

商品普涨，贵金属滞涨

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

核心观点：

贵金属本周基本维持震荡走势，黄金与白银均仍处于中线级别的调整当中，黄金是个旗形通道，白银则是横向盘整区间。

驱动方面，长期看多黄金的通胀逻辑迟迟没有兑现，美国11月CPI小幅高于预期，但持平于前值，即期通胀不能快速上升，空头交易未来不会有大通脹的逻辑就不能证伪，通胀预期就难以再继续大幅往上冲很高，尤其在当下已经是接近2%的通胀预期水平下，缓慢复苏的节奏下通胀预期和名义利率一起上，导致实际利率反倒没有太大的下行空间。这也是为啥工业品普涨的时候贵金属滞涨的原因，贵金属会受益于通胀缓慢上行，但也会受制于名义利率的缓慢上行。

贵金属要想打破调整的状态，从实际利率的角度看，要么是美联储开始有动作压美债收益率，动作可以是收益率曲线控制，也可以是扩大资产购买规模；要么是即期通胀水平迅速上升，使得市场开始预期未来会有大通脹的可能，从而导致通胀预期快速上行超过美债收益率的上行速度。

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：

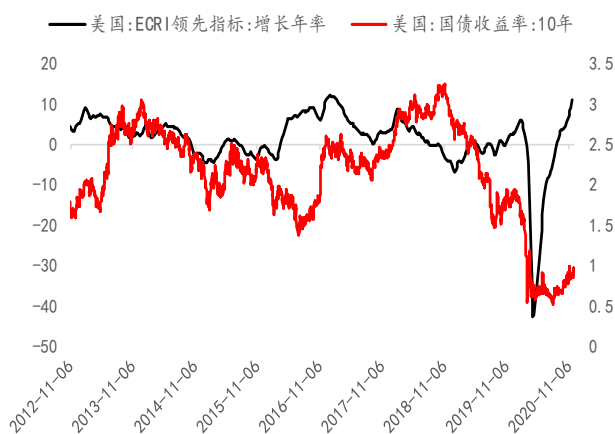
疫苗进展再度超预期，刺激政策再度破产



一、名义利率

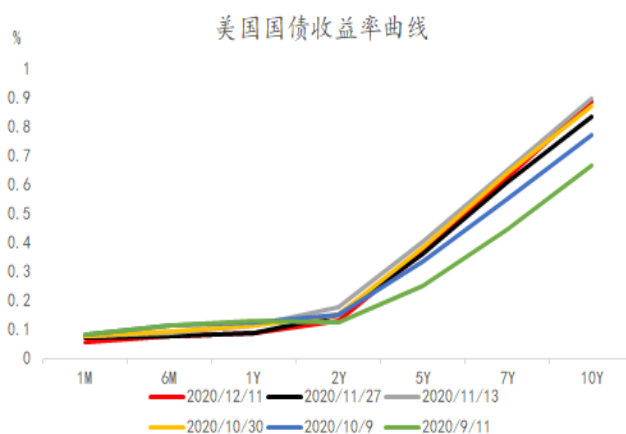
本周美债收益率小幅回落，长期国债收益率本周最高触及 0.95% 的水平，后续随着美通胀和就业数据的平庸逐渐回落至 0.88% 附近，美债收益率曲线继续维持陡峭的状态，要想长端收益率有所回落，要么是经济数据持续不及预期，要么是美联储有进一步的宽松动作，关注即将来临的 12 月份美联储的议息会议。

图表 1: ECR1 增长年率与美债收益率



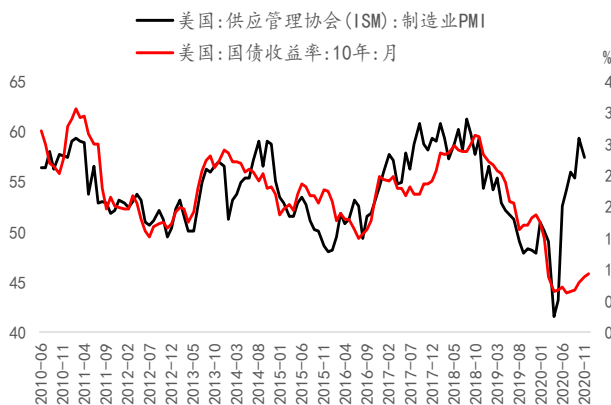
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 2: 美债收益率曲线



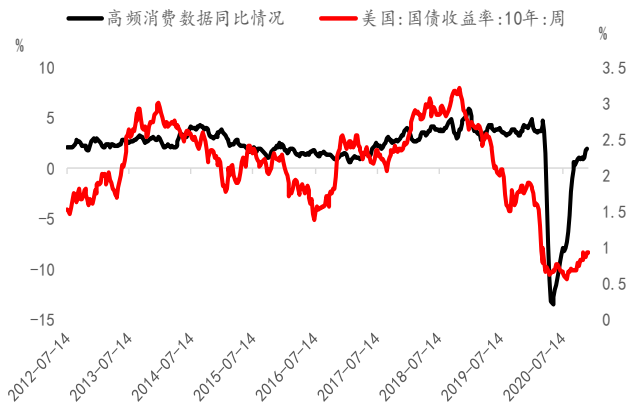
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



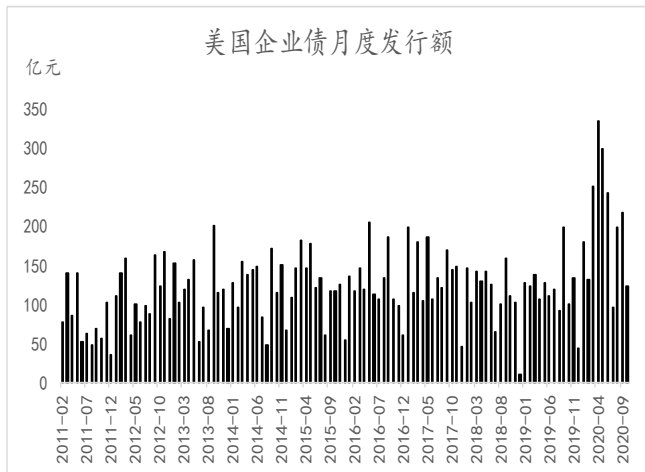
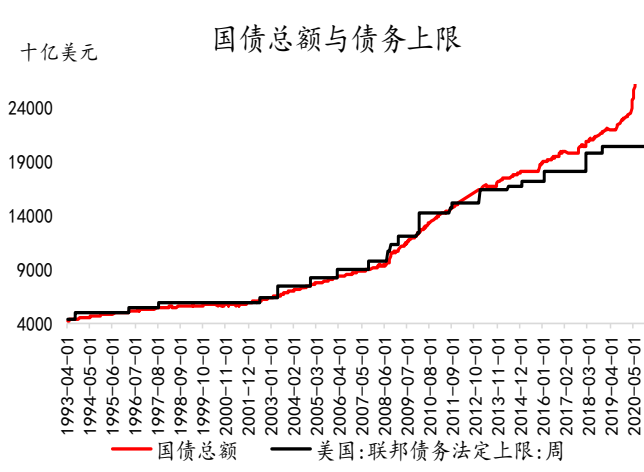
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

