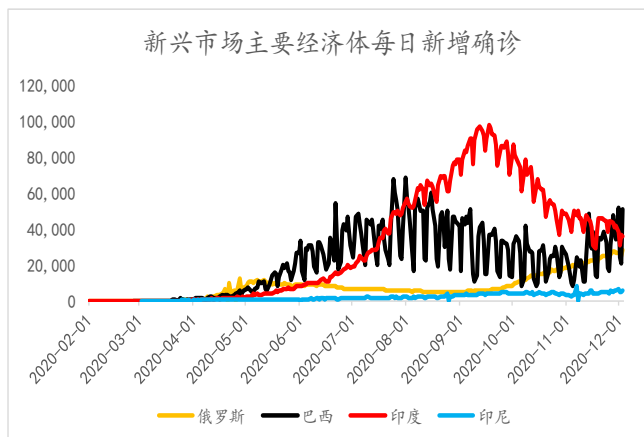
欧洲方面, 封禁确实一度引发了衰退的担忧, 服务业和交通出行景气受到了严重影响, 但随着疫情的逐渐受控, 经济活动也开始有触底回升的迹象

图表 17: 欧美每日新冠新增确诊



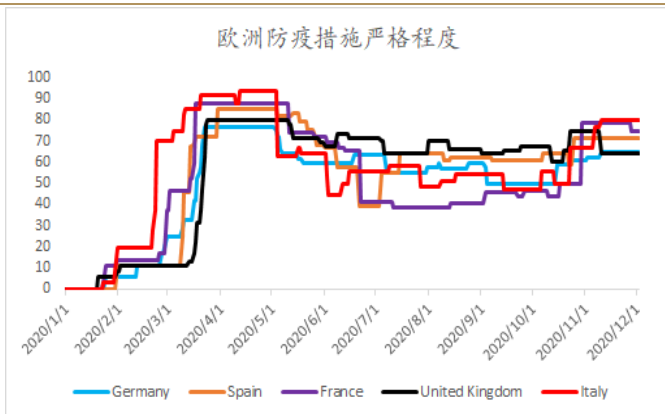
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 新兴市场每日新增确诊



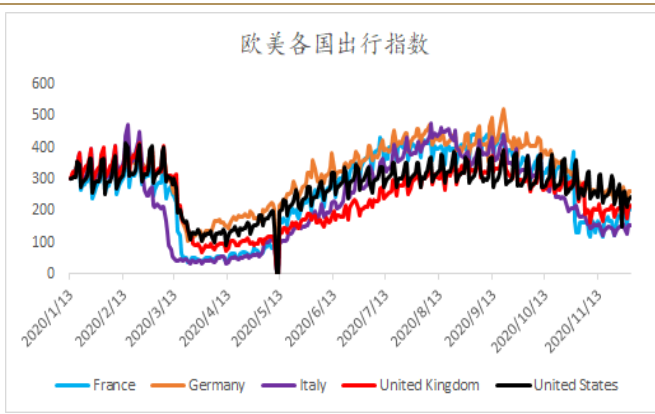
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19：欧洲防疫严格程度



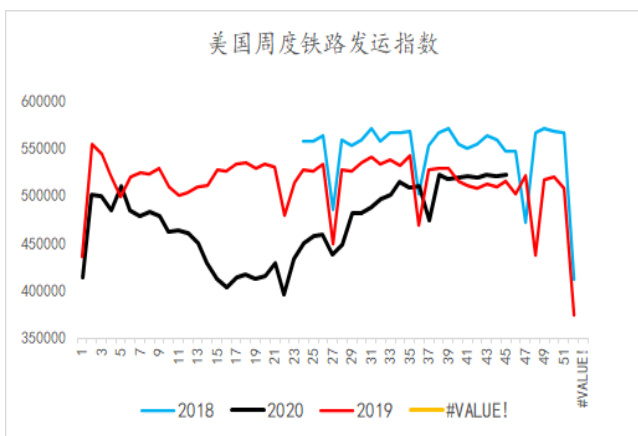
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 20：欧美各国出行指数



