

求真 细节 科技 无界

疫情扩散压制经济活动复苏，贵金属仍需时日调整

混沌天成研究院

混沌天成宏观组

联系人：赵旭初

☎：15611668355

✉：zhaoxc@chaosqh.com

从业资格号：F3066629

观点概述：

贵金属上周维持震荡调整势头，原油价格的动荡一度带动贵金属尤其是白银的大幅上行，不过在原油谈判分歧未见分晓之前，油价难以对贵金属带来实质性的利多因素。

随着美联储持续不断的流动性的投放，流动性紧张的局面上周继续缓解，欧美地区持续加码的刺激措施也使得欧美通胀预期有明显的抬升。但是我们看到疫情扩散仍然没有任何缓解的趋势，在名义利率没有下降空间的情况下，通胀会是贵金属的驱动因素，但是疫情导致的消费和生产低迷也会压制通胀的抬升，宽松解决不了疫情，也暂时修复不了消费和投资的信心，因此通胀短期内没有明显的上升动力，同时考虑到流动性紧张的局面仅仅是缓解而非消除，我们仍然维持贵金属震荡调整消化反弹的观点不变。

策略建议：

美联储天量的流动性投放以及美国的巨额财政扩张长期来看利空美元，且会推动中长期通胀的上行，我们长期看多贵金属，具体策略上，投资者可考虑暂时观望或者逢低轻仓布局远月合约。

风险提示：

原油继续深跌带动通胀预期进一步下滑，疫情扩散加重市场恐慌再次引发市场抛售各类资产

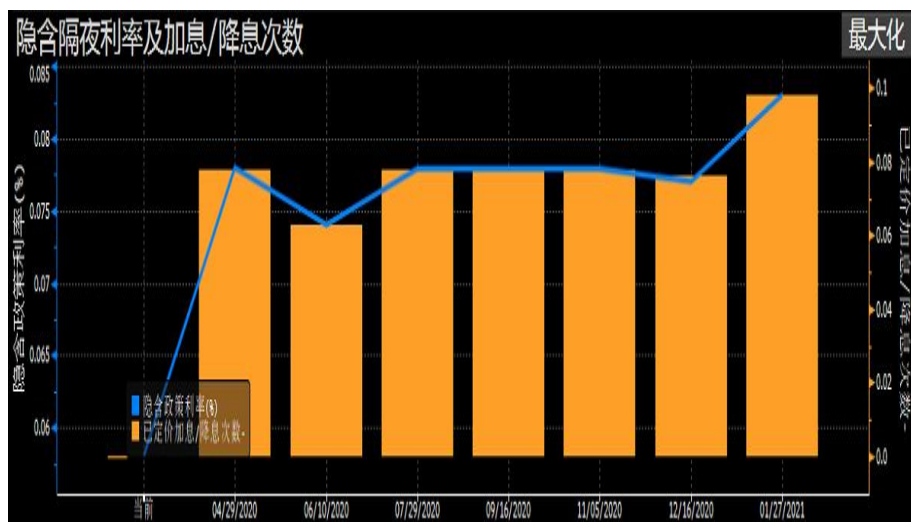
混沌天成期货研究院



一、名义利率

美联储一步到位降息至 0，而美联储主席表态并不支持负利率，所以继续降息的可能性不大，目前彭博计算利率期货市场隐含的降息情况显示，到 2020 年底美国基本不会再进行降息操作。

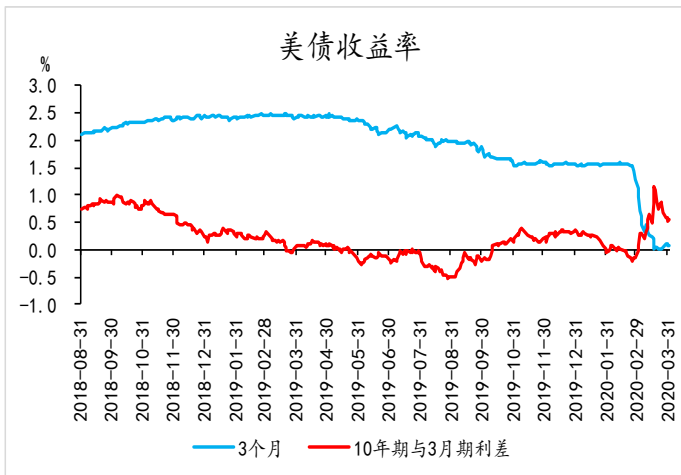
图表 1：美联储降息概率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

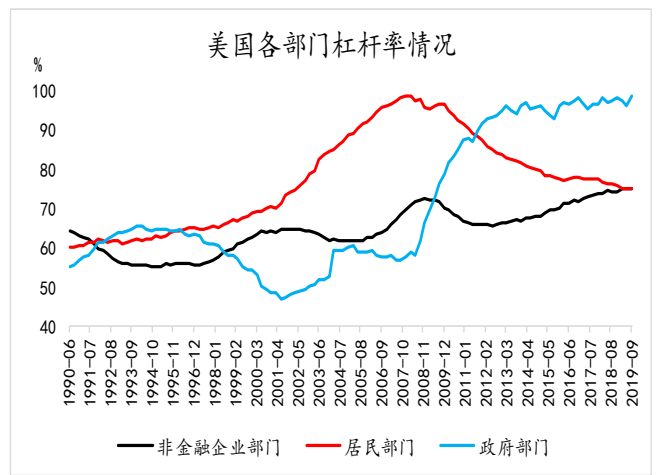
而 10 年期美债的收益率则经历了先回升后下跌的情况，这并不是代表市场对于未来的名义利率的上行预期，而主要是受限于流动性紧张引发的抛售美债现象所导致，随着美联储加码回购和 QE 等刺激措施，美债收益率也开始保持稳定，而美国政府以及企业债务的持续扩张也将会压制名义利率的回升，我们认为名义利率中短期内保持稳定的可能性较大。

图表 2：主要期限美债收益率



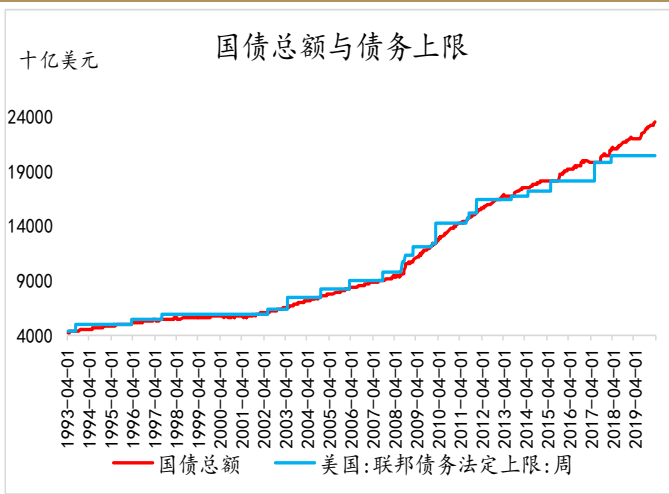
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 3：美国各部门杠杆率



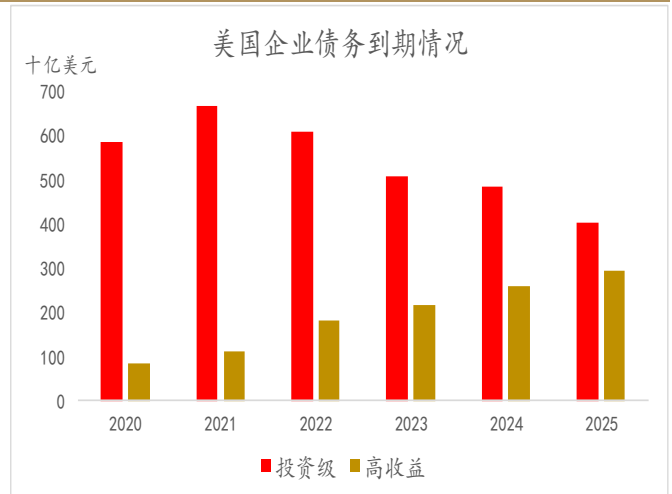
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 4：美国政府债务持续扩张