那么会不会继续有进一步的动作呢，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。而从长期来看，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，名义利率每上行 100bp，光美国财政部就要多付出 2400 亿美元每年的利息，债务问题可能会倒逼美联储采取一定程度上控制美债收益率的措施。

图表 5：美国债发行情况

图表 6：美企业部门月度债券发行情况

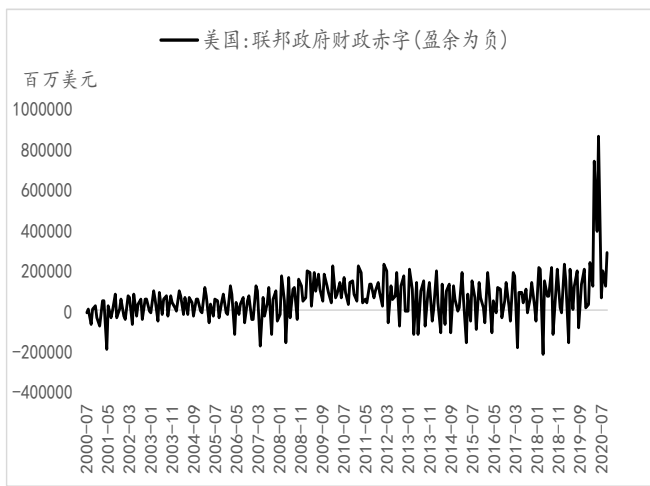
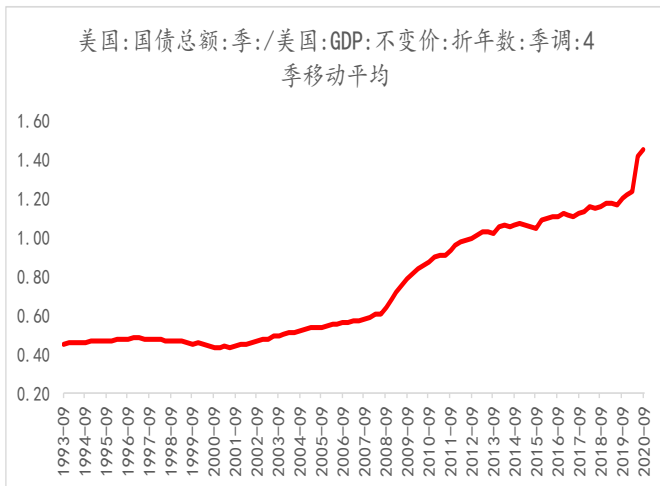


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国债余额占 GDP 比例

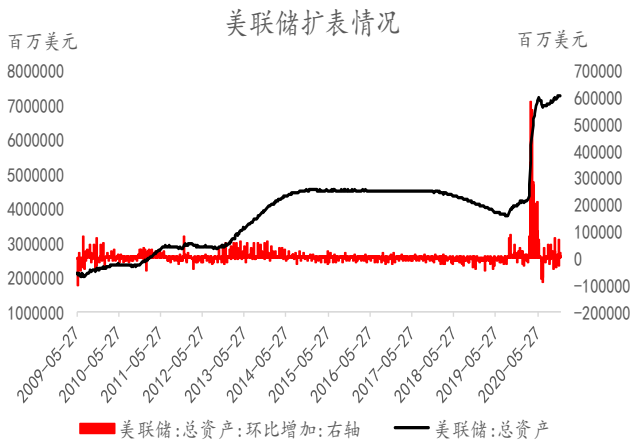
图表 8：美联邦财政赤字



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

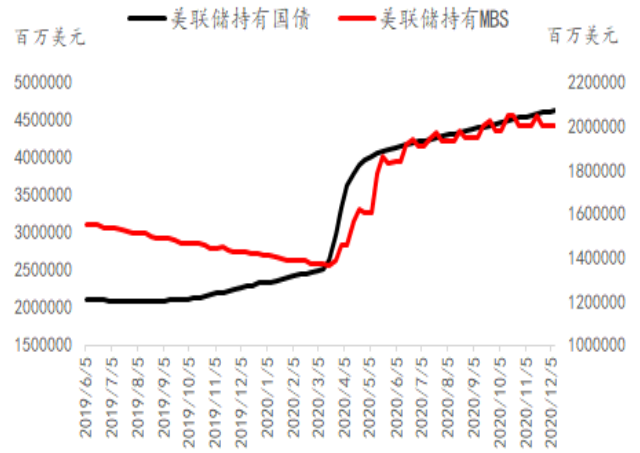
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：联储资产负债表增速放缓