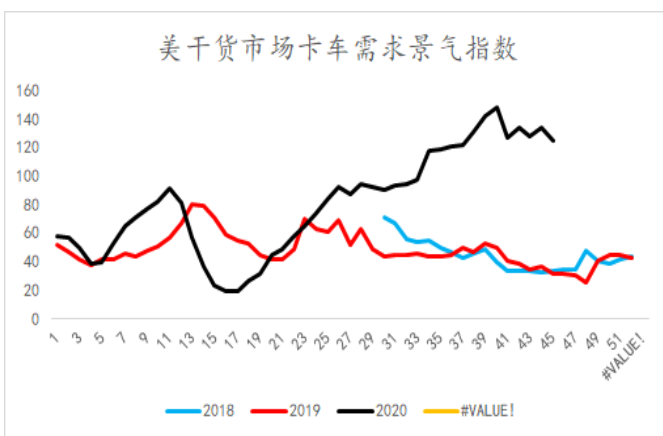
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 21：美国铁路周度发运情况



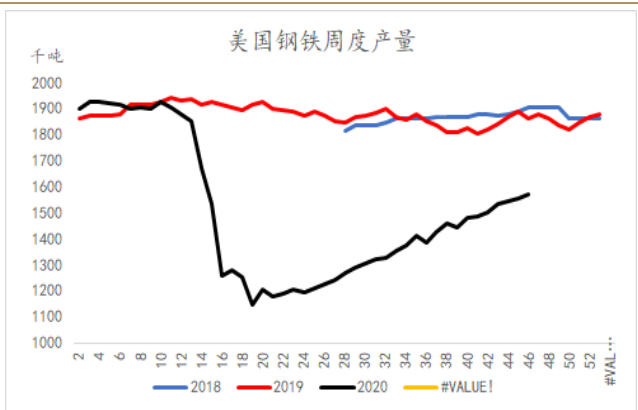
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 22：美卡车市场需求景气指数



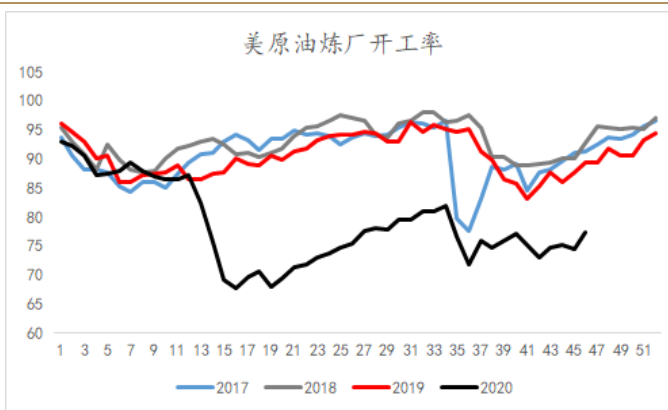
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：美粗钢生产情况



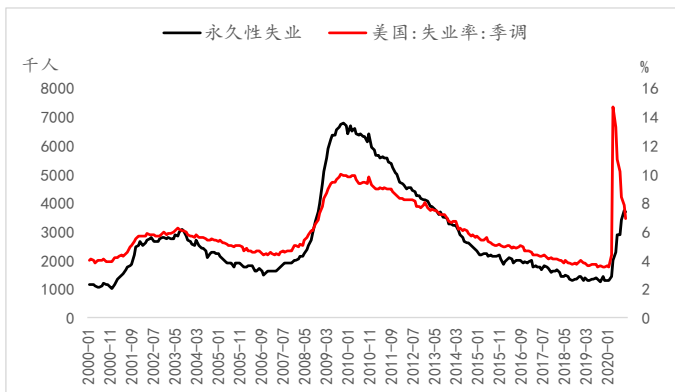
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 24：美炼油厂开工情况