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

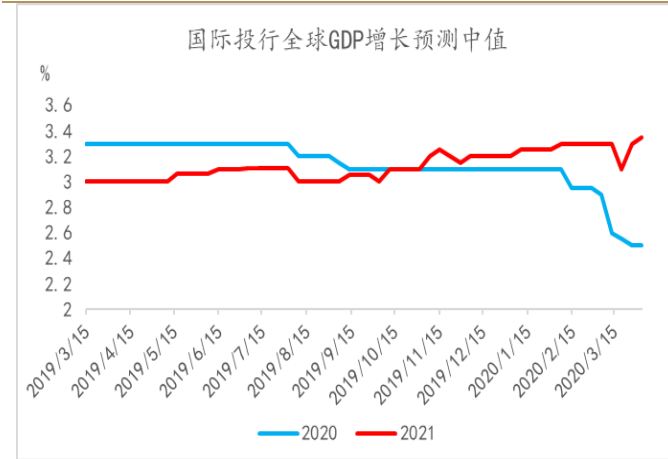
图表 5：截至 2019 年 Q3 美国企业债到期情况统计



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

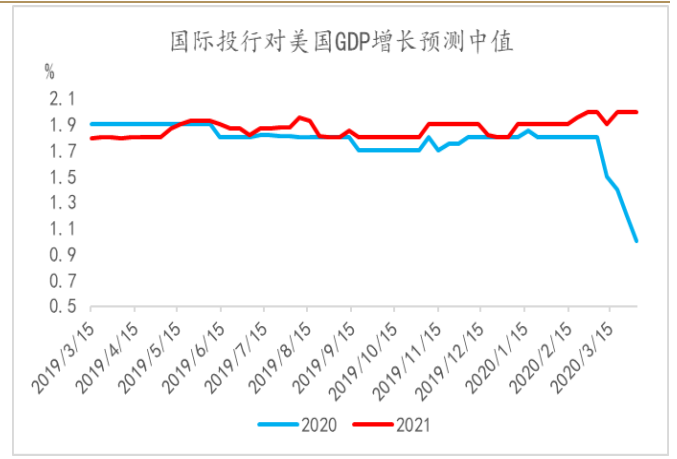
名义利率的长期走势则与经济增长景气度相关，而从目前国际各大机构对于经济增长的预期来看，对于本年度的经济预测处在持续悲观的状态，本周国际投行继续下调对欧美日 2020 年度的增长预期。

图表 6：全球经济增长预测



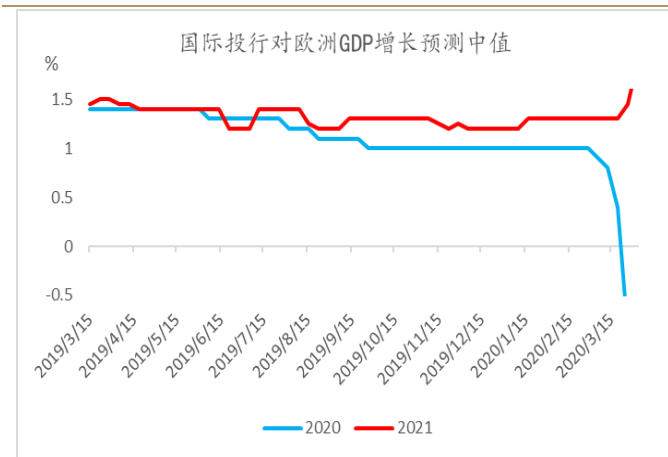
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国经济增长预测



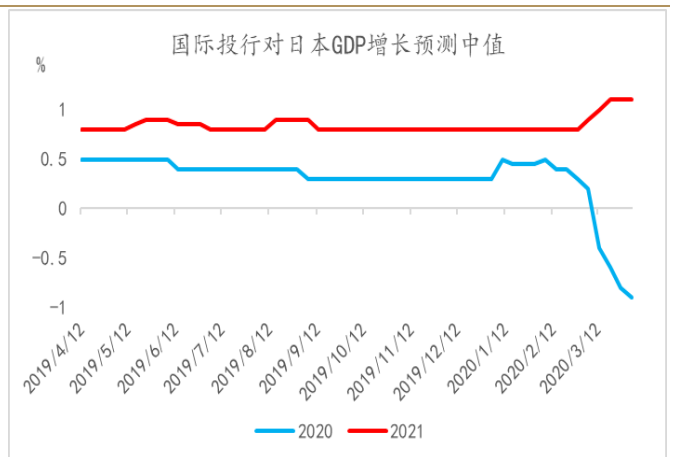
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：欧洲经济增长预测



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 9：日本经济增长预测

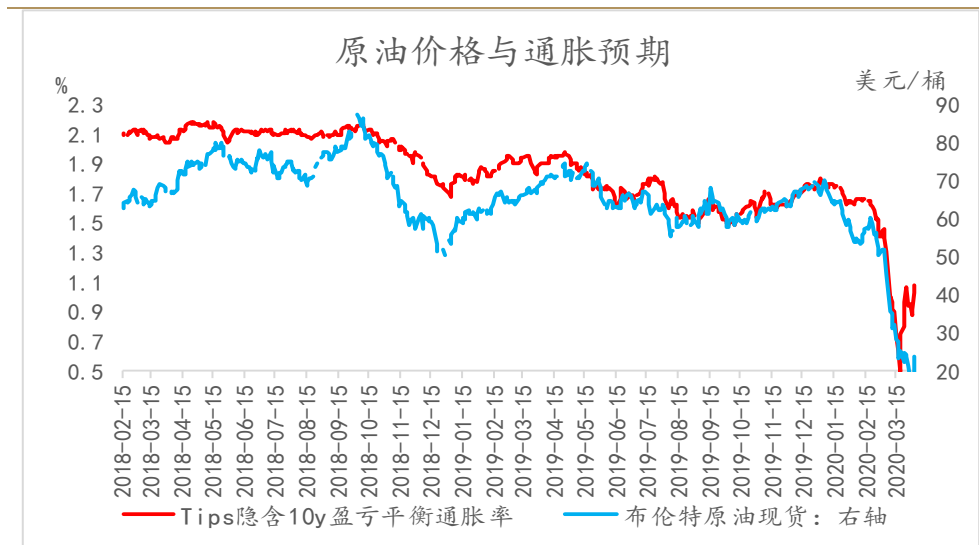


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

二、通胀

原油价格仍在寻底，但市场对于油价的暴跌已经对通胀预期做了计价，如果原油不继续深跌，则对通胀下行带来的动力我们判断是边际放缓的。

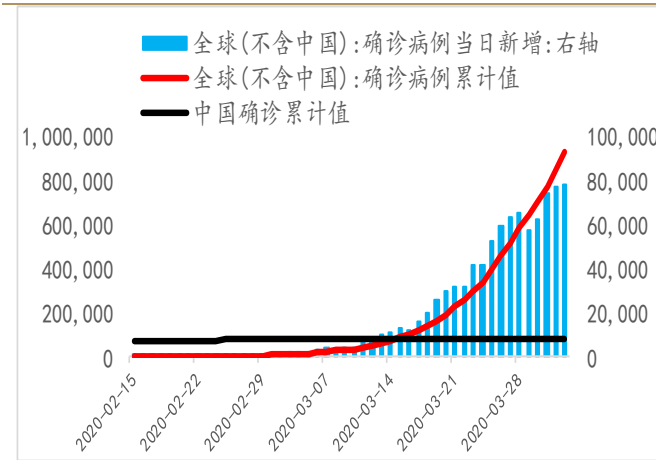
图表 10：原油价格与通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

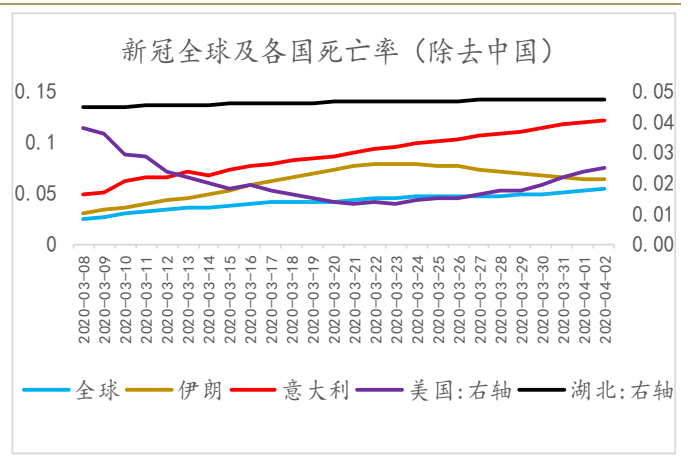
目前原油仍然处在寻底阶段，疫情则在加速，海外地区的确诊病例数已经超过中国，全球以及主要国家的疫情扩散情况仍然处在加速状态，其中意大利、西班牙、美国情况较为严重，而从死亡率来看，海外的确诊数据似乎并不能反应各国真实的确诊情况，真实病情要比确诊数据反应的更加严重。

图表 11: 全球确诊情况



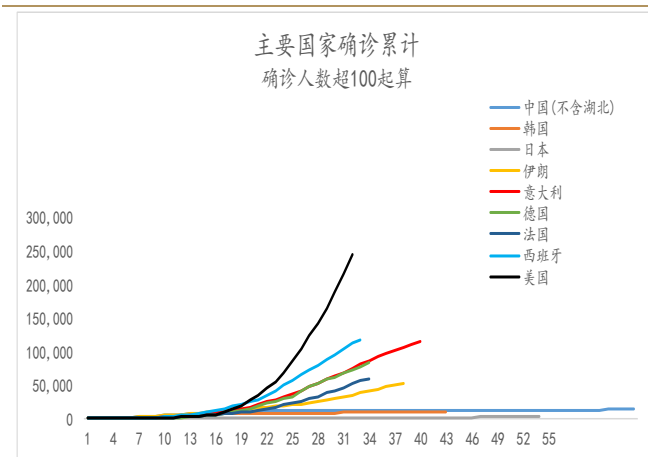
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 12: 新冠各国死亡率情况