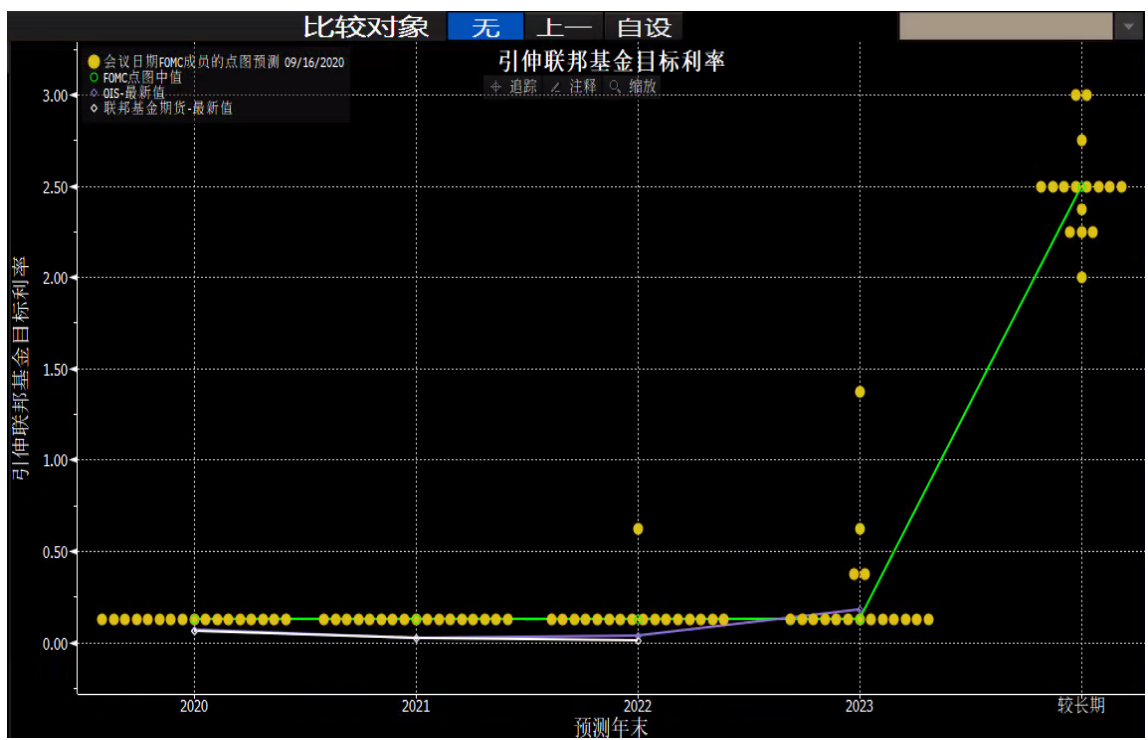
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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

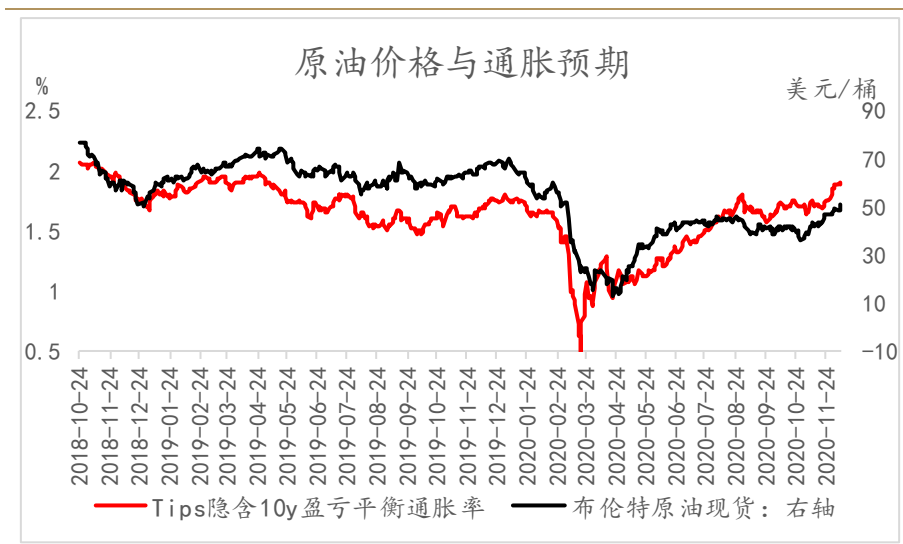


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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，布伦特原油已经触及 50 美元的大关，油价持续回升能够从供给端对通胀预期形成支撑。

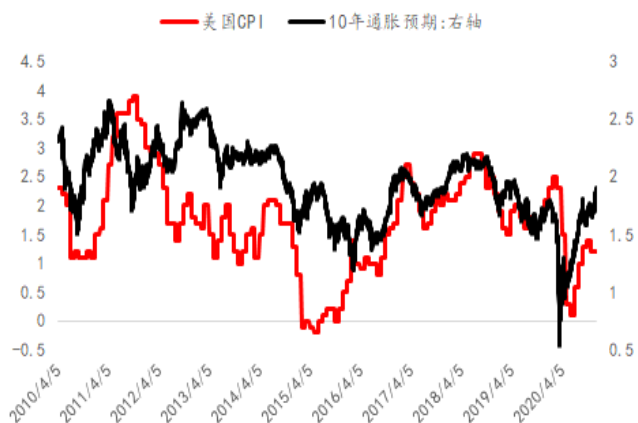
图表 12：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

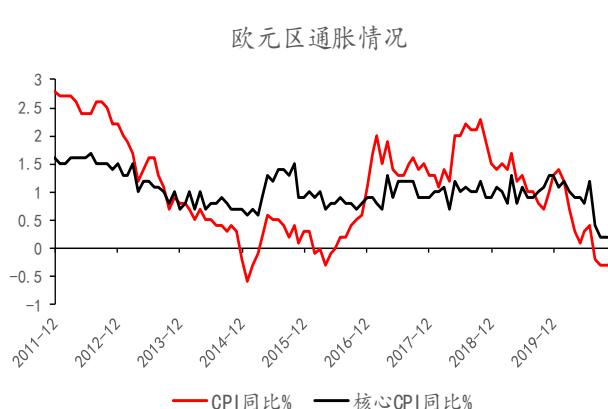
美国 11 月 CPI 数据持平于前值，在通胀预期已经恢复至疫情之前水准的情况下，实际通胀还距离疫情之前有较大缺口，实际通胀无法快速上行，通胀预期难有大的上涨动力，欧洲方面受制于封禁以及汇率升值，继续处在通缩状态当中。不过近期我们可以观察到各类大宗商品价格开始全面全面上涨，基础工业品的普涨迟早会传到到终端消费品上去，而那个时候也会是看到即期通胀水平回升的时候，而当即期通胀水平快速回升，通胀预期也将会开始继续上行。