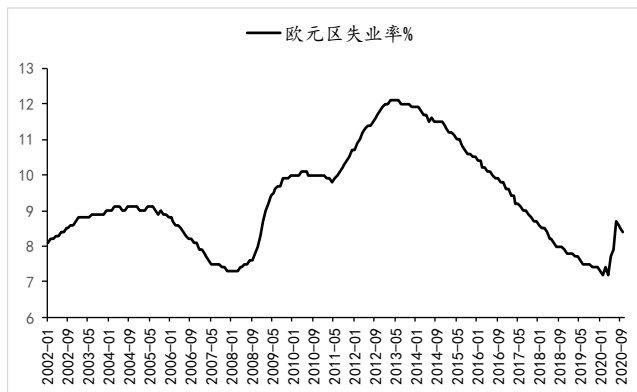
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 25: 美国就业情况



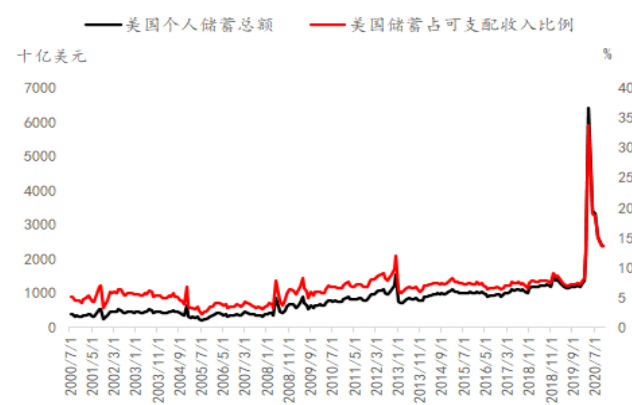
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 欧洲就业情况



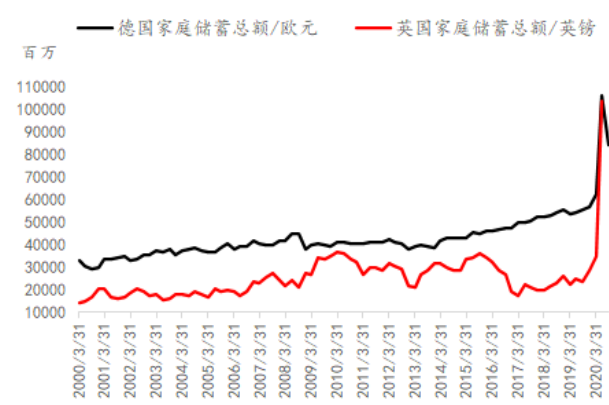
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 美国居民储蓄情况



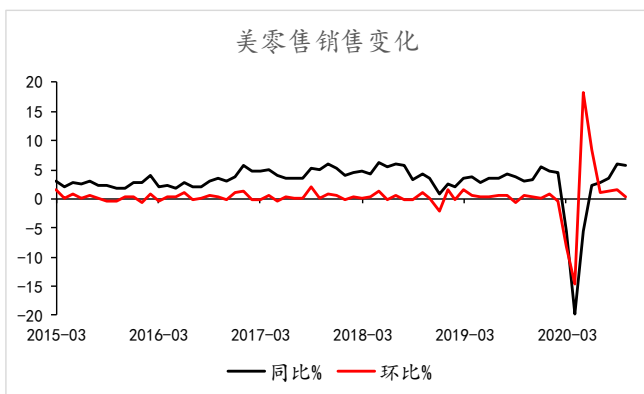
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 欧洲居民储蓄情况



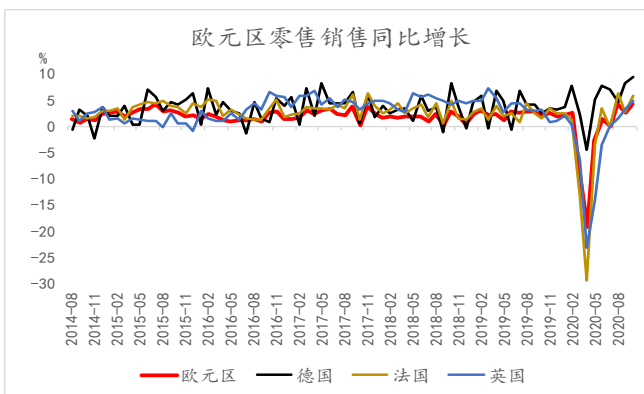
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 美零售销售变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