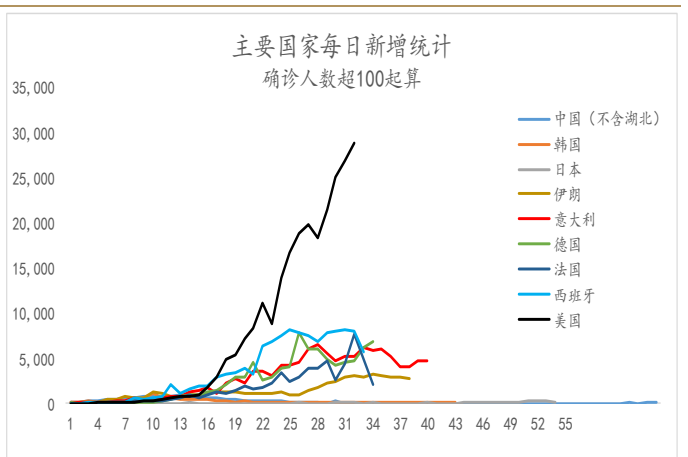
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 13: 主要国家确诊累计



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

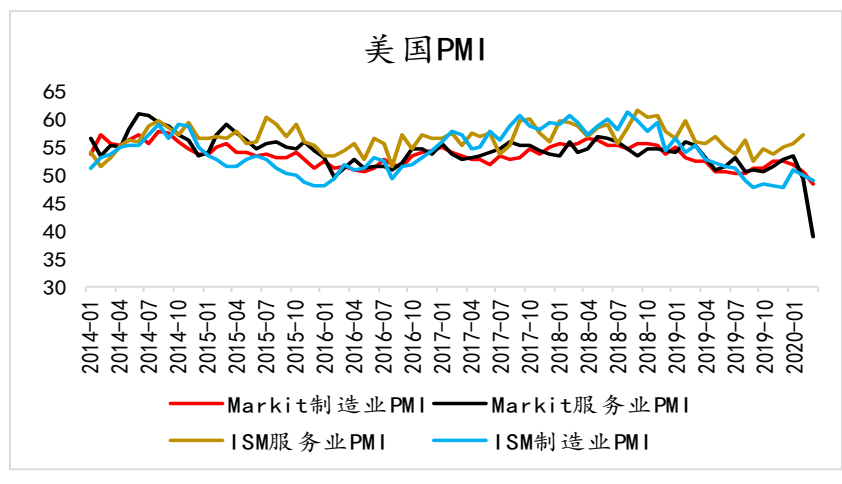
图表 14: 主要国家每日新增



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

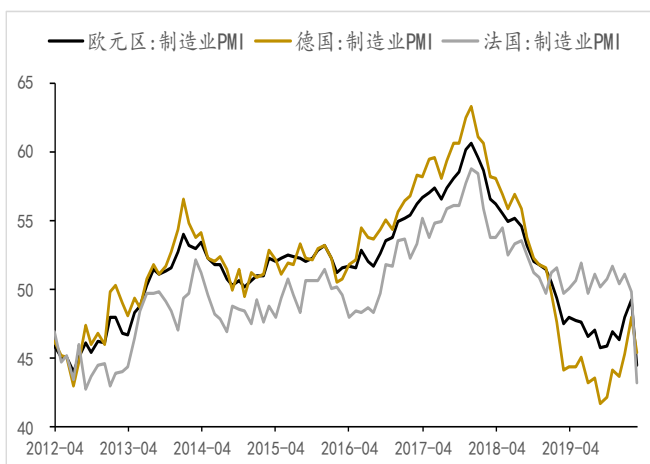
原油对通胀的影响在供给层面，疫情则是影响需求端，欧美地区的服务业在疫情下遭受重创，疫情导致的经济活动的低迷也使得通胀短期内无大幅度上行的动力。

图表 15: 美国 PMI



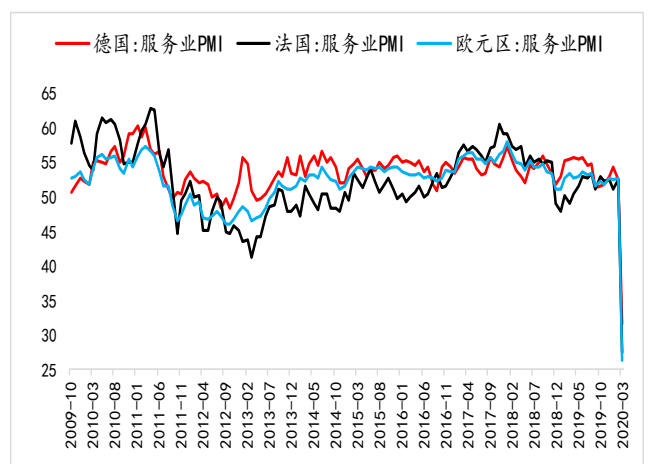
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 16: 欧洲制造业 PMI



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

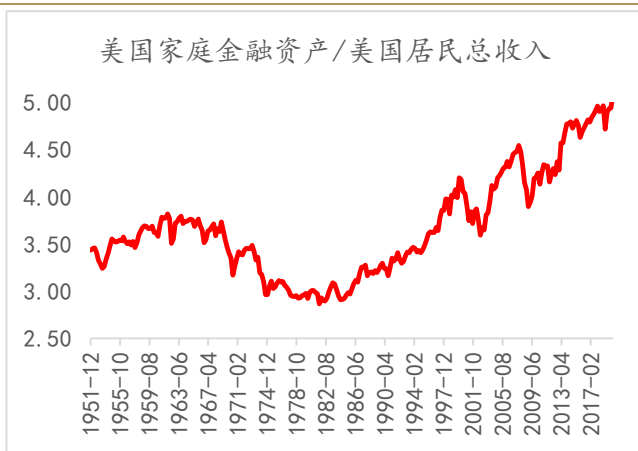
图表 17: 欧洲服务业 PMI



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

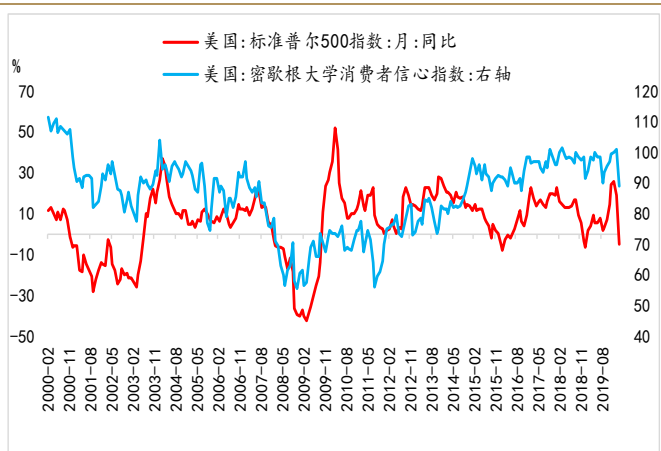
经济活动的低迷则是从需求端对通胀施压，具体又可以从消费和投资角度来衡量，一个针对消费者，一个针对企业。金融市场的大幅下跌将会直接冲击美国家庭用户的财富，这也直接影响到消费的能力和信心。

图表 18: 美国家庭金融资产占比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

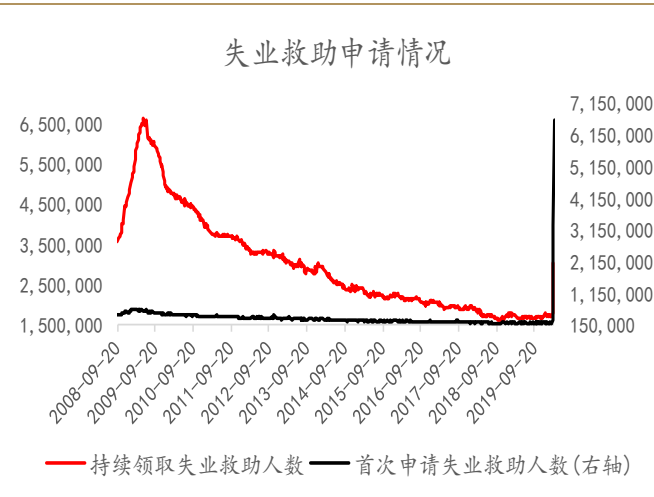
图表 19: 金融市场下跌影响消费者信心



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

同时, 疫情的影响也造成了失业潮的来临, 进一步加重了对消费的冲击, 而从美国的就业数据来看, 长期以来始终表现强劲的美国就业市场在疫情的冲击下大幅恶化, 美国 3 月第三周初次申请失业金人数为 328 万人, 远高于次贷危机时期的 70 万人。