图表 13：美国通胀与通胀预期变化



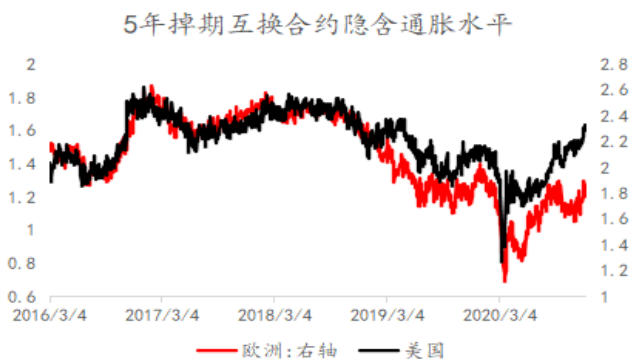
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 14：欧元区通胀水平



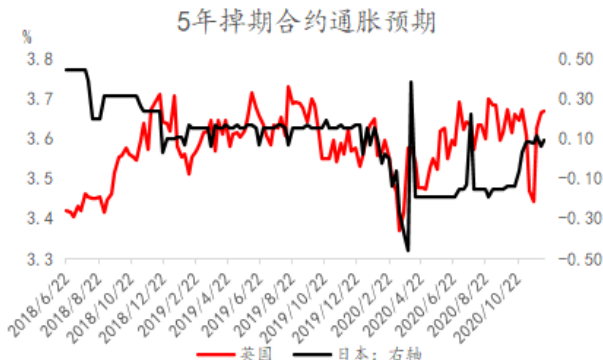
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



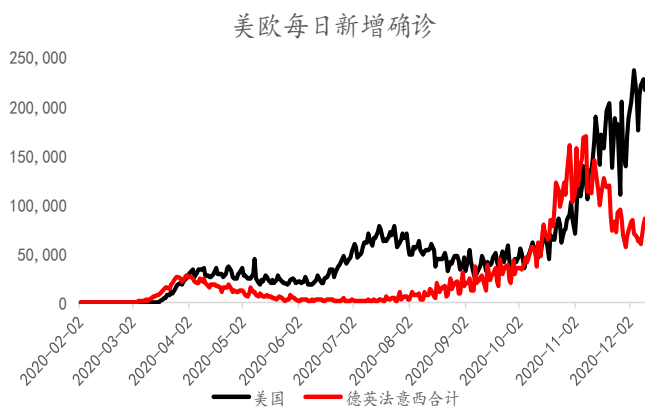
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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, 而欧美工业生产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。

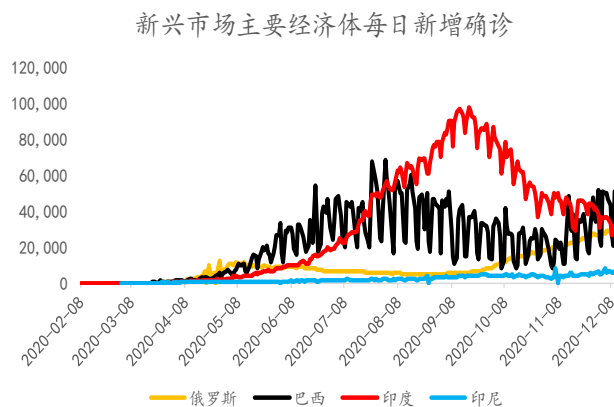
欧洲方面, 封禁确实一度引发了衰退的担忧, 服务业和交通出行景气受到了严重影响, 但随着疫情的逐渐受控, 经济活动也开始有触底回升的迹象

图表 17: 欧美每日新冠新增确诊



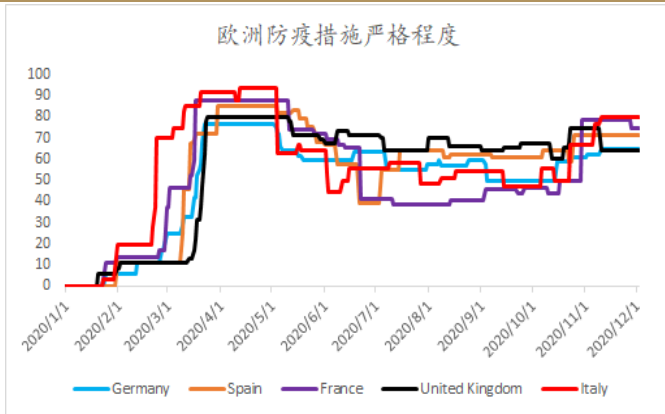
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 新兴市场每日新增确诊



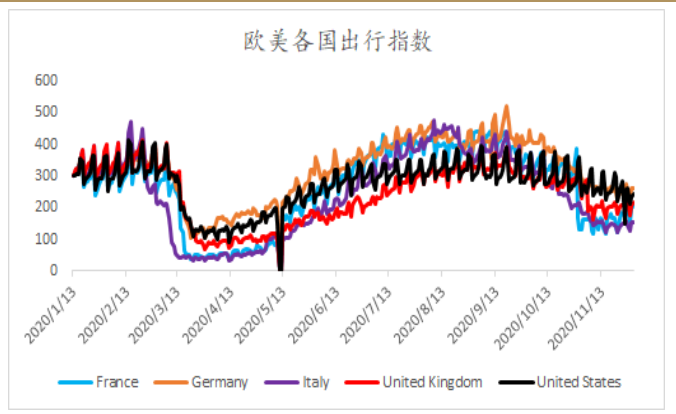
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 欧洲防疫严格程度



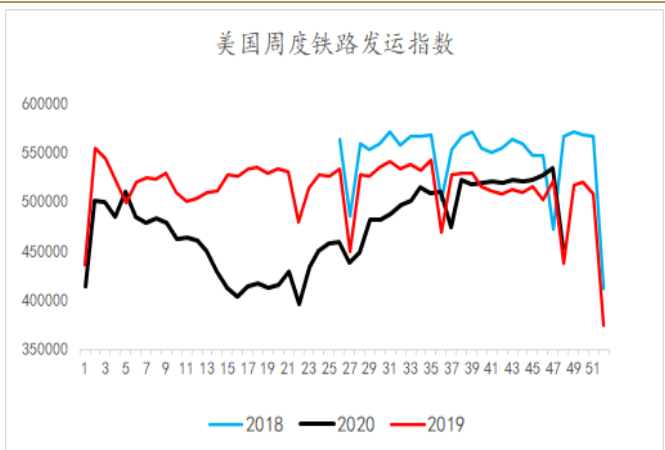
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 欧美各国出行指数