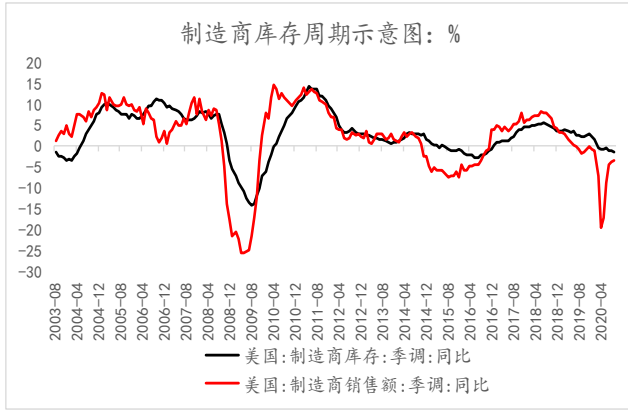
图表 30: 欧元区零售变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

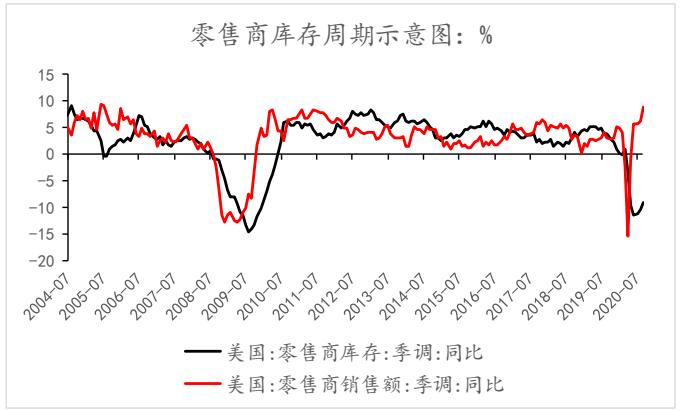


图表 31：美制造商库存情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 32：美零售商库存情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

### 三、其他数据监控

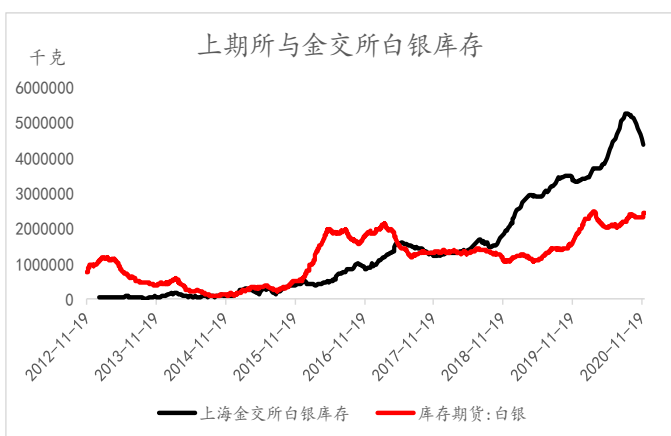
由于国内外消费的下滑，上半年国内金交所累计了数千吨的白银库存，不过这个因素正在边际好转，金交所库存已经拐头向下，内盘白银与外盘白银比价有所改善（不过由于人民币升值预期的存在，仍然整体上比往年均值水平要弱）COMEX 白银库存增长也开始边际放缓。

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，利好光伏产业的发展，而其对于银浆的使用提升也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。