图表 20: 失业救助申请情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 失业率与时薪增长情况

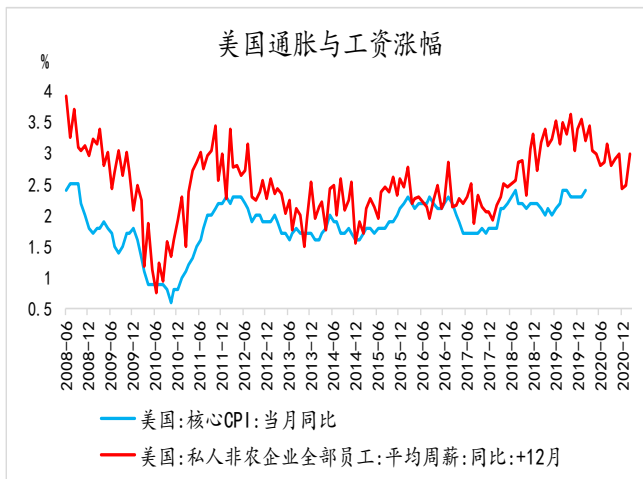


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

美国居民的收入和消费能力则与通胀挂钩, 私人非农企业员工的平均周薪水平一般领先核心 CPI 12 个月左右, 而美国中下层居民消费能力的衡量指标可以用可选消费领域的机动车保险来观察,

机动车保险的价格增速本身已经处在常年的下滑通道当中，这一定程度上反应了此前全美综合水平的工资水平增长并没有对中下层居民的收入产生多高的贡献，而疫情则恶化了中底层民众的生活状况，这进一步压制了通胀的抬升。

图表 22：收入增速领先通胀



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 23：中底层民众的消费水平一直以来增长存疑

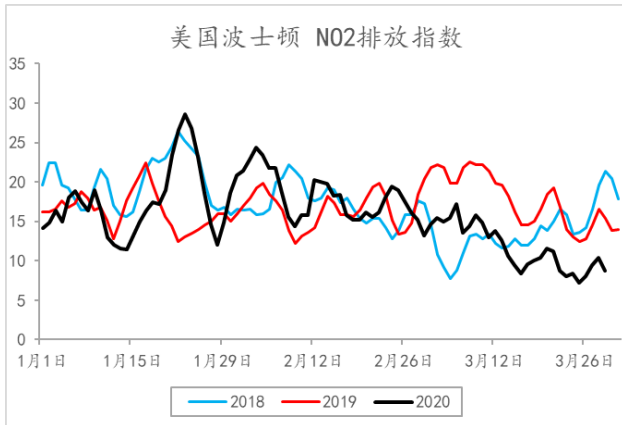


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

疫情的扩散也使得企业经营状况承压，尤其对于博彩、旅游、航空等行业，因此企业债务市场面临极大压力，不仅仅是美国，欧洲地区的投资者信心指数也受到了影响。

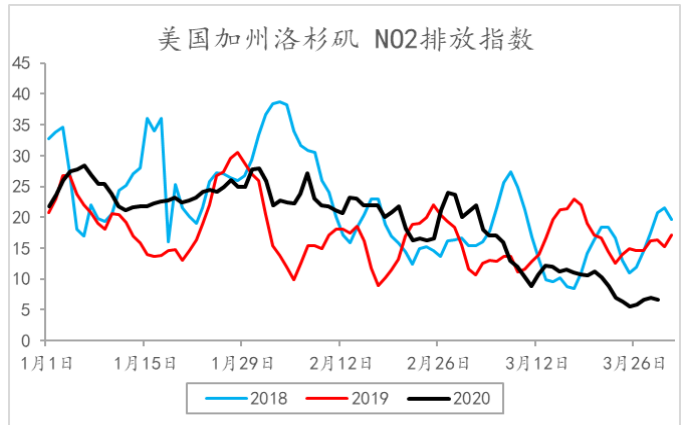
从一些领先指标来看，疫情的扩散导致经济活动明显下降，企业收入锐减，大量企业债务评级遭到下调，直接影响企业的融资能力，且企业债券市场利差飙升，企业融资成本抬高，导致对未来投资信心的下降这也将会压制通胀的上行。

图表 24: 波士顿城市排放同比



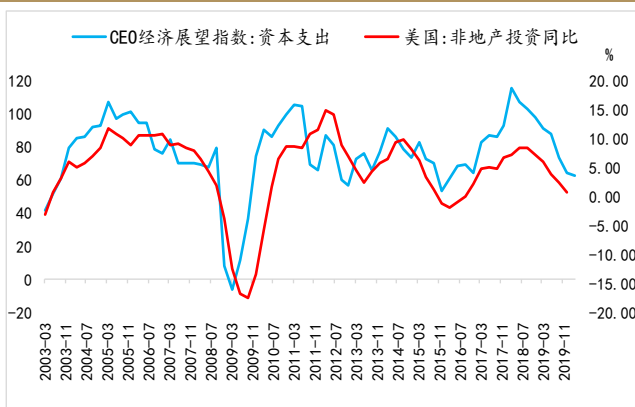
数据来源: 四象科技, 混沌天成研究院

图表 25: 洛杉矶城市排放同比



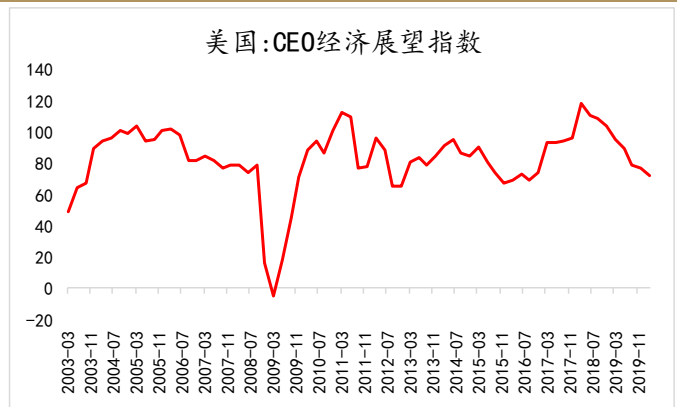
数据来源: 四象科技, 混沌天成研究院

图表 26: 非地产投资受投资信心影响



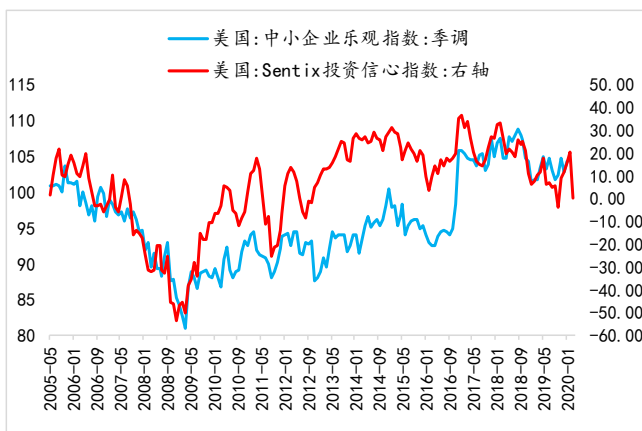
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: CEO 经济展望指数



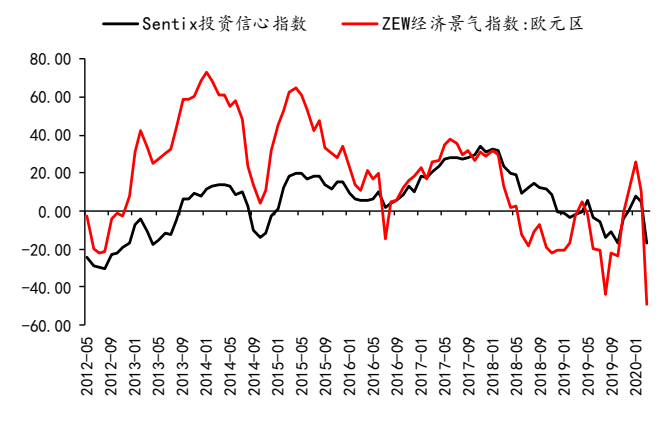
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 美国 Sentix 投资者信心指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

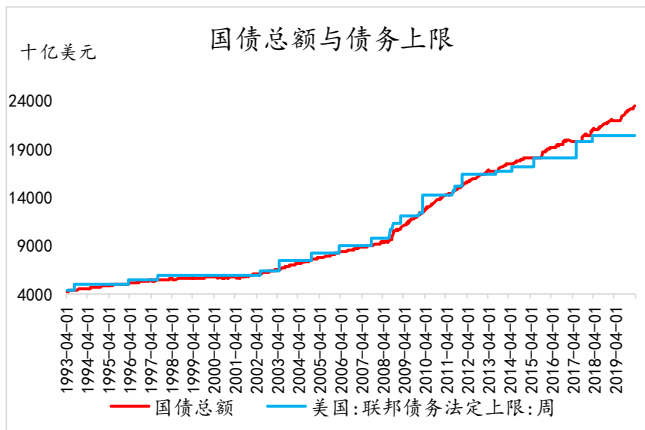
图表 29: 欧元区投资者信心指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