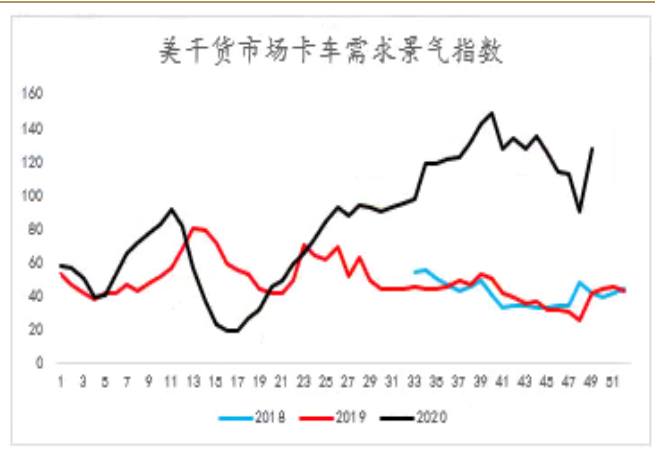
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美国铁路周度发运情况



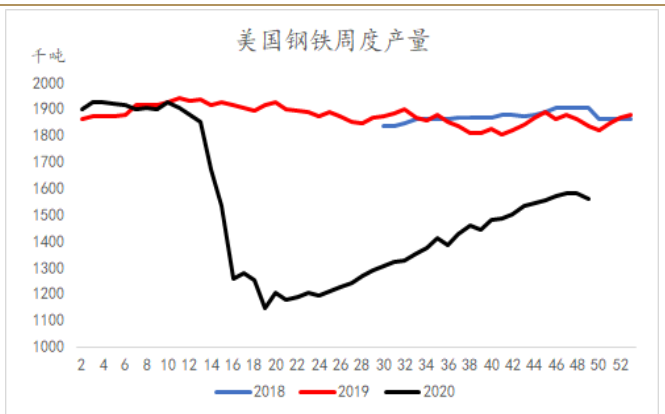
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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



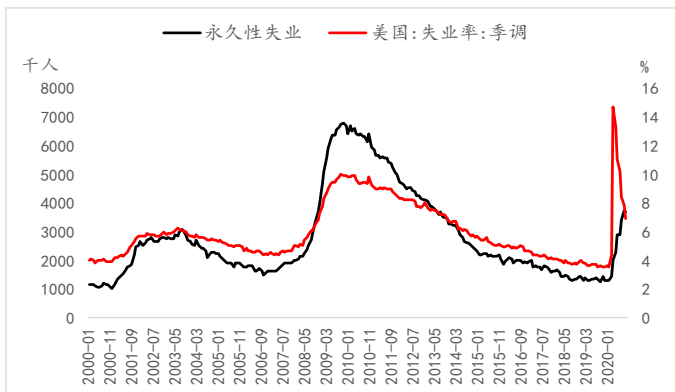
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 美炼油厂开工情况



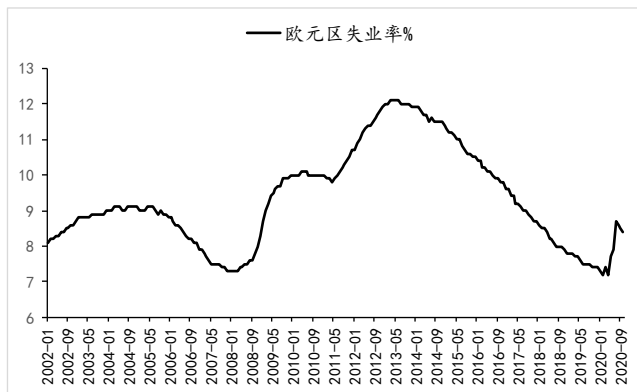
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 美国就业情况



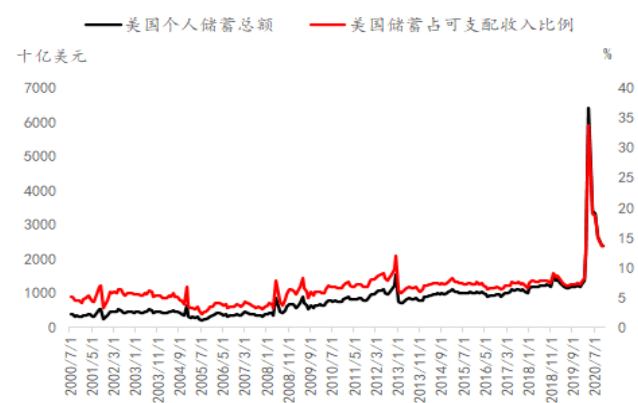
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 欧洲就业情况



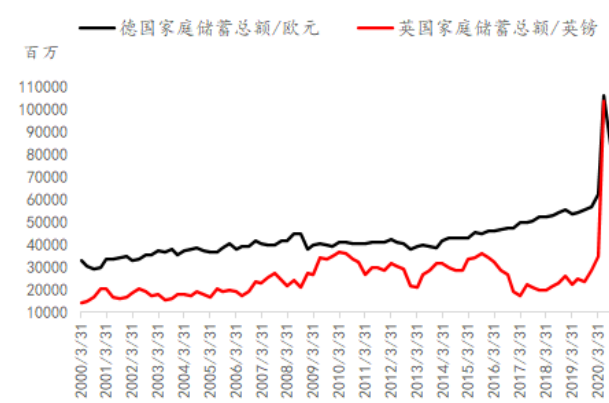
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 美国居民储蓄情况