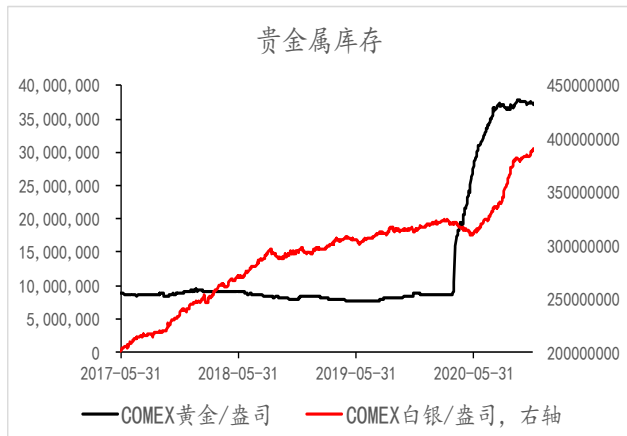
美元指数方面，本周美元指数开始破位下行，美元指数具有逆周期属性，当全球经济开始受益于疫苗开始复苏的时候，美元指数会相对走弱，尤其是在美联储疫情期间天量扩表的背景之下，美元中长期走弱的逻辑似乎在开始兑现。

图表 33：国内白银库存



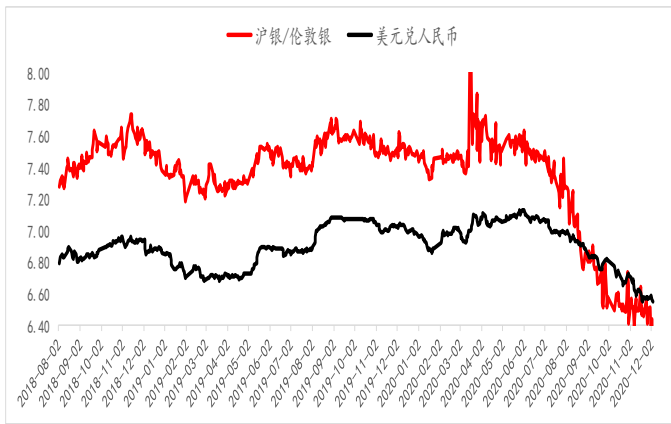
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 34：Comex 库存



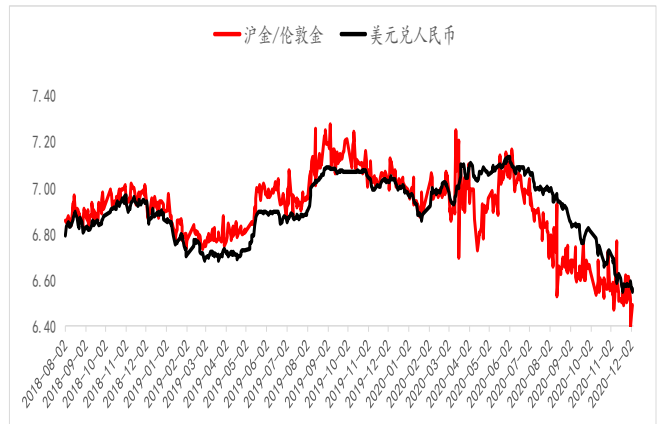
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 35: 白银内外比价



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 黄金内外比价



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 黄金 ETF



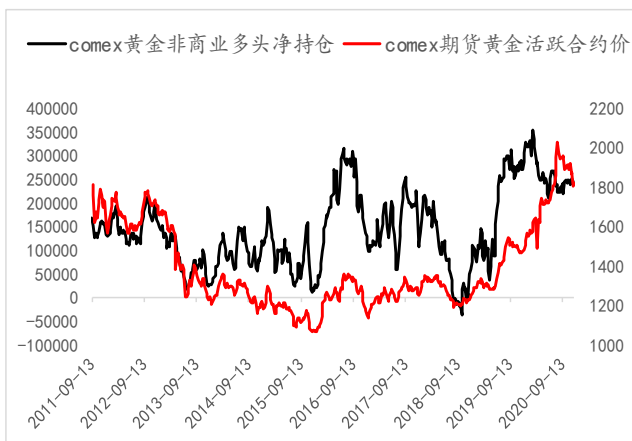
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 白银 ETF