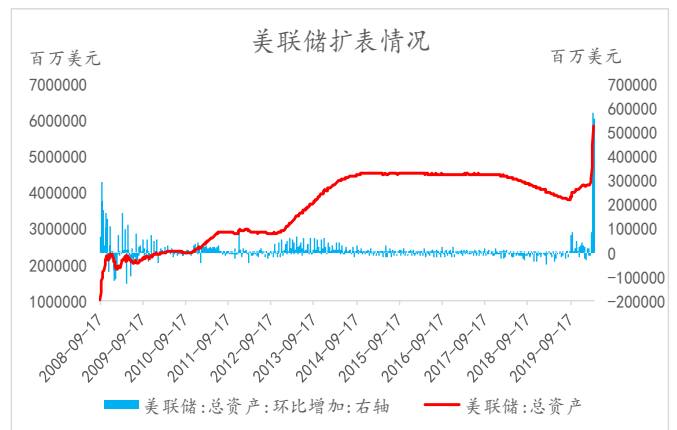
面对疫情的冲击，欧美主要经济体迅速开启天量的货币以及财政刺激措施，目前美联储的每周扩表速度已经是 08 年以来最大。

图表 30：美国债发行情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

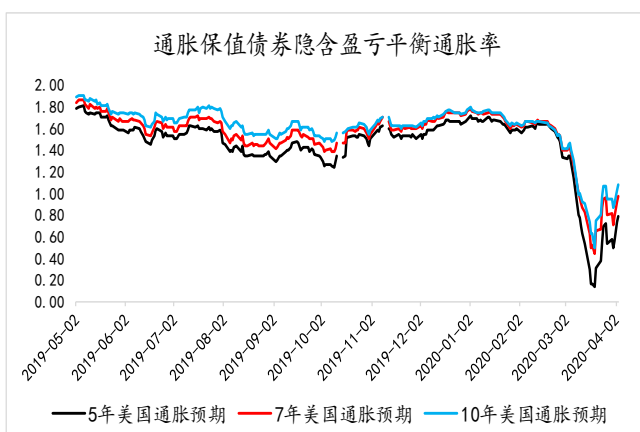
图表 31：美联储扩表情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

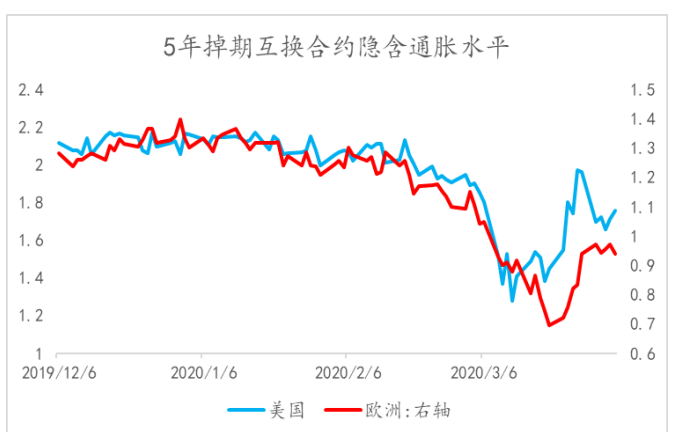
伴随着持续的天量的刺激措施，市场对于未来的通缩预期在上周开始出现缓解，从美国的通胀保值债券和美元掉期互换数据显示，欧美地区的通胀预期在本周开始出现较为明显的回升迹象，不过我们认为这种宽松政策刺激的全面传导仍需要时日，且宽松政策难以带来免疫力的提升，疫情扩散下，经济活动市场信心的恢复仍需要时日，通胀短期内无大幅度上行可能。

图表 32：美通胀保值债券隐含通胀率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

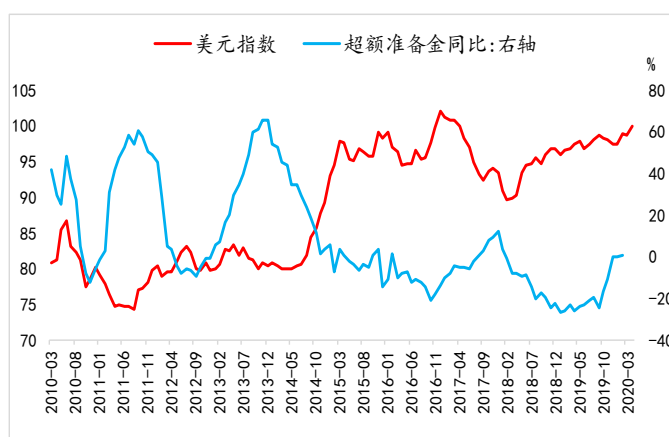
图表 33：外汇掉期隐含通胀水平



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

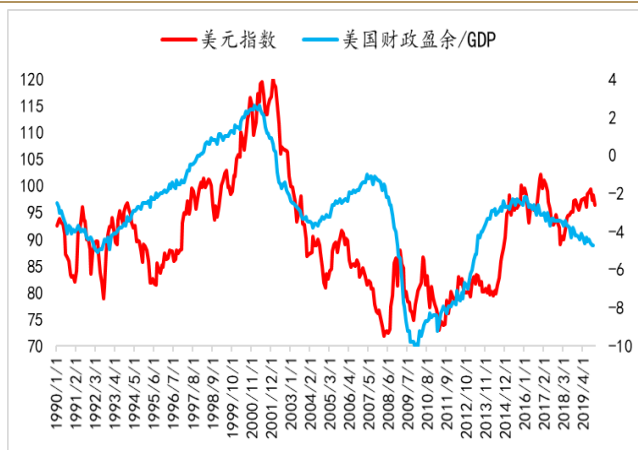
不过，美联储持续的扩表以及巨额的财政赤字扩张，从中长期来看，利空美元，利多美元计价的贵金属。

图表 34：宽松政策利空美元



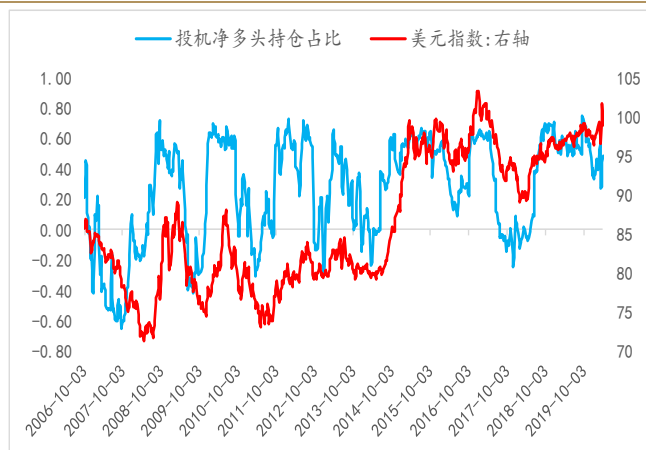
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 35：财政赤字利空美元



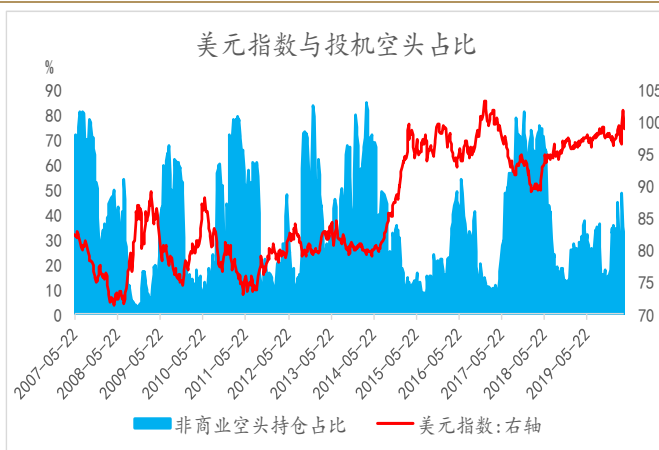
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 36：美元多头拥挤



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 37：但空头情绪尚未悲观到极值

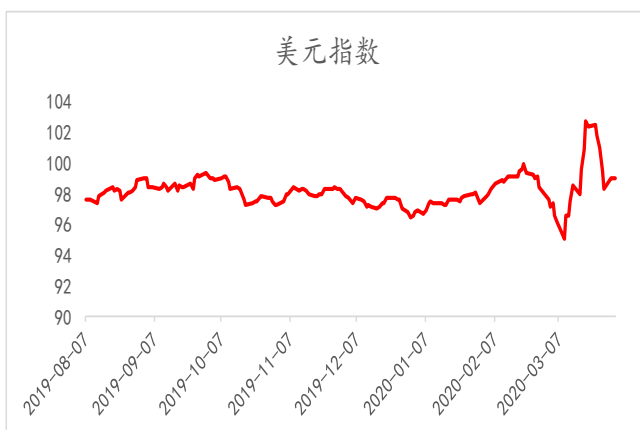


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

三、流动性

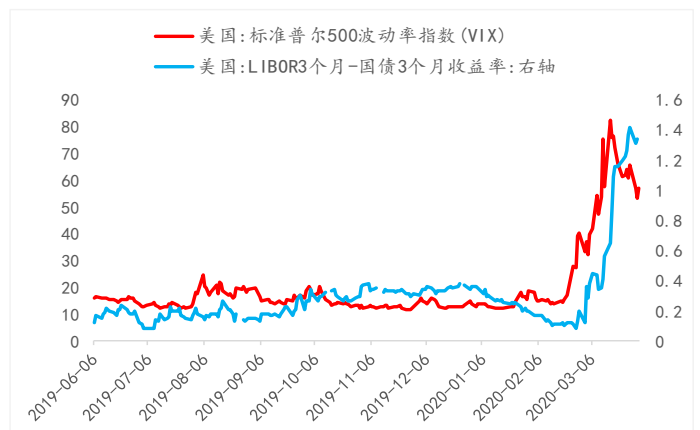
美元流动性紧张问题也使得贵金属这一类避险资产在极端行情下失去了避险功能，在流动性紧缺的时候，现金的需求要大于任何一类资产，这也是此前美元指数持续飙升的原因。