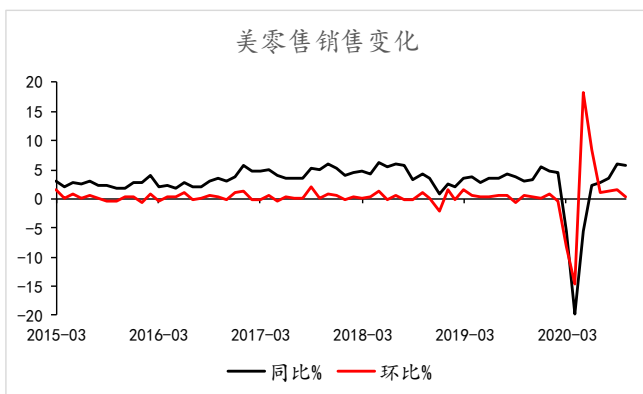
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 欧洲居民储蓄情况



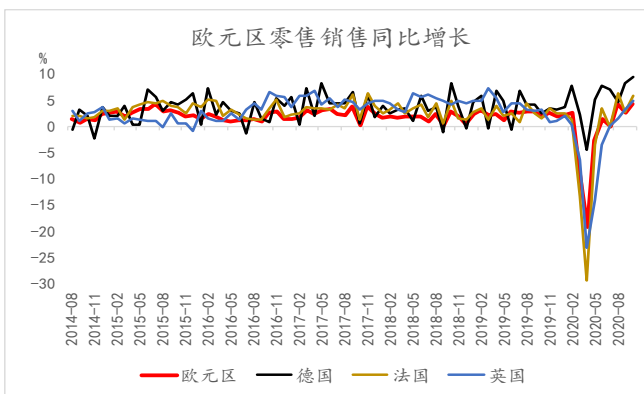
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 美零售销售变化



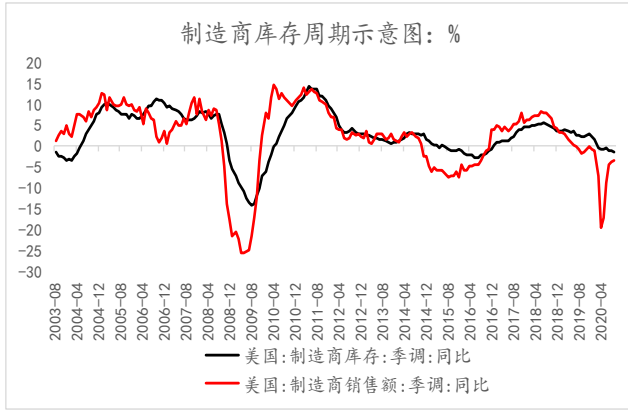
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 欧元区零售变化



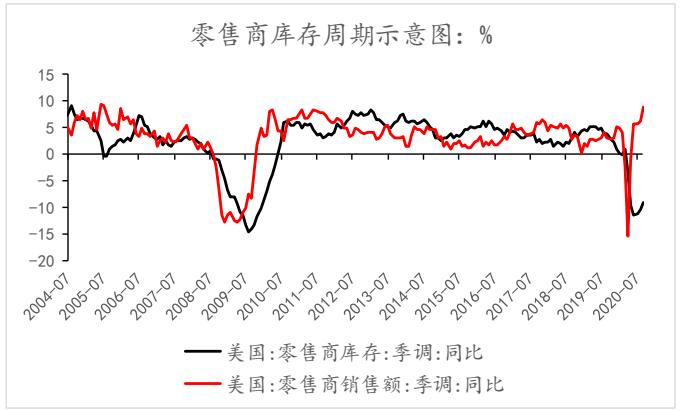
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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

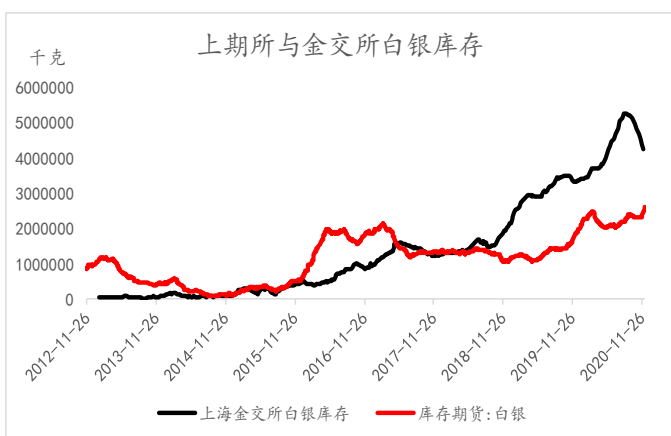
由于国内外消费的下滑，上半年国内金交所累计了数千吨的白银库存，不过这个因素正在边际好转，金交所库存已经拐头向下，内盘白银与外盘白银比价有所改善（不过由于人民币升值预期的存在，仍然整体上比往年均值水平要弱）COMEX 白银库存增长也开始边际放缓。

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。

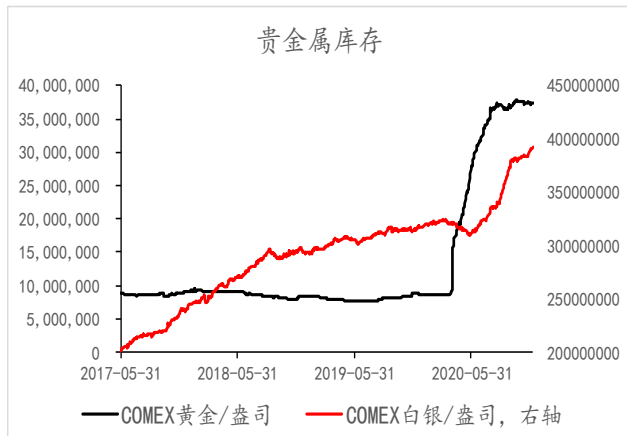
美元指数方面，上周开始美元指数开始破位下行，美元指数具有逆周期属性，当全球经济开始受益于疫苗开始复苏的时候，美元指数会相对走弱，尤其是在美联储疫情期间天量扩表的背景之下，美元中长期走弱的逻辑似乎在开始兑现。