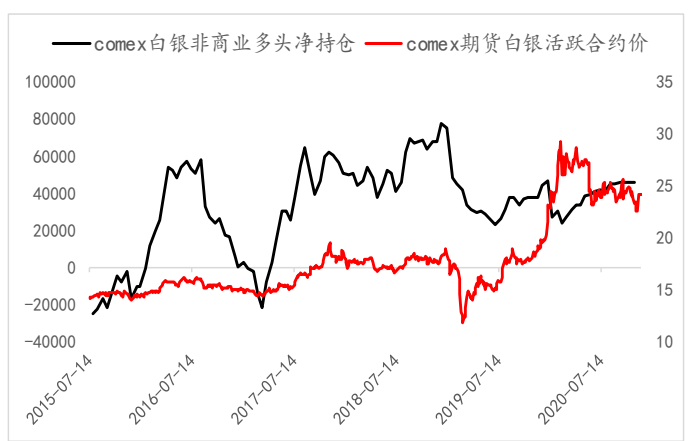
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 39: 黄金投机多头净持仓



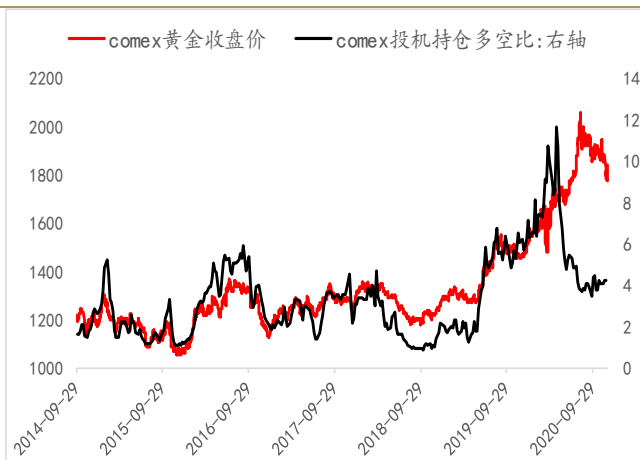
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 40: 白银投机多头净持仓



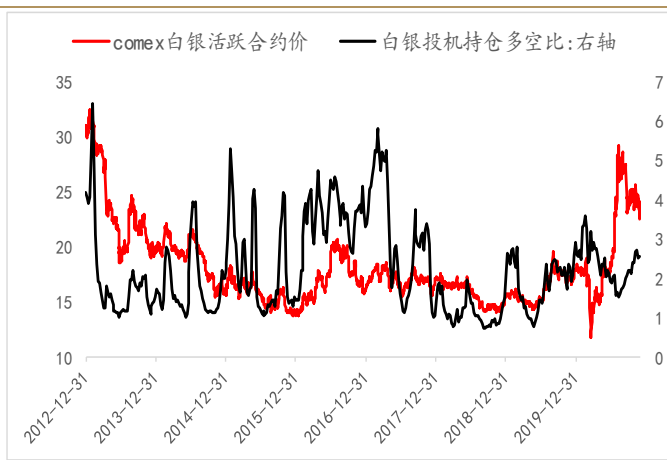
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 41: 黄金多空比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 42: 白银多空比



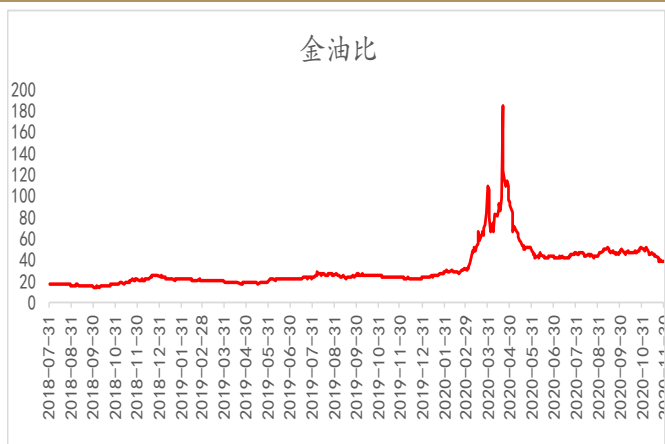
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 43: 伦敦现货金银比