图表 38：美元指数



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

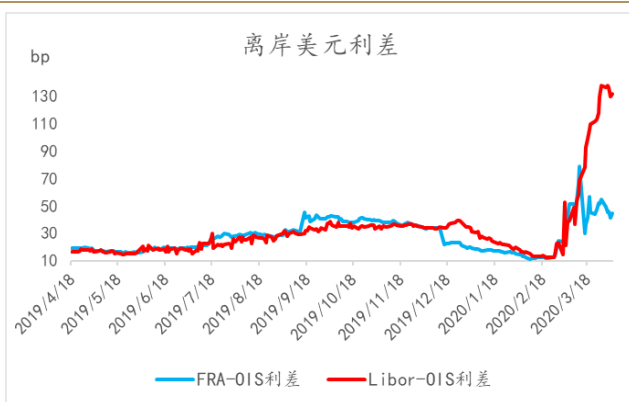
图表 39：VIX 与标准普尔指数



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

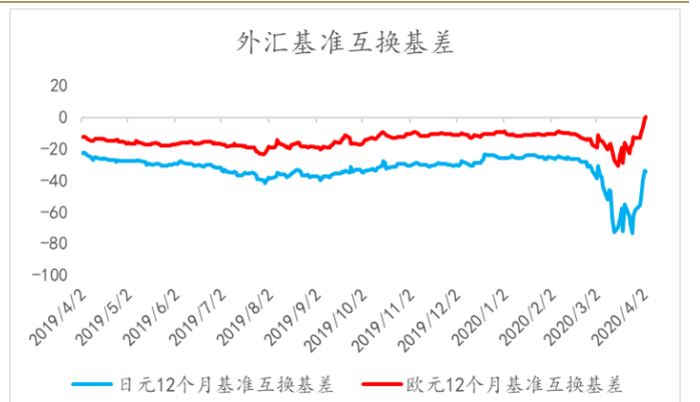
而美联储在过去几周陆续宣布将会加码与海外发达国家和新兴市场国家的央行的货币互换操作，尽管当前 Libor-0is 利差受制于报价机制影响，其价格与美商票利差相关，所以仍然紧张，但从 Fra-0is 利差显示，市场对于未来美元的流动性紧张的预期开始出现边际放缓的迹象，从外汇市场的互换基差数据 (Swap Basis) 来看，离岸美元流动性紧张的状况也开始出现松动。

图表 40：离岸美元利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

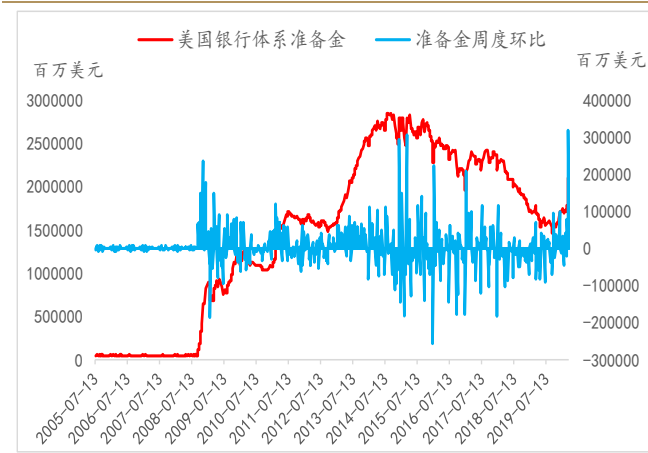
图表 41：外汇互换基差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

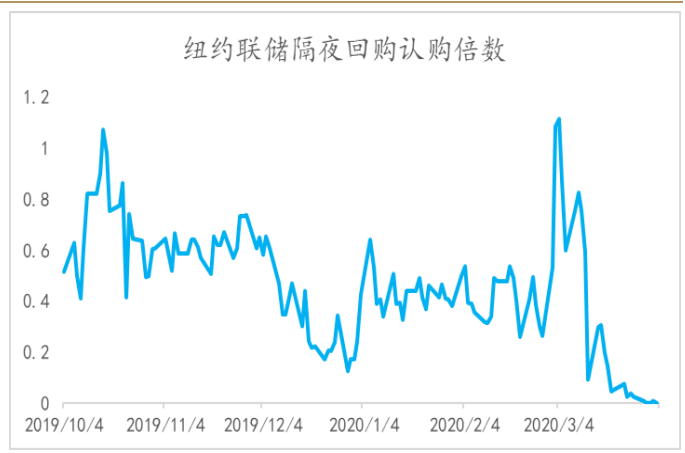
而在银行间市场来看，随着纽约联储天量流动性的投放，目前银行间市场流动性相对平缓，纽约联储隔夜回购市场认购率大幅回落。

图表 42：美国银行准备金水平



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

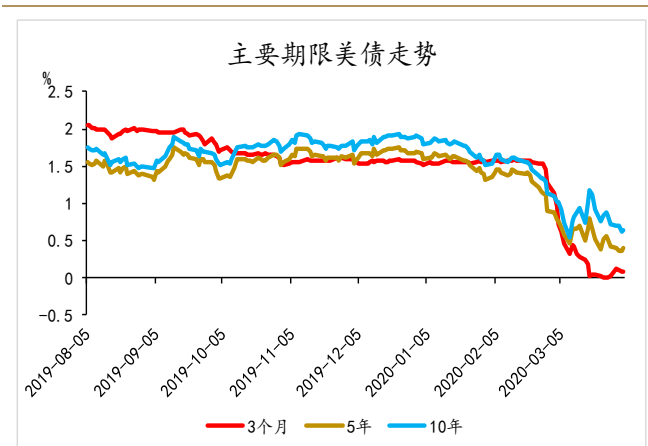
图表 43：隔夜市场认购情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

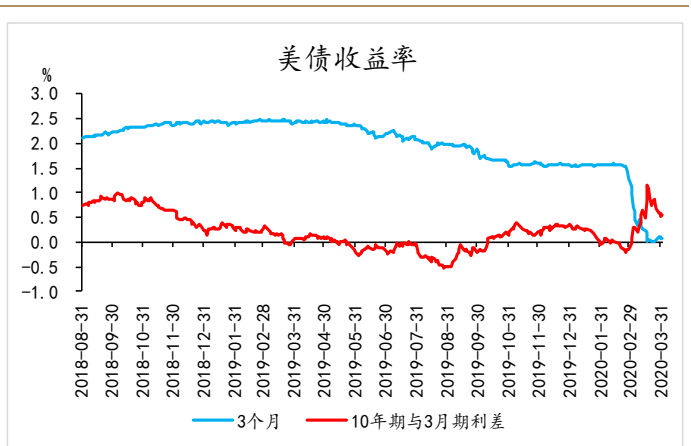
从国债市场来看，长端利率开始恢复，表明随着美联储的 QE 措施的出台，市场抛售美债换取流动性的行为开始放缓，市场对于更接近于现金的短期国债的追捧也逐渐缓解，美债长短期利差开始走平。

图表 44：主要期限美债走势



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

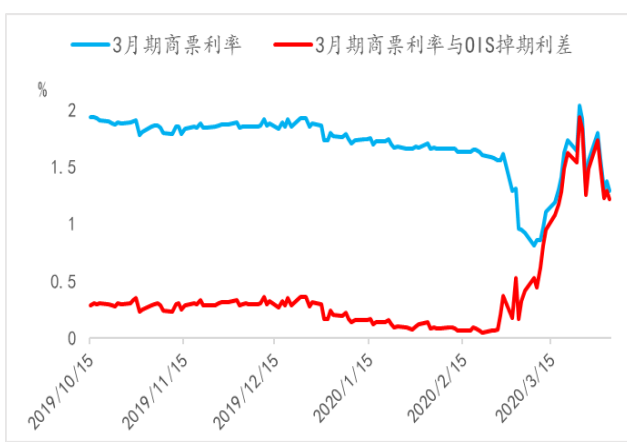
图表 45：10y 与 3月美债利差



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

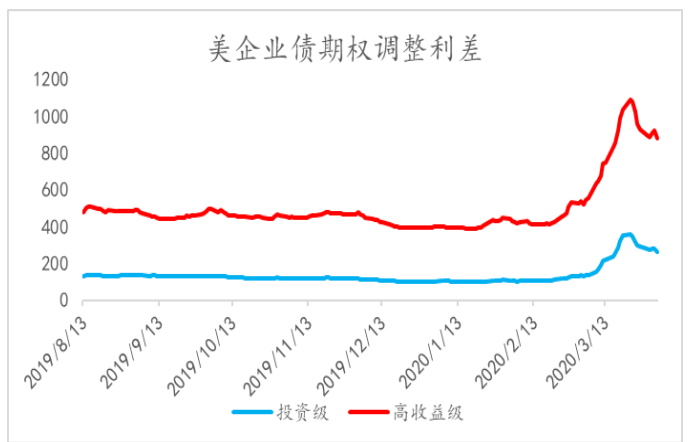
从企业债市场来看，美联储近期陆续推出各类货币政策工具来对企业和私人部门信贷进行兜底，以避免市场继续抛售企业债券的现象，企业票据以及企业债券市场的信用利差也有所放缓，不过仍然处在历史高位，流动性紧张仅仅是暂时缓解，而非消除，尤其是在企业债券市场，美国企业的高杠杆叠加疫情导致的收入剧减，使得企业正面临着债务危机的考验，能源企业则受油价反弹影响，利差大幅缩小，但仍然是所有行业中利差最大的。