图表 33：国内白银库存



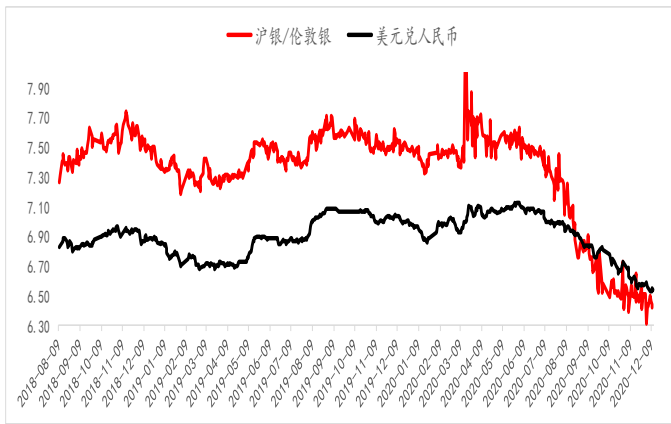
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 34：Comex 库存



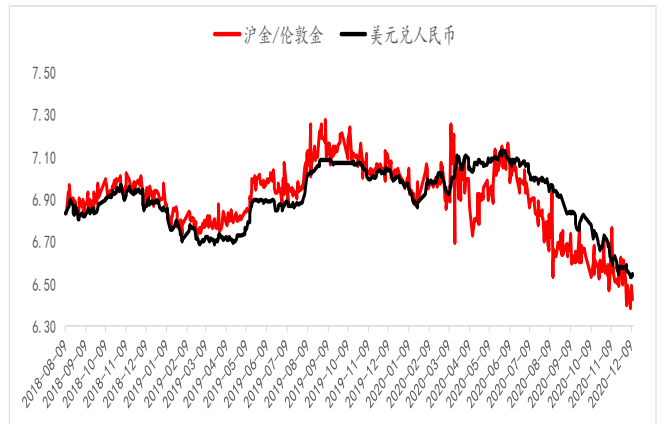
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

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



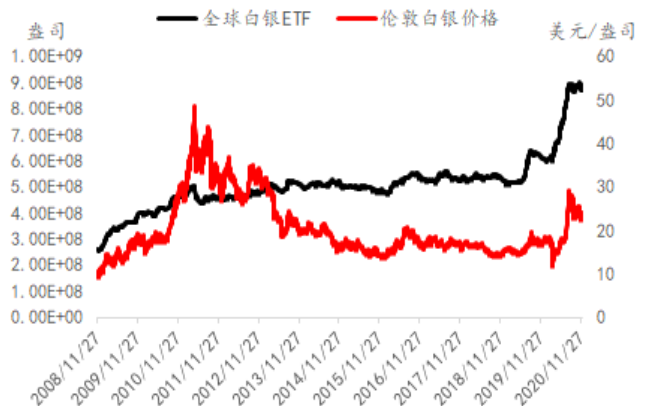
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 黄金 ETF



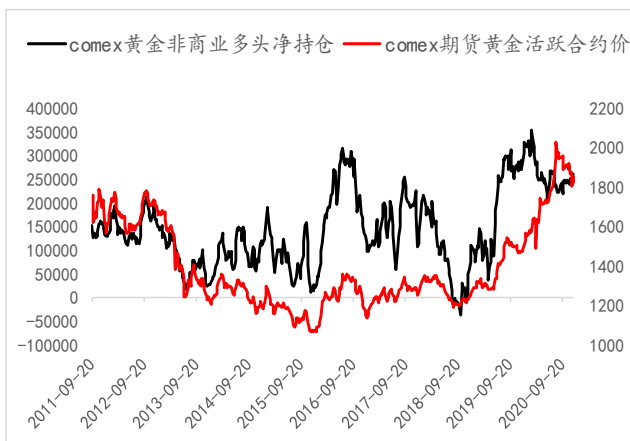
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 38: 白银 ETF



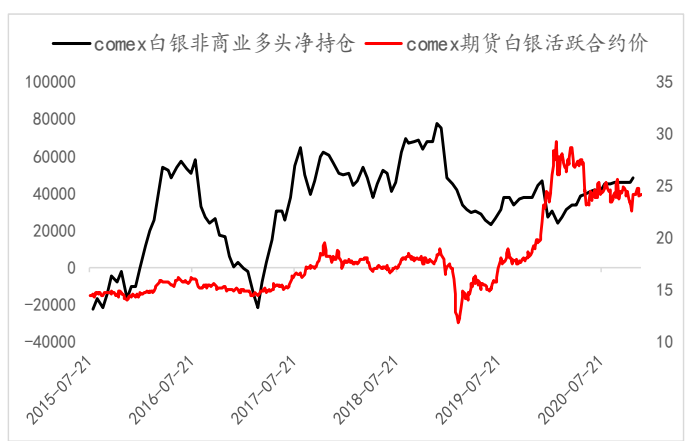
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 39: 黄金投机多头净持仓



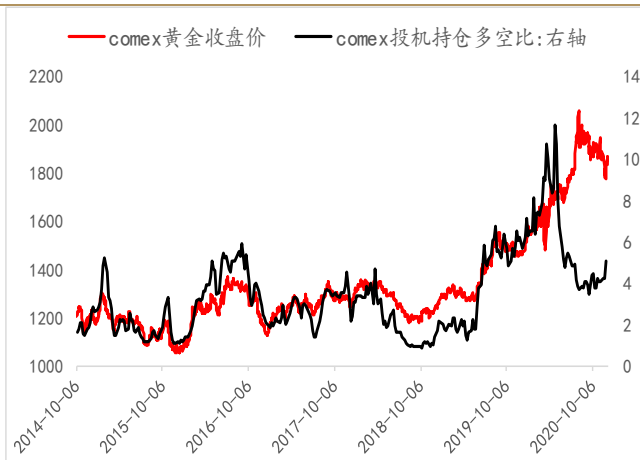
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 40: 白银投机多头净持仓



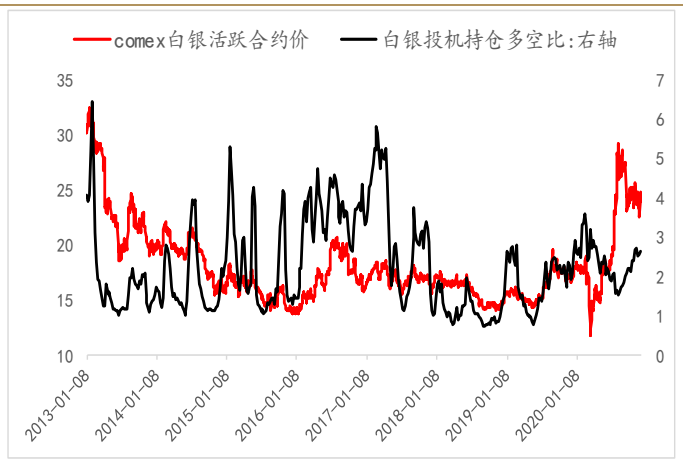
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 41: 黄金多空比