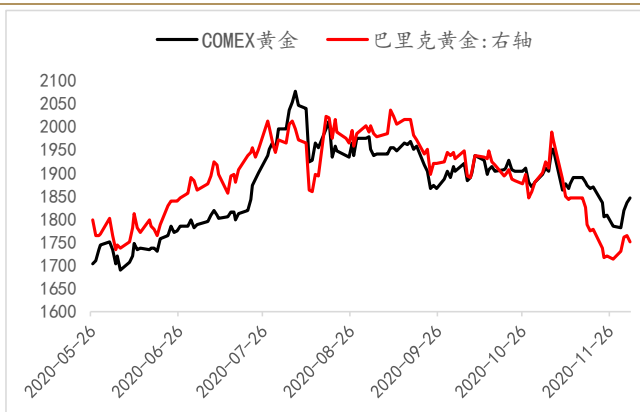
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 44: 伦敦金与布伦特原油



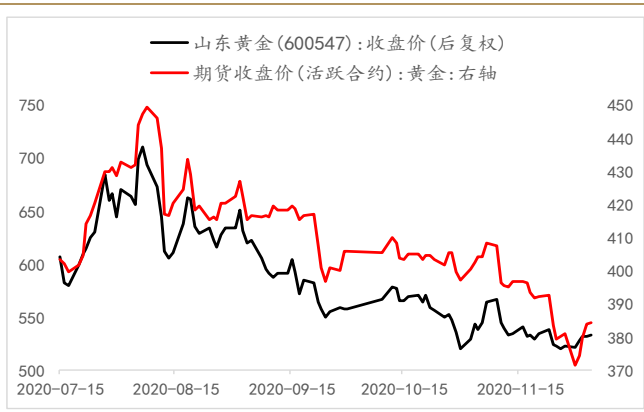
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 45: 巴里克黄金价格



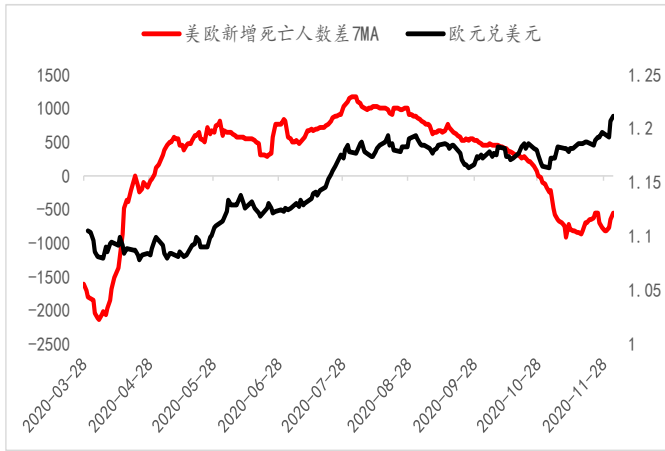
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 46: 山东黄金价格



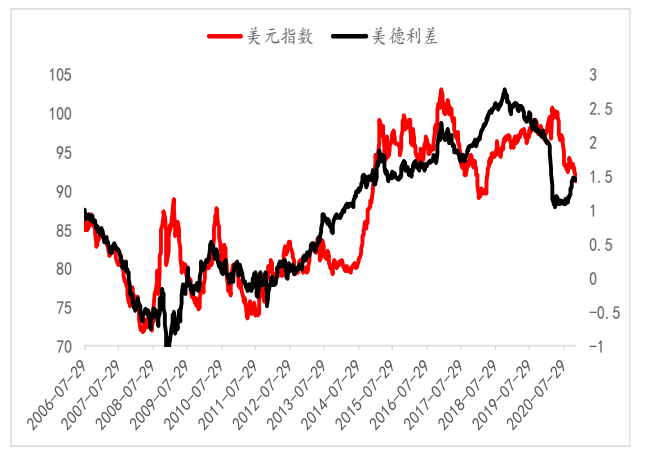
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 47: 欧元与疫情死亡增速差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 48: 美元指数与美德利差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 49: 黄金仍然处在中线级别的旗形整理通道当中



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院



图表 50: 白银处在中线级别的震荡区间内



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