图表 46：商业票据利差



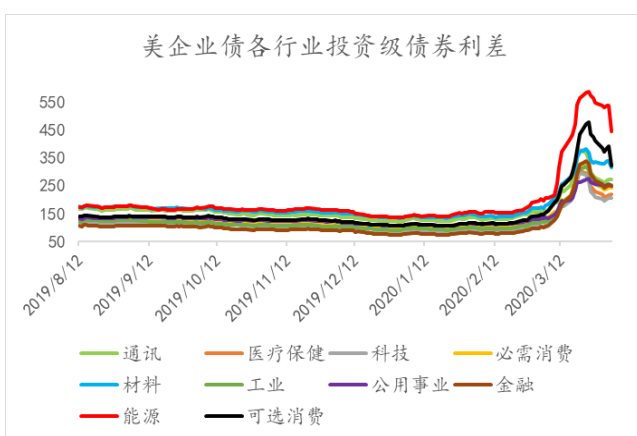
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 47：企业债综合利差



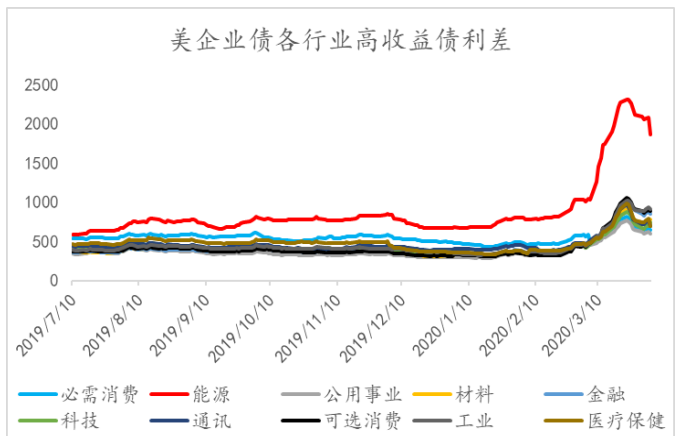
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 48：分行业投资级企业债利差



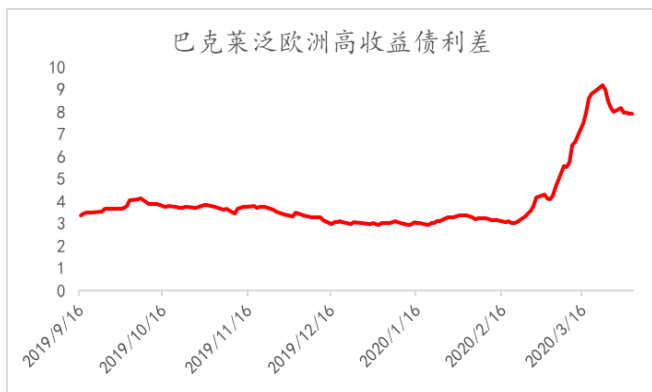
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 49：分行业高收益企业债利差



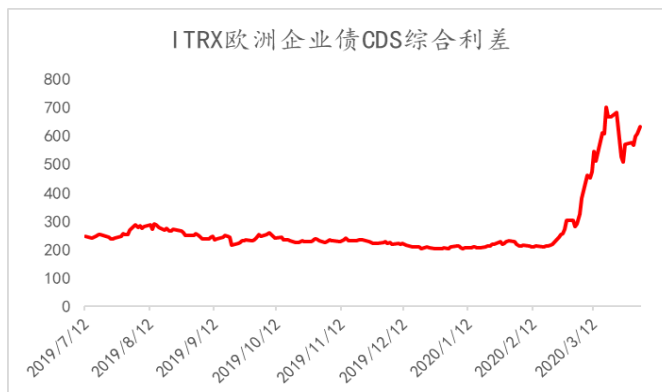
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 50: 欧洲高收益债利差指数



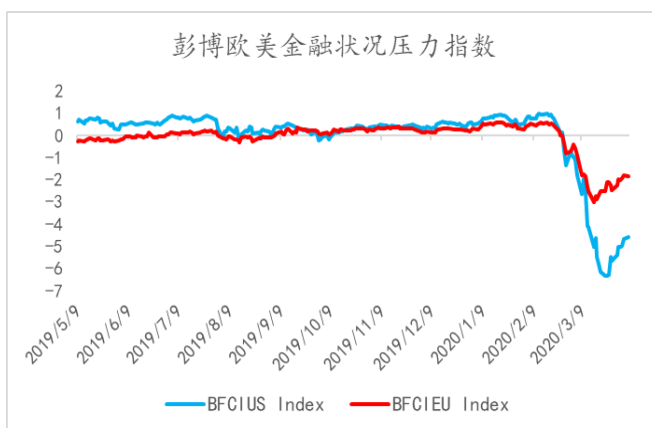
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 51: 欧洲企业债综合利差指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 52: 欧美高收益债利差



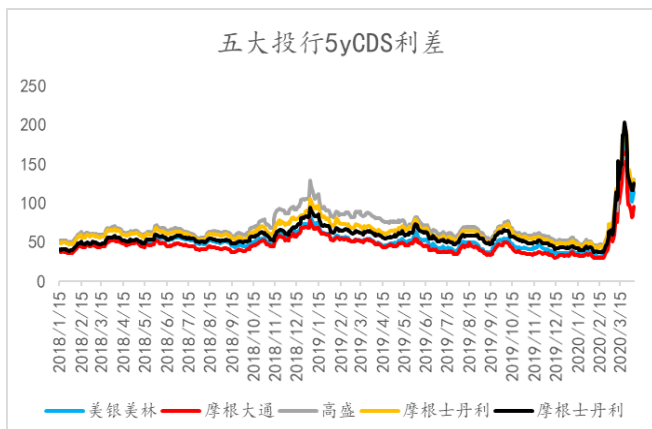
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 53: 亚洲高收益债利差指数



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 54: 五大投行 CDS 利差



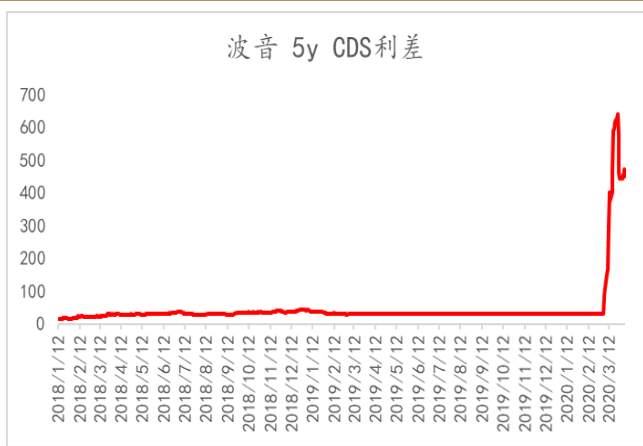
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 55: 欧洲投行 CDS 利差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 56: 波音近年来 CDS 利差