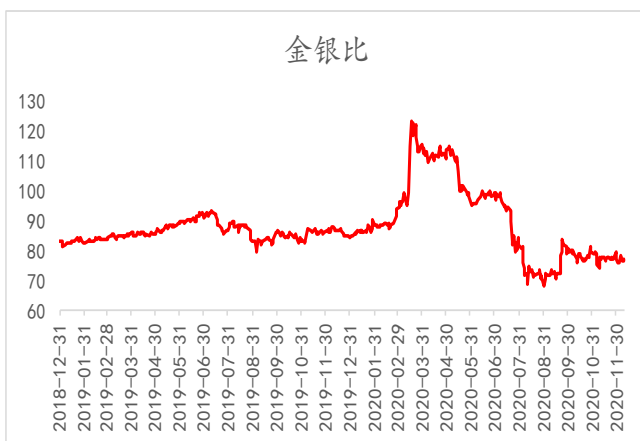
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 42: 白银多空比



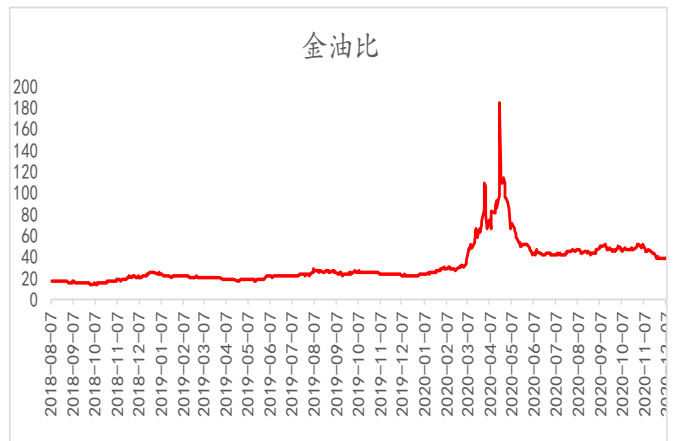
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 43: 伦敦现货金银比



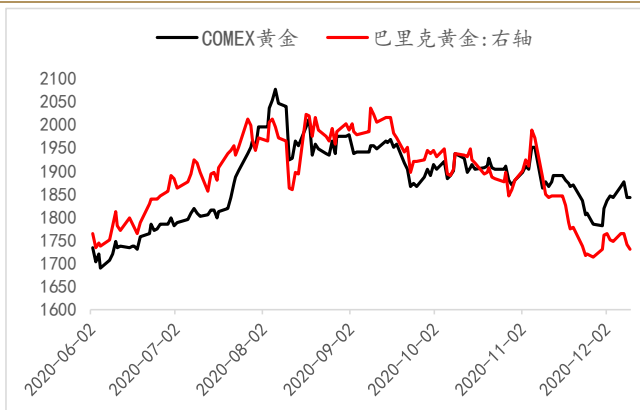
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 44: 伦敦金与布伦特原油



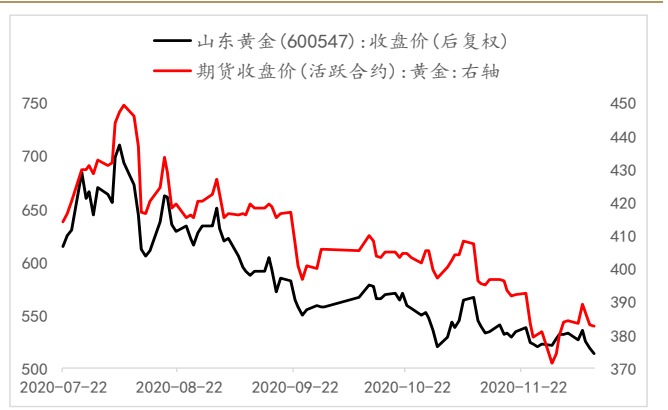
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 45: 巴里克黄金价格



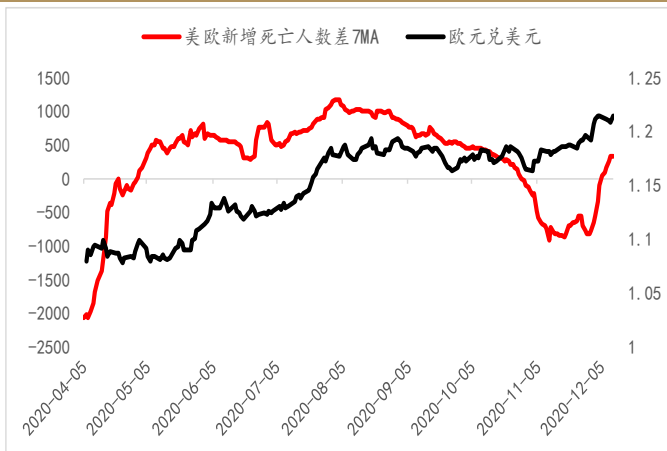
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 46: 山东黄金价格



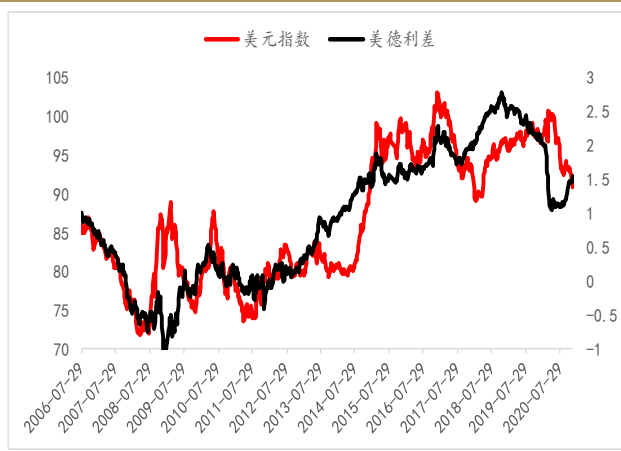
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

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