数据来源: BLOOMBERG , 混沌天成研究院

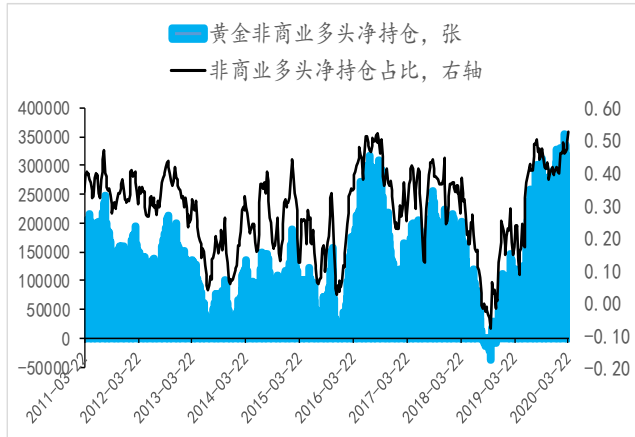
图表 57: 波音历史 CDS 利差



数据来源: BLOOMBERG , 混沌天成研究院

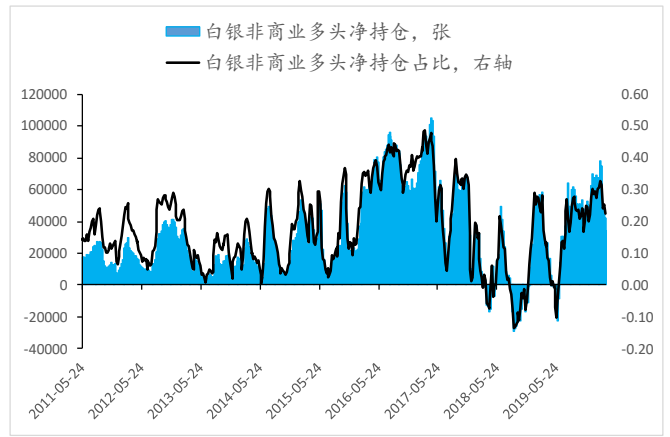
四、其他数据监控

图表 58：黄金多头净持仓



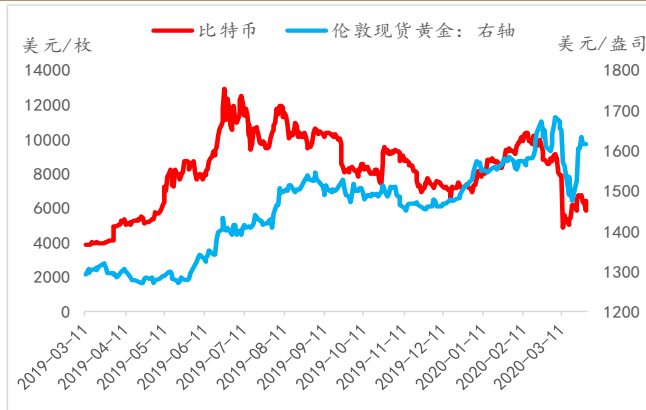
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 59：白银多头净持仓



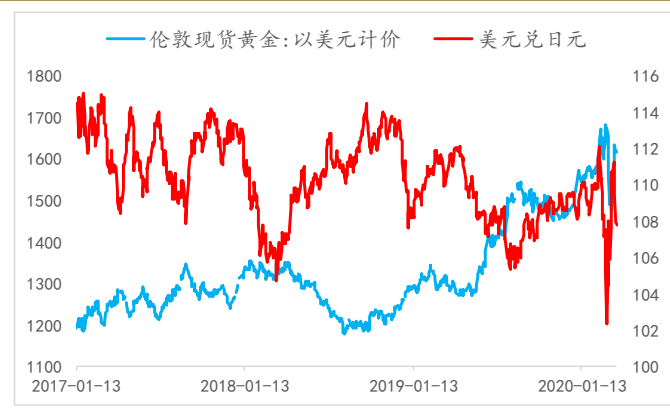
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 60：比特币价格



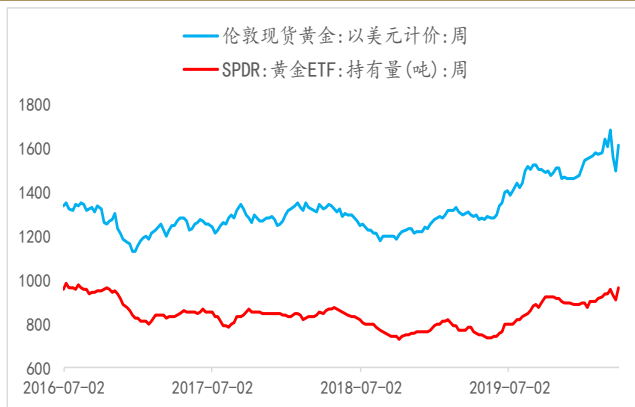
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 61：美元兑日元



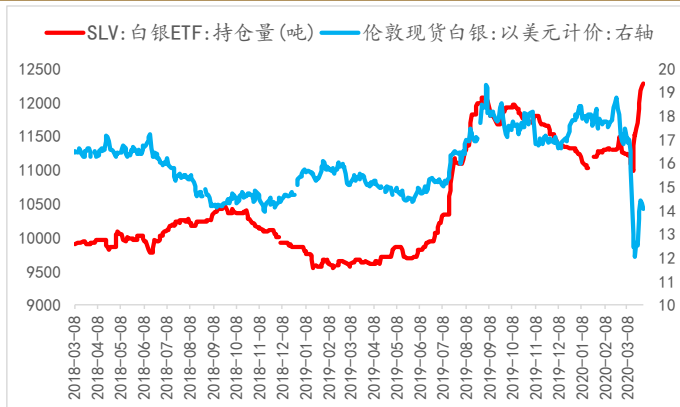
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 62：黄金ETF



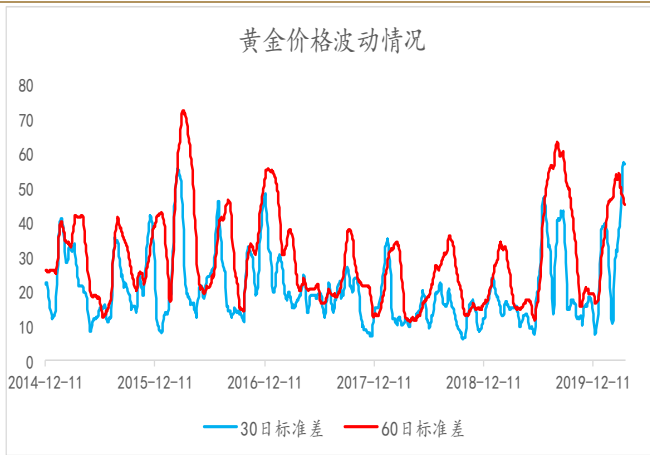
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 63：白银ETF



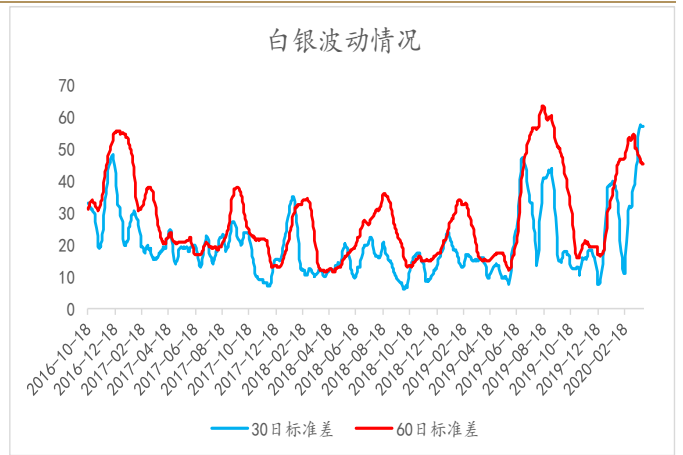
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 64: 黄金价格波动



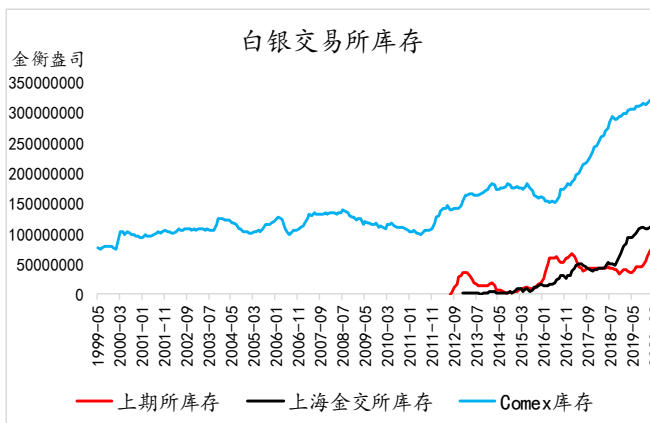
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 65: 白银价格波动



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 66: 白银库存情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 67: 白银库存与价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 68: 伦敦现货金银比



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 69: 伦敦金与布伦特原油



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。

联系我们

混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 3 号楼 A 区 2701-2710 室

联系电话：0755-23998230

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 2 号楼 702 室

联系电话：021-61838622-801

北京分公司

地址：北京市丰台区广安路 9 号国投财富广场 3 号楼 12A11-12A15 室

联系电话：010-63397961

云南分公司

地址：云南省昆明市环城南路 777 号昆钢大厦 12 层 E+F 单元

联系电话：0871-64100979

湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路 468 号时代财富中心 18 层 (5) 办号

联系电话：027-85610809

四川分公司

地址：四川省成都市武侯区人民南路四段上善国际 2002/2003

联系电话：028-83221309

南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路 38 号永鑫大厦 5 楼

联系电话：0771-5553516

杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路 37 号财富金融中心 2 幢 12 层 05、06 单元

联系电话：0571-86050331

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 826 号 904 室

联系电话：021-61063216

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 1500 号东方大厦 1002c-2 室

联系电话：021-58810170

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道 3 号中国工商银行大厦 11 楼 1108-11 室

联系电话：+852 2596 8